



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة فرحات عباس سطيف-1

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه الطور الثالث

الشعبة: علوم اقتصادية التخصص: مالية بنوك وتأمينات

تحت عنوان:

دور ضوابط الصنحة المالية الإسلامية في الحد من آثار الأزمات المالية:

دراسة مقارنة بين السوق المالي الإماراتي والماليزي

تحت إشراف:

أ.د محفوظ جبار

من إعداد الباحثة:

بلقيس دنيا زاد محياهي

لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
غراب رزيقة	أستاذ التعليم العالي	جامعة سطيف	رئيسا
جبار محفوظ	أستاذ التعليم العالي	جامعة سطيف	مقررا
عولمي بسمة	أستاذ التعليم العالي	جامعة تبسه	مناقشا
بورقبة شوقي	أستاذ محاضر قسم أ	جامعة سطيف	مناقشا
مريميت عديلة	أستاذ محاضر قسم أ	جامعة قالمة	مناقشا
كتاف شافية	أستاذ محاضر قسم أ	جامعة سطيف	مناقشا

السنة الجامعية: 2017/2018



قَالَ تَعَالَى

يَرْفَعِ اللَّهُ الَّذِينَ

ءَامَنُوا مِنْكُمْ وَالَّذِينَ أُوتُوا

الْعِلْمَ دَرَجَاتٍ^ج وَاللَّهُ بِمَا

تَعْمَلُونَ خَبِيرٌ

الإهداء

الحمد لله رب العالمين الحمد لله أكرم الأكرمين الحمد لله الجواد الكريم الحمد لله ربي وربب الناس أجمعين، والصلاة والسلام على أشرف المرسلين حبيبنا محمد شفيع الأمة وكاشف الغمة، أما بعد:

فإنني أهدي عملي هذا إلى الذي صبرني في سفرى وكان خير خليفة لي في أهلى، إلى الذي كان ولازال وسيظل معي أينما كنت وكيفما توجهت إلى من لم يرد لي الدعاء ولم يخيب لي الرجاء، إلى ضياء قلبي ومصبى عيني

إلى من أدمعه ليل نهار أن تقر عيناى برويته يوم تشخص الأبصار

إليك يا عزيز يا جبار

إلى سيد البشرية جمعاء إلى من اجتبه المولى وذكره رب الأرض والسماء، إلى شفيع الأمة صلوات ربي وسلامه عليه

أما بعد المولى والمصطفى فإنني أخط بيدي هذه الكلمات بكل حبه واستحياء

إلى ذلك الرجل الرهيب العصبي، الذي علمني الحياء ومدني بالعزم والعزة والصبر الأبي، وبكى حين رأني ناجيا ورضا عيني أطفأ تعبي...إنما كان رجلا شديدا ويخفي نهر حبه عذبه...قلبه قلب صبي صبره صبر نبي...إلى من كان حبي له تطرف، تصوف، عبادة إلى من حبي له مثل الموت والولادة صعب أن يعاد مرتين.....إلى من أدمعوا ربي أن يعطيه حسناتي بل أن يعطيه كل حياتيأبي

إلى تلك الحسناء الجميلة إلى الأحق بالإكرام، إلى من حملتني ثقلا ومن بعد حملي أرضعتني إلى أوام فطام، إلى من رحمتني في ظلمة الليل وتركت نومما لأجل منام، أيا أم خذيني إذا عدت يوما وشاحا لهدبك وخطي عظامي بعشبة تعمد من طهر كعبك وشدي وثاقي بنحلة شعر بنيط يلوح في ذيل ثوبك...ضعيني إذا ما رجعت وقودا بتنوير نارك...وحبل غسل على سطح دارك...لأنني فقدت الوقوف بدون صلاة نهارك...هرمت فركي نجوم الطفولة حتى أشارك درج الرجوع لعش انتظارك.... إلى من أدمعوا ربي أن يحفظها أن يكرمها أن يرزقها الجنة بلا حساب ولا سابقة عذابه.....أهي

إلى من كانوا في عالم الغيب فأصبحوا في عالم الشهادة إلى من تعلمنا منهم الحياة إلى من أتوا من حيث لا ندرى بل من حيث لا نتسب إلى من غلبت براءتهم شدتهم.....إلى من جاءوا من بعيد حاملين معهم أجمل عهد جديد

إلى تلك الرفيقة أمينة سري حبيبة قلبي مقلدة عيني إلى الحسناء بارعة الدلالأختي

إلى من أعيش في ظلم بل أحيا بوجودهم إلى تلك الشموع المضيئة التي لاطالما أضاءت العتمة...إخوتي

إلى تلك الجورية الصغيرة التي أعادت لبيتنا الحياة...الغالية ابنة الغالي...إنجي تولى ووالدتها الكريمة

إلى كل من حملهم عقلي وغفل عنهم قلبي

شكر وتقدير

الحمد لله الذي أعانني على إنجاز هذا العمل فما كان لشيء أن يجري في ملكه إلا بمشيئته جلّ شأنه " إنما أمره إذا أراد شيئاً أن يقول له كن فيكون " فالحمد لله في الأولى والحمد لله في الآخرة.....أمّا بعد

فإني أتقدم بالشكر الجزيل إلى أستاذي المشرف الأستاذ الدكتور جبار محفوظ على كل التوجيهات والانتقادات التي قدّمها لي حتى يخرج هذا العمل في صورته النهائية.

وأشكر الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة على تخصيصهم جزءاً من وقتهم الثمين لقراءة وتقييم هذا البحث

كما أتقد بجزيل الشكر إلى الأساتذة الكرام، بطوري رمضان، قندوز عبد الكريم سامي بن إبراهيم السويلم، والآنسة الفاضلة نادية على ما قدموه لي من نصح وإرشاد منقطع النظير

كما أشكر العم الكريم إبراهيم عياشي وكل من عمّتي عرجونة وغزالة على ما بذلوه من أجل إتمام هذا العمل

كما أشكر كل عمّال مكتبة جامعة تبسه وجامعة سطيف، وكل من قدّم لي يد المساعدة أو أسدى لي النصيحة أو كلمة تشجيع أو حتى كلمة طيبة

وما توفيقني إلا بالله عليه توكلت وإليه أنيب

شكر خاص

أقدم بأسمى عبارات الشكر والامتنان للأستاذة الفاضلة الدكتورة

مريمه حديلة على ما قدّمته لي من نصح وإرشاد وإعانة

فكانت نعم المرشد ونعم الأخت

كما لم تبخل عليًا بعلمها ووجهتني إلى الطريق الصواب

وأدعو المولى عزّ وجل أن يكرمها ويحفظها ويرزقها من حيث لا

تحتسب

فيا رب اجزها عني خير الجزاء وارزقها ضعف ما تتمنى

فأنت نعم المولى ونعم النصير

المقدمة

تعتبر الأسواق المالية بمثابة الآلية التي تسمح للأفراد بتداول الأوراق المالية كأسهم أو السندات، وأيضا السلع كالمعادن الثمينة، المنتجات الزراعية وغيرها من الأشياء الثمينة القابلة للتداول بسهولة، حيث تهدف هذه الأسواق إلى مواجهة العرض والطلب على رؤوس الأموال عن طريق أدوات مالية، فهي تسمح للشركات بإيجاد طرق جديدة لتمويل نموها، كما تغطي هذه الأسواق جزءا كبيرا من الاحتياجات التمويلية لعامة المستثمرين، عن طريق تداول الأوراق المصدرة من قبل الشركات المسجلة في السوق المالية، كما أن جزءا كبيرا جدا من استثمارات وكلاء الفائض يتم تداوله مباشرة في الأسواق المالية، عن طريق الاشتراكات أو المشتريات من الأسهم والسندات والأوراق التجارية وشهادات الإيداع وأسهم الشركات ووحدات صناديق الاستثمار وغيرها.

تعمل هذه الأسواق ضمن نظام مالي دولي، وهو الآن يشهد تاريخا اقتصاديا جديدا، بسبب الأزمات الكبيرة والمتكررة التي أصابته، وهذا يعود إلى طابعه النظامي المتسم بإلغاء الحواجز الوطنية والترابط بين الأسواق المالية على الصعيد الدولي، خاصة بعد بدأ تحول الغالبية من دول العالم التي لم تكن في ركب الرأسمالية الغربية بالتحول طوعية أو بعد الضغط إلى نظام السوق المفتوحة، هذا النظام الذي يجعل يد الدولة بعيدة تماما عن التحكم في مفاصل الاقتصاد الأمر الذي أدى إلى حدوث العديد من الأزمات المالية، والتي كانت نتاجا لهيمنة إيديولوجية رجعية، قائمة على تنظيم ذاتي وأسواق فعالة، إلا أن الواقع المدروس عبر تاريخ الرأسمالية يبين العكس تماما، ولعل الأزمات التي تتابعت عبر التاريخ دلت بما لا يدع مجالا للشك على عدم استقرار الرأسمالية في جوهرها، ولعل الأزمة المالية التي اندلعت سنة 2008 أكبر دليل على هشاشة هذا النظام، والواقع يبين أن هذه الأزمة قد تطورت من أزمة ديون فرعية محدودة في عام 2005، إلى أزمة مالية في العام 2007، لتتجسد سنة 2008 في شكل أزمة سيولة وثقة، تفاقمت بسبب الافتقار إلى السيولة المصرفية، والتي وجهت ضربة قاتلة للتمويل في الاقتصاد الرأسمالي، إلى جانب كونها أخطر أزمة اقتصادية تواجه الاقتصادات الرأسمالية الموجهة نحو السوق منذ 1929.

وخلافا لأزمة الكساد العظيم (1929) والتي تجلت من خلال خلل في متغيرات الاقتصاد الكلي، كارتفاع معدلات التضخم، تذبذب أسعار الفائدة وانخفاض الأرباح، إلا أن الأزمة المالية لعام 2008 ظهرت بسبب الخلل في المجال المالي، الأمر الذي جعل تداعياتها تمس الاقتصاد الحقيقي، ومن أجل فهم أصل المشكلة، يستوجب الحديث عن العناصر المختلفة التي شاركت بطريقة أو بأخرى في انتشار هذه الأزمة، وفي هذا السياق تجدر الإشارة إلى ممارسات منح القروض وتقليل المخاطر والافتقار إلى الرقابة الاحترازية، ودور وكالات التصنيف الائتماني.

بدأت الأزمة عندما قامت المصارف بإقراض الأسر عن طريق إنشاء علاوة استثنائية Subprime للمخاطر الاقتراضية، الأمر الذي أكد بأن النظام الرأسمالي لا يستند إلى قدرة المقترض على مواجهة تكلفة الائتمان، ولكن أساسا على القيمة الجوهرية للممتلكات الممولة.

بدأت هذه الأزمة في عام 2006 مع تحطم منظومة الرهون العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية، وكُشفت للعالم في فيفري 2007، وتحولت إلى أزمة مالية عالمية في صيف عام 2008، حيث تعتبر هذه الأزمة أزمة مديونية مفرطة، إذ بينت ولأول مرة أن القوة الرائدة في العالم هي أكبر مقترض.

على إثر ما خلفته الأزمة المالية العالمية من تداعيات خطيرة على اقتصاديات دول العالم، وآثارها السلبية على العملية التنموية برمتها، وما شهده العالم العربي والغربي من تطورات متلاحقة كشفت عن تصدعات هيكلية ومشاكل اجتماعية واقتصادية جوهرية، ساد شعور عام لدى صُنّاع القرار السياسي وعلماء الاقتصاد بالحاجة الملحة إلى إعادة النظر في مكونات هذا النظام الذي قدّم ولازال يقدم للعالم الأزمات تلو الأخرى، وعليه ظهرت العديد من الاتجاهات الداعية إلى إصلاح النظام المالي الدولي، حيث عمدت العديد من الدول وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية إلى صياغة خطط إصلاحية واستراتيجيات بغية الحد من تداعيات هذه الأزمة، إلا أن هذه الإستراتيجيات لم تعطي ثمارها فتم التحلي عنها.

إن المتعمّن في أسباب الأزمة يجد بأن أهم أسبابها هو التعامل بمنتجات وآليات أقل ما يمكن أن يقال عنها أنها منتجات مالية سامية، بل أكّدت العديد من الدراسات أن السبب الرئيس في حدوث هذه الأزمة هو خلل الأنظمة الرأسمالية المعتمدة، هذه الأنظمة القائمة على المديونية والمجازفة والبيع الصورية والرهن والتي تتجسد في صورة أكل أموال الناس بالباطل، وتعمل على خلق فجوة وهوة بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي.

انتقلت وانتشرت تداعيات هذه الأزمة المالية، لتمس بذلك كبرى الاقتصاديات العالمية، وتطيح بأعرق البنوك والمؤسسات الدولية، إلا أن المتتبع لمشهد الأزمة يجد بأن المؤسسات المالية الإسلامية لم تتأثر بهذه الأزمة إلا قليلا وبشكل محدود، بل أن التمويل الإسلامي استمر في النمو في الوقت الذي كان العالم يشهد فيه أعنف الأزمات حيث تشير العديد من التقارير أن التمويل الإسلامي وصل اليوم إلى أكثر من 1 تريليون دولار، كما أن هناك توقعات بنمو يفوق 15% في السنوات المقبلة، وفي صميم الأزمة كثر الحديث عن هذا النوع من التمويل، والذي قيل بأن له الفضل في مقاومة الأزمة المالية، فنظمت عدّة ندوات وحلقات دراسية ودوائر مستديرة، للبحث في ما إذا كان هذا التمويل يحمل في طياته حلا للأزمات المالية التي عصفت بالنظام الرأسمالي، وفي ظل التنافس القائم بين التمويل الإسلامي والتقليدي، يواجه التمويل الإسلامي تحديات في الأداء بمستوى مقبول.

إن تقنيات هذا التمويل القائم على الضوابط الشرعية ليست جديدة اليوم، بل في الواقع هي مستوحاة من حياة النبي محمد صلّ الله عليه وسلم، كلماته وأفعاله، أي أن تاريخها يعود إلى القرن السابع، حيث عمل النظام المالي الإسلامي بكفاءة عالية خلال ذروة الحضارة الإسلامية والقرون اللاحقة، بل ساهمت أدوات التمويل الإسلامي كالمضاربة والمشاركة في تعبئة الخزّان الكامل للموارد النقدية للعالم الإسلامي في العصور الوسطى لتمويل الزراعة والحرف اليدوية والصناعة والتجارة، كما استخدمت هذه الأساليب من قبل المسلمين وغيرهم.

إن الصناعة المالية الإسلامية برزت في الساحة المالية العالمية بفلسفة إنسانية ابتكاريه، ذات مقاصد ربحية وتنموية في آن واحد ومؤطرة بضوابط أخلاقية، قائمة على مبدأ المشاركة وعدم أكل أموال الناس بالباطل، والذي ينتفي في إطاره التكاليف المسبقة للتمويل، وتتطور في ظلها أدوات مالية قائمة على أصول حقيقية كإضافة نوعية تحد من سلبات المنتجات المالية التقليدية.

تعد الصناعة المالية الإسلامية صناعة متطورة، بالرغم أنها لم توضع موضع التنفيذ إلا منذ حوالي أربعين عاما إلا أن هذه الصناعة أثبتت جدارتها في كونها تتمتع بأفق ثابت قادر على تحمل آثار الأزمات المالية، وتبقى إيجابية نسبيا في خضم الأزمة، باعتبار أن هذه الصناعة تعد نظاما يتمتع بإنصاف وكفاءة عاليين تجعله قادرا على تحقيق استقرار النظام المالي العالمي.

مشكلة الدراسة

عاد موضوع الأزمات المالية لي طرح نفسه وبقوة، بالرغم من تكرارها على مر التاريخ، إلا أن الأزمة المالية لسنة 2008 فتحت مجالا آخر للنقاش حول مدى نجاعة وصلاحيه الأنظمة الرأسمالية المعمول بها، وبعد أن اتضح بأن أغلبية الأزمات المالية - إن لم نقل جلها - اشتركت في نفس الأسباب والتي تصب في قالب الرأسمالية واختلالاتها، الأمر الذي يستدعي إعادة النظر في هذا النظام ومدى صلاحيته، وفي غمرة هذه التساؤلات وما أصاب الأسواق المالية العالمية من انهيارات بسبب تداعيات الأزمة المالية، وما لحقها من إفلاس كبرى وأغرق المؤسسات المالية، كانت الأسواق المالية الإسلامية الأقل تضررا من الأزمة، وذلك وفق تصريحات الساسة وصنّاع القرار، بل أن مؤشرات هذه الأسواق استمرت في التصاعد والنمو بوتيرة أقل مما يمكن أن نقول عنها أنها حسنة، ولعل هذا ما يدفعنا إلى محاولة تحديد أهم أسباب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، والوقوف على أهم تأثيراتها على صعيد الأسواق المالية التقليدية منها والإسلامية، كخطوة أولى للبحث عن الآليات والإجراءات التي من شأنها أن تحد من تداعيات هذه الأزمة.

وعلى هذا الأساس تتمحور إشكالية الدراسة في ما يلي:

ما مدى مساهمة الضوابط الشرعية في الحد من تداعيات الأزمات المالية وتوسع نطاقها؟ وما حدة تأثير كل من السوقين الماليين والإماراتي بالأزمة المالية؟

واعتمادا على هذه الإشكالية يمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ماهي الأسس والضوابط التي تقوم عليها الصناعة المالية الإسلامية؟
- في ما تتمثل الأسباب الرئيسية في اندلاع الأزمة المالية العالمية لسنة 2008؟ وهل يمكن الجزم بأن النظام الرأسمالي هو المتسبب الأول والوحيد في انهيار الأسواق المالية العالمية؟

- ما مدى قدرة الأسواق المالية الملتزمة بالضوابط الشرعية في التصدي لتداعيات الأزمة المالية؟ بل هل استطاعت هذه الأسواق أن توفر وسائل تحوط ووقاية من أخطار الإفلاس والانهيار الذي ألمّ بكبرى الاقتصاديات العالمية؟
- هل يمكن للنظام المالي الإسلامي أن يحقق الاستقرار الذي تفتقر إليه الأنظمة الرأسمالية؟ وإذا كان الأمر كذلك، فما هو إسهامه في دعم النظام المالي الدولي؟ وما هي العقبات التي تزال تمنع انتشاره؟
- ما هي الإجراءات التي اعتمدها سوق رأس المال الإسلامي الماليزي في مواجهة الأزمة المالية العالمية؟
- ما هي أهم تداعيات الأزمة المالية العالمية على السوق المالي الإماراتي؟ وما الحلول التي اعتمدها حكومة الإمارات في الخروج من الأزمة؟

فرضيات الدراسة

- تعتمد الباحثة في معالجتها للتساؤلات المطروحة على مستوى إشكالية الدراسة على الفرضيات التالية:
- يعتبر الالتزام بالضوابط الشرعية حجر الأساس في الحد من وقوع الأزمات المالية.
 - أدى النظام الرأسمالي إلى اتساع الهوة بين الاقتصاد المالي والحقيقي، بسبب تداول منتجات مالية قائمة على الربا، الغرر والخداع، الأمر الذي أدى إلى نمو المديونية بأضعاف الديون الحقيقية، وهو السبب الرئيس في حدوث الأزمة المالية العالمية.
 - يعد تداول المنتجات المالية التقليدية كالمشتقات المالية و التوريق من أهم أسباب انتشار الأزمة المالية على الصعيد العالمي.
 - استطاعت سوق رأس المال الإسلامي الماليزي أن تنجو من حدة الأزمة المالية بسبب قيامها على منتجات مالية ملتزمة بالضوابط الشرعية كالصكوك والأسهم الإسلامية.
 - هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين النمو المتواصل لرسملة سوق رأس المال الماليزي والأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.
 - هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الأسهم التقليدية ورسملة سوق دبي المالي.
 - كانت حدة تأثير السوق المالي الإماراتي بالأزمة المالية أكبر من السوق المالي الماليزي خلال فترة الدراسة.

أهمية الدراسة ودوافع اختيار الموضوع

تستمد هذه الدراسة أهميتها من التغيرات التي تشهدها الساحة الاقتصادية الدولية، ومن الآثار الناجمة عن تكرر وتتابع الأزمات المالية، وما يترتب عنها من آثار سلبية، الأمر الذي طرح العديد من التساؤلات وفتح مجال

النقاش واسعاً حول أحقية الأنظمة المالية المعمول بها، وما إذا كانت الصناعة المالية الإسلامية قادرة على توفير حلول جذرية للحد من وقوع هذه الأزمات وفق مبدأ أن الوقاية خير من العلاج.

كل هذه الأحداث دفعت بنا إلى التمعن جيداً في الأسباب الكامنة وراء حدوث الأزمات والوقوف عند أهم محطات الأزمة في محاولة منا لرصد أهم الآثار التي ترتب عنها في نوعين من الأسواق المالية، سوق ملتزمة بالضوابط الشرعية وأخرى تقليدية، وذلك بغية معرفة أي من السوقين هو الأكثر تضرراً.

وإذا كانت الأزمة المالية العالمية بشكل عام قد أخذت نصيبها من الدراسة والتحليل في العديد من المحطات بسبب تكرار الأزمات، فإن موضوع الحد من تداعياتها والحيلولة دون وقوعها لا يزال محل جدل بين المنظرين وأصحاب القرار الاقتصادي، ولا يزال بحاجة إلى الكثير من البحث والدراسة والتعمق في إيجاد أدوات ووسائل وسياسات تحد من تكرار سيناريوهات الأزمات المالية، كما أن التمعن في مختلف السياسات والاستراتيجيات التي صاغتها وتصوغها كبرى الاقتصادات العالمية لم تعطي ثمارها، بل على العكس تماماً فاعلَب السياسات المعتمدة في الحد من وقوع الأزمات باءت بالفشل وأعلنت عجز الأنظمة المالية المعمول بها، وعلى هذا الأساس جاءت هذه الدراسة لتبرز أهمية إيجاد وصياغة حلول للحد من الآثار المدمرة للأزمات المالية، وذلك وفق سياسة أعظم ما يمكن أن نقول عنها أنها ربّانية إذ تمثل هذه السياسة في الامتثال للضوابط الشرعية التي أقرّها الشرع الحنيف في كتاب الله وسنة خير خلق الله والتي أطرت المعاملات المالية في إطار أخلاقي يعطي لكل أطراف المعاملات المالية حقوقهم دون المساس بحق الغير، من خلال قيامنا بدراسة أثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على نوعين من المنتجات؛ واحدة ملتزمة بالضوابط الشرعية وأخرى غير ملتزمة، من أجل مقارنة تطور كل منتج على حدا، ومعرفة أي من المنتجين كان الأكثر تضرراً بتداعيات الأزمة المالية.

وعلى المستوى الشخصي فإن المبرر الشخصي لاختيار موضوع الضوابط الشرعية وعلاقتها بالأزمات المالية يتمثل في الاهتمام البالغ الذي استحوذت عليه الصناعة المالية الإسلامية وضوابطها الشرعية في الفترة الأخيرة، ناهيك عن أن الارتباط الوثيق بين موضوع الدراسة والدين الحنيف كان دافعاً قوياً للبحث في مثل هذه المواضيع بسبب إيماننا القوي بأحقية وصدق هذا الدين الحنيف وتأكيداً على أن ضوابطه هي ضوابط ربّانية تستحق الدراسة والتحليل، بل أن مبادئه تحمل في طياتها حلولاً جذرية لكل الأزمات، وذلك مصداقاً لقوله تعالى ﴿ مَا فَرَطْنَا فِي الْكِتَابِ مِنْ

شَيْءٍ ثُمَّ إِلَى رَبِّهِمْ يُحْشَرُونَ ﴾ (الأنعام الآية 38)

أهداف الدراسة

إن الآثار المدمرة للأزمات المالية التي شهدتها التاريخ، وحدّة وتفاوت تداعياتها على الأسواق المالية في عالم يتسم بالترايط والتكامل في عملياته، فتحت مجالا واسعا للنقاش، وطرحت العديد من التساؤلات والتي ينصب جوهرها في ماهية الأسباب الكامنة وراء تكرار الأزمات، كما أن عدم صلاحية خطط الإنقاذ التي اتخذتها العديد من الدول في محاولة منها للتخفيف من وطأة الأزمات كانت السبب الرئيس وراء القيام بالعديد من الدراسات والأبحاث التي تختص بمثل هذا الشأن، كما أن الاستقرار الذي تمتعت به الأسواق المالية الإسلامية في خضم الأزمة، كان أيضا سببا وجيها للبحث في هذه المحطات، وعلى هذا الأساس تهدف هذه الدراسة إلى ما يلي:

- تسليط الضوء على موضوع الصناعة المالية الإسلامية، من خلال الحديث عن ماهيتها، مكوناتها ومختلف ضوابطها الشرعية، والتأكيد على أهميتها كصناعة مالية في اقتصاد أصيل، وليست كصناعة لاقتصاد بديل؛
- الخوض بشغف في موضوع الضوابط الشرعية وابتكار وتطوير منتجات مالية إسلامية وطرحها في الأسواق المالية كأداة لتمويل الاستثمارات والوقاية من الأزمات؛
- طرح العديد من الانشغالات وعلى رأسها تداول منتجات وأساليب إسلامية في بيئة مالية تقليدية، كالتوافذ الإسلامية في البنوك التقليدية والفروع الإسلامية وبيع السلم؛
- محاولة إسناد صيغ التمويل لإسلامية لضوابطها الشرعية من الكتاب والسنة، كالمضاربة، الاستصناع، المراجعة وغيرها من صيغ التمويل؛
- عرض موجز للأزمات المالية عبر التاريخ، ودراسة وتحليل الأزمة المالية لسنة 2008 ومختلف تداعياتها؛
- تحليل أسباب الأزمة المالية من خلال ربطها بخلل الأنظمة الرأسمالية وعدم التزامها بالضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية؛
- التطرق للعديد من النظريات التي تفر بخلل وعدم صلاحية المنتجات المالية التقليدية، كتأكيد للنائج التي توصلت إليها الدراسة النظرية كنظرية مينسكي، ونظرية القطيع وغيرها؛
- محاولة الربط بين النظريات -سالفه الذكر- والضوابط الشرعية، وذلك من خلال البحث عن مواطن عدم الالتزام بهذه الضوابط في أسباب الأزمة، كالربط بين ضابط تحريم الربا ونظرية هايمان مينسكي في الأزمة المالية؛
- نحن لا نهدف من خلال هذه الدراسة إلى صياغة حلول للتخفيف من حدّة الأزمات فقط، بل نهدف إلى استحداث نظام مالي يحل محل النظام الرأسمالي الذي أثبت فشله في قيادة الاقتصاد العالمي، ونؤكد على أحقية النظام المالي الإسلامي في قيادة عجلة التنمية المالية العالمية؛

- وللتأكيد على النتائج المتوصل إليها في الجانب النظري، قدّم الجانب التطبيقي عرضاً تحليلياً لتداعيات الأزمة المالية العالمية على سوقين ماليين أحدهما إسلامي والآخر تقليدي؛ ألا وهما؛ السوق المالي الماليزي والسوق المالي الإماراتي؛
- دراسة وتحليل تداعيات الأزمة المالية على السوقين من خلال عرض بعض الأدوات المالية ومؤشرات الأداء خلال فترة امتدت إحدى عشرة سنة؛
- تقديم تفسير كمي لتداعيات الأزمة المالية على السوقين الماليين الماليزي والإماراتي، من خلال إجراء مقارنة لتطور منتجين أحدهما إسلامي والآخر تقليدي، لمعرفة أي المنتجين أقل تضرراً بالأزمة؛
- التأكيد على صلابة الأسواق المالية الإسلامية في مواجهة التقلبات والأزمات المالية.

منهجية الدراسة

من أجل الإحاطة بالموضوع وبعية التوصل إلى تحقيق الأهداف المسطرة للدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لإبراز الوقائع والحقائق التي تمثل مشكلة البحث، من خلال تحديد مفهوم الصناعة المالية الإسلامية ماهيتها، مكوناتها وضوابطها الشرعية، مع إبراز دور عدم الالتزام بالضوابط في تكريس الأزمات المالية، ومختلف تداعياتها على الأسواق المالية العالمية، وأهم الإجراءات والخطط المعتمدة للحد من آثار الأزمات على صعيد السوقين التقليدي والإسلامي، إضافة إلى اعتماد المنهج التاريخي من خلال عرض تطور كل من الصناعة المالية الإسلامية، البنوك الإسلامية والأزمات المالية، وذلك بناء على مراجعة الأدبيات الاقتصادية وما تتضمنه الدراسات والأبحاث في هذا الصدد، من خلال مجموعة متنوعة من المراجع والأبحاث والكتب والدوريات الورقية منها والإلكترونية، وبالاستناد إلى التقارير المنجزة من طرف هيئات ومؤسسات دولية متخصصة مثل البنك الإسلامي للتنمية، مجلس الخدمات المالية الإسلامية، مركز الأبحاث الإحصائية والاقتصادية والاجتماعية والتدريب للدول الإسلامية، صندوق النقد الدولي وصندوق النقد العربي، إلى جانب الاستعانة ببعض المواقع الرسمية على شبكة الانترنت.

ولإسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي، تمّ الاعتماد على أساليب التحليل القياسي في اختيار المتغيرات وطرق الاختبار والتقدير مستعينين في ذلك بالبرنامج الإحصائي EViews 9 في محاولة بناء نموذج لتفسير أثر كل من الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والأسهم التقليدية على الرسملة السوقية لكل من سوقي ماليزيا والإمارات على التوالي، والخروج بنتائج تتوافق مع النظرية الاقتصادية ومع ما تمّ التطرق إليه في الجانب النظري.

الدراسات السابقة

في حدود علم الباحثة فإن هناك العديد من الدراسات التي تناولت موضوع الضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية وعلاقتها بالأزمات المالية، وكذلك موضوع تداعيات الأزمات المالية على الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية، ويمكن حصر أهم هذه الدراسات في مايلي:

1. دراسة "عصام بوزيد،¹ 2016": تم من خلال هذه الدراسة محاولة اختبار كفاءة نظام التمويل الإسلامي الحالي في مواجهة والاضطرابات المالية، من خلال قياس كفاءة الصناعة المصرفية الإسلامية وكفاءة مؤشرات الأسهم الإسلامية، كميكنزمين أساسيين فيه خلال فترة الأزمة المالية الأخيرة واستخدم الباحث في هذه الدراسة نموذج الحد العشوائي Stochastic Frontier Analysis لاختبار الكفاءة في أفضل خمسين مصرف إسلامي نهاية 2012، كما استخدم الباحث العديد من مؤشرات قياس الأداء المالي لعدد من مؤشرات داو جونز الإسلامي في أربع مناطق مختلفة وهي: أوروبا، آسيا، الولايات المتحدة الأمريكية والعالم وخلص الباحث إلى النتائج التالية:
 - ارتفاع متوسط العوائد في مؤشرات الأسهم الموصوفة بالإسلامية مقارنة بنظيرتها العادية في المناطق الأربع المذكورة سالفاً؛
 - كان أداء المؤشرات الإسلامية متقارب بشكل كبير مع المؤشرات المرجعية التي قورنت معها؛
 - دلت نتائج نمذجة عوائد المؤشرات الإسلامية على أن عوائد مؤشر داو جونز الإسلامي مرتبطة بشكل كبير بعوائد مؤشر داو جونز الصناعي؛
 - تطورت جميع متغيرات المصارف الإسلامية بقيم معتبرة في مرحلة ما بعد الأزمة مقارنة بما قبلها، وأن المصارف الإسلامية لم تستطع التحكم في تكاليفها، وهي تحتاج إلى انتهاج سياسات ترشيد التكاليف من أجل التحكم الجيد في تكاليفها وتخفيض مستواها؛
 - لا زالت المصارف الإسلامية محل الدراسة بحاجة إلى تحسين كيفية أو طريقة استخدام مواردها من أجل بلوغ حدود الإنتاج الأمثل.

- 2- دراسة "سدي علي وشريط عابد 2011"²: هدفت هذه الدراسة إلى تحديد الآراء ذات العلاقة بمعدل الفائدة ومختلف النظريات التي تطرقت له وحاولت تبريره، وكذا مختلف الانتقادات والمآخذ على هذه النظريات، بالإضافة إلى تناول أهم الأزمات المالية والاقتصادية التي تعرض لها الاقتصاد العالمي وبعض أكبر الاقتصاديات الرأسمالية في العالم

¹ عصام بوزيد، محاولة اختبار كفاءة نظام التمويل الإسلامي في مواجهة الأزمات المالية، أطروحة دكتوراه علوم، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامع قاصدي مرباح، ورقلة، 2016/2015.

² سدي علي وشريط عابد، معدل الفائدة ودورية الأزمات في الاقتصاد الرأسمالي " محاولة للفهم واقتراح حلول"، المؤتمر العالمي الثامن للاقتصاد والتمويل الإسلامي: النمو المستدام والتنمية الاقتصادية الشاملة من المنظور الإسلامي، الدوحة، دولة قطر من 18-20 ديسمبر 2011.

لتعمل هذه الدراسة على محاولة الربط بين معدل الفائدة ودورية هذه الأزمات في الاقتصاد الرأسمالي بالاستناد إلى فرضية هايمان مينسكي.

3- دراسة "سامي بن إبراهيم السويلم 2012"¹: هدفت هذه الدراسة إلى إبراز أهمية الدور الذي يمكن أن يسهم به التمويل الإسلامي في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي، ومدى حاجة العالم لنظام يتلافى علل الرأسمالية الجارحة كما تناولت الدراسة مواطن الخلل والانحراف من وجهة نظر الشريعة الإسلامية في المنتجات والصيغ المالية السائدة، وكيف تؤدي إلى اختلال البناء الاقتصادي ومن ثم حصول الكوارث والانهيارات، كما بينت الدراسة كيف يمكن لمبادئ الاقتصاد الإسلامي أن تسهم في علاج الأزمة والتعجيل بالخروج منها بعد وقوعها.

4- دراسة Maher Hasan & Jemma Dridi²: هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أداء كل من البنوك الإسلامية ونظيرتها التقليدية خلال حقبة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، ودراسة تداعياتها على مؤشرات الربحية، الائتمان ونمو الأصول والتصنيفات الخارجية لمجموعة من البلدان المختارة، وخلصت الدراسة إلى أن البنوك الإسلامية قد تأثرت بشكل أقل عن البنوك التقليدية، حيث ساعدت العوامل المرتبطة بنشاط البنوك الإسلامية في الحد من التأثير السلبي على الربحية سنة 2008، في حين أضر ضعف إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية تأثيراً سلبياً على ربحيتها سنة 2009.

هيكل الدراسة

من أجل الإجابة على التساؤلات المطروحة أعلاه وللإحاطة بكل جوانب الموضوع، تطلبت الدراسة تناول الموضوع في مقدمة عامة وأربعة فصول، حيث يتضمن كل فصل جملة مباحث ومطالب، لتنتهي الدراسة بخاتمة محافظين قدر المستطاع على التسلسل المنطقي والتدرج في طرح الأفكار

خصص الفصل الأول من الدراسة لتسليط الضوء على بعض المفاهيم العامة حول الصناعة المالية الإسلامية وضوابطها الشرعية بدءاً بالحديث عن ماهيتها، وبعدها التاريخي من خلال ربطها بنشأة وتطور التمويل الإسلامي، مروراً بمكوناتها من أسواق، مؤسسات ومنتجات مالية إسلامية، وانتهاءً بضوابطها الشرعية، من ضوابط عامة وأخرى متعلقة بالعقود والأسواق والمنتجات المالية، مع التطرق للآثار السلبية لعدم الالتزام بالضوابط الشرعية.

أما الفصل الثاني فقد اهتم بدراسة العلاقة بين الضوابط الشرعية والأزمات المالية، من خلال التطرق للأزمات المالية والتقلبات الاقتصادية الدورية ثم التدرج في الحديث عن التطور التاريخي لأزمات النظام الرأسمالي عبر التاريخ،

¹ سامي بن إبراهيم السويلم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، دراسة مدعومة من برنامج المنح البحثية في كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، المشروع رقم 2-13، 2012.

² Maher Hasan & Jemma Dridi , **The Effects of the Global Crisis on Islamic & Conventional Banks: A Comparative Study** , IMF Working paper , September 2010.

ومختلف قنوات انتقال الأزمات بين الأسواق المالية العالمية، لتأخذ الدراسة مجرى تحليلاً من خلال التطرق لمختلف النظريات المفسرة لظهور الأزمات المالية، ثم التركيز على الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وربط أسبابها تارة بسبب خلل الأنظمة الرأسمالية وتارة أخرى بسبب عدم الالتزام بالضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية، ليختم الفصل بالحديث عن مختلف البدائل الشرعية عن مسببات الأزمة المالية العالمية.

وجاء الفصل الثالث كبداية للجانب التطبيقي ومن أجل إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي تم في هذا الفصل دراسات تداعيات الأزمة المالية العالمية على سوق رأس المال الإسلامي الماليزي في ظل التزامه بالضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية، من خلال التطرق للإطار العام للسوق المالي الماليزي بشقيه التقليدي والإسلامي والحديث ولو بصورة بسيطة عن التجربة التنموية الماليزية، ثم القيام بدراسة تحليلية وأخرى قياسية للعلاقة بين المنتجات المالية الملتزمة بالضوابط الشرعية ومؤشرات أداء سوق رأس المال الماليزي خلال حقبة زمنية امتدت إحدى عشرة سنة من سنة 2006 إلى سنة 2016، وكل ذلك من أجل إبراز الدور الذي تلعبه الضوابط الشرعية في الحد أو التقليل من حدة الأزمات المالية.

أما الفصل الرابع فيهدف إلى إبراز أثر الأزمة المالية العالمية على السوق المالي الإماراتي من أجل إجراء دراسة مقارنة لتداعيات الأزمة المالية العالمية على سوق مالي غير ملتزم بالضوابط الشرعية وآخر ملتزم، حيث جاء الفصل الرابع مكون من ثلاث مباحث، تضمن المبحث الأول دراسة طبيعية بشرية لدولة الإمارات العربية المتحدة، ومختلف الخصائص الرئيسية لاقتصادها، أما المبحث الثاني فخصص لدراسة السوق المالي الإماراتي بدءاً بنشأته مروراً بإنجازاته وانتهاءً بمختلف مكوناته، ليختم الفصل بمبحث ثالث تم من خلاله إبراز أهم تداعيات الأزمة المالية على كل من سوق أبوظبي وسوق دبي الماليين من خلال دراسة تحليلية وأخرى قياسية للعلاقة بين المنتجات غير الملتزمة بالضوابط الشرعية ومؤشرات أداء السوق المعني.

صعوبات الدراسة:

صادفت الباحثة في إطار إنجاز هذا البحث العديد من الصعوبات لعل أهمها هو ذلك المتمثل في صعوبة الحصول على كل الإحصائيات اللازمة لإعداد البحث، إلى جانب التضارب الكبير في الإحصائيات نتيجة الاختلاف في مصادرها، كما واجهت الباحثة صعوبة في فهم بعض الضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية، الشيء الذي يتطلب الكثير من الوقت والجهد من أجل اختيار أدق المعطيات وأقربها من الصحة وأكثرها مصداقية.

الفصل الأول: التأسيس النظري للصناعة المالية الإسلامية وضوابطها الشرعية

تعتبر الصناعة المالية الإسلامية من أهم الصناعات تطورا وانتشارا في العالم، ولعل أهم الأسباب الداعية إلى بروزها هو انتشار الأزمات المالية، التي عصفت بكبرى الشركات العالمية بل زعزعت استقرار العديد من الأنظمة المالية.

وفي ظل هذه الأوضاع بدأت الصناعة المالية الإسلامية تعطي ثمارها وتبين أهم أدوارها والمتمثل في الحد من تداعيات الأزمات المالية، حيث تقوم الصناعة المالية الإسلامية على العديد من المبادئ والتي تهدف في مجملها إلى إضفاء الصبغة الشرعية على أنشطتها، مكوناتها ومختلف أدوارها.

وتعتبر الضوابط الشرعية همزة الوصل بين مبادئ الاقتصاد الإسلامي من جهة وبين مختلف الممارسات المالية من جهة أخرى، حيث تساعد هذه الضوابط على خلق تمويل مستقر وحقيقي قائم على موارد أصلية في الدورة الاقتصادية، كما تهدف إلى إقامة مبدأ المشاركة في الربح والخسارة بين أطراف المعاملات على اختلافها.

يهدف هذا الفصل إلى إلقاء الضوء على ماهية الصناعة المالية الإسلامية بدءا بتعريفها مروراً بمكوناتها وانتهاء بضوابطها الشرعية.

بناء على ما سبق سيتوزع هذا الفصل على ثلاث مباحث كما يلي:

المبحث الأول: الصناعة المالية الإسلامية؛

المبحث الثاني: مكونات الصناعة المالية الإسلامية؛

المبحث الثالث: الضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية.

المبحث الأول: الصناعة المالية الإسلامية

تعد الصناعة المالية الإسلامية من أكثر الصناعات المالية نمواً بالعالم، إذ تحقق في بعض الأسواق معدل نمو برقمين مع مستقبل يعد بمزيد من الازدهار والتوسع، وتحتل الصناعة المالية مكانة مرموقة ضمن الأسواق المالية العالمية وذلك نتيجة لما حقته هذه الصناعة في مجال التمويل والابتكار للمنتجات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

المطلب الأول: ماهية الصناعة المالية الإسلامية

تتم الصناعة المالية الإسلامية بعمليات تطوير وتنوع أدوات التمويل في الأسواق المالية، بما فيها النقدية والتي تتيح فرص التقليل من المخاطر من خلال الإطار الإسلامي الذي يشترط مبدأ المشاركة أي الغنم بالغرم، وتشمل الصناعة المالية الإسلامية عدّة عناصر لعلّ أبرزها:

الفرع الأول: تعريف الصناعة المالية الإسلامية

لقد عرف مفهوم الصناعة المالية الإسلامية تعاريف عدّة صيغت جميعها من وجهة نظر معينة ومن زوايا مختلفة وقبل الحديث عن تعريف الصناعة المالية الإسلامية كان لا بد من تعريف الصناعة المالية التقليدية؛

أولاً: تعريف الصناعة المالية التقليدية

إن التغييرات السريعة في عالم التمويل المصرفي والاستثمار أدت إلى تغيير سيناريو التمويل في الأسواق المالية، وفي ظل المنافسة المتزايدة بين مختلف المؤسسات المالية والتي انجرت عنها منتجات أكثر تعقيداً في بيئة سريعة التغيير، هذه العملية عرفت باسم الهندسة المالية والتي أصبح ينظر إليها على أنها شريان الحياة والأداة التي تساعد على التكييف مع مختلف العمليات المالية لتمكين المؤسسات من تلبية الاحتياجات المتغيرة للعملاء والمواكبة بشكل أكثر فعالية مع العالم المتغير¹، حيث تعبّر الصناعة المالية عن استخدام التقنيات الرياضية لإيجاد حلول للمشاكل المالية، من خلال استخدام الأدوات والإحصاءات والاقتصاد والرياضيات التطبيقية لمعالجة القضايا المالية الحالية، وكذلك استنباط منتجات مالية جديدة ومبتكرة، وتقوم على استخدام التحليل الكمي من قبل البنوك التجارية، الاستثمارية، وكالات التأمين وصناديق التحوط².

¹Jariwala HARSHA ,Product Innovations through Financial Engineering , GFJMR, Vol 3 ,July-December 2011,p:34.

²Financial Engineering ,Investopedia , <http://www.investopedia.com>

ثانيا: تعريف الصناعة المالية الإسلامية

بعد التطرق لمفهوم الصناعة المالية التقليدية يمكن أن نستعرض مفهوم الصناعة المالية الإسلامية من خلال المفاهيم التالية:

سامي السويلم، عرّفها على أنّها: ابتكار لحلول مالية، فهي تركز على عنصر الابتكار والتجديد، كما أنها تقدم حلولاً، فهي بذلك تلبّي احتياجات قائمة أو تستغل فرصاً أو موارد معطلة، وكونها مالية يحدد مجال الابتكار في الأنشطة الاقتصادية سواء في التبادل أو في التمويل¹.

ما يلاحظ على هذا التعريف انه تناول مفهوم الصناعة المالية الإسلامية من خلال التركيز على عنصري الابتكار والتجديد سواء من أجل إشباع وتلبية احتياجات قائمة، أو من أجل استغلال موارد معطلة، كما تم التأكيد في هذا التعريف على أن استخدام عنصري الابتكار والتجديد* في مجال الأنشطة الاقتصادية يكون من خلال عمليتي التبادل والتمويل.

وما يلاحظ أيضاً على عنصري الابتكار والتجديد أنهما وجهان لعملة واحدة ألا وهي التطوير[□]، كما يجب الإشارة إلى أن جهد الابتكار وما ينتج عنه ليس في حاجة أن يكون مادياً ملموساً؛ فقد يكون في صورة منتج أو خدمة جديدة وقد يكون أيضاً فكرة من الأفكار أو مجموعة من الحقائق أو رؤية معينة أو إحدى العمليات الأكثر كفاءة وفعالية.²

- كما يعرفها فتح الرحمان علي محمد صالح بأنها³: "مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ، لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، إضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل، وكل ذلك في إطار توجيهات الشرع الحنيف."

يتضح من خلال هذا التعريف أن الصناعة المالية الإسلامية تركز على العناصر التالية:

- كل الأنشطة القائمة على التصميم، التطوير والتنفيذ للأدوات والعمليات المالية المبتكرة.
- صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل.

¹ سامي السويلم، صناعة الهندسة الإسلامية نظرات في المنهج الإسلامي، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، بيت المشورة للتدريب، الكويت، أبريل، 2004، ص: 05.

* يعبر لفظ التجديد عن إدخال تعديلات في التكوينات الفرعية للكيان العام، وفي علاقة هذه التكوينات بعضها ببعض واستيعاب عدد من المستجدات الجزئية في إطار هذا الكيان.

[□] يجدر الإشارة إلى أنه لا يقصد بالتطوير أو التجديد إلغاء السابق أو إضفاء الصبغة والصفة الشرعية على ما يستجد من وقائع لمجرد وجوده عند الآخرين فإن هذا لا يوصف بالتطوير أو التجديد؛ بل هذا يعد انقلاباً على السابق، أي ان المقصود بالتطوير أو التجديد الاستفادة من الأطر العامة للتشريع والمسائل السابقة لصياغة الأحكام الشرعية التي تبين موقف الشريعة الإسلامية من تلك المستجدات.

² أوسريز منور وسعيد منصور فؤاد، الابتكار والإبداع كعنصرين أساسيين في عملية التأهيل، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي -متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، 17-18 أبريل 2006، ص: 02.

³ فتح الرحمان علي محمد صالح، أدوات سوق النقد الإسلامية -مدخل للهندسة المالية الإسلامية-، مجلة المصرفي، العدد 26، ديسمبر 2002، بنك السودان، متوفرة على الموقع: <http://www.bankofsudan.org/arabic/period/masrafi/vol-26/masrafi-26.htm>

- أن تكون عمليات ابتكار الأدوات المالية الجديدة أو عمليات صياغة الحلول الإبداعية لمشاكل التمويل كلها في إطار مقاصد الشريعة الإسلامية*.

من خلال المفاهيم السابقة يمكن إعطاء تعريف للصناعة المالية الإسلامية على أنها: " كل النشاطات والعمليات القائمة على صياغة وابتكار أدوات تمويلية مرتكزة على ضوابط الشريعة الإسلامية، وهذا يكون إما بصناعة أدوات تمويلية جديدة أو إضفاء الصبغة الشرعية على أدوات تمويلية قديمة، بهدف إيجاد حلول لمشاكل التمويل."

الفرع الثاني: خصائص الصناعة المالية الإسلامية

تتميز الصناعة المالية الإسلامية بعدة خصائص لعل أبرزها:

✓ **الابتكار الحقيقي بدل التقليدي:** يقوم الابتكار الحقيقي على تطوير المنتجات المالية الإسلامية تطويراً حقيقياً وليس صورياً، مثلما يتضح في المنتجات التقليدية، ذلك أن كل أداة من أدوات الصناعة المالية الإسلامية لها طبيعة تعاقدية وخصائص تميزها عن غيرها من الأدوات الأخرى، سواء تعلق الأمر بالمخاطر، الضمانات أو التسعير وهذا من منطلق أن المقصود بالصناعة المالية الإسلامية هو ما يلي مصلحة حقيقية للمتعاملين الاقتصاديين في الأسواق وليس مجرد عقد صوري من العقود الوهمية؛ وهذا ما يؤكد القيمة المضافة للابتكار.

✓ **التشريع الإسلامي بدل التشريعات الوضعية:** تقوم الصناعة المالية الإسلامية على التشريع الإسلامي والذي تستمد من خلاله المبادئ والأسس في تصميم المنتجات المالية، بما يتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية والابتعاد قدر الإمكان عن الخلافات الفقهية، والتركيز على أهم أسس الصناعة المالية الإسلامية والقائمة على مبدأ المشاركة في المخاطر وتجنب مبدأ درء المخاطر وتحويلها لأطراف أخرى.

✓ **التمويل بدل الاستثمار:** تهدف الصناعة المالية الإسلامية لإدارة السيولة؛ من خلال جذب رؤوس الأموال المتوفرة لدى أصحاب الفائض من المال والذين يرفضون التعامل بمنتجات الصناعة المالية التقليدية، واستخدام هذه الأموال في عمليات التمويل بدل الاستثمار باعتبارها أقل مخاطرة¹.

كما تهدف الصناعة المالية الإسلامية إلى إيجاد منتجات وأدوات مالية تجمع بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، وفي ما يلي عرض لهاتين الخاصيتين:

* يعبر مصطلح مقاصد الشريعة على المصالح العاجلة والأجلة للعباد التي أرادها الله عز وجل من دخولهم في الإسلام وأخذهم بشريعته. لخبيرة محمد الأمين وحنان علي موسى، منتجات الهندسة المالية الإسلامية "الواقع، التحديات ومناهج التطوير"، مقال منشور على الموقع:

<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2011/03.pdf> ص ص: 04-05.

✓ المصادقية الشرعية¹

نعني بالمصادقية الشرعية أن تكون المنتجات الإسلامية موافقة للشرع بأكبر قدر ممكن؛ أي الخروج من الخلاف الفقهي قدر المستطاع، باعتبار أن الصناعة المالية الإسلامية تهدف إلى التوصل لحلول مبتكرة خارج دائرة الخلاف الفقهي قدر الإمكان، فالصناعة المالية الإسلامية تطمح لمنتجات وآليات نموذجية، بينما تركز الشريعة الإسلامية على دائرة ما هو جائز شرعا، أي كل ما قد يكون نمودجيا بمقياس العصر الحاضر وما ليس كذلك، وباعتبار أن ظروف المجتمعات تتفاوت وتباين، فقد لا تكون الحلول النمودجية الآن ملائمة لعصر آخر بينما الحلول التي تقدمها الصناعة الإسلامية ينبغي أن تكون نمودجا للاقتصاد الإسلامي، فينبغي اختيار أفضل تلك النمادج وأحسنها تعبيرا عن الإسلام.

ويجب التأكيد على ضرورة الدمج بين مبادئ الاقتصاد الإسلامي من جهة وبين المنتجات المالية من جهة أخرى، باعتبار أنها ترجمة عملية فعلية للقيم والمثل التي جاء بها الإسلام، وبدون هذه المنتجات تظل المبادئ حبرا على ورق ويظل الواقع رهنا للأطماع الشخصية والنزعات الأنانية، ليس لأن الناس لا يحبون الخير والفضيلة؛ ولكن لأنهم لا يملكون حلقة الوصل بين القيم الفطرية النبيلة وبين التحديات العملية.

✓ الكفاءة الاقتصادية

المقصود بالكفاءة الاقتصادية هو تلبية احتياجات المتعاملين بأقل تكلفة ممكنة، فتسارع وتيرة الحياة الاقتصادية المعاصرة والتقدم التقني في عالم الاتصالات والمعلومات يتطلب تطوير أساليب التعامل الاقتصادي إلى أقل حد ممكن من القيود والالتزامات.²

ذلك أن المبتكرات المالية التي تقوم بها المؤسسات المالية الإسلامية لا تكفيها أن تكون ذات مصادقية شرعية فقط، وإنما يجب أن تكون ذات كفاءة اقتصادية عالية مقارنة بالمبتكرات المالية التقليدية، لأن المنافسة وعدم وجود فوارق جوهرية بين المنتجات المالية التي تطرحها المؤسسات المالية بشكل عام تجعل الطلب على هذه المنتجات مرنا جدا، كذلك يجب أن تتجنب هذه المبتكرات زيادة الآثار الاقتصادية السلبية مثل التضخم، البطالة وسوء توزيع الثروة.³

وحتى يحقق المنتج الإسلامي جانب الكفاءة الاقتصادية، يتوجب على المهندس المالي دراسة الاحتياجات التمويلية والاستثمارية بدقة، وهو الأمر الذي من شأنه أن يربط بين الاحتياج الحقيقي والتمويل النقدي ليؤدي في النهاية إلى الوصول إلى تشكيلة متنوعة من المنتجات التي تتيح إمكانية تلبية مختلف الرغبات وبالتالي حل المشكلات التمويلية.

¹ عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز للاقتصاد الإسلامي، المجلد 20، العدد 2، 2007، ص: 21-22.

² لعمش أمال وشرقي سارة، أهمية منتجات الهندسة المالية في الصناعة المصرفية الإسلامية" تجربة مصرف الإمارات الإسلامي في إصدار صكوك الإجارة"، بحث مقدم إلى: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف، يومي 5-6 ماي 2014، ص: 05.

³ موسى بن منصور، الابتكار المالي في المؤسسات المالية الإسلامية بين الأصالة والتقليد، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف، يومي 05-06 ماي 2014، ص: 12.

الفرع الثالث: أهمية الصناعة المالية الإسلامية

تبرز أهمية الصناعة المالية الإسلامية من الناحية العلمية والعملية في النقاط التالية:

- ✓ يؤدي البحث والتطوير في هذا المجال إلى استكمال المنظومة المعرفية للاقتصاد الإسلامي، وبالتالي يتمكن من مواكبة التطورات الحاصلة في العلوم المالية والاستفادة منها، بدلا من اتخاذ المواقف الحيادية تجاهها، فلا يجوز المسارعة إلى تحريم صورة من صور المعاملات المستخدمة حتى يتبين أن الشريعة قد حرمتها، فإن تبين تحريمها لا تكفي بذلك بل تقدم البديل؛ الأمر الذي يرفع الحرج والمشقة على جمهور المتعاملين المسلمين الذين يتعاملون بالمنتجات المالية التقليدية.
- ✓ المساعدة في إيجاد الإطار الإداري التي يتطلبها العمل المالي الإسلامي والتي تجمع بين المعرفة الشرعية والخبرة المالية الإسلامية.
- ✓ ضمان استمرارية النظام المالي واستيعاب كل أجزائه، من خلال ابتكار منتجات مالية جديدة استجابة لحاجة ومتطلبات العملاء والمتعاملين الماليين في إطار مقاصد الشريعة الإسلامية.
- ✓ تساهم الصناعة المالية الإسلامية في خلق توازن بين موارد واستخدامات الأموال في البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية من جهة، وفي إدارة السيولة بصورة مريحة من جهة أخرى، وبالتالي تكتسب المؤسسات المالية الإسلامية القدرة على منافسة المؤسسات المالية التقليدية¹.
- ✓ توفير التكاليف نتيجة لما يتحقق من وفورات الحجم الكبيرة، فالمصاريف الإدارية العامة وتكلفة الخدمات المالية تنوزع على حجم أكبر.
- ✓ ابتكار منتجات مالية إسلامية جديدة يدعم استقطاب الأموال؛ وبالتالي يزيد من القدرة التمويلية للمؤسسة المالية الإسلامية خصوصا إذا تأكد أصحاب الأموال من أن المعاملات المالية تتماشى وأحكام الشريعة الإسلامية، وهذا ما يدعم فكرة جذب المدخرات وبالتالي المساهمة في الاستثمار.
- ✓ توزيع المخاطر نظرا لتنوع أشكال الاستثمارات وآجالها، ويمكن اعتبار صناديق الاستثمار واحدة من بين الأدوات التي تساهم في توزيع المخاطر المالية بسبب تعدد منافذ الاستثمار فيها، وبالتالي تحقيق رغبات مختلف المستثمرين.
- ✓ تنشيط المناخ الاستثماري من خلال القيام بالأبحاث والتنبؤات السوقية والإفصاح الدوري الذي يدعم الشفافية ويساعد في معرفة حاجات المستثمرين وإمداد الجهات المعنية بالبيانات المطلوبة.
- ✓ تساهم الصناعة المالية الإسلامية في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية².

¹خنيوة محمد الأمين وحنان علي موسى، مرجع سابق، ص: 05.

² إبراهيم عبد الحليم عبادة، مؤشرات الأداء في البنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، دار النفائس، عمان، 2008، ص ص: 112-113.

الفرع الرابع: أهداف الصناعة المالية الإسلامية

تسعى الصناعة المالية الإسلامية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف ومنها¹:

- ✓ توفير منتجات مالية إسلامية ذات جودة عالية وتمتاز بالمصداقية الشرعية تعتبر كبديل شرعي للمنتجات التقليدية.
- ✓ تحقيق الكفاءة الاقتصادية عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة المخاطر وتخفيض تكاليف المعاملات.
- ✓ تحقيق عوائد مجزية للمستثمرين وتنويع مصادر الربحية.
- ✓ الاستفادة من رؤوس الأموال العازفة عن الاستثمار في المشاريع الربوية واستخدامها في إنعاش الاقتصاد.
- ✓ تحقيق الموازنة بين العوائد والمخاطرة والسيولة لدى الشركات والمؤسسات المالية.
- ✓ ابتكار أوراق مالية إسلامية تساهم في تطوير أسواق المال المحلية والعالمية.
- ✓ خلق دورة اقتصادية حقيقية من خلال توفير تمويل مستقر وحقيقي، وبالتالي التقليل من الآثار التضخمية.
- ✓ توفير حلول شرعية مبتكرة لإشكاليات التمويل من خلال تنويع صيغ الاستثمار والتقليل من مخاطره.

المطلب الثاني: نشأة وتطور الصناعة المالية الإسلامية

مرّت الصناعة المالية الإسلامية في تطورها بالعديد من المراحل والمحطات، حيث وجدت منذ أن جاءت الشريعة الإسلامية بأحكامها المطهرة، فالمغيرة بن شعبة والحصين بن نمير كانا يكتبان المداينات والمعاملات للنبي صل الله عليه وسلم، كما كان البراء بن عازب وزيد بن أرقم يقولان: سألنا رسول الله صل الله عليه وسلم عن الصرف وكانا تاجرين فقال: "إذا كان يدا بيد فلا بأس ولا يصلح نسيئة"² وعرفت الأدوات المالية غير النقود كالسفتحة والصك والبراءة والمقاصة والرفاع "الحوالة" كما عرفت النشاطات الائتمانية، فكان لنشاط الصيارفة أثر واضح في ازدهار الأعمال التجارية وتنشيط الأنشطة الائتمانية، واستخدمت السفائح والصكوك والرقاع، واشتهر تجار مكة بإقامة الشركات على نطاق واسع مع تجار من الطائف ومدن اليمن، ويذكر أنه كان لأبي سفيان تجارته وقوافله ومشاركاته مع قوافل قريش الأخرى، وكان للعباس مال لدى التجار وللحجاج بن علاط السلمي مال متفرق في تجار أهل مكة.

¹ هناء محمد هلال الخيطي، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، بحث مقدم إلى مؤتمر الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، ديسمبر، 2010، ص ص: 3-4.

الفرع الأول: تاريخ الصناعة المالية الإسلامية

تمثل حقيقة الصناعة المالية الإسلامية في إيجاد منتجات وحلول مالية لمشاكل التمويل القائمة فلعل في توجيه النبي -صل الله عليه وسلم- لبلال المازني -رضي الله عنه- حين أراد أن يبادل التمر الجيد بالتمر الرديء، فقال له رسول الله -صل الله عليه وسلم- "لا تفعل بع الجمع* بالدرهم واشتر بالدرهم جنيبا"¹ إشارة إلى أهمية البحث عن حلول تلبي الحاجات الاقتصادية دون إخلال بالأحكام الشرعية، لكن الملاحظ أن الشريعة الإسلامية لم تأت بتفصيل هذه الحلول وإنما جاءت بتفصيل ما لا يحل من المعاملات المالية، وهذا يتفق مع القول بأن الأصل في المعاملات الحل إلا ما عارض نصا أو حكما شرعيا ثابتا.

وعليه فالشريعة الإسلامية لم تحجر دائرة الابتكار، وإنما على العكس حجرت دائرة الممنوع وأبقت دائرة المشروع متاحة للجهد البشري في الابتكار والتجديد.²

كما عرفت الصناعة المالية الإسلامية تطورا وازدهارا واضحا، لاسيما مع نهاية القرن العشرين وبداية القرن الواحد والعشرين، حيث شهدت خلال السنوات الأخيرة ترجيحا وقبولا في كثير من بلدان العالم الإسلامي كما شهدت تطورا ملموسا في التطبيق خلال الأربع عقود المنصرمة، وكان التطبيق في كل من السودان، باكستان وإيران تطبيقا كاملا لصيغ التمويل الإسلامي منذ الثمانينات، وهناك تطبيق جزئي في اقتصاديات ماليزيا، البحرين، الإمارات، قطر، مصر، الأردن، سوريا وسلطنة عمان مؤخرا، وأصبح الاهتمام متعاظما حتى شمل الدول الأوروبية والأمريكية والصين واليابان، حيث تم فتح العديد من النوافذ الإسلامية لتتيح للمسلمين التعامل بالصيغ الإسلامية.

كما شمل التطور أيضا صناعة الأوراق المالية الإسلامية "صكوك التمويل الإسلامية" فالصناعة تعتمد أساسا على تصكيك الأصول الحقيقية القائمة أو استحداث أصول جديدة في الاقتصاد، فالسودان كان له السبق في استحداث أوراق مالية إسلامية في النصف الثاني من التسعينات، حيث تم إصدار شهادة مشاركة البنك المركزي "شمم" وشهادات مشاركة الحكومة "شهامة" في العام 1998، وتم إصدار صكوك إسلامية عالمية بماليزيا في التسعينات وتلتها البحرين والإمارات وأخيرا الأردن، وفي هذا السياق قامت بعض بلدان العالم الغربي بإصدار صكوك إسلامية مثل بريطانيا³.

* نوع جيد من أنواع التمور

□ تمر مختلط من أنواع متفرقة، وليس مرغوبا فيه وما يخلط إلا لرداءته

¹ الحديث في صحيح بخاري ومسلم

² عبد الكريم قندوز، قواعد تقويم الأدوات والمنتجات للصناعة المالية الإسلامية، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 15، العدد 1، ص ص: 68-69.

³ بدر الدين قرشي مصطفى، الأزمة المالية العالمية والتحديات الماثلة بالسودان، مجلة المصرفي، العدد 60، يونيو 2011، السودان، ص ص: 06-07.

كما أخذت الكثير من المصارف التقليدية تعطي التجربة اهتماما، وتقدم بعض الخدمات المصرفية من خلال تأسيس وانتشار المؤسسات المالية الإسلامية التي كانت وليدة ومحصلة لمراحل مرت بها تطور الصناعة المالية الإسلامية والمتمثلة في¹:

أولا: مرحلة سيادة النظام المصرفي التقليدي

لم يكن هناك من الاقتصاديين من ييدي أي معارضة نحو القبول بمعدل الفائدة كأساس للتسعير بين قيمة النقود الحالية وقيمتها المستقبلية، وهو الأساس الذي تعمل وفقه البنوك التقليدية، هذه الأخيرة التي تعتبر إبداعا غربيا وتعمل منذ 500 سنة، إلا أنها دخلت ديار العرب والمسلمين منذ 120 سنة تقريبا، حيث ظلت البنوك العربية تحاكي منهج البنوك التقليدية في عملها حتى عام 1940.

ثانيا: مرحلة الوعي

وفيها تساءل بعض العلماء هل عمل البنك التقليدي حلال أم حرام؟ وبرز في هذه المرحلة الإبداع من خلال النظر والتأمل والتفكير والتساؤل، من رواد هذه المرحلة من العلماء محمد نسيم، أنور القرشي، أبو الأعلى المودودي ونعيم صديقي.

ثالثا: مرحلة احتضان فكرة البنوك الإسلامية وتجسيدها في الواقع

وتنقسم هذه المرحلة إلى ثلاث فترات:

1- مرحلة بلورة الفكرة: بدأت مرحلة بلورة الفكرة في الخمسينيات وقد ركزت على صياغة إطار فكري للبنوك

الإسلامية، وذلك بتأليف بعض المراجع ومن رواد هذه المرحلة محمد نجاة الله صديقي، محمد باقر الصدر، محمد عبد الله العربي وعيسى عبده.

2- فترة التنظير: تميزت هذه المرحلة بظهور العديد من الدعوات والدراسات التي قدمها الرواد في مجال العلوم

الشرعية والفكر الإسلامي بعامة والاقتصاد الإسلامي على وجه الخصوص، والتنظير لمصارف بلا فوائد وكيفية تحرير الاقتصاديات الإسلامية من مشكلة المعاملات الربوية وتلك الممارسات التي لا تتفق وأحكام الشريعة

¹ للاطلاع راجع:

- لباسي أرزقوبلغنامي وسيلة نجاة، إنجازات الهندسة المالية ما بين المنظور التقليدي والإسلامي، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد: نوفمبر 2014، متوفرة على الموقع: <http://www.giem.info/article/details/id/650#jmmvk4fk8> (consulté le 23/12/2014 à 21:57)
- سمير رمضان الشيخ، فلسفة التحول للمصرفية الإسلامية " نسخة مطورة"، مقال منشور على موقع الاقتصاد والتمويل الإسلامي العالمي <http://www.iefpedia.com/arab>، ص: 03.

الإسلامية، حيث نشأت تجربة التمويل الإسلامي في مصارف الادخار المحلية بمصر عام 1963 لتمويل المشروعات الصغيرة.

3- فترة التطبيق: قام الدكتور أحمد النجار بتطبيق بنوك الادخار في مدينة ميت غمر والقرى المحيطة بها وقدمت هذه المرحلة إبداعاً في تصميم نظم العمل الإجرائية والمحاسبية بما يتوافق والنظام الإسلامي ولأسباب لوجستية وقانونية تم إدماج بنوك الادخار في البنوك التقليدية.

كما شهد عقد الستينات وبداية السبعينات بعض الدعوات من قبل الباحثين والتي ترى أن استخدام معدل الفائدة ليست الأداة المثلى لتوظيف الأموال، وأن البديل المناسب هو المعدل الصفري الذي يعني إقراض الأموال دون زيادة على أصل القرض وتلبية لرغبة المجتمعات في إيجاد صيغة للتعامل المصرفي بعيداً عن شبهة الربا، ثم التفكير في إنشاء مصارف إسلامية تعمل طبقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

وفي عام 1972 عقد مؤتمر وزراء خارجية الدول الإسلامية بمدينة جدة/السعودية والذي خرج بتوصيات تم على أساسها إعداد اتفاقية تأسيس البنك الإسلامي للتنمية عام 1974، والذي باشر عمله سنة 1977 ويتميز بكونه بنك حكومي لا يتعامل مع الأفراد في النواحي المصرفية.

وفي عام 1975 تم إنشاء أول بنك إسلامي متكامل وهو بنك دبي الإسلامي، وتميزت هذه الفترة من عقدي السبعينات والثمانينات بحالة من الترقب والحذر ومحدودية الأدوات والآليات وقصور البرامج والمنتجات.

رابعاً: مرحلة التطور والانتشار الدولي

بدأت هذه المرحلة خلال عقد التسعينات أين شقت البنوك الإسلامية طريقها نحو إثبات الذات، من خلال تطوير أدوات ومنتجات جديدة خارج إطار التمويل التقليدي، بظهور صيغ تمويلية مثل الإجارة، الاستصناع والسلم وأصبحت بعض المصارف تقود عمليات تمويل مجمعة بصيغ إسلامية وأخرى تؤسس صناديق استثمار إسلامية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

إن تميز هذه المرحلة بالانتشار الدولي يعود إلى توالي إنشاء البنوك الإسلامية على مستوى العالم، حيث شهد التمويل الإسلامي توسعاً سريعاً في النظام المالي، لا سيما أن 600 مؤسسة مالية اليوم تتوزع على 75 دولة توفر الخدمات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

وحسب التقرير الصادر عن شركة بيتك* للأبحاث المحدودة التابعة لبيت التمويل الكويتي حول أهم التطورات في التمويل الإسلامي على المستوى العالمي لسنة 2013 والتي أكدت أن قيمة الأصول قد بلغت 150 مليار دولار منتصف التسعينات، إلا أنها شهدت نمواً ليتجاوز في المنتصف الثاني من 2013 إجمالي الأصول عتبة 8.1 تريليون دولار، حيث يسيطر قطاع الخدمات المصرفية على صناعة التمويل الإسلامي بنسبة 80%، في حين بلغ قطاع الصكوك نسبة 15%.

من جهة أخرى أظهر تقرير حديث لغرفة تجارة وصناعة دبي أستند إلى أرقام شركة أرنتس اند بورغ أن النظام العالمي التقليدي يشهد تحولاً جذرياً باتجاه التمويل الإسلامي؛ حيث سجلت الأصول المصرفية الإسلامية العالمية معدل نمو تراكمي سنوي بنسبة 16% خلال الفترة من 2008 إلى 2012، مبيناً أن أكبر الأسواق المصرفية الإسلامية تنحصر في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا بحصة تبلغ نسبتها 45% مع زيادة التركيز في دول مجلس التعاون الخليجي والتي بلغت حصتها بمفردها 37%.

ولفت التقرير أن عدد عملاء المصارف الإسلامية حول العالم يقدر بنحو 38 مليون عميل يوجد ثلثهم في ستة دول*، ومن بين هذه الأسواق الستة الواعدة تعد السعودية السوق الأكبر بالنسبة لحجم أصول المصارف الإسلامية بقيمة تقدر بنحو 285 مليار دولار أمريكي في 2013.

وأظهرت الدراسة التي أعدها مركز MEY للخدمات المصرفية الإسلامية العالمية أن الأسواق الستة الرئيسة في القطاع نجحت في تخطي الأرباح المجمعة للمصارف الإسلامية حاجز 10 مليار دولار في نهاية عام 2013، ثم التوقع بأن يحقق القطاع المصرفي الإسلامي أرباحاً تقدر بـ 5.30 مليار دولار أمريكي بحلول عام 2018.

الفرع الثاني: نقاط فاصلة في تاريخ الصناعة المالية الإسلامية¹

وضع شيخ الإسلام ابن تيمية -رحمه الله- وأسس الصناعة الإسلامية على مسار واضح، بصياغته لأسس يمكن من خلالها تقويم أي منتج ومعرفة مدى ارتكازه على قواعد الشريعة الإسلامية، إلا أنه لم يكن هو من وضعها فقد أشار إليها رواد المذاهب الفقهية من قبله الذين استندوا فيها على سنة النبي محمد -صل الله عليه وسلم- إلا أن شيخ الإسلام أعاد صياغتها بطريقة تمكن من استخدامها بسهولة في تقويم المنتجات المالية.

ولقد أسس شيخ الإسلام منهجاً يمكن من اعتبار الصناعة المالية مستوفية للضوابط الشرعية، وهذا من خلال تأكيده على أن أصول مالك في البيوع أجود من أصول غيره، حيث أنه أخذ عن سعيد بن المسيب الذي كان

* شركة بيتك للأبحاث المحدودة أول ذراع بحثي واستشاري في العالم متخصص في مجال الاستثمار الإسلامي يدعمه بنك إسلامي، وهي شركة تابعة ومملوكة بالكامل بنسبة 100% لبيت التمويل الكويتي، تأسست في 2007 وتتألف من نخبة من المحللين والمتخصصين في مجال الأبحاث ويتمثل دورها الرئيسي في تطوير صناعة التمويل الإسلامي.

* هذه الدول هي: قطر، إندونيسيا، السعودية، ماليزيا، الإمارات وتركيا.

¹ عبد الكريم قندوز، قواعد تقويم الأدوات والمنتجات للصناعة المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 69.

يقال: "هو أفقه الناس في البيوع"، وكذلك الإمام أحمد لموافقته مالكا في ذلك.

وأصول مالك وأحمد في البيوع - من حيث الحل والحرمة - يمكن ردها إلى شيئين على وجه العموم:

✓ **تحريم الربا والتشديد فيه حق التشديد:** وجماع الحيل في الربا نوعان؛ إما ان يضم إلى أحد العوضين ما ليس بمقصود، إذ يضم إلى العقد عقد ليس بمقصود.

✓ **قليل الغرر مغتفر:** أي إباحة ما اشتمل على الغرر اليسير، مما لا تقوم حياة الناس ومعايشهم إلا به وفي تحريمه من الضرر عليهم ما يربو على ما يتصور أنه مصلحة لهم.

الفرع الثالث: أسباب الحاجة للصناعة المالية الإسلامية

إن التطور الكبير الذي تشهده الأسواق العالمية واحتدام التنافسية بين المؤسسات المالية العالمية، كان السبب الرئيس وراء سعي النظام المالي الإسلامي في تطوير وابتكار منتجات تتماشى وضوابط الشريعة الإسلامية، بعد أن أثبتت هذه الأخيرة جدارتها في التصدي للأزمات المالية، لذلك كان لزاما على المؤسسات المالية الإسلامية البحث عن حلول مالية للالتزامات التي توالى على النظام المالي العالمي، حيث تبرز الحاجة إلى السعي وراء تطوير الصناعة المالية الإسلامية من عدة جوانب نوردتها كما يلي:

✓ **انضباط قواعد الشريعة الإسلامية¹:** تعتبر قواعد الشريعة الإسلامية المتعلقة بالمعاملات المالية محدودة، لكنها منضبطة ومحددة وعليه فإن قبول التعاملات التي تلي احتياجات المتعاملين بصورة كفؤة اقتصاديا يظل مرهونا بعدم منافاته لهذه القواعد، ولكي تتحقق الكفاءة الاقتصادية والانضباط بالقواعد الشرعية في المعاملات المالية يتوجب على القائمين الدمج بين استيعاب المقاصد الشرعية وتقدير احتياجات المتعاملين الاقتصادية، الأمر الذي يتطلب قدرا عاليا من البحث والعناية حتى يمكن الوصول للهدف المنشود، ذلك أن الصناعة المالية الإسلامية تهدف إلى تلبية الاحتياجات الاقتصادية في ظل استيفاء متطلبات القواعد الشرعية.

✓ **تطور المعاملات المالية²:** إن المعاملات المالية في الإسلام تجمع بين الثبات والتطور أو المرونة فالربا والغش والاحتكار من الأشياء التي حرّمها الإسلام منذ 14 قرنا، ومهما اختلفت الصور والأشكال فليس لأحد أن يحل صورة مستحدثة أو شكلا جديدا ما دام في جوهره يدخل تحت ما حرّمته الشريعة الإسلامية، ونظرا للتطورات العالمية في الأنظمة المالية فقد استحدثت المتعاملون أدوات ومنتجات مالية يتعاملون بها في بيوعهم، وما دام البيع يخلو من المحذور فبالإمكان الاعتماد على هذه الأدوات المستحدثة شريطة أن تستند في صناعتها للضوابط الشرعية؛ الأمر الذي فرض على فقهاء المعاملات المالية المعاصرة التمييز بين الثابت

¹ عمر ياسين محمود خضيرات، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات الاقتصادية والمالية المعاصرة، بحث منشور ضمن موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي: <http://www.iefpedia.com/arab>، ص: 15.

² صالح مفتاح وريمه عمري، الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تحقيق التنمية المستدامة، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة، يومي 03-04 ديسمبر 2012، ص: 09.

والمطور والتكييف الشرعي للصور المستحدثة حتى يمكن بيان الحكم الشرعي لها ومن ثم إيجاد البدائل إن أمكن ذلك.

✓ **المنافسة مع المؤسسات المالية التقليدية¹**: لقد تطورت المؤسسات الرأسمالية لدرجة أنها فرضت قدرا كبيرا من التحدي على الاقتصاد الإسلامي، فالحلول التي يقدمها المسلمون لا يكفي أن تكون عملية فحسب؛ بل يجب مع ذلك أن تحقق مزايا مكافئة لتلك التي تحققها الحلول الرأسمالية، ويترتب على هذه الجوانب صعوبة إيجاد حلول اقتصادية إسلامية قادرة على منافسة البدائل السائدة في الاقتصاد المعاصر ومن هنا برزت الحاجة إلى تطوير الصناعة المالية الإسلامية.

المطلب الثالث: مرتكزات الصناعة المالية الإسلامية

تهدف الصناعة المالية الإسلامية إلى ابتكار وتطويل وسائل وصيغ تمويل تتوافق والشريعة الإسلامية وكذا إيجاد حلول لمشكلات التمويل المختلفة؛ لذلك فهي تقوم على مجموعة من المرتكزات .

الفرع الأول: مبادئ الصناعة المالية الإسلامية

يمكن تحديد أربعة مبادئ للصناعة المالية الإسلامية من منظور إسلامي، اثنتان تتعلقان بالأهداف (التوازن، التكامل) واثنتان تختصان بالمنهجية (الحل والمناسبة).

أولاً: مبدأ التوازن

لقد نبحث الشريعة الإسلامية في تحقيق التوازن بين مختلف الرغبات والميول والخوافر، ووضعت لكل الإطار المناسب له دون إفراط أو تفريط، وحققت هذا التوازن بين مختلف الخوافر الإنسانية ما يتعلق منها بالمصالح الشخصية وما يتعلق بالمصالح الاجتماعية، ما يتعلق بتحقيق الربح وما يتعلق بالأعمال الخيرية، ما يتعلق بالمنافسة وما يتعلق بالتعاون باعتبار أن كل جانب مكمل للآخر، وعلى النقيض تماما فقد اعتمدت فلسفة الرأسمالية على آلية السوق والخوافر الربحية لعلاج معظم مشاكلها مرجحة بذلك الكفة لفته دون غيرها، في حين نجد أن الاشتراكية تخالف الرأسمالية في المبدأ، أي أن الاشتراكية تهتم بمبدأ الخوافر الخيرية والتعاونية مغفلة الخوافر الشخصية هذا الأمر الذي أدى بحلول الركود على الواقع الاشتراكي.

وفي مقابل كل هذا اهتم الاقتصاد الإسلامي بالجانبين الشخصي والتعاوني، معطيا لكل منهما حقه معترفا بوظائفهما للوصول بالأداء الاقتصادي إلى الوضع الأمثل²، كما يتطلب مبدأ التوازن وجود العدالة في تحمل كل من طرفي العقد لالتزاماته مقابل الحصول على حقوقه، فلا ينبغي أن يتحمل طرف التزامات الطرف الآخر ولا ينتقص من حقوقه،

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

² سامي السويلم، التحول في التمويل الإسلامي، الطبعة 1، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2007، ص ص: 110-112.

كما يجب كذلك مراعاة الالتزام بالشروط، فالمسلمون عند شروطهم وموجب ذلك كله إلى حكمة الشريعة ورغبتها في قطع النزاع والخصومة، ومن أمثلة تحقيق التوازن كأهم مبادئ الصناعة المالية الإسلامية تحريم اشتراط الزيادة في القرض إلى أجل، أو الغرر والجهالة في المبيع أو الثمن أو الأجل وكل شرط أو عرف من شأنه أن يخالف مقتضى العقد¹، وعلى هذا الأساس تسعى الصناعة المالية الإسلامية لتحقيق التوازن بين جميع الأطراف كأحد أهم المبادئ.

ثانياً: مبدأ التكامل

إن المبدأ الأساسي الذي يحكم تطوير المنتجات المالية هو التكامل بين التفضيلات الشخصية مع الاعتبارات الموضوعية، أي بين تفضيلات الزمن والمخاطرة وبين توليد الثروة الحقيقية، فالربا عزل لتفضيلات الثمن عن توليد الثروة، بينما الغرر عزل لتلك المتعلقة بالخطر وبما أن الزمن والخطر وجهان لعملة واحدة فالشريعة الإسلامية قامت بتحريم الأمرين معاً.

وفصل الزمن والمخاطرة عن توليد الثروة يؤدي إلى انحراف القطاع المالي عن القطاع الحقيقي، ولكن هذا الانقسام مصطنع ولا ينسجم مع طبيعة العلاقات الاقتصادية، ولذلك لا يمكن أن يستمر وهو ما يجعل تكاليف بقاء الفصل بين القطاعين تتزايد باستمرار، مما يناقض هدف الفصل الأساسي وهو الكفاءة وتخفيض التكاليف.

وبالتالي فإن الذي سيدفع هذه التكاليف هو القطاع الحقيقي لأنه هو مصدر الثروة الفعلية، وستكون هذه التكاليف أضعاف تلك اللازمة لإبقاء التكامل والترابط بين القطاعين منذ البداية².

ثالثاً: مبدأ الحل³

ينص مبدأ الحل على أن الأصل في المعاملات الحل والجواز، إلا إذا خالفت نصاً أو قاعدة شرعية وهو قائم على أن الفطرة الإنسانية خيرة من حيث المبدأ، وأن التعاملات المالية والاجتماعية عموماً هدفها إشباع الاحتياجات الفطرية ولذلك كان الأصل فيها الحل والمشروعية، والمتبع لمنهج التشريع يجد أن الشرع يركز على أن المحرمات فيما يتعلق بالمعاملات الربحية كالربا وأكل المال بالباطل لكنه يؤكد على الواجبات فيما يتعلق بالتصرفات غير الربحية كالزكاة والصدقات، السبب أشار إليه الشاطبي - رحمه الله - من أن الأعمال التي تدفع إليها حوافز فطرية قوية يتجنب الشرع زيادة التأكيد عليها لئلا يفرض ذلك إلى التطرف في ممارستها بل يركز على تهذيبها وبيان حدودها لئلا تتجاوزها كما هو الحال في التصرفات الربحية بسبب قوة الحافز لطلب الربح والمال.

¹ محمد عمر جاسر، نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية: "الواقع وتحديات المستقبل"، تنظيم نادي رجال الأعمال اليمنيين، صنعاء، الجمهورية العربية اليمنية، 20-21 مارس 2010، ص: 06.

² سامي السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص: 120.

³ المرجع نفسه، ص: 120.

أما التصرفات التي قد تضعف الحوافز الدافعة إليها، كالتبرعات والصدقات فإن الشرع يؤكد عليها ليجبر النقص في الحوافز ولذلك نجد القرآن يؤكد كثيرا على الزكاة ولا يركز بالدرجة نفسها على طلب المال والرزق، ليس لأن الشرع لا يشجع على الكسب والتجارة؛ بل ليحقق التوازن بين الحوافز الفطرية وبين التوجهات الشرعية.

وقاعدة الحل تقتضي أن يكون محور الدراسة والعناية في المعاملات المالية هو أصول المحرمات وهي الربا والغرر، وليس أحكام البيع وشروطه وأركانه كما هو شائع فإن المحرمات إذا تم اجتنابها فالعقد صحيح بناء على هذه القاعدة.

وقاعدة الحل هي الأساس للابتكار المالي فإنها تدل على أن دائرة المسموح لا حدود لها، بخلاف المحرم فإنه محصور ومحدود ولذلك تعد هذه القاعدة أساسية في فهم وتطوير المنتجات المالية الإسلامية.

رابعا: مبدأ المناسبة

ويقصد بها مدى تناسب العقد مع الهدف المقصود منه، بحيث يكون القصد مناسبا وملائما للنتيجة المطلوبة

مع الهدف المقصود منه، وهذا مدلول القاعدة الفقهية القائلة: (العبرة في العقود للمقاصد والمعاني لا للألفاظ والمباني)¹

الفرع الثاني: أسس الصناعة المالية الإسلامية

تقوم الصناعة المالية الإسلامية على مجموعة من الأسس ورد ذكرها في العديد من الأحاديث، ومن بين أهم الأحاديث الداعية لضبط عمل الصناعة المالية الإسلامية قوله صلوات ربي وسلامه عليه: { من سنّ في الإسلام سنة حسنة فله أجرها وأجر من عمل بها إلى يوم القيامة، لا ينقص ذلك من أجورهم شيئا، ومن سنّ في الإسلام سنة سيئة فعليه وزرها ووزر من عمل بها إلى يوم القيامة لا ينقص ذلك من أوزارهم شيئا } ويستدل من هذا الحديث الدعوة إلى الابتكار والتطوير في مختلف المجالات طالما تخدم صالح العباد، كما نوه النبي صلّى الله عليه وسلم على أهمية الابتكار الصالح القائم على ضوابط الشريعة الإسلامية مبينا ثواب الابتكار الحسن وخطورة الابتكار الضار غير المشروع، وعليه يمكن تفصيل الأسس التي تقوم عليها الصناعة المالية الإسلامية كما يلي²:

¹ حمزة علي ونعجة عبد الرحمان، الضوابط الشرعية لاستخدامات الهندسة المالية كمدخل لتطوير المنتجات المالية الإسلامية، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، ص: 06.
² للإطلاع على: 15

- **الوعي بالسوق:** يقصد بالوعي بالسوق أن تكون الحاجات التي تتطلبها السوق معروفة لمن يقوم بالابتكار والتطوير للأدوات والأوراق المالية، بالإضافة إلى تحقيق التراضي بين جميع الأطراف، لأن الصناعة المالية تهدف إلى تلبية الاحتياجات المختلفة لجميع الأعوان الاقتصاديين مع استفادتهم.
- **الإفصاح:** المقصود به بيان المعاملات التي يمكن أن تؤديها تلك الأدوات التي يتم ابتكارها أو تطويرها وذلك لسد الثغرات التي يمكن أن ينفذ منها المتلاعبون أو المضاربون، لاستخدام تلك الأدوات لتحقيق غايات لم تكن تهدف إليها أصلاً، أو التحايل على الربا أو القمار.
- **المقدرة:** أي وجود قدرة رأسمالية تمكن من الشراء والتعامل.
- **الالتزام:** أي الالتزام بضوابط الشريعة الإسلامية في جميع تعاملاتها.

الفرع الثالث: مناهج تطوير منتجات الصناعة المالية الإسلامية

تقوم الصناعة المالية الإسلامية على عدّة مداخل، تختلف آلية استخدامها باختلاف المؤسسات المالية الإسلامية وباختلاف الظروف المحيطة بها، وعلى العموم تقوم الصناعة المالية الإسلامية على ثلاث مناهج أساسية كما يلي:

أولاً: منهج المحاكاة

المبدأ: تقدم الصناعة المالية التقليدية عدة منتجات وهي على الأغلب ذات طابع ربوي، إلا أن هذا لا يعني بالضرورة أن جميع المنتجات المطروحة من قبل هذه الصناعة غير مناسبة للتمويل الإسلامي، فالحكمة ضالة المؤمن أتى وجدها أخذ بها، إلا أنه يجب التنويه على وجوب التمييز بين اقتباس ما يتلاءم مع فلسفة التمويل الإسلامي ومبادئه، وبين محاكاة الأساس الذي تقوم عليه المنظومة التقليدية¹، حيث يقوم منهج المحاكاة على تقليد المنتجات المالية التقليدية، حيث يتم تحديد النتيجة المطلوبة من منتج الهندسة المالية الإسلامية سلفاً، وهي عادة النتيجة نفسها التي يحققها المنتج التقليدي، حيث تثير هذه المنتجات الكثير من الجدل بخصوص الحكم الشرعي لها.

- مصطفى إبراهيم عبد النبي، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة المصرفي، العدد 52، يونيو 2009، ص: 39.

- صالح مفتاح وريمة عمري، مرجع سابق، ص: 11-09.

- عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، متوفر على الموقع:

<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/01> ص: 08.

¹ محمد عمر جاسر، مرجع سابق، ص: 08.

المشاهد المحتملة لمنهج المحاكاة: إن عمليات المحاكاة والهيكلية الشرعية لمنتجات تقليدية سوف تؤدي بالمنتجات المالية الإسلامية إلى الانحدار إلى مستوى تتقارب فيه مع مثيلتها من المنتجات التقليدية، وبالتالي تصبح الصناعة المالية الإسلامية أمام ثلاث مشاهد محتملة مستقبلا كما يلي¹:

- **المشهد الأول "الأقوى احتمالا":** يتمثل في الاستراتيجية التي يجب أن تتبناها الصناعة المالية الإسلامية لتحقيق استدامتها، فالمطلوب منها أن تتحول في المستقبل العاجل إلى استغلال المخزون الاستراتيجي من الصيغ الفقهية الشرعية للمنتجات الإسلامية الأصيلة في عمليات التطوير والابتكار، حتى تحافظ على هوية الصناعة وتلبي احتياجات السوق وتسهم في تحقيق التنمية الاقتصادية المحلية.

- **المشهد الثاني "الأقل احتمالا":** يتمثل في أن تتشابه المنتجات المالية الإسلامية تشابها كبيرا مع بعض المنتجات المالية التقليدية، وهو أمر سيعمل حتما على دعم المنتجات المالية التقليدية ورفع مستوياتها واستدامة صناعتها تماما، كما يعمل على إضعاف خصوصية ومزايا الصناعة المالية الإسلامية ومنتجاتها.

- **المشهد الثالث "الأضعف احتمالا":** يتمثل في اندثار المنتجات المالية الإسلامية نتيجة عدم تطوير منتجات أصيلة تدعم استدامة الصناعة، ونتيجة لاستفادة المنتجات المالية التقليدية من عمليات الهيكلية الشرعية لمنتجاتها فستصبح جميع المنتجات من نتاج الصناعة التقليدية.

المزايا: من أبرز مزاياها سهولة والسرعة في تطوير المنتجات، إذ أنها لا تتطلب الكثير من الجهد والوقت في البحث والتطوير، بل مجرد متابعة المنتجات الرائجة في السوق وتقليدها من خلال توسيط السلع².

الآثار السلبية: إن محاكاة الأساس الذي تقوم عليه المنظومة التقليدية في صياغة منتجات مالية إسلامية يؤدي إلى العديد من الآثار السلبية التي تلقي بظلالها الفاسدة على المالية الإسلامية ولعل أهم هذه الآثار³:

- ضعف قناعة العملاء بالمنتجات الإسلامية، وجعل التمويل الإسلامي محل شك وريبة، وقد يؤدي ذلك إلى أن تبدأ المصرفية الإسلامية بفقدان عملائها خاصة الذين لا يشكل الوازع الديني لديهم الدافع الأكبر للتعامل مع هذه المصارف.

- تحوّل الضوابط الشرعية إلى تكلفة إضافية، حيث تصبح مجرد قيود شكلية لا حقيقة تحتها ولا قيمة اقتصادية من ورائها، بل تصبح عبئا وعائقا أمام المؤسسات المالية، وبالتالي تحمّل المؤسسات المالية تكاليف هذه الضوابط

¹ صالح صالحي وعبد الحلیم غربي، كفاءة صيغ وأساليب التمويل الإسلامي في احتواء الأزمات والتقلبات الدورية، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي حول الأزمات المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص ص: 814-815.

² خنيرة محمد الأمين وحنان علي موسى، مرجع سابق، ص: 658.

³ للإطلاع راجع:

- محمد عمر جاسر، مرجع سابق، ص ص: 8-9.

- خنيرة محمد الأمين وحنان علي موسى، مرجع سابق، ص: 658.

على العميل، لتكون المنتجات الإسلامية المقلّدة في النهاية أكثر كلفة من المنتجات التقليدية مع أنها تحقق في النهاية النتيجة نفسها.

- إن المنتجات التقليدية تناسب الصناعة التقليدية وتحاول معالجة مشكلاتها وأضرارها، وعليه فإن محاكاة هذه المنتجات تستلزم التعرض لنفس المشكلات، وهذا بدوره يتطلب محاكاة المزيد من المنتجات التقليدية بحيث تصبح الصناعة المالية الإسلامية في النهاية تعاني من نفس الأمراض والأزمات التي ألمت بالصناعة المالية التقليدية.

- إن محاولة تقليد أي منتج من منتجات الصناعة المالية التقليدية هو في الأساس محاولة لتقليد جوهر هذه المنظومة وأساسها، وهو الأمر الذي سيحجر الصناعة المالية الإسلامية لمحاكاة سائر أدوات هذه المنظومة وعناصرها، وهو ما يجعل الصناعة المالية الإسلامية مهددة بفقدان شخصيتها.

وعليه لكي يكون منهج المحاكاة عاكسا لحقيقة التمويل الإسلامي فيجب التمييز بين اقتباس ما يتلاءم مع فلسفة التمويل الإسلامي ومبادئه وبين محاكاة الأساس الذي تقوم عليه المنظومة التقليدية.

ثانيا: منهج الأصالة والابتكار

المبدأ: يقوم منهج الأصالة والابتكار على إيجاد صناعة هندسة مالية إسلامية والبحث عن الاحتياجات الفعلية للعملاء والعمل على تصميم المنتجات المناسبة لها، شرط أن تكون متوافقة ومبادئ الشرع الإسلامي¹، ولا ريب أن هذا المنهج أكثر تكلفة من منهج التقليد والمحاكاة، لكنه في المقابل أكثر جدوى وأكثر إنتاجية ويحافظ على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية كما يسمح لها بالاستفادة من منتجات الصناعة المالية التقليدية ما دامت تفي بمتطلبات المصادقية الشرعية كما يساعد ذلك على استكمال المنظومة المعرفية للصناعة المالية الإسلامية.

المتطلبات: يقوم منهج الابتكار على مجموعة من المتطلبات لعل أبرزها²:

- دراسة مستمرة لاحتياجات العملاء والعمل على تطوير الأساليب التقنية والفنية اللازمة لها، وذلك لضمان الكفاءة الاقتصادية للمنتجات المالية الإسلامية.

- وضع أسس واضحة لصناعة مالية إسلامية مستقلة عن الصناعة المالية التقليدية.

- المحافظة على أصالة الصناعة المالية الإسلامية، والسماح لها بالاستفادة من منتجات الصناعة المالية التقليدية.

الأهمية: تتمثل في¹

¹ عبد الحميد الأسرج، أهمية الابتكار المالي للمصارف الإسلامية، مقال متوفر على الموقع: <http://elasrag.wordpress.com/2013/og/21>

² عبد الحلیم غربي، الابتكار المالي في البنوك الإسلامية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، العدد 09، 2009، ص: 15.

- تنوع مصادر الربحية للمؤسسات المالية الإسلامية؛
- استجابة لفرص استثمارية وفقا لتطلعات المستثمرين والمؤسسات معا؛
- توفير التكاليف نتيجة لما يتحقق من وفورات الحكم الكبير؛
- ابتكار منتجات مالية جديدة تدعم استقطاب الموارد وتزيد من القدرات التمويلية؛
- تجنب تقادم المنتجات الحالية للمحافظة على النمو، وكما هو معلوم أن لكل منتج دورة حياة وفي مرحلة تشبع السوق يتوقف الطلب على المنتج ويستقر عند أدنى مستوياته؛
- درء للمخاطر واللايقين المحيطة بالأنشطة الاستثمارية بتنوع صيغته وقطاعاته؛
- التعامل مع قيود المنافسة الدولية ودعم المركز التنافسي للمؤسسة المالية في السوق؛
- المساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية على حد سواء؛
- التطوير المستمر للمنتجات يزيد من خبرة المؤسسة ويبقيها في حيوية مستمرة.

الضوابط: يقوم منهج الابتكار على مجموعة ضوابط يمكن إدراجها في ما يلي²:

- **الاستناد إلى العقيدة:** يتمثل الأساس العام الذي تقوم عليه المنتجات المالية الإسلامية في مراعاة ما شرعه الله سبحانه وتعالى في المعاملات، بإحلال ما أحله وتحريم ما حرّمه باعتماد الشريعة الإسلامية أساسا لجميع التطبيقات واعتمادها مرجعا لا يمكن الحياد عنه.
- **استبعاد الفوائد الربوية:** تعتبر الركيزة الأساسية التي تبنى عليها الصناعة المالية الإسلامية هي تحريم الربا، والذي يعتبر شرط ضروري وأساسي في المعاملات القائمة والمستحدثة، والأدلة على ذلك من الكتاب والسنة كثيرة لعل أبرزها قوله تعالى: ﴿الرِّبَا أَوْ حَرَمَ الْبَيْعَ اللَّهُ وَأَحَلَّ﴾ (البقرة 275)
- **تجنب التعامل بالجهالة والغرر:** والمقصود به تحريم الحلال في التمويل والاستثمار للتأكد من تحصيل المال تحصيلًا شرعيًا واستخدامه استخدامًا خال من أي محذور، شرعي وفق الأوامر والنواهي التي تحدد معالم الاقتصاد الإسلامي ومنه ضرورة تجنب ابتكار أدوات مالية جديدة تكون فيها شبهة الجهالة أو الغرر أو الغبن أو أكل أموال الناس بالباطل.
- **الأخذ بمبدأ المشاركة في الربح والخسارة:** يعتبر مبدأ المشاركة في الربح والخسارة الأساس الذي تبنى عليه عملية تطوير وابتكار منتجات الصناعة المالية الإسلامية ويستند إلى قاعدة الخراج بالضمان والغنم بالغرم ويقصد بهاتين القاعدتين أن الحصول على المكسب أو المنفعة يكون بقدر الاستعداد لتحمل الخسائر.

¹ بن إبراهيم الغالي، دور الابتكار المالي في تطوير الصيرفة الإسلامية، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية، سطيف، يومي 5-6 ماي 2014، ص: 06.
² المرجع نفسه، ص: 06-07.

- الكفاءة الاقتصادية: وهو ضرورة أن يستند الابتكار المالي إلى الكفاءة الاقتصادية عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة المخاطر وتخفيض التكاليف الحصول على المعلومات وعمولات الوساطة والسمسة.

ثالثاً: منهج التطوير والتجديد¹

يلحظ الكثير من الباحثين والمراقبين للصناعة المالية الإسلامية أنه وعلى الرغم من إجماع الكل على أهمية التطوير المستمر للمنتجات المالية، إلا أن هذا الاهتمام لم يترجم حتى الآن إلى منهج علمي وعملي يتناسب وأهميتها، فما زالت إدارات تطوير المنتجات بحاجة إلى مزيد من التخصصية والمهنية مقارنة مع غيرها من الإدارات في مؤسسات الصناعة التقليدية؛ التي نجدها تولي اهتماماً أكبر في هذا الجانب وتنفق مبالغ طائلة لتطوير وابتكار منتجاتها المالية التي تلي احتياجاتها وتغطي طلب الأسواق.

1- مفهوم التطوير والتجديد: إن الأصل في التطوير هو التغيير الجذري الذي يحدث في بنية الكائنات الحية، وسلوكها ويطلق أيضاً على التغيير التدريجي الذي يحدث في تركيب المجتمع أو العلاقات أو النظم أو القيم، السائدة فيه، أما التطوير في الصناعة المالية الإسلامية فيقصد به ذلك التطور في العلاقات الذي يرافقه تطور في النظم التي تعالج تلك العلاقات المتولدة، فالبيع والشراء والشراكة والحوالة والوكالة والوديعة والإجارة والمضاربة وغيرها كلها علاقات تنشأ جزاء الحراك الطبيعي في المجتمع، ومع تطور الحياة ووسائلها تتطور تلك العلاقات بين الناس؛ الأمر الذي يحتم على رواد الفكر الاجتهاد لإيجاد الحلول المشروعة الناجمة لما يستجد، فالإجارة علاقة مجتمعة -مثلاً- لها شروطها وأركانها وتكليفها الفقهي، ومع تطور الحياة المالية ظهر تغير أو شكل جديد لعقد الإجارة؛ ألا وهو عقد الإجارة المنتهية بالتملك.

وكذا الوديعة عقد من العقود المالية المجتمعة، ومع التطور في الحياة المجتمعية المالية أصبحت الوديعة المصرفية تأخذ شكل القرض تارة وشكل المضاربة تارة أخرى.

أما التجديد فيقصد به إدخال تعديلات في التكوينات الفرعية للكيان العام، وفي علاقة هذه التكوينات بعضها ببعض واستيعاب عدد من المستجدات الجزئية في إطار هذا الكيان.

وبناء على هذا التوصيف، فإن مفهومي التطوير والتجديد يتقاطعان في الأداء الوظيفي لكل منهما، والمتمثل في تعديل أوضاع وتغيير العلاقات بما يتقبله الإطار العام ويتواءم معه، وكلاهما ينسجم مع الواقع ويتماشى معه فالمنظومة

¹ للإطلاع راجع:

- أحمد بشناق، دور مقاصد الشريعة في تطوير صيغ التمويل الإسلامي، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي "مقاصد الشريعة وتطبيقاتها المعاصرة" جامعة اليرموك، الأردن، 22-23 ديسمبر 2013، ص ص: 06-08.
- محمد عمر جاسر، مرجع سابق، ص ص: 07-10.

الفقهية التي تشتق منها الأحكام الشرعية للمسائل العملية خاصة في مجال المعاملات المالية، يجب أن تتجدد موجوداتها بشكل دوري نظرا لما يستجد من وقائع.

كما يجب التأكيد أنه لا يقصد بالتطوير أو التجديد إلغاء السابق أو إضفاء الصبغة والصفة الشرعية على ما يستجد من وقائع مجرد وجوده عند الآخرين، فإن هذا لا يوصف بالتطوير أو التجديد، بل هذا يعد انقلابا على السابق بل أن المقصود بالتطوير والتجديد الاستفادة من الأطر العامة للتشريع والمسائل السابقة لصياغة الأحكام الشرعية التي تبين موقف الشريعة الإسلامية من تلك المستجدات.

2- الحاجة لمنهج التطوير والتجديد: يمكن تلخيص حاجة مؤسسات الصناعة المالية الإسلامية لتطوير منتجاتها في النقاط التالية:

- تجنب تقادم المنتجات الحالية للمحافظة على النمو.
- تقليل مخاطر الاستثمار بتنويع صيغته وقطاعاته.
- دعم المركز التنافسي للمؤسسات المالية الإسلامية في السوق.
- الاعتماد على منهج التطوير والتجديد لمنتجات الصناعة المالية الإسلامية يزيد من خبرة المؤسسة وبقائها في حيوية مستمرة.

3- الأسس الشرعية لمنهج التطوير والتجديد: إن الحاجة إلى تطوير صيغ التمويل بشكل خاص والصناعة المالية الإسلامية بشكل عام، ظهرت كنتيجة طبيعية لاحتدام المنافسة بين المصارف الإسلامية والمصارف التقليدية لإثبات وجودها وضمان إستمراريتها وبقائها في مصاف المنافسة، بتحقيق الربح على المدى الطويل الناتج من خلال ما تقدمه كل مؤسسة من منتجات مالية.

فالبنوك الإسلامية قامت على أساس تلك الصيغ التقليدية القديمة، ومع مرور الوقت واتساع رقعة سوق العمل وظهور المستجدات واحتدام المنافسة بين البنوك الإسلامية والبنوك التقليدية؛ كان من الطبيعي أن يقوم رواد الفكر الإسلامي بفتح باب الاجتهاد في الصناعة المالية وصيغ التمويل لإيجاد حلول لما يستجد من مسائل، واستحداث وتطوير ما كان من الصيغ التقليدية وفق منظومة الأحكام الشرعية بما لا يخالف النص، أمّا الحكم الشرعي لمنهج التطوير والتجديد في المنظومة الفقهية المالية فهو واجب سندا للقاعدتين التاليتين:

3-1 قاعدة ما لا يتم الواجب إلا به فهو واجب: لما كان بيان حكم الله في المسائل المستجدة التي لم يرد بشأنها نص أو حكم واجب، وهذا لا يكون إلا بالنظر التطويري والتجديدي في المنظومة الفقهية فكان النظر الفقهي التطويري واجب.

3-2 نظرية المصلحة: تقوم نظرية المصلحة على أساس النظر فيما يلي حاجات الناس دون الخروج عن الأطر العامة للتشريع، ولعل أحسن مثال على تطبيق نظرية المصلحة من قبل الشارع في المعاملات المالية الإسلامية هو عقد السلم، والذي شرع على خلاف القياس إذ الأصل عدم جواز بيع المعدم أو ما ليس عند الإنسان، غير أنه لحاجة الناس له جاء الشرع بجوازه، فقد قال ابن قدامة: (ولأن بالناس حاجة إليه لأن أرباب الزرع والثمار والتجار يحتاجون إلى النفقة على أنفسهم وعليها لتكتمل، وقد تعوزهم النفقة فحوز لهم السلم ليرتفقوا ويرتفق المسلم بالاسترخاص.

4- بناء إستراتيجية علمية وعملية لمنهج التطوير والتجديد

تعتبر الكفاءة الاقتصادية أهم خاصية لمنتجات الصناعة المالية الإسلامية، وتحقيقها لا يكون إلا ببناء إستراتيجية علمية وعملية، فالصناعة المالية الإسلامية مطالبة الآن أكثر من أي وقت مضى بوضع إستراتيجية فعّالة وواضحة تقوم على منهج علمي وعملي رصين، مستمد من ثوابتها ويتلاءم مع طبيعتها الاستثمارية القائمة على تحمّل المخاطر.

يتطلب بناء هذه الإستراتيجية دراسة مستمرة لاحتياجات السوق والعمل على تطوير الأساليب التقنية والفنية اللازمة لها، كما تتطلب وضع أسس واضحة لصناعة مالية إسلامية مستقلة عن الصناعة المالية التقليدية، وعلى الرغم من أن ذلك سيكون أكثر تكلفة من التقليد والمحاكاة، لكنه في المقابل أكثر جدوى وأكثر إنتاجية.

من جهة أخرى تساعد هذه الإستراتيجية على المحافظة على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية، كما تسمح لها بالاستفادة من منتجات الصناعة المالية التقليدية ما دامت تفي بمتطلبات المصادقية الشرعية، كما يساعد ذلك على استكمال المنظومة المعرفية للصناعة المالية الإسلامية.

5- متطلبات إستراتيجية منهج التطوير والتجديد: يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- تفعيل دور الرقابة الشرعية في عملية تطوير المنتجات والمتابعة المستمرة لعمليات التنفيذ؛
- العمل على تجميع الجهود وتضافرها لوضع معايير شرعية موحدة للصناعة المالية الإسلامية؛ وهذا من شأنه أن يقدم رؤية واضحة للضوابط الشرعية للمنتجات المالية الإسلامية ويعزز ثقة الجمهور والمساهمين بها؛
- تشجيع البحث العلمي وتخصيص عوائد مالية من أرباح المنتجات المالية لأغراض الدراسات والبحوث العلمية التي تهدف لتطوير المنتجات؛
- العمل على إنشاء سوق مالية إسلامية تضمن تسويق مؤسسات الصناعة المالية الإسلامية منتجاتها من خلالها، وتأمين السيولة اللازمة لها، حيث أن هذه المؤسسات تواجه تحديات كبيرة وعوائق عديدة في تسويق منتجاتها وإيجاد التمويل المناسب لها من خلال الأسواق التقليدية.

- تأسيس وتفعيل دور مؤسسات البنية التحتية في الصناعة المالية الإسلامية مثل مجلس الخدمات المالية الإسلامية والمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية وغيرها في مجال التطوير والابتكار؛
- الوصول في تكلفة الإنتاج إلى أدنى مستوياتها لتحقيق ميزة تنافسية على مثيلاتها التقليدية؛
- تدريب وتأهيل العاملين في تشغيل هذه المنتجات، حيث تلعب خبرة هؤلاء الموظفين دورا مهما في تقليل المخاطر ويؤدي فهمهم الدقيق لطبيعة المنتج إلى الاحتراز من الوقوع في المخالفات الشرعية وفهم أكبر لمتطلبات التطوير

الفرع الرابع: دعم آليات التطوير والابتكار في منتجات الصناعة المالية الإسلامية

تتسم المنتجات المالية الإسلامية بطبيعتها بالتنوع والتعدد طبقا لتنوع الفرص والاحتياجات التمويلية، غير أن هذا التنوع لم يكن كافيا لتلبية جميع الاحتياجات التمويلية من جهة، ولم يكن تنافسيا بالقدر الكافي لمزاومة المؤسسات التقليدية في الكفاءة والجودة من جهة أخرى، وهو ما أدى إلى تفشي التورق في تطبيقات المؤسسات المالية الإسلامية ومزاومته للمنتجات الأصلية الملائمة لتلبية الاحتياج بصفة مباشرة، وقد أدى هذا الوضع إلى تقلص التنوع والثراء الذي تتميز به المنتجات المالية الإسلامية والتمحور على تنوع محدود في المنتجات لا يتمتع بالكفاءة التي تؤهله للمنافسة التقليدية، ومن هنا تبدو الحاجة ماسة لدعم آليات البحث والتطوير والابتكار ودراسة الفرص لتحقيق ما يأتي:

- دعم آليات التفاعل الإيجابي بين المؤسسات المالية والجمهور، من خلال تطوير آليات جذب الأموال في المؤسسات المالية الإسلامية من خلال تعميم تجربة الودائع الادخارية والاستثمارية القائمة في بعض البنوك، وغيرها من الأوعية القائمة على المشاركة في الربح وتقليص الاعتماد على الحساب الجاري.
- تطوير آليات تكوين الأوعية الاستثمارية المستقلة ذات المشاركة الجماهيرية الواسعة كالصناديق الاستثمارية والمحافظ الاستثمارية والصكوك الاستثمارية، بما يحقق التفاعل الإيجابي بين الجمهور والمؤسسات المالية من جهة، وبما يؤدي إلى تجميع موارد مالية كبيرة قادرة على دعم المشروعات الضرورية على مستوى الاقتصاد والمجتمع كمشروعات البنى التحتية والمرافق العامة وغيرها.
- تطوير آليات توظيف الأموال من خلال دعم سبل تطبيق المشاركة والمضاربة وتقليص دور التمويل بالديون، تحقيقا للمشاركة الإيجابية بين المؤسسات التمويلية والمستثمرين.
- وجود مجال واسع لتطوير وابتكار منتجات مالية إسلامية تتمتع بالمصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، وهذا يتطلب العمل ضمن بيئة تطويرية وابتكارية تقوم على دراسة الفرصة ابتداء ومن ثم التوغل في بحث المنتج الإسلامي الملائم لتطبيقه في هذه الفرصة.

- تطوير أساليب تقديم الخدمات المصرفية ورفع من مستوى الجودة والكفاءة اللازمة لمنافسة الخدمات المصرفية المقدمة من قبل المؤسسات المالية التقليدية، حيث يتسم هذا الجانب بتحد كبير خاصة إذا كانت هذه الخدمات تقدم بشكل مقبول شرعا على مستوى المؤسسات التقليدية.
- العناية بأدوات تقليل المخاطر أو الاحتماء من خلال ابتكار منتجات مالية إسلامية تقلل من المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون.
- دعم السوق المالية الإسلامية من خلال التركيز على الصكوك الإسلامية، ومن ثم تكوين بديل لأذون الخزانة والسندات الربوية وتطوير هذا الاتجاه في سبيل تكوين بدائل على المستوى الكلي لسعر الفائدة وسياسات السوق المفتوح وسعر الخصم¹.

المبحث الثاني: مكونات الصناعة المالية الإسلامية

تتعدد مكونات الصناعة المالية الإسلامية بدءا بمؤسساتها المصرفية وغير المصرفية، مروراً بالأسواق المالية ومختلف المنتجات المالية الإسلامية، وانتهاءً بمحمل القوانين والتشريعات المنظمة لعمل الصناعة المالية الإسلامية.

المطلب الأول: المؤسسات المالية الإسلامية

تعتبر المؤسسات المالية الإسلامية إحدى أهم مكونات الصناعة المالية الإسلامية، باعتبارها الفضاء الذي تتم على مستواه مختلف أنشطة الصناعة المالية الإسلامية، حيث تنقسم هذه المؤسسات إلى مؤسسات مالية مصرفية و كالبنوك الإسلامية، النوافذ والفروع الإسلامية بالبنوك التقليدية، ومؤسسات مالية غير مصرفية كصناديق الاستثمار الإسلامية وشركات التكافل، وتخضع كل منها إلى ضوابط وقوانين تكفل نشاطها في ظل الشريعة الإسلامية .

الفرع الأول: ماهية المؤسسات المالية الإسلامية

أولاً: تعريف المؤسسات المالية الإسلامية

قبل التطرق لتعريف المؤسسات المالية الإسلامية يجب التذكير بمفهوم المؤسسات المالية التقليدية:

¹ عبد الباري مشعل، آليات تطوير المصارف والشركات الإسلامية، بحث مقدم إلى المؤتمر المصرفي الإسلامي الثاني، رؤية جديدة للصكوك الإسلامية، 10-08 ماي 2005، ص ص: 09-08.

- 1- تعريف المؤسسات المالية التقليدية: تعرّف بأنها: " منشأة أعمال تتمثل أصولها في أصول مالية مثل القروض والأوراق المالية، بدلا من المباني والآلات التي تمثل الأصول في الشركات الصناعية، كما تتمثل خصومها أيضا في خصوم مالية مثل الودائع والمدخرات بأنواعها المختلفة فهي تقدم قروضا للعملاء، وتستثمر في أوراق مالية، بالإضافة إلى تشكيلة من الخدمات الأخرى، مثل التأمين وخطط التقاعد وغيرها¹.
- 2- المؤسسات المالية الإسلامية: تعرّف المؤسسات المالية الإسلامية على أنها " مجموعة من المنشآت المالية تلتزم بالضوابط الشرعية في مختلف أنشطتها وترتكز على قاعدة المشاركة في الأرباح أو الخسائر."

ثانيا: تصنيف المؤسسات المالية الإسلامية

يمكن تصنيف المؤسسات المالية الإسلامية إلى المجموعات التالية²:

- المجموعة الأولى: تضم معظم هذه المؤسسات، وهي تلك التي نشأت في بلاد إسلامية تسود فيها النظم المصرفية التقليدية وتنظمها قوانين مصرفية على النمط الغربي، وقد نشأت بمقتضى قوانين خاصة أعفتها من قواعد النظام المصرفي السائد وقوانينه، بل ومن إشراف المصارف المركزية أو سلطات الرقابة على المصارف.
- المجموعة الثانية: تضم المؤسسات التي توجد في بلاد إسلامية قامت بتغيير نظامها المصرفي كليا إلى النظام الإسلامي كباكستان، إيران والسودان، أو جزئيا بالسماح لبيوت التمويل "" دون تسميتها بالإسلامية "" كتركيا، وقد أصدرت كل من هذه الدول قوانين خاصة بتنظيم هذه المؤسسات المصرفية، ولعل أكثرها تفصيلا وتطورا هي القوانين واللوائح التي صدرت في باكستان لهذا الغرض.
- المجموعة الثالثة: تضم مجموعة المؤسسات المالية التي سمح لها بممارسة أنشطة الصيرفة الإسلامية دون أي إعفاء من القوانين المصرفية السائدة، ومنها مثلا المصرف الإسلامي الدولي في الدانمارك، وهو بذلك تجربة رائدة لإثبات إمكان ممارسة النشاط المصرفي وفقا للشريعة الإسلامية وللقوانين المصرفية التقليدية في نفس الوقت.
- ولا يخفى أن هذا التنوع في الإطار القانوني الذي يحكم البنوك الإسلامية يؤدي إلى التنوع في أنظمتها وطرق تعاملها. كما أن اختلاف الرأي في فهم الشريعة الإسلامية قد أدى كذلك إلى تطبيقات متنوعة وليس تطبيقا

¹ معنر يوسف الخالدي، مدخل إلى الأسواق المالية، مقال منشور على الموقع: <http://www.fichier-pdf.fr/2012/11/fi> consulté le 02/01/2016

² عبد الكريم قندوز، المؤسسات المالية الإسلامية، واقعها وتحدياتها وكيفية مواجهة التحديات، مقال منشور على الموقع: <http://sites.google.com/site/aaguendouz/2010> consulté le 02/01/2016

واحدا للمبادئ الإسلامية في المعاملات المالية والمصرفية، وهذا التنوع يثري تجربة البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية ويفتح أمامها العديد من الصيغ والأساليب.

ثالثا: معايير نجاح المؤسسات المالية الإسلامية

تتمثل المعايير التي تستند عليها المؤسسات المالية الإسلامية في تحقيق رسالتها وأهدافها في¹:

- الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية كأساس للمنظمة؛
- الربحية والعائد الاقتصادي الاجتماعي؛
- المساهمة في عملية التنمية من خلال:
- المساهمة في القيمة المضافة للنتاج القومي
- أثر المنظمة على ميزان المدفوعات في الدولة
- دور المنظمة في خلق فرص توظيف وتدعيم الاستثمار القومي
- الاستعداد للمخاطر على أساس من الوسطية بين أقصى درجات المخاطرة المحرمة " القمار والغرر" وأقصى درجات الضمان المحرمة
- تلاءم المنظمة مع الواقع والبيئة وما تقوم عليه من نظام قانوني وصيغ ائتماني تقليدية ونظام ضريبي إن وجد.

الفرع الثاني: أنواع المؤسسات المالية الإسلامية

تنقسم المؤسسات المالية الإسلامية إلى مؤسسات مالية مصرفية وأخرى غير مصرفية.

أولاً: المؤسسات المالية الإسلامية المصرفية

تتنوع المؤسسات المالية المصرفية الإسلامية من حيث تكوينها وطبيعتها عملها، حيث نجد مؤسسات مصرفية إسلامية قائمة بذاتها مثل البنوك الإسلامية، كما نجد مؤسسات تقوم بالنشاط المالي الإسلامي ضمن المنظومة المالية التقليدية كالفروع والنوافذ الإسلامية بالبنوك التقليدية، وفي ما يلي عرض لأبرز أساسياتها.

1- البنوك الإسلامية

1-1 ماهية البنوك الإسلامية

¹ عبد الحميد محمود البعلي، القوانين والتشريعات المصرفية الإسلامية دراسة مقارنة، مقال منشور على الموقع: <http://iefpedia.com>، ص: 16.

1-1-1 تعريف البنك الإسلامي: تنطلق البنوك* الإسلامية من منظور مؤداه أن : المال مال الله وأن البشر مستخلفون في هذا المال لتوجيهه إلى ما يرضي الله، باعتبار أن حرية الفرد مقيدة وغير مطلقة وان الملكية الحقة هي لله تعالى، لذلك كان لابد من توجيه كل نشاط إلى تحقيق القيم المثلى وفق توجيهات الشرع الحنيف، وعليه وجب على البنوك الإسلامية الالتزام بمبادئ الشريعة الإسلامية التي توجه المال لخدمة المجتمع.

وقد عرّف الباحثون البنك الإسلامي بتعاريف عدّة أبرزها:

- تعريف محمد عريقات: يعرفها محمد عريقات على أنّها¹: « كل بنك كانت أعماله كلها ملتزمة بأحكام الشرع، والامتناع عن التعامل بالربا.»
 - تعريف حسين الوادي: يعرف حسين الوادي البنك الإسلامي على أنه²: « مؤسسة مالية مصرفية لتجميع الأموال وتوظيفها في نطاق الشريعة الإسلامية بما يخدم بناء مجتمع متكامل وتحقيق عدالة التوزيع ووضع المال في المسار الإسلامي.»
 - تعريف سليمان خصاونه: يعرف سليمان خصاونه البنك الإسلامي على أنه³: « مؤسسة مالية مصرفية وسيطة تهدف إلى تحقيق الربح وتلتزم في جميع أعمالها وأنشطتها بأحكام الشريعة الإسلامية ومقاصدها »
 - من جهة أخرى عرّف سمير رمضان الشيخ البنك الإسلامي على أنه⁴: « مؤسسة مالية اقتصادية تقوم بالوساطة المالية بين المدّخرين والمستثمرين في إطار الشريعة الإسلامية، والبنك الإسلامي كمؤسسة مالية يخضع للجوانب القانونية التي تقرّها التشريعات المصرفية بالإضافة إلى أخذه بالضوابط الشرعية.»
 - أما تعريف البنك الإسلامي في النصوص القانونية، فنجد أن هنالك دول متعددة أصدرت قوانين لمعالجة البنوك عموماً والبنوك الإسلامية خصوصاً، ومنها اتفاقية إنشاء الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية الصادرة عام 1977، حيث عرّف المادة 15 منها البنك الإسلامي بأنه⁵: « تلك البنوك أو المؤسسات التي ينص قانون إنشائها ونظامها الأساسي صراحة على الالتزام بمبادئ الشريعة وعلى عدم التعامل بالفائدة* أخذاً أو إعطاء.»
- من خلال جملة المفاهيم المقدمة من قبل الباحثين، يمكن أن نخلص إلى بعض الاستنتاجات والملاحظات حول البنوك الإسلامية:

* ترجع كلمة بنك إلى الكلمة الإيطالية Banca والتي تعني صندوق متين لحفظ النقائس chest، وكذلك مقعد طويل لشخصين أو أكثر Bench وتعبر هاتان الكلمتان عن الوظيفتان الأساسيتان للبنوك، حيث تعبر الكلمة الأولى chest عن وظيفة الحماية أي المكان الذي يحتفظ فيه بكل ما هو ذو قيمة مثل الذهب والمجوهرات، والكلمة الثانية Bench تعبر عن وظيفة المعاملات بين البنك و عملائه.

¹ حربي محمد عريقات وسعيد جمعة عقل، إدارة المصارف الإسلامية - مدخل حديث -، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص: 109.

² محمود الوادي وحسين سمحان، المصارف الإسلامية الأسس النظرية والتطبيقات العملية، الطبعة الثالثة، دار المسير، الأردن، 2009، ص: 42.

³ أحمد سليمان خصاونه، المصارف الإسلامية، عالم الكتب الحديث، جدارا للكتاب العالمي للنشر، الأردن، 2008، ص: 61.

⁴ سمير رمضان الشيخ، المصرفية الإسلامية، الميلاد النشأة والتطور، مقال منشور على الموقع: <http://iefpedia.com/arab/w.p-content/uploads/2010/12>

consulté le 29/01/2015

⁵ مصطفى ناطق صالح مطلوب، معوقات عمل المصارف الإسلامية وسبل المعالجة لتطويرها، مقال منشور على الموقع: <http://iefpedia.com> ص: 06

* تحريم التعامل بالفائدة يعتبر حجر الزاوية بالنسبة لهذه البنوك، فهناك إجماع بين علماء المسلمين على تحريم الفائدة واعتبارها ربا.

✓ تستمد البنوك الإسلامية أسس ومبادئ نشاطها من قواعد الشريعة الإسلامية والتي من أبرزها تحريم الربا.

✓ تلعب البنوك الإسلامية دور الوسيط بين المدخرين والمستثمرين في إطار الشريعة الإسلامية، إضافة إلى خضوعها للقوانين التي تقرها التشريعات المصرفية.

✓ تعمل البنوك الإسلامية على تحقيق عدالة التوزيع ووضع المال في المسار الإسلامي، من خلال قيامها بتجميع الأموال وتوظيفها في إطار الشريعة الإسلامية.

✓ تعمل البنوك الإسلامية على غرس القيم والمثل من خلال قيام معاملاتها المالية على الأخلاق الإسلامية.

✓ تهدف البنوك الإسلامية إلى تحقيق التنمية على جميع الأصعدة الاقتصادية منها والاجتماعية.

من خلال ما سبق يمكن تعريف البنوك الإسلامية على أنها: « أجهزة مالية تعمل على تجميع الموارد المالية من أصحاب الفوائض المالية وتوجيهها لتمويل أصحاب العجز وتمويل الاستثمارات التي تعود بالنفع العام وبناء المجتمع، في ظل الالتزام بالضوابط الشرعية وتحقيق عدالة التوزيع.»

يمكن أيضا أن نشير إلى أن البنوك الإسلامية تتمثل في¹:

➤ **أجهزة مالية:** حيث تقوم بما تقوم به البنوك من وظائف في تيسير التبادل وتيسير الإنتاج، وتعزيز طاقة رأس المال.

➤ **أجهزة تنموية:** أي أنها تساهم في خدمة المجتمع وتستهدف تحقيق التنمية فيه، وتقوم بتوظيف أموالها بأرشد السبل بما يحقق النفع للمجتمع أولا وقبل كل شيء.

➤ **أجهزة اجتماعية:** حيث أنها تقصد في عملها وممارساتها بكل الوعي والبصيرة إلى تدريب الأفراد على ترشيد الإنفاق وتدريبهم على الادخار ومعاونتهم في تنمية أموالهم بما يعود عليهم وعلى المجتمع بالنفع والمصلحة، هذا فضلا عن الإسهام في تحقيق التكافل بين أفراد المجتمع الذي تعمل فيه، من خلال إنشائها إدارات أو صناديق أو لجان خاصة للزكاة وأخرى للتأمين التعاوني، وأخرى للقروض الحسنة وأخرى لمواجهة المخاطر.

1-1-2- خصائص البنوك الإسلامية

¹ محمد إبراهيم أبو شادي، البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص: 08.

تسعى البنوك الإسلامية إلى تحقيق الربح شأنها في ذلك شأن البنوك التقليدية، إلا أن البنوك الإسلامية تتميز بالتزامها بأحكام الشريعة الإسلامية؛ الأمر الذي جعلها تختص بصيغة إيدولوجية ووظيفية من جهة وتتميز بخصائص تنفرد بها عن غيرها من البنوك التقليدية من جهة أخرى.

أ- الخصائص الإيدولوجية والوظيفية للبنوك الإسلامية

 **الخصائص الإيدولوجية:** تتميز أنشطة البنوك الإسلامية بأنها ذات صبغة إيدولوجية أو مذهبية أو

عقائدية؛ بمعنى أنها أنشطة لا بد أن تتفق ومقاصد* الشريعة الإسلامية فهي:

- بنوك لا تتعامل بسعر الفائدة (الربا) أخذًا ولا إعطاءً إتباعاً لهدي القرآن الكريم، مصداقاً لقوله تعالى: "وأحلّ الله البيع وحرم الربا" (سورة البقرة الآية 275)، وإتباعاً لسنة رسوله - صلّ الله عليه وسلم - في قوله: (لعن الله آكل الربا وموكله وشاهديه) .

- هي بنوك منضبطة بأحكام الشريعة الإسلامية وقيم الإسلام الداعية إلى الخير، الناهية عن المنكر مثل تغليب مصلحة الجماعة وتشجيع قيم العمل والتنمية والحد من الإسراف والتبذير¹ .

- هي بنوك لا تقدم تمويلاً أو تستثمر أموالاً في أي مشروع يمارس أنشطة محرّمة أو مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية، كالخمر والسجائر ووسائل الترفيه المحرّمة ويبنى على قاعدة الحلال والحرام هذه أنه لا يجوز للبنك الإسلامي إنتاج أو تمويل أو استيراد أو تصنيع السلع المحرّمة شرعاً كالخمر، أو التعامل بالربا أو الاحتكار أو الغرر أو الغش في التعامل² .

 **الخصائص الوظيفية:** تتميز أنشطة البنك الإسلامي بأنها ذات صبغة استثمارية وتنموية واجتماعية

كالتالي:

- هي بنوك استثمارية Investment Banks لأنها لا تقدم القروض لتنتظر عودة الأموال مضافاً إليها سعر الفائدة، وإنما تقوم بدراسة جدوى المشروعات وتبدأ في تمويلها، الأمر الذي ينطوي عليه تحمل المخاطر سواء من حيث مدى نجاح المشروعات أو من حيث مدى تأثير السيولة بتدفق هذه الأموال خارجاً أو داخلاً.

* المقاصد جمع مقصد مأخوذ من القصد، وهو استقامة الطريق حيث جاء في قوله تعالى: "وعلى الله قصد السبيل" أي على الله تبيين الطريق المستقيم والدعاء إليه بالحج والبراهين الواضحة، أما مصطلح مقاصد الشريعة فيقصد بها المصالح العاجلة والأجلة للعباد التي أرادها الله عز وجل من دخولهم في الإسلام وأخذهم بشريعته، والتي تبرز جانباً مهماً وهو الغاية من التشريع والتي مدارها على تحقيق المصالح ودرء المفاسد.

¹ حربي عريقات وسعيد عقل، مرجع سابق، ص: 91.
² بسام الحمزاوي وأيمن عبد الرحمان فتاق، البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، الطبعة الأولى، دار البشائر، دمشق، 2009، ص: 73.

الذي يستلزم استبعاد التعامل بالفائدة من نشاط البنك الإسلامي واستبداله بنظام المشاركة في الربح أو الخسارة¹، ذلك أن مساوى الربا ومضاره معروفة لدى الجميع، بل أن هناك إجماع على أن الربا يمثل قيم الظلم والاستغلال فكلما كثرت الأزمات وعمّ الضيق زاد التعامل بالربا ووجد المرابون لذتهم وسعادتهم في استغلال المحتاجين وإرهاقهم بالقروض الربوية الفاحشة، مما يؤدي إلى تكوين فتح باب للصراع الطبقي، حيث يقول أحد الباحثين: « إن الواقع يشير إلى أن كلّ أدوات التأثير في المجتمع من حكومات وأحزاب وقادة فكر ووسائل إعلام... كل ذلك أدوات في مخالب أصحاب البنوك والملايين » والإسلام في جوهره يعنى بحماية الفرد كما يعنى بحماية المجتمع، كما يقيّم تشريعه الشامل الاجتماعي والاقتصادي بطريقة تقتلع الأسباب التي تؤدي إلى خلق طبقية استغلالية ظالمة على حساب طبقة أخرى²

توجيه كل جهده نحو الاستثمار الحلال: إن اعتبار البنوك الإسلامية بنوكا تنموية راجع إلى التزامها في جميع أعمالها بأحكام الشريعة الإسلامية، والتي ثبت أن إتباعها فيه تحقيق لمصالح العباد الاقتصادية وغيرها، فأينما يوجد الشرع توجد مصلحة العباد، وهو الأمر الذي يدفعها إلى استثمار وتمويل المشاريع الاقتصادية الناجحة والمقبولة فقط من الناحية الشرعية، ولا تقبل أي مشروع مخالف لأحكام الشريعة بغض النظر عن جدواه الاقتصادية، وبالتالي توجيه الاستثمار في دائرة إنتاج السلع والخدمات التي تشبع الحاجات السويّة للإنسان المسلم³، مع مراعاة أن يقع المنتج "سلعة أو خدمة" في ضمن دائرة الحلال وأن تكون كل أسباب الإنتاج "أجور، نظام عمل" منسجمة مع دائرة الحلال، مع التأكيد على أن تكون كل مراحل العملية الإنتاجية "تمويل، تصنيع، بيع وشراء" منسجمة مع دائرة الحلال، ومراعاة احتياجات المجتمع ومصلحة الجماعة⁴، ويبنى على قاعدة الحلال والحرام هذه أنه لا يجوز للبنك الإسلامي إنتاج أو تمويل أو استيراد أو تصنيع السلع المحرّمة شرعا كالخمر، أو التعامل بالربا أو الاحتكار أو التغرير أو الغش في التعامل⁵

خضوع المعاملات المصرفية للرقابة الإسلامية الذاتية والخارجية: تعتبر الرقابة الإسلامية رقابة ذات شقين؛ شق ذاتي من داخل الفرد ذاته ومن وحي ضميره، وشق آخر خارجي من خلال هيئة رقابية شرعية، والرقابة في البنوك الإسلامية هي رقابة شاملة محاورها متعددة، حيث تضم رقابة من الفرد على

¹ عماد غزالي، دور المصارف الإسلامية في تدعيم السوق المالي، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2010، ص: 23.

² حربي عريقات وسعيد عقل، مرجع سابق، ص: 94-95.

³ محمود حسين الوادي وحسين سمحان، مرجع سابق، ص: 42.

⁴ أحمد سليمان خصاونه، مرجع سابق، ص: 63.

⁵ بسّام الحمزاوي وأيمن عبد الرحمان فتاتة، مرجع سابق، ص: 73.

العمل المصرفي الذي ينجزه، ومن المسؤول عن العمل المصرفي على النشاط الاقتصادي الذي يتم تمويله ومن الهيئة الرقابية الشرعية على كافة الأنشطة والأعمال المصرفية التي تتم¹.

1-1-3 نشأة وتطور البنوك الإسلامية

إنه لمن الخطأ إهمال دراسة الأعمال المصرفية من خلال مؤلفات الباحثين في الحضارة الإسلامية، والاقتران على مؤلفات الغربيين الذين يغفلون -جاهلين أو متجاهلين- كل أنواع الأعمال المصرفية التي عرفها الناس خارج نطاق الحضارة الغربية، ولعلّ نظام الرهون الذي عرفه العرب قبل الإسلام أكبر دليل على نشوء وتطور الأنظمة المصرفية لدى العرب أولاً، فقد كان الدائن يكفل دينه على تاجر مسافر لا يعرف من أخباره شيئاً في مجتمع يتغيب فيه التجار طويلاً عن وطنهم، كما سادت عادة التسليف بفائدة واعتاد الناس في حالة عدم دفع الدين وفائدته منح المدين مهلة ومضاعفة المبلغ.

أما في الإسلام فقد تنوعت الأعمال المصرفية واكتسبت أهمية كبيرة بعد الفتوحات، حيث عرفت الأسواق منذ صدر الإسلام مهنة الصراف، وقد كان للصرافين دور تسليف التجار وتنشيط مبادلاتهم، حتى أننا نجد أن التعامل التجاري في بعض الموانئ كالبصرة يتم عن طريق الصرافين، دون الحاجة إلى التسديد المباشر في كل صفقة، إضافة إلى وجود مراكز خاصة بالصرافين في بعض الأحيان مثل دروب عون في بغداد وحلقة أصحاب العينية في البصرة، أما في الأندلس فقد عرفت قرطبة في القرن الخامس هجري "الحادي عشر ميلادي" نظام الأسواق المتخصصة، فكان كل نوع من أنواع التجارة أو حرفة من الحرف يحتل شارعا أو سوقا باسمه، كما شاع استعمال الأوراق التجارية السفتجة[♦]، السند والشيك[•] في شتى أنحاء العالم الإسلامي².

أما في العصر الحديث فقد ظهرت عدة محاولات جادة للتخلص من المعاملات المصرفية الربوية وإقامة مصارف تقوم بالخدمات مع أحكام الشريعة الإسلامية، وأولى هذه المحاولات بدأت سنة 1963 عندما أنشأت بنوك الادخار المحلية بإقليم الدهليقية بمدينة ميت غمر على يد الدكتور أحمد عبد العزيز النجار والتي كانت بمثابة صناديق ادخار وتوفير

¹ عماد غزالي، مرجع سابق، ص ص: 24-25.

♦ استعمل التجار السفتجات للدفع خارج نطاق أراضي الدولة الإسلامية، فقامت بدور الحوالات وصكوك المسافرين كما أستعملت داخل بلاد الإسلام؛ حيث يذكر عن أحد العلماء أنه سافر إلى الأندلس ومعه سفتجة وخمسة آلاف درهم نقداً، ويحكى ناصر خسرو أنه لما خرج من أصوان بمصر أخذ خطاباً من أحد أصدقائه كتب إلى وكيله في عيذاب بأن يعطي ناصر كل ما يحتاج إليه من مال، ويأخذ منه مستنداً ليضاف إلى حساب الصديق، وكذلك أرسل الاخشيدي صاحب مصر إلى نائبه ببغداد سفتجات بثلاثين ألف دينار ليسلمها للوزير ابن مقلّة أيام كان مصروفاً وفي سوق البصرة العادة أن كل من معه مال يودعه عند الصراف ويأخذ منه رقاعاً وبعد شراء ما يحتاج إليه يحول ثمنه على الصرافة ولا يعطون شيئاً غير رقاع الصراف ماداموا بالمدينة، وهذا أرقى ما وصلت إليه الأعمال المصرفية في الدولة الإسلامية.

• وقد عرف التعامل بالشيك في منتصف القرن الرابع هجري، فقد روي عن سيف الدولة الحمداني أنه زار بغداد وقصد الفرجة، فلم يعرفه أحد من الناس فمرّ على دور بني خاقان فخدموه دون أن يعرفوه، وعند خروجه طلب الدواية وكتب لهم رقعة تركها فيها ثن انصرف، فلما فتحوا الرقعة وجدوا أنها موجهة لأحد صيارفة بغداد بألف دينار، فحملوا الرقعة إلى ذلك الصيرفي فأعطاه الدنانير في الحال والوقت، ولما سألوا عن الرجل قال ذلك سيف الدولة الحمداني.

² جمال لعمارة، المصارف الإسلامية، دار النبأ، الجزائر، 1996، ص ص: 36-38.

لصغار الفلاحين¹، وفي عام 1971 تم إنشاء بنك ناصر الاجتماعي كهيئة عامة لتقديم الخدمات المصرفية بلا فوائد ربوية، كما ظهر بنك فيصل الإسلامي عام 1977 بمصر، وتأسس نفس البنك وبذات السنة في السودان.

كما أنشأت ماليزيا صناديق الادخار بلا فائدة ولقد صدر لديها قانون العمل المصرفي الإسلامي عام 1983، وتأسس أول بنك إسلامي باسم بنك إسلام ماليزيا برهاد، وفي عام 1975 أنشئ بنك دبي الإسلامي في الإمارات وهو يعد أول تجربة متكاملة للبنوك الإسلامية التجارية، وتأسس بنك التمويل الكويتي بموجب القانون المرقم 72 لسنة 1977، وفي الأردن تأسس البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار بموجب القانون المؤقت رقم 13 لسنة 1978 كبنك متخصص بالتعامل المصرفي من دون ربا، وقد احتل المرتبة الثالثة عام 1999 بين البنوك العاملة في الأردن، وبلغت موجوداته 732 مليون دينار أردني.²

1-1-4 رسالة البنك الإسلامي والتزاماته

أ- رسالة البنك الإسلامي: إن رسالة البنك الإسلامي تنطلق من حاجة المجتمع الإسلامي في إيجاد ملاذ للتعامل المصرفي والاستثماري خال من الربا، والعمل على جذب المدخرات والودائع؛ باعتبار أن هذه العملية تعد من أبرز الركائز لرسالة أي بنك، وهذا من خلال ابتكار منتجات وتقديم خدمات تتوافق والشريعة الإسلامية من جهة، ومواكبة تطورات السوق العالمي من جهة أخرى، من أجل خلق النفع العام وحماية أموال المتعاملين.³

ب- التزامات البنك الإسلامي: تلتزم البنوك الإسلامية بعدة قواعد لعل أهمها:

■ **الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية في جميع أعمالها المصرفية:** حيث تلتزم البنوك الإسلامية بتمويل الأنشطة المشروعة⁴ التي تدخل في دائرة الحلال⁵ وتتجنب الأنشطة غير المشروعة⁶ التي تدخل في دائرة الحرام⁷ لما فيها من أضرار خطيرة تلحق بالمجتمع، وكمثال على ذلك؛ المتاجرة في الخمر، الصناعات القائمة على استهلاك لحوم الخنزير أو الميتة أو الدم، المخدرات والقمار، كما تتجنب البنوك الإسلامية التعامل مع أي نشاط ينطوي على ربا أو غش أو احتكار أو استغلال لحاجات الناس.⁴

■ **نظرية الاستخلاف:** تستمد البنوك الإسلامية إطارها الفكري الاقتصادي من نظرية الاستخلاف، وتقوم هذه النظرية على أساس أن الله لم يخلق الإنسان عبثا، وإنما خلقه واستخلفه في الأرض من أجل العبادة، حيث يقول المولى عز وجل: ﴿لِيَعْبُدُونِ إِلَّا وَالْإِنْسَانَ لَجِنَّ خَلَقْتُمْ مَا﴾⁵⁶ والخلافة تعني أن يعمل الإنسان وفق منهج الله الذي سنَّ له الأرض والسماء واستودع له فيها النعم والطيبات، وعليه يتوجب على الإنسان السعي وطلب

¹ محمود حسن الوادي وآخرون، الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، 2010، ص: 192.

² مصطفى ناطق صالح مطلوب، مرجع سابق، ص: 11 وما بعدها.

³ صادق راشد الشمري، أساسيات الصناعات المصرفية الإسلامية، أنشطتها التطلعات المستقبلية، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2008، ص: 34.

⁴ محمود حسن صوّان، مرجع سابق، ص: 92.

الرزق من خلال التقيد بالالتزامات والأوامر واجتناب النواهي والمحرمات، التي نصّ الشارع عليها تحديداً وفي جميع المعاملات¹.

1-1-5 أنواع البنوك الإسلامية

توجد عدّة أنواع من البنوك الإسلامية وأهمها²:

البنوك الاستثمارية: تمثل شركات لتوظيف الأموال، ومؤسسات تعمل على استثمار الأموال لمدى زمني متوسط وطويل الأجل، بغرض تحقيق الأرباح من خلال إحداث التنمية الاقتصادية، وتعمل على زيادة رأس المال عن طريق الاكتتاب بوصفها وكيل العميل في إصدار الأوراق المالية، كما تموّل البنوك الاستثمارية الشركات العاملة في مجال عمليات الاندماج والاستحواذ.

البنوك الإنمائية: هي البنوك التي تهتم بمجالات التنمية طويلة المدى كاستثمار في مشروعات البنى التحتية الأساسية للدولة.

البنوك الاجتماعية: تهتم بتمويل الاحتياجات الاستهلاكية أو الاجتماعية بغية تحقيق التكامل الاجتماعي.

البنوك التجارية: دورها ينصب على تعبئة الموارد المالية من مصادر الفوائض المالية وتوظيفها في الاستثمارات قصيرة الأجل كالمراجحة.

البنوك الدولية: تعتبر بنوكاً دولية النشاط، تعمل على دفع عجلة التنمية في الدول الأعضاء.

البنوك المركزية: تترع على هرم النظام المالي الإسلامي ومن أهم وظائفها إصدار الأوراق المالية والرقابة على الائتمان، وتطوير المصرفية الإسلامية حيث تتواجد فقط ضمن الدول التي قامت بأسلمة نظامها المصرفي بالكامل مثل السودان، باكستان وإيران.

1-1-6 الموارد المالية في البنوك الإسلامية

¹ سمير رمضان الشيخ، المصرفية الإسلامية ونهضة الأمة الجذور، النهضة، المفهوم والتطور، المؤسسات الداعمة، دون دار نشر، جمهورية مصر العربية، 2014، ص: 33.

² للإطلاع راجع:

- عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، الإدارة الاستراتيجية في البنوك الإسلامية، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2004، ص: 66.

- مصطفى ناطق صالح مطلوب، مرجع سابق، ص: 303-304.

- Differentiating Between Types of Financial Institutions, in :

http://www.bconline.com/home/fiFiles/static/documents/FAC_types_of_FI.pdf.

- المصادر الداخلية: يعمد البنك الإسلامي كبقية البنوك والمؤسسات الأخرى على حجز جزء من الأرباح وإبقائه داخل المؤسسة من أجل تعزيز مكانته المالية وقدرته الاستثمارية، وذلك من خلال الحسابات التالية:

رأس المال المدفوع: Paid_up capital هو المصدر الذي تتدفق منه موارد المصرف، وبه يتم تأسيس المصرف وإيجاد الكيان الاعتباري له، وإعداده وتجهيزه ليتمكن من ممارسة نشاطه المصرفي، كما يلعب دوراً تأسيسياً في إنشاء البنك من خلال توفير جميع المستلزمات الأولية اللازمة للبدء في ممارسة أعماله من مبنى وكوادر إدارية ومصرفية، كما يلعب رأس المال المدفوع دوراً تمويلياً في السوق المصرفية لتغطية الاحتياجات التمويلية لعملاء المصرف، سواء أكانت قصيرة أو متوسطة الأجل، كما يلعب وظيفة ضمان وحماية بتحملة الخسائر المحتملة التي تتعلق بالمساهمين¹ أي أنه شريك في الغنم والغرم².

الاحتياطات: تعرّف الاحتياطات وفق المعيار رقم 11 من معايير المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها³: (جزء من حقوق أصحاب الملكية و/ أو حقوق أصحاب حسابات الاستثمار تحسم من الأرباح) حيث يقوم البنك بتخصيص أنواع مختلفة كاحتياطي ثانوي، وهي جزء من أرباحه لتعزيز رأس ماله ولدعم مركزه المالي، وبناء سمعة طيبة للبنك فكلما تراكمت هذه الأرباح تشير إلى نجاح وتميز البنك في عمله، ويكون هناك احتياطي خاص "اختياري" وتعتمده إدارة البنك في المستقبل لتغطية نفقات مستقبلية مثل اندثار المباني والآلات والأثاث⁴.

المخصصات: تمثل مصدراً من مصادر التمويل الذاتي للبنوك الإسلامية، وذلك من خلال استغلاله في الفترة الفاصلة بين تكوينه واستخدامه في الغرض الذي أنشئ من أجله، خاصة المخصصات ذات الصفة التمويلية مثل مخصص استهلاك الأصول الثابتة، ويجب أن يؤخذ في الاعتبار استثمار تلك المخصصات في الاستثمارات متوسطة وطويلة الأجل⁵.

الأرباح المحتجزة: هي مجموع الأرباح المتبقية أو الفائضة بعد عملية التوزيع، وهي أيضاً حق من حقوق الملكية؛ أي تخص المساهمين، ومن ثم فلا يجب اقتطاعها حيث تلجأ الإدارة في البنك الإسلامي أحياناً إلى احتجاز جزء من أرباحها وترحيلها إلى أعوام قادمة يطلق عليها الأرباح المرّحلة، أو الأرباح غير الموزعة وهذه الأرباح يتم احتجازها داخلياً لإعادة استخدامها بعد ذلك⁶.

- المصادر الخارجية: وتشمل الحسابات التالية:

¹ محمود حسن صوّان، مرجع سابق، ص: 117.

² صادق راشد الشمري، مرجع سابق، ص: 41.

³ محمود حسين الوادي وآخرون، الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، مرجع سابق، ص: 201.

⁴ صادق راشد الشمري، الصناعة المصرفية الإسلامية، دار اليازوري، عمان، 2014، ص: 178.

⁵ محمود حسين الوادي وآخرون، الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص: 202.

⁶ عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، الإدارة الاستراتيجية في البنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص: 116.

الودائع الجارية: لها أحكام عقد القرض، ويتميز عقد القرض بأن المال المقترض مضمون على المقترض وهو البنك هنا ومن ثم له الحث في التصرف فيه تصرف المالك، ويتحمل الخسائر - إن حدثت - وله الأرباح الناتجة عن هذا التصرف - إن وجدت - عملاً بقاعدة الغنم بالغرم أو الخراج بالضمان، وفي حكم الحسابات الجارية من حيث ضمانها على البنك أموال الأمانات وهوامش ضمان الجدّية والأرباح التي لم يعرف أصحابها¹.

سندات المقارضة المطلقة: يعتبر في حكم حسابات الاستثمار المطلقة كل من سندات المقارضة المطلقة، وأي حسابات أخرى لها نفس طبيعة هذه الحسابات، ويقصد بسندات المقارضة المطلقة الوثائق الموحدة القيمة الصادرة عن البنك بأسماء من يكتتبون فيها مقابل دفع القيمة المحددة بها على أساس القبول العام باستعمال القيمة المدفوعة في تمويل استثمارات البنك والاشتراك النسبي فيما يتحقق من أرباح، على أن يأخذ البنك نصيبه من ربح أصحاب سندات المقارضة المطلقة بصفته مضارباً، وتوزيع الخسائر بقدر المساهمة في التمويل وتأخذ حسابات الاستثمار المطلقة وما في حكمها نسبتها من الأرباح حسب الاتفاق وتتحمل من الخسائر الناتجة عن الاستثمار بنسبة مساهمتها في التمويل².

حسابات ودائع الاستثمار: تعتبر أهم وعاء ادخاري يمول عمليات الاستثمار التي يقوم بها البنك الإسلامي، وهي تشكل نسبة كبيرة من مدخرات الأفراد لدى البنوك الإسلامية³

2-1 مخاطر البنوك الإسلامية

1-2-1 تعريف المخاطر المصرفية الإسلامية: هي احتمالية مستقبلية قد تعرض البنك إلى خسائر غير متوقعة وغير مخطط لها بما قد يؤثر على تحقيق أهداف البنك وعلى تنفيذها بنجاح، قد تؤدي في حال عدم التمكن من السيطرة عليها وعلى آثارها إلى القضاء على البنك وإفلاسه⁴.

2-2-1 طبيعة المخاطر المصرفية الإسلامية: تتمثل المخاطر التي تتعرض لها البنوك الإسلامية في

¹ عبد الباربي مشعل، العوامل التي تحدد توزيع الأرباح على المودعين في البنوك الإسلامية ونموذج بنك الإنماء في احتساب الربح وفي خلط أموال المضاربة بأموال المضارب، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المؤتمر التاسع للهيئات الشرعية، المنعقد يومي 26-27 ماي 2010، ص: 05.

² المرجع نفسه، ص: 05.

³ الطيب داودي وإسماعيل مناصرية، مداخلة بعنوان: دور البنوك الإسلامية في تعبئة الإمكانيات التمويلية المادية والاجتماعية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بشار، أبريل 2006، ص: 03.

⁴ بوعتروس عبد الحق وبوهرين فتيحة، خطر السيولة في البنوك الإسلامية دراسة حالة بعض البنوك الإسلامية البحرينية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة 2، ص: 04-05.

مخاطر الائتمان: تنشأ مخاطر الائتمان جزاء عدم مقدرة المدين على سداد ما عليه وقت السداد وفق الشروط المتفق عليها، وهذا ما قد يؤدي ليس فقط إلى أزمة سيولة بل كذلك إلى تدني نوعية أصول البنك¹ وهذا في حال الاعتماد على صيغة المشاركة في الأرباح مثل صيغتي المضاربة والمشاركة، أما في حالة عقد السلم أو الاستصناع فتأتي مخاطر الائتمان في صورة مخاطر تسوية أو مدفوعات تنشأ عندما يكون على أحد أطراف الصفقة أن يدفع نقوداً، أمّا في صيغة بيع المراجعة فإنها تنشأ عندما يكون على أحد أطراف الصفقة أن يسلم أصولاً قبل أن يتسلم ما يقابلها من أصول أو نقود مما يعرضه لخسارة محتملة².

المخاطر القانونية: يشير هذا النوع إلى عدم تنفيذ العقود المالية وذلك لأسباب تتعلق بضعف التشريعات والضوابط الرقابية التي تحكم الالتزام بالعقود والصفقات، سواء أكانت تلك التشريعات والضوابط الرقابية خارجية أم داخلية تتعلق بإدارة البنك وموظفيه، وتواجه البنوك الإسلامية مخاطر قانونية ناتجة عن عدم ملائمة الغطاء القانوني والنظام القضائي مع العقود التي تنفذها، ويعزز هذه المخاطر أيضاً عدم تنشيط العقود المستخدمة من قبل البنوك الإسلامية³.

المخاطر التشغيلية: تنشأ مخاطر التشغيل عن عوامل داخلية وأخرى خارجية مثل المخاطر الناجمة عن العمليات أو الأخطاء البشرية والفنية، حيث تحدث مخاطر العمليات بسبب ضعف أنظمة الرقابة الداخلية، أمّا المخاطر البشرية فتنشأ بسبب عدم الكفاءة أو فساد الذمم، في حين تنشأ المخاطر الفنية بسبب الأعطال التي تحدث على مستوى أجهزة الاتصالات والحاسب الآلي، وتتسبب هذه المخاطر في حدوث خسائر مباشرة أو غير مباشرة للبنوك، كما يمكن أن تنفرد البنوك الإسلامية بمخاطر عدم الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية في تنفيذ عقودها⁴.

مخاطر السعر المرجعي: إن التغيرات في أسعار الفائدة تحدث بعض المخاطر في إيرادات المؤسسات المالية الإسلامية، مع العلم أن هذه الأخيرة لا تعامل بسعر الفائدة، إلا أن المؤسسات المالية الإسلامية تستخدم سعراً مرجعياً لتحديد أسعار أدواتها المالية المختلفة، ففي عقد المراجعة مثلاً يتحدد هامش الربح بإضافة هامش المخاطرة إلى السعر المرجعي وهو في العادة مؤشر ليبير وطبيعة الأصول ذات الدخل الثابت تقتضي أن يتحدد هامش الربح مرة واحدة طوال فترة العقد،

¹ محمد عمر شابران وحبيب أحمد، الإدارة المؤسسية في المؤسسات المالية الإسلامية، ترجمة عثمان بابكر أحمد، الطبعة الأولى، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2006، ص: 67.

² طارق الله خان وحبيب أحمد، إدارة المخاطر تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، ترجمة عثمان بابكر أحمد، مراجعة رضا سعد الله، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2003، ص: 64.

³ عبد الباري مشعل، إدارة المخاطر في صناعة الخدمات المالية الإسلامية تحليل مخاطر المصارف الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، دورة الرقابة والإشراف على المصارف الإسلامية، المؤتمر المصرفي الإسلامي الرابع، بيروت، 21-24 يونيو 2010، ص: 09.

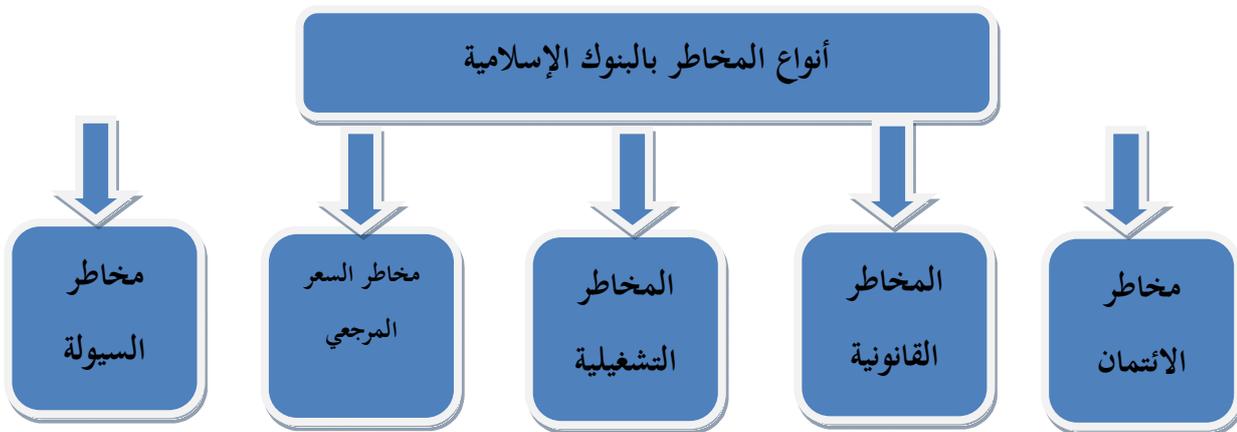
⁴ المرجع نفسه، ص: 09.

وعلى ذلك إن تغير السعر المرجعي فلن يكون بالإمكان تغير هامش الربح في هذه العقود ذات الدخل الثابت، ولأجل هذا فإن البنوك الإسلامية تواجه المخاطر الناشئة من تحركات سعر الفائدة في السوق المصرفية¹.

مخاطر السيولة: تحدث مخاطر السيولة من صعوبات الحصول على نقد بتكلفة معقولة إما بالافتراض أو ببيع الأصول، ومخاطر السيولة التي تنشأ عن هذين المصدرين حرجة ومهمة للبنوك الإسلامية، وكما هو معلوم فإن القروض بفوائد لا تجوز في الشريعة الإسلامية، ولذلك فإن البنوك الإسلامية لا تستطيع أن تقترض أموالاً لمقابلة متطلبات السيولة عند الحاجة، وإضافة لذلك لا تسمح الشريعة الإسلامية ببيع الديون إلا بقيمتها الاسمية، ولهذا فلا يتوفر للبنوك الإسلامية خيار جلب موارد مالية ببيع أصول تقوم على الدين².

من خلال الطرح السابق يمكن إيضاح المخاطر التي تتعرض لها البنوك الإسلامية من خلال المخطط التالي:

الشكل (1-1): أنواع المخاطر بالبنوك الإسلامية



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على المعطيات السابقة

2- النوافذ والفروع الإسلامية في البنوك التقليدية

إن عملية فتح نوافذ وفروع إسلامية في البنوك التقليدية تعتبر نتاجاً لنمو واتساع حجم السوق المصرفية الإسلامية من جهة، وأداة لتغطية الطلب المتزايد على المنتجات المالية الإسلامية من جهة أخرى، كما أنها تعتبر أداة لمعالجة

¹ طارق الله خان وحبيب أحمد، المرجع نفسه، ص: 65.

² المرجع نفسه، ص: 65-66.

القصور الذي يشوب العمليات التي تقوم بها المؤسسات التقليدية في تقديم الخدمات المصرفية الإسلامية جنباً إلى جنب مع الخدمات المصرفية التقليدية.

لذلك لجأت العديد من المصارف التقليدية لفتح نوافذ للخدمات المالية الإسلامية على مستواها أو إنشاء فروع إسلامية وصناديق استثمارية إسلامية وهو ما شهدته الربع الأخير من القرن العشرين.

1-2 تعريف النوافذ والفروع الإسلامية

- **تعريف النوافذ الإسلامية:** من الناحية اللغوية يقال نافذة من نفذ، والنفذ الجواز وفي المحكم جواز الشيء والخلوص منه، نقول نفذت أي جزت وقد نفذ ينفذ نفاذاً ونفوداً، ورجل نافذ في أمره ونفوذ ونفاذ؛ ماض في جميع أمره وأمره نافذ أي مطاع، أما الإسلام في اللغة فيراد به الاستسلام والانقياد والخضوع، يقال أسلم الرجل أي انقاد¹.

ومن الناحية الاصطلاحية فتعرف النوافذ الإسلامية على أنها: "تخصيص جزء أو حيز في الفرع التقليدي كي يقدم الخدمات المصرفية الإسلامية إلى جانب ما يقدمه هذا الفرع من الخدمات التقليدية"² ويهدف هذا الأسلوب أساساً إلى تلبية احتياجات بعض العملاء الراغبين في التعامل بالنظام المصرفي الإسلامي، حتى لا يتحولوا إلى التعامل مع البنوك الإسلامية.

والملاحظ في هذا الشكل أن البنك التقليدي يمنح العمل المصرفي المتوافق مع أحكام الشريعة شيئاً من الاستقلال المكاني داخل البنك، حيث يتم فصله عن باقي الأعمال التقليدية من خلال وحدة متخصصة تعنى فقط بالعمل المصرفي المتوافق مع أحكام الشريعة، إلا أنها لا تتمتع بالاستقلال المالي والإداري اللازم بل تتبع في ذلك لإدارة البنك التقليدي³، وتأخذ النوافذ الإسلامية في البنوك التقليدية صوراً متعددة؛ فمنها المحافظ والصناديق الإسلامية التي يطرحها البنك التقليدي، ومنها أن يفتح البنك التقليدي حسابات استثمارية وحسابات توفير تدار وفقاً لأحكام الشريعة، ومنها أن يخصص البنك فروعاً خاصة للمعاملات المصرفية الإسلامية⁴.

¹ أحمد خلف حسين الدخيل، النوافذ الإسلامية في المصارف الحكومية العراقية، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، العدد 3، مج 19، ص: 47.

² فهد الشريف، الفروع الإسلامية التابعة للمصارف الربوية دراسة في ضوء الاقتصاد الإسلامي، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، متوفر على الموقع: www.iefpedia.com/arab/450/=p ص: 13.

³ نايف بن جمعان الجريدان، تحول المصارف التقليدية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية دراسة نظيرية تطبيقية، مجلة الشريعة والقانون والدراسات الإسلامية، العدد 23، فيفري 2014، ص: 157.

⁴ رضا الخليفة، ظاهرة أسلمة البنوك الربوية، مجلة المجتمع الكويتية، 2005، ص: 03.

- تعريف الفروع الإسلامية بالبنوك التقليدية: تعرّف الفروع الإسلامية على أنها كيان مالي مملوك لبنك تقليدي مستقل في نشاطه عن نشاطات البنك الأم، يقوم بجذب المدخرات واستثمارها وتقديم الخدمات المصرفية طبقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، ولديه هيئة رقابة شرعية تقني وتراقب أعماله¹.

2-2 دوافع وأهداف النوافذ والفروع الإسلامية: تتمثل أهم دوافع وأهداف إنشاء نوافذ وفروع إسلامية بالبنوك التقليدية في²:

- رغبة البنوك التقليدية في منافسة البنوك الإسلامية بعد النجاحات التي حققتها في جذب الموارد والاستخدامات وتحقيق الأرباح.

- المحافظة على عملاء البنك التقليدي من جذب البنوك الإسلامية لهم ومحاولة استرجاع من فقدتهم.

- شيوع اعتقاد لدى الكثير من القائمين على البنوك التقليدية بأن البنوك الإسلامية كالبنوك التقليدية في تقديم خدمة التمويل، وخاصة التشابه بين المراجعة والقروض وبالتالي فإن إمكانية تطبيق المراجعة بآليات عملها عزّز من قناعة البنوك التقليدية بإنشاء فروع إسلامية تابعة لها.

- اختيار تجربة البنوك الإسلامية وتقومها من خلال فتح نوافذ أو إنشاء فروع إسلامية في البنوك التقليدية .

- الرغبة في تحوّل بعض البنوك التقليدية باتباع أسلوب التدرج.

وأياً كانت تلك الأهداف والدواعي لإنشاء فروع إسلامية، فإن موضوعيتها تتوقف على مدى وجود التوجه الصادق لدى القيادات العليا للبنوك التقليدية في ممارسة العمل المصرفي كما يجب ووفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

2-3 مدخل إنشاء الفروع الإسلامية بالبنوك التقليدية: يقوم البنك التقليدي بتقديم الخدمات المصرفية الإسلامية بإحدى الطريقتين التاليتين:

- إنشاء فروع جديدة ومستقلة للمعاملات الإسلامية منذ البداية، وقد ركّزت كثير من البنوك التقليدية التي خاضت هذه التجربة على هذه الطريقة؛ إذ أنها تعتبر أكثر مصداقية في جذب العملاء من الأساليب الأخرى.

¹ لطفي محمد السرحي، الفروع الإسلامية في البنوك التقليدية ضوابط التأسيس وعوامل النجاح، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية الواقع وأفاق المستقبل، 20-21 مارس 2010، ص: 03.

² المرجع نفسه، ص: 03-04.

- تحويل أحد الفروع التقليدية القائمة إلى فرع يتخصص في تقديم الخدمات المصرفية الإسلامية مع إجراء التغييرات اللازمة لذلك، وهذه الطريقة تتطلب إشعار العملاء بعملية التحويل وتخييرهم بين التعامل مع الفروع الإسلامية وفقا للأسلوب الجديد وبين التحويل إلى فرع تقليدي آخر لنفس البنك¹

2-4 مشروعية التعامل مع النوافذ والفروع الإسلامية²: يقصد بالمشروعية مدى جواز إنشاء فروع إسلامية لبنوك تقليدية تمارس العمل المصرفي الربوي، ولعل أهم قاعدة في ذلك هو خضوعها لنفس الضوابط التي تخضع لها البنوك الإسلامية، وما يلاحظ هو خضوع الفروع الإسلامية لهذه الضوابط إضافة إلى ضوابط أخرى لمزيد من الشرعية والمصداقية، وبهذه الأسس تتحقق المشروعية اللازمة للفرع الإسلامي، وتصبح في الحقيقة بنك داخل بنك لطابعها المستقل عن البنك التقليدي، حيث اجتمعت العديد من الفتاوى على جواز الفروع الإسلامية بالبنوك التقليدية وذلك بشرط أن يكون في إطار برنامج لتحويل البنك الأم نحو الصيرفة الإسلامية، واختلفت فتواهم فيما إذا كان إنشاء الفروع الإسلامية كمنشآت إضافية وخدمة مصرفية جديدة إلى جانب خدماتها التقليدية، فهناك من أجاز ذلك ولكن قرن ذلك بشروط تضمن استقلاليتها والتزامها بأحكام الشريعة الإسلامية، على أمل أن تقتنع مراكزها الرئيسية بالتحويل لاحقاً، وهناك من منع ذلك ورأى أن في ذلك عوناً على البنوك التقليدية وإقراراً للربا، وتتناول في ما يلي أهم تلك الفتاوى:

- فتوى سماحة العلامة يوسف القرضاوي: أفق العلامة يوسف القرضاوي بجواز التعامل مع الفروع الإسلامية، بل واعتبر التعامل معها دعماً لها؛ الأمر الذي ينعكس إيجاباً على العمل المصرفي الإسلامي عموماً وعلى البنك التقليدي خصوصاً، مما قد يترتب عليه تحويل البنك التقليدي كاملاً إلى الالتزام بالشريعة الإسلامية، ولعل أحسن مثال على ذلك ما حدث في البنك الأهلي السعودي، حيث تم استحداث خدمات مصرفية إسلامية فيه وفي مدة قليلة صارت نسبتها الأكبر في تعاملات البنك، مما ترتب عليه قيام البنك بالتحويل التدريجي إلى المعاملات المصرفية الإسلامية.

¹ مصطفى إبراهيم محمد مصطفى، تقييم ظاهرة تحول البنوك التقليدية للمصرفية الإسلامية دراسة تطبيقية عن تجربة بعض البنوك السعودية، مذكرة ماجستير في الاقتصاد الإسلامي، الجامعة الأمريكية المفتوحة، قسم الاقتصاد الإسلامي، مكتب القاهرة، 2006، ص: 91.
² راجع:

- نافذ الهرش نزال، تقرير عن أداء البنوك والنوافذ الإسلامية ودرجة الإنجازات التي حققتها خلال السنوات القليلة الماضية، أضواء الدولية للاستشارات التسويقية وإدارة المشاريع، ص: 06.
- لطف محمد السرحي، مرجع سابق، ص: 05-07.

- من فتاوى ندوة البركة* العشرين للاقتصاد الإسلامي: حيث أصدرت عدّة توصيات جاء فيها:
أن الأصل إقامة بنوك ملتزمة بأحكام الشريعة الإسلامية وتحويل البنوك التقليدية إلى بنوك إسلامية، تحولا شاملا ولو بالتدرج في التطبيق من خلال خطة وبرنامج زمني مناسب، ومع ذلك فإنه لا مانع من إنشاء البنوك التقليدية فروعاً أو نوافذ أو وحدات إسلامية ولا سيما في البلاد التي ليس فيها بنوك إسلامية؛ حيث يجب توفر الضوابط الآتية :

- جدية الإدارة العليا ودعمها ومساندتها للفروع أو النوافذ وتوفير جميع المتطلبات اللازمة لأداء عملها؛
- تمتعها بالاستقلال ولو نسبياً مع الفصل المالي والمحاسبي؛
- إقامة نظام متكامل للرقابة الشرعية والتدقيق الداخلي؛
- صياغة العقود الشرعية لمختلف صيغ الاستثمار والتمويل الإسلامية؛
- تعيين الكوادر البشرية وتأهيلها من خلال إقامة دورات تدريبية مكثفة؛
- يتم قبول الأموال سواء الحسابات الجارية أو الاستثمارية وتوظيفها في إطار الصيغ الإسلامية للاستثمار والتمويل، وعدم خلطها بأموال الخزينة للبنك.

- رأي الدكتور محي الدين القرّة داغي: اعتبر فضيلة الشيخ الدكتور علي محي الدين الأكاديمي المعروف وعضو هيئات رقابة شرعية في عدد من البنوك الإسلامية المحلية والإقليمية، أن اتجاه البنوك التقليدية لفتح فروع إسلامية داخل العالم الإسلامي يعد بمثابة صحوة مباركة في نفوس أعضاء مجلس الإدارة والمساهمين وعودة طيبة نحو الالتزام بأحكام الشريعة الغراء، وتنم الخطوة عن إحساس بضرورة التخلص من الحرام ما أمكن والأخذ بالتدرج المتاح ما استطاعوا إلى ذلك سبيلاً.

- فتوى الدكتور حسين حامد حسان*: بالنسبة إلى الفروع، فالفرع إذا كان له ذمة مالية مستقلة من حيث استقلالية الودائع واستثمارها مستقلة في فرع واحد فإننا نشجع ذلك، وأمّا التسهيلات التي تقدمها البنوك الأم للفرع الإسلامي كتسهيلات الحوالات وتغطية الاعتمادات عبر شبكات المراسلين الخارجيين للبنك الأم فليس هناك حرج شرعي من وجود هذه التسهيلات، بشرط أن لا يشوبها مخالفات شرعية، فستكون علاقة الفرع الإسلامي بالبنك الأم مثل علاقة البنك الإسلامي الكامل بالبنوك التجارية.

* ندوات البركة للاقتصاد الإسلامي هي ندوات تعقد سنوياً، تعقدتها الهيئة الشرعية الموحدة لدلة البركة والتي يرأسها الدكتور عبد السّار أبو غدة، وتتم فيها مناقشة مستجدات العمل المصرفي الإسلامي ويحضرها الكثير من هيئات الرقابة الشرعية للبنوك الإسلامية، وتصدر سنوياً عدداً من التوصيات والفتاوى منها الفتاوى التي صدرت في الندوة العشرين حول حكم فتح فروع إسلامية في بنك تقليدي وضوابطها الشرعية.
* الدكتور حسين حامد حسان خبير شرعي ومصرفي عالمي رئيس هيئة الرقابة الشرعية لبنك دبي الإسلامي.

2-5 النوافذ والفروع الإسلامية بين التأييد والمعارضة: لقد اختلفت وتضاربت آراء القائمين على الصناعة المصرفية الإسلامية بخصوص إقامة نوافذ أو فروع إسلامية بالبنوك التقليدية، فمنهم من أجازها ومن من عارض قيامها ولكل منهم أسبابه الخاصة وهو ما سيتم تناوله كالتالي¹ :

- المؤيدون لإنشاء نوافذ وفروع إسلامية بالبنوك التقليدية: أقام المؤيدون وجهة نظرهم على أساس أن قيام البنوك التقليدية بإنشاء فروع أو نوافذ إسلامية لها سيكون بمثابة:

- اعتراف منها بالجدوى الاقتصادية للعمل المصرفي الإسلامي؛
- اعتراف منها بواقعية التطبيقات العملية لنماذج العمل المصرفي الإسلامي، وأن الفكرة تتجاوز مجرد رفع الشعارات؛
- إتاحة الفرصة للاستفادة من خبرات هذه البنوك التجارية في تطوير منتجات إسلامية وكوادر بشرية ينتفع بها العمل المصرفي الإسلامي بصفة عامة؛
- خطوة أولى نحو أسلمة أي من هذه المصارف أو بعض منها؛
- فتح كبير للعمل المصرفي الإسلامي في حالة تحول بنك تجاري إلى بنك إسلامي خاصة إذا ما كان هذا البنك من البنوك التجارية الكبيرة حجما وانتشارا؛
- التشجيع على التعايش المشترك بين النظامين المصرفيين بدلا من المواجهة بينهما.

- المعارضون لإنشاء نوافذ وفروع إسلامية بالبنوك التقليدية: أقام المعارضون وجهة نظرهم على الأسباب الآتية:

- التخوف من أن يؤدي ذلك إلى التشويش على نقاء التطبيق في أذهان العاملين والعملاء على حد سواء؛
- التخوف من أن تؤدي صعوبة التعايش بين نظامين مصرفيين مختلفين تحت سقف واحد إلى إفشال التوجيه تطبيقيا؛
- التخوف من أن يؤدي ذلك إلى تأخر إنشاء مصارف إسلامية جديدة.

-¹ سعيد بن سعد المرطان، تقويم المؤسسات التطبيقية للاقتصاد الإسلامي النوافذ الإسلامية للمصارف التقليدية، طبعة تمهيدية، مقال منشور ضمن موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي العالمية: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009> . ص: 08.

2-6 طريقة تمويل رأس مال النوافذ والفروع الإسلامية بالبنوك التقليدية: يتم تمويل رأس مال النوافذ والفروع الإسلامية بالبنوك التقليدية بعدة طرق لعل أبرزها¹:

- التمويل عن طريق القرض الحسن: يمكن للفرع الإسلامي الحصول على قرض حسن من البنك الرئيسي بشرط أن يخلو من الفوائد الربوية أو منفعة يحصل عليها البنك الرئيسي في نهاية العام، إلا أنه وبإمعان النظر في هذه الصورة نجد أن أرباح الفرع الإسلامي تحوّل إلى المركز الرئيسي في نهاية العام، وبالتالي فإن التعامل مع الفرع الإسلامي سيؤدي في نهاية الأمر وبشكل غير مباشر إلى دعم البنك الرئيسي الذي يتعامل بالفائدة الربوية.
- التمويل عن طريق الودیعة الاستثمارية من المركز الرئيسي: إن المركز الرئيسي في هذه الحالة يعتبر شريكا للفرع الإسلامي ويعامل معاملة المودعين بغرض الاستثمار، وبالتالي فإن الحكم على هذه الصورة يمكن أن يستفاد من خلال ما تناوله الفقهاء في حكم مشاركة أهل الكتاب، فقد ذهب الكاساني إلى أنه لا يشترط إسلام المضارب أو رب المال فتصبح المضاربة بين أهل الذمة، كما تصح بين المسلم والذمي والمستأمن كما نصّ على أن شركة العنان جائزة بين المسلم والذمي، إلا أنه يكره للمسلم أن يشارك الذمي لأنه يباشر عقودا لا تجوز في الإسلام.

2-7 عيوب النوافذ والفروع الإسلامية بالبنوك التقليدية

نجد كثيرا من البنوك التقليدية تلجأ إلى إنشاء نوافذ إسلامية بفروعها تحت ضغط الطلب المتزايد على المنتجات المصرفية الإسلامية، من قبل عملائها دون أن يكون لدى إدارة البنك التقليدي -في الغالب- قناعة بالمصرفية الإسلامية، ويهدف هذا الأسلوب أساسا إلى تلبية احتياجات بعض العملاء الراغبين في التعامل وفقا للنظام المصرفي الإسلامي حتى لا يتحولوا إلى التعامل مع البنوك الإسلامية.

ومن عيوب هذا المدخل عدم الاستقلال المالي والإداري بين العمل الإسلامي والتقليدي في البنك، وعدم وجود مصداقية كبيرة لدى العملاء والمجتمع على نطاق واسع، وفي الغالب لا توجد نية لدى القائمين على البنك للتحويل الكامل للعمل المصرفي الإسلامي، لأن الهدف الرئيسي من ذلك هو هدف تسويق وليس عقائدي²

ثانيا: المؤسسات المالية الإسلامية غير المصرفية

¹ مصطفى إبراهيم محمد مصطفى، مرجع سابق، ص: 116-117.

² مصطفى إبراهيم محمد مصطفى، مرجع سابق، ص: 93-94.

تتعدد المؤسسات المالية الإسلامية غير المصرفية وتنوع من حيث النشاط، الأهداف والهيكل التنظيمي حيث نجد على سبيل المثال لا الحصر صناديق الاستثمار الإسلامية، صناديق المؤشرات، شركات التأجير والمضاربة وشركات التأمين التكافلي ونظرا لتنوعها سوف نقتصر في دراستنا للمؤسسات المالية غير المصرفية على شركات التأمين التكافلي.

1- التأمين التكافلي

يعتبر التأمين التكافلي أحد الأنظمة الجزئية التي يتكون منها النظام المالي الإسلامي، حيث يعرف التأمين التكافلي على أنه " عقد تأمين جماعي يلتزم بموجبه كل مشترك فيه بدفع مبلغ معين من المال على سبيل التبرع، لتعويض المتضررين منهم على أساس التكافل والتضامن عند تحقيق الخطر المؤمن منه، تدار فيه العمليات التأمينية من قبل شركة متخصصة على أساس الوكالة بأجر معلوم"، وهو اتفاق أشخاص يتعرضون لأخطار معينة على تلافي الأضرار الناشئة عن هذه الأخطار، وذلك بدفع الاشتراكات على أساس الالتزام بالتبرع، ويتكون ذلك من صندوق تأمين له الشخصية الاعتبارية وله ذمة مالية مستقلة يتم منه التعويض عن الأضرار التي تلحق أحد الشركيين من جراء وقوع الأخطار المؤمن منها¹، مرت صناعة التأمين التكافلي بالعديد من المحطات يمكن توضيحها من خلال الجدول التالي²:

الجدول (1-1): تطور صناعة التأمين التكافلي

السنة	الحدث
1964	عقد في دمشق اجتماع للمجمع الفقهي الإسلامي نوقش فيه موضوع التأمين، حيث اتفق فيه على حرمة التأمين التجاري، وأقر فيه التأمين التعاوني بديلا عنه.
1979	قام بنك فيصل الإسلامي في السودان بتأسيس أول شركة تأمين تكافلي تحت اسم شركة التأمين الإسلامية السودانية، وفي نهاية نفس السنة قام بنك دبي الإسلامي في الإمارات العربية المتحدة بتأسيس الشركة العربية الإسلامية للتأمين في إمارة دبي.
1983	أسست شركة التكافل الإسلامية في البحرين وشركة التكافل الإسلامية في لكسمبورغ.
1984	دخل قانون التأمين التكافلي حيز التنفيذ في ماليزيا، وتأسست شركة التكافل الماليزية.
1985	تأسست في المملكة العربية السعودية أول شركة إسلامية تحت اسم الشركة الوطنية

¹ عماري زهير وعامر أسامة، أثر آليات توزيع الفائض التأميني على تنافسية شركات التأمين التكافلي، بحث مقدم إلى: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 5-6 ماي 2014، ص: 02.

² عصام بوزيد، محاولة اختبار كفاءة نظام التمويل الإسلامي في مواجهة الأزمات المالية، أطروحة دكتوراه علوم، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامع قاصدي مرباح، ورقلة، 2015/2016، ص ص: 27-28.

للتأمين التعاوني، كما تأسست في نفس السنة الشركة الإسلامية للتأمين وإعادة التأمين بالبحرين	
شركة التأمين الإسلامية العالمية في البحرين، وبنك البحرين الإسلامي دور مهم في إنشائها واستثمار أموالها.	1992
تأسست شركة التكافل الاندونيسية.	1994
تأسست شركة التكافل السنغافورية، وشركة التعاون الإسلامية في قطر.	1995
شركة التأمين الإسلامية في الأردن، وتأسست بدعم من البنك الإسلامي الأردني.	1996
أسست في ماليزيا شركة الإخلاص للتكافل.	2003
أسست في ماليزيا شركة ماي بان للتكافل.	2004
تأسست في ماليزيا شركة تكافل كومبروس.	2005
تأسست شركة الأولى للتأمين المساهمة العامة المحدودة في الأردن.	2007
بلغ عدد الشركات الإسلامية التكافلية 173 شركة معظمها شركات تأمين مباشرة وبعضها شركات إعادة تأمين.	2009
ارتفع عدد شركات التأمين التكافلي في العالم إلى 206 شركة.	2013

المصدر: عصام بوزيد، مرجع سابق، ص: 28.

2- شركات التأمين التكافلي

تعتبر شركات التأمين التكافلي من أهم الشركات والمؤسسات المالية الإسلامية حيث تعتبر نتاجاً رائداً من أفكار الصناعة المالية الإسلامية، وللتعرف على شركات التأمين التكافلي وجب التطرق أولاً لمفهوم

1-1 تعريف شركة التأمين التكافلي: هي شركة وظيفتها إدارة الأموال وليس الضمان كما هو الحال في شركات

التأمين التجاري، حيث تقوم شركة التأمين التعاوني بتصميم محافظ تأمينية مثل محفظة التأمين ضد حوادث السيارات فتحدد طبيعة الخطر وتقوم بالحسابات الاكتوارية، المناسبة وتصميم برنامج التعويض، ثم تدعوا من أراد الاشتراك في هذه المحفظة بدفع قسط محدد متناسب مع الخطر ثم تجمع هذه الأموال في المحفظة المذكورة وتديرها باستثمارها لصالح أصحابها¹.

2-1 حكم التأمين التكافلي: ناقش مجمع الفقه الإسلامي في دورته الأولى المنعقدة بمكة المكرمة في العاشر من

شعبان سنة 1398هـ قضية التأمين التقليدي التجاري، وحسم الجَمع الخلاف بأغلبية أعضائه بتحريم جميع

¹ عبد الكريم قندوز، المؤسسات المالية الإسلامية واقعا تحدياتها وكيفية مواجهة التحديات، مرجع سابق، مقال منشور على الموقع:

<https://sites.google.com/site/aaguendouz/project-updates/>

أنواع التأمين التجاري، وذلك في قراره الذي يحمل رقم 5، كما قرّر المجمع جواز التأمين التكافلي واعتماده بديلاً¹.

ثالثاً: الشركات المالية والاستثمارية

هي الشركات التي تمارس الأعمال الاستثمارية وفق نظم الشركات الشرعية والتي لا تتبع الأساليب المصرفية، وتعرّف الشركة بأنها اتفاق بين اثنين أو أكثر على خلط ماليهما وعملهما أو التزاميهما في الذمة بقصد الاسترباح، ومن أمثلتها شركات الاستثمار الإسلامية " صناديق الاستثمار الإسلامية".

إن ظاهرة صناديق الاستثمار الإسلامية حديثة لا تعود إلا إلى عدد قليل من السنوات، ويقصد بصندوق الاستثمار الإسلامي هو ذلك الصندوق الذي يلتزم المدير فيه بضوابط شرعية تتعلق بالأصول والخصوم والعمليات فيه، وبخاصة ما يتعلق بتحريم الفائدة المصرفية، وتظهر هذه الضوابط في نشرة الإصدار التي تمثل الإيجاب الذي بناء عليه يشترك المستثمر في ذلك الصندوق، وفي الأحكام والشروط التي يوقع عليها الطرفان عند الاكتتاب، ولا يقتصر تسويق الصناديق الإسلامية وإدارتها على البنوك الإسلامية، بل يمكن القول أن أكثر الصناديق الإسلامية إنما يسوقها ويديرها البنوك التقليدية، وتمثل هذه الصناديق أحد أهم الوسائل لدخول هذه البنوك في سوق الخدمات المصرفية الإسلامية دون الحاجة إلى تغيير هيكلها الإداري أو نظام عملها وترخيصها.²

رابعاً: الهيئات الداعمة للصناعة المالية الإسلامية

تشكل الهيئات الداعمة للصناعة المالية الإسلامية بيئة جديدة لدعم العمل المصرفي الإسلامي، ويكمن دورها الإيجابي في تعزيز الرقابة المصرفية على المصارف الإسلامية، وتسعى هذه المؤسسات إلى تقديم خدمات الدعم والتدقيق وتحقيق التكامل المصرفي الإسلامي، ونشر الوعي العام حول العمل المصرفي الإسلامي والتعريف بالمنتجات والخدمات المالية الإسلامية، بالإضافة إلى توفير المعلومات المتعلقة بالصناعة المصرفية الإسلامية والعمل على تنميتها وتطويرها، كما تعمل على توسيع حدود الثقة والمصداقية والشفافية التي تتمتع بها الصناعة المصرفية الإسلامية، مما يتيح لهذه الصناعة

¹ رانية زيدان العلوانة، إدارة مخاطر التأمين التعاوني الإسلامي، الملتقى الثالث للتأمين التعاوني، رابطة العالم الإسلامي، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، المنعقد يومي 07 و08 ديسمبر 2011، ص: 18.

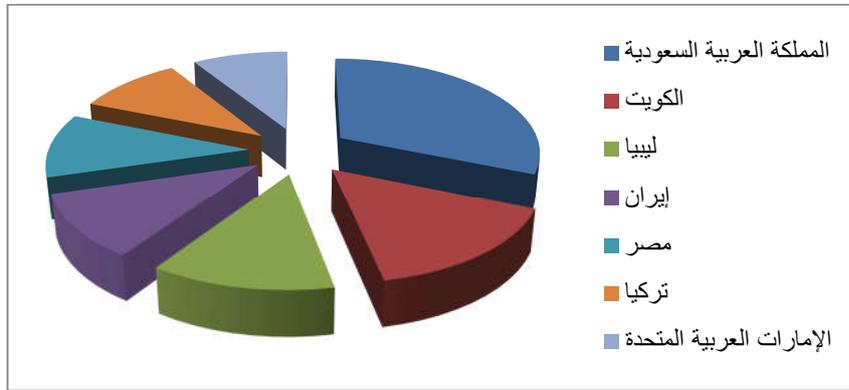
² عبد الكريم قندوز، المؤسسات المالية الإسلامية واقعتها تحدياتها وكيفية مواجهة التحديات، مرجع سابق، مقال منشور على الموقع:

<http://sites.google.com>

مزيدا من التطور والانتشار والتوسع، فوجوده يعطي للصناعة المصرفية الإسلامية الأسس القوية التي تمكنها من الانطلاق بفعالية¹، ومن أهم هذه الهيئات:

1- البنك الإسلامي للتنمية: هو مؤسسة مركزية أنشأت تطبيقاً لبيان العزم الصادر عن مؤتمر وزراء مالية الدول الإسلامية، الذي عقد في جدة في شهر ذي القعدة 1393هـ الموافق لـ ديسمبر 1973، وقد عقد الاجتماع الافتتاحي لمجلس المحافظين في شهر رجب 1395هـ الموافق لـ يوليو 1975 وبدأ البنك عملياته بصورة رسمية في 15 شوال 1395هـ الموافق لـ 20 أكتوبر 1975، ويهدف البنك لدعم التنمية الاقتصادية والتقدم الاجتماعي لشعوب الدول الأعضاء والمجتمعات الإسلامية لباقي الدول غير الأعضاء، مجتمعة ومنفردة وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية ويضم مجلس المديرين التنفيذيين أربعة عشرة عضواً منهم سبعة أعضاء دائمين يمثلون الدول صاحبة المساهمات الأكبر في رأس المال، كما يتضح في الرسم التالي:²

الشكل (1-2): الدول الأعضاء الأكبر مساهمة في رأس مال البنك الإسلامي للتنمية



المصدر: نشرة معلومات البنك الإسلامي للتنمية، لمحة موجزة عن مجموعة البنك الإسلامي للتنمية، المملكة العربية السعودية، 2005، ص: 6.

2- السوق المالية الإسلامية الدولية: أنشأت في مملكة البحرين بموجب مرسوم ملكي رقم 22 لسنة 2002، في أوت من نفس السنة وباشرت أعمالها منذ ذلك التاريخ وهي ليست سوقاً بالمعنى المكاني ولكنها جهة لتنظيم وضبط العمل في السوق المالية الإسلامية بشكل عام، وهي تشبه إلى حد ما هيئة سوق المال في مصر، ويتمثل اختصاصها في:

¹ يزن خلف العطييات، تقويم إسهامات المؤسسات الداعمة للصناعة المالية الإسلامية في الموائمة الشرعية والتنظيم والرقابة، مؤتمر علماء الشريعة الثامن، كوالالمبور، ماليزيا، 2013، ص: 05.
² نشرة معلومات البنك الإسلامي للتنمية، لمحة موجزة عن مجموعة البنك الإسلامي للتنمية، المملكة العربية السعودية، 2005، ص: 06.

- المصادقة على الأدوات المالية المتداولة أو التي سيتم تداولها؛

- إعداد اللوائح والضوابط للتعامل وفق مقتضيات السوق المالية الإسلامية؛

- إعداد معايير موحدة عند إصدار الأدوات المالية الإسلامية أو عند تداولها.¹

3- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: تم إنشاء الهيئة سابقا تحت إسم هيئة المحاسبة

المالية للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية بموجب اتفاقية التأسيس الموقعة من عدد من المؤسسات المالية

الإسلامية بتاريخ 1 صفر 1410هـ الموافق ل 26 فيفري 1990 في الجزائر، وقد تم تسجيل الهيئة في 11

رمضان 1411هـ الموافق ل 27 مارس 1991 في دولة البحرين، بصفتها هيئة عالمية ذات شخصية معنوية

مستقلة لا تسعى للربح.

تهدف الهيئة إلى تطوير فكر المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ونشر ذلك الفكر وتطبيقاته

عن طريق التدريب وعقد الندوات وإصدار النشرات الدورية وإعداد الأبحاث وغير ذلك من الوسائل،

وإعداد وإصدار وتفسير ومراجعة وتعديل معايير المحاسبة والمراجعة لتلك المؤسسات وذلك بما يتفق وأحكام

ومبادئ الشريعة الإسلامية.²

4- المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية: عبارة عن منظمة دولية تأسست في عام 2001

ومقرها الرئيسي في مملكة البحرين، يتبع المجلس العام منظمة التعاون الإسلامية OIC ويمثل المجلس المظلة

الرسمية للصناعة المالية الإسلامية على مستوى العالم، يهدف إلى دعم وتطوير صناعة الخدمات المالية

الإسلامية وحمايتها، ودعم التعاون بين أعضاء المجلس العام والمؤسسات المالية الأخرى ذات الاهتمام

والأهداف المشتركة، يهدف المجلس إلى دعم صناعة الخدمات المالية الإسلامية من خلال تمثيلها والدفاع

عنها فيما يخص السياسات الرقابية والمالية والاقتصادية التي تصب في المصلحة العامة لأعضائه، ودعم

تطوير صناعة الخدمات المالية الإسلامية.³

5- الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف IIRA: تأسست الوكالة كشركة مساهمة مقرها البحرين، برأسمال

مصرّح قدره 10 ملايين دولار، بدعوة من البنك الإسلامي للتنمية في المنامة عام 2000، يمتلك البنك

42% من رأس مال الوكالة، وهي بمثابة وكالة متخصصة في تصنيف المصارف والمؤسسات المالية

¹ محمد عبد الحليم، أهمية السوق المالية الإسلامية الدولية، مقال منشور ضمن موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي: <http://iefpedia.com>

² عبد الرحمان النجدي، المعايير الشرعية، النص الكامل للمعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية المقدمة في يونيو 2009، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2010، ص: 18.

³ الصفحة الرئيسية للمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية CIBAFI: <http://www.CIBAFI.org>

الإسلامية، وتحديد مدى اعتمادها على مؤسسات مالية تقليدية، لذلك يعتبر دورها مكملًا للأنشطة المالية الإسلامية لأنها تحتم بتقييم المؤسسات المالية الإسلامية ومنتجاتها.¹

6- مجلس الخدمات المالية الإسلامية: هي هيئة إسلامية دولية قامت بإنشائها مجموعة من البنوك المركزية في الدول الأعضاء، إضافة إلى البنك الإسلامي والبنك الدولي وعدد من المؤسسات المالية الدولية كأعضاء مشاركين، مقره كوالالمبور في ماليزيا تم افتتاحه في نوفمبر 2002، يهدف إلى التنسيق مع البنوك المركزية والمؤسسات المالية الإسلامية لإصدار معايير تنظيمية للعمل المصرفي الإسلامي الذي يقوم على قواعد الشريعة والمعايير الدولية.²

المطلب الثاني: الأسواق المالية الإسلامية

تعد الأسواق المالية الركيزة الأساسية التي تقوم عليها الصناعة المالية الإسلامية، لذلك سنتطرق للأسواق المالية الإسلامية من خلال النقاط التالية:

الفرع الأول: تعريف الأسواق المالية الإسلامية

تعرف الأسواق المالية الإسلامية بأنها: سوق منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية للتعامل الشرعي ببيع وشراء لمختلف الأوراق المالية، ويقصد بالسوق المنظمة أنها تخضع إلى قوانين ولوائح وقواعد تنظم إدارتها وتحكم عملياتها، كما يقصد بالتعامل الشرعي أن يجري التداول فيها على أوراق مالية يصح إصدارها شرعا وبصيغ مشروعة.³

الفرع الثاني: خصائص الأسواق المالية الإسلامية

¹ سامر مظهر قنطقجي وبراء منذر أرمنازي، مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية، 2006، مقال منشور على الموقع:

<http://iefpedia.com> ص: 38.

² المرجع نفسه، ص: 40.

³ محمد زياد سلامة البخيت، السوق المالي الإسلامي صمام أمان لأزمات المستقبل المالية، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الرابع: الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، 15-16 ديسمبر 2010، ص: 06.

تتميز الأسواق المالية الإسلامية بعدة مميزات لعل أبرزها¹:

- أنها سوق لا تتعامل بأدوات الدين، وإنما تشجع وتحفز على تداول أدوات متنوعة بشكل واسع، وتستحدث من الصيغ الاستثمارية كل ما يخدم عملية التبادل الحقيقي للسلع والخدمات؛
- سوق خالية من الاحتكارات والمعلومات المضللة والتي تؤثر سلباً على أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها؛
- يتم فيها الاهتمام بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ، وتعتبر أن معيار كفاءة الأسواق المالية هو مدى تمويلها للمشروعات المنتجة الجديدة؛
- سوق تنعدم فيها المضاربة في الأوراق المالية والإشاعات الكاذبة، وذلك بسبب المنع الشرعي لكثير من المعاملات التي تعد مجالاً لعمليات المضاربة؛
- توفير التمويل اللازم للمشاريع دون الحاجة إلى الاقتراض بفائدة أو إصدار أسهم عادية تشارك في الرقابة والإدارة؛
- المساهمة في التنمية الشاملة للبلاد وذلك عن طريق مشاركة المواطنين مع الدولة في مشاريعها الإنمائية؛
- الحد من التضخم وذلك عن طريق مساهمة هذه السوق في إتاحة السيولة والتمويل طويل الأجل اللازمين لإيجاد فرص استثمارية جديدة؛
- مقاومة الجشع وتشجيع الربح العادل والحلال.

الفرع الثالث: مقومات إقامة الأسواق المالية الإسلامية ومتطلباتها

تتمثل مقومات إقامة سوق مالية إسلامية في²:

المال: وهو متوفر، إذا تم استثماره داخل البلاد الإسلامية.

. الأوراق المالية الإسلامية: لقد تمكن رجال الفقه والاقتصاد الإسلامي من صياغة أوراق مالية، خالية من المعاملات الربوية، تكون بديلة لمثيلاتها في السوق المالي التقليدي.

. المؤسسات المالية المصدرة للأوراق المالية: فهي في حاجة إلى تمويل إسلامي لحمايتها من تلاعب المضاربين

والمقامرين في استثمارها لمدخراتها.

¹ لحول عبد القادر، دور الصيرفة الإسلامية والسوق المالية الإسلامية في الحد من آثار تدويل الخطر المالي على الأنظمة المالية العربية، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية، 23-24 فيفري 2011، ص: 20.
² لحول عبد القادر، مرجع سابق، ص: 08.

. توفر المتخصصين: من علماء الفقه الإسلامي وخبراء المال والأسواق والاقتصاد الإسلامي، الذين يعملون على توجيه المعاملات المالية وفق الضوابط الشرعية.

وحتى يتم إنشاء سوق مالي إسلامي بمقوماته السابقة يتطلب الأمر مايلي:

إعادة صياغة القوانين التي تحكم أسواق الأوراق المالية القائمة في البلاد الإسلامية لتتفق مع قواعد ومبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية.

. إصدار أوراق مالية جديدة كبديل للأوراق المالية الحالية والتي تبين أنها مخالفة للشريعة الإسلامية، وفي الفقه الإسلامي متسع لذلك.

. وضع ميثاق لقيم المتعاملين في أسواق الأوراق المالية الإسلامية يتضمن الدوافع والزواجر (الثواب والعقاب)، حتى يمكن ضمان عدم انحرافهم عن شرع الله.

. وضع ميثاق بين كافة الدول الإسلامية للتعاون والتنسيق بينهم في التعامل في أسواق الأوراق المالية الموجودة لديهم.

. التوسع في إنشاء المؤسسات المالية الإسلامية " مصارف إسلامية- شركات استثمار إسلامية- صناديق استثمار إسلامية- شركات سمسة إسلامية..." لدعم التعامل في أسواق الأوراق المالية الإسلامية.

المطلب الثالث: المنتجات المالية الإسلامية

تعبر المنتجات المالية الإسلامية عن كل الأدوات والأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق المالية الإسلامية والتي تتميز بكونها ملتزمة بالضوابط الشرعية.

الفرع الأول: مفهوم المنتجات المالية الإسلامية

أولاً: تعريف المنتجات المالية الإسلامية

المقصود بالمنتجات المالية الإسلامية هي ما يتكون من الصيغ والعقود والآليات المالية التي تلتزم بأحكام الشريعة، وتضاهي في إمكانية تطبيقها ومرونتها المنتجات المالية المعاصرة، ولكنها تمتاز بالمبادئ والمميزات الخاصة بالاقتصاد الإسلامي من الملكية، المشاركة، وان الغرم بالغنم والخراج بالضمنان.

وهذه المنتجات تبدأ بالعقود وتنتهي بالصكوك الإسلامية التي في حقيقتها منظومة تقوم على أساس عقد من العقود المالية المشروعة¹

ثانيا: خصائص المنتجات المالية الإسلامية

تتميز المنتجات المالية الإسلامية بعدة خصائص لعل أبرزها²:

- المنتجات المالية تخوّل حاملها حق ملكية حصة شائعة من موجودات المشروع الممول؛
- إن تداول الأدوات المالية وتسييلها يخضع للشروط التي تحكم كل أداة وفقا لما يرد في نشرة الإصدار؛
- المنتجات المالية الإسلامية هي أدوات تمويل واستثمار تقوم على مبدأ المضاربة الشرعية وتأخذ أحكامها؛
- تقوم بتمويل مشروعات استثمارية مجازة شرعا وتقع في دائرة الحلال ويحرم عليها غير ذلك.

ثالثا: مراحل تقويم المنتجات المالية الإسلامية

تقوم المنتجات المالية الإسلامية على مبدأ المناسبة، أي مناسبة المنتج مع الهدف المقصود منه، وتمر عملية التقويم بمرحلتين هما³:

- 1- **النظر في الغاية والهدف من المنتج:** فغن كانت مقبولة فينظر حينئذ في الإجراءات، وإن لم تكن مقبولة فالمنتج ابتداء غير مقبول.
- 2- **النظر في الإجراءات التعاقدية:** فإن كانت صحيحة كان المنتج مقبولا، وإلا لزم مراجعة الإجراءات فالخطوة الأولى هي مشروعية الهدف، فإذا كان كذلك وجب النظر في مشروعية الوسائل المستخدمة

¹ على محيي الدين القرّة داغي، مدى قدرة المنتجات المالية الإسلامية في الاستجابة لمتطلبات السوق والتحديات المستقبلية أمام التطوير والابتكار، دراسة فقهية اقتصادية، دراسة منشورة على موقع الاقتصاد والتمويل الإسلامي، ص: 08.

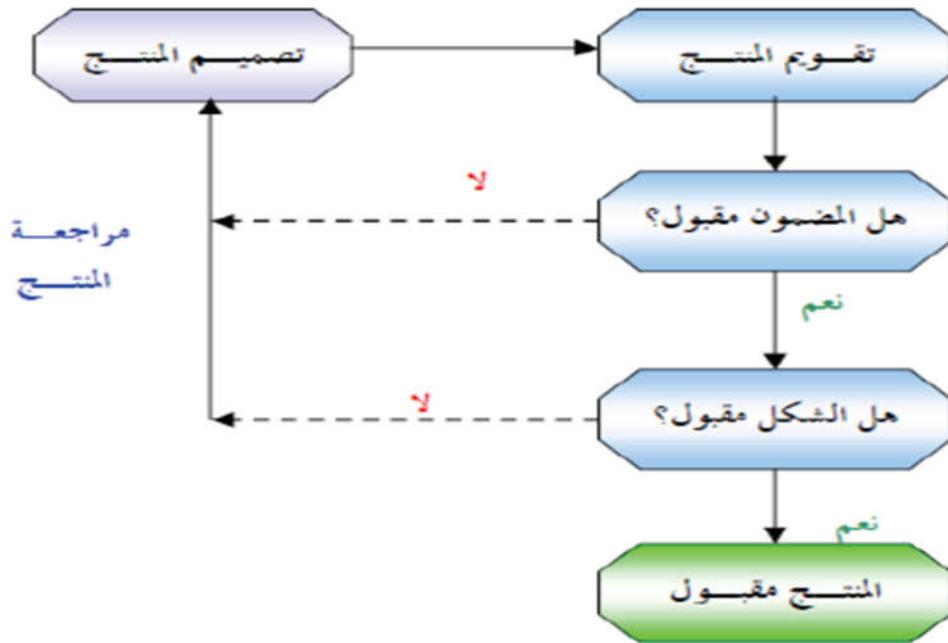
² نحو اقتصاد فقهي حول العقود والأسواق المالية، دراسة منشورة على موقع الاقتصاد والتمويل الإسلامي، ص: 07.

³ كريفار مراد ولكحل محمد، واقع المنتجات المالية الإسلامية ومناهج ومتطلبات تطويرها، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 53، أكتوبر 2016، ص ص: 125-126.

للوصول إليه، فإذا كانت مشروعة فقد تحققت مشروعية الهدف والوسيلة فيكون المنتج صحيحا شكلا ومضمونا.

أما إن كان الهدف مشروعاً والوسيلة غير مشروعة، فلا بد من مراجعة الإجراءات وتصحيحها، -فالغاية لا تبرر الوسيلة- أما إذا كان الهدف غير مشروع فلا جدوى من البحث عن مشروعية الإجراءات لأنها لن تجدي في تصحيح هدف غير مشروع، ويوضح الشكل التالي مراحل تقويم المنتجات:

الشكل (1-3): مراحل تقويم المنتجات المالية الإسلامية



المصدر: كريفار مراد ولكحل محمد، مرجع سابق، ص: 125.

تتضح أهمية تقويم المنتجات المالية الإسلامية، من قبل مؤسسات مالية متخصصة في إطار المعايير الشرعية والموضوعية في ما يلي:

- تصنيف المنتجات المالية الإسلامية من أجل حماية المستثمرين، وحماية المؤسسات المالية الإسلامية المنضبطة من منافستها بمنتجات رديئة تسيء إلى الصيرفة الإسلامية " معرفة مدى تحقيق تلك المنتجات للأولويات التنموية ومدى تلبيتها لاحتياجات المتعاملين "؛ أي معرفة مدى سلامة تطبيق تلك المنتجات بالسوق المصرفية، ومدى تميزها عن التقليدية، كما أن أهم المشاكل التي تتعرض لها المنتجات المالية الإسلامية هي:

- عدم وجود هيئة مختصة بتقويم المنتجات المالية الإسلامية؛
- عدم وجود معايير لتقويم المنتجات المالية الإسلامية؛
- عدم توافر البيانات المالية الكافية عن المنتجات المالية الإسلامية.

الفرع الثاني: أنواع منتجات الصناعة المالية الإسلامية

أولاً: الصكوك الإسلامية:

1- تعريف الصكوك

تعرف الصكوك على أنها عبارة عن شهادات أو وثائق أو سندات تصدر باسم المكتتب مقابل الأموال التي قدمها لصاحب المشروع، وهي تمثل حصص شائعة في رأس المال وتكون متساوية القيمة وقابلة للتداول، ومالكها حقوق وواجبات خاصة ضمن ضوابط الاستثمار والتداول الإسلامي¹، ويتم إصدار الصكوك بقصد تمويل مشروع استثماري محدد أو تمويل الجانب الاستثماري في الموازنة العامة للدولة، وهي البديل للسندات، أما معين الصكوك فهو مجموعة من الأصول تجمع في معين واحد وتورق بغرض إصدارها²

2- خصائص الصكوك الإسلامية: تتمثل خصائص الصكوك الإسلامية في³

- وثائق تصدر باسم مالكيها بفئات متساوية القيمة؛
- تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة؛
- استناد الصك إلى عقد شرعي؛
- تنوع المشاريع الاستثمارية إلى أشكال كثيرة بحسب اعتبارات متعددة؛
- تكون قابلة للتداول شريطة أن تكون موجودات الإصدار حقيقية.

3- أطراف عملية التصكيك⁴

¹ برودي نعيمة، التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية، بحث مقدم إلى: الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، 8-9 ديسمبر 2013، ص: 02.

² محسن أبو عوض، الصكوك الإسلامية ومخاطرها، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الصادرة عن الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، مركز البحوث المالية والمصرفية، بنك فيصل الإسلامي السوداني، السنة الإحدى والعشرون، المجلد الحادي والعشرون، العدد الأول، جانفي 2013، ص: 33.

³ برودي نعيمة، المرجع نفسه، ص: 06.

⁴ عبد الباري مشعل، مبادئ وضوابط تكوين محفظة الأوراق المالية الإسلامية، ندوة حول تكوين محفظة الأوراق المالية الإسلامية الفعالة، تنظيم شركة الفجر للاستشارات الإدارية والاقتصادية، الكويت، 17 سبتمبر 2006، ص ص: 07-08.

- **المصدر:** هو من يستهدف استخدام حصيلة الاكتتاب بصيغة شرعية، وقد يكون هذا المصدر شركة أو فرد أو حكومة أو مؤسسة مالية، وقد ينبى المصدر مؤسسة مالية وسيطة (وهو الغالب) في تنظيم عملية الإصدار مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار.
- **المكتتبون:** هم الممولون، وفي الغالب أن حملة الصكوك ينبون غيرهم في تنفيذ عقد الإصدار مقابل أجر وهذا النائب هو مدير الإصدار، وغالبا ما يكون هذا المدير مؤسسة مالية وسيطة.
- **أطراف أخرى:** ويشمل كل من
 - أ- **مدير الاستثمار:** هو من يقوم بأعمال الاستثمار أو جزء منها، ويعينه المصدر أو مدير الإصدار طبقا لنشرة الاكتتاب.
 - ب- **أمين الاستثمار:** هي المؤسسة المالية الوسيطة التي تتولى حماية مصالح حملة الصكوك والإشراف على مدير الإصدار، ويحتفظ بالوثائق والضمانات؛ وذلك على أساس عقد وكالة بأجر تحدده نشرة الإصدار، وتحتفظ بالوثائق والضمانات على أساس عقد وكالة بأجر تحدده نشرة الإصدار.
 - ج- **متعهد الاكتتاب:** هو المؤسسة التي تتعهد بشراء ما لم يكتتب فيه من الصكوك على أساس الوعد الملزم، وهذا جائز بشرط ألا يتقاضى المتعهد بالاكتتاب عمولات مقابل ذلك التعهد.
 - د- **ضامن الإصدار:** هو مؤسسة تعد طرفا ثالثا ليس المصدر، تتبرع بضمان القيمة الاسمية وقدرًا من الربح لحملة الصكوك، ولا يجوز للمصدر أن يضمن القيمة الاسمية إلا في حالات التعدي والتقصير.

ثانيا: المنتجات المالية المستحدثة

- **1- المنتجات التمويلية:** وتشمل كل من:
 - **التورق المصرفي:** يعرّف على أنه "تملك أصول بضمن مؤجل ثم بيعها بضمن حال لغير من اشترت منه، فالتورق آلية تمويلية يتمكن عن طريقها المتورق "طالب النقود" من شراء سلعة بضمن مؤجل، ثم يقوم ببيعها بضمن حال إلى طرف آخر غير الذي اشترت منه قبلا، وبهذا يكون المتورق قد تحصل على التمويل اللازم من خلال بيع السلعة المملوكة حالا، على أن يقوم بتسديد ثمنها الآجل حسب ما تمّ الاتفاق عليه، وبالتالي فهي الآلية التي

يقوم من خلالها عميل المصرف الإسلامي بشراء سلعة من هذا الأخير بالأجل، على أن يقوم ببيعها حالا لطرف آخر غير البائع الأول، لتكون هذه الصيغة التمويلية آلية للحصول على السيولة النقدية التي يحتاجها العميل¹.

- **الإجارة الموصوفة في الذمة²**: هو عقد يشتمل على معنيين من معاني العقود المسماة بالفقه الإسلامي هما عقد السلم وعقد الإجارة، أي أنه "بيع منافع مستقبلية بثمن حال"، أو هي "سلم في المنافع سواء كانت منافع أعيان أو منافع أعمال، أو هي إجارة في الذمة" لأن المنفعة المستوفاة متعلقة بذمة المؤجر وليست متعينة، أو الإجارة الواردة على منفعة مضمونة لأن المنفعة فيها بضمن المؤجر تقديمها في كل الحالات، وهي متعلقة بذمته ويطلق عليها باللغة الإنجليزية **ForwardIjara**.

- **شهادات الإيداع القابلة للتداول**: تمثل شهادات الإيداع القابلة للتداول Certificate Of Deposits شهادات تصدرها البنوك والمؤسسات المالية، ولا تعطي لحاملها الحق في استرداد قيمتها من الجهة المصدرة إلا في تاريخ الاستحقاق، أما قبل ذلك التاريخ فإنه لا سبيل أمام حاملها سوى عرضها للبيع في السوق الثانوي، الذي يتضمن البنوك التجارية وبيوت السمسرة والتجارة التي تتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل³، إلا أن شراء شهادة الوديعة الآجلة بمثابة توظيف ربوي للمال في وديعة آجلة لدى أحد البنوك، ومدد استحقاق متباينة تتناسب واختلاف رغبات المتعاملين فيها، إلا أن البنوك الإسلامية لا يمكن لها أن تتعامل بها لأنها محرمة شرعا لاشتغالها على الربا⁴، لذلك أصدر البنك الإسلامي للتنمية بجدة شهادات استثمار مخصصة لتمويل تجارة الدول الإسلامية، ونصت لائحة هذه الشهادات على أن يقوم البنك بإدارة المحفظة بصفته مضاربا، وأن يلتزم في تنفيذ العمليات الاستثمارية بأحكام الشريعة الإسلامية⁵.

يتم إصدار هذه الشهادات وتسويقها بأحد الأسلوبين:

الأول: الإصدار العام، وذلك بدعوة الجمهور للاكتتاب فيها.

¹ لعمش أمال وشرفي سارة، مرجع سابق، ص: 09.

² أحمد محمود نصار، ضوابط الإجارة الموصوفة في الذمة وتطبيقاتها في تمويل الخدمات في المؤسسات المالية الإسلامية، بحث مقدم لندوة البركة

الثلاثون للاقتصاد الإسلامي، رمضان 2009، ص: 04.

³ أشرف محمد دوابه، شهادات الإيداع القابلة للتداول رؤية إسلامية، بحث مقدم إلى: المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص: 943.

⁴ سعيد بن حسين بن علي المقرفي، الاستثمار قصير الأجل في البنوك الإسلامية، مجلة المحاسب العربي، متوفرة على الموقع: <http://www.aam->

[web.com](http://www.aam-)، ص: 01.

⁵ أشرف محمد دوابه، المرجع نفسه، ص: 947.

الثاني: الإصدار الخاص، وذلك بأن يتم إصدارها بناء على طلب مسبق من قبل مجموعة من المودعين، بشروط متفق عليها بينهم وبين المصرف المصدر لها¹.

2- المشتقات المالية الإسلامية

إن صعوبة تصميم مشتقات مالية إسلامية تكمن في أهمية أن تتوافق المشتقات مع الشريعة من جهة، وأن تكون قادرة على توفير التدفقات النقدية بنفس مستوى المشتقات التقليدية من جهة ثانية، حيث يمكن استعمال المشتقات تحت تقنين إسلامي من الاستفادة من المزايا العديدة لهذه الأداة، ومنها قدرة المشتقات على تحويل الخطر وبالتالي تحقيق الاستقرار، كما يمكن لها أن تحسن إدارة السيولة وزيادتها بتكلفة منخفضة. وعليه يمكن إيجاد بدائل تتطابق مع الشريعة، فالخيارات والمستقبليات يمكن أن تتوافق والشريعة إذا كانت:

- تجنبت الغرر لتحقيق نظام عادل يراعي المصلحة العامة؛
- أستعملت للاحتياط من خطر حقيقي على أصل ما، مع أن تكون المصلحة لمالك الأصل؛
- تجنبت تأجيل متبادل "بيع بأجل" بدون تحويل الأصل فعلا؛
- كما يجب أن تتضمن المشتقات المتوافقة مع النظام الإسلامي مشاركة في الأخطار للطرفين المتعاقدين².

3- المنتجات التمويلية المركبة: تعبر عن الاتفاقات التي تجتمع فيها عناصر مستمدة من أكثر من عقد من العقود المسماة، مع ترابط تلك العناصر بطريقة لا يتحقق واحد اتجاه إرادة العاقدين وقصدهما لتحقيقه

كما هو الحال في المعاملات المستحدثة³ أي أنها " مجموع المنتجات المالية المتعددة التي يشتمل عليها المنتج الجديد، بحيث تعامل جميع الحقوق والأعباء المترتبة على تلك المنتجات وكأنها منتج محدود" يمكن من خلال هذا التعريف استنتاج ما يلي:

- المنتجات المالية المركبة مكونة من منتوجين أو أكثر؛
- هناك ربط واندماج بين المنتجات المالية فيما بينها، بحيث تعطي لنا منتج واحد، وعليه فإن المنتجات المالية المتعددة التي ليس بينها ربط في المعاملة الواحدة لا تدخل في موضوع المنتجات المالية المركبة؛

¹ مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، 2010، ص: 29.

² أمال حاج عيسى وفضيلة حويو، المشتقات المالية من منظور النظام المالي الإسلامي، بحث مقدم إلى: الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي خميس مليانة، 05-06 ماي 2009، ص ص: 16-19.

³ محمد فوزي، تصنيف المنتجات والأدوات المالية الإسلامية المعاصرة، مقال منشور على الموقع: <http://www.al-sharq.com>

- أن المنتجات المالية المركبة تترتب عليها جميعا الآثار والأعباء، بحيث تكون كآثار وتكاليف المنتج الواحد¹.

وفي ما يلي نماذج من أهم المنتجات المالية المركبة في البنوك الإسلامية

الجدول (1-2): نماذج لأهم المنتجات المالية المركبة في البنوك الإسلامية

المنتج المالي المركب	نوع التركيب	أطراف المنتج
المرابحة للأمر بالشراء	شراء- بيع	البنك-المورد-العميل
المشاركة المتناقصة	مشاركة- بيع	البنك-الشريك-العميل-
التورق المنظم	شراء-بيع، بالمرابحة-وكالة بالبيع	البنك-العميل"حامل البطاقة"-المورد"التاجر"
الاستصناع الموازي	استصناع-استصناع	البنك-العميل"المستصنع"-المورد"الصانع"

المصدر:دربال عبد القادر ومهدي ميلود، المنتجات المالية المركبة في البنوك الإسلامية بين حتمية الابتكار والمصادقية الشرعية، بحث مقدم إلى: مؤتمر منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والإسلامية، جامعة فرحات عباس سطيف، يومي 05-06 ماي 2014، ص: 02.

المطلب الرابع: التمويل الإسلامي

تتعدد وتنوع أساليب وصيغ التمويل الإسلامي، إذ توجد أساليب قائمة المشاركات كالمضاربة، المشاركة، المساقاة والمزارعة، وأساليب قائمة على المعاوضات مثل المرابحة، السلموالاستصناع، كما توجد أساليب مالية تقوم على الإجارة مثل الإجارة والإجارة المنتهية بالتملك .

الفرع الأول: مفهوم التمويل الإسلامي

يقوم نظام التمويل الإسلامي على منطق معارض تماما لمنطق عمل المؤسسات المالية التقليدية، فإذا كان النظام المالي التقليدي يقوم على منطق التمويل بفائدة فإن النظام المالي الإسلامي يعتمد على منطق التمويل بالمشاركة في الربح والخسارة.

ونظام التمويل الإسلامي موجه نحو إدخال الانضباط الذاتي في النظام المالي؛ إذ أنه يقوم على الاعتماد أكثر على التمويل بالمشاركة بدل التمويل بالدين، وبالتالي يمكن التطرق لمفهوم التمويل الإسلامي من خلال:

¹دربال عبد القادر ومهدي ميلود، المنتجات المالية المركبة في البنوك الإسلامية بين حتمية الابتكار والمصادقية الشرعية، بحث مقدم إلى: مؤتمر منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والإسلامية، جامعة فرحات عباس سطيف، يومي 05-06 ماي 2014، ص: 01-02.

- **التمويل لغة:** مصدر من المال وهو اسم للقليل والكثير من المقتنيات من كل ما يتموّل وبملك، ويغلب إطلاقه الآن على النقد ذهباً أو فضة أو العملات التي تقوم مقامها، والتمويل إذا جعل له مالا؛ أي تملك المال لمن يريد استثماره عبر إحدى صيغ التمويل¹.
- **التمويل الإسلامي اصطلاحاً:** هو نوع من التمويل يستند إلى قاعدة فقهية وهي أن الربح يستحق في الشريعة بالملك أو بالعمل، وهذه القاعدة تقتضي أن من ملك شيئاً استحق أية زيادات تحصل في ذلك الشيء، ومثل ذلك لو اشترى تاجر سلعة بثمن ثم باعها بثمن أعلى فإن الزيادة التي حصلت في كمية النقود التي لديه هي أيضاً ملك له²، كما يقصد به تقديم ثروة عينية أو نقدية بقصد الاسترباح من مالها إلى شخص آخر يديرها ويتصرف فيها لقاء عائد تبيحه الأحكام الشرعية، حيث أن إدخال عنصر الإسترباح فيه لا يكون من قبيل التبرع³.

الفرع الثاني: صيغ التمويل الإسلامي

تتعدد وتنوع أساليب وصيغ التمويل الإسلامي؛ حيث توجد أساليب قائمة على المشاركات كالمضاربة والمشاركة، وأساليب قائمة على المعاوضات كالمراجحة، السلم والاستصناع، وأخرى قائمة على الإجارة كالإجارة والإجارة المنتهية بالتملك وهو ما سيتم عرضه في ما يلي.

أولاً: التمويل القائم على المشاركات

ويشمل كل من صيغتي المضاربة والمشاركة.

1: المضاربة

1-1 تعريف عقد المضاربة ومشروعيته

أ- **المضاربة لغة:** جاء في لسان العرب في كلمة ضرب، ضربت في الأرض أبتغي الخير من الرزق⁴،

قال:

قال

”

¹ أحمد بشناق، دور مقاصد الشريعة في تطوير صيغ التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص: 05.

² ميلود زيد الخير، قراءات حول التمويل الإسلامي الأسس والمبادئ، على الخط، ص: 03.

³ منذر فحف، مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي تحليل فقهي واقتصادي، الطبعة الثالثة، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2004، ص: 12.

⁴ حسين بلعجوز، مخاطر صيغ التمويل في البنوك الإسلامية والبنوك الكلاسيكية دراسة مقارنة، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص: 19.

دُّوَالْكُرْكَانُوا الْكٰفِرِينَ إِن كَفَرُوا الَّذِينَ يَفْتَنُكُمْ أَن خِفْتُمْ أَن الصَّلٰوةِ مِن تَقْصُرُوا أَن جُنَاحٌ عَلَيْكُمْ فَلَيْسَ الْأَرْضُ فِي ضَرْبِمْ وَإِذَا

﴿مُيَبَّنَاءٌ﴾ (النساء 101) أي سافرتم، والمضاربة على وزن مفاعلة ويطلق عليها عدّة معاني منها: يقال ضرب في الأرض إذا سار فيها مسافرا فهو ضارب، والضرب يقع على جميع الأعمال إلا قليلا، جاء في القرطبي: أي لا يستطيعون التصرف في التجارة¹ وتعني أيضا القراض* .

ب- المضاربة اصطلاحا: تعني المضاربة في الفقه الإسلامي بأنها: " شركة في الربح بمال من جانب رب المال، وعمل من جانب آخر أي المضارب"²، كما عرّفها مجلس الخدمات المالية الإسلامية بأنها: " عقد بين رب المال والمضارب، ويقوم فيه رب المال بالمساهمة برأس المال في نشاط يديره المضارب (مقدم العمل) ويتم توزيع الأرباح التي يحققها النشاط أو مؤسس الخدمات المالية الإسلامية وفق شروط عقد المضاربة، ويتحمل رب المال الخسارة وحده، ما لم تكن تلك الخسائر بسبب سوء سلوك المضارب أو إهماله أو إخلاله بالشروط المتعاقد عليها"³.

ويقوم عقد المضاربة على المشاركة* في الربح الناتج من مال يكون من طرف ومن عمل من طرف آخر، الأول صاحب المال والثاني المضارب، وقد يتعدد صاحب المال كما قد يتعدد العامل⁴.

ج- مشروعية عقد المضاربة: اتفق الفقهاء على أن عقد المضاربة جائز من جانب المالك والعامل، فيجوز لكل منها الفسخ أو العدول قيل الشروع بالعمل وبعده □ واستدل جمهور الفقهاء في جواز عقد المضاربة بالقرآن والسنة والإجماع، كما يلي:

- من القرآن الكريم: قوله تعالى:

﴿مُيَبَّنَاءٌ عَدُّوَالْكُرْكَانُوا الْكٰفِرِينَ إِن كَفَرُوا الَّذِينَ يَفْتَنُكُمْ أَن خِفْتُمْ أَن الصَّلٰوةِ مِن تَقْصُرُوا أَن جُنَاحٌ عَلَيْكُمْ فَلَيْسَ الْأَرْضُ فِي ضَرْبِمْ وَإِذَا﴾

(النساء 101) وقوله تعالى في الآية 10 من

¹ تفسير القرطبي (1991-1996)، القرآن الكريم مع التفاسير، طبعة إلكترونية، الإصدار 63، شركة صخر لبرامج الحاسب، متوفر على الموقع:

<http://library.islamweb.net/newlibrary/TreeCategory.php?ID=6440>

* القراض لغة القطع، ويعني أن صاحب المال قطع جزءا من ماله لآخر يتجر له فيه، والقرض في الأرض يعني قطعها سيرا.

² أحمد محمد محمود نصّار، الاستثمار بالمشاركة في البنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، دار الكتب العلمية، بيروت، 2010، ص: 43.

³ مجلس الخدمات المالية الإسلامية، الإرشادات المتعلقة بمعايير كفاية رأس المال، الاعتراف بالتصنيفات للأدوات المالية المتنفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية الصادرة عن مؤسسات تصنيف ائتماني خارجية، مارس 2008، ص: 22.

* يلاحظ أن محل المشاركة هو الربح وليس المال، لأن المال ملك خاص بالطرف الذي يقدمه وهو رب المال، كما أن محل المشاركة ليس التصرف لأن التصرف من حق العامل المضارب الذي يقدم العمل.

⁴ حسين بلعجوز، مخاطر صيغ التمويل في البنوك الإسلامية والبنوك الكلاسيكية، مرجع سابق، ص: 19-20.

□ والمقصود به أن عقد المضاربة عقد غير لازم سواء حصل الربح أو لم يحصل، تحوّل المال إلى سلعة أو لم يتحوّل، أشترط فيه وقت معين أو كان مطلق.

سورة الجمعة: ﴿تُفْلِحُونَ لَعَلَّكُمْ كَثِيرٌ وَاللَّهُ وَادُّرُوهُ وَاللَّهُ فَضْلٌ مِنْ وَأَبْتَغُوا الْأَرْضَ فِي فَاتْتَشَرُوا وَالصَّلَاةُ قُضِيَتْ إِذَا﴾ فالمضارب يسعى ويضرب في الأرض ابتغاء فضل الله عز وجل بالتجارة والريح الحلال، كما جاء في قوله تعالى : ﴿اللَّهُ فَضْلٌ مِنْ يَبْتَغُونَ الْأَرْضَ فِي يَضْرِبُونَ وَءَاخِرُونَ﴾¹ - المصنف 20_ أي أن المضارب يسير في الأرض طلباً للرزق أو الربح.

- من السنة النبوية: من الأدلة الواردة في السنة النبوية على مشروعية المضاربة ما روي عن صهيب - رضي الله عنه - أن النبي صلّى الله عليه وسلّم قال: **(بلايه فيمنّ البركة البيع إلى أجل المضاربة، والمقارضة وخط البر بالمعير¹)** ، كما ورد في السيرة أن النبي صلّى الله عليه وسلم خرج في مال خديجة رضي الله عنها مضارباً إلى الشام²، وروى البيهقي أنّ العباس رضي الله عنه كان إذا دفع مالا مضاربة، اشترط على صاحبه ألا يسلك فيه بجزا ولا ينزل واديا، ولا يشتري به ذات كبد رطبة فإن فعل فهو ضامن، فرفع شرطه إلى رسول الله صلّى الله عليه وسلم فأجازته، ومما ورد عن علي رضي الله عنه قوله في المضاربة: **(الخسارة على المال والربح على ما اصطالحوا عليه)**³.

- من الإجماع: أجمع الفقهاء على جواز المضاربة وهذا الإجماع قد نقله كثير من الفقهاء، حيث قال ابن حزم: القراض كان في الجاهلية فكانت قريش أهل تجارة ولا معاش لهم من غيرها وفيهم الشيخ الذي لا يطبق السفر والمرأة والصغير واليتيم، فكانوا يعطون المال مضاربة لمن يتجر به بالجزء المسمى بالربح، فأقر رسول الله صلّى الله عليه وسلم ذلك في الإسلام وعمل به المسلمون عملاً متيقناً لا خلاف فيه⁴، كما أجمع المسلمون من عهد الصحابة ومن بعدهم على مشروعية المضاربة وكانوا يتعاملون بها، ولم ينكر عليهم أحد وذلك لحاجة الناس إليها ورفع الضرر والخرج عنهم وجلب المصلحة والنفع لهم⁵.

2-1 شروط صحة عقد المضاربة: وضع الفقهاء عدّة شروط لصحة عقد المضاربة يمكن إيجازها في ما يلي:

- **الشروط المتعلقة برأس المال⁶:**

- أن يكون رأس المال من الدراهم والدنانير وما في حكمها (النقود المضروبة) لأنها أصل الائتمان، أمّا إذا كان رأس المال من العروض أو العقار فإنها لا تجوز، وعلوّ ذلك بوجود الغرر في المضاربة التي يكون رأس مالها من

¹ رواه ابن ماجة بإثشاء ضعيف.

² أحمد محمد محمود نصّار، الاستثمار بالمشاركة في البنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص: 43.

³ المرجع نفسه، ص: 43-44.

⁴ حسين بلعجوز، مخاطر صيف التمويل في البنوك الإسلامية والبنوك الكلاسيكية، مرجع سابق، ص: 21.

⁵ وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة بحوث وفتاوى وحلول، دار الفكر، دمشق، 2002، ص: 439.

⁶ حسين محمد سمحان، أساليب خلط مال المضاربة وآثارها في قياس الربح وتوزيعه في المصارف الإسلامية، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية،

المجلد 4، العدد 4، 2008، ص: 77.

غير النقد؛ باعتبار أن قيمة الأصول غير النقدية متغيرة، في حين أجاز بعض الفقهاء المضاربة التي يكون رأس مالها من العروض أو العقار، ومنها المذهب الحنفي الذي اشترط أن تدفع العروض للعامل فيبيعها ويعمل بثمرها، على أن يعتبر ثمن البيع هو رأس مال المضاربة، في حين أجاز فريق آخر ذلك إذا كان رأس مال المضاربة من العروض المثلية.

- أن لا يكون رأس المال ديناً في ذمة المضارب وهو شرط الجمهور.

- أن يكون رأس المال معلوماً لأن جهالة رأس المال تؤدي إلى جهالة الربح.

- الشروط المتعلقة بالربح¹:

- أن يكون الربح معلوماً؛ ويقصد بمعلومية الربح أن يعرف كل من رب المال والعامل حصته من الربح لأنه المعقود عليه، وجهالة المعقود عليه توجب فساد العقد.

- أن يكون الربح شائعاً، حيث اشترط الفقهاء أن تكون قسمة الربح بين المضارب ورب المال بنسبة شائعة

كالنصف أو الثلث، فإن شرط قدر معين لأحدهما كألف دينار والباقي للآخر فلا يجوز؛ لأن هذا يقطع الشركة في الربح، فقد لا تريح المضاربة إلا ذلك المبلغ وقد تريح أضعافه.

- الشروط المتعلقة بالعمل:

- أن يتم تسليم رأس المال للمضارب على أن يكون أميناً عليه لا ضامناً، إلا في حالة التعدي أو التقصير؛

- أن يكون للمضارب الحق في التصرف في المال وإدارته دون تدخل من رب المال.

3-1 الخطوات العملية لعقد المضاربة: يتم عقد المضاربة وفق الخطوات التالية²:

أ- تقديم طلب تمويل المضاربة: يتقدم المتعامل الذي يرغب في الحصول على تمويل من البنك لتنفيذ

مشروع أو صفقة معينة، بطلب مكتوب موقع منه يبين فيه الصفقة التي يرغب بتنفيذها بما يتفق

وأحكام الشريعة الإسلامية ومرفقاً بطلبه بدراسة جدوى اقتصادية للمشروع أو المستندات الخاصة

بالتعامل؛

¹ موسى مصطفى القضاة، مدى توافر أركان وشروط المضاربة في صيغة المضاربة المطبقة في التأمين الإسلامي دراسة تطبيقية على شركة البركة للتكافل، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد 10، العدد 4، 2014، ص ص: 362-363.

² للاطلاع راجع: محمود عبد العال، المعالجة المحاسبية لأدوات التمويل الإسلامي، الطبعة الأولى، دار القلم، الإمارات العربية المتحدة، دبي، 2013، ص ص: 230-232.

- ب- **الدراسة والتحليل:** تتم دراسة وتحليل شخصية مقدم الطلب بصفة خاصة من حيث التزامه الدينى والأدبى والأخلاقى فى التعامل التجارى من صدق وأمانة؛
- ج- **كتابة التقرير والتوصيات:** يقوم قسم التمويل والاستثمار بالبنك بإعداد تقرير تحليل مالى شامل على أسس عملية، بخصوص الطلب المقدم ويوصى بالموافقة أو عدمها على ضوء ما تم التوصل إليه من نتائج التحليل؛
- د- **اتخاذ قرار من لجنة التمويل والاستثمار المختصة:** يتم مناقشة الطلب والتقرير الذى أعده قسم التمويل والاستثمار بالبنك من قبل لجان التمويل حسب صلاحيات التمويل الممنوحة للجان، وحسب سياسات البنك حيث يتم رفع توصية لجنة التمويل والاستثمار إلى السلطة المفوضة باتخاذ القرار بالموافقة أو عدمها، أو بتعديل معين أو الموافقة بشروط إضافية؛
- هـ- **تنفيذ القرار وتوقيع العقد:** يتم إبلاغ طالب التمويل بالقرار كتابة حتى يعلم بحيثيات الموافقة وشروطها، ويتم توقيع العقد من الطرفين؛
- و- **متابعة التمويل:** تتم متابعة المضارب والتأكد من تطبيقه لشروط العقد، حيث تتم المتابعة بالشروط المعتادة كالمتابعة المكتبية أو الميدانية؛
- ز- **النتائج والتوزيع:** يقوم المضارب بإعداد الحسابات الختامية لعملية المضاربة بعد انتهائها، ويتم تدقيقها من قبل قسم التمويل والاستثمار؛
- ح- **إعداد تقرير شامل وتقييم عملية المضاربة:** وذلك من حيث مدتها ورأس مالها وطبيعتها وأرباحها وعائدها الحقيقى، حيث يتم مقارنة نتائج المضاربة بالمتوقع منها.

4-1 عيوب عقد المضاربة: تتمثل عيوب عقد المضاربة فى¹:

- صعوبة استخدام العقد بشكل متكرر بسبب الحاجة إلى تقييم موجودات الشركة فى كل مرة؛
- عدم رغبة البنوك فى هذا الشكل التمويلي لارتفاع مخاطره؛ لأنه يقوم على الثقة والأمانة بالدرجة الأولى وتعذر القيام بأعمال التدقيق والرقابة على آلاف العمليات؛

¹ حسنى عبد العزيز بچى، الصيغ الإسلامية للاستثمار فى رأس المال العامل، أطروحة دكتوراه مقدّمة إلى قسم المصارف، كلية العلوم المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2009، ص: 95.

- لا يصلح هذا الشكل التمويلي للشركات والمؤسسات غير المنظمة التي لا تحتفظ بسجلات رسمية حسب الأصول، وبالتالي فإنه قابل للتطبيق في الشركات الملزمة بحكم القانون بالاحتفاظ بسجلات رسمية وتقديم حسابات ختامية وقائمة مركزها المالي دوريا باتباع أسس ومعايير محاسبية معترف بها، وتخضع أعمالها لقدر مناسب من الرقابة والإشراف.

2- المشاركة

1-2 تعريف عقد المشاركة ومشروعيته

- أ- المشاركة لغة: في اللغة يرتبط لفظ المشاركة بالشركة والشركة وهي الاختلاط أو المحالطة بين الشريكين¹
- ب- المشاركة اصطلاحاً²: هي عقد من عقود الاستثمار يتم بموجبه الاشتراك في الأموال لاستثمارها وتقليبها في الأنشطة المختلفة، بحيث يسهم كل طرف بحصة في رأس المال والمشاركة تقتضي وجود طرف يملك المال وطرف يملك المال والجهد معا، وبالتالي يتحمل جزءا من الخسارة على قدر استثماره من ماله الخاص، وتتنوع المشاركة حسب التقسيم المستخدم:

- وفقا لطبيعة الأصول الممولة: المشاركة الجارية والمشاركة الاستثمارية؛
- وفقا لاستمرار ملكية الشريك: المشاركة الثابتة والمشاركة المتناقصة؛
- وفقا لمجال التمويل: المشاركة في الاستيراد والمشاركة في التصدير.

ج- مشروعية عقد المشاركة³: ثبت مشروعية عقد المشاركة بأدلة من الكتاب، السنة والإجماع كالتالي:

- من الكتاب: قوله تعالى: ﴿السَّيِّلِ وَالْبَنِّ وَالْمَسْكِينِ وَالْيَتَامَى الْقُرْبَىٰ وَالذِّي وَالرُّسُولِ خُمُسَهُ لِلَّهِ فَإِنَّ شَيْءًا مِّنْ غَنِمَتُمْ أُتْمَأوُا وَعَلْمُوا﴾ (الأنفال 41) أي؛ أن الله جعل خمس الغنائم مشتركة بين أهل الخمس، وجعل الباقي مشتركا بين الغانمين لأنه لما أضاف المال إليهم وبيّن الخمس لأهله دلّ بدلالة المفهوم أن الباقي لهم، مما يدل على مشروعية الشركة.
- من السنة النبوية: عن أبي هريرة رضي الله عنه أن رسول الله صلّى الله عليه وسلم قال: (إِنَّ اللَّهَ تَعَالَى يَقُولُ: أنا ثالث الشريكين ما لم يخن أحدهما، فإذا خانه خرجت من بينهما) ودلّ هذا الحديث على جواز

¹ محمود حسين الوادي وآخرون، الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص: 196.

² عبد الحلیم عربي، نظام المشاركة ومؤسساته المصرفية، دار أبي الفداء العالمية، سوريا، ديسمبر 2015، ص: 42.

³ إلياس عبد الله أبو الهجاء، تطوير آليات التمويل بالمشاركة في المصارف الإسلامية، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاد ومصارف إسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2007، ص ص: 41-43.

الشركات في الجملة لأن الله عزّ وجل وعد الشريكين بحفظ أموالهما وإنزال البركة في تجارتها، ما لم يخن أحدهما صاحبه، وهذا دليل على جواز المشاركة.

- من الإجماع: أجمعت الأمة على مشروعية المشاركة حيث يقول ابن قدامة: (وأجمع المسلمون على جواز الشركة في الجملة وإنما اختلفوا في أنواعها).

2-2 مخاطر التمويل بالمشاركة: من المخاطر المحيطة ببيئة المشاركة نجد مخاطر الأعمال العادية كالمنافسة مثلا، إضافة إلى خطر عدم الاستفادة من ميزة تنويع المحفظة الاستثمارية كذلك المخاطر الائتمانية كخطر التأخر في السداد، أو عدم السداد¹.

ثانيا: التمويل القائم على المعاوضات

ويشمل كل من صيغة المراجعة، الاستصناع والسلم.

1- المراجعة

1-1 تعريف ومشروعية بيع المراجعة: سيتم التطرق لتعريف بيع المراجعة لغة واصطلاحا

أ- بيع المراجعة لغة

- البيع لغة: هو مقابلة شيء بشيء، أو هو مطلق المبادلة وهو من أسماء الأضداد؛ أي التي تطلق على الأشياء، وهو على ضده مثل الشراء كما في قوله تعالى: ﴿الزَّاهِدِينَ مِنْ فِيهِمْ كَأَنَّهُمْ لَمَّا قَدَرُوا دَرَاهِمَ يَحْسَبُونَ يَمْشَرُونَ﴾ يوسف (20) أي باعوه، وهو مصدر بعث يقال باع يبيع بمعنى ملك، وبمعنى اشترى وكذلك شرى يكون للمعنيين وحكى الزجاج وغيره باع وأباع بمعنى واحد، وقال غير واحد من الفقهاء واشتقاقه من الباع لأن كل واحد من المتعاقدين يمد باعه للأخذ والإعطاء²، كما أن حقيقة البيع في اللسان تبدل شيء بشيء أي نقل ملك بعوض على الوجه المأخوذ فيه³.

¹ الطاهر بعداش ومحمد السعيد جوال، السيطرة الرقابية على مخاطر صيغ التمويل التجارية الإسلامية ومبرراتها الاقتصادية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى

الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة غرداية، 23-24 فيفري 2011، ص: 09

² أبو إسحاق برهان الدين الحنبلي، المبدع في شرح المقنع، المكتب الإسلامي، معجم ألفاظ الفقه الحنبلي، كتاب البيع، 2000، ص: 227.

³ أبو الحسن علي الماوردي البصري، الحاوي الكبير في فقه مذهب الإمام الشافعي، كتاب البيوع، فصل القول في ماهية البيوع، دار الكتب العلمية،

1999، ص: 11

- **المرابحة لغة:** مصدر من الربح وهو الزيادة¹ والمرابحة مفاعلة من الربح، قال ابن منظور الربح والربح والرباح أي النماء في التجار وأربحته على سلعته أي أعطيته ربحاً، وقد أربحته بمتاعه، وأعطاه مالا مرابحة أي على الربح بينهما وبعث الشيء مرابحة².

ب- **بيع المرابحة اصطلاحاً:** هي عقد من عقود الاستثمار، يتم بموجبها التمويل بالبيع فهي بصورتها البسيطة عملية بيع يمثل الثمن الأول مع زيادة الربح³؛ أي بيع السلعة بسعر التكلفة مضافاً إليه نسبة مئوية محددة كربح أو مبلغ مقطوع، كما يجوز البيع بالنقد أو الأجل⁴ وقد يكون البيع مرابحة عادية وتسمى المرابحة الفقهية ويمتحن فيها المصرف التجارة فيشتري السلع دون الحاجة إلى الاعتماد على معد مسبق بشرائها من عميل، ثم يعرضها بعد ذلك لبيع مرابحة بثمان وريح متفق عليه، كما يمكن أن يكون البيع مرابحة مقترنة بوعده من العميل؛ أي أن المصرف لا يشتري السلعة إلا بعد تحديد العميل لرغبته ووجود وعد مسبق بالشراء وتسمى هذه المرابحة المصرفية أو المرابحة للأمر بالشراء⁵.

من خلال التعاريف السابقة يتبين أن الفقهاء متفقون على أمرين⁶:

- ضرورة بيان كلفة السلعة؛ أي ثمن الشراء مضافاً إليه كافة النفقات التي صرفت على السلعة حتى تاريخ بيعها، مثل نفقات التعبئة والتغليف والنقل والتوزيع وغيرها؛
- إضافة إلى ربح متفق عليه إلى كلفة السلعة.

ج- مشروعية بيع المرابحة

أجاز هذا العقد ابن سيرين وشريح والنفعي وسعيد ابن المسيب، وهو مذهب الحنفية والشافعية والراجح من مذهب المالكية والزيدية واستدلوا على ذلك من الكتاب والسنة والإجماع والمعقول⁷:

¹ محمد بوجلال، البنوك الإسلامية، المؤسسة الوطنية للكتاب، الجزائر، 1990، ص: 38.

² عطية قباض، التطبيقات المصرفية لبيع المرابحة في ضوء الفقه الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 1999، ص: 13.

³ صالح صالح وعبد الحليم غربي، كفاءة صيغ وأساليب التمويل الإسلامي في احتواء الأزمات والتقلبات الدورية، مرجع سابق، ص: 793.

⁴ محمود حسين صوان، أساسيات العمل المصرفي الإسلامي، مرجع سابق، ص: 151.

⁵ سمير الشاعر، المصارف الإسلامية من الفكرة إلى الاجتهاد، الطبعة الثانية، الدار العربية للعلوم، بيروت، 2011، ص: 82.

⁶ جمال لعامرة، المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص: 100.

⁷ أحمد صبحي العيادي، أدوات الاستثمار الإسلامية البيوع، القروض، الخدمات المصرفية، مرجع سابق، ص: 55-56.

- من الكتاب: استدلووا بعموم قوله تعالى: ﴿الرِّبَاُ وَحَرْمُ الْبَيْعِ اللَّهُ وَأَحَلَّ﴾ (البقرة 275) وقال الشافعي رحمه الله : (فاحتمل إحلل الله البيع معينين؛ إحداهما أن يكون أحلّ كل بيع تباعه المتبايعان جائزي الأمر فيما تباعه عن تراض منهما وهذا أظهر معانيه، والثاني أن يكون الله أحلّ البيع إذا كان مما لم ينه عنه رسول الله صلّى الله عليه وسلم المبين عن الله عزّ وجلّ معنى ما أراد).
- من السنة: استدلووا بعموم الأحاديث الدالة على حلّ البيع كقوله صلّى الله عليه وسلم عندما سئل أي الكسب أطيب فقال: (عمل الرجل بيده وكل عمل مبرور) وقوله صلّى الله عليه وسلم (إنما البيع عن تراض) .
- من الأثر: ما روي عن أن ابن مسعود رضي الله عنه كان لا يرى بأساً فيما قيل باللغة الفارسية (دهيازة وده دوازدة) أي؛ فيما اشترى بعشرة أن يباع بأحد عشرة أو باثني عشرة.
- الأدلة من الإجماع: أن الناس قد توارثوا هذه المبيعات أي؛ المراجعة وأحواتها في سائر العصور، من غير نكير وذلك إجماع على جوازها.
- من المعقول: أن المراجعة جائزة لاستجماعها شرائط الجواز ولأن الحاجة ماسة إلى هذا النوع من البيوع، لأن من لا يهتدي إلى التجارة يحتاج إلى أن يعتمد فعل الذكي المهتدي وتطيب نفسه بمثل ما اشترى وزيادة ربح.

2-1 شروط عقد المراجعة

إن بيع المراجعة باعتبارها أحد أنواع البيوع يشترط فيهما يشترط في البيوع عصفة عامة إضافة إلى ما يختص بشروط خاصة وهي¹

- أن يعلم كل من المصروف المشتري برأس المال للسلعة سواء اشتمل على الثمن الأول، أو الثمن الثاني ولتضاف إليهما أنفقها البائع على السلعة إن كان أنفق شيئاً عليها.
- أن يعلم كل من المصروف المشتري بالربح لأبعض الثمن والعلم بالثمن شرط لصحة البيوع.
- أن لا يكون الثمن بالعقد أو لمقا بالاجنسه من أموال الربا، بأن يشترى بالمكيا والموزون جنسهما مثلاً ليحجزها لبيوعهم المراجعة، لأن البيوعاً ولفي هرباً، وإذا اختلفا لجنسهما فلا بأساً بالمراجعة .
- أن يكون العقد الأول صحيحاً، فإن كان فاسداً لم يجز بيع المراجعة.
- أن يبين صفة ثمن الشراء مثل حالة الشراء المؤجل .

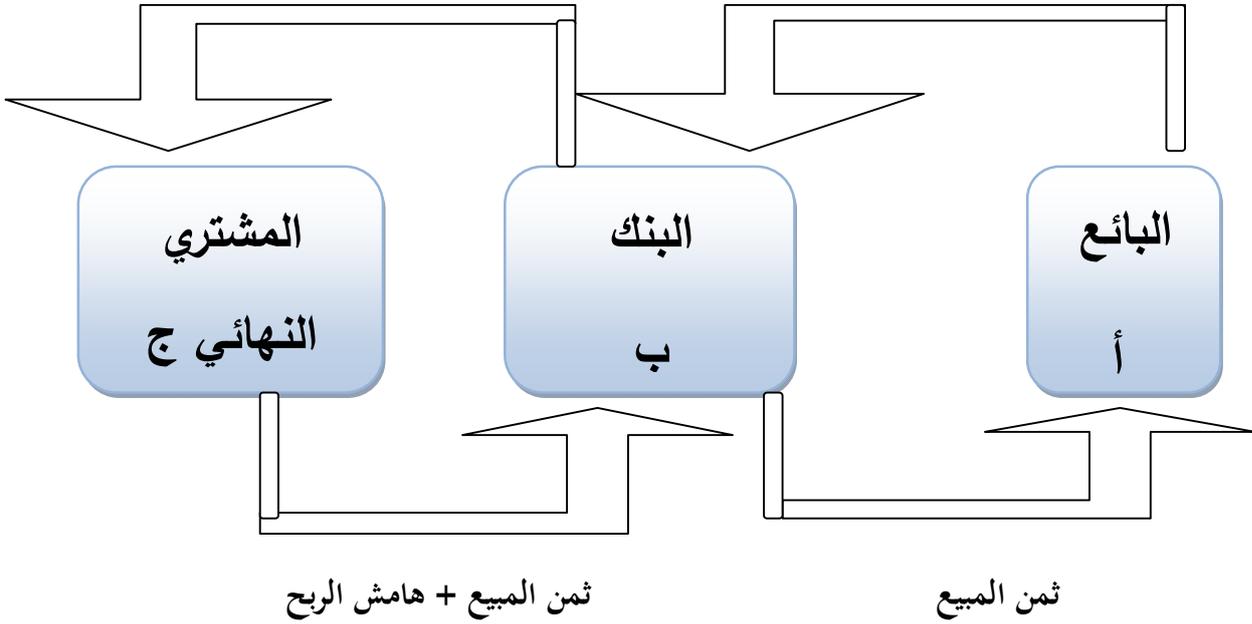
3-1 آلية عقد المراجعة: يمكن توضيح آلية عقد المضاربة من خلال المخطط التالي

الشكل (1-4): آلية عقد المراجعة

¹ الصادق محمد آدم علي، دراسة تحليل وقياس عمليات المراجعة والمراجعة للأمر بالشراء وفقاً لمعايير المحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، دراسة حالة المصارف الإسلامية في السودان، ص: 07.

نقل ملكية المبيع

نقل ملكية المبيع



La source:Stéphane ODDOS et Hakim LATRACHE , **Le Tawarruq un mal nécessaire?**, Les cahiers de la finance Islamique , N°2 , école de Management STRASBOURG , Faculté de droit de sciences politiques et de gestion , Institut de finance de STRASBOURG, Université de STRASBOURG, P: 52 .

يبين هذا المخطط آلية بيع المراجعة، حيث يطلب المشتري النهائي ج من البنك ب شراء سلعة ما من البائع أ، ويقوم البنك ب بشراء السلعة من البائع نقدا وبالثمن الذي يقترحه البائع، ثم يقوم البنك بإعادة بيعها إلى المشتري النهائي بثمان السلعة زائد هامش ربح.

4-1 أنواع عقد المراجعة

أ- المراجعة البسيطة "العادية": يقوم فيها البنك أو التاجر بشراء السلعة بدون أن يكون هناك وعد مسبق من المشتري بشراء البضاعة، وإنما يتم البيع نتيجة عرض البضاعة وحاجة المشتري إليها¹

ب- المراجعة للأمر بالشراء: يقصد به اتفاق يبيع بموجبه البنك الإسلامي للعميل بسعر التكلفة إضافة إلى هامش ربح متفق عليه أصلا من نوع معين تمّ شراؤه وحيازته من قبل البنك الإسلامي بناء على وعد بالشراء من العميل قد يكون ملزما وقد يكون غير ملزم².

¹ مهدي ميلود، دور التمويل الإسلامي في تفعيل عملية التنمية الاقتصادية في الدول النامية مع التركيز على قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بحث مقدم إلى: الملتقى الوطني حول إصلاح المنظومة البنكية، كلية العلوم الاقتصادية، المركز الجامعي بشار، ص: 10.
² شهاب أحمد سعيد العززي، إدارة البنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، دار النفائس، عمان، 2012، ص: 29.

2- الاستصناع

1-2 تعريف ومشروعية عقد الاستصناع

أ- الاستصناع لغة: مصدر استصنع بمعنى طلب الصنعة، يقال استصنع الشيء أي دعا إلى صنعه،

وأصله صنع يصنع صنعا فهو مصنوع والصناعة حرفة الصانع والصناعة ما تستصنع من أمر¹.

ب- الاستصناع اصطلاحا: هو أن يعلن شخص لآخر ما سيفعله متطوعا لأجله أو لمصلحته في

المستقبل وقد يكون الشيء الموعود به عملا ما أو عقدا من العقود، فإذا كان الأمر الموعود به

عقدا ما فلا بد لوجوده وانعقاده من أن ينشا فيما بعد بالتراضي بصورة صحيحة؛ أي مستوفيا

ركنه وسائر شرائط انعقاده²

ج- مشروعية عقد الاستصناع: ورد لفظ صنع ومشتقاته في القرآن الكريم والسنة النبوية³:

من القرآن الكريم: منها قوله تعالى: " وَلَا يَزَالُ الَّذِينَ كَفَرُوا تُصَيِّبُهُمْ بِمَا صَنَعُوا قَارِعَةً أَوْ تَحُلُّ قَرِيبًا مِّنْ

دَارِهِمْ ﴿٣١﴾ اللهود 31" ، حيث أطلق على ما يصنعه الإنسان، ويطلق على صناعة السفن حيث قال :

(وَيَصْنَعُ الْفُلُوكَ ﴿٣٨﴾) اللهود 38" ، ومنها قوله تعالى: (وَأَصْطَنَعْتُكَ لِنَفْسِي ﴿٤١﴾) طه 41" ، قال الماوردي

يحتمل وجهان؛ أحدهما خلقتك مأخوذة من الخليفة، والثاني اخترتك مأخوذة من الصنعة.

- من السنة النبوية: ما رواه البخاري وغيرهم بسندهم عن ابن عمر رضي الله عنهما أن رسول الله صلّى الله عليه

وسلم (اصطنع خاتما من ذهب....) والمقصود من هذا السرد أن هذه الكلمة مما شاع استعمالها في القرآن

الكريم والسنة في معانيها اللغوية التي تشمل الحرفة وغيرها من أي عمل كان، وفي إيجاد الشيء من العدم ونحو

ذلك.

¹ أبو الفضل محمد بن مكرم ابن منظور، لسان العرب، دار المعارف، ص: 2508.

² مصطفى أحمد الزرقا، عقد الاستصناع ومدى أهميته في الاستثمارات الإسلامية المعاصرة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، فهرسة الملك فهد، جدة، دون سنة نشر، ص: 19.

³ علي محيي الدين القرة داغي، بحوث في فقه المعاملات المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار البشائر الإسلامية، بيروت لبنان، 2001، ص ص: 112-

2-2 شروط عقد الاستصناع: يشترط لصحة عقد الاستصناع ما يلي¹:

- يشترط بيان جنس المصنوع ونوعه وقدره وأوصافه المطلوبة بكل وضوح؛ لأنه يشترط في المبيع أن يكون معلوماً في سائر عقود المعاوضات لثلا تفضي الجهالة إلى المنازعة.
- يجري الاستصناع فيما يصنع صنعا، ولا يجري فيما لم تدخله الصنعة كالقمح والشعير وغيرها من السلع الطبيعية التي يعتبر بيعها في الذمة سلماً لا استصناعاً.
- إن المبيع في الاستصناع دين ثابت في الذمة وعليه يجوز أن يكون المبيع في الاستصناع من الأموال القيمة التي تصنع بمواصفات خاصة حسب رغبة المستصنع لكن لا بد أن يكون مما ينضبط بالوصف.
- أن تكون المواد المستخدمة في الشيء المصنوع من الصانع، فإذا كانت المواد من المستصنع لا من الصانع فإن العقد يكون إجارة لا استصناعاً.
- إن المبيع في الاستصناع دين ثابت في الذمة وعليه يجوز أن يكون المبيع في الاستصناع من الأموال القيمة التي تصنع بمواصفات خاصة حسب رغبة المستصنع، لكن لا بد أن يكون مما ينضبط بالوصف.
- أن تكون المواد المستخدمة في الشيء المصنوع من الصانع، فإذا كانت المواد من المستصنع لا من الصانع فإن العقد يكون إجارة لا استصناعاً.
- يكون عقد الاستصناع لازماً على الطرفين فليس لأحدهما الرجوع إلا أنه إذا جاء المصنوع مغايراً للمواصفات المطلوبة المحددة كان المشتري المستصنع مخيراً.
- لا يشترط في عقد الاستصناع تعجيل رأس المال "الثمن" ويجوز أن يكون معجلاً أو مؤجلاً أو مقسطاً.

2-3 الخطوات العملية لعقد الاستصناع: يمر عقد الاستصناع بالخطوات التالية²

- الخطوة الأولى

عقد بيع الاستصناع: يعبر المشتري عن رغبته لشراء سلعة، ويتقدم للمصرف بطلب استصناعه بسعر معين يتفق على طريقة دفعه مؤجلاً أو مقسطاً (ويحسب المصرف في هذا السعر عادة ما سوف يدفعه حقيقة في عقد الاستصناع الموازي مضافاً إليه الربح الذي يراه مناسباً)؛ ويلتزم المصرف بتصنيع السلعة المعينة وتسليمها في أجل محدد يتفق عليه (مع مراعاة أن يكون هذا الأجل أبعد من الأجل الذي يستلم فيه هذا المصرف السلعة بعقد

¹ ياسر عبد طه الشرفا، أهمية دور البنوك الإسلامية في إنماء قطاع الصناعة بصفة الاستصناع والاستصناع الموازي دراسة تطبيقية على البنوك الإسلامية العاملة في فلسطين، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، يونيو 2012، ص: 09.

² رحيم حسين، نماذج من التمويل الإسلامي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المضاربة، السلم والاستصناع، بحث مقدم إلى: الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 21-22 نوفمبر 2006، ص: 14-15.

الاستصناع الموازي).

- الخطوة الثانية

عقد الاستصناع الموازي: حيثعبر المصرف عن رغبته في استصناع الشيء الذي التزم به في عقد الاستصناع الأول (أي بنفس المواصفات)، ويتفق مع البائع الصانع على الثمن والأجل المناسبين، كما يلتزم البائع بتصنيع السلعة المعينة وتسليمها في الأجل المحدد المتفق عليه.

- الخطوة الثالثة

تسليم وتسليم السلعة: يسلم البائع المبيع المستصنع (السلعة) إلى المصرف مباشرة أو إلى جهة أو مكان يحدده المصرف في العقد؛ وفي حالة الاستلام المباشر للسلعة من طرف المصرف، يعمل هذا الأخير بتسليم السلعة إلى المشتري بنفسه مباشرة أو عن طريق أي جهة يفوضها بالتسليم، ويكون من حق المشتري التأكد من مطابقة السلعة للمواصفات التي طلبها في عقد الاستصناع الأول، ولكن يظل كل طرف مسؤولاً تجاه الطرف الذي تعاقد معه.

3- السلم

1-3 تعريف عقد السلم ومشروعيته

أ- **السلم لغة:** قال أهل اللغة السلم والسلف وأسلم وسلّم وأسلف وسلّف، ويكون السلف أيضاً قرضاً ويقال استسلف، ويشترك السلم والقرض في أنّ كلاهما إثبات مال في الذمة بمبدول في الحال¹ وسمي سلماً لتسليم الثمن دون عوضه ولذلك سمي سلفاً²

ب- **السلم اصطلاحاً:** بيع أجل بعاجل أو بيع شيء "المبيع" موصوف يثبت في الذمة ببدل يعطى عاجلاً، وهو أن يسلم رأس المال في مجلس العقد على أن يعطيه ما يتراضيان عليه معلوماً إلى أجل معلوم ولا يأخذ إلا ما سماه أو رأس ماله ولا يتصرف قبل قبضه³

ج- **مشروعية عقد السلم:** ثبتت مشروعية السلم بالقرآن والسنة والإجماع⁴

- **من القرآن الكريم:** قوله تعالى: ﴿فَأَكْتُوبُهُمْ سِئَمًا لِّأَجْلِ الْيَدَيْنِ تَدَايِنُهُمْ إِذْ أَمَّنُوا الَّذِينَ يَتَأْتِيهَا﴾ قال ابن عباس: أشهد أن السلف المضمون إلى أجل مسمى قد أحله الله في كتابه وأذن فيه، ثم قرأ هذه الآية فدلت الآية على حلّ المدائينات بعمومها وشملت السلم باعتباره من أفرادها إذا المسلم فيه ثابت في ذمة المسلم إليه إلى أجله.

¹ يحي أبو زكريا النووي، شرح النووي على مسلم، كتاب المساقاة، باب السلم، دار الخير، 1996، متوفر على الموقع،

<http://library.islamweb.net/newlibrary/TreeCategory.php?ID=6440>

² شهاب الدين القرافي، الذخيرة، كتاب البيوع، دار الغرب الإسلامي، دون بلد نشر، 1994، ص: 224.

³ ماجد إسلام البنكاني، مباحث في بيع السلم، مقال منشور على الموقع: <http://iefpedia.com/arab>

⁴ عبد الحميد محمود البعلبي، أدوات الاستثمار في المصارف الإسلامية، دراسة منشورة ضمن موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي العالمية، ص: 111-110.

- من السنة النبوية: ما روي ابن عباس رضي الله عنهما عن النبي صلّ الله عليه وسلم أنه قدم المدينة والناس يسلفون في التمر الستين والثلاث فقال عليه الصلاة والسلام: (من سلف في تمر فليسلف في كيل معلوم ووزن معلوم إلى أجل معلوم) وفيه جواز السلم.

- من الإجماع: قال ابن المنذر: أجمع كل من نحفظ عنه من أهل العلم على أن السلم جائز، وقال ابن نجيم السلم عقد جائز على خلاف القياس إذ هو بيع المعدوم، ووجب المصير إليه بالنص والإجماع للحاجة.

2-3 شروط صحة عقد السلم: يشترط لصحة عقد السلم توفر الشروط الآتية¹:

- ذكر نوع المسلم فيه وصفاته التي يختلف الثمن باختلافها ظاهرا دفعا للجهاالة؛
- أن يكون المسلم فيه مما تنضبط صفته التي يختلف الثمن باختلافها ظاهرا لقوله صلّ الله عليه وسلم "كيل" وقوله "وزن"؛

- ذكر مقدار المسلم فيه لقوله "كيل معلوم ووزن معلوم"؛

- كون المسلم فيه مؤجلا إلى أجل معلوم له وقع في الثمن، لقوله "إلى أجل معلوم" ولأن السلم إنما جاز رخصة للرفق، ولا يحصل الرفق إلا بالأجل، فإذا انتفى الأجل انتفى الرفق فلا يصح، ولأن الحلول يخرج عن اسمه ومعناه، وأجاز شيخ الإسلام ابن تيمية السلم الحال؛ إن كان المسلم فيه موجودا في ملكه؛

- كون المسلم فيه موصوفا في الذمة غير معين، دفعا للغرر الحاصل عند تلفه، فغن المعين لا يؤمن انقطاعه او تلفه؛

- كون المسلم فيه مما يغلب على الظن وجوده في الأسواق عند حلول الأجل، لأن السلم احتمال فيه أنواع من الغرر للحاجة، فلا يحتمل فيه غرر آخر لئلا يكثر الغرر فيه؛

- تسليم الثمن في مجلس العقد قبل التفرق كاملا معلوم القدر والصفة لقوله صلّ الله عليه وسلم: (من أسلف في شيء فليسلف....) والسلف والسلم مشتقان من التقديم، والسلم يدل على التسليم وإذا أجل الثمن عن مجلس العقد أصبح من بيع الكالئالكالئ* المحرّم.

¹ سعد السبر: السلم والسلم الموازي، شبكة السبر للنشر والتوزيع، مقال منشور على الموقع: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2011/11/06-05> ص: 06-05.

*الكالئ من الكلاءة وهي الحراسة والحفظ فهو اسم فاعل، إما البائع أو المشتري لأن كليهما يحفظ صاحبه ويراقبه بماله عنه، فيكون معناه نهي عن بيع مال الكالئ بمال الكالئ، والمقصود به أنه إذا اشتملت المعاملة على شغل الذمتين توجهت المطالبة من الجهتين، وكان ذلك سببا لكثرة الخصومات والعداوات، فمنع الشرع ما يفرض لذلك من بيع الدين بالدين وفيه أيضا زيادة عذر لوقوعه في الثمن والمثمن معا.

3-3 الخطوات العملية لعقد السلم: يقوم عقد السلم على الخطوات التالية¹

أ- عقد بيع السلم: ويتم كما يلي

- المصرف أو المسلم: يقوم بدفع الثمن حالا في مجلس العقد بعد أن يقوم باستيفاء كافة الدراسات والاستعلام عن المتعامل "المسلم إليه" والسلعة "المسلم فيه" إلى المسلم إليه، حيث يقوم الأخير بتغطية حاجاته المالية المختلفة من الثمن.

- المسلم إليه أو المتعامل: يقوم بالوفاء بالمسلم فيه "المبيع" في الأجل المحدد وبالمواصفات المطلوبة بالعقد.

ب- تسليم وتسلم السلعة في الأجل المحدد: عندما يتسلم البنك السلعة يكون لديه ثلاث

احتمالات وهي:

- الاحتمال الأول: يتسلم البنك السلعة في الأجل المحدد ويتولى تصريفها، ويبيعها من خلال إدارة التسويق الموجودة لديه حالا أو أجلا، وإذا كان هناك شركة تسويق تابعة للبنك يمكن البيع له؛

- الاحتمال الثاني: يوكل البنك المسلم إليه (البائع/ المتعامل) ببيع السلعة نيابة عنه مقابل أجر محدد مسبقا على أساس أنه أكثر تخصيص ودراية بسوق السلعة؛

- الاحتمال الثالث: قد يتم الاتفاق مع البائع على تسليم المسلم فيه "المبيع" إلى طرف ثالث (فرد أو مؤسسة) المشتري بناء على وعد سبق منه بشرائه.

ج- عقد البيع

- البنك: يوافق على بيع السلعة حالا أو بالأجل بثمن أعلى من ثمن شرائها سلما، في هذه الحالة البنك "المسلم إليه".

- المشتري: يوافق على الشراء ويدفع الثمن بالاتفاق.

ثالثا: التمويل القائم على الإجارة

¹ محمد عبد العزيز حسن زيد، التطبيق المعاصر لعقد السلم في المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996، ص ص: 61-62.

1- الإجارة

1-1 تعريف عقد الإجارة ومشروعيته

أ- الإجارة لغة

مشتقة من الأجر ، والأجر في اللغة له معنيان ؛ الكراء والأجرة على العمل أو الجبر ، قال ابن فارس : الهمزة والجيم والراء أصلان يمكن الجمع بينهما بالمعنى ، فالأول الكراء على العمل ، والثاني جبر العظم الكسير ، فأما الكراء فالأجر والأجرة ، وأما جبر العظم فيقال منه : أجزت اليد، فهذان الأصلان ، والمعنى الجامع بينهما أن أجرة العامل كأنها شيء يُجبر به حاله فيما لحقه من كد فيما عمله¹

ب- الإجارة اصطلاحاً: هي عقد على منفعة مباحة معلومة، مدة معلومة، من عين معلومة أو موصوف في الذمة أو عمل بعوض معلوم².

ج- مشروعية الإجارة: ثبتت مشروعية الإجارة بالكتاب والسنة والإجماع³

- من القرآن الكريم: لم يأت في الشريعة الإسلامية ما يعارض مشروعية عقد الإجارة بل وردت عدة آيات قرآنية صريحة دالة على جوازها ومنها قوله تعالى:

تَشْتَمُ لَوْ قَالَتْ فَأَقَامَهُ يَنْقُضُ أَنْ يُرِيدُ جِدَارًا فِيهَا فَوْجَدًا يَضِفُّوهُمَا أَنْ فَابُوا أَهْلَهَا اسْتَطَعَمَا قَرْيَةَ أَهْلًا أَنْبِيَاءَ إِذْ أَحْتَى فَأَنْطَلَقَا

﴿أَجْرًا عَلَيْهِ لَتَتَّخِذَ﴾ (الكهف 77)، وهي دليل قاطع على جواز عقد الإجارة، وقوله تعالى:

﴿الْأَمِينُ الْقَوِيُّ اسْتَجَرْتِ مِنْ حَبْرَانَ اسْتَجْرَهُ يُتَابِتُ إِحْدَهُمَا قَالَتْ﴾ "القصص 26" وفيها عرض نبي الله

شعيب على نبي الله موسى الزواج من إحدى ابنتيه على أن يعمل عنده بالأجرة ثماني سنين وهذا دليل على مشروعية الإجارة عندهم.

- من السنة النبوية: قوله عليه الصلاة والسلام ".....ومن استأجر أجيراً فليعلمه أجره" والشاهد أيضاً أن الرسول صلّى الله عليه وسلم بعث والناس يؤاجرون ويستأجرون ولم ينكر عليهم، فكان ذلك تقريراً منه والتقريب وجه من وجوه السنة.

¹ فهد بن علي الحسون، الإجارة المنتهية بالتملك في الفقه الإسلامي، مكتبة مشكاة الإسلامية، مقال منشور على الموقع:

www.saaid.net/book/9/2471.doc ص: 07.

² عبد الوهاب إبراهيم أبو سليمان، عقد الإجارة مصدر من مصادر التمويل الإسلامي، دراسة فقهية مقارنة، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2000، ص: 22.

³ أيمن طلب محمد الشيخ عيد، صكوك الإجارة ودورها في تمويل مؤسسات التعليم العالي الفلسطيني، مذكرة ماجستير، عمادة الدراسات العليا والبحث العلمي، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، 2014، ص: 22-23.

- من الإجماع: أجمعت الأمة على مشروعية الإجارة من زمن الرسول صلّ الله عليه وسلم إلى يومنا هذا والحكمة من مشروعية الإجارة أنها وسيلة هامة للتيسير على الناس، تمكنهم من الحصول على منافع أعيان لا يستطيعون تملكها.

2-1 شروط عقد الإجارة: يستلزم لصحة عقد الإجارة توفر الشروط التالية¹

- أن تكون المنفعة مباحة شرعا؛
- أن تكون المنفعة معلومة عند التعاقد علما، تنتفي معه الجهالة المؤدية إلى النزاع؛
- إذا كانت المنفعة المعقود عليها قابلة للامتداد والبقاء لا يكفي ذكر اسمها لتحديد مقدارها، ووجب لتمام العلم بها، ذكر مدتها حتى تكون معيارا لها؛
- أن تكون المنفعة مقدورة التسليم بالقدرة على تسليم محلها، وهو العين المؤجرة، لذلك لا تصح إجارة العين المرهونة والدابة الضالة؛
- ألا يكون بمحلها عيب يخل بالانتفاع أو يمنعه؛

- أن يكون محل المنفعة معروفا للمستأجر عند العقد بأن يكون قد رآه، فإن لم يكن رآه لم يلزم العقد عند رؤيته، وللمستأجر فسخه عند رؤيته محل عقد الإجارة، قد يكون منفعة عين وقد يكون عمل عامل؛
- سلامة العين المؤجرة عند حدوث عيب يخل بالانتفاع بها.

3-1 أركان عقد الإجارة: تتمثل أركان عقد الإجارة في²

- العاقِد: ويشمل أطراف العقد " المؤجر والمستأجر" ممن له حق الإيجاب والقبول فيه، حيث يشترط في العاقِد ما يلي:
- أن يكون رشيدا؛ فإن عقد السفية والمحجور عليه لا ينفذ؛
- أن يكون مميزا فلا يصح من صغير أو مجنون؛
- أن يتم العقد من مالك أو وكيل أو ناظر؛
- أن يتم العقد باختيار المتعاقدين؛ أي لا يقع تحت إكراه.

¹ كوديد سفيان وابن منصور عبد الله، تمويل الإجارة المنتهية بالتمليك في البنوك الإسلامية، بحث مقدم إلى: المؤتمر العلمي الثاني حول الخدمات المصرفية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مخبر إدارة المؤسسات وتسيير رأس المال الاجتماعي، جامعة تلمسان، ص: 05.

² عبد الوهاب إبراهيم أبو سليمان، مرجع سابق، ص ص: 26-30.

- الصيغة "الإيجاب والقبول": خصّ بعض الفقهاء الإيجاب بما صدر عن صاحب العين في العقد، البائع في البيع، والمؤجر في الإجارة وهكذا، وذهب البعض إلى أنّ الإيجاب ما يصدر من الكلام أولاً بصرف النظر عن القائل الأول.
- المنفعة: هي المقصودة بعد الإجارة بالأصالة سواء كانت منفعة آدمي، أو حيوان أو عين من الأعيان، فهي المعقود عليها والغاية من العقد الإجارة.
- رابعاً: صيغ أخرى للتمويل الإسلامي
وهناك صيغ أخرى للتمويل الإسلامي مثل¹:

1- المساقاة

- المساقاة هي معاقدة على أن يدفع شخص شجرة أو زرة إلى شخص آخر يتعهد بالسقي والحفظ والتربية، مقابل جزء شائع معلوم من ثمره، وهي شكل من أشكال التعاون والشراكة بين صاحب الأرض الذي يمتلك زرعاً والعامل الخبير بشؤون الزراعة، يقوم فيها العامل بتقديم كل ما يحتاجه الزرع من سقي وتأبير وتسميد وعناية إلى مدة معلومة بينهما، مقابل جزء متفق عليه من الغلة.
- وتقوم المساقاة على أركان تتمثل في:

- توافر الأهلية في المتعاقدين؛
- أن يكون الناتج مشاعاً والعائد محددًا بنسبة معلومة من الثمر المشاع كالنصف أو الثلث؛
- أن تكون المساقاة على شجر معلوم بالرؤية أو بالصفة التي لا خلاف عليها.

2- المزارعة

- عبارة عن عقد بين شخصين أو أكثر على استثمار الأرض بالزراعة، على أن يكون الناتج منها مشتركاً بينهما حسب الاتفاق، ويقصد بالزرع الحبوب، الحنطة، الشعير وغيرها...
- وتقوم المزارعة على الأركان التالية:

- أن تكون الأرض والمدخلات من قبل أحد الطرفين على أن يقوم الآخر بكل العمل؛
- أن تكون الأرض وحدها من قبل أحد الطرفين، على أن يقوم الآخر بكل العمل؛
- أن تكون الأرض والعمل من طرف والمدخلات من طرف ثان، والعمل من طرف ثالث؛
- الاشتراك في الأرض والمدخلات والعمل.

¹ كردودي صبرينة، تمويل عجز الموازنة العامة للدولة في الاقتصاد الإسلامي دراسة تحليلية مقارنة، الطبعة الأولى، دار الخلدونية، الجزائر، 2007، ص ص: 188-189.

المبحث الثالث: الضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية

امتازت الشريعة الإسلامية بتنظيمها الشامل والعاال لجميع مناحي الحياة، وهذا في حد ذاته خاصية من خصائصها الفذة، فراعى الحقوق وأطرت الواجبات، ولعل من النواحي المهمة التي أولتها الشريعة الإسلامية العناية الفائقة هي ناحية المعاملات المالية، من حيث تميزها بأهدافها ومنطقاتها ووسائلها من حيث الالتزام بالشريعة الإسلامية والتي تعد الركيزة الأساسية والإطار العام لتلك المعاملات المالية، ويعد هذا الالتزام حجر الزاوية الذي يميز أعمال المؤسسات المالية الإسلامية عن غيرها من المؤسسات المالية التقليدية الأخرى، وهو الأساس الذي تستند عليه مختلف العمليات المالية بالصناعة المالية الإسلامية، حيث تصنف النصوص الحاكمة للمعاملات المالية الإسلامية تحت ثلاث مجموعات؛ منها ما يتعلق بالعقود، ومنها ما يشمل المكونات "أسواق مالية إسلامية، ومنتجات" أما المجموعة الثالثة فتتعلق بالتمويل الإسلامي.

المطلب الأول: الضوابط العامة للمعاملات المالية الإسلامية

تعتبر الضوابط الشرعية للمعاملات المالية القاعدة بل الأساس الذي تستند عليه جميع التصرفات المالية من بيع، شراء أو غيرها، ويمكن التطرق للضوابط العامة للمعاملات المالية الإسلامية وأهم مكوناتها من خلال النقاط التالية:

الفرع الأول: مفهوم الضوابط الشرعية

أولاً: تعريف الضوابط الشرعية

الضابط في اللغة مأخوذ من الضبط، والضبط هو لزوم الشيء وحبسه، وضبط الشيء حفظه بالحزم، ويسمى الأسد؛ الأضبط، لأنه يأخذ الفريسة أخذاً شديداً، فلا تكاد تفلت منه كالضابط.

ومعنى الضبط في اصطلاح الفقهاء يتناسب مع معنى الضابط في اللغة تناسباً ظاهراً، وذلك أن الفقهاء قصدوا من وضع الضوابط الفقهية حصر وحبس عدد كبير من الفروع والمسائل الفقهية في معنى واحد وضابط متحد، وبالتالي فهي تعبر عن حكم كلي فقهي ينطبق على جزئيات كثيرة في باب واحد.¹

ثانياً: منهجية الضوابط الشرعية

تمتاز منهجية الضوابط بأثرها المباشر في التنظيم المنهجي لعملية الاجتهاد في الحكم على المعاملة المالية المعاصرة، حيث تقضي هذه المنهجية بأن الأصل في المعاملة المالية الصحة والإباحة، ثم يتحقق من عدم وجود أحد أسباب المنع الواردة ضمن ضوابط هذه المنهجية، فإن تحقق من وجود سبب مانع من صحة المعاملة منعها "تحريماً أو كراهة" بحسبه.

¹ أمجد درويش أبو موسى، قاعدة "الضرر يزال" وأثرها في المعاملات المالية والطبية المعاصرة، دراسة فقهية تطبيقية، ماجستير الدراسات الإسلامية في الفقه المقارن، كلية التربية، عمادة الدراسات العليا والبحث العلمي، جامعة الأزهر، غزة، 2012، ص: 18.

حيث تقوم منهجية الضوابط الشرعية على وجود منهجين فقهيين متسايرين؛ أحدهما: ظاهر مشهور في التصنيف الفقهي العام، والثاني: غير ظاهر إلا في مواضع البحث والمناقشة والترجيح الفقهي ضمن الشروح والمطولات، ويمكن بيان فحوى المنهجين على النحو التالي:

- **المنهجية الأولى:** وجود عناوين ظاهرة تضم أسماء العقود الرئيسية من البيع والإجارة والمشاركات بأنواعها من المضاربة والسلم والاستصناع والمزارعة والمساقاة ونحوها، هذا إلى جانب الربا ومسائله، وهذه المنهجية العقدية هي المشهورة المطردة في عموم مصادر الفقه الإسلامي.
- **المنهجية الثانية:** تعبر عن مجموعة من الضوابط الاستدلالية غير الظاهرة والتي تتكرر في مواضع من الاستدلال، يستند إليها الفقهاء في الوصول إلى الحكم الشرعي للمعاملات المالية، وبالتتبع يمكن تلخيص هذه الضوابط في:
 - قاعدة الأصل في المعاملات المالية الصحة والإباحة؛
 - قاعدة الربا؛
 - قاعدة الغرر والجهالة؛
 - قاعدة الميسر والقمار؛
 - قاعدة الغش والتغريب والخداع ومنه الغبن؛
 - قاعدة الإفضاء إلى ترك واجب أو فعل محرم "نصاً أو دلالة"¹.

ثالثاً: أهمية الضوابط الشرعية للمعاملات المالية

تتجلى أهمية الأخذ بالضوابط من خلال الأوجه التالية²:

- تيسر طرق المجتهدين والمفتين للوصول إلى حكم المعاملة المالية المعاصرة من خلال معايير واضحة ومحددة، ضمن منهجية تعين المجتهد على تحري الإصابة ما أمكن؛
- إن فيها إعمالاً لمنهجية معتمدة أخذ بها الفقهاء في استنباطهم أحكام المعاملات المالية؛
- إن التقريب بين أصول الاستدلال الخاصة من خلال الضوابط يتيح تضيق موارد الخلاف الفقهي في المسائل المالية المعاصرة، كما تكشف الكثير من المذاهب الشاذة؛
- غن الضوابط الشرعية تمثل نافذة الفقيه إلى مواقع المقاصد للمعاملات المالية في الشريعة الإسلامية.

¹ رياض منصور الخليلي، التجديد في فقه المعاملات المالية المعاصرة، مفهومه، مشروعيته ومجالاته، مقال منشور على الموقع:

<http://elibrary.medi.u.edu.my/books/MAL05803.pdf> ص ص: 39-40.

² المرجع نفسه، ص ص: 40-41.

الفرع الثاني: الاستناد إلى الشريعة الإسلامية

لقد جاءت النصوص الشرعية وافية بالمسائل والنوازل -بطريق النص أو المعنى- كما قال تعالى: ﴿شَيْءٌ مِّنَ الْكِتَابِ فِي فَرْطِنَا مَا﴾ وقوله تعالى: ﴿لِّلْمُتَّسِلِينَ وَتُحْرَىٰ وَرَحْمَةً وَهُدًى شَيْءٌ لِّكُلِّ نَبِيْنًا لَّكِتَابٌ عَلَيْكَ وَتُرْتَّلَانَا﴾ وفي الحديث {تركتم فيكم أمرين لن تظلوا ما تمسكتم بهما، كتاب الله وسنتي}.

إن المتعين على الفقيه -قديمًا وحديثًا- اعتبار النصوص الشرعية ذات الصلة بالمعاملات المالية المستحدثة، وإعادة استثمارها طبقًا للقواعد الأصولية في الاستدلال والاستنباط بما يحقق الجواب على المسائل المختلفة، فإن تعظيم العناية بالنصوص على الوجه الأمثل تفضي إلى إصابة الحق وتحصيل المصالح الدينية والدنيوية، وإن تقصير الفقيه في اعتبار النصوص أو التساهل في التعويل عليها -جمعا ودراسة واستنباطا- يقتضي الإخلال بالحكم الشرعي للمعاملة المالية، ومن ثم يحصل من الفساد الديني والدنيوي بحسب ذلك التقصير والإخلال، كما أكد ابن تيمية هذا المعنى بقوله: {لكن اعتبار مقادير المصالح والمفاسد هو بميزان الشريعة، فمتى قدر الإنسان على اتباع النصوص لم يعدل عنها، وإلا اجتهد رأيه لمعرفة الأشباه والنظائر، وقل أن تعوز النصوص من يكون خبيرًا بها وبدلالاتها على الأحكام} ¹.

الفرع الثالث: الاتجار في الطيبات

يجب على المسلم إذا همَّ بمعاملة ما أن يعرف هل هي من الحلال الطيب فقبل عليها، أم من الحرام الخبيث فيمتنع عنها ولا يخرج التاجر والمستثمر المسلم عن هذا الإطار أبدا مهما أعجبه كثرة الخبيث وبدا له من بريق أو إغراء أو كثرة ربح ².

الفرع الرابع: مبدأ المشاركة في الربح والخسارة "الغنم بالغرم" و"الخراج بالضمان" ³

إن الشريعة الإسلامية السمحاء تقوم على أساس القسط والعدل والمساواة في كل مجالات الحياة الإنسانية، فلو تتبعنا الأحكام الشرعية في مجال المعاملات، لوجدناها مبنية على هذا الأساس، فقد استنبط العلماء القاعدة الفقهية التي تحكم هذا المجال وهي "الغنم بالغرم" و"الخراج بالضمان"

الغنم لغة هو الفوز بالشيء والربح والفضل، ولا يخرج المعنى الاصطلاحي عن المعنى اللغوي، والغرم: الدين وأداء شيء لازم، ومعنى القاعدة الفقهية: "الغنم بالغرم": أن من ينال نفع شيء يتحمل ضرره، ودليل هذه القاعدة قول النبي

¹ رياض منصور الخلفي، مرجع سابق، ص: 33.

² عز الدين خوجة، المدخل العام للمعاملات المالية الإسلامية، الطبعة الأولى، دار الامتثال للمالية الإسلامية، تونس، 2013، ص: 47.

³ للاطلاع راجع:

- عبد الكريم قندوز، التحوط في التمويل الإسلامي حماية للمال ودافع للتنمية، الطبعة الأولى، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي،

2015، ص ص: 21-23.

- عماد عبد القادر المرزوق، قاعدة الخراج بالضمان وتطبيقاتها، مقال منشور ضمن موقع الملتقى الفقهي:

<http://feqhweb/vb/t17848.html>

صلّ الله عليه وسلم: { لا يغلق الرهن من صاحبه الذي رهنه، له غنمه وعليه غرمه } والمقصود من غنمه زيادته ونتاجه، وغرمه هلاكه ونقصه؛ أي من أئلف مال غيره سواء عارية أو إجارة أو وديعة، يضمنها لقوله صلّ الله عليه وسلم: { على اليد ما أخذت حتى تؤديه }، وبما روي عن أنس -رضي الله عنه- { أن عمر بن الخطاب ضمنه وديعة كانت معه، فسرقته أو ضاعت منه } وقد فسر البيهقي ذلك بأنه ضمنها بتفريطه فيها، وأمّا إذا كان الضياع بلا تفريط وإتّما قهرا فلا ضمان عليه، لقوله صلّ الله عليه وسلم: { لا ضمان على مؤتمن }.

وفي الحديث عن قاعدة "الخراج بالضمنان" والتي هي نص حديثي روته أمنا عائشة -رضي الله عنها- { أن رجلا ابتاع غلاما فأقام عنده ما شاء الله أن يقيم، ثم وجد به عيبا فخاصمه إلى النبي صلّ الله عليه وسلم فرده عليه، فقال الرجل: يا رسول الله قد استغل غلامي، فقال رسول الله صلّ الله عليه وسلم: الخراج بالضمنان }، قال العلامة الخطابي في شرح الحديث، معنى الخراج؛ الدخل والمنفعة، ومن هذا قوله تعالى

{ الرَّزْقِينَ حَيْرٌ وَهُوَ خَيْرٌ لَكَ فَخَرَجُ حَرْجًا تَسْأَلُهُمْ أَمْرٌ } (المؤمنون 72)، ومعنى قوله الخراج بالضمنان: " أن المبيع إذا كان له دخل وغلة، فإن مالك الرقبة الذي هو ضامن الأصل، يملك الخراج بضمنان الأصل، فإذا ابتاع الرجل أرضا فأشغلها أو ما شبه فنتجها، ثم وجد بها عيبا فله أن يرد الرقبة ولا شيء عليه"

المطلب الثاني: الضوابط الشرعية المتعلقة بالعقود

يمكن توضيح الضوابط المتعلقة بالعقود من خلال الفروع التالية:

الفرع الأول: الضوابط الشرعية المتعلقة بالعاقد

أولا: حرية الاختيار

وتعبر عن عنصر التراضي في المعاملات وحكم الإكراه فيه، والمقصود بإطلاق الحرية للأعوان الاقتصاديين في أن يعقدوا في العقود ما يرون، وبالشروط التي يشترطون غير مقيدين إلا بقيد واحد وهو ألا تشتمل عقودهم على أمور قد نهي عنها الشرع الإسلامي، فما لم تشتمل تلك العقود على أمر محرّم بنص أو بمقتضى القواعد العامة المقررة التي ترتفع إلى درجة القطع واليقين، فإن الوفاء بها لازم والعاقد مأخوذ بما تعهد به، وإن اشتملت العقود على أمر حرّمه الشرع فهي فاسدة أو على الأقل لا يجوز الوفاء بالجزء المحرّم منها¹.

¹ صالح مفتاح وريمة عمري، مرجع سابق، ص: 10.

ثانيا: نية التعاقد ومقصده

أي العلاقة بين المعنى واللفظ، وأن العبرة في العقود للمقاصد والمعاني لا للألفاظ والمباني، وما يترتب على ذلك من تحريم الحيل الفقهية والتي من أبرزها بيع العينة*.

الفرع الثاني: الضوابط الشرعية المتعلقة بالمعقود عليه " محل العقد"

أولاً: ضابط تحريم الغرر

يعبر الغرر عن كل الأنشطة التي تشتمل على عناصر من عدم اليقين، الغموض أو الخداع في الصفقات التجارية، وبالتالي فهو يشر إما إلى عدم اليقين من طبيعة السلع أو أسعارها، أو خداع المشتري في أسعار السلع، حيث أجمع الاقتصاديون على أن الحد الأدنى من الغرر ظاهرة طبيعية في السوق، شرط أن لا يكون مفرطاً في العقود ومؤثراً على الاقتصاد والمجتمع، ومن المستحيل عملياً القضاء على هذا العنصر تماماً من السوق، حيث أن الغرر المحذور شرعاً هو ذلك الجزء المؤثر في المعاملات التجارية والمؤثر على شرعية الصفقات¹، ولقد أجمع العديد من الفقهاء والاقتصاديون على أن الغرر يعد من أهم المحظورات الشرعية في المعاملات المالية الإسلامية، لأنه صورة من صور أكل المال بالباطل.

1- تعريف الغرر

أ- **الغرر لغة:** يقول ابن منظور في لسان العرب: الغرر من غرّه يغره غرّاً، وغرورا وغرّة فهو مغرور وغرير أي خدعه وأطمعه بالباطل².

ب- **الغرر اصطلاحاً:** تنوعت تعبيرات العلماء في التعبير عن الغرر فمثلاً: قول الخطّابي في " معالم السنن " (كل بيع كان المقصود منه مجهولاً غير معلوم، أو معجوزاً عنه غير مقدور عليه فهو غرر) وقول ابن القيم رحمه الله: (الغرر ما لم يعلم حصوله، أو لا يقدر على تسليمه أو تعرف حقيقته ومقداره)³، ويعرفه أبو الحسن البصري بقوله: (الغرر هو ما تردد بين جوازين متضادين الأغلب منهما أخوفهما، أي بيع ما ليس عندك)⁴

* بيع العينة يقصد به أن يبيع شيئاً من غيره بثمن مؤجل، ويسلمه إلى المشتري ثم يشتريه قبل قبض الثمن بثمن نقد أقل من ذلك القدر، ومثال ذلك أن يبيع شخص سلعة على شخص آخر بمبلغ مائة وحدة نقدية، مؤجلة لمدة سنة، ثم في نفس الوقت يشتري البائع سلعته من المشتري بمبلغ خمسين وحدة نقدية، وتبقى المائة في ذمة المشتري الأول.

¹Islamic Capital Market Fact Finding Report , Report Of : The Islamic Capital Market Task Force Of The International Organization Of Securities Commissions, July 2004, p p: 07-08.

² أبو الفضل محمد ابن منظور، لسان العرب، الجزء الخامس عشر، دار صادر، 2003، ص: 30.

³ سليمان الرحيلي، فقه المعاملات المالية القواعد الفقهية المتعلقة بالبيع، إصدار دائرة الشؤون الإسلامية، الشارقة، 2015، ص ص: 186-187.

⁴ أبو الحسن الماوردي البصري، مرجع سابق، ص: 326.

أما الغرر* في اصطلاح الفقهاء فيتعلق بعقود المعوضات غالباً، مثل البيع والإجارة¹، ويدور مفهوم الغرر حول حادثة أو واقعة معينة لها نتيجتان فقط هما الحصول وعدم الحصول، وأن معامل احتمال الحصول مساو لاحتمال عدم الحصول؛ أي أن معامل الاحتمال لكل منهما يساوي 50%.

وبالتالي فالغرر هو ما كان على خطر الحصول، وعرف بأنه ما كان مستور العاقبة والحديث عام يشمل كل البيوع التي يدخلها الغرر، وهذه قاعدة مهمة تبنى عليها الصناعة المالية الإسلامية، حيث أن فساد العقود في المعاملات يرجع أساساً إلى أمرين هما الربا وما يؤدي إليه والميسر وما يؤدي إليه وما في معناه².

2- علة تحريم الغرر: إن العلة في تحريم العقود الاحتمالية، والغرر هو عدم التأكد في تلك العقود سواء في صيغة العقد وشروطه، أو في محل العقد ولكن لا يكاد يخلو أي عقد من عدم التأكد لذلك لكي يكون الغرر أو العقد الاحتمالي محرماً يشترط أن يقوم على المشاحنة والتنافس لأنها مصدر العداوة والبغضاء، وأكل المال بالباطل كما يستفاد من حديث أنس بن مالك -رضي الله عنه- أن النبي -صلّى الله عليه وسلم- نهي عن بيع ثمر التمر حتى تزهو فقلنا لأنس ما زهوها؟ قال: تحمر وتصفر، رأيت إن منع الله الثمرة بما تستحل مال أخيك³

3- أوجه الغرر: قد يكون الغرر في أوجه عدة لعل أهمها مايلي⁴

- قد يكون من جهة العقد وأثره: يعني عند التعاقد كبيع الحصة فيه أثر وغرر من جهة العقد والأثر.
- قد يكون من جهة الثمن ومقداره: كبيع السلعة بثمنين ينعقد عليهما العقد، مثل أبيعك هذه السلعة حاضرة بمائة وأبيعك هذه السلعة غائبة بمائة وخمسين، ويقول قبلت، ما ثمن السلعة؟ ممكن أن يكون مائة وممكن أن يكون مائة وخمسين، وهذا غرر.
- قد يكون من جهة عدم معرفة المبيع: ومن أمثلة جهل المبيع أن يبيع البائع علبه تساوي خمس وحدات نقدية، ولا يدري المشتري ما بداخلها، فقد يجد لعبة تساوي خمس وحدات نقدية أو قد لا يجد شيئاً بداخلها، وهذا لاشك أنه غرر لا يعرف فيه المبيع، حيث كان الفقهاء يقولون يبيع ما في الكم، أبيعك ما في كمي بعشرة حظك، فيمكن أن يكون أحسن من عشرة أو أقل من عشرة، وهذا غرر من جهة معرفة المبيع.
- قد يكون من جهة الجهل بصفة المبيع وقدره: كبيع اللبن في الضرع، حيث أنه مجهول المقدار.

* الغرر لغة المكر والخديعة، ومنه رجل غرّ أي رجل مخادع، ومنه قوله تعالى: "وما الحياة الدنيا إلا متاع الغرور" كما سمي الشيطان غروراً لخداعه الناس.

¹ هي العقود التي يأخذ فيها كلا المتعاقدين مقابلاً لما أعطي، أو هي عقود يقصد منها كل طرف الحصول على ما عند صاحبه على سبيل التملك.

² محمد سعدو الجرف، مبادئ التأمين والتكافل، قسم الاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، دون دار نشر، دون سنة نشر، ص: 03.

³ صالح مفتاح و ريمة عمري، مرجع سابق، ص: 10.

⁴ عبد الرحيم الساعاتي، إدارة الغرر في التأمين الإسلامي، مقال منشور على الموقع: <http://www.islamtoday.net/files/tameen2/file/5.pdf>

⁵ سليمان الرحيلي، مرجع سابق، ص ص: 188-189.

- قد يكون من جهة عدم القدرة على التسليم: كبيع السمك في الماء الكثير، وبيع البعير الشارد، وبيع السيارة المسروقة ليست من جهة سارقها بل من جهة مالکها.

- قد يكون من جهة جهالة وقت التسليم: مثل بيع مؤجل لم يحدد فيه موعد التسليم "تسليم المبيع أو تسليم الثمن"¹ كالبيع إلى حين ميسرة، يقول أبيعك هذه السيارة بخمسين ألف إلى حين ميسرة، حين ميسرة متى؟ ممكن بعد سنة أو بعد سنتين أو بعد عشرين سنة وهذا أجل غير معلوم ففيه غرر.

4- أنواع الغرر: تتمثل أنواع الغرر في²

- غرر في الوجود: مثل بيع المعدوم وبيع شيء لم يخلق بعد؛

- غرر في الحصول: مثل بيع ما لم يقبض؛

- غرر في المقدار: مثل بيع غوص الغائص ورمية الصياد؛

- غرر في الجنس: مثل بيع سلعة لم تحدد؛

- غرر في الصفة: مثل بيع أرز لم تحدد صفته؛

- غرر في الزمان (الأجل): مثل بيع مؤجل لم يحدد فيه موعد التسليم (تسليم المبيع أو الثمن)

- غرر في المكان: مثل بيع لم يحدد فيه مكان التسليم؛

- غرر في التعيين: مثل بيع ثوب من ثوبين مختلفين.

5- ضابط الغرر المؤثر في المعاملات: لكي يكون الغرر مؤثرا في المعاملات وحب توفر الشروط التالية:

أ- الشرط الأول: أن يكون الغرر كثيرا³

أجمع الفقهاء على أن الغرر الذي يؤثر في العقد هو الغرر الكثير، وأن الغرر اليسير لا تأثير له مطلقا والاختلاف الواسع بين الفقهاء لا يرجع إلى أصل القاعدة وإنما يرجع إلى اختلافهم في تطبيقها، وهذا يكون في الحالات الوسط التي يتردد فيها الغرر بين الكثير واليسير، فيلحقه فقيه بالكثير ويفسر به العقد ويلحقه آخر باليسير ويصحح العقد، فمن الأمثلة المتفق عليها بين الفقهاء للغرر اليسير الذي لا يؤثر في صحة العقد:

- بيع الحبة المحشوة، وغن لم ير حشوها؛

- بيع الدار وإن لم ير أساسها؛

¹ رفيق يونس المصري، فقه المعاملات المالية، الطبعة الأولى، دار القلم، دمشق، 2005، ص: 139.

² المرجع نفسه، ص: 138-139.

³ الصديق محمد الضربير، الغرر في العقود وآثاره في التطبيقات المعاصرة، الطبعة الأولى، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، السعودية، 1993، ص: 39-41.

- إدارة الدار شهرا مع أن الشهر قد يكون ثلاثون يوما، أو تسعة وعشرين يوما؛

ومن الأمثلة المتفق عليها للغرر الكثير المؤثر في صحة العقد:

- بيع الحصاة وبيع الملامسة والمنابذة؛

- بيع الثمر قبل ظهوره؛

- بيع المضامين والملاحيق؛

- بيع مجهول الذات من غير أن يكون للمشتري حق في تعيينه.

وبالتالي فإن وضع ضابط محدد للغرر الكثير والغرر اليسير في وقت واحد أمر غير ميسور، لذلك جاء الإسلام ينهى عن بيع الغرر بصفة عامة ويؤكد أن التعبير ببيع الغرر يشعر بأن البيع المنهي عنه هو ما تمكن فيه الغرر حتى أصبح يوصف به.

ب- الشرط الثاني: أن يكون الغرر في عقد من عقود المعاوضات المالية أو ما بمعناها

مثل البيع والإجارة والشركة، فلا يؤثر الغرر في عقود التبرعات ولو كان كثيرا كالهبة والوصية، والغرر في عقد المعاوضة يقع في صيغة العقد أو في محله¹.

ج- الشرط الثالث: أن يكون الغرر في المعقود عليه أصالة²

إذا كان الغرر في المعقود عليه أصالة فإنه يفسد العقد، مثل بيع الثمر قبل بدو صلاحه، دون بيع الأصل ودون شرط القطع، أما إذا كان الغرر في التابع للمعقود عليه أصالة فلا يؤثر مثل بيع الشجر مع الثمر قبل بدو صلاحه.

د- الشرط الرابع: أن لا تدعو الحاجة المعتبرة شرعا إلى العقد المشتمل على غرر³

ويشترط في الحاجة أن تكون متعينة بأن تنسد جميع الطرق المشروعة الموصلة إلى الغرض سوى العقد المشتمل على غرر كثير، مثل التأمين التجاري عند عدم وجود التأمين التكافلي.

¹ المعيار الشرعي رقم 31، ضابط الغرر المفسد للمعاملات المالية، متوفر على الموقع:

502/1^e/zsd.pdf

² المرجع نفسه، ص: 502.

³ المرجع نفسه، ص: 502.

ثانيا: النهي عن بيع المرء ما ليس عنده

أي ما لا قدرة له على تسليمه، فعن عبد الله بن عمرو بن العاص -رضي الله عنهما- قال: قال رسول الله صلّ الله عليه وسلم¹: " لا يحل سلف وبيع، ولا شرطان في بيع، ولا ربح ما لم يضمن، ولا بيع ما ليس عندك" أما بيع الموصوف المضمون في الذمة كما في السلم فليس من هذا الباب في شيء.

ثالثا: النهي عن بيع الإنسان ما لا يملك

هو مفهوم ورد النهي عنه في عدّة أحاديث وردت بألفاظ مختلفة، منها حديث حكيم بن حزام، فقد روى أحمد وأصحاب السنن عن حكيم بن حزام قال: " قلت يا رسول الله يأتيني الرجل يسألني عن بيع ما ليس عندي أبتاع له من السوق ثم أبيع؟ فقال صلّ الله عليه وسلم: لا تبع ما ليس عندك" كما ورد أيضا في حديث عبد الله بن عمرو بن العاص قال: قال رسول الله صلّ الله عليه وسلم: " لا يحل سلف وبيع ولا شرطان في بيع ولا ربح ما لم يضمن ولا بيع ما ليس عندك"²، حيث اتفق الفقهاء على تحريم بيع الإنسان ما لا يملكه من الأعيان أصالة عن نفسه، على أن يقوم بشرائه بعد ذلك ويسلمه للمشتري³ ويستثنى من ذلك السلم، إذ أن المبيع إذا كان في ذمة المشتري كان كالحاضر المقبوض.

رابعا: النهي عن البيع قبل القبض

وقد وردت فيه عدّة أحاديث، وقد اختلف الفقهاء في نطاق المنع وفي علّة النهي، وهي تتراوح بين عدم المقدرة على التسليم، وعدم ضبط محل العقد وعدم عدالة الثمن.

¹ منذر فحف، النصوص الاقتصادية من القرآن والسنة، سلسلة أبحاث مركز الاقتصاد الإسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، دون سنة نشر، ص: 715.

² خالد ولد أحمدو، بيع الإنسان ما لا يملك وعلاقته ببيع المرابحة، مقال منشور ضمن موقع الملتقى الفقهي على الموقع:

<http://www.feqhweb.com/VBLT13587.html>.

³ مساعد بن عبد الله بن حمد الحقيّل، ربح ما لم يضمن، دراسة تأصيلية تطبيقية، الطبعة الأولى، دار الميمان للنشر والتوزيع، الرياض، 2011، ص ص:

186-185.

الفرع الثالث: الضوابط الشرعية المتعلقة بالثمن أو العوض

يندرج تحت هذه المجموعة عدة فئات كالتالي:

أولاً: ضابط تصنيف العقود إلى عقود تبرع ومعاوضة

المعاوضة هو عقد تراض مبناه على المساواة والمعادلة، وهي أن يعترف له بعين في يده أو دين في ذمته ثم يتفقان على تعويضه عن ذلك بما يجوز تعويضه به، وفي القانون عقد المعاوضة هو العقد الذي يأخذ فيه كل من المتعاقدين مقابلاً لما أعطاه.¹

لم يرد في هذا التصنيف نص، وإنما هو من صنعة الفقهاء تسهيلاً للدراسة والمقارنة، وقياس الشبيه على شبيهه، وإنما وردت النصوص في النهي عن أخذ أجره على بعض الأعمال كتعليم القرآن وقراءته والآذان، وغير ذلك من القرب والواجبات.

ثانياً: ضابط تحريم الربا

يعتبر بحث الربا متسعا من النواحي الشرعية ومؤصلاً ومستندا في كتاب الفقه، لكن الغوص فيه ليس سهلاً للكثيرين خاصة غير المختصين بالعلوم الشرعية، لهذا نجد من الاقتصاديين من حاول إيجاد نماذج لإعادة تقدير الربا بأسلوب يتناسب واللغة العلمية.

1- تعريف الربا

- الربا لغة: اسم على وزن فعل بكسر الفاء وفتح العين، لعلهم خففوه من "الرباء" بالمد فصيروه اسم مصدر لفعل ربا الشيء يربوا ربوا بسكون الباء على القياس كما في الصحاح وبضم الراء والباء كعلو، وربا بكسر الراء وبالمد مثل الرماء إذا: زاد² قال تعالى: { *اللَّهُ عِنْدَ رَبِّوَأَفَلَا { (الروم 39) والربا من الإرباء أي الزيادة على

¹ سليمان خلف الحميد الخلف، أثر الغبن في المعاوضات المالية، مجلة مداد الآداب، العدد الثالث، متوفر على الموقع: <http://www.iasj.net> ص 376-377.

² محمد الطاهر ابن عاشور، التحرير والتنوير، دار سحنون، دون سنة نشر، ص: 79.

* (وما آتيتهم من ربا ليربوهم في أموالهم، فلا يربوهم عند الله) أي: من أعطى عطية يريد أن يرد الناس عليه أكثر مما أهدى لهم، فهذا لا ثواب له عند الله بهذا فسرّه ابن عباس ومجاهد والضحاك وقتادة وعكرمة، وهذا الصنيع مباح وإن كان لا ثواب فيه، إلا أنه قد نهى عنه رسول الله صلّى الله عليه وسلم خاصة، قاله الضحاك واستدل بقوله تعالى: (ولا تمنن تستكثر المذثر 6) أي لا تعط العطاء تريد أكثر منه.

الشيء¹ ومنه الربوة للمكان الزائد على غيره في الارتفاع² ويقال أربى الرجل إذا: عامل بالربا³ ويقال ربا السوق يربو إذا زاد⁴.

- **الربا اصطلاحاً:** الربا في أبسط تعاريفه هو: كل فضل يقابله عوض في مبادلة مال بمال من جنسه وهو المشاركة في الغنم دون الغرم⁵ وهو الزيادة في نظير الزيادة في الأجل، فهو كسب خبيث وغير منطقي لأنه يكسب بالنقد، والنقد لا يلد النقد وهو كسب بالانتظار فالزمن هو العامل فيه، وهو في الغالب نوع من البطالة لأنه جني من غير عمل ويؤدي إلى القمار والمراهنات⁶، وكان العرب سابقاً يقولون: (إما أن تقضي وإما أن تربي) وقد كان ذلك شائعاً في الجاهلية، كذا قال الفقهاء والظاهر أنهم كانوا يأخذون الربا على المدين من وقت إسلامه، وكلما طلب النظرة أعطي ربا آخر، وربما تسامح بعضهم في ذلك وكان العباس ابن عبد المطلب مشتهراً بالمراباة في الجاهلية، وجاء في خطبة الوداع: (ألا وإن ربا الجاهلية موضوع، وإن أول ربا أبداً به ربا عمي عباس بن عبد المطلب)⁷ وهو كما يقول ابن قدامي في المغني: الزيادة في أشياء مخصوصة، وهو محرّم بالكتاب والسنة والإجماع، كما عرّفه الحنفية بأنه (فضل مال بلا عوض في معاوضة مال بمال، وقيل فضل أحد المتجانسين)⁸

- **حكم تحريم الربا:** أجمع أهل العلم على تحريم الربا واستدلوا في ذلك من كتاب الله وسنة رسول الله صلّى الله عليه وسلم.

- **من الكتاب:** نظم القرآن أهم فصول حفظ مال الأمة في العديد من الآيات، كما بيّن إبطال وسيلة كانت من أسباب ابتزاز الأغنياء أموال المحتاجين إليهم وهي المعاملة بالربا، وفي ما يلي عرض لبعض الآيات الدالة على تحريم الربا:

- **قوله**

تعالى: {

لَرَبِّوَامِثْلُ الْبَيْعِ إِنَّمَا قُلُوبًا نَهَمَ ذَلِكَ الْمَسِّ مِنَ الشَّيْطَانِ يَتَخَبَّطُهُ الَّذِي يَقُومُ كَمَا إِلَّا يَقُومُونَ لَا الرِّبَايَا كُفُونِ الَّذِينَ
نَارًا صَحَبُوا وَلَتَبِكَ عَادُونَ رَبُّ اللَّهِ إِلَى وَأَمْرُهُ سَلَفَ مَا فَلَهُ فَانْتَهَى رَبِّهِ مِنْ مَوْعِظَةٍ جَاءَهُ فَمَنْ الرِّبَا وَأَحْرَمَ اللَّهُ وَأَحْلَى
خَلِدُونَ فِيهَا هُمْ أَلْط

¹ محمد بن جرير الطبري، تفسير البيان جامع البيان عن تأويل آي القرآن، تحقيق وتخريج محمود محمد شاكر، دار المعارف، دون سنة نشر، مصر، ص: 07.

² عبد الله بن محمود الموصلّي الحنفي، الاختيار لتعليل المختار، دار الخير، دون بلد نشر، 1998، ص: 276.

³ أبو إسحاق برهان الدين الحنبلي، مرجع سابق، ص: 238.

⁴ أبي الحسن الماوردي البصري، تفسير الماوردي، دار الكتب العلمية، ص: 348.

⁵ عوف محمود الكفراوي، النظام المالي الإسلامي دراسة مقارنة، الطبعة الثانية، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص: 90.

⁶ محمد أبو زهرة، زهرة التفاسير، دار الفكر العربي، دون سنة نشر، منشور على الموقع:

⁷ محمد الطاهر بن عاشور، مرجع سابق، ص: 79. <http://library.islamweb.net/newlibrary/TreeCategory.php?ID=6440> ص: 1958.

⁸ محمد أمين بن عمر ابن عابدين، رد المحتار على الدر المختار، الجزء الخامس، دون دار نشر، دون سنة نشر، ص: 168.

- **قوله: الرِّبَا يَأْكُلُونَ الَّذِينَ:** وهو وعيد يشمل آكل الربا والعامل به، وإِنَّمَا حَصَّ الْآكِلَ بِالذِّكْرِ لِأَنَّهُ مَعْظَمُ الْمَقْصُودِ¹ وقوله يأكلون أي يأخذون فعبر عن الأكل بالأخذ، لأنَّ الأخذ إنما يراد للأكل² وليس المقصود من الربا في هذه الآية الأكل، إلا أن الذين نزلت فيهم هذه الآيات يوم نزلت كانت طعمتهم ومأكلهم من الربا، فذكرهم بصفتهم معظما بذلك عليهم أمر الربا ومقبحا إليهم الحال التي هم عليها في مطاعمهم³.
- **قوله: الْمَسَّ مِنَ الشَّيْطَانِ يَتَخَبَّطُهُ الَّذِي يَقُومُ كَمَا إِذَا يَقُومُونَ لَا:** قال ابن تيمية: أي يوم البعث من القبور والمس الجنون، يقال رجل ممسوس، فالناس إذا خرجوا من قبورهم أسرعوا كما قال تعالى: ﴿يُوفُونَ نُصُوبًا إِلَىٰ كَاتِبِهِمْ سِرَاعًا ۖ أَلَّا جَدَّاتٍ مِنْ تَحْرُجُونَ يَوْمَ﴾ (المعارج 43) إلا أكلة الربا فإنهم يقومون ويستقون لأن الله أرى الربا في بطونهم يوم القيامة حتى أثقلهم، فلا يقدر على الإسراع، وقوله تعالى: **ذَلِكَ** أي هذا الذي ذكر من عقابهم بأنهم قالوا إنما البيع مثل الربا، وقيل إن ثقيفا كانوا أكثر العرب ربا، فلما نهبوا عنه قالوا: إنما هو مثل الربا⁴.
- **وقوله: الرِّبَا مِثْلُ الْبَيْعِ إِنَّمَا قَالُوا بِأَنَّهُمْ ذَلِكَ:** أي إنما جوزوا بذلك لاعتراضهم على أحكام الله في شرعه، وليس هذا قياس منهم للربا على البيع لان المشركين لا يعترفون بمشروعية أصل البيع الذي شرَّعه الله في القرآن ولو كان هذا من باب القياس لقالوا: إنَّ ما البيع مثل الربا، وإِنَّمَا قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلَ الرِّبَا أَي؛ هو نظيره فلم حرِّم هذا وأبيح هذا؟ وهذا اعتراض منهم على الشرع؛ أي هذا مثل هذا، وقد أحلَّ هذا وحرِّم هذا⁵.
- **وقوله: الرِّبَا وَأُحْرِمَ الْبَيْعَ اللَّهُ وَأَحَلَّ:** جملة مستأنفة من الله تعالى ردا عليهم وإنكارا لتسويتهم، وحاصله أن ما ذكرتم قياس فاسد الوضع؛ لأنه معارض للنص فهو من عمل الشيطان⁶، أي ما قالوه من الاعتراض مع علمهم بتفريق الله بين هذا وهذا حكما وهو الحكيم⁷.
- **وقوله: اللَّهُ إِلَىٰ وَأَمْرُهُ دُسَلْفَ مَا فَالَهُ دَفَانْتَهَىٰ رَبِّيهِ مِنْ مَوْعِظَةٍ جَاءَهُ دُفَمَنْ:** معنى هذه الآية الكريمة أنَّ من جاءه موعظة من ربه يزجره بها عن أكل الربا فانتهى أي؛ ترك المعاملة بالربا فله ما سلف أي؛ ما مضى قبل نزول التحريم أي؛ أن الله لا يؤاخذ الإنسان بفعل أمر إلا بعد أن يحرمه عليه⁸.

¹ أبي الفرج جمال الدين الجوزي، زاد المسير، الطبعة الثالثة، المكتب الإسلامي، 1984، ص: 331.

² محمد بن أحمد القرطبي، تفسير القرطبي، دار الفكر، دون سنة نشر، ص: 317.

³ محمد بن جرير الطبري، تفسير الطبري، دار المعارف، دون سنة نشر، منشور على الموقع:

<http://library.islamweb.net/newlibrary/TreeCategory.php?ID=6440> ص: 12.

⁴ أبي الفرج جمال الدين الجوزي، المرجع نفسه، ص: 331.

⁵ إسماعيل ابن كثير الدمشقي، تفسير ابن كثير، دار طيبة، دون بلد نشر، 2002، ص: 709.

⁶ شهاب الدين محمود الألوسي، تفسير الألوسي، دار إحياء التراث العربي، دون بلد نشر، ص: 50.

⁷ إسماعيل بن كثير الدمشقي، المرجع نفسه، ص: 709.

⁸ محمد الأمين الشنقيطي، أصول البيان في إيضاح القرآن بالقرآن، دار الفكر، دون بلد نشر، 1995، ص: 160.

- **وقوله: خَلِدُونَ فِيهَا هُمْ النَّارِ أَصْحَابُ فَأُولَئِكَ عَادُوا مِنِّي:** أي من عاد إلى استحلال الربا أو إلى الربا مستحلاً، فأولئك أصحاب النار هم فيها خالدون¹.
- قوله تعالى: ﴿تَفْلِحُونَ لَعَلَّكُمْ اللَّهُ وَاتَّقُوا مُضْعَفَةً أضعافاً زَبَوَاتاً كَلُوا آلاءَ مَنْوَالَّذِينَ يَتَأْتِيهَا هُوَ نهي عن الربا مع توبيخ بما كانوا عليه من تضعيفه، وكان الرجل منهم إذا بلغ الدين محله زاد في الأجل فاستغرق بالشيء الطفيف مال المديون، وقوله أضعافاً نصب في موضع الحال ومعناه؛ الربا الذي كانت العرب تضعف فيه الدين وكان الطالب يقول أتقضي أم تربي؟ وقوله مضاعفة إشارة إلى تكرار التضعيف عاماً بعد عام².
- من السنة النبوية: وردت عدة أحاديث عن النبي صلّى الله عليه وسلم من قول أو فعل دلّت على تفسير الربا بما هو أعم من ربا الجاهلية، ومن هذه الأحاديث:
- حديث أبي سعيد الخدري: عن الرسول صلّى الله عليه وسلم أنه قال: (الذهب بالذهب، والفضة بالفضة، والبر بالبر، والشعير بالشعير، والتمر بالتمر، والملح بالملح، مثلاً بمثل سواء بسواء، يدا بيد فمن زاد وازداد فقد أربى، الآخذ والمعطي في ذلك سواء فإذا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم إذا كان يدا بيد³)
- حديث قتيبة*: حدثنا أبو عوانة عن سَمَّاك بن حرب عن عبد الرحمان بن عبد الله بن مسعود عن ابن مسعود قال: لعن رسول الله صلّى الله عليه وسلم آكل الربا ومؤكله وشاهديه وكتابه⁴.
- حديث الموطأ والبخاري: عن أبي سعيد وأبي هريرة أنّ سواء بن غزيرة جاء من خيبر بتمر جنيب، فقال له النبي صلّى الله عليه وسلم: أكل تمر خيبر هكذا؟ فقال: يا رسول الله إنّنا لناخذ الصاع من هذا بالصاعين والثلاث، فقال رسول الله صلّى الله عليه وسلم: لا تفعل بع الجمع بالدرهم، ثم ابتع بالدرهم جنيباً⁵

3- أنواع الربا

الربا في أبسط تعاريفه هو كل فضل لا يقابله عوض في مبادلة مال بمال من جنسه، وهو المشاركة في الغنم دون الغرم، وهو كما يقول ابن قدامة في المعنى الزيادة في أشياء مخصوصة، وهو محرّم بالكتاب والسنة والإجماع، وفي الشرع يطلق على شيئين؛ على ربا الفضل وriba النسيئة حسبما هو مفصل في كتب الفقه، وغالبا

¹ عبد الله بن محمود النسفي، تفسير النسفي، الطبعة الأولى، دار الكلم الطيب، دون بلد نشر، 1998، ص: 225.

² عبد الحق بن عطية الأندلسي، تفسير ابن عطية، الطبعة الثانية، وزارة الأوقاف القطرية، قطر، 2007، ص: 352.

* رواه أحمد والبخاري ومسلم والنسائي وأبو داود وابن ماجه:

- في قوله المثل أي الشبه والنظير ومثلاً بمثل بمعنى نفس الجنس ونفس الصنف، أما قوله سواء بسواء أي نفس القدر أو الوزن .

³ صحيح مسلم، كتاب البيوع، باب الصرف وبيع الذهب بالورق نقداً، ص: 43.

* حديث حسن صحيح

⁴ محمد بن عيسى الترمذي، سنن الترمذي، كتاب البيوع، باب ما جاء في أكل الربا، دار الكتب العلمية، ص: 1206.

⁵ محمد الطاهر بن عاشور، مرجع سابق، ص: 88.

- ما كانت تفعله الجاهلية أنه إذا حلّ أجل الدين قال من هو له لمن هو عليه: أتقضي أم تربي؟ فإذا لم يقضي زاد قدرا من المال الذي عليه، وأخر له الأجل إلى حين وهذا حرام بالاتفاق¹، وفي ما يلي تفصيل لأنواع الربا²:
- النوع الأول: ما يعبرون عنه بقولهم (أنظر في أزدك) وهو ربا النسيئة في الذمة وهو محرم إجماعا مهما كانت نسبة الفائدة أو الزيادة .
 - وربا النسيئة هو الأمر الذي كان مشهورا متعرفا في الجاهلية؛ وذلك أنهم كانوا يدفعون المال على أن يأخذوا كل شهر قدرا معيناً، ويكون رأس المال باقيا ثم إذا حلّ الدين طالبوا المدين برأس المال، والسنة المطهرة بينت أنّ: " من زاد أو استزاد فقد أربى " ونهت عن قرض جرّ منفعة³.
 - النوع الثاني: ما يعبرون عنه بقولهم (ضع وتعجل) وهو نفس ربا النسيئة ولكنه جار هنا على العكس، بأن يقول المدين للدائن: ضع من الدين الذي لك عليّ، أعجل لك في الدفع.
 - النوع الثالث: التفاضل في تبادل الربويات مطلقا إذا كانت من جنس واحد
 - النوع الرابع: النسيئة في تعاوض الربويات مطلقا
 - النوع الخامس: بيع الطعام قبل قبضه لحديث نافع عن ابن عمر أن رسول الله صلّى الله عليه وسلم قال: (من ابتاع طعاما فلا يبعه حتى يقبضه) وهو من الذرائع إلى الربا.

ثالثا: ضابط النهي عن بيعتين في بيعة

- المراد به بيع الشيء بثمنين أحدهما حال، وأحدهما مؤجل، ويتم العقد دون جزم بأحدهما، وذلك نحو: أبيعك هذا الثوب بعشرة نقداً، وبعشرين نسيئة ولا يفارقه على أحد البيعين⁴، ويعد من البيوع المنهي عنها حيث روي عن أبي هريرة " رضي الله عنه" قال: "نهى رسول الله صلّى الله عليه وسلم عن بيعتين في بيعة"⁵، قال الترمذي "رحمه الله" "وقد فسر بعض أهل العلم قالوا بيعتين في بيعة أن يقول أبيعك هذا الثوب بنقد عشرة وبنسيئة بعشرين ولا يفارقه على أحد البيعين فإذا فارقه على أحدهما فلا بأس إذا كانت العقدة على أحد منهما.
- ووجه الدلالة فيه أن النبي صلّى الله عليه وسلم علل النهي عن البيعتين في بيعة بالوقوع في الربا، وحتى لا يقع في الربا يأخذ بأقل الثمنين، وأنه إذا أخذ بأعلى الثمنين يكون قد وقع في الربا⁶.

¹ حسن أيوب، فقه المعاملات المالية في الإسلام، الطبعة الأولى، دار السلام، القاهرة، مصر، 2003، ص: 132.

² محمد سعيد رمضان البوطي، محاضرات في الفقه المقارن، دار الفكر المعاصر، بيروت، 2001، ص: 40-41.

³ علي أحمد السالوس، الاقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة، الجزء الأول، دار الثقافة، الدوحة، 1996، ص: 332.

⁴ دود رشيد، دراسة فقهية لحديث "بيعتين في بيعة" في منظور الاقتصاد الإسلامي، جريدة Tsaqafah، العدد 09، الرقم 1، أبريل 2003، متوفر على

الموقع: <http://ejournal.unida.gontor.ac.id/index.php/tsaqafah/article/viewFile/44/41> ص: 207-208.

⁵ أخرجه مالك وأحمد والترمذي والنسائي والبيهقي وابن الجارود، وقال الترمذي: هذا حديث حسن صحيح.

⁶ حسن السيد حامد خطّاب، بيع التفسير وتطبيقاته المعاصرة دراسة فقهية مقارنة، مجلة مركز الخدمة والاستشارات البحثية، كلية الآداب، جامعة

المنوفية، يوليو 2006، ص: 16.

رابعاً: ضابط التيسير ورفع الحرج¹

يقصد به أن تكون الصناعة المالية الإسلامية المبتكرة من غير عسر أو حرج أي بدون مشقة، والمراد من الحرج الضيق، وتوضح أهمية هذه القاعدة كذلك في أن تقييد الأفراد والمتعاملين بالعقود القديمة فيه حرج وتضييق عليهم لأنها لا تفي بكل احتياجاتهم وهي متنوعة ومتزايدة، من هنا برزت ضرورة الصناعة المالية الإسلامية وأهميتها في تطوير تلك العقود كالمزج بين أكثر من عقد أو استحداث أخرى، وكل ذلك في إطار موجبات الشرع الإسلامي.

خامساً: ضابط الاستصلاح والاستحسان " المصالح المرسلة"

الاستصلاح في اللغة طلب المصلحة وفي اصطلاح الأصوليين ترتيب الحكم الشرعي على المصلحة المرسلة بحيث يحققها على المطلوب، حيث يعبر عنها بعض العلماء بالمناسب المرسل وبعضهم بالاستصلاح وبعضهم بالاستدلال، وهذه التعبيرات وإن كانت تبدو مترادفة إلا أن كلا منها ناظر لهذا المقصود من جهة معينة².

والاستحسان هو باب لحرية التعاقد وهو سريان المصالح التي يقرها الشرع، ولا يشهد أصل خاص من الشريعة بإلغائها ولكن لا بد من الأخذ بعين الاعتبار بأن مبدأ المصالح لا يؤدي إلى المفساد³

المطلب الثالث: الضوابط الشرعية للتعامل في الأسواق المالية الإسلامية

نظراً لطبيعة المعاملات في الأسواق المالية التقليدية وما يشوبها من الحرام والشبهات في أحيان أخرى، جاءت الأسواق المالية الإسلامية بضوابط وقواعد تستمد من أحكام الشريعة الإسلامية والتي ضبقت هذه المعاملات بأحكام وقواعد تمتاز بقدرتها على تحقيق النفع لكل المستثمرين وللاقتصاد عامة، ولعل أهم هذه الضوابط:

الفرع الأول: الالتزام بالقيم الإسلامية

المقصود بها القيم الأخلاقية التي يتوجب الالتزام بها في المعاملات المالية، فالالتزام المسلم بالأخلاق الحميدة في معاملاته المالية المختلفة تنطلق من إيمان راسخ وعقيدة ثابتة قوامها طاعة الله عزّ وجل والافتداء برسوله صلّى الله عليه

¹ صالح مفتاح وريمة عمري، مرجع سابق، ص: 10.

² محمد سعيد رمضان البوطي، ضوابط المصلحة في الشريعة الإسلامية، الطبعة 4، دار الفكر، دمشق، 2005، ص: 341-342.

³ صالح مفتاح وريمة عمري، المرجع نفسه، ص: 10.

وسلم¹، حيث أن الالتزام بهذه القيم في الأسواق المالية يقي من الآثار السلبية لحدوث الأزمات المالية الناتجة عن ممارسات الاحتكارات، التدليس أو المقامرة وغيرها².

الفرع الثاني: الإفصاح والمنافسة الحرة

يعد الإفصاح ضرورة من ضرورات العصر في العلاقات المالية، ومن وسائله نشر القوائم المالية للشركة وإرسالها للمساهمين والرقابة الخارجية عليها من خلال مكاتب المحاسبة، وبيان حجم المبيعات والطلب الكلي، كما يجب أن تكون هناك دراسات معمقة بالنسبة للشركات التي تقيد بالسوق المالية الإسلامية، وقد حرص الإسلام على الإفصاح، فقال صلّ الله عليه وسلم: "البيعان بالخيار ما لم يتفرقا، أو قال حتى يتفرقا، فإن صدقا وبينا بورك لهما في بيعهما، وإن كتما وكذبا محقت بركة بيعهم"³.

أما حرية المنافسة فتظهر من خلال قانون العرض والطلب حيث تتحدد أسعار الأوراق المالية من خلال مواجهة طلبات العرض والطلب، فالأصل في الإسلام عدم التدخل لتحديد أسعار السلع، إذ أنّ التعامل في شريعة الإسلام مبني على أساس الحرية وعلى ما يترضاها الطرفان، وفي هذا منع للضرر الذي يعوق حركة التعامل في الأسواق.

الفرع الثالث: تحريم الاحتكار والقمار "الميسر"

يعبر الاحتكار عموما عن حبس السلع عن طلائها، والترصص بها حتى يتحكم المحتزن في رفع سعرها لقلة المعروض منها وانعدامه، وليتسنى له أن يغلبيها كيفما يشاء³ فالاحتكار عملية يقوم بها المضاربون، وذلك بجمع الأوراق الموجودة في السوق واستغلال حاجة باقي المتعاملين لهذه الأوراق للوفاء بالتزاماتهم، وبالتالي فهم يتحكمون في الأسعار بشكل كامل، ويكون الاحتكار عند كبار المتعاملين أو احتكار المؤسسات المالية والنقدية العاملة في الأسواق، فهو يضيق المنافسة ويقضي على صغار المتعاملين ويؤدي إلى تركيز الثروة في يد فئة قليلة من الناس.

أما القمار فهو عقد يتعهد بموجبه كل مقامر أن يدفع إذا خسر المقامرة للمقامر الذي كسبها مبلغا من النقود، أو أي عوض مالي آخر يتفق عليه⁴، أي أن تؤول المعاملة إلى ربح أحد الطرفين وخسارة الآخر ولا بد، كما في اليانصيب ونحوه، فهذه المعاملات تنتهي إلى ربح أحد الطرفين وخسارة الآخر، فيقول الخاسر للرابح قمرتني⁵، فحقيقة القمار هي المغالبة وتعليق العوض على الخطر، فإن وقع الخطر غنم أحدهما وغرم الآخر، وإلا غرم الأول وغنم الثاني، وهذا وصف

¹ عز الدين خوجة، مرجع سابق، ص: 35.

² جمال لعمارة ورايس حدة، تحديات السوق المالي الإسلامي، بحث مقدم إلى: الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة، 21-22 نوفمبر 2006، ص: 07.

³ عز الدين بن زغبية، مقاصد الشريعة الخاصة بالتصرفات المالية، مراجعة: أحمد مهدي بلوافي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز للاقتصاد الإسلامي، م

21، ع1، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، 2008، ص: 76.

⁴ عبد الفتاح محمد صالح، التأمين من منظور إسلامي التأصيل للتكافل وإعادة التكافل، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، الجامعة الأمريكية

المفتوحة، كلية الدراسات الإسلامية، مكتب القاهرة، قسم الاقتصاد الإسلامي، 2014، ص: 61.

⁵ سامي بن إبراهيم السويلم، قواعد الذرائع في المعاملات المالية، مؤتمر شوري الفقهي الخامس، الكويت، 16-17 ديسمبر 2013، ص: 39.

موضوعي لحقيقة القمار، لا علاقة له بعلم الأطراف أو نواياهم حين إبرام العقد، فالقمار حقيقة موضوعية مستقلة حيثما وجدت فالمعاملة قمار محرم، سواء علم الأطراف أن هذا قمار أم لا، وسواء نوى أحدهما أو كلاهما القمار أم لا، ومدار القمار هو أكل المال بالباطل، وليس مجرد احتمال الغنم والغرم أو الربح والخسارة¹.

يعد القمار النشاط الرئيس في الأسواق المالية والذي يتحول العمل فيها بفعل سلوك المقامرين من الاستثمار الحقيقي إلى عمليات صورية يؤجل فيها كلا طرفي المعايضة وهي الثمن والسلعة، وقد قادت المقامرة إلى سلوكيات ضارة لكسب فروق الأسعار من خلال الإشاعات الكاذبة، اعتمادا على حساسية السوق تجاه هذه الإشاعات².

تمتع السوق المالية الإسلامية العمليات الصورية المضاربية، حيث تقل في هذه السوق المضاربة على أسعار الأوراق المالية بدرجة كبيرة، وذلك بسبب تدخل السياسة المالية المعتمدة على الزكاة والتي تفرض عبئا مرتفعا على المتاجرة بالأدوات المالية والعملات، بينما تفرض عبئا بسيطا على الامتلاك طويل الأجل للأدوات المالية بدافع الاستثمار³.

الفرع الرابع: تجنب البيوع والعقود غير المشروعة

ويقصد بالمعاملات غير المشروعة كل ما ارتبط ببيع الغرر وبيع الكالئالكالي وبيع ما ليس عندك وبيعتين في بيعة واحدة، وبيع النجش وغيرها، حيث يظهر النجش* واضحا في سوق الأوراق المالية عن طريق الإشاعات الكاذبة، والأوامر المتقابلة التي تهدف إلى إيجاد حركة مصطنعة في الطلب والعرض على الأوراق المالية في السوق، والإسلام يرفض هذا الخداع⁴.

الفرع الخامس: الوفاء بالعهود والعقود

إذ أنه من مقتضيات حسن التعامل عرفا وشرعا الوفاء بالعهود والعقود والمواعيد والوفاء بالديون في موعدها المتفق عليه، وعدم المماطلة في السداد، فالإسلام لا يقبل الوصول إلى المعاملات الطيبة بالوسائل الخبيثة، ولهذا فالإسلام يرفض جمع المال عن طريق الحرام وإن تمّ إنفاقه في الخيرات والطاعات⁵.

¹ سامي بن إبراهيم السويلم، ضوابط التحوط في المعاملات المالية، الندوة العلمية حول التحوط في المعاملات المالية، الضوابط والأحكام، مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة التعاون الإسلامي بالتعاون مع منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، 26-27 أبريل 2016، ص: 05.

² عمر يوسف عبد الله عبابنة، الأزمة المالية المعاصرة تقدير اقتصادي إسلامي، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2011، ص: 176.

³ عباس منيرة، الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية، بحث مقدم إلى: ملتقى الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص: 11.

* النجش هو أن يزيد الرجل في ثمن السلعة بدون أن يرغب في اشتريها، وإنما ليضل المشتري الحقيقي عن سعرها الحقيقي وهذا غش وخداع في المعاملات.

⁴ عمر يوسف عبد الله عبابنة، مرجع سابق، ص: 175.

⁵ مفتاح صالح وقط سليم، المشتقات المالية الإسلامية كبديل للمشتقات المالية الوضعية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية، مقال متوفر على الموقع:

<http://www.univ-biskra.dz> ص: 05.

المطلب الرابع: الضوابط الشرعية للمنتجات المالية الإسلامية

يمكن توضيح أهم الضوابط الحاكمة للمنتجات المالية الإسلامية من خلال تركيزنا على كل من ضوابط الصكوك، ضوابط تداول الأسهم في الشريعة الإسلامية وضوابط التأمين التكافلي، وذلك من خلال الفروع التالية:

الفرع الأول: الضوابط الشرعية الخاصة بالصكوك الإسلامية

تتمثل الضوابط الشرعية للصكوك الإسلامية في:¹

- محل الصك لا يمكن أن يتضمن نقد أو دين بل جزء شائع من ملكية عين استعماله أو منافع ذات أجل؛
- استحقاق مالك الصك عائد محدود منقوص منه نفقات الصيانة والإدارة بالنسبة لصكوك الإجارة؛
- عدم جواز ضمان مصدر الصكوك أو مديرها أصل قيمة الصك أو عائده؛
- الصك يمكن أن يكون اسمياً لحامله؛
- الصكوك قابلة للتداول في السوق الثانوية؛
- عدم جواز استئجار البائع إجارة مقترنة بالوعد بالتملك؛
- تطبيق مبدأ عدم سرعان قرارات الجامع الفقهي بأثر رجعي.

الفرع الثاني: الضوابط الشرعية الخاصة بإصدار الأسهم

تكفل عملية إصدار الأسهم مجموعة من الضوابط الشرعية والتي يجب الالتزام بها عند إصدارها وتتمثل في:²

- يجوز إصدار الأسهم إذا كان الغرض الذي أنشئت من أجله الشركة مباحاً، ونشاطها مشروع ويحقق مصلحة المجتمع كشركات إنتاج السلع والخدمات، وتستثنى الشركات ذات الغرض غير المباح كشركات إنتاج الخمر، المخدرات، الربا، القمار ونحوه.
- لا يجوز التعامل في أسهم شركات يجهل المساهم فيها حقيقة الشركة كالشركات الوهمية.
- لا يجوز التعامل بالأسهم التي يترتب عنها ربا، غرر، جهالة، أو أكل أموال الناس بالباطل.

¹برحاييلية بدر الدين، إدراج الصكوك الإسلامية في القانون الجزائري، بحث مقدم إلى: الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، 8-9 ديسمبر 2013، ص ص: 03-04.

² شافية كفاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، طروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، 2013-2014، ص ص: 169-171.

- تعد شهادة السهم وثيقة تثبت ملكية المساهم لحصة شائعة في الشركة ويجوز أن تكون هذه الوثيقة باسم مالكيها أو لأمره، ولا مانع أن تكون لحاملها، لأن المبيع في السهم لحامله هو حصة شائعة في الشركة وشهادة السهم وثيقة لإثبات هذا الاستحقاق في الحصة؛
- يجوز إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس مال الشركة إذا أصدرت بالقيمة العادلة للأسهم القديمة؛
- يجب أن يكون رسم الإصدار المتعلق بتغطية تكاليف إجراءات الإصدار يتوافق مع التكاليف الفعلية لهذه العملية؛
- يجوز قيام جهة ما بضمان الإصدار إذا كان بدون مقابل لقاء الضمان؛
- يجوز أن تقوم الشركة بتفسيط قيمة السهم للمكتتبين، فيقوم المكتتب بأداء قسط من قيمة السهم المكتتب فيه وتأجيل سداد بقية الأقساط، فيعتبر المكتتب مشتركاً بما عجل دفعه وملتزماً بزيادة رأس ماله في الشركة، شرط أن يكون التفسيط يشمل جميع الأسهم، وتظل مسؤولية الشركة بكامل رأس مالها المعلن بالنسبة للغير، لأنه هو القدر الذي حصل العلم والرضا به من المتعاملين مع الشركة؛
- ينبغي أن تكون الأسهم صادرة عن شركة تتوافر فيها قواعد الشركة من المشاركة في الأعباء وتحمل المخاطر.

الفرع الثالث: الضوابط الشرعية للتأمين التكافلي

أما التأمين التكافلي فيراعى فيه الضوابط التالية¹:

- أن يكون نظام التأمين تعاونياً، بأن تكون الغاية الأساسية لجميع أطرافه هي التعاون، سواء عن طريق التبرع أو القرض الحسن، وذلك لترميم المخاطر التي يتعرض لها الأعضاء، ولا يجوز أن يطغى على هذه الغاية قصد تحصيل الأرباح، وأن ينص على ذلك في النظام الأساسي؛
- أن تراعى في النظام الأساسي وأعمال الصندوق قواعد الشريعة العامة، ويعهد بمراقبة ذلك لهيئة رقابة شرعية؛
- أن يستعان بالوسائل الفنية من الحسابات والإحصائيات التي تعتمد عليها شركة التأمين التجاري لتحديد الاشتراكات أو الأقساط ومبلغ التعويض؛
- أن يشترك جميع المشتركين والمؤسسين في إدارة الصندوق، أو مسك حساباته أو القيام على استثمار بعض أمواله؛

¹ محمد عثمان شبير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، الطبعة السادسة، دار النفائس، الأردن، 2007، ص: 130-131.

- لا يجوز لشركات التأمين الإسلامي أن تتعامل مع شركات إعادة التأمين فتؤمن على بعض المخاطر وفق عقد التأمين التجاري؛
- في حالة عدم وقوع حوادث وانتهاء مدة الاتفاق تعاد الاشتراكات أو الأقساط وما نتج عنها من أرباح إلى الأعضاء، ولا يجوز أن يأخذها غير أصحابها من المؤسسين أو مجلس الإدارة، ويجوز الاتفاق على التبرع بها لجهة خيرية.

المطلب الخامس: الآثار السلبية لعدم الالتزام بالضوابط الشرعية

إن عدم التزام المؤسسات المالية الإسلامية بالضوابط الشرعية يؤدي إلى العديد من الآثار السلبية والتي يمكن إيجازها في ما يلي¹:

- فقدان ثقة المتعاملين معها لأن الثقة هي الضابط الرئيسي لكافة المعاملات سواء المالية أو الخدمية؛
- فقدان جزء كبير من الحصة السوقية والمتمثلة في المودعين وطالبي التمويل؛
- وضع إدارة المؤسسات المالية الإسلامية في حرج المخالفات نتيجة عدم الاهتمام بتطبيق الضوابط الشرعية؛
- الإضرار بمصلحة كافة الأطراف المرتبطة بالمؤسسات المالية الإسلامية وبالتالي التأثير في كافة طوائف المجتمع ككل؛
- الإساءة لسمعة الصناعة المالية الإسلامية وهدم ما وصلت إليه من نجاحات.

¹ أحمد شوقي سليمان، المخاطر الشرعية المحيطة بالمؤسسات المالية الإسلامية وسبل الحد منها، مقال منشور على الموقع: <http://kenanaonline.com/ahmedoshawky> ص: 10-09.

خلاصة الفصل الأول

تشهد الصناعة المالية الإسلامية مزيد من الاهتمام النوعي والفكري خاصة بعد الأزمة المالية العالمية "أزمة الرهن العقاري"، حيث أثبتت صناعة التمويل الإسلامي جدارتها في التصدي للأزمات المالية من حيث التزامها بالضوابط الشرعية في مختلف مكوناتها وأنشطتها.

وجاء هذا الفصل لإيضاح مفهوم الصناعة المالية الإسلامية بدءاً بأسسها ومختلف المبادئ التي تقوم عليها مع تسليط الضوء على مختلف المناهج المعتمدة في تطوير منتجات الصناعة المالية الإسلامية.

وكغيرها من الصناعات، فقد تم التطرق إلى أهم مكونات الصناعة المالية الإسلامية من مؤسسات مالية مصرفية وغير مصرفية، إلى منتجات مالية إسلامية وانتهاءً بالأسواق المالية الإسلامية.

ولكي تقوم الصناعة المالية الإسلامية بمختلف أدوارها كان لابد من التطرق لماهية التمويل الإسلامي ومختلف الصيغ التمويلية، ثم تسليط الضوء على الضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية والتي تعتبر حجر الأساس في قيام هذه الصناعة.

الفصل الثاني: الضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية والأزمة المالية العالمية

تعتبر الأزمة المالية لعام 2008 من قبل العديد من الاقتصاديين هي أسوأ أزمة اقتصادية منذ الكساد الكبير في ثلاثينيات القرن الماضي، للأجيال الأصغر سنا والتي اعتادت على أزمات ركود خفيفة لمرحلة جديدة من العولمة، إذ بدأت أزمة مالية ثم تحولت إلى أزمة اقتصادية تجلت بوضوح من خلال انهيار اثنين من صناديق التحوط لبير ستيرز Bear Stearns Hedge Funds في صيف العام 2007، وتعرضه لبداية ما يعرف بأزمة الرهن العقاري فقدمت هذه الأزمة العالم إلى حقبة من إخفاقات البنوك في أزمة ائتمان مفتعلة، وما نجم عنها من الانهيار التام لمؤسسات مالية كبيرة وإنقاذ بنوك بدعم من الحكومات الوطنية وركود في أسواق الأسهم في جميع أنحاء العالم.

إن المتتبع لتطور النظام الرأسمالي يجد بأن هذا النظام لم ينمو بشكل مستقيم بل في شكل حركة شبيهة بالتموجات، والتي تعد السمة الأساسية التي تواسم بها هذا النظام، فالأنظمة الرأسمالية ما تزال عاجزة عن التغلب على أزماتها وما زالت تعاني من أزمات عميقة، بل أصبحت أزماتها متصلة وممتدة بما تشتمل عليه من نمو بطيء وانتشار لتداعياتها على مختلف المجالات.

إن خلل وعجز الأنظمة الرأسمالية فتح المجال واسعا لإيجاد حلول بل أنظمة بديلة ولعل ما تميزت به الأنظمة المالية الإسلامية من صمود أمام مختلف التقلبات الاقتصادية فتح المجال واسعا أمام رجال المال والاقتصاديين للبحث في ماهية هذه الأنظمة وصدارتها في التصدي لمختلف الأزمات المالية.

يهدف هذا الفصل إلى تحليل الأزمة المالية العالمية ومسبباتها التي تجلت في خلل الأنظمة الرأسمالية من جهة وعدم الالتزام بالضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية من جهة أخرى.

بناء على ما سبق سيتوزع هذا الفصل على ثلاث مباحث كما يلي:

المبحث الأول: الأزمات المالية في ظل التقلبات الاقتصادية الدورية؛

المبحث الثاني: الأزمة المالية العالمية بين الضوابط الشرعية وخلل الأنظمة الرأسمالية؛

المبحث الثالث: تداعيات الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية والبدائل الشرعية عن مسبباتها.

المبحث الأول: الأزمات المالية في ظل التقلبات الاقتصادية الدورية

كانت الأزمات الاقتصادية في التشكيلات الاقتصادية الاجتماعية التي سبقت الرأسمالية تحمل طابعا مختلفا عن الأزمات التي حدثت في عصر الرأسمالية، فقد كانت تنجم في السابق عن كوارث طبيعية كالجفاف وغيرها، كما كانت تنجم عن أحداث من صنع الإنسان كالحروب والغارات التي كانت تدمر كل شيء، حيث تلازم الحياة الاقتصادية تغيرات مستمرة، إذ يمر التطور الاقتصادي بمراحل من الازدهار ومن الانكماش وتسمى الدورات الاقتصادية، وهي ظاهرة ملازمة للنشاط الاقتصادي منذ القدم، وتبدأ الأزمات بالإعلان عن نفسها عندما تبدأ الإشاعات هنا وهناك في الصحف والبورصة، وتسري الإشاعات حول إفلاس بعض المؤسسات وتتضح الأزمة عندما تزداد أخبار الإفلاس.

المطلب الأول: الأزمات المالية دراسة نظرية

تشغل الأزمات المالية مركز الصدارة بين الأزمات الاقتصادية التي تعترض الاقتصاد الرأسمالي وهي نتيجة مباشرة للاختلالات الاقتصادية العامة، حيث تنبثق الأزمات عن عمليات عميقة الجذور ولكن طابع حركتها وأنماطها ترتبط كذلك بأسباب عرضية وثانوية، حيث برزت عدد من الأزمات العالمية منذ سبعينات القرن العشرين كأزمة النظام النقدي الدولي، أزمة الطاقات والخامات وأزمة الدين الخارجي، فتشابت هذه الأزمات وابت الخروج منها أصعب بكثير من ذي قبل، يمكن توضيح الدراسة النظرية للأزمات المالية من خلال الفروع التالية:

الفرع الأول: التقلبات الاقتصادية الدورية ومفهوم العدوى المالية

يمر التطور الاقتصادي بمراحل من الازدهار والنمو لفترة سنوات تعقبها فترة من الركود والانكماش، ويطلق على هذه الظاهرة الدورة الاقتصادية، وتسمى دورة الأعمال Business Cycles وهي ظاهرة ملازمة للنشاط الاقتصادي منذ القدم.¹

أولاً: تعريف التقلبات الاقتصادية الدورية

التقلبات الاقتصادية هي تغيرات سريعة ومتناوبة في المتغيرات الاقتصادية تدور حول اتجاه محور مستقر في المدة الطويلة أو المتوسطة، وتمثل إحدى معالم النظام الاقتصادي الذي يعتمد على قوانين السوق والمنافسة، تنعكس بظواهر متعددة على عناصر النشاط الاقتصادي، وتحدث خللاً في توازن واستقرار إحداهما، أو تطال جميع قوى وعناصر هذا النشاط بحيث تصبح شاملة، تؤدي إلى تدني معدلات النمو الاقتصادي، وإلى تراجع التنمية²، وتعتبر التقلبات الاقتصادية من أهم عوامل الكارثة المالية والتي تتجلى في الصعود غير المنضبط الذي يصاحبه الإفراط في

¹ عمر يوسف عبد الله عباينة، مرجع سابق، ص: 28.

² سامي هابيل، التقلبات الاقتصادية، مقال منشور على الموقع: iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/01/ccc.doc، ص: 01.

تسهيل الائتمان، ما يؤدي إلى المبالغة في قيم الأصول، وهذا يشجع بدوره على الاستدانة برهن هذه الأصول، مما يزيد من ارتفاع أسعارها ومن ثم الاسترسال في تسهيل الائتمان وهكذا، لتصبح السوق في حالة فقاعة bubble غير قابلة للاستمرار، فإذا وجد أي سبب يؤدي إلى تراجع قيم الأصول اضطر المدينون إلى بيع بعض هذه الأصول لزيادة قيمة الرهن، ولكن بيع الأصول من شأنه أن يخفض من أسعارها مرة أخرى مما يتطلب المزيد من البيع لتغطية قيمة الرهن¹.

ثانيا: مراحل التقلبات الاقتصادية الدورية

تتسم الدورات الاقتصادية بمجموعة من السمات من أهمها سمة الدورية، ويقصد بالدورية أن الأزمات تتعاقب على النظام الرأسمالي في أوقات شبه منتظمة، تطول أو تقصر حسب نوع الدورة، وبصفة عامة فإن دورة الأعمال تتكون من أربع مراحل هي: الراج Boom، الركود Recession، الكساد Depression والانتعاش Recovery، وتأتي هذه المراحل الأربع على شكل فترتين، تسمى الأولى التوسع Expansion وتضم مرحلتين هما؛ الانتعاش والراج فيما تسمى الثانية الانكماش Contraction وتضم مرحلتين هما؛ الركود والكساد، على أن قمة الدورة تدعى القمة Peak وتأتي في نقطة التحول Turning Point في مرحلة الراج، أما قعر الدورة ويسمى القعر Trough فتأتي في نقطة التحول في مرحلة الكساد².

1- مرحلة الانتعاش Recovery: تأتي بعد مرحلة ثقيلة من الكساد؛ حيث انخفاض مستوى الأثمان بالقياس إلى مستوى الأثمان السائدة في عهد الرخاء، وتخفيضات كبيرة في التكاليف، وضعف الأرباح ووفرة الاحتياطات المصرفية نتيجة ضبط منح القروض وتقدير القيمة الرأسمالية لمشروعات الأعمال، وضعف الإنتاج السلعي نتيجة ضعف الطلب عليها، وعندها يتزايد النشاط الاقتصادي في مجموعه ببطء، وينخفض سعر الفائدة ويتضاءل المخزون السلعي وتتزايد الطلبات على المنتجين لضعف الإنتاج الذي لا يتمكن من تغطية الأسواق، ويميل المستوى العام للأسعار إلى الارتفاع البطيء، وهذا يشجع على زيادة الإنتاج لإدراك مستوى الطلب الذي يزيد نتيجة التوسع في استخدام العمال وزيادة الأجور، ويتسع بهذا نطاق الطلب الاستهلاكي باستمرار، مما يؤشر إلى دخول مرحلة جديدة هي مرحلة الراج³.

2- مرحلة الراج Boom: يطلق عليها القمة Peak وتتميز بارتفاع مطرد في الأسعار وتزايد حجم الإنتاج الكلي بمعدل سريع وتزايد حجم الدخل ومستوى التوظيف، كما يضاف إلى ذلك بأن الطاقة تصبح مستغلة بالكامل، ويبدأ ظهور النقص في العمال وبعض المواد الخام الأساسية.

¹ سامي إبراهيم السويلم، التقلبات الاقتصادية في النظام الإسلامي، الطبعة الأولى، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2009، ص: 56.

² جواد كاظم البكري، فخ الاقتصاد الأمريكي، الأزمة المالية 2008، الطبعة الأولى، مركز حمورابي للبحوث والدراسات الإستراتيجية، بيروت، لبنان، 2011، ص ص: 112-113.

³ عمر يوسف عبد الله عباينة، مرجع سابق، ص ص: 29-30.

- 3- مرحلة الأزمة **Crisis**: يطلق عليها مرحلة الركود **Recession** وسماها أن تمهبط الأسعار وينتشر الذعر التجاري وتطلب البنوك قروضها من العملاء، وترتفع أسعار الفائدة وينخفض حجم الإنتاج والدخل وتزايد البطالة، كما تتسم هذه المرحلة بانخفاض التسهيلات المصرفية وارتفاع نسبة الاحتياطي النقدي لدى البنوك وضعف التسويات والإيداعات المصرفية.
- 4- مرحلة الكساد **Depression**: تتسم بانخفاض الأسعار وانتشار البطالة وكساد التجارة والنشاط الاقتصادي في عمومها، وقد أطلق عليها مصطلح القاع **Trough** وهي الجزء الأسفل من النشاط الاقتصادي.

ثالثا: العدوى المالية

تمثل العدوى القناة التي من خلالها يتحول حدث منظومي إلى أزمة مالية¹، أو تعبر على أنها: "أزمة أو هجمة مضاربية في سوق ما، يزيد بشكل مهم من احتمال الضغوطات في أسواق مالية أخرى، كما يمكن أن تؤدي إلى سلسلة متوالية من الأزمات في أسواق مختلفة"².

الفرع الثاني: ماهية الأزمات المالية

الأزمة مصطلح قديم ترجع أصوله التاريخية إلى الطب الإغريقي، ويقصد بها نقطة تحوّل بمعنى أنها لحظة قرار حاسمة، وهي تطلق للدلالة على حدوث تغيير جوهري، ففي القرن السادس عشر شاع استخدام هذا المصطلح في المعاجم الطبية، وتم اقتباسه في القرن السابع عشر للدلالة على ارتفاع درجة التوتر في العلاقات بين الدولة والكنيسة وبحلول القرن التاسع عشر تواتر استخدامها للدلالة على ظهور مشكلات خطيرة، أو لحظات تحوّل فاصلة في تطور العلاقات السياسية والاقتصادية والاجتماعية.

أولا: مفهوم الأزمة

1- تعريف الأزمة

يمكن أن نعرف الأزمة من جانبين اللغوي والاصطلاحي كما يلي

الأزمة لغة: هي الضيق والشدة، وفعل أزم على الشيء أزمًا؛ أي عضّ بالفم كله عضا شديدا، فمثلا يقال أزم الفرس على اللحام، ويقال أزمّت السنة أي اشتدّ قحطها³، والأزمة مصدر لأزم إذا عض، وهي الوزمة أيضا وفي الحديث

¹Mechel AGLIETTA ,**Macroéconomie Financière , Crises** Financière et Régulation Monétaires , 4eme édition , Paris, La Découverte , 2005, pp : 36-37.

²Pierre CAILLETEAU et Edouard VIDON ,**La Dynamique des Crises Financières Internationales** , quelques Enseignements , Bulletin de la Banque de la France, n°64, Avril 1999, p : 13.

³ علي بن لهوول الرويلي، الأزمات تعريفها أبعادها، أسبابها، الحلقة العلمية الخاصة بمنسوبي وزارة الخارجية "إدارة الأزمات" ، كلية التدريب، قسم البرامج الخاصة، جامعة نايف العربية للعلوم الأمنية، الرياض، خلال الفترة: 2011/05/04-04/30، ص: 02.

الفصل الثاني..... الضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية والأزمة المالية العالمية

اشتدي يا أزمة تنفجحي، ويقال الأزمة : السنة المحديّة، والأوازم: السنون الشداد، وأزم عليهم العام والدهر يأزم أزما وأزوما: اشتدّ قحطه¹.

وقريب من مصطلح الأزمة* مصطلحات مشابهة لها لكنها أقلّ فاعلية منها، أو تعتبر طريقا مؤديا وموصلا إليها مثل:

- **الحادث:** يعبر الحادث عن شيء "أمر" فجائي غير متوقع، تمّ بشكل سريع وانقضى أثره فور إتمامه، ولا يكون له صفة الاستمرار أو الامتداد بعد حدوثه الفجائي العنيف، بل تتلاشى آثاره مع تلاشي تداعيات الحدث ذاته، ولا تستمر خاصة إذا لم تكن هناك ظروف أخرى دافعة لهذا الاستمرار.
- **الصدمة:** تعني الصدمة شعورا فجائيا حادا نتيجة تحقق حادث غير متوقع أو مطلوب إحداثه، أو سلّم بحدوثه وهو شعور مركب بين الغضب والذهول والخوف².
- **الواقعة:** هي شيء حدث وانقضى أمره، وهي خلل في مكوّن أو وحدة أو نظام فرعي في نظام أكبر.
- **الصراع:** هو حدوث شيء يترتب عليه تعرض الهيكل الرمزي للنظام لخلل أو اضطراب، ولكن ليس بدرجة تصل إلى تهديد الافتراضات الأساسية التي يقوم عليها النظام³.
- **الكارثة:** حادثة كبيرة أدت إلى خسائر جسيمة مادية أو بشرية، وبطبيعة الحال فإن كل هذه المفردات تؤدي إلى حدوث أزمة⁴.

الأزمة اصطلاحا: لقد تعددت المفاهيم المقدمة للأزمة واختلفت الزوايا المعتمدة في تعريفها، وفي ما يلي بعض المفاهيم المقدمة للأزمة:

تتحدر الكلمة الفرنسية Crise من الكلمة اللاتينية Crisis والتي اشتقت بدورها من الكلمة اليونانية Krisis وتستعمل هذه الكلمة في علم الاقتصاد للإشارة إلى الفترات القصيرة التي يكون خلالها الاقتصاد في حالة غير مستقرة⁵.

¹ أبو الفضل ابن منظور، مرجع سابق، 2003، متوفر على الخط:

<http://library.islamweb.net/newlibrary/TreeCategory.php?ID=6440>

* الأزمة في عالم السياسة تمثل موقف يستدعي اتخاذ القرار لمواجهة التحدي والاستجابة الروتينية تكون غير كافية، الأمر الذي يتطلب تجديدات حكومية، أما في العلوم الاجتماعية فيراد بالأزمة التعبير عن انهيار لكيان الأفراد أو شعورهم بانعدام أهميتهم كنتيجة للتغيرات التي تحول الفرد إلى مجرد شيء، وتعتبر نتاج لعملية التفاعل الحيوي المستمر في طبيعة الروابط القائمة بين طرفي علاقة إنسانية، أما في اللغات فمصطلح أزمة في اللغة العربية الدارجة يعبر عن حدث يصيب يهدد كيان وجود الفرد أو المنظمة أو الدولة، وبالتالي لا تدل على تغيير نحو الأفضل، أما في اللغة الإنجليزية Crisis فيشير مصطلح الأزمة إلى تغيير نحو الأسوأ أو الأفضل، فيما يدل معناها في اللغة الصينية على الفرصة والخطر.

² مشعان الشاطري، مفهوم الأزمة، خصائصها ومراحل نشونها، المنتدى العربي لإدارة الموارد البشرية، ضمن الموقع:

<http://www.hrdiscussion.com/hr32773.html>

³ مقال منشور ضمن الموقع: <http://aeomasr.files.wordpress.com/2014/10>

⁴ إبراهيم عبد اللطيف العبيدي الأعظمي، دراسة لمفهوم الأزمة الاقتصادية، دراسة منشورة ضمن موقع الألوكة:

<http://www.alukah.net/publications/03/37616> (16:45 - 2016/09/23)

⁵Jacques PAVOINE ,Les Trois Crises du XXe Siècle,Paris, Ed Ellipses, 1994, p ; 08 .

2- خصائص الأزمة

- تتميز الأزمة على اختلاف أنواعها بمجموعة من الخصائص لعل أهمها ما يلي¹:
- عدم وضوح الرؤية لدى صنّاع القرار بسبب نقص البيانات والمعلومات اللازمة عند حدوث الأزمة، الأمر الذي يؤدي إلى عدم القدرة على تحديد الاتجاهات السليمة لصناعة القرارات الفاعلة؛
 - تتسم الأزمة بدرجة عالية من التعقيد والتداخل في العناصر والمسببات ودرجة عالية من التشابك والتناقض بين أصحاب المصالح، وهذه تؤدي إلى تغيرات جوهرية في طبيعة العلاقات القائمة؛
 - كثرة الاحتمالات والتوقعات السلبية بسبب وجود حالة من الرعب والخوف في الاقتصاد وداخل المجتمع، والذي مرده عدم القدرة على تقدير ما يحمله المستقبل للاقتصاد وللأفراد؛
 - يصبح صنع القرار تحت سيطرة الآخرين سواء المتخصصون أم غير المتخصصين بسبب حدوث حالة اللاتوازن أثناء الأزمة، الأمر الذي يؤدي إلى اتخاذ قرارات غير صائبة؛
 - يؤدي حدوث الأزمات إلى عدم استقرار بعض منظمات الأعمال وانخفاض معدلات نموها، بسبب تعرض مصالحتها إلى التهديد والضغطات من جانب أطراف متعددة؛
 - ظهور بعض القوى التي تدعم الأزمة وتؤيد كل ما يقود إلى تفاقمها، ومن أهم هذه القوى أصحاب المصالح المعطلة أو المؤجلة، ويؤدي ظهور هذه القوى إلى تفاقم حدة الأزمة وازدياد المطالبة بضرورة إحداث تغييرات جوهرية في القطاع الاقتصادي المعني بالأزمة أو نشاط الوحدة الاقتصادية.

ثانيا: الأزمات المالية والنظريات المفسرة لها

- 1- **تعريف الأزمة المالية:** هي أزمة تمس أسواق المال وأسواق الائتمان في بلاد معينة، وقد تنتشر لتتحول إلى أزمة إقليمية أو عالمية، وإذا كانت الأزمة المالية لا تتعلق في بداية الأمر إلا بالأسواق المالية فإن تفاقمها يؤدي إلى آثار ضارة بالاقتصاد الحقيقي؛ تضيق الائتمان وبالتالي انخفاض الاستثمار، مما يجبر إلى أزمة اقتصادية بل حتى إلى ركود اقتصادي.²

2- أنواع الأزمات المالية

- **الأزمة المصرفية:** تظهر الأزمات المصرفية عند حدوث ارتفاع مفاجئ وكبير في سحبود الودائع من البنوك التجارية بسبب الانخفاض المتواصل في نوعية الموجودات المصرفية³، فيما أن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل

¹ إيمان محمود عبد اللطيف، الأزمة الاقتصادية والمالية العالمية والاستراتيجيات اللازمة لمواجهتها، أطروحة دكتوراه، اختصاص الاقتصاد العام، جامعة سانت كليمنتس، العراق، 2011، ص: 05-06.

² عبد الرزاق سعيد بلعباس، ما معنى الأزمة؟، مجموعة أبحاث مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي حول الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2009، ص: 19.

³ Taimur Baigan Iian Goldfajin, *Financial Market Contagion in the Asian Crisis*, IMF Staff Papers, vol 46, N 02, June 1999, p: 76.

معظم الودائع لديه ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، فلن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات المدعين إذا ما تخطت تلك النسبة، ومن ثم يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك، وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت إلى بنوك أخرى فتسمى في تلك الحالة أزمة مصرفية ¹ Systematic Banking Crisis، مما يحتم تدخل الحكومة أو السلطات النقدية المسؤولة عن تقديم المساعدة للوحدات البنكية المتعثرة، وتقديم الحماية الكافية لبقية الجهاز بما يضمن عدم انهياره بشكل تام²، ومن المعايير المستخدمة في تعريف الأزمة المصرفية³:

- إذا نتج عن الأزمة تأمين بعض البنوك؛
- وجود حالة هستيرية بنكية Bank-runs متمثلة في تسيل كبير للودائع من قبل المدعين، مما يستدعي تدخل السلطات من خلال تجميد الودائع أو إغلاق البنوك أو تعميم تأمين القروض.

وفي ذات السياق يرى كل من Demirguc Kunt و Detragiache أن الأزمة المصرفية تحدث إذا كانت نسبة القروض غير المؤداة (المعدومة Non – Performing Loans NPL) إلى إجمالي الأصول تفوق 10%، وأن تكلفة عمليات الإنقاذ تفوق 2% من قيمة الناتج الداخلي الإجمالي للبلد المعني⁴.

يمكن أن تفسر الأزمة المصرفية أيضا من خلال سلوك القطيع؛ عندما يصاب النظام المصرفي بالشلل الكامل فتهرع البنوك السليمة إلى إقفال أبوابها، وفي ظل عدم القدرة على التمييز بين البنوك السليمة والضعيفة بسبب عدم وضوح المعلومات، فإن المدعين يتجهون إلى سحب نقودهم مهما كانت حالة البنك، وهو ما يسبب زعر مالي يمس النظام المصرفي ككل⁵.

- **أزمة العملات:** يحدث هذا النوع من الأزمات عندما تتعرض عملة بلد ما لهجوم مضاري عنيف يؤدي إلى انخفاض قيمتها انخفاضاً كبيراً، أو إلى إكراه السلطات الحكومية لهذا البلد على الدفاع عن عملتها عن طريق إنفاق جانب كبير من احتياطياتها الدولية، أو عن طريق رفع أسعار الفائدة عليها بشكل حاد⁶.
- **أزمة الأسواق المالية:** يعود سبب حدوث الأزمات في أسواق المال نتيجة للهبوط الحاد في أسعار الأوراق المالية المتداولة في هذه الأسواق كالأسهم والسندات، وتعود هذه الانهيارات إلى ظاهرة الفقاعات **Bubble** حيث تؤدي حدة المضاربات إلى زيادة سعر الأصول المالية بأشكال مبالغ فيها، بحيث يكون

¹ جواد كاظم البكري، مرجع سابق، ص: 31-32.

² أسباب الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، بحث مقدم إلى: المؤتمر الدولي الرابع: اتجاهات اقتصادية عالمية بعنوان الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الإدارية، جامعة الكويت، ص: 04.

³ أحمد طلفاح، الأزمات المالية وأزمات سعر الصرف وأثرها على التدفقات المالية، المعهد العربي للتخطيط: <http://www.arab-api.org> ص: 12.

⁴ Iric SANTOR, Banking Crisis and Contqgion , Empirical Evidence, Working Pqper, Bank of Canada , 2003, p; 10.

⁵ R. Michael Finger and Ludger Schuknecht , Commerce Finance et crises financières , Organisation Mondiales du Commerce, 1999, p : 22 .

⁶ حشاشي سليمة، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، بحث مقدم إلى: الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص: 04.

الهدف من شراء الأصل المالي هو الربح وليس قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، وبالتالي عند حدوث أي طارئ نجد أن هذه الفقاعات تنفجر مسببة حدوث انهيارات في أسعار هذه الأصول المالية، هذه الانهيارات تترك حالة من الذعر والتخوف لدى بقية المستثمرين في الأصول المالية الأخرى، انطلاقاً من مبدأ "الرأس مال جبان" فتنهار أسعار بقية الأصول المالية في السوق المالي، وتنتقل هذه الأزمة إلى بقية الأسواق المالية العالمية بفعل الترابط الكبير بين هذه الأسواق¹.

- **الأزمات العينية:** هذه الأزمات يعكسها الميزان التجاري للدولة، حيث يقيس مقدار صادراتها في مقابل مقدار وارداتها وكلما كان هناك عجز في الميزان التجاري احتاجت الدولة إلى التدخل لزيادة صادراتها من خلال زيادة الإنتاج العيني للسلع والخدمات، فإذا لم تنجح في هذا وتزايد العجز في ميزانها التجاري سنة بعد أخرى، كانت النتيجة تزايد مستمر في ديونها الخارجية وربما يصل بها الأمر في النهاية إلى التوقف عن سداد هذه الديون فتكون أمام أقسى الأزمات التي يمكن أن تقع فيها².

- **أزمة الديون:** تعد من الأزمات الكبيرة التي تؤدي إلى التأثير في القطاع المصرفي خاصة، والقطاعات الاقتصادية عموماً، وتحدث أزمة الديون عندما يتوقف المقترض عن السداد، ويتوقف القطاع العم عن سداد التزاماته فتؤدي إلى هبوط حاد في تدفق رأس المال إلى الداخل، وقد يحصل تعثر في السداد لمجموعة من الأسباب تشمل الملاءة المالية المشكوك بها للمقترض، أو تساهل إدارة البنوك في منح الائتمان دون ضمانات كافية من المقترض³.

- **الأزمات المالية المزدوجة:** هي عبارة عن تركيبة من الأزمات المصرفية وأزمات الصرف بدأت بالظهور عقب الحرب العالمية الثانية، وتظهر هذه الأزمات من خلال تركيبة من مضارة حادة ضد العملة الوطنية وموجة من الإفلاس والضعف في البنوك، وتجتمع مع الشك والحذر بخصوص استقرار أسعار الصرف، وكذلك الشك في سيولة وملاءة الوسطاء الماليين، التي لها تأثير متبادل ورجعي لكل واحدة على الأخرى⁴، ويمكن أن نوضح الأزمة المزدوجة من خلال الشكل التالي⁵:

¹ ساعد مرابط، الأزمة المالية العالمية 2008: الجذور والتداعيات، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس - سطيف، ص: 04.

² إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص: 24.

³ ثريا الخزرجي، الأزمة المالية العالمية الراهنة وأثرها في الاقتصاديات العربية التحديات وسبل المواجهة، متوفر على الموقع: <http://www.iasj.net>، ص: 302.

⁴ عبد الناصر نور وجمال عبد المنعم البستنجي، دور البنك المركزي الأردني في الحد من تداعيات الأزمة المالية العالمية على البنوك العاملة في الأردن، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 9، العدد 2، 2013، ص: 04.

⁵ Robert BOYER et autres, **Les Crises Financières**, Paris, Ed : La Documentation Française, 2004, p : 28.

الشكل (1-2): الأزمة المصرفية كسبب مفسر لأزمة العملة وفقا لنموذج (Velasco 1987)



La source : Robert BOYER et autres, **Les Crises Financières**, Paris, Ed : La Documentation Française, 2004, p : 28.

3- قنوات انتقال الأزمات المالية: تشير الأدبيات العلمية بهذا الشأن إلى أنه توجد قناتين لانتقال الأزمات المالية وهي:¹

- قناة التجارة أو التبادل التجاري: تساهم هذه القناة في انتقال الأزمات المالية من خلال عمليات التبادل بين الاقتصاديات الدولية، فالاقتصاد الذي يمر بموجة كساد سيؤثر على باقي الاقتصاديات من خلال تجميد حركة التجارة أو عقود التصدير والاستيراد، وبالتالي تتأثر عوائد الشركات المصدرة منه على أسعار أسهمها، أما الشركات الحكومية فسوف يتأثر ميزان مدفوعاتها وأسعار صرف عملاتها.
- قناة أسواق المال: تنتقل الأزمات المالية عبر الأسواق المالية من خلال الاندماج المالي للأسواق وذلك عن طريق الإدراج المزدوج أو المتعدد لأسهم الشركات في بورصات مختلفة، إضافة إلى فتح الأسواق المالية أمام المتداولين الأجانب وما له من بالغ الأثر على انتقال الخوف والفرع ما بين الأسواق المالية المختلفة.

وتعتبر القناة الثانية أكثر تأثيرا في انتقال الأزمات المالية؛ نظرا لأهمية الاستثمار في الحياة الاقتصادية، وتعاضم دور سوق الأوراق المالية في الدول، نظرا لتوجه كثير من المستثمرين نحوها رغبة في تحقيق الأرباح استنادا إلى عمليات المضاربة التي تحصل في تلك الأسواق على الأدوات الاستثمارية المتاحة.

4- آليات انتقال الأزمات

قام Paul Masson بالتمييز بين ثلاث آليات لانتقال الأزمات المالية وتمثل في:

- الآلية الأولى: تركز هذه الآلية على مفهوم الصدمات المشتركة والتي تتزامن آثارها في عدد من البلدان، أما في البلدان الناشئة فهي تعني بشكل عام حدثا يجد جذوره في أسواق الاقتصاديات المتقدمة.²

¹ صلاح الدين محمد الإمام، إجراءات تجنب آثار انتقال الأزمات المالية العالمية بالتركيز على الاستثمار المؤسسي، مقال منشور على الموقع: <http://www.iasj.net> ص ص: 10-09.

²Paul R Masson , **Multiple Equilibria , Contagion and The Emerging Market Crises** , IMF Working paper , Washington , August 1999 , p: 11.

- الآلية الثانية: تركز على الأثر الذي تفرضه الصدمة على مختلف المتغيرات الأساسية في بلد أو مجموعة من البلدان الأخرى، والتي لها علاقات مع البلد الأول¹.
- الآلية الثالثة: تعني أن اندلاع أزمة في بلد ما يؤدي إلى أزمة أخرى في بلد آخر، وترتكز هذه الآلية على سلوك المستثمر وتتركز بالتحديد على سلوك القطيع².
- 5 **مظاهر الأزمات المالية:** يمكن ذكر بعض المظاهر المشتركة بين الأزمات المالية الدولية من خلال ما يلي:³
 - الإسراع لسحب الإيداعات من البنوك لأن رأس المال جبان وهذا ما تناولته وكالات الإعلام المختلفة؛
 - قيام العديد من المؤسسات المالية بتجميد منح القروض للشركات والأفراد خوفا من صعوبة استردادها؛
 - نقص السيولة المتداولة لدى الأفراد والشركات والمؤسسات المالية مما يؤدي لانكماش النشاط الاقتصادي؛
 - انخفاض مستوى التداولات في أسواق النقد والمال؛
 - انخفاض مستوى الطاقة المستغلة في الشركات بسبب نقص السيولة وتجميد الحصول على القروض من المؤسسات المالية، إلا بأسعار فائدة عالية جدا وضمانات مغلظة؛
 - انخفاض المبيعات ولاسيما في قطاع العقارات والسيارات وغيرها بسبب ضعف السيولة؛
 - ازدياد معدل البطالة بسبب التوقف، الإفلاس والتصفية.
- 6 **النظريات المفسرة لظهور الأزمات المالية**

تعدد النظريات المفسرة لظهور الأزمات المالية، وتختلف من حيث نوع هذه الأزمات كما تختلف أيضا في حدتها وتأثيرها ومداهها الزمني، فمنها ما قد ينتج عن زعر مصرفي Banking Panic والذي بدوره يترتب عليه كساد أو انكماش في النشاط الاقتصادي، بينما في أحيان أخرى قد يكون السبب انهيار حاد في أسواق الأسهم خاصة بعد وجود فقاعة Bubble في أسعار بعض الأصول، أو بسبب أزمة عملة وانهيار سعر الصرف مما ينتج عنه عدد من الآثار السلبية على المسار التنموي للاقتصاد القومي، ومن أهم النظريات المفسرة للأزمات المالية نجد:

1-6 نظرية مينسكي 's Theory Minsky : تبين هذه النظرية بأن القطاع المالي في الاقتصاد الرأسمالي عامة يتسم بالهشاشة أو ما أسماه Financial Fragility وهو عكس الطرح السائد في الأدبيات المالية والذي

¹Stophie Brana et Delphine Lahet ,La Propagation des Crises Financière Dans Les Pays émergents : La Contagion est-elle Discriminante ? , Revue Economie Internationale , La Documentation Française , 2005/ 3 , n 103 , Paris , p : 76-77 .

²Kristin Forbes et Roberto Rigobon ,Measuring Contagion : Conceptual and Empirical Issues Collogue international , international Financial Contagion : How it Spreads and how it can be stopped , Boston , Kluwer Academic , Publishers , 2000, p: 44.

³ شريط عابد وسدي علي، معدل الفائدة ودورية الأزمات في الاقتصاد الرأسمالي محاولة للفهم واقتراح حلول، بحث مقدم إلى: المؤتمر العالمي الثامن للاقتصاد والتمويل الإسلامي، النمو المستدام والتنمية الاقتصادية الشاملة من المنظور الإسلامي، الدوحة، قطر، 18-20 ديسمبر 2011، ص:

ينطلق من كفاءة الأسواق (Efficient Market Hypothesis) وفرضية عقلانية التوقعات*، وتبين نظرية مينسكي بأن درجة هشاشة القطاع المالي تختلف باختلاف المرحلة التي يمر بها الاقتصاد من مراحل الدورات الاقتصادية، وتتم نظرية مينسكي بتفسير الأزمات المالية في النظام الرأسمالي¹، حيث يميز مينسكي بين ثلاث علاقات للوحدات الاقتصادية فيما يتعلق بدخلها والديون المترتبة عليها وهي²:

- النوع الأول: هي الوحدات القادرة على سداد جميع ما عليها من التزامات من التدفقات النقدية التي تحققها من عملياتها المختلفة "أصل المبلغ المقترض والفوائد المترتبة عليه" وسمّاها وحدات التحوط Hedge Units .

- النوع الثاني: هي الوحدات التي تستطيع دفع الفوائد من العوائد التي تجنيها، لكنها تبقى على أصل الدين إما بتأخير موعد السداد أو بمزيد من الاقتراض، وأطلق عليها وحدات المجازفة Speculative .

- النوع الثالث: هي الوحدات التي لا تملك الدخل الكافي المحصل من التدفقات النقدية لعملياتها المختلفة لسداد ما عليها من التزامات، مما يدفعها إلى مزيد من الاستدانة أو بيع ما لديها من أصول، أو أن تعجز عن السداد، ونعتها بوحدات بونزي Ponzi* ويمكن وصفها بوحدات الملاءة المنخفضة.

ويخلص مينسكي من هذا الشرح إلى أن الاقتصاد الذي يغلب على تركيبته وحدات التحوط هو الأكثر استقراراً، وأن الذي يغلب على تركيبته وحدات المجازفة والبنوية هو الاقتصاد المهش الذي يكون محلاً للتعرض للأزمة المالية في أي لحظة نتيجة سياسة نقدية متشددة، كرفع معدلات الفوائد أو غيرها، مما يدفع بوحدات المجازفة إلى أن تتحول إلى وحدات بنوية بإقدامها على بيع أصول كانت محل مجازفتها، مما يؤدي إلى انهيار كبير في قيم الأصول محل الإشكال، فتتساقط الوحدات الواحدة تلو الأخرى البونزية فالمجازفة ثم المتحوطة.

* ظهرت مدرسة التوقعات العقلانية في السبعينيات من القرن العشرين، وينبع هذا المنهج من روح المنهج الكلاسيكي، ولكنه يضيف سمة جديدة لهذا التحليل هي سمة التوقعات العقلانية للوحدات الاقتصادية، أي أنها غير متحيزة لأنها تستند إلى معلومات وافية وكافية عن الحالة الاقتصادية، كما أن لديها مدخل للمعلومات ذاتها التي لدى الحكومة، والافتراض الثاني لهذه النظرية هو الاعتقاد بمرونة التغير في الأسعار والأجور التي افترضتها النظرية الكلاسيكية والتي من شأنها أن تحقق التوازن بين العرض والطلب في جميع الأسواق وبشكل تلقائي بما في ذلك سوق العمل، وينطلق أصحاب هذه المدرسة من أن سلوك الوحدات الاقتصادية يتحدد على أساس تعظيم المنافع إلى أقصى حد ممكن وتقليل الخسائر إلى أدنى حد ممكن، وأمام كل وحدة اقتصادية كما معينا من المعلومات حول المتغيرات الاقتصادية الكلية يمكن أن تستخدم بكفاءة عالية تستطيع من خلاله أن تتخذ القرارات السليمة بشأن كل متغيرات السياسة الاقتصادية، وبالتالي سوف لا يكون لمثل هذه المتغيرات في السياسة الاقتصادية ومنها النقدية إلا تأثير ضئيل لا يؤخذ في الحسبان ولا سيما في المتغيرات الحقيقية في الاقتصاد كالإنتاج والاستخدام، وهو ما يعني أن تعظيم المنافع الفردية هو في النهاية تعظيم لمكاسب المجتمع. للمزيد راجع: حسين البختاوي، السياسة النقدية في تحليل التوقعات العقلانية، <http://econ.to-relax.net/t519-topic>، ص 1 عبد الله شحاتة، الأزمة المالية المفهوم والأسباب، مقال منشور على الموقع: <https://fr.slideshare.net/guest4464e0/ss-3310041>، ص 04-05.

² أحمد مهدي بلوافي، هايمان مينسكي: ماذا يمكن أن يستفيد الاقتصاديون المسلمون من أفكاره، مجلة جامعة الملك عبد العزيز في الاقتصاد الإسلامي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، م 24، عدد 1، جدة، السعودية، 2011، ص: 111-113.

* يعود مصطلح بونزي إلى الإيطالي تشارلز بونزي وهو أحد أكبر المحتالين في التاريخ الأمريكي، وكان أول من أنشأ طريقة الاحتيال الشهيرة بـ سلسلة بونزي أو هرمية الوهمية، أو دالة بونزي، ولد بايطاليا عام 1882 وهاجر إلى أمريكا في ولاية بوسطن عام 1903 حيث استطاع بونزي أن يوقع عشرات الآلاف من الأفراد في شبك جريمته، حيث استطاع في بداية الأمر تحقيق عوائد مالية جيدة من خلال المتاجرة بقسائم تستخدم في المتاجرة بالطوابع، غير أن تشارلز لم يستطع مواصلة تحقيق العوائد المالية التي وعد بها المستثمرين الأمر الذي قاده إلى سلك أساليب النصب والاحتيال للاستمرار في تقديم خدماته، حيث كان يقدم فوائد تتجاوز 50% خلال 45 يوماً، ويقوم بدفع فوائد المستثمرين الأقدم من أموال المدخرين الجدد وإيهام الناس بأنها أرباح وفوائد أموالهم، وبمجرد انكشاف الأمر توالفت الفئات بالهبوط بسبب الترابط بينهم وهو ما اصطلح على تسميته بـ سلسلة بونزي.

ويوضح منسكي بأن الوحدات التي تكون غالب تمويلاتها مبني على التمويل القائم على المشاركة **Equity Financing** كلما أمكن وصفها بالوحدة التمويلية المتحوطة والعكس صحيح.

الأمر الآخر الذي تظهر فيه فرضية أو نظرية منسكي في تفسير الأزمات هو أن السبب الرئيسي داخلي **Internal Dynamics** وليس خارجيا؛ أي أنه مرتبط ببنية النظام التي تتسم بالتطور والديناميكية والذي يؤدي إلى تغلغل عوامل المشاشة فيه مما يتطلب التدخل والتقنين لكي يعمل هذا النظام في الحدود المعقولة¹

2-6 نظرية المباريات **Game Theory**

طرحت نظرية المباريات في تفسيرها للأزمات المالية ما يعرف بـ **مباريات التنسيق بين اللاعبين في الأسواق المالية** **Coordination Games** إذ تؤكد أدوات التحليل الاقتصادي وجود علاقات موجبة بين القرارات التي يتخذها لاعبو الحلبة الاقتصادية (المضاربون، المستثمرون....) فقد يكون قرار المستثمر في كثير من الأحيان باتخاذ الاتجاه الذي يتوقع هذا المستثمر الآخرين أن يتخذه، بمعنى آخر قد يكون قرار شراء أصل ما بناء على التوقع بأن قيمة ذلك الأصل ستزداد، وأن له القدرة على توليد دخل مرتفع، بينما في أحيان أخرى قد يتخذ المستثمر القرار ذاته نظرا لتوقعه قيام المستثمرين الآخرين بأخذ ذات القرار، حينئذ تبدو الصورة مختلفة، وقد أكدت بعض النماذج الرياضية التي استخدمت لتحليل أزمات العملة مثل نموذج **Paul Krugman** ذلك السلوك، على سبيل المثال أن نظام سعر الصرف الثابت قد يحتفظ باستقراره لفترة طويلة، ولكن قد يحدث له انهيار سريع بمجرد وجود عوامل قد تسبب أن يتوقع الآخرون انخفاض سعر الصرف، ومن ثم يبدأ السعر في الانخفاض وربما الانهيار فعليا².

3-6 نظرية الإفراط في الإنتاج بسبب الإفراط في الاستثمار

من النظريات الأخرى التي اهتمت بدراسة الأزمات هي نظرية الإفراط في الإنتاج بسبب الإفراط في الاستثمار وهي نظرية نقدية وضعها **Ludugi Mises** و **Fredreick A Hayek** وهي من النظريات المهمة التي حاولت إعطاء تفسير للأزمة أو الدورة الاقتصادية، وتمثل تطورا لنظرية الإفراط في الاستثمار، ومن أهم الأفكار التي جاءت بها النظرية³:

- إن الاختلال في التوازن بين سعر الفائدة وسعر التوازن يبدأ من خلال الميل إلى خلق ائتمان مصرفي جديد؛
- يؤدي الائتمان المصرفي الجديد إلى خلق استثمارات أطلق عليها **Hayek** اسم الاستثمارات الرديئة **Malinvestment** لأنها لن تكون منتجة إلى حد الإبقاء عليها؛

¹ أحمد مهدي بلوفاي، هايمان منسكي: ماذا يمكن أن يستفيد الاقتصاديون المسلمون من أفكاره، مرجع سابق، ص: 113.

² عبد الله شحاتة، مرجع سابق، ص: 05.

³ وليد أحمد صافي، الأزمة المالية العالمية 2008، طبيعتها أسبابها وتأثيراتها المستقبلية على الاقتصاد العالمي والعربي، ورقة بحث مقدمة إلى الملتقى الدولي الثاني بعنوان: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، معهد العلوم الاقتصادية، المركز الجامعي خميس مليانة، 5-6 ماي 2009، ص ص: 06-05.

- إن توقع المنظمين لارتفاع الأسعار، يدفع المدخرين إلى استثمار أموالهم المدخرة في تمويل إنتاج سلع رأسمالية، بينما يخلق التمويل من البنوك ضغوطا تضخمية يجب التخلص منها، وهكذا يسعى المنظمون إلى الإفراط في الاستثمار؛
- ينشأ الإفراط في الاستثمار من البنوك ذات الاحتياطات الفائضة من خلال تشجيع رجال الأعمال على الاقتراض بفوائد أقل نسبيا من أسعار الفائدة السائدة؛
- يحدث الإفراط في الإنتاج من خلال قيام العملية الإنتاجية بإنتاج السلع الرأسمالية، وبسبب الائتمان المصرفي الجديد تأخذ الأسعار في الارتفاع، ما يؤدي إلى عجز المستهلكين عن الشراء، مما يؤدي إلى الادخار الإجباري؛
- نظرا لأن الاستثمار يتغذى من الائتمان المصرفي ويتجاوز حجم المدخرات الاختيارية، تستمر هذه العملية إلى أن يتم تعديل شيء في هيكل الصناعة، وتبدأ احتياطات البنوك بالانخفاض قليلا إلى الحد الذي يؤدي إلى عدم منح القروض؛
- وتلافيا لكل ذلك يجد Hayek أنه لا مناص من كبح جماح التوسع المفرط في الاستثمار، ويتحول الطلب إلى سلع الاستهلاك التي ترتفع أسعارها كثيرا إلى أن يحدث التضخم وتقل الاستثمارات، وتزداد البطالة ويشيع الكساد.

4-6 نظرية انفجار الفقاعة¹: يعد ظهور الفقاعات* في الأسواق المالية اعتبارا مهما بالنسبة لصنّاع السياسة، فقد تبني الأسواق المالية حياة خاصة من خلال الفقاعات التي تستمر لسنوات، لكن المشكلة تكمن في ما قد يترتب عليها من نتائج ذات أبعاد وآثار كبيرة، وقد يكون خراجها أزمات مالية تنتشر عبر البلدان مكلفة خسائر اقتصادية واجتماعية عميقة، فالفقاعة هي ظاهرة تبدأ بتوسع سريع في السوق، يليها انكماش حاد فيها، وتتميز الفقاعة بارتفاع أسعار الأصول لتتجاوز قيمتها الأساسية بهامش كبير، وتستمر بالارتفاع حتى تصل إلى نقطة السقوط الحر يتبعها انفجار الفقاعة، وغالبا ما تحدث في قطاع معين من قطاعات السوق، وتؤدي إلى تضخم أسعار أصل مالي أو فئة معينة من الأصول؛ مما يضعف

¹ للاطلاع راجع:

- عقبة عبد اللاوي، التكتلات الاقتصادية كقوة ممانعة ومعبرة لتدويل الأزمات الرأسمالية، دراسة قياسية لتكتل الناftا للفترة 1980-2012، أطروحة دكتوراه، تخصص تجارة دولية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2014-2015، ص: 175.
- عبد الغني دادن وهشام غربي، فقاعة هوس الزنبق Tulip Mania في هولندا، الفقاعة المالية الأولى في التاريخ، مجلة رؤى اقتصادية، العدد السابع، ديسمبر 2014، ص: 156.
- هيا دليلة، الفقاعة المالية ومراحل حدوثها، مبادرة الباحثون السوريون، 2015، متوفر على الموقع: <http://www.syr-res.com> ص 02-01.

* الفقاعة المالية أو السعريّة أو فقاعة المضاربات كما تسمى أحيانا، تعرف بأنها تراكم الفروقات بين القيمة السوقية لأصل مالي وقيمتها الأساسية؛ أي ابتعاد القيمة السوقية للأصل المالي عن قيمته الحقيقية، ويجب الإشارة هنا إلى دورة حياة الفقاعة التي تشمل مرحلتين؛ مرحلة الانفجار التي قد تستغرق عدة سنوات وتتمثل في واقع الأمر في زيادة الطلب على أصل مالي معين نتيجة العائد المرتفع الذي يدره أو نتيجة التوقعات المتفائلة بشأن قيمته في المستقبل أما المرحلة الثانية فهي مرحلة الصدمة أو انفجار الفقاعة والذي يكون مفاجئا نتيجة عدم وجود ارتباط أو علاقة منطقية بين الدائرة الحقيقية " الإنتاج، الاستثمار والتشغيل" وبين الدائرة المالية " الأسواق المالية" نتيجة حدة المضاربة المالية. راجع: (بن نعمون حمادو، طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 20-21 أكتوبر 2009، ص: 09).

ارتباطها بالقيمة الحقيقية للأصل، وتميز الفقاعة بخاصية أساسية هي توقف شعور الشك وعدم التأكد من حالة السوق عند معظم المشاركين فيه، وذلك قبل وخلال مرحلة الفقاعة، حيث نجد أن هنالك فشل في إدراك أن المشاركين الدائمين في السوق وغيرهم من المتداولين أيضا، ينخرطون في أعمال مضاربة غير مدعومة بتقنيات تقييم.

قدّم الاقتصادي روبرت شيلر الحائز على جائزة نوبل سنة 2013 نموذج التحليل التجريبي لتسعير الأصول المالية تعريفًا مفصلاً وواضحاً لظاهرة الفقاعات المالية في كتابه **الوفرة اللاعقلانية**، ويقول فيه : (إن فقاعة المضاربة هي حالة تحدث عندما تتسبب الأنباء عن زيادات في الأسعار في إشعال حماس المستثمرين، والذي ينتشر بفعل العدوى السيكولوجية من شخص لآخر، وفي هذه العملية تتضخم الروايات التي قد تبرر الزيادة في الأسعار، وهذا من شأنه أن يجذب طبقة أكبر وأكثر من المستثمرين الجدد الذين ينجذبون إلى هذا الاستثمار، على الرغم من تشككهم حول قيمته الحقيقية بدافع حسدهم من نجاحات الآخرين من جهة، وبفعل الإثارة التي تنطوي عليها المقامرة من جهة أخرى، وهذا ما يعمل على نشر العدوى أكثر، وبعد انفجار الفقاعة تعمل نفس هذه العدوى على تغذية الانهيار السريع، مما يتسبب في سقوط الأسعار وخروج المزيد من المستثمرين من الأسواق وتضخيم الأخبار السلبية عن الاقتصاد.

وتجدر الإشارة إلى أنه من الصعب كشف الفقاعات أثناء حدوثها، بسبب الخلاف الدائر حول القيمة الأساسية للأصول، لذلك فإن الفقاعات تميز عادة من خلال النظر إلى الماضي واستعادة الأحداث بعد انفجار الفقاعة وفي معظم الحالات يعقب الفقاعة المتعلقة بسعر أصل ما، انهيار كبير ومفاجئ في أسعار الأوراق المالية المتعلقة بها، بالإضافة إلى ذلك يتوقف حجم الضرر الناجم عن انفجار الفقاعة على القطاع أو القطاعات الاقتصادية المعنية والمرتبطة بها، ويعتمد كذلك على ما إذا كان نطاق المشاركة في السوق واسع الانتشار أم محدود النطاق.

5-6 **نظرية تراجع معدلات الأرباح " معدل العائد"¹**: يرى بعض الاقتصاديين أن تراجع الأرباح كان السبب الرئيس للأزمات الاقتصادية التي حدثت بعد الحرب العالمية الثانية للمدة 1945-1986، ويؤكدون أن تراجع معدلات الأرباح خلال هذه المدة الذي دفع إلى تحديد عامل الفاعلية للنظام الإنتاجي، كان عامل أساس لحدوث الأزمة، بينما الصدمات الخارجية كارتفاع أسعار النفط الخام مجرد شرارات لنشوب الأزمة، أي نمط الإنتاج الرأسمالي قد أدى إلى تراجع معدلات الأرباح، والصدمات الخارجية تعد عامل ثانوي مسرع لنشوب الأزمة، وقد استند هؤلاء الاقتصاديون في إثبات صحة هذا التحليل بدراسة الحالة الاقتصادية للبلدان الصناعية المتقدمة خلال العقد السادس والسابع من القرن العشرين، إذ تم تحديد ثلاث تصدعات أزمات أصابت تلك الاقتصاديات، والتي تمّ تحديدها بدقة في

¹ إيمان محمود عبد اللطيف، مرجع سابق، ص: 18.

النصف الثاني من العقد السادس في الولايات المتحدة، وفي عام 1973 في معظم البلدان الغربية، وفي عام 1979 في فرنسا.

6-7 نظرية الأحمق الكبير¹ Greater Fool Theory: تحدث أزمة الفقاعة المالية حسب

هذه النظرية نتيجة أفعال المضاربين الذي يقومون بشراء أصول بأسعار أعلى من قيمتها الحقيقية، لاعتقادهم بأنهم سوف يتمكنوا من بيع هذه الأصول بأسعار إلى مضاربين آخرين "حمقى"، وتستمر الفقاعة طالما يبقى حمقى عندهم الاستعداد لشراء الأصول بأسعارها العالية لغاية توقف الفقاعة عند آخر أحمق "الأحمق الكبير" الذي لن يجد من يشتري منه الأصل بسعر مرتفع.

ومع اختلاف صور الأزمات المالية التي يشهدها الاقتصاد العالمي، يبقى أن هنالك عدّة عوامل قد تزيد من حدّة تلك الأزمات أو تأثيرها، كعدم الموازنة بين حجم الأصول وحجم الالتزامات للمؤسسات المالية؛ أي عدم تناسب المخاطر التي تتحملها المؤسسات مع أصولها، خصوصا مع ارتفاع الوزن النسبي لحجم الأصول طويلة الأمد في ميزانية تلك المؤسسات، حيث يظهر إمكان التعرض للتعثر، وخير مثال على تلك الوضعية حين تتيح البنوك سحب الودائع في أي وقت، بينما تتوسع في الاقتراض طويل الأجل كقروض التمويل العقاري، وكذلك الحال بالنسبة للدول حين تلجأ إلى إصدار سندات قيمتها الاسمية مقيمة بالدولار أو اليورو، مما يؤدي أحيانا إلى عدم تناسب القيمة الاسمية للالتزامات مع الأصول المتمثلة في الضرائب المحصّلة بالعملة المحلية، فتعجز عن سداد التزاماتها وتتعثّر فتحدث أزمات مالية².

ثالثا: أهم الأزمات المالية التي واجهت العالم

1- الأزمات المالية والمصرفية قبل القرن التاسع عشر: تعد أزمة السندات لأجل عام 1637 في أوروبا الناتجة عن المضاربة، من الأزمات المالية الأولى في تاريخ الأزمات المالية العالمية، وكانت نتيجة لانخفاض الأسعار فجأة، مسببة إفلاس المضاربين في ذلك الحين، تلي ذلك أزميتين متتاليتين في سوق الأسهم وذلك عام 1720 في فرنسا وإنجلترا، كانت تخص أسهم الشركات التي تستغل موارد العالم الجديد آنذاك، وبعد تلك الأزمات جاءت أزمة الذعر الجماعي في البنوك عام 1797 وهي أول أزمة ذعر مالي في التاريخ حدثت في إنجلترا وتسببت في إفلاس أكبر المصارف هنالك.³

2- الأزمات المالية والمصرفية في القرن التاسع عشر: بعد الحصار الذي فرضه نابليون على إنجلترا عام 1810 انهار نظام الائتمان بها، ولم تستطع البنوك تحصيل حقوقها على الشركات في جنوب أمريكا مما تسبب في أزمة سيولة وتبع ذلك موجة كبيرة من البطالة آنذاك، ثم تبعت ذلك أزمة البنوك في الولايات

¹ السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، 2010، ص: 339-340.

² عبد الله رزق، الأزمة المالية بين 1929 و2008، عبر وتغييرات، مقال منشور على الموقع:

<https://groups.google.com/forum/#!msg/fayad61/r0iivlmfZtU/dv98sVjway0J> تاريخ الاطلاع: 2016/10/12

³ حيدر يونس الموسوي، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على أسواق المال العربية دراسة تحليلية في بلدان عربية مختارة للفترة 2003-2009،

مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 86، 2011، ص: 172.

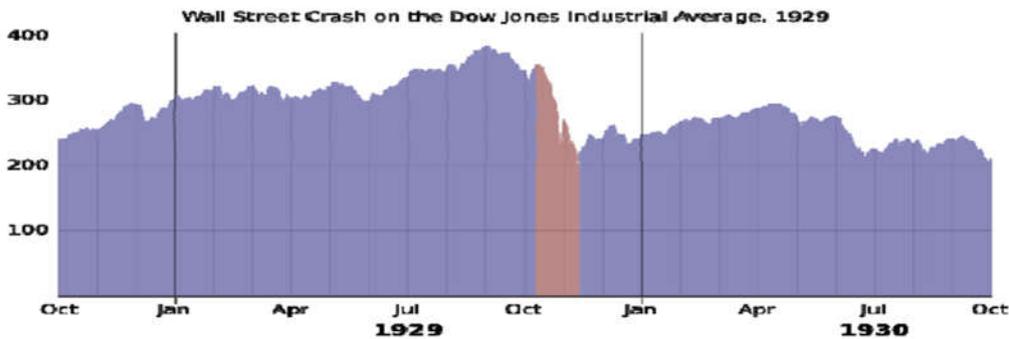
المتحدة الأمريكية في عام 1819، والتي تعد الأولى من نوعها في أمريكا نتجت عن الإنفاق الكبير في حرب 1812 وما تبعه من سياسة التقشف التي فرضها البنك المركزي الأمريكي في ذلك الوقت، وتعد أزمة الأسهم في عام 1825 داخل بريطانيا أولى الأزمات التي مسّت بشكل مباشر البورصة، إذ أن المضاربة الشديدة على الاستثمارات في أمريكا اللاتينية مثل "البنوك، التأمينات، تسليح السفن" خفضت قيمة أسهمها انخفاضاً كبيراً في بورصة لندن ما أدى إلى إفلاس بنوك عديدة وأكثر من 3300 مؤسسة مالية.¹

3- الأزمات المالية والمصرفية في القرن العشرين: شهد القرن العشرين عدّة أزمات مالية كان أبرزها:

- أزمة الكساد الكبير ² **Great Depression**: تعد أسوأ كارثة اقتصادية تواجه الاقتصاد العالمي، حيث بدأت يوم الخميس 24 تشرين الأول 1929 في بورصة نيويورك بعد طرح 13 مليون سهم في السوق، لكن لا وجود للمستثمرين وانتشر الذعر وتدافع المستثمرون إلى البورصة لبيع ما لديهم من أسهم وظلت الأسعار في تذبذب، وعند 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 منهاتن.

انهارت البورصة خاسرة 30 مليار دولار و 50% من قيمتها في نوفمبر وبلغت إجمالي الخسائر 30 مليار دولار للفترة من 22 أكتوبر 1929 إلى غاية 13 نوفمبر 1929 إلى أن فقد مؤشر داو جونز 89% من قيمته في عام 1932 وهذا المبلغ في حينه يمثل عشرة أضعاف الميزانية الفيدرالية ويفوق الإنفاق الأمريكي خلال الحرب العالمية الأولى وهو ما يوضحه الشكل (2-2):

الشكل (2-2): تطور مؤشر داو جونز الصناعي ببورصة وول ستريت 1929



المصدر: ساعد مرابط، مرجع سابق، ص: 05.

¹ حيدر يونس الموسوي، مرجع سابق، ص ص: 172-173.

² راجع:

- ساعد مرابط، مرجع سابق، ص: 05.

- مجذاب بدر العناد، أزمة الكساد الكبير، مقال منشور على الموقع: <http://www.kantakji.com/media/9055/23.pdf>

استكملت الأزمة تأثيراتها في يوم الثلاثاء الأسود 29 أكتوبر 1929 وأعلنت عشرات المؤسسات المالية إفلاسها وأغلقت العديد من المصانع، وسرّح أعداد هائلة من العاملين وتوقف الإنتاج وانتقلت الأزمة إلى بقية الأسواق العالمية خصوصا إنجلترا، فرنسا، وألمانيا، وكانت تأثيراتها في ألمانيا أكثر حدّة، حيث تسببت في سقوط الحكومة وصعود النازيين وأفلست مئات البنوك وشركات التأمين في الولايات المتحدة وتوقفت عجلة الإنتاج في الكثير من البلدان الرأسمالية، وكان من أهم مظاهر هذه الأزمة انخفاض شديد في الاستهلاك الكلي، وارتفاع معدلات البطالة لتصل إلى حوالي 40% من قوة العمل الأمريكية سنة 1932.

أما عن أهم خصائص أزمة الكساد الكبير فيمكن إيجازها في النقاط التالية:

- كان لها ارتباط وثيق بالأزمات الاقتصادية الدورية في النظام الرأسمالي؛
- زعزعة الاستقرار النسبي في النظام الرأسمالي بكامله؛
- عمق وحدّة هذه الأزمة: حيث كان عدد البنوك التي أفلست منذ بداية 1929 حتى منتصف 1933 أكثر من 10 آلاف بنك في الوم أ، أي حوالي 40% من إجمالي عدد البنوك وانخفضت الودائع لدى البنوك بحوالي 33%؛
- انخفاض كبير في مستويات أسعار الفائدة، حيث كان سعر الخصم في بنك إنجلترا خلال الفترة 1930-1933 بحدود 3,1% مقابل 5,5% في عام 1929؛
- اختلاف أمد ودرجة حدّة الأزمة من بلد لآخر بشكل كبير، ففي خريف 1929 انهارت أسعار الأوراق المالية في أسواق الولايات المتحدة، وفي ربيع عام 1931 امتدت الأزمة النقدية والمالية إلى الدول الأوروبية؛
- رافقت الأزمة تقلبات حادة في أسعار العملات مما نتج عنه انهيار النظام الذهبي في معظم الدول.
- **أزمة الديون العالمية 1982:** في ظل تحرير القطاع المالي والمصرفي وحرية حركة رؤوس الأموال، توسعت البنوك التجارية العالمية في الإقراض لحكومات دول العالم الثالث، وقد اقترنت حركة التوسع في الإقراض بتعثر تلك الحكومات وإعلان الدول المدينة عدم قدرتها على الوفاء بأعباء الديون وخدمتها¹، وكان أبرز هذه الدول المكسيك، البرازيل والأرجنتين اللاتي اقترضت الأموال للتنمية وللإنفاق على برامج البنية التحتية، فرغم أن اقتصادهم كان مزدهرا فقامت البنوك بالإقراض لدرجة تسببت في زيادة الدين أربعة أضعاف في سبعة أعوام، واستغرقت الأزمة أعواما ليتم حلّها، عندما لجأت دول أمريكا اللاتينية إلى صندوق النقد الدولي لإنقاذها مقابل برامج إصلاح وإجراءات تقشفية².
- **الأزمة الآسيوية 1997:** تعتبر الأزمة الآسيوية أزمة سيولة مؤقتة، حيث بدأت عام 1997 في سوق العملات لتتحول إلى أزمة مالية واقتصادية ذات أبعاد سياسية خطيرة، وتعود أسبابها للهزّة الكبيرة التي تعرّض

¹الجوزي جميلة، أسباب الأزمة المالية وجذورها، مقال منشور على الموقع: [http://iefpedia.com/arab/wp-](http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/09)

[content/uploads/2009/09](http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/09) ص: 03.

² رباب فتحي، تعرّف على تاريخ الأزمات المالية في العالم ، ولبام رودي القيادة القوية مع خطة محكمة ساهمت في حل العديد منها، مقال متوفر

على الموقع: <http://www.youm7.com/story/2016> أطلع عليه بتاريخ: 2016/11/01.

لها قطاع التصدير والتي أضعفت قدرته التنافسية، وذلك بسبب قيام الصين عام 1994 بتخفيض سعر صرف عملتها من جهة والسياسات غير المرنة لأسعار الصرف ووجود شركات مدينة أكثر من اللازم من جهة أخرى، ناهيك عن ضعف القطاع المصرفي ووجود لوائح مصرفية وإشرافية غير كافيتين بصفة عامة، كما ساهم في حدة هذه الأزمة التقييم غير الصارم للمخاطر الائتمانية والسوقية، كما كان سائدا آنذاك بأن الحكومات لن تسمح بفشل المصارف وأن الودائع مضمونة تماما، أمّا بالنسبة لأسباب هذه الأزمة في كل دولة على حدة، فهي تعود للفساد في تايلاند، المحسوبة في إندونيسيا وضعف القطاع المالي في كوريا الجنوبية، إلا أن الترابط بين اقتصاديات هذه الدول أدى إلى سلسلة من ردود الفعل جعلت من الصعب احتواء الأزمة.¹

- **الأزمة الروسية 1999:** تمثلت أسبابها في رؤوس الأموال التي تبحث عن مجالات الاستثمار ذات الأرباح المرتفعة، فكانت البداية متمثلة في رؤوس الأموال الساخنة* التي ضاربت في البورصات الناشئة، وتوسعت في الإقراض للحكومات الآسيوية والروسية، مما أدى إلى تراكم المديونيات، ومع تحركات أسعار الفائدة وبخاصة الولايات المتحدة نزحت كثير من الاستثمارات قصيرة الأجل من السندات والأوراق الحكومية الضعيفة، إلى السندات الأمريكية باعتبارها ملاذا آمنا مع ارتفاع أسعار الفائدة، وقد شكلت انتقال رؤوس الأموال ضغوطا على عملات هذه الدول.²

4- الأزمات المالية والمصرفية في القرن الحادي والعشرون

- **أزمة فقاعات شركات الانترنت في أواخر القرن العشرين ومطلع الألفية الثالثة³:** عرف العالم نوعا جديدا من الأزمات المالية بدأت حين أدرجت أسهم تلك الشركات في سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة والذي يعرف بمؤشر **NASDAQ** حين ارتفعت أسعار أسهم تلك الشركات في البداية بشكل كبير، في وقت حقق فيه عدد قليل من تلك الشركات أرباحا حقيقية مما أدى إلى انفجار تلك الفقاعة في عام 2000، حيث ترتب على هذه الأزمة النتائج التالية:

- انخفاض أسعار تلك الأسهم بسرعة وبصورة ملحوظة؛
- تزامن هذا الانخفاض مع حدوث هجمات 11 سبتمبر 2001 والتي أدت إلى إغلاق أسواق المال الأمريكية بشكل مؤقت؛
- استمرار الانخفاض لتهبط قيمة مؤشر التكنولوجيا المرجح لنسداك بجوالي 78% في 2002؛

¹سناء عبد الكريم الخناق، حوكمة المؤسسات المالية ودورها في التصدي للأزمات المالية، التجربة الماليزية، منشور على الموقع:

<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/11/38.pdf> ص: 05-06.

* الأموال الساخنة Hot Money تعبير يطلق على الأموال التي تتحرك بسرعة شديدة من استثمار إلى آخر على مستوى العالم، مستبقة تغيرات أسعار الصرف أو مقتنصة فرصا استثمارية ذات عائد أعلى في المدى القصير.

² أسباب الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، جامعة الكويت، كلية العلوم الإدارية، المؤتمر الدولي الرابع: اتجاهات اقتصادية عالمية بعنوان: الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، ص: 08.

³ فريد كورنل وكمال رزيق، الأزمة المالية: مفهومها، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 20 أ، ص: 05.

- قيام بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بخفض سعر الفائدة من 6,25% إلى 1% وذلك لحفز النمو الاقتصادي نتيجة لتأثر تلك الشركات بشدة.

الفرع الثالث: الآثار السلبية لأزمات النظام المالي العالمي

تتعدد الآثار السلبية لأزمات الأنظمة المالية، حيث تتجلى بوضوح من خلال:

أولاً: تحقيق خسائر في الناتج الحقيقي

تسبب الأزمات المالية تباطؤ في النشاط الاقتصادي وتراجع معدلات النمو نتيجة سوء تخصيص الموارد المتاحة، الأمر الذي يؤدي إلى تكبد خسائر في الناتج الحقيقي، وفي ذات السياق أعدّ صندوق النقد الدولي دراسة أظهر من خلالها حجم خسائر الناتج التراكمية والتي تكبدتها الاقتصاديات الأكثر تضرراً من الأزمة الآسيوية، وأزميتي الأرجنتين والمكسيك، والجدول التالي يبين حجم هذه الخسائر كنسبة من إجمالي الناتج¹:

الجدول (1-2): خسائر الناتج التراكمية نتيجة لأزمات التسعينات 'كنسبة مئوية من الناتج الممكن'

الأزمات	خسائر الناتج التراكمية طوال الأربع سنوات
أزمة تاكيدا (1994-1995)	
المكسيك	30
الأرجنتين	15
الأزمة الآسيوية	
أندونيسيا	82
كوريا	27
ماليزيا	49
تايلاند	57

المصدر: غزاري عماد، أزمات النظام المالي العالمي: أسبابها وتكاليفها الاقتصادية مع إشارة خاصة للأزمة المالية العالمية لعام 2008، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد 02، سبتمبر 2014، ص ص: 40-41.

يبين الجدول السابق قياس الخسائر التراكمية في الناتج على مدار الأربع سنوات التالية على وقوع هذه الأزمات، ومقارنتها بالمسارات الافتراضية للناتج في حالة عدم وقوع هذه الأزمات، ويتضح أن حجم الخسائر التراكمية في الناتج طوال الأربع سنوات التالية على انطلاق الأزمة يقدر بحوالي 30% و 15% نسبة إلى الناتج الممكن أو الافتراضي، وذلك بالنسبة إلى كل من المكسيك والأرجنتين على التوالي، أما في الاقتصاديات الآسيوية فقد كان حجم هذه الخسائر ضخماً وقد فاق مستوى الخسائر المسجلة في كل من المكسيك والأرجنتين، إذ وصل حجمها إلى 82% و 57% في كل من أندونيسيا وتايلاند.

¹ غزاري عماد، أزمات النظام المالي العالمي: أسبابها وتكاليفها الاقتصادية مع إشارة خاصة للأزمة المالية العالمية لعام 2008، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد 02، سبتمبر 2014، ص ص: 40-41.

ثانيا: ارتفاع معدلات البطالة وزيادة التكاليف الاجتماعية

تؤدي الأزمات المالية إلى حدوث آثار غير مرغوب فيها على العمالة، فتؤدي إلى تدهور مستويات الأجور وترتفع معدلات البطالة وما يرافقها من تزايد تكاليف الحماية الاجتماعية، فعلى سبيل المثال تفاقمت معدلات البطالة في معظم البلدان الآسيوية بعد أزمة جنوب شرق آسيا، فقد ترتب على إعادة هيكلة البنوك والشركات في كوريا وتايلاند ارتفاع معدل البطالة إلى إجمالي قوة العمل من 2,7% عام 1997 إلى 7% عام 1998، بالنسبة لكوريا وارتفع نفس المعدل من 4% إلى 6% في تايلاند خلال نفس الفترة، وعملت ماليزيا على تخفيض مستويات الأجور في القطاع العام واسترجاع العمالة المهاجرة القادمة من أندونيسيا.

المطلب الثاني: الأزمة المالية العالمية "أزمة الرهن العقاري"

ارتبط ميلاد أزمة الرهن العقاري بالعديد من المؤشرات والتي من أهمها الارتفاع المطرد في أسعار النفط، والارتفاع المتوالي لسعر الفائدة من قبل البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي منذ عام 2004، الأمر الذي شكّل عبئا إضافيا على القروض العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية، وما لبثت الأزمة حتى اندلعت مع صيف العام 2008 معرضة بذلك أسواق الائتمان والأجهزة المصرفية العالمية إلى ندرة في السيولة وانكماش في قطاع العقارات.

وللتفصيل أكثر في أزمة الرهن العقاري ارتأينا تقسيم هذا المطلب إلى الفروع الموالية:

الفرع الأول: الأزمة بدايتها، أبعادها

شهد يوم الاثنين 17 سبتمبر 2008 انهيار كبرى المؤسسات المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وهي بورصة Wool Street والهبوط الحاد في أسعار الأسهم الأمريكية، فيما أطلق عليه بأزمة مصارف الأعمال في Wool Street وسط مخاوف من دخول الاقتصاد الأمريكي رحلة ركود طويلة الأجل، حينها قامت بعض البنوك المركزية بضخ العشرات من مليارات الدولارات لمساعدة البنوك التي عانت من نقص في السيولة نتيجة القروض الكبيرة المتراكمة، والتي بلغت قيمتها مع بداية الأزمة أكثر من 100 مليار دولار¹، ولمعرفة أهم محطات هذه الأزمة والتي شغلت بالالاقتصاديين والسياسة على حد سواء ارتأينا التطرق لأبرز تداعياتها من خلال النقاط التالية:

¹ علي فلاح المناصير و وصفي عبد الكريم الكساسبة، الأزمة المالية العالمية حقيقتها أسبابها تداعياتها وسبل العلاج، بحث مقدم إلى: المؤتمر الدولي العلمي السابع بعنوان: تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، 2009، ص: 09.

أولاً: تطور سوق الرهن العقاري بالولايات المتحدة الأمريكية¹

كانت سوق الرهن العقاري* في الولايات المتحدة الأمريكية قبل 1938 تتألف أساساً من مؤسسات إيداع منظمة، مثل المصارف ومؤسسات الادخار والقروض، التي كانت تستخدم ودائعها في تمويل قروض شراء المنازل، وكانت هيئات الإقراض تلك تنشئ القروض، وحيث أنها تحتفظ بها ضمن محافظها، فإنها كانت تتحمل المخاطر الائتمانية ومخاطر تقلبات أسعار الفائدة في السوق ومخاطر السيولة الناتجة عن تمويل أصول طويلة الأجل بخصوم قصيرة الأجل "الودائع".

وبغية توفير مزيد من السيولة ورؤوس أموال جديدة لهذه الأسواق، قامت الحكومة في إطار سياسات البرنامج الجديد للرئيس روزفلت بإنشاء الهيئة الوطنية الاتحادية للرهن العقاري المعروفة باسم **Fannie Mae** في 1938 وكانت مؤسسة مملوكة للحكومة، وتمثل مهمتها في خلق سوق ثانوية للرهن العقاري، وكانت هيئة **Fannie Mae** تشتري رهونات العقارية من منشئها، وتعيد الحسيولة النقدية إلى المؤسسات، وعن طريق شراء رهونات العقارية مباشرة والاحتفاظ بها في محفظة، كانت مؤسسة **Fannie Mae** في وضع أفضل من مؤسسات الإيداع في التعامل مع مخاطر السيولة والسوق، لأنها كانت تستطيع الاقتراض لآجال أطول، وكانت **Fannie Mae** أيضاً أقدر على إدارة مخاطر الائتمان "أو السداد" لأنها كانت تحتفظ بمحفظة رهونات عقارية متنوعة على المستوى الوطني، وقد أثبتت هيئة **Fannie Mae** نجاحها، وشكلت عمليات الإقراض التي قامت بها لتمويل مشترياتها من رهونات العقارية بحلول الستينات من القرن العشرين، ولتحريك أنشطة **Fannie Mae** خارج نطاق ميزانية التشغيل الاتحادية، تم إعادة تنظيم سوق الرهن العقاري التي ترعاها الحكومة أثناء إدارة الرئيس جونسون في 1968، ونتجت عن إعادة التنظيم؛ الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري **Gennie Mae** للتعامل مع رهونات العقارية المضمونة من الحكومة من خلال برامج الإسكان الاتحادية للمحاربين القدماء وغيرها من برامج الإسكان الاتحادية،

¹ للاطلاع راجع:

- أحمد مهدي بلوفاي، أزمة عقار... أم أزمة نظام؟، حوار الأربعاء، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 2008-2009، ص ص: 265-266.
- راندال دود، رهونات العقارية الثانوية، مجسات أزمة، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2007، ص ص: 15-17.

*تم سن القانون الوطني للإسكان في عام 1934 الولايات المتحدة الأمريكية، مما ترتب عليه تأسيس الإدارة الفيدرالية للإسكان، وقد سمح هذا القانون بالتأمين على ديون الرهن العقاري الصادرة عن مقرضين غير حكوميين، كما سمح بتأسيس ميثاق الرهن العقاري الوطنية، وعليه فقد تم تأسيس الهيئة الوطنية للرهن العقاري بواشنطن في 1938 الذي تغير اسمها لاحقاً للهيئة الوطنية الفيدرالية للرهن العقاري، وطبقاً للتعديلات التي تمت بالقانون في عام 1968، تم فصل الهيئة الوطنية الفيدرالية للرهن العقاري إلى مئتين منفصلتين مما : الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري (جيني ماي- Gennie Mae) و الهيئة الوطنية الفيدرالية للرهن العقاري (فاني ماي- Fannie Mae). وقد ظلت الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري (جيني ماي) هيئة حكومية بينما تحولت الهيئة الوطنية الفيدرالية للرهن العقاري (فاني ماي) إلى هيئة خاصة بعدما بيعت حصة المال العام بها. وقد بدأ يزداد نشاط التوريق في السبعينات من خلال بيع شراكة جيني ماي لقروض الرهن العقاري وجددير بالذكر أن مهمة شراكة جيني ماي تقتصر على دعم التوسع في توفير الإسكان بأمريكا من خلال توفير أدوات مالية تضمنها الحكومة في السوق الثانوي مما يربط سوق المال بسوق الإسكان الفيدرالي، فشراكة جيني ماي لا تقوم بإقراض المال من أجل استخدامه للرهن العقاري وإنما تقوم بدور الضامن، ولا تقوم الشراكة ببيع أو شراء أو إصدار أوراق مالية مضمونة بالرهن أو شراء الديون الناتجة عن الرهن العقاري.

وفي عام 1970 تم إنشاء الشركة الوطنية الاتحادية للرهن العقاري المعروفة باسم **Freddie Mae** التي تمت خصصتها.

حصلت عدة تطورات بعد اتهام مؤسستي **Freddie Mae** و**Fannie Mae** من قبل الحكومة عام 2003 بعدم الالتزام بالمعايير المحاسبية الجديدة المتعلقة بضبط التعامل في المشتقات المالية، فاستغلت الفرصة بعض الشركات الكبرى في سوق المال الأمريكي **Wool Street** للدخول في سوق الرهن العقاري، فتوسعت العمليات بشكل كبير وحصلت منافسات شديدة مما أثر على التخفيف من بعض القيود في منح القروض، مثل وصول نسبة المبلغ الذي يجب أن يكون بحوزة الراغب في الحصول على القرض لشراء المنزل الصفر، بعد أن كانت 20% ثم 10% فخمسة ثم ثلاثة، لأن البنك أو المؤسسات المالية الأخرى التي تمنح هذا النوع من القروض لا تمنح قرضا يغطي كامل قيمة المنزل، علاوة على منح قروض لأفراد ليس لديهم القدرة على السداد.

وهكذا نجد أنه مع حلول منتصف 2006 وصلت حصة المؤسسات الحكومية الضامنة لما بحوزتها من قروض إلى 43% بعد أن كانت 76% عام 2003، في حين أن حصة شركات **Wool STREET** وصلت 57% بعد أن كانت 24% عام 2003، وبسبب تبدل موازين القوى هذه، وصل مستوى صكوك الدرجة الثانية Subprime ما يتعدى قليلا 114 مليار دولار، بعد أن كان 37,4 مليار دولار عام 2003، في حين أن قيمة صكوك الدرجة الأولى تعدت 67 مليار دولار، من واقع 57,6 مليار دولار، وانخفضت على إثرها حصتها في سوق الرهن من 52% عام 2003 إلى 26% في منتصف 2006.

ثانيا: بداية أزمة الرهن العقاري¹

تعد أزمة الرهن العقاري أسوأ أزمة أصابت الأسواق المالية المتطورة خلال عقود، وفي التسابق نحو الأزمة شجع انخفاض سعر الفائدة الاسمي والسيولة الوافرة والإحساس العام بالرضا، أنواع كثيرة من المستثمرين على تحمل مزيد من المخاطر، فقد كان من المتوقع أن تستثمر الفترة الممتدة من الأحوال الحميدة في السوق المالية، وكان النمو العالمي قويا وبدت التجاوزات السابقة في فقاعة شبكات الانترنت في البورصة ماضيا بعيدا، وخلاصة القول: أن الكثيرين كانوا يعتقدون في ظهور أتمودج جديد للأسواق المالية، ومن ثم أصبح الاستثمار في أصول واستراتيجيات أكثر خطورة هو القاعدة، عادة مع فهم قليل للمخاطر الأساسية وعدم كفاية رأس المال اللازم لدعمها.

على الرغم من التحذيرات المتكررة من القطاع الرسمي بأن الاستقرار المالي يمكن أن يضار من جرّاء شدة البحث عن العائد، استمرت حوافز القطاع الخاص تشجع على تحمل مزيد من المخاطر، وبحلول ربيع 2007 بدأ حتى كبار المديرين في بعض من أكبر المؤسسات المالية يعربون عن قلق عام، خاصة فيما يتعلق بأوراق الائتمان المالية المهيكلة،

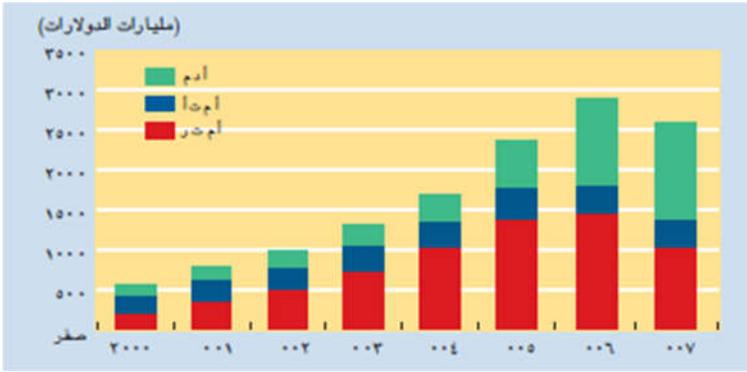
¹ لورا كودرس، ثقة... وأكثر من ذلك، مجلة التمويل والتنمية، يونيو 2008، ص: 09.

الفصل الثاني..... الضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية والأزمة المالية العالمية

التي تساندها القروض والرهنونات دون الممتازة، وتساهل عقود وشروط القروض التي ساندت أنشطة الشراء بأموال مقترضة.

ونظرا لاستمرار انخفاض أسعار الفائدة ووفرة السيولة استمر الطلب على منتجات الائتمان المهيكلة التي تحمل المرتبة الائتمانية AAA وكسب عائد أعلى من الطبيعي، طلق العنان حتى منتصف 2007 وهو ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل (2-3): تصاعد محلق لإصدارات الائتمانات المهيكلة الأوروبية والأمريكية



لم يكن لدى المستثمرين معلومات وبصيرة كافيتين لوقف انتشار الأوراق المالية التي يجري الإفراط في تسعيرها، وهكذا كانت الضغوط التنافسية من أجل إصدار هذه الأنواع من المنتجات وبيعها شديدة لدرجة أن الإدارة العليا كانت تشعر بأنه } طالما أن الموسيقى تصدح، فإنه يتعين عليك أن تنهض وترقص } كما أخبر تشارلس برنسالرئيس المصدر: لورا كودرس، مرجع سابق، ص: 09

التنفيذي لـ City Group أحد الصحفيين.

(أ.د.م: التزامات ديون مضمونة، أ.م.ت.أ: أوراق مالية تساندها أصول "تشمل السيارات وبطاقات الائتمان"

أ.م.ت.ر: أوراق مالية تساندها رهنونات)

ومثلما حدث في أزمات ائتمان كثيرة سابقة، كانت رخاوة معايير الائتمان خلال أسعار الإقراض هي السبب في المجموعة الأولية من الخسائر ورغم أن هذا الحدث أطلق له العنان تزايد تأخر سداد القروض العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية -خاصة في سوق الرهنونات دون الممتازة- فإن تأثير الصدمة كان شديد بصفة خاصة، وقد أخفى إهمام وغموض الحشد المتنامي من منتجات الائتمان المهيكلة موقع وحجم وفاعلية المراكز المحتفظ بها أحيانا حتى عن المؤسسات المالية نفسها، كما فاجأت الأزمة الآخذة في الاتساع كثير من المستثمرين وأثارت أعصابهم.

ثالثاً: أبرز تداعيات أزمة الرهن العقاري

في سبتمبر 2008 بدأت أزمة مالية عالمية واعتبرت الأسوأ من نوعها منذ زمن الكساد الكبير سنة 1929 ابتدأت الأزمة أولاً بالولايات المتحدة الأمريكية* ثم امتدت إلى دول العالم ليشمل الدول الأوروبية والدول الآسيوية والدول الخليجية والدول النامية التي يرتبط اقتصادها مباشرة بالاقتصاد الأمريكي¹، ولم تكن هذه الأزمة وليدة تلك الفترة بقدر ما كانت متفاعلة تدريجياً منذ عام 2004، لا بل منذ أن تمادت العولمة المالية والاقتصادية في طغيانها المادي على حساب الاقتصاد الإنتاجي، لتستبدله باقتصاد ريعي غير منتج، اقتصاد المضاربات والصفقات المالية، اقتصاد لعبة الأوراق المالية داخل المصارف والشركات.

صحيح أن الأزمة بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية، بيد أن أسبابها ليست أمريكية فقط، وكيف إذا كانت تفاعلاتها وامتداداتها ونتائجها وصلت إلى أوروبا ثم إلى آسيا فباقي المناطق، إلى ذلك ضغطت الأزمة على الحكومات والشعوب معاً، بمثل ما ضغطت على الشركات الكبرى ورجال الأعمال وعلى الفقراء وذوي الدخل المحدود، وراحت تهدد الإمبراطورية الأمريكية في عظمتها المالية والاقتصادية والعسكرية والتقنية، كما هددت الدول الصناعية في عالم الشمال والدول النامية في عالم الجنوب، وبالتالي هي أزمة عالمية من حيث التهديد والضغط والمفاجأة، عندما راحت تتوسع وتنتقل من دولة إلى أخرى خارج نطاق التوقع أو التصور العالمي²، حيث حدثت هذه الأزمة نتيجة خفض الفوائد للقروض السكنية بشكل مبالغ فيه³ إثر أحداث 11 سبتمبر 2001، حيث قام المجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بخفض أسعار الفائدة حتى وصل السعر الذي يقرض به البنوك في سنة 2003 إلى 1%، الأمر الذي حفّز البنوك والمؤسسات المالية على زيادة حجم الاستثمارات في هذا القطاع سواء بالتوسع في منح القروض حتى بأدنى الضمانات أو من خلال التوسع كما ونوعاً على التداول بالأوراق المالية ومشتقاتها المبتكرة والمرتبطة بهذا القطاع، وهذا انطلاقاً من فرضية أساسية هي الارتفاع المستمر لأسعار المساكن والعقارات⁴، الأمر الذي شكل بداية لاشتعال الأزمة من بداية عام 2007، إذ توجب على الكثير من المقترضين سداد قروضهم، فبدأت المؤسسات المالية وشركات الإقراض تعاني من تداعيات هذه القروض الكبيرة المتراكمة بتزايد حالات التوقف عن السداد، وزيادة ظاهرة استيلاء المقرضين على العقارات وكثرة المواجهات بين المقرضين والبنوك، وبلغ حجم القروض المتعثرة للأفراد نحو 100 مليون دولار، ثم تفاقم الأمر حتى ارتفعت قيمة الأصول المhalكة المرتبطة بالرهون العقارية إلى 700 مليار دولار، أسفر هذا الوضع عن اضطرار الأفراد والمؤسسات لبيع العقارات، فهبطت قيمتها وزاد العرض

* تشكل الولايات المتحدة الأمريكية قاطرة النمو في الاقتصاد العالمي، فاقتصادها هو الأكبر في العالم بحجم يبلغ حوالي 14 تريليون دولار، وتشكل التجارة الخارجية لها أكثر من 10% من إجمالي التجارة العالمية، ومن ناحية أخرى تحتل السوق المالية الأمريكية موقع القيادة للأسواق المالية العالمية، لذا فإن أية مخاطر تتعرض لها هذه السوق تنتشر آثارها إلى باقي الأسواق المالية الأخرى بسرعة كبيرة.

¹ الداوي الشيخ، الأزمة المالية العالمية إنعكاساتها وحلولها، بحث مقدم إلى: مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 13-14 مارس 2009، ص: 09

² عدنان السيد حسين، الأزمة العالمية، الطبعة الأولى، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، 2010، ص: 08.

³ معاوية طبيان، جذور الأزمة المالية الدولية ومكوناتها وأسبابها وأبعادها، ندوة الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على أسواق المال والاقتصاد العربي، مركز دراسات الشرق الأوسط، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، 2008، ص: 01.

⁴ ساعد مرابط، مرجع سابق، ص: 10.

على الطلب، فدارت الأزمة في دائرة مفرغة، وتفاقم الأمر بزيادة عدد المنازل المعروضة للبيع بنسبة 75% في 2007، لتبلغ 2,2 مليون¹ وانخفض الإنفاق الاستثماري والاستهلاكي لضعف قدرة البنوك على تمويل الشركات والأفراد، مما هدد الاقتصاد الأمريكي بكساد مرير، حيث تجاوزت مؤسسات وانهارت بنوك²، وأدى ارتباط عدد كبير من المؤسسات المالية - خاصة الأوروبية والآسيوية- بالسوق المالية الأمريكية، إلى أن تطال الأزمة شركات القروض العقارية والمصارف، وصناديق التحوط وشركات الاستثمار والأسواق المالية في جميع أنحاء العالم، كل هذا أدى إلى تراجع أسهم المؤسسات المالية المقرضة، وهبوط مجمل الأسواق الأمريكية ثم الآسيوية والأوروبية تبعاً لها فأصبحت الأزمة تهدد اقتصاد العالم أجمع³، ويمكن إبراز أهم تداعيات هذه الأزمة في⁴:

- انكماش الناتج العالمي بـ 1,7% في سنة 2009؛
- دخول الدول المتقدمة في مرحلة الركود الاقتصادي بانخفاض في معدل النمو بـ 3%؛
- بقاء الدول النامية محقة لمعدل نمو إيجابي عند متوسط 2,1%؛
- انكماش في التجارة الدولية بنسبة 6,1% عام 2009، وانخفاض في أسعار البترول بمقدار 50% عن أسعار 2008، ليصل سعر البرميل الواحد إلى 47 دولار أمريكي.

الفرع الثاني: مراحل أزمة الرهن العقاري في ظل النظريات الاقتصادية

لقد وجدت العديد من النظريات المفسرة لحدوث التقلبات الاقتصادية والأزمات المالية، والتي يمكن ربطها بأزمة الرهن العقاري من خلال النقاط التالية:

أولاً: أزمة الرهن العقاري حسب نظرية مينسكي

مرّت أزمة الرهن العقاري بعدة مراحل حملت في مجملها سلبيات وهشاشة النظام الرأسمالي، هذا الأخير الذي لم يثبت جدارته في التصدي للأزمات المالية، وهو ما أثبتته العديد من النظريات وعلى رأسها نظرية **Haymen** **Minsky** والتي تطرقنا إليها سابقاً، إلا أننا سنحاول في هذا المطلب التطرق لمراحل أزمة الرهن العقاري من خلال تحليل نظرية مينسكي، باعتبار أن الوصف الذي قدمه مينسكي لتشكيل الفقاعات ينطبق إلى حد كبير مع فقاعة الرهن العقاري التي عرفتها أمريكا، وذلك من خلال المراحل التالية⁵:

¹ حامدي محمد، التأسيس النظري للأزمة المالية العالمية، بحث مقدم إلى: الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص: 05-06.

² 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 الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 2009، ص: 10.

³ حامدي محمد، مرجع سابق، ص: 06.

⁴ حسن عطا الرضيع، الأزمات المالية العالمية أسبابها وتداعياتها وسبل العلاج، دراسة منشورة على الموقع:

<http://pulpit.alwatanvoice.com/content/print/318751.html>

⁵ للاطلاع راجع:

- أحمد مهدي بلوافي، هايمان مينسكي: ماذا يمكن أن يستفيد الاقتصاديون المسلمون من أفكاره، مرجع سابق، ص: 07-08.

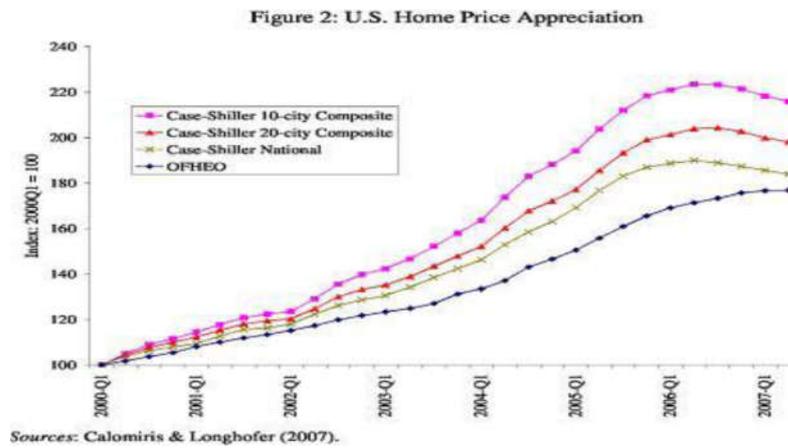
■ المرحلة 1: التحول Displacement

يوضح مينسكي أن المستثمرين في هذه المرحلة يشعرون بالإثارة حيال فرصة استثمارية ما، ويمكن أن يحققوا من خلالها أرباحاً مجزية في فترة قصيرة، وهو ما حدث داخل الاقتصاد الأمريكي منذ عام 2000 حيث انخفضت أسعار الفائدة بشكل كبير لتصل إلى حوالي 1% في منتصف 2003، وتم تثبيتها حتى منتصف 2004 كما توافرت أعداد كبيرة من المساكن نتيجة لانفجار فقاعة شركات الأنترنت في ذلك الوقت.

■ المرحلة 2: الطفرة Boom

في هذه المرحلة يشرع المجازفون Speculators في جني العائدات الضخمة، وعند رؤية تلك العائدات يدخل المزيد من المستثمرين السوق، وقد عبّر مينسكي عن هذا النوع من الاستثمارات بالاستثمار المغري Induced Investment وهي المرحلة التي أخذت فيها قيمة المساكن ترتفع، فقد ارتفعت أسعار العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية بحوالي 85% خلال الفترة من 1997 إلى 2006، دون تغيير يذكر في المتغيرات الأخرى المرتبطة بها؛ مثل تكاليف البناء على سبيل المثال، وارتفعت معها أسهم الشركات العقارية المسجلة بالبورصة بشكل مستمر، سواء في الولايات المتحدة الأمريكية أو في غيرها من دول العالم مقابل انخفاض الأسهم في القطاعات الاقتصادية الأخرى، بما فيها قطاعات التكنولوجيا والاتصالات الحديثة، الأمر الذي أدى إلى إقبال الأمريكيين أفراداً وشركات على شراء المساكن والعقارات بهدف الاستثمار طويل الأجل، والرسم البياني التالي يوضح كيف أن أسعار المنازل ارتفعت بشكل كبير إلى أن قاربت مستوى 240% في الفترة 2000-2007.

الشكل (2-4): ارتفاع أسعار المنازل بالولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (2000-2007)



المصدر: أحمد مهدي بلواني، هايمان مينسكي ماذا يمكن أن يستفيد الاقتصاديون المسلمون من أفكاره، مرجع سابق، ص: 07.

■ المرحلة 3: الشعور بالنشاط والخفة Euphoria

تظهر هذه المرحلة بعد الارتفاع الكبير الذي تشهده قيم وعوائد الأصول "الفقاعية"، فيكتظ السوق بالجموع المتزايدة بدخول لاعبين جدد، وهو الفئة الأقل ملاءة Subprime، كما في أزمة الرهن العقاري، وهي الفئة التي لم يكن لها وجود قبل عام 2000¹ حيث منحت العديد من التسهيلات الائتمانية إلى أفراد لا يملكون الضمانات الكافية لسدادها²، حيث وجهت هذه القروض إلى الفئات والعائلات المتوسطة والفقيرة لاقتناء مساكن بفوائد متصاعدة بدأت من 3,2% ثم وصلت إلى 16% وأكثر³ وكانت عملية تسويق العقارات لمحدودي الدخل في الولايات المتحدة الأمريكية بطريقة وشروط تبدو سهلة للوهلة الأولى، ولكن بعقود كانت صياغتها بمثابة فخ لمحدودي الدخل والتفافا على قوانين الدولة والحدود الائتمانية لها، حيث كانت أسعار الفائدة متغيرة ومرتبطة بسعر فائدة البنك المركزي⁴، أي (Libor+x) حيث x هي السعر المعلن عنه بين البائع والمشتري والمرتبطة بسعر الفائدة المعروض من قبل البنك المركزي، فإذا تأخر المدين عن سداد أي دفعة تضاعفت أسعار الفائدة، كما ان المدفوعات الشهرية خلال السنوات الثلاث الأولى تذهب كلها لسداد الفوائد، مما يعني أن المدفوعات لا تذهب إلى ملكية جزء من العقار إلا بعد مرور ثلاث سنوات، فبفرض ارتفاع أسعار العقارات فإن الخيارات المتاحة تكون إما ببيع مالك العقار عقاره لتحقيق أرباح مجزية، أو أن يحاول الحصول على قرض مقابل رهن جزء من العقار الذي ارتفعت قيمته، والنتيجة توافر السيولة التي عادة ما توجه نحو الإنفاق "لأن الميل الحدي لاستهلاك الأفراد عادة = 1"⁵، كما بلغت القروض الممنوحة 1,3 تريليون دولار في مارس 2007، وذكرت بعض التقارير أن الحكومة الأمريكية كان لها دور كبير في التشجيع على الإقراض العقاري لكسب رضا مواطنيها، ثم توسعت المؤسسات المالية الكبرى في منح القروض للمؤسسات العقارية وشركات المقاولات بما يزيد عن 700 مليار دولار⁶.

■ المرحلة 4: الذروة أو جني الأرباح Profit Taking

بعد استنفاد الفقاعة لمراحلها الأولية وبلوغ قيم الأصول "الفقاعية" ذروتها، يبدأ المستثمرون "الأذكياء" في أخذ أرباحهم ومغادرة السوق، وهو ما يمهد السبيل لظهور المرحلة الأخيرة⁷.

* وهو ما ينطبق على نظرية المباريات المشار إليها سابقاً.

¹ مهدي بلوافي، هايمان مينسكي: ماذا يمكن أن يستفيد الاقتصاديون المسلمون من أفكاره، مرجع سابق، ص: 08.

² يوسف أبو فارة، قراءة في الأزمة المالية العالمية 2008، جامعة القدس المفتوحة، فلسطين، ص: 02.

³ علي فلاح المناصير و وصفي عبد الكريم الكساسبة، مرجع سابق ص: 09.

⁴ عمر يوسف عابنة، مرجع سابق، ص: 35.

⁵ سامر مظهر قنطجني، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، الطبعة الأولى، دار النهضة، سوريا، 2008، ص: 28-32.

⁶ محمد صالح المنجد، الأزمة المالية، الطبعة الأولى، مجموعة زاد للنشر، السعودية، 2009، ص: 07.

⁷ مهدي بلوافي، هايمان مينسكي ماذا يمكن أن يستفيد الاقتصاديون المسلمون من أفكاره، مرجع سابق، ص: 08.

▪ المرحلة 5: الهلع Panic

بعد حصول التطورات السابقة تبدأ الفقاعة في الانحسار فيحل التشاؤم محل الحماسة، ويسعى المستثمرون إلى التخلص وبأسرع ما يمكن من أصولهم التي أصبحت الآن سيئة الطالع، في ظل هذه الأجواء تجد المصارف أن قيم أصولها آخذة في الانحدار، ومع امتناع مقرضيهها عن إعادة تدوير ديونهم مما ألبأها إلى المزيد من إنقاص نسبة الدين De –Leveraging في استخدامات أموالها Assets لإصلاح وضع التزاماتها أو خصومها Liabilities فيظهر عندئذ ما يسمى بلحظة مينسكي Minsky Moment وهي اللحظة التي تضطر المصارف وكذلك المقرضون في خصمها إلى التخلص من أصولهم الآمنة لمقابلة الالتزامات التي عليهم¹ كما لم يتمكن العديد من المدينين من سداد دفعات قروضهم "دفعات قروض الرهن العقاري" ما أدى إلى تحطم منظومة القروض العقارية عالية المخاطر ♦ وعلى رأسها مصرف Lehman Brothers الذي يعد رابع أكبر مصرف استثماري بالولايات المتحدة الأمريكية، والذي أعلن إفلاسه مطالبا الجهات المعنية بحمايته من الدائنين بعد أن حاول تمويل الكثير من الأصول المخوفة بالمخاطر بقدر محدود نسبيا من رأس المال، ليصبح أكبر وأبرز ضحايا أزمة الرهن العقاري، متسببا في اهتزاز أسواق المال العالمية.

كما أثرت الأزمة الائتمانية تأثيرا كبيرا على أوضاع عدد من كبار المصارف وشركات الخدمات المالية الأمريكية، وعلى رأسها بنك الاستثمار Merrill Lynch الذي أعلن موافقته على صفقة عرضها Bank Of America أكبر مصرف أمريكي من جهة الودائع لشرائه بـ 50 مليار دولار أمريكي، وفي تصريح لمساعد محافظ مدينة نيويورك لشؤون التنمية السيد Robert Lieber " أن معظم الأعمال والوظائف المرتبطة بالتمويل قد تم خسارتها جزاء هذه الأزمة، وباعتقاده لا يمكن إعادتها بسهولة في السنوات المقبلة، وبحسب الدراسة المتعلقة بقطاع المؤسسات المالية هنالك 65000 وظيفة تم إضاعتها كنتيجة للأزمة المالية، تقريبا نصف العدد متعلق ببنوك الاستثمار بحسب تحليل مجموعة بوسطن للاستشارات.²

ثانيا: أزمة الرهن العقاري حسب نظرية انفجار الفقاعة³

إن فقاعة العقار السكني ليست نتاجا لتفاعلات قانون العرض والطلب ومستويات الأسعار وارتباطها بمعدلات الفائدة فحسب، إنما هي صميم سياسة جديدة ومبتكرة ضمن آليات الأسواق المالية، تركز على خلق

¹ المرجع نفسه، ص: 08-09.

♦ تقسم منظومة القروض العقارية إلى نوعان: الأول وفيه يقدم البنك القروض لأصحاب الملاة المالية الجيدة والممتازة، بحيث يكون احتمال تحوّل القروض إلى ديون معدومة احتمالا ضعيفا جدا، والنوع الثاني هو سوق الإقراض العقاري الثانوي Subprime Mortgage Market الذي لا يتمتع المقرضون فيه بالمستوى نفسه من الملاة المالية للنوع الأول، وذلك لأن لديهم مشكلة في تاريخهم الائتماني أو الاقتراضي Credit History لكونهم عجزوا عن سداد قروض استدانوها لاحتياجات مختلفة في الماضي، أو لأنهم لم يرغبوا في سدادها، لذا فإن سعر الفائدة على ذلك النوع من القروض أعلى من فائدة النوع الأول.

² بسام حجازي، إنعكاسات الأزمة المالية العالمية الراهنة على المؤسسات المصرفية في العالم، بحث مقدم إلى: الأزمة المالية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 13-14 مارس 2009، ص: 15-16.

³ عقبة عبد اللاوي، مرجع سابق، ص: 175-177.

فقاعة جديدة عند نذر انفجار فقاعة قديمة تلافيا للارتدادات السلبية للفقاعة القديمة، وهو ما يصطلح عليه بتمازج الفقاعات.

تطرت المحلة المالية Stephanie Pomboy لنظرية الفقاعة حيث أطلقت عليها اسم "تحول الفقاعة الكبيرة" التي تمّ فيها التعويض عن انفجار فقاعة سوق الأسهم الدوت كوم بفقاعة المضاربة في أسواق الرهن العقاري السكني ، ولتسهيل الوفرة المالية عمد الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي إلى تخفيض سعر الفائدة وتغيير نسبة الاحتياطي النقدي القانوني المطلوب في البنوك، الأمر الذي أدى إلى تدفق رأس المال المحلي والأجنبي بشكل كبير في سوق الإسكان، وارتفع معدل الإقراض للرهن العقاري ارتفاعا هائلا، وارتفعت أسعار المنازل السكنية بصورة جنونية وبدأت المضاربة المفرطة، وما حدث نهاية العام 2007 أعقب النمط الرئيس لفقاعة المضاربات عبر تاريخ الأسهم.

يمكن إبراز أهم محطات أزمة الرهن العقاري حسب نظرية انفجار الفقاعة في :

- الإحلال: حصول بعض الشركات على فرص جديدة بسبب حدوث تغيير ما في الظرف الاقتصادي؛
 - الحماسة الفياضة أو الإفراط في التداول: تساعد الأرباح المتوقعة والمتصاعدة إلى زيادة سريعة في أسعار الأسهم وهو ما يعرف بالتغذية الاسترجاعية؛
 - الجنون أو الفقاعة: إن توقع الحصول على أرباح رأسمالية سهلة يجذب المستثمرين لأول مرة والمختالين الحريصين على سلبهم أموالهم؛
 - العسر: يعرف المطلعون على بواطن الأمور أن الأرباح المرتقبة لا تبرر الأسعار المبالغ فيها للأسهم، ويبدوون ببيعها.
 - الانسحاب أو فقدان الثقة: عندما تبدأ الأسعار في الانخفاض يتدافع الغرباء للخروج خارج السوق؛ الأمر الذي يؤدي إلى انفجار الفقاعة بكاملها، وكانت معدلات الفائدة سببا في الأزمة عند تحليل فقاعة الإسكان من وجهتين:
- الأولى:** أن أسعار الفائدة المرتفعة التي يلتقي من خلالها أصحاب العجز المالي "المعسرين" وأصحاب الفائض المالي "الموسرين"، وقلب قاعدة الغنم بالغرم ب الغنم بلا غرم وإلغاء معنى التملك والتملك للاستثمارات وإفراغ معنى البيع المبني على التملك الحقيقي، ليسود الربح للمضاربين، في المشتقات المالية، وتدفع كل المغارم والمخاطر بالتحوط والتأمين وإعادة التأمين؛
- الثانية:** يعزو بعض الاقتصاديين سبب الأزمة إلى سياسة خفض سعر الفائدة من طرف الاحتياطي الفيدرالي وبالتالي تسريع انفجار الأزمة.

المبحث الثاني: الأزمة المالية العالمية بين الضوابط الشرعية وخلل الأنظمة الرأسمالية

إن الأزمة المالية العالمية التي تفجرت سنة 2008 كانت نتاجا لعدة أسباب، تمثلت أساسا في تجاوزات ضمن المعاملات المصرفية الاستثمارية الأمريكية في سوق الرهن العقاري، حيث تعد هذه الأزمة من أشد الأزمات المالية التي هزت أكبر اقتصاديات العالم، وزعزعت استقرار الأسواق المالية الدولية، وامتدت تداعياتها لتهدد بإغراق الاقتصاد العالمي، وقد بدأت بوادرها سنة 2007 لتتعمق أكثر سنة 2008، وتطلب الأمر خططا هائلة لإنقاذ البنوك لتجنب ما يقول البعض إنه قد يكون أكبر أزمة مالية منذ أزمة الكساد العظيم سنة 1929، كما كشفت هذه الأزمة عن هشاشة النظام الأمريكي القائم على الرأسمالية الليبرالية.

تعددت أسباب هذه الأزمة، إلا أن المتمعن في تفاصيلها سيجد أن أسبابها تمثلت في خلل الأنظمة الرأسمالية من جهة وعدم الالتزام بالضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية من جهة أخرى.

المطلب الأول: الأزمة المالية العالمية في ظل خلل الأنظمة الرأسمالية

كغيرها من العديد من الأزمات المالية والاقتصادية التي حدثت خلال العقود الأربعة الأخيرة، أثبتت أزمة الرهن العقاري ولمرة أخرى فشل الهيكل المالي العالمي المعمول به، والذي يعتمد أساسا على النظام المصرفي التقليدي بوصفه عاملا رئيسيا، وأثبت النظام المالي العالمي عدم أهليته للتعامل مع البنية المعقدة لآلية الصيرفة التقليدية، والتي أدت مع مجازفتها المفرطة إلى أزمة العقارات السكنية الأخيرة في الولايات المتحدة الأمريكية، وبدورها إلى أزمة الائتمان التي تطورت في شكل أزمة رهن عقاري، والتي أصبحت أزمة ثقة في النظام المالي المعمول به¹، وعليه سنوضح من خلال هذا المطلب أهم أسباب أزمة الرهن العقاري المتجسدة في خلل الأنظمة الرأسمالية كما يلي:

الفرع الأول: الفوائض المالية " ارتفاع حجم السيولة"

لقد أصبحت الاقتصاديات الناشئة بما لها من نفوذ اقتصادي متزايد ونمو أسرع منه في الاقتصاديات الصناعية الرئيسية، مساهما أساسيا في النمو العالمي ولقد كان من الملحوظ في عام 2007 أن مساهمة الصين في نمو إجمالي الناتج المحلي على الصعيد العالمي مقاسا بأسعار الصرف السوقية أكبر في حد ذاتها منها في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث نجد أن نسبة الكتلة النقدية بمعناها الضيق M1 إلى الناتج المحلي الإجمالي لست دول كبرى (الولايات المتحدة الأمريكية، منطقة الأورو، اليابان، الصين، المملكة المتحدة وكندا) تجاوزت من 18 إلى 20% كمتوسط خلال الفترة (1980-2000) وإلى أكثر من 26% عام 2002، حيث بلغت 30% في الفترة (2006-2007)²، وقد استخدمت نسبة كبيرة من هذه الأموال في الولايات المتحدة الأمريكية على صعيد

¹ منظمة المؤتمر الإسلامي، مركز الأبحاث الإحصائية والاقتصادية والاجتماعية والتدريب للدول الإسلامية، تقارير المركز حول: الأزمة المالية لعام 2009-2008، ص: 02.

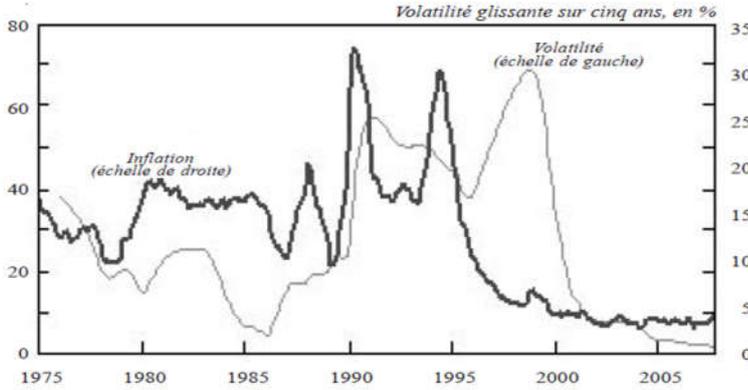
² Patrick Artus et Autres, *La Crise des Subprimes*, Rapports du Conseil d'Analyse Economique, Paris, La Documentation Française, 2008, p : 15 .

الفصل الثاني..... الضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية والأزمة المالية العالمية

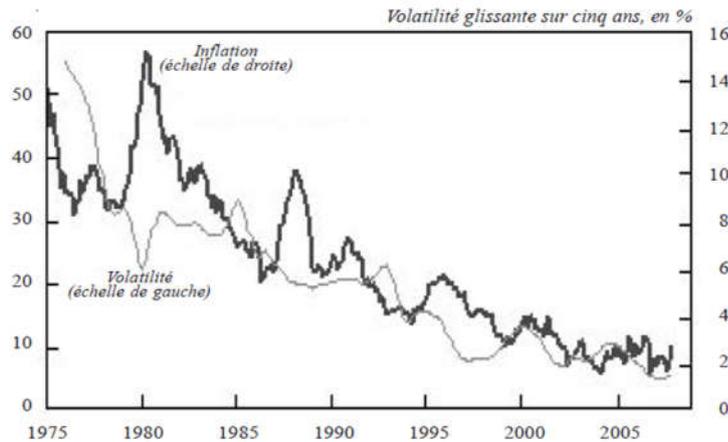
القطاع الخاص لتمويل النفقات الاستهلاكية، إلى جانب تنافس مدراء البنوك والمؤسسات العقارية وشركات التأمين في منح التسهيلات الائتمانية لجميع الأفراد الراغبين في الحصول على الائتمان، دون التأكد من جدارتهم المالية، بهدف جني الأرباح والمكافآت¹.

وعليه فإن نقطة الانطلاق في هذه الأزمة تمثلت في وفرة السيولة، التي كانت أغلبها خارجية، كنتيجة لارتفاع الكبير في احتياطات الصرف لدى البنوك المركزية في البلدان الناشئة (وخاصة الصين) والبلدان المصدرة للمواد الخام (خاصة منها الفواض النفطية)، أما بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية فقد عملت كبرى مؤسسات المال الأمريكية على جذب الأموال الضخمة من الخارج تحت إغراء الأرباح الاستثنائية من خلال أدوات استثمارية تبين بعد الأزمة أنها كانت من الأصل المسموم²، ومن هذه الأدوات الاستثمارية السندات المدعومة بالقرض العقاري.

الشكل (2-5): التضخم العالمي وتقلباته



الشكل (2-6): التضخم في بلدان منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية وتقلباته



La Source : Patrick Artus et Autres, OP Cit , p : 16 .

¹ طالب عوض، أثر التقلبات المالية الدولية على أسواق الدول النامية، المرصد الاقتصادي، الجامعة الأردنية، ص: 03-04، ضمن الموقع:

<http://www.ju.edu.jo/Resources>

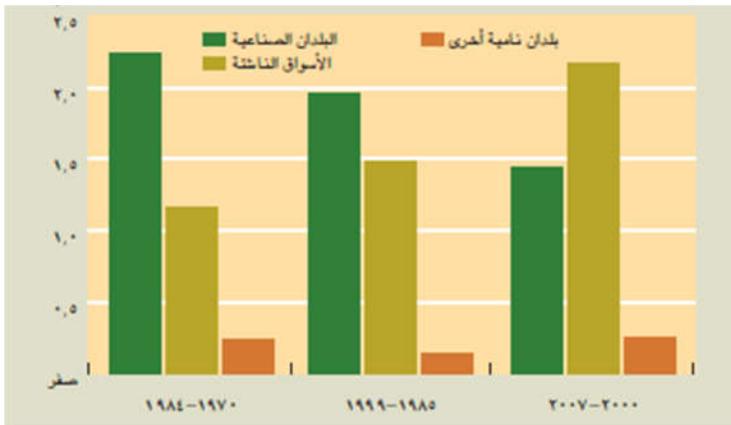
²²Patrick Artus et Autres, OP-Cit ,p : 15.

الفصل الثاني..... الضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية والأزمة المالية العالمية

مهما تعددت أسباب وفرة السيولة إلا أن آثارها التضخمية لم تظهر على السلع والخدمات، كما يوضحه الشكل (2-5) والذي يبين كيف انخفض معدل التضخم العالمي من مستوى متوسط 12% إلى أقل من 5% على امتداد عشر سنوات، إذ كانت معدلات التضخم تحت السيطرة نتيجة المصادقية التي اكتسبتها البنوك المركزية¹.

ويعزى مجمل النمو العالمي على مدى الفترة 2000-2007 إلى الأسواق الناشئة مجتمعة، كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل (2-7): المساهمات في النمو العالمي بأسعار الصرف المقومة بتبادل القوى الشرائية ومتوسط الفترات

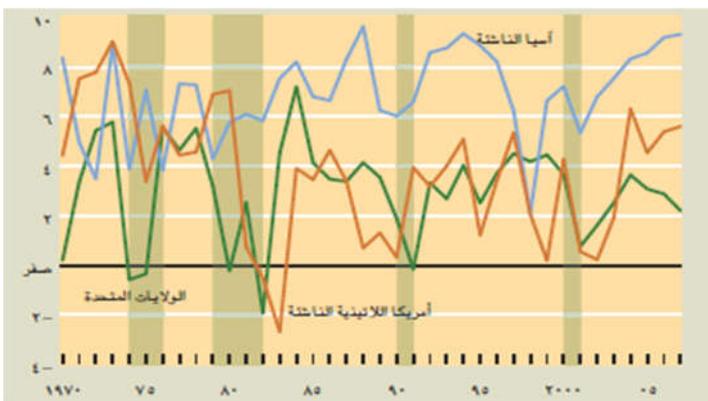


ولقد أثارت هذه التغيرات اللافتة للنظر في النظام الاقتصادي العالمي تساؤلات عدّة، وأحدثت جدلا عنيقا حول ما إن كانت دورات الأعمال العالمي تتقارب أو إن كانت الأسواق الناشئة قد أفلحت في التباعد عن التقلبات في الدورات الاقتصادية في الولايات المتحدة الأمريكية.

المصدر: أيهان كوزي وآخرون، ما مدى التباعد وما مدى التقارب، مجلة التمويل والتنمية، 2008، ص: 36.

كما يلاحظ أن نمو الاقتصاديات الناشئة استمر بدرجة قوية على الرغم من النمو الفاتر للولايات المتحدة الأمريكية وعدد من البلدان الصناعية، كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل (2-8): النمو الفاتر للولايات المتحدة الأمريكية بالمقارنة مع الاقتصاديات الناشئة (1970-2005)



ويعود هذا النمو الفاتر للولايات المتحدة الأمريكية والبلدان الصناعية الأخرى في اعتمادها على الطلب القادم من الاقتصاديات الناشئة سريعة النمو².

المصدر: أيهان كوزي وآخرون: مرجع سابق، ص: 37.

¹Patrick Artus et Autres, OP Cit ,p : 15.

² أيهان كوزي وآخرون، ما مدى التباعد وما مدى التقارب؟، مجلة التمويل والتنمية، يونيو 2008، ص: 36-37.

ويمكن توضيح نمو الفوائض المالية للاقتصاديات الناشئة والمتقدمة من خلال تطور الكتلة النقدية كما يلي:

- نمت الكتلة النقدية بمفهومها الواسع بأكثر من 5,7% سنويا خلال الفترة 1999-2005 بمجمل الدول المتقدمة وبمعدل سنوي يفوق 5,9% بالولايات المتحدة خلال الفترة 1999-2006، وبأكثر من 4,5% في منطقة الأورو، ترجم ذلك بنمو كبير لنسبة السيولة بهذه الدول " الولايات المتحدة الأمريكية، منطقة الأورو، اليابان، الصين، بريطانيا وكندا" فقد انتقلت من 18-20% خلال 1980-2000 إلى 26% في 2002، لتصل إلى 30% في 2006-2007، ولقد تزامن هذا مع توسع كبير للسيولة الدولية التي كانت تنمو خلال الفترة 2001-2006 بمتوسط يفوق 11,6%¹، هذا النمو للسيولة الدولية تأتي من تكديس الفوائض المالية بسبب طفرة الإدخارات في الاقتصاديات الآسيوية والدول المصدرة للنفط بكميات تفوق ما يمكن أن يستوعبه الاستثمار، والتي وصلت فوائضها إلى 2% من قيمة الناتج المحلي العالمي " كما أعلن صندوق النقد الدولي"، وعلى الرغم من أن الصين مستورد كبير للنفط إلا أنها برزت أيضا كصاحبة أكبر فائض عالمي حيث بلغ سنة 2007 حوالي 372 مليار دولار، أو ما يعادل تقريبا مجموع فائضي اليابان وألمانيا، وبلغت مجموعة الفوائض العالمية عام 2007 حوالي 1,680 تريليون دولار، حسب بيانات صندوق النقد الدولي، وكان نصيب الدول العشر الأولى*، أكثر من 70% من هذه الفوائض، وقد استوعب العجز الأمريكي حوالي 44% من هذا المجموع، وإذا أضفنا إليها بريطانيا وإسبانيا وأستراليا "الدول ذات الفقاعات العقارية حينها" لوصلت النسبة إلى 63% من فوائض الموازنات الجارية عالميا، وهكذا توجه رأس المال إلى بعض أغنى دول العالم وظهرت الفوائض كنتيجة لسياسات متعمدة في مراكمة الاحتياطات الرسمية من العملات الأجنبية، ولزيادة أحجام الصناديق السيادية²، والجدول التالي يبين تطور حسابات العمليات الجارية والاحتياطات الرسمية خلال الفترة 1999-2006:

¹ فوزي عبد الرزاق وكاتبة بوروبية، الأزمة المالية والبدائل المطروحة في ظل النظام الرأسمالي، رؤية مستقبلية، بحث مقدم إلى: الملتقى الدولي: النظام المالي الدولي والمالية الإسلامية، قسم الاقتصاد والإدارة، كلية الشريعة والاقتصاد، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 05-06 نوفمبر 2013، ص: 05.

* هذه الدول هي: الصين، اليابان، ألمانيا، السعودية، روسيا، سويسرا، النرويج، الكويت، هولندا والإمارات.
² عبد الله رزق، الأزمة المالية بين 1929 و 2008 عبر وتغيرات، مرجع سابق، مقال منشور على الموقع:

<https://groups.google.com/forum/#!msg/fayad61/r0iivlmfZtU/dv98sVjway0J> أطلع عليه بتاريخ: 14-10-2016.

الجدول (2-2): تطور حساب العمليات الجارية و الاحتياطات الرسمية

مليار دولار

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	99	
								حساب العمليات الجارية
87	79.9	83.9	80	55.5	48.1	38.9	5.1	دول آسيا المصنعة حديثا
544.2	428	212.6	147.6	77.3	39.4	85.8	-21.2	دول نامية و ناشئة
253.1	165.2	88.5	82.5	64.6	36.6	38.1	38.3	آسيا النامية
238.5	160.8	68.7	56.9	35.4	17.4	20.5	15.7	الصين
212.4	189	99.2	59.5	30	39.2	2.1	14	الشرق الأوسط
95.6	83.3	58.6	35.4	29.1	33.9	46.8	24.6	روسيا
								التغير في الاحتياطات الرسمية
-680.6	-534.7	-427.2	-287.2	-155.4	-92	-87.1	-41.3	دول نامية و ناشئة
-311.5	-230.6	-258.3	-163.7	-109.9	-56.7	-16	-28.9	آسيا النامية
-273.7	-221.5	-229.9	-142.7	-94.3	-56	-16.6	-14.6	الصين و الهند
-126.1	-104.6	-45.4	-32.6	-3.9	-11.7	-30.3	-0.9	الشرق الأوسط

المصدر: فوزي عبد الرزاق وكاتية بوروية، مرجع سابق، ص: 06

يتضح من خلال الجدول (2-1) تطور حجم موازين العمليات الجارية والاحتياطات الرسمية للدول النامية والناشئة والذي ساهم في التوسع الكبير للسيولة الدولية، والتي كانت تنمو خلال الفترة 2001-2006 بمتوسط يفوق 11,6% وأغلب النمو كان متأتيا من هذه الدول، حيث نمت فيها بأكثر من 15% في حين لم تنمو في الدول المتقدمة إلا بنسبة تفوق 5,8%، ولقد ساهم الدولار الأمريكي بشكل كبير في هذه الزيادات، فقد ازدادت الموجودات الرسمية الدولارية في العالم في 2006 بحوالي 115 مليار وحدة حقوق سحب خاصة، في حين لم يزداد الأورو إلا بـ 93 مليار وحدة حقوق سحب خاصة، والجنيه الإسترليني إلا بـ 26,6 وحدة حقوق سحب خاصة، كما ساهمت الدول الناشئة والمصدرة للمحروقات بنسبة كبيرة في زيادة السيولة الدولية بسبب فوائض موازين العمليات الجارية، سواء بسبب تحسن تنافسية الصادرات أو بسبب ارتفاع أسعار المحروقات¹، حيث تم تدوير نسبة عالية من هذه الفوائض إلى الاقتصاد الأمريكي الذي صب أكثر من تريليون دولار في سوق الرهن العقاري، المكوّن من أفقر المقترضين وأدناهم ملاءة، علما أن الارتباطات بين المشاشة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية والأزمات السابقة في الأسواق الناشئة تعني أنّ الجروح المصرفية والاقتصادية الحالية يجب أن لا ينظر إليها كمجرد نتيجة لسياسة نقدية تميل إلى المخاطرة ولا إلى تشريعات متراخية وسلوك مالي غير مسؤول فحسب، فعلى الرغم من أهمية هذه الأمور فإن أي بلد يتلقى تدفقا ضخما ومستداما من الإقراض الأجنبي يعرض نفسه لمخاطر أزمة مالية كون المشاشة المالية الخارجية والمحلية ستزداد، وهذا بالضبط ما شهدته الولايات المتحدة الأمريكية، إضافة إلى عدد من الدول المرتفعة الدخل والأزمة الحالية ترتبط بتلك التي سبقتها لاسيما منها الأزمة الآسيوية (1997-1998) حيث لم تصبح الاقتصاديات الناشئة مصدرة غزيرة

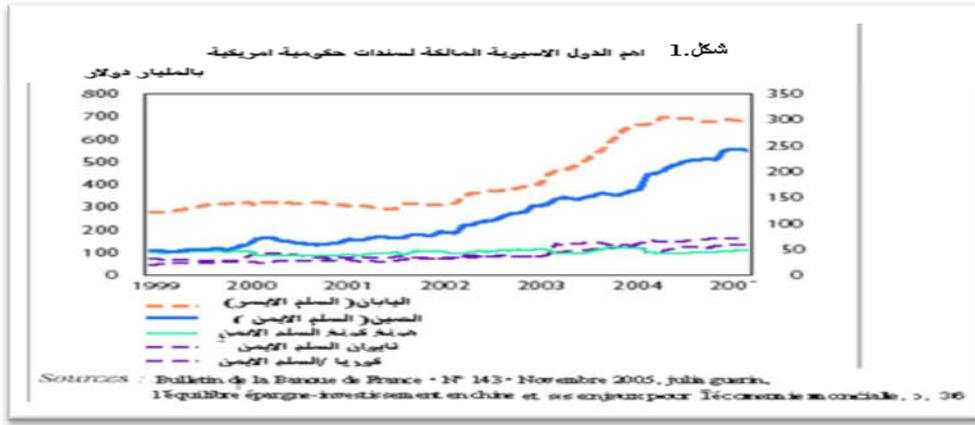
¹ فوزي عبد الرزاق وكاتية بوروية، مرجع سابق، ص: 05.

الفصل الثاني..... الضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية والأزمة المالية العالمية

للساميل إلا بعد تلك الأزمة، وقد تم تعزيز هذا النهج باختيار الصين مسار تنمية قائما على التصدير، والسبب يعود جزئيا إلى خوفها مما أصابها خلال الأزمة الآسيوية، هذا وقد زاد من تحنقها القفزات الأخيرة في أسعار النفط، وما نجم عنها من انفجار في فوائض الموازنات الجارية للدول المصدرة للنفط¹، حيث أدت الفوائض المالية للدول الناشئة إلى زيادة حجم الاستثمار في الدول المتقدمة خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية، ذلك أن أغلب الاحتياطات الرسمية لأهم الدول الآسيوية "اليابان، الصين، هونغ كونغ، تايوان وكوريا" هي عبارة عن سندات حكومية أمريكية.

والشكل التالي يوضح أهم الدول الآسيوية المالكة لسندات حكومية أمريكية خلال الفترة 1999-2005

الشكل (2-9): أهم الدول الآسيوية المالكة لسندات حكومية أمريكية



المصدر: فوزي عبد الرزاق وكاتية بوروبه: مرجع سابق، ص: 06.

لقد تمّ ضخ نصف هذه الاحتياطات في الاقتصاد الأمريكي وحوالي الخمس في الاقتصادات الأوروبية، في حين لم تستفد الدول العربية إلا بحوالي 10% والباقي ذهب إلى آسيا.

الفرع الثاني: الركود الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية

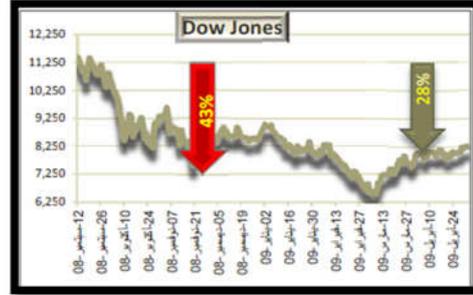
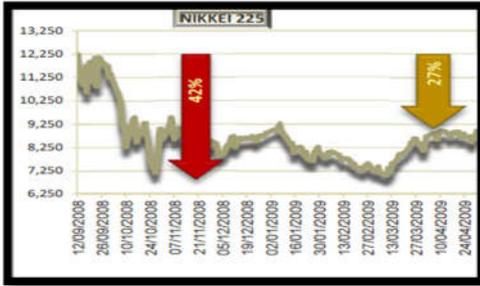
شهد الاقتصاد الأمريكي ركودا اقتصاديا ملحوظا مع نهاية عام 2007 وبدايات عام 2008، والذي اتضح من خلال تتبع مؤشر داو جونز الذي شهد انخفاضا بحوالي 679 نقطة، ومؤشر ستاند أند بورز الذي انخفض بـ 75 نقطة، كما شهد مؤشر ناسداك انخفاضا بـ 95,2 نقطة (الشكل 2-10) وشهد الاقتصاد الأمريكي زيادة في عجز الموازنة بمقدار 455 مليار دولار أي بنسبة 3,2% من الناتج المحلي، تلتها تقلبات في

¹ عبد الله رزق: الأزمة المالية بين 1929 و 2008 عبر وتغيرات، مرجع سابق.

الفصل الثاني..... الضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية والأزمة المالية العالمية

سعر صرف الدولار عالميا، وبما أن الولايات المتحدة الأمريكية هي أكبر مستورد في العالم، فإن الركود في أسواقها أصاب أسواق العالم والمصدرين بالشلل¹.

الشكل (2-10): مؤشر داو جونز ونيكيا في الوم أ (سبتمبر 2008 -أفريل 2009)



La source : The Global Financial Crisis, Lessons Learned, Financial Studies Division, Department of Finance, 2014, p: 3.

الفرع الثالث: انخفاض معدلات الفائدة للاقتصاد الأمريكي والتوسع في الإقراض

لقد ترافقت ميزة الفوائض المالية للاقتصاد الصناعي مع دخول الألفية الجديدة، مع بروز سمات مفاجئة تمثلت في المستوى المتدني لأسعار الفائدة الاسمية والحقيقية على المدى الطويل، في وقت كان يشهد فيه النمو الاقتصادي سرعة عالية فأنتجت الأموال الرخيصة وفرة من الابتكار المالي والاقتراض والإنفاق الذي كان من الأسباب الأولية للارتفاع الشديد في أسعار المنازل ضمن جزء واسع من العالم المرتفع الدخل، وبخاصة الولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا وإسبانيا²، ولقد شجعت المستويات المتدنية لأسعار الفائدة والتي اتضح بأنها مصطنعة، شجعت على التوسع في الاقتراض دون وجود قيمة مضافة أو نمو في الإنتاجية، والنتيجة هي فقاعة في سوق العقارات³ حيث مارست الأسر الأمريكية التي غذتها الديون اندفاعا إنفاقيا ليس له مثيل، وتوجهت نحو الاقتراض بشراهة من بنوكها الإسكانية غير المراقبة⁴، وعلاوة على ذلك فإن الطلب على المساكن ارتفع بشكل ملحوظ بسبب سهولة الحصول على الإقراض العقاري، والتوقعات المفرطة حول الارتفاع المتواصل في أسعار العقارات، والسياسة النقدية التوسعية التي اتبعتها الحكومة الأمريكية⁵، حيث ارتفعت نسبة القروض العقارية إلى الدخل المتاح للعائلات في الولايات المتحدة الأمريكية من 65% عام 2000 إلى 101% عام 2007⁶ والشكلين

¹The Global Financial Crisis, Lessons Learned, Financial Studies Division, Department of Finance, 2014, p: 3-4

² عبد الله رزق، مرجع سابق، ص: 02.

³ سامي بن إبراهيم السويلم، أسلحة الدمار المالي الشامل، الميسر والربا وقود الأزمة المالية العالمية، مقال منشور على الموقع:

<http://magazine.islamtoday.net/m/art.aspx?ID=94>

⁴ عبد الله رزق، المرجع نفسه، ص: 02.

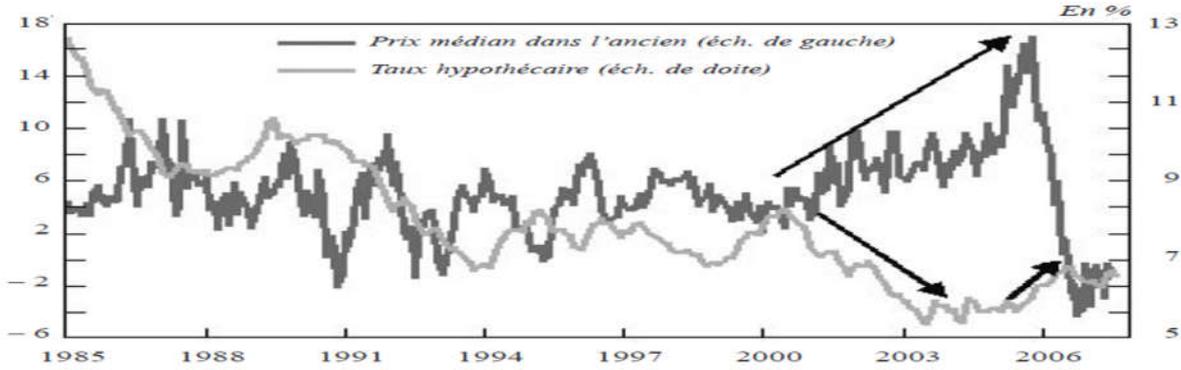
⁵ Stéphane SORBE, *Eclatement de la Bulle sur les Marché Immobilier Américain*, éditeur Ministère de l'économie de l'industrie et de l'emploi , Direction Générale du trésor et de la politique économique , Trésor- Eco , n°40, Juillet 2008, p p : 1-2.

⁶ Laurent CLERC, *Valorisation et Stabilité Financière* , Revue La Stabilité Financière , Banque de France , n°12, Octobre 2008, p : 32.

الفصل الثاني..... الضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية والأزمة المالية العالمية

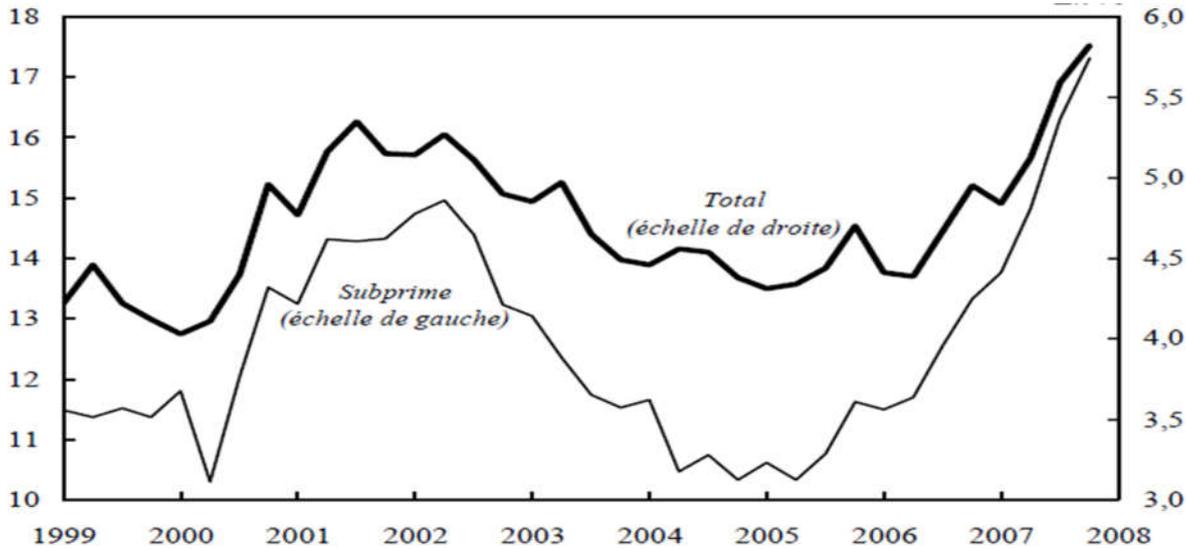
التاليين يوضحان العلاقة بين انخفاض أسعار الفائدة وتطور أسعار العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية من جهة ومعدل عجز العائلات عن تسديد قروض الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية من جهة أخرى:

الشكل (11-2): أسعار العقارات وأسعار الفائدة (بعد ارتفاع وانخفاض أسعار المنازل في الو م أ)



La source: Patrick ARTUS et autres: OP Cit , p:47.

الشكل (12-2): معدل عجز العائلات عن تسديد قروض الرهن العقاري (%)



La source: Patrick ARTUS et autres: OP Cit , p:72

يلاحظ من خلال الشكلين (11-2) و (12-2) أن هناك تزامنا بين التراجع الكبير في أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية انطلاقا من سنة 2006 من جهة، وبين الارتفاع في معدل الفائدة وفي معدل عجز العائلات عن تسديد قيمة القروض العقارية من جهة أخرى.

الفرع الرابع: الرافعة المالية والتوسع في المديونية¹

حددت اتفاقية بازل للرقابة على البنوك حدود التوسع في القروض للبنوك بألا تتجاوز نسبة من رأس المال المملوك لهذه البنوك، فالبنك لا يستطيع أن يقرض أكثر من نسبة محددة مما يملكه من رأس مال واحتياطي وهو ما يعرف بالرافعة المالية، ورغم أن البنوك المركزية تراقب البنوك التجارية في ضرورة احترام هذه النسب فإن ما يعرف باسم بنوك الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية لا يخضع لرقابة البنك المركزي، ومن هنا توسعت بعض هذه البنوك في الإقراض لأكثر من ستين ضعفا من حجم رؤوس أموالها كما في حالة UBS، ويقال بأن الوضع بالنسبة لبنك Lyman كان أكبر، وهذه الزيادة الكبيرة في الاقتراض تعني مزيدا من المخاطر إذا تعرض بعض المدينين لمشكلة في السداد وهو ما حدث في الأزمة، وكان توسع المؤسسات المالية في الإقراض والاقتراض بسبب الجشع Greed فمن يزيد من الإقراض والاقتراض يعني مزيدا من الأرباح، أما المخاطر الناجمة عن هذا التوسع في الإقراض فهي لا تهم مجلس الإدارة في معظم هذه البنوك والتي تهتم فقط بالأرباح قصيرة الأجل، حيث يتوقف عليها حجم مكافآت الإدارة، ومن هنا ظهرت أرباح مبالغ فيها ومكافآت مالية سخية لرؤساء البنوك، وهكذا أدى الاهتمام بالربح في المدة القصيرة إلى تعريض النظام المالي إلى مخاطر عدم السداد.

الفرع الخامس: الرهن العقاري وانخفاض التصنيف الائتماني*

يعتبر موضوع الرهن العقاري Subprime[♦] أحد الأسباب الرئيسية والمباشرة لأزمة الرهن العقاري، حيث شجع الازدهار الكبير لسوق العقارات الأمريكية بين عامي 2001-2006 البنوك وشركات الإقراض على اللجوء إلى القروض العقاري مرتفع المخاطر، أنظر الشكل (05)، ويتم بموجبه التعاقد بين ثلاث أطراف هي مالك العقار ومشتري العقار وممول العقار "بنك أو شركة تمويل عقاري" على أن يقوم المالك ببيع العقار للمشتري بمبلغ معين ويدفع المشتري جزءا من الثمن 10% مثلا ويقوم الممول في ذات العقد بدفع باقي الثمن للبائع مباشرة، واعتباره قرضا في ذمة المشتري مقابل رهن العقار للممول ويسدد القرض على أقساط طويلة ما بين 15-30 سنة بفائدة تبدأ

¹ وفيق حلمي الأغا وسمير مصطفى أبو مدللة، أثر الأزمة العالمية على العلاقات الاقتصادية الدولية، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، قسم إدارة الأعمال، جامعة الأزهر، غزة، سبتمبر 2009، ص ص: 08-07.

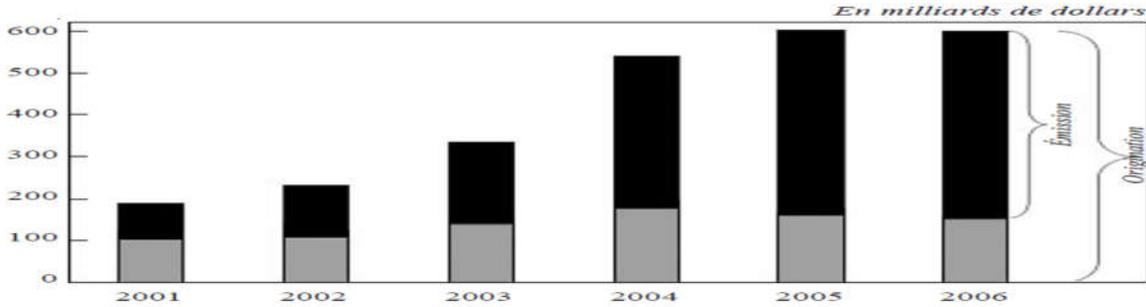
*تستحوذ وكالات التقييم الأمريكية الثلاث والتمثلة في Moody's , Standard and Poor's, Fitch على 95% من السوق الأمريكي، والتي يكمن دورها في تقييم الجدارة الائتمانية للمقترض "مؤسسات خاصة أو عامة" عن طريق القياس بالضبط مخاطر عدم سداد ديونهم، وتسمح العلامة المعطاة للمستثمرين بحصولهم على معلومات بسيطة ومقروءة لمخاطر تعثر تلك الأعوان، وعليه تقدم الوكالة رأيها ولكن لا تقدم ضمان، كما تعبر العلامة المعطاة من قبل الوكالة عن المعلومات المقدمة لها فقط، غير أنه اتضح خلال الأزمة عجز هذه الوكالات الضخمة عن التقييم الجيد لتلك المؤسسات الغربية العملاقة، التي واجهت خسائر ضخمة وعليه تبيين مدى قلة سيولة تلك الأصول المالية مثل ABS و CDO والتي كانت يعطى لها علامة AAA والتي تعني أصول مضمونة وعالية السيولة.

Subprime[♦] هو نوع من القروض العقارية الأمريكية الممنوحة للمقترضين ذوي الملاءة المالية المشكوك فيها، والتي يمكن أن تكون غير معروفة من قبل الجهاز المصرفي، وفي أغلب الأحيان لا تخضع المؤسسات المانحة لقروض Subprime للقوانين البنكية، حيث يتم تصنيف المقترض ضمن هذه الفئة إذا انخفض صنفه عن 620، وفي هذه الحالة يعتبر المقترض ذو مخاطر كبيرة جدا ومشكوك فيها.

الفصل الثاني..... الضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية والأزمة المالية العالمية

عادة بسيطة في السنتين الأوليتين ثم تتزايد بعد ذلك، ويسجل العقار باسم المشتري ويصبح مالكه له حق التصرف فيه بالبيع أو الرهن.¹

الشكل (2-13): تطور قروض الرهن العقاري في الوم أ خلال الفترة 2001-2006



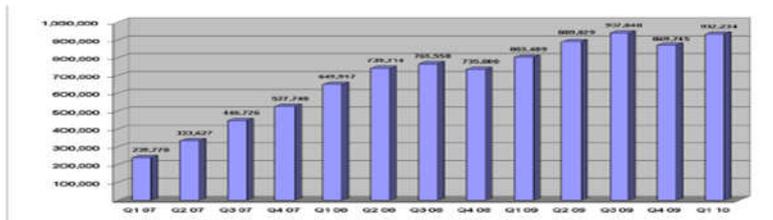
La source: Patrick ARTUS et autres: OP Cit , p:57.

يجب التأكيد على أن أقساط القروض المستخدمة هنا تتوافق فقط مع الامتثال للمعايير المطلوبة من قبل الجهات الحكومية (أي لا تشمل قروض ضخمة)

انتهت طفرة العقارات في منتصف عام 2006، وبدأت أسعار الفائدة في الارتفاع خوفا من تزايد معدل التضخم، ومن هنا بدأت بنوك الرهن العقاري في رفع الفوائد على القروض السابقة، مما ترتب عليه رفع الأقساط الشهرية على المقترضين، ولم يكن أغلبهم يعلم أن القسط الشهري يمكن أن يزيد، فرجع لقراءة العقد من جديد وقراءة البنود المكتوبة بالخط الصغير في نهاية العقد، حيث وجد بعد فوات الأوان أن البنك سيستولي على منزله ويعرضه للبيع إن عجز على التسديد²،

ويمكن توضيح عدد العقارات السكنية الخاضعة لإجراءات الرهن بالولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2007-2010 من خلال الشكل التالي:

الشكل (2-14): عدد العقارات السكنية الخاضعة لإجراءات الرهن خلال الفترة (2007-2010)



Lasource: Subprime Mortgage Crisis :<http://www.stat.unc.edu/faculty/cji/fys/2012/Subprime%20mortgage%20crisis.pdf> p:03.

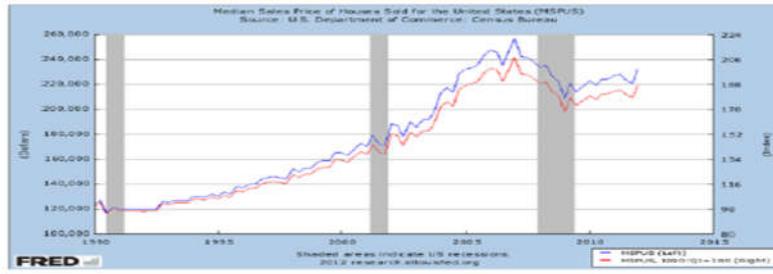
¹ حسني علي خربوش، دور المصارف الإسلامية في الحد من تداعيات الأزمة المالية العالمية، بحث مقدم إلى: المؤتمر العلمي الدولي الرابع، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الكويت، 15-16 ديسمبر 2010، ص: 05.

² وديع أحمد كايلى، الأزمة المالية العالمية، الأسباب والنتائج، متوفر على الموقع: <http://iefpedia.com> ، ص: 01.

الفصل الثاني..... الضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية والأزمة المالية العالمية

إن قيام البنوك في الو م أ بإغفال التحقق من الجدارة الائتمانية للمقترضين وإغرائهم بفائدة بسيطة في بداية الأمر أدبالي التوسع في منح القروض مما خلق طلبا متزايدا على العقارات إلى أن تشبع السوق فانخفضت أسعار العقارات وعجز المقترضون عن السداد¹ لاحظ الشكل (2-14)

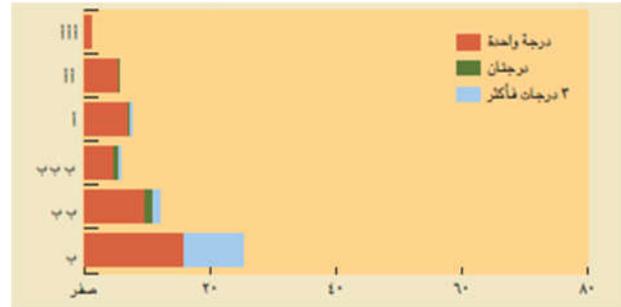
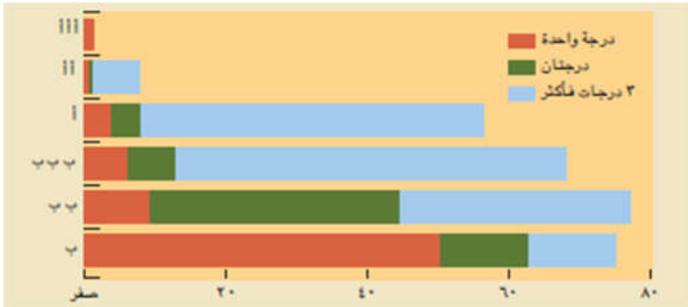
الشكل (2-15): تطور أسعار العقارات في الو م أ خلال الفترة (1950-2015)



Lasource: Subprime Mortgage Crisis,

<http://www.stat.unc.edu/faculty/cji/fys/2012/Subprime%20mortgage%20crisis.pdf>, p:02.

ومع استمرار تصاعد التخلف عن السداد وحبس الرهن، ظلّ ضعف نوعية القروض المقدمة في 2006-2007 يصيب المحللين بالصدمة، حيث نادرا ما انخفضت الأوراق المالية للشركات من المرتبة AAA بأكثر من المرتبة A في وقت واحد²، وأدرك المستثمرون بتكلفة عالية تحملوها أن احتمال تعرض الأوراق المالية الائتمانية المهيكلة لتدهور سريع وحاد أكبر من احتمال حدوث ذلك لسندات الشركات وهو ما يظهره الشكل (2-16) الشكل (2-16): تدهور التصنيف الائتماني: الأوراق المالية للشركات وانخفاض المرتبة الائتمانية، الانخفاض عن ترتيب الإصدار الأصلي (%)



المصدر: راندال دود وبول ميلز: تفشي المرض عدوى الرهونات دون الممتازة الأمريكية، مجلة التمويل والتنمية، يونيو 2008، ص:16.

¹حسن علي خريوش، مرجع سابق، ص: 05.

²راندال دود وبول ميلز، تفشي المرض عدوى الرهونات دون الممتازة الأمريكية، مجلة التمويل والتنمية، يونيو 2008، ص: 16.

لا يحدث التدهور بصورة أكثر تكراراً في الأوراق المالية دون الممتازة فحسب، بل إنه يقلل عدّة درجات من تصنيفها مرة واحدة في العادة، بسبب حساسية التصنيف الائتماني لهذه الأوراق المالية للزيادات في الخسائر الائتمانية المتكبدة، ونتيجة لذلك اهتز إيمان المستثمرين بآراء وكالات التصنيف الائتماني، فقد تمّ تسعير علاوات الائتمان على الأوراق المالية التي تساندها رهونات من المرتبة AAA بنفس مستوسندات الشركات من المرتبة BBB منذ أوت 2007، وكان هذا يشكل مشكلة بصفة خاصة للبنوك التي احتفظت بالشرائح الممتازة الأسمى المصنفة AAA من التزامات الديون المضمونة التي تكفلها، ولم تتوافر لعدد من البنوك الخبرة اللازمة لتحليل التعرض إلى مخاطر هذه الأوراق التي تساندها أصول، واعتمدت بصورة فعالة على وكالات التصنيف الائتماني في ضمان الدقة الواجبة، وبالتالي عندما بدأ تدهور مرتبة هذه الأوراق المالية من المرتبة AAA في جويلية 2007 تكبدت هذه البنوك خسائر كبيرة بسعر السوق.¹

الفرع السادس: الابتكارات المالية "الهندسة المالية"

لقد اعتمدت الابتكارات المالية من قبل مؤسسات الوساطة المالية لضمان مزيد من الأرباح، طنا منها بأن تصميم منتجات غاية في التعقيد سيسمح بإنشاء مزيد من الديون مع القيام بتسويقها والمتاجرة فيها، وهو الأمر الذي يعظم أرباحها - على حد قولهم - إلا أن الإفراط في المديونية سيجعل الاقتصاد العام ينقلب من وضعية قوية Robust إلى وضعية هشّة *Fragile وهو الأمر الذي تطرق له الاقتصادي ² Haymen Minsky، حيث مكنت الابتكارات المالية البنوك من بيع و/أو تسنيد "توريق" قروضها العقارية وإصدار مشتقات مالية معقدة جدا بضمائنها على شاكلة سندات [CDOS] Collateralized Debt Obligations* وتأمين القروض العقارية و/أو السندات الصادرة عنها بضمائنها لدى شركات تأمين من خلال Credit Default Swaps# [CDSS] حيث نشطت بنوك استثمارية رئيسية مثل Bear Stern and Lehman Bros وشركات وساطة مالية كبرى مثل Merrill Lynch ومؤسسات ضمان الرهن العقاري وشركات تأمين مثل American International Group [AIG] في عمليات التسييد والتأمين، وقد دعا المستثمر الشهير Warren Buffett هذه المشتقات المالية بأسلحة الدمار الشامل المالية، حيث قدرت مجلة Business

¹ راندول دود ويول ميلز، مرجع سابق، ص: 16.

* عرف توجه الاقتصاد العام من الوضعية القوية إلى الوضعية الهشّة بلحظة مينسكي Minsky's Moment

² يبين الاقتصادي هايمان مينسكي أن الوضعية المالية الهشّة مرادفة للإفراط في المديونية.

² أحمد مهدي بلوفاي، هايمان مينسكي: ماذا يمكن أن يستفيد الاقتصاديون المسلمون من أفكاره، مرجع سابق، ص: 14.

* [CDOS]: هي عبارة عن سندات تسمح بتوجيه التدفقات النقدية من أجل خلق فئات مختلفة من الأوراق المالية بأجال وكوبونات مختلفة، كما أنها ناتجة عن إعادة هيكلة محافظ قروض عقارية ومصدرة بضمانة هذه القروض، وتعتمد الجدارة الائتمانية لهذه السندات وقيمتها في السوق على نوعية القروض العقارية واستمرارية تسديد الدفعات عليها.

[CDSS]#: عبارة عن رهانات تسمح بتحقيق أرباح خيالية للمضاربيين، إذا تخلفت القروض العقارية عن الدفع Defaulted، هذه الرهانات تأخذ شكل عقود تأمين Insurance Contracts على القروض العقارية أو على السندات الصادرة عنها، أبرمتها مؤسسات مالية أمريكية كبيرة.

Week حجم عقود الـ CDS القائمة في نهاية 2007 بـ 58 تريليون دولار¹، حيث كشفت أزمة Subprime أن المصارف والمؤسسات المالية قد استخدمت الابتكارات المالية عن طريق التوريق للتحايل على المستثمرين في شتى أنحاء العالم؛ وذلك بتحميلهم أكبر نسبة ممكنة من المخاطر، وهذا يطرح ضرورة توفر الشفافية، وتقفي آثار العمليات المالية لكي يتم توزيع المخاطر وتحمل المسؤولية بصفة عادية، والمشكلة ليست في الابتكارات المالية التي قد تكون وسيلة للخير بتحسين فعالية المعاملات المالية، كما قد تكون وسيلة للشر بالتخلص من أكبر نسبة ممكنة من المخاطر².

أولاً: توريق* الديون Titrison des Créances

يقتضي التمويل المهيكل عادة تجميع مخاطر أساسية معينة عن طريق تجميع الصكوك المعرضة لتلك المخاطر (السندات والقروض) ، إن عملية توريق الديون أو ما يعرف بمصطلح Debt Securitization في الأدبيات المالية الأنجلوسكسونية تزامنت مع استفحال ظاهرة العولمة المالية بداية الثمانينات من القرن الماضي، والتي روج لها منظرو العولمة المالية ظناً منهم أنها أداة لتجنب المخاطر، وذلك بتحويلها إلى الغير، إلا أنها أدت إلى تفاقم الأزمات وتعميقها، بل وأصبحت في حد ذاتها مصدراً للخطر، وغدت تنعت بالمنتجات السامة³ Produits Toxiques ، نعني بعملية التوريق أو التسنيدي؛ تحويل قرض مصرفي إلى سند يمكن أن يكون محلاً للمعاملات⁴ حيث أدت عملية توريق الديون إلى تحلل الشركات المنشئة للديون Originators وهي في الغالب بنوك من مسؤولياتها تحمل مخاطر عدم السداد، مما يساعدها على منح مزيد من الائتمان مع التساهل في شروط منحه إلى حد إغراق الاقتصاد به، وهذا ما يقود إلى سواد العلاقات المهتة في الاقتصاد، وهو ما حصل في أزمة الرهن العقاري من خلال طغيان نموذج الإنشاء للتوزيع Originate-to-distribute أي توزيع القروض من خلال عمليات التوريق بدل الاحتفاظ بها ضمن بنود الميزانية للمؤسسات المنشئة وهي البنوك⁵، وأدت عمليات التوريق إلى زيادة حدة الأزمة المالية التي انطلقت منتصف 2007 بالولايات المتحدة الأمريكية بسبب تعثر الأسر الأمريكية عن سداد قروض السكنات، التي تم شراؤها عن طريق القروض المصرفية مقابل رهن العقارات المعنية نفسها، ولما أحست البنوك الدائنة بخطر عدم التسديد للقروض المصنفة تصنيفاً رديئاً Subprime تهربت من مسؤولياتها ببيع هذه الأصول المشكوك في

¹ محمد أيمن عزت المبداني، الأزمة المالية العالمية، أسبابها وتداعياتها ومنعكساتها على الاقتصاد العالمي والعربي والسوري، محاضرة أقيمت في ندوة الثلاثاء، جمعية العلوم الاقتصادية السورية، 3 مارس 2009، متوفر على الموقع:

http://www.mafhoum.com/syr/articles_09/midani.pdf ص: 03-05.

² عبد الرزاق سعيد بلعباس، قراءة في تقرير مجلس التحليل الاقتصادي الفرنسي الموجّه للوزير الأول الفرنسي حول أزمة Subprime، الطبعة الأولى، حوار الأربعاء، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2008-2009، ص: 54.

* التوريق هو تحويل الحقوق المالية المستحقة والتي تندفق من مجموعة من الأصول المالية " قروض عقارية، قروض سيارات ومستحقات بطاقات الائتمان وغيرها" إلى أوراق مالية، وذلك عن طريق إصدار أوراق مالية تكون مضمونة بتلك المجموعة من الأصول، بمعنى آخر التوريق هو تجميع أصول مالية مولدة لتدفقات نقدية وذات طبيعة متجانسة ولكنها تفتقر للسيولة، ليتم إصدار أوراق مالية بضمان هذه الأصول.

³ محمد بوجلال، مقارنة إسلامية للأزمة المالية الراهنة، مرجع سابق، ص: 69.

⁴ Jacques ADDA, Comment La Finance est devenu Folle ,Alternatives Economiques –Hors Série Poche, n° 38 , Avril 2009, p : 13.

⁵ أحمد مهدي بلوافي، هايمان منسكي ماذا يمكن أن يستفيد الاقتصاديون المسلمون من أفكاره؟ ، مرجع سابق، ص: 15.

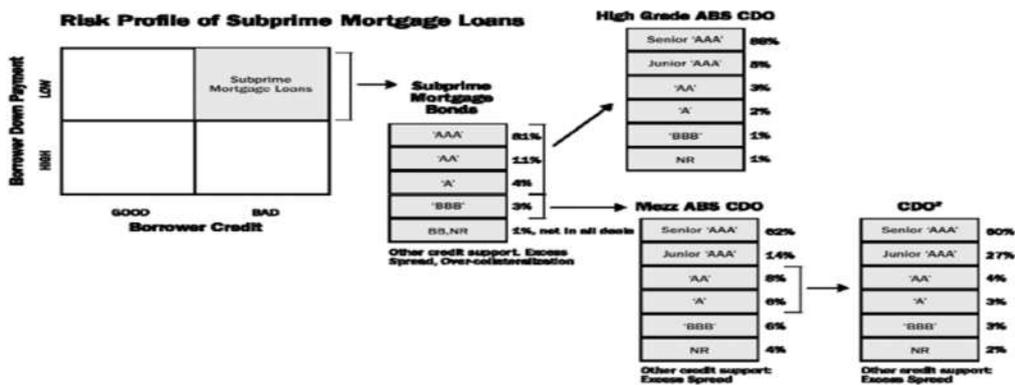
الفصل الثاني..... الضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية والأزمة المالية العالمية

تحصيلها إلى جهات خارجية مستغلة في ذلك آلية التوريق، وبجانب المشتقات المالية المتداولة في البورصات العالمية، جاءت مشتقات الديون المصرفية لتزيد من مخاطر انهيار النظام المالي ككل، ومع أن مشتقات الديون المصرفية تشكل 10% فقط من حجم المشتقات المالية في سنة 2007، إلا أنها ساهمت في تعميق أزمة السيولة بعد اندلاع أزمة القروض الرهنية¹.

ثانيا: آلية توريق الديون

يقتضي التمويل المهيكل عادة تجميع مخاطر أساسية معينة عن طريق تجميع الصكوك المعرضة لتلك المخاطر (السندات والقروض والأوراق المالية التي يدعمها رهن)، ثم تقسيم التدفقات النقدية الناجمة إلى " شرائح " أو أجزاء تدفع لحائزين مختلفين، ويتم سداد المدفوعات من المجمع لحائزي هذه الشرائح بنظام محدد، يبدأ بالشرائح الممتازة Senior "الأقل خطورة" ويتسلسل نازلا من خلال مستويات مختلفة إلى شرائح أكثر خطورة، ويمكن توضيح آلية التوريق من خلال نموذج بسيط من ثلاث شرائح (أنظر الشكل (...))، تكون للدرجة الأدنى مخاطر أو الدرجة الممتازة (Senior) الحق الأول في الحصول على المدفوعات من الرهونات العقارية المجمعة، وتحظى الدرجة الممتازة بأعلى تصنيف ائتماني قد يبلغ أحيانا فئة (AAA) وتحصل على سعر فائدة أدنى، وبعد تسديد الحقوق الممتازة تتلقى الدرجة الوسطى أو الدرجة البينية (Mezzanine) مدفوعاتها، وتمثل الدرجة البينية مخاطر أكبر بكثير، وعادة ما تحظى بتصنيفات ائتمانية دون الدرجة الاستثمارية، ومعدل عائد أعلى، ولا تتلقى الدنيا أو درجة أسهم حق الملكية (Equity) مدفوعات إلا إذا تم سداد مدفوعات الشرائح الممتازة والبينية بالكامل، حيث أنه إذا لم يكن جزء من التدفقات النقدية المتوقع وفادتها إلى المجمع وشيك الحدوث، فعندئذ يتعين على حائزي الشرائح الأكثر خطورة أن يتحملوا هم أولا نقص المدفوعات، وذلك بعد استنفاد الاحتياطي من التدفقات النقدية.

الشكل (2-17): تشريح قروض الرهن العقاري من الدرجة الثانية



La Source : Gary B. Gorton, *The Subprime Panic*, NBER Working Paper Series, October, 2008, p: 13.

¹ محمد بوجلال، مقارنة إسلامية للأزمة المالية الراهنة، مرجع سابق، ص: 70.

وتجلبت آلية التوريق في أزمة الرهن العقاري من خلال قيام بائع ورقة المبادلة "الدائن" بدفع علاوة للبايع "صندوق التحوط" في مقابل التعويض الذي سيقبضه في حال تعثر المدين، فإذا كان هذا الاحتماء مقصوراً على الدائن الفعلي ربما لا يكون هناك أي مشكلة، لكن الذي حدث هو أن صناديق التحوط باعت أوراق هذه المبادلات ليس فقط إلى البنك المقرض الفعلي، بل أيضاً إلى عدد آخر كبير من البنوك التي تريد المراهنة على تعثر المدين، وبالمقابل فإن حملة أوراق المبادلات يعيدون بيع هذه الأوراق إلى آخرين، وتتكرر هذه العملية عدة مرات، وفي حين أن عقد التأمين الأصلي يعوض فقط الطرف المؤمن فعلاً، فإنه في حالة أوراق مبادلات التعثر الائتماني هناك العديد من حملة هذه الأوراق الذين يجب تعويضهم، وهذا ما يزيد من حدة الخطر ويجعل من الصعب بالنسبة لصناديق التحوط والبنوك أن تفي بالتزاماتها¹، ولقد تسببت عمليات التوريق في أزمة الرهن العقاري في العديد من الآثار السلبية تتمثل في:

- تهرب البنوك من مسؤولياتها بتحميل الخطر إلى جهات أخرى، ومنها شركات التأمين التي تقبل بتأمين الأصول المالية المشكوك في تحصيلها وهذا ما يفسر إفلاس العديد من شركات التأمين وعلى رأسها شركة AIG وشركة Mutal Washington .
- تعميم الأزمة عند حدوثها بسبب العولمة المالية لأن الذين قاموا بشراء الديون المورقة مستثمرون مجازفون منتشرون في أنحاء العالم، ولا تعرف هويتهم بالضرورة استجابة لمبدأ السرية الذي يفضلها العديد من المستثمرين الخواص وخاصة رجال السياسة منهم².

ثالثاً: السحب على المكشوف

تعد عمليات السحب على المكشوف من سمات النظام الرأسمالي، وهي الأداة التمويلية الإقراضية التي تحمّل صاحبها تكاليف عالية من أسباب هذه الأزمة، فانتشارها الواسع في أنحاء العالم جعلتها ثقافة عامة تشترك بها معظم المجتمعات الإنسانية في هذا العصر، وقد خرجت عن الأصل الذي وجدت بسببه، وقد لعبت المؤسسات المصدرة لهذه البطاقات دوراً في تعزيز النزعة الاستهلاكية والتطرف الترفي الذي يفوق طاقة المستهلك وقدرته، وذلك إما بإصدارها مجاناً وبدون أن يطلبها العميل في بعض الأحيان، أو من خلال إتاحة المجال له باستخدامها عن طريق نشر الآلات الخاصة بها في كل مكان، بالإضافة إلى الدعاية المكثفة والموجهة، وكان الشعار الذي ترفعه Buy, Don't Pay هدفها من ذلك التفرير بالناس والتدليس عليهم وذلك بإخفاء عيوبها وما يمكن أن تعرض حاملها من غرامات على شكل فوائد في حال عجزه عن السداد، وقد تصل إلى الحجز على منزله أو سيارته في أغلب الأحيان.

¹ ملياني حكيم وشوقي طارق، المشتقات المالية من أدوات للتحوط والتغطية ضد المخاطر إلى مسببات للأزمات المالية، بحث مقدم إلى: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية، سطيف، 06-05 ماي 2014، ص: 12.

² محمد بوجلال، مقارنة إسلامية للأزمة المالية الراهنة، مرجع سابق، ص: 70.

ويبين تقرير أعدّ في نيسان من عام 2009 أن 78% من أرباب البيوت أي ما مجموعه 91,1 مليون يمتلكون واحدة أو أكثر من بطاقات الائتمان في نهاية عام 2008، وقد كان الرقم قبل 2007 يقرب من 90,4 مليون رب عائلة يمتلكون هذه البطاقات¹.

الفرع السابع: التوسع الائتماني وغياب الرقابة الفعّالة

أولاً: التوسع الائتماني غير المحسوب

عندما توافرت الأموال لدى البنوك الأمريكية في السنوات الأولى من القرن الحادي والعشرين، توسعت هذه البنوك في منح الائتمان، وهو أمر في حد ذاته لا غضاضة عليه حيث لا يجوز أن تبقى الأموال في البنوك بدون توظيف، ولكن الخطأ كان في منح الائتمان دون تطبيق قواعد وضوابط منح الائتمان المعروفة وقد أطلق البعض على هذه القروض اسم قروض النينجنا (No Income No Job No Assets) NINJNA وقد ثبت فيما بعد وجود فساد كبير في منح هذه القروض².

ثانياً: غياب الرقابة الفعّالة من قبل هيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية SEC

أرهقت موجات التداول "المتتالية" متتبعي الورقة المالية، وبالتالي أصبح التقييم غير سليم، ونظراً لتوزيع المخاطر على أكثر من جهة أدى إلى عدم الاهتمام بالتقييم الفعلي والسليم للمخاطر، كما ساهم تراخي المصارف المركزية في فرض رقابة صارمة على أداء البنوك التجارية والمؤسسات المالية إلى عشوائية السوق المصرفية وخروجها عن المألوف، كما ساهمت الأرباح الكبيرة وسرعة سوق التداول، ساهم أيضاً في ضعف الرقابة على المؤسسات المالية، كما وأظهرت التقارير فساد الإدارة العليا في كثير من هذه المؤسسات والسعي لتحقيق أرباح دفترية للحصول على حوافز ورواتب خيالية³، الأمر الذي أدى إلى فشل كل من هيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية SEC وبنك الاحتياطي الفدرالي في فرض رقابة فعّالة على عمليات تسديد القروض العقارية وتأمينها وتسويقها للبنوك والصناديق بهدف تنظيمها وتقدير مخاطرها، ما ييشر بامتداد المشكلة إلى القروض العقارية التجارية، ديون بطاقات الائتمان، ديون شراء السيارات وديون القروض الدراسية⁴.

¹ عمر يوسف عبد الله عباينة، مرجع سابق، ص: 52.

² علي لطفي، الأزمة المالية العالمية: الأسباب، التداعيات، المواجهة، بحث مقدم إلى: مؤتمر تداعيات الأزمة المالية العالمية وأثرها على اقتصاديات الدول العربية، مصر، أبريل 2009، ص: 05.

³The Global Financial Crisis, Lessons Learned ;op cit, p: 5.

⁴ محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سابق، ص: 05.

المطلب الثاني: مظاهر عدم الالتزام بالضوابط الشرعية في الأزمة المالية العالمية

إن عدم الالتزام بالضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية كان السبب الرئيس وراء حدوث أزمة الرهن العقاري، وهذا ما سيتم إبرازه من خلال الفروع التالية :

الفرع الأول: ضابط تحريم الربا ومواطنه في الأزمة المالية العالمية

لقد ارتبطت أزمة الرهن العقاري بصورة أساسية بسعر الفائدة* والذي اصطلح على تسميته في شريعتنا بالربا والذي يعتبر من أحدث سيئات النظام الرأسمالي العالمي، وقبل الحديث عن دوره الأساسي في إحداث شرارة الأزمة كان لا بد من التطرق لضابط تحريم الربا في النظريات الاقتصادية المبررة والمعارضة له .

أولاً: الربا في النظريات الاقتصادية بين التأييد والمعارضة

1- النظريات المبررة لسعر الفائدة "الربا"

بالرغم من جهود العلماء والمنظرين العرب والغربيين في التأكيد على مضار الربا وآثاره السلبية، إلا أننا نجد الكثير من علماء النظام الرأسمالي الذين استحلوا الربا ووضعوا له نظريات لتبرير مشروعيته، حيث يوجد العديد من النظريات التي تفسر الفائدة في الفكر الاقتصادي لعل أبرزها:

- **نظرية أجر الزمن:** يرى بعض الاقتصاديين أن الفائدة ليست إلا أجراً للزمن، فما يباع ويشترى في سوق رأس المال ليس إلا الزمن، وهذا الأجر للزمن نظير التأجيل الذي يناله المدين من الدائن مع رأس ماله، لأن التأجيل في حد ذاته قيمة مالية ترتفع بقدر ما يطول التأجيل، فالزمن ذو أهمية بالغة وقيمة مالية لمن يقترض المال ويوظفه في التجارة والصناعة، فماله لا يعطي نصيباً من ربحه لمن أقرضه المال ومكثه من الانتفاع به.¹
- **نظرية الحرمان "لسنيور":** تجد هذه النظرية بذورها في كتابات الاقتصادي سينيور - المدرسة التقليدية- وتتم بدراسة مبررات تقاضي المقرض للفائدة، ولكنها لا تركز على أسباب دفع المقرض للفائدة، وأطلق عليها نظرية التقشف أو الزهد، أو الامتناع عن الاستهلاك، وتبعاً لهذه النظرية فإن الفائدة تدفع عن الحرمان، ولقد قصد بالحرمان سلوك الشخص الذي يمتنع لما في وسعه أن يتحكم فيه من الاستهلاك الحاضر للوصول إلى نتائج بعيدة أي الاستهلاك المستقبلي، وتقوم هذه النظرية على تفسير سعر الفائدة على أساس العرض والطلب والعرض من رأس المال يتوقف على امتناع الأفراد عن الاستهلاك الحاضر حتى يمكن تخصيص جزء من الموارد لإنتاج سلع رأسمالية، أما الطلب على رأس المال فيتوقف بطبيعة الحال على إنتاجيته، فسعر الفائدة يميل إلى التساوي مع التضحية التي يتحملها المدخر نظير امتناعه عن الاستهلاك

* اعتبر آدم سميث الفائدة ثمن لاستخدام رأس المال الناتج عن تضحية ادخارية حقيقية، وعليه فهو لم يفرق بين الربح والفائدة ومن ثم كان إسهامه في نظرية الفائدة محدوداً، شأنه في ذلك شأن ريكاردو والذي لم يكن واضحاً في التفرقة بين الربح والفائدة، حيث يعد الثمن الذي يحصل عليه المستثمر مقابل استخدام رأس المال تكاليف بالنسبة للمستثمرين وفي نفس الوقت دخلاً للمدخرين.

¹ مجدي علي محمد غيث، نظرية الحسم الزمني في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، الولايات المتحدة الأمريكية، 2010، ص: 40.

- الحالي وتأجيله إلى المستقبل، فالفائدة في هذه النظرية ماهي إلا مقابل لحرمان المدخر، وتعويض له عن حرمانه عن ماله بما يضاف إلى أصل القرض " الفائدة ثمن للدخار"¹
- **نظرية الانتظار لمارشال:** التطور الثاني في تبرير سعر الفائدة عند النيوكلاسيك، جاء على يد مارشال الذي انتقد كلمة الحرمان عند سنيور، إذ أن الأغنياء يدخرون دون قلق أو انزعاج على الإطلاق، فاستبدل كلمة الزهد بكلمة الانتظار، وطبقا له فإن الفرد عندما يدخر فهو لا يحرم نفسه من الاستهلاك في جميع الأوقات وإنما يؤجل الاستهلاك الحالي إلى موعد آخر في المستقبل، ومن ثم يجب أن يكون هناك بعض الدوافع التي تشجع على هذا التأجيل والانتظار، وهذا الدافع هو الفائدة، ويقول مارشال في هذا الصدد: " كل إنسان يعلم أن تكديس الثروة له ما يحده، وأن معدل الفائدة مسموح به حتى الآن بسبب تفضيل الغالبية العظمى من البشر الرخاء العاجل على الرخاء الآجل، أو بعبارة أخرى كرههم للانتظار"².
- **نظرية المخاطرة:** يرى عدد من رجال الاقتصاد أن الفائدة بمثابة **تعويض عن المخاطر** " المختلفة التي يتعرض لها المقرض، وهي مخاطر عدم السداد والجواب عن هذه النظرية أن رب المال يجب أن يتعرض للمخاطر حتى يكسب، وفي القرض بفائدة يكسب من دون مقابل، أما هذه المخاطرة، ومخاطرة الجحود والمماطلة والتخلف عن الدفع فصحيحة، ولكن تغطيتها لا تكون بمعدل الفائدة، إنما تكون بالكفالات الشخصية والضمانات المادية ولأن الفائدة تتعلق بجزء قليل صافي على رأس المال في حين أن الضمان يمكن أن يغطي رأس المال كله أيضا³.
- **نظرية التفضيل الزمني ل يوجين بوهم بافرك:** لقد قدّم يوجين إسهامات مهمة وعظيمة للاقتصاد التقليدي عند تفسيره الفائدة على أساس فكرة التفضيل الزمني، وإدراكه للأسلوب الرأسمالي للإنتاج اعتمادا على الزمن حيث يرى يوجين أن الإنتاج يخلق طلبا على رأس المال، ولا بد من الإبقاء على ملاك هذه العناصر بحالة معيشية مستقرة، خلال الوقت الذي يجب أن ينتفي قبل أن تتوفر السلع الاستهلاكية الجديدة، ولا بد من عرض ثمن مناسب للحصول على الإنتاجية الكبيرة لأساليب الإنتاج، وهذا الثمن هو الفائدة⁴.

2- النظريات المعارضة لسعر الفائدة "الربا"

بعد الحديث عن النظريات المبررة لسعر الفائدة، كان لا بد من التطرق إلى الجانب المعاكس، حيث وجدت دراسات عديدة لدى الاقتصاديين الغربيين تؤكد على أضرار معدل الفائدة "الربا" ولعل أبرزها:

- **دراسة Enzler , Conrad, Johnson :** وهي دراسة ميدانية توصل فيها الباحثون إلى أن رأس المال في الاقتصاديات المعاصرة قد أسيء تخصيصه إلى حد خطير بين قطاعات الاقتصاد وأنواع

¹ مجدي علي محمد غيث، مرجع سابق، ص: 42-43.

² المرجع نفسه، ص: 43-44.

³ نظريات الفائدة في ميزان الاقتصاد الإسلامي، متوفر على الموقع: <http://dmasri.files.wordpress.com> ص: 02.

⁴ مجدي علي محمد غيث، المرجع نفسه، ص: 44-45.

الاستثمارات بسبب سعر الفائدة، واتضح من خلال الدراسة أن المشروعات الكبيرة " وبحجة ملاءمتها" تحصل على قروض أكبر وبسعر فائدة أقل، بينما العكس تماما بالنسبة للمشروعات المتوسطة والصغيرة التي قد تكون أكثر فائدة وإنتاجية، فالفائدة أداة رديئة ومضللة في تخصيص الموارد، تتحيز بصفة رئيسية للمشروعات الكبيرة على اقتراض غير مدروس بجدارتها الائتمانية ومن ثم تعزز هذه الأداة الاتجاهات الاحتكارية.¹

- دراسة **H. LEIBLING** عن التجربة الأمريكية: وجد أن ارتفاع أسعار الفائدة كان مانعا كبيرا من الاستثمار، ففي فترة الدراسة (1970-1978) بلغت مدفوعات الفوائد ثلث العائد الإجمالي على رأس المال مما أدى إلى تآكل ربحية الشركات، وترتب على ذلك هبوط نسبة رأس المال المخاطر في التمويل الكلي " أي مجموع الأسهم والقروض" وانخفاض التكوين الرأسمالي أدى هذا الانخفاض إلى دخول الاقتصاد الأمريكي في دورة نزولية من انخفاض في الإنتاجية، أدى إلى انخفاض القدرة على تعويض التكلفة المرتفعة لرأس المال المقترض مما ترتب عليه انخفاض جديد في الربحية، وانخفاض متزايد في معدل التكوين الرأسمالي.²

- دراسة **G. Arrieta** حول علاقة معدل الفائدة "الربا" والادخار³: توصل **G. Arrieta** في دراسة عن علاقة الادخار بمعدل الفائدة إلى أن من بين تسع دراسات تجريبية سابقة أجريت على بلدان نامية مختارة في آسيا، وإفريقيا وأمريكا اللاتينية لاختبار فرضية العلاقة بين معدلات الفائدة الحقيقية ومدخرات المجتمع، أثبتت واحدة منها فقط صحة العلاقة، أما بقية الدراسات الأخرى فقد أظهرت أن معدل الفائدة الحقيقي إما عديم التأثير، أو ذو تأثير ضعيف جدا في مدخرات المجتمع، وذلك في ما عدا حالات محدودة من البلدان، ودعمت هذه الدراسة إحصاءات صندوق النقد الدولي التي بينت أنه وبالرغم من ارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية خلال الثمانينات، تراجع نسبة الادخار بالدول الإفريقية خلال الفترة (1965-1973) معدلات الادخار المحلي الكلي كنسبة من PIB حيث كانت 19,3% قبل أن تصل إلى 23,3% بين 1974 و 1980، هذا المعدل انعكس لينزل إلى 18% في الفترة 1981-1987 ثم إلى 16,7% بين 1988-1996.

ثانيا: ضابط الربا في الأزمة المالية العالمية حسب فرضية مينسكي

يركز مينسكي في فرضيته حول عدم الاستقرار المالي الداخلي Hypothèse endogène d'instabilité على الخاصية الداخلية لوقوع الأزمات المالية، حيث يعتقد أن المتسبب في وقوع الأزمات المالية هو هيكل الاستدانة في الاقتصاد، ويعبر عن ذلك بما يلي: (أن منبع الأزمة المالية هو التوسع في منح القروض المصرفية) "وهو ما حدث في أزمة الرهن العقاري" ويولي مينسكي أهمية بالغة لهيكل الاستدانة

¹ مخلوفي عبد السلام والعرابي مصطفى، أهم الانتقادات الموجهة لسعر الفائدة كسعر إستراتيجي في النظام الاقتصادي المعاصر، بحث مقدم إلى: المؤتمر العالمي الثامن للاقتصاد والتمويل الإسلامي، النمو المستدام والتنمية الاقتصادية الشاملة من المنظور الإسلامي، قطر، 18-20 ديسمبر 2011، ص: 11-12.

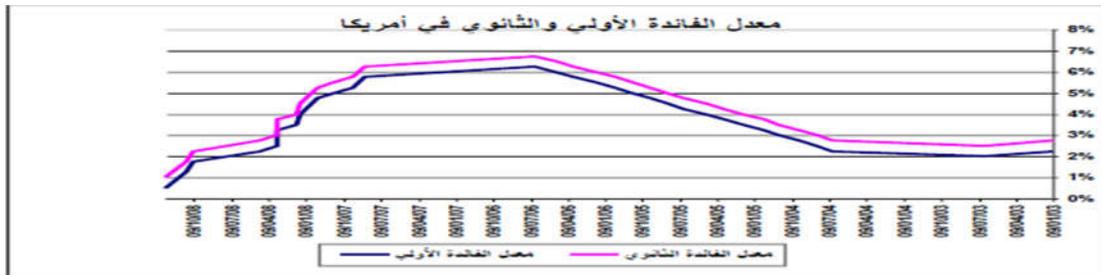
² المرجع نفسه، ص: 13-14.

³ شريط عابد وسدي علي، مرجع سابق، ص: 06.

الفصل الثاني..... الضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية والأزمة المالية العالمية

وخاصة أثر الرفع المالي المستخدم بكثرة عند الموجات المضاربية، حيث وضح مينسكي أن الأزمة المالية تنطلق بوجود ظواهر خارجية "حروب، أزمة سياسية، بروز قطاعات سياسية جديدة أو ظهور تقنيات حديثة" تؤدي إلى خلق فرص ربح جديدة في قطاع اقتصادي جديد نتيجة تزايد الاستثمارات وهذا ما يولد ازدهار اقتصادي ¹ Boom Economic وهو ما حدث مع مطلع سنة 2000 مع انفجار فقاعة شركات الانترنت وتزامنت مع أحداث 11 سبتمبر 2001، وتبرز مواطن الربا في هذه الأزمة من خلال قيام النظام المصرفي الدولي على نظام الفائدة أخذا وعطاء، والذي يعمل في إطار منظومة تجارة الديون شراء وبيعا ووساطة، وكلما ارتفع معدل الفائدة على الودائع كلما ارتفع معدل الفائدة على القروض الممنوحة للأفراد والشركات، والمستفيد هم البنوك والوسطاء الماليين، أما العبء فيقع على المقترضين الذين يحصلون على القروض سواء لأغراض الاستهلاك أو لأغراض الإنتاج²، وأزمة الرهن العقاري ارتبطت بواورها بصورة أساسية بالارتفاع المتوالي لسعر الفائدة الذي يسمى في الشرع بالربا وهو محرم³، وتمّ هذا الارتفاع من جانب الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي منذ عام 2004، وهو ما شكّل زيادة في أعباء القروض العقارية من حيث خدمتها وسداد أقساطها، وتفاقت الأزمة بحلول النصف الثاني من عام 2007، حيث توقف عدد كبير من المقترضين عن سداد الأقساط المالية المستحقة عليهم⁴ فاختارت البنوك وتلتها الأسواق في الولايات المتحدة، وبدأت تظال أوروبا فالتوسع الهائل في الإقراض لجني الأرباح حتى أصبحت العوائد الربوية فيروسا سرطانيا يدمر خلايا الاقتصاد، وتزايدت حجم المديونيات حتى أصبحت أكبر من نمو الاقتصاد الحقيقي نفسه⁵، والمخطط التالي يوضح تطورات معدل الفائدة الأولى والثانوي للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بين 2003 و2008:

الشكل (2-18): تطور معدل الفائدة الأولى والثانوي للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي خلال الفترة 2003-2008



¹ شريط عابد وسدي علي: المرجع نفسه، ص: 16.

² شنوف شعيب وزاوي أسماء، دور محاسبة القيمة العادلة في الأزمة المالية العالمية، بحث مقدم إلى: الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص: 08.

³ كمال رزيق وعبد السلام عقون، الأزمة المالية الراهنة، جذورها وأسماها وحلولها إسلامية، بحث مقدم إلى: الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص: 06.

⁴ سامر مظهر قنطقجي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، مرجع سابق، ص: 32.

⁵ محمد صالح المنجد، مرجع سابق، ص: 14-15.

ثالثا: أضرار الربا في النظم الرأسمالية والإسلامية

1- الآثار السلبية لسعر الفائدة في النظريات الاقتصادية: لقد حاول عدّة اقتصاديين إظهار الأثر السلبي لمعدل الفائدة على النشاط الاقتصادي واستمرار هذا التأثير السلبي مع الزمن، ومن بينهم كل من Fitoussi & Phelps "1988" وقد بيّنا في تحليلهما لهذا الموضوع أن معدل الفائدة الحقيقي المرتفع هو السبب في انكماش النشاط الاقتصادي في الثمانينات في أوروبا، كما بيّنت كل من Reichlin L & Guillemineau C أنه توجد علاقة موجبة بين معدل الفائدة الحقيقي ومعدل البطالة في المدى البعيد، كما قدّم الاقتصاديان Mathis A & Reichlin L نتائجهما الخاصة بدراسة ميدانية على فرنسا وما مدى آثار الصدمات الخارجية لمعدل الفائدة على النشاط الاقتصادي، وقد توصّلا إلى أن معدل الفائدة له أثر تضخمي على الأسعار، والتضخم بدوره له أثر سلبي على النشاط الاقتصادي¹ فتبعا للنظرية الاقتصادية الرأسمالية فإن سعر الفائدة يمثل الأسلوب أو الكيفية التي يتم بها التمويل، ولقد ظلت العلاقة بين الادخار والاستثمار عن طريق سعر الفائدة تمثل المحور الأساسي الذي ارتكزت عليه النظرية التقليدية، وذهب كينز إلى أن سعر الفائدة هو سعر التوازن بين الطلب على النقود وعرضها والذي يتحدد بواسطة السلطات النقدية، وتبعا للتحليل الكينزي فإن سعر الفائدة يتجه اتجاها عكسيا مع كمية النقود المتداولة، ولذا فقد دعا كينز إلى خفض سعر الفائدة إلى أدنى مستوى، بحيث يرتفع حجم الاستثمار ويتحقق التشغيل الكامل، ولكن هذا الانخفاض إلى حد معين وإلا فإن الأفراد سيقومون بالاحتفاظ بالنقود بدلا من إنفاقها عندما يصل سعر الفائدة إلى حده الأدنى، وهو ما أطلق عليه كينز مصيدة السيولة النقدية².

2- أضرار التمويل الربوي: إن عدم الالتزام بضابط تحريم الربا يؤدي إلى حدوث آثار سلبية تهم الاقتصاديات العالمية ولعل أهم لآثار التمويل الربوي تتمثل في:

- الربا يؤدي إلى حدوث إفلاس: يؤدي الاعتماد على التمويل الربوي إلى حدوث إفلاس ذلك أن الأفراد الميسورين سيقومون بإقراض غير الميسورين للوصول إلى الاستهلاك المطلوب وبفائدة محددة مسبقا، ويمكن لهذه العملية أن تؤثر على السلوك الاقتصادي للأفراد، فالفرد غير الميسور يجب أن يتمتع حاليا باستهلاك عالي عن طريق الاقتراض، ولكن على حساب الاستهلاك في المستقبل، وحيث أن المقترض مضطر لدفع الفوائد فإن دخل المقرض سيرتفع، وبالتالي سيرتفع استهلاكه، وإذا كان المقترض من المحيطين بالمقرض فهذا من شأنه رفع متوسط الاستهلاك حول المقترض، ما يؤدي إلى اتساع فجوة الاستهلاك ويضطر المقترض إلى اقتراض المزيد لتمويل المستوى الأعلى، وتستمر الدورة وترتفع معها ديون المقترض حتى يصبح من المستحيل عليه السداد ومن ثم يعلن الإفلاس، ولذا فإن الطفرة في الاستهلاك الكلي يتبعها انخفاض كبير عندما يعجز

¹ شريط عابد وسدي علي: مرجع سابق، ص ص: 17-18.

² نحو اقتصاد فقهي حول النقود والأسواق المالية، ملتقى البحث العلمي، ص ص: 31-32، متوفر على الموقع: <http://iefpedia.com/arab>

المدينون عن مواكبته، وبالتالي فالربا لا يحل المشكلة بل يجعل الأمور أسوأ¹، ويمكن إبراز دور الربا "معدل الفائدة" في حدوث إفلاس من الناحية الرياضية من خلال العلاقة بين معدل الفائدة، التضخم وحصول الإفلاس كما يلي:

$$- \text{العلاقة بين الربا، التضخم وحدوث الإفلاس}^2$$

يؤدي التضخم إلى زيادة الفجوة بين ما يسمى معدل الفائدة الحقيقي ومعدل الفائدة الاسمي، ويعرّف معدل الفائدة الحقيقي r بأنه الفرق بين معدل الفائدة الاسمي i ومعدل التضخم المتوقع π حيث:

$$r = i - \pi \dots\dots\dots (1)$$

من الواضح أن قرارات الاستثمار والادخار تبنى على أساس معدل الفائدة الحقيقي، وليس معدل الفائدة الاسمي، فلو فرضنا أن معدل الفائدة الاسمي كان أقل من معدل التضخم، فإن معدل الفائدة الحقيقي سيكون سالبا، هذا يعني أن من يقرض المال بذلك المعدل الاسمي للفائدة لا يستفيد شيئا عمليا، فالفائدة التي يحصل عليها ستكون أقل من انخفاض القوة الشرائية للنقود المقرضة، لهذا فإن معدل الفائدة الاسمي يجب ألا يقل عن المعدل المتوقع للتضخم، ويمكن إعادة كتابة العلاقة (1) كما يلي:

$$i = r + \pi$$

يطلق على هذه المعادلة اسم مبدأ فيشر Fisher Principle ويمكن النظر إلى معدل الفائدة الحقيقي r على أنه التعويض الحقيقي الذي يستحقه صاحب المال فيما أودعه في المصرف.

وهذا يبين من الناحية المنهجية أن تحديد معدل الفائدة الحقيقي يختلف حسب مؤشر الأسعار (Price Index) المستخدم، والسلع والخدمات التي تدخل في تشكيلة السلّة المرجعية والمستهلك المرجعي، فعندما يتفق مقرض ومقترض على معدل فائدة حقيقي فإنهما يجعلان كيف سوف يتغير معدل التضخم بين مرحلة إبرام العقد والأجل الخاص بتسديد القرض، وهذا يدفع إلى التفريق بين مفهومين مرتبطين بمعدل الفائدة، معدل الفائدة الحقيقي المتوقع (ex ante) من جهة، ومعدل الفائدة الحقيقي، الذي يتحقق فعليا بعد ذلك والذي يسمى معدل الفائدة الحقيقي (ex post) من جهة أخرى.

وإذا كان غير ممكن للمقترض والمقرض أن يتوقع بمنتهى الدقة معدل التضخم في المستقبل، فإنه من صالحهما أن يأخذا تقلباته في عين الحسبان، وإذا سمينا π معدل التضخم المستقبلي الحقيقي و πe معدل التضخم المستقبلي المتوقع، فإن معدل الفائدة الحقيقي المتوقع (ex ante) يكتب على النحو التالي:

¹ سامي بن إبراهيم السويلم، الاقتصاد الإسلامي في عالم مركب دراسة استطلاعية باستخدام المحاكاة على مستوى الوحدة، دراسة مدعومة من برنامج المنح البحثية في كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، المشروع 01-13، 2012، ص: 86.

² للاطلاع راجع:

- أحمد الأشقر، الاقتصاد الكلي، الطبعة الأولى، الدار العلمية للنشر، الأردن، 2002، ص: 315-316.

- أحمد بلوافي وعبد الرزاق بلعباس، سياسة معدل الفائدة الصفري ومبدأ إلغاء الربا في الاقتصاد الإسلامي، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 16، العدد 02، ص: 50-52.

$$r = i - \pi e$$

ومعدل الفائدة الحقيقي المتحقق (ex post) يكتب كما يلي:

$$r = i - \pi$$

ومن هنا يمكن كتابة معادلة fisher على النحو التالي: $\pi e i = r +$

يفترض الاقتصاديون أن توازن السلع والخدمات في السوق هو الذي يحدد معدل الفائدة الحقيقي المتوقع r ، في حين أن تغيرات معدل الفائدة الاسمي i تتناسب مع معدل التضخم المتوقع πe ، ويحدد البنك المركزي معدل الفائدة الاسمي وفق معادلة التضخم المتوقع صعودا أو هبوطا، إيجابا أو سلبا، وهذا يبين أن معدل الفائدة هو عبارة عن رد فعل ينحصر بطبيعته على المدى القصير أكثر مما هو آلية إستراتيجية فعالة على المدى الطويل، تعزز الثقة وتربط التمويل بالاقتصاد الحقيقي.

وفي حالة ارتفاع الأسعار ($0 < \pi$) تركز البنوك المركزية على أن معدل الفائدة الاسمي يبقى فوق مستوى التضخم المستهدف الذي ينحصر في منطقة استهداف (Inflation-targeting zone) بين مستوى تضخم أدنى πi ومستوى تضخم أعلى πm حيث

$$\pi m > \pi > \pi i$$

وفي فترة الركود **recession** يظهر خطر تحول التضخم المنخفض إلى انكماش $0 > \text{deflation} \pi$ أي انخفاض سريع للأسعار يؤدي إلى خسائر كبيرة قد تمس حتى الشركات المتميزة وتؤدي بعضها إلى الإفلاس، أمام هذا الخطر يضطر البنك المركزي إلى تخفيض معدل الفائدة الاسمي لتجنب الكساد **depression**.

- **الربا يؤثر على معدل الصرف:** إن إضافة الفوائد على تكلفة الأصول أو تكلفة البضاعة يؤدي إلى ارتفاع الأسعار، وهذا يقود إلى التضخم ولقد قيل أن الفائدة هي وقود التضخم، فكلما ارتفع سعر الفائدة كلما زاد معدل التضخم، ويوضح الدكتور **عبد الجبار السبهاني** ذلك في قوله: « إن التمويل الربوي يحتمل الإنتاج تكاليف عقدية باهظة وهذه التكاليف التي يدفعها المنظم للممول بناء على عقد الربا، يعود فيرحلها إلى المستهلكين عبر الأسعار »، وإذا عرفنا أن التمويل مدخل لا تستغني عنه أي عملية إنتاجية فهذا يعني أن الربا مصدر رئيس من مصادر التضخم الذي ينعت بتضخم رفع الكلفة، ولن تستطيع السلطات النقدية الحد من هذا التضخم، وإن استخدمت سعر الفائدة كأداة لتحقيق الاستقرار السعري¹، كما أن القروض المقدمة من بنوك الدول المتقدمة إلى الدول النامية تحدد فيها عملة القرض في عقد الإقراض بعملات ثابتة، كالدولار أو اليورو، مما يؤدي إلى نتائج غير مرغوب بها لمستدني الدول النامية، لأن اقتصادياتها غالبا ما تعاني تضخما عاليا وأسعار صرف غير ثابتة².

¹ قيصير إغبارية، الربا ودوره في الأزمات الاقتصادية، مقال منشور ضمن موقع إعمار: <http://eamaar.org/?mod=article> and id=4978

² سامر مظهر قنطفجي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، مرجع سابق، ص: 36.

- **الربا يغير بنية النظام:** يسمح الربا للأفراد بتجاوز القيود المفروضة على الميزانية الخاصة بهم، فيصبح الدخل أقل تأثيراً على السلوك، وهذا يعزز حلقة التغذية الراجعة الإيجابية، حيث يؤدي الاقتراض إلى زيادة متوسط الاستهلاك، مما يؤدي إلى اقتراض إضافي وبالتالي يدفع النظام من مرحلة التركيب إلى مرحلة الفوضى¹، والتي تنتج عن حلقة التغذية العكسية Positive Feedback التي تجعل النظام متقلبا باستمرار، فالفائدة التي تسمح بتضاعف الدين تنشئ حلقة عكسية في النظام تجعله يصل لمرحلة الفوضى أو التخبط، كما وصفه القرآن الكريم، وبالرغم من وجود العديد من صور التغذية العكسية في الاقتصاد، إلا أن حلقة المديونية تنفرد بالنمو الآسي من خلال الفائدة المركبة، الذي لا يمكن أن يخضع لعوامل الانضباط الطبيعية التي تخضع لها الظواهر الأخرى، كما أنها تتعلق بالتمويل الذي يشمل جميع قطاعات الاقتصاد، بخلاف غيره من الأنشطة الاقتصادية فمخاطر التمويل أكبر من مخاطر بقية القطاعات²
- **أثر الربا في العقود:** يرى جمهور الفقهاء من المالكية والشافعية والحنابلة أن عقود الربا باطلة لأنهم لا يفرقون بين الفساد والبطلان، والأصل عندهم أن العقود إما صحيحة أو غير صحيحة. أما الحنفية فرأيهم أن عقود الربا فاسدة لا باطلة، والباطل عندهم ما كان غير مشروع بأصله والفاقد ما كان مشروعاً بأصله غير مشروع بوصفه، وهذا إذا زال عنه الوصف الفاسد (الربا) يكون صحيحاً، لأن البيع أو الدين في الأصل حلال والربا أمر طارئ عليهما، فإذا زالت الزيادة الربوية بقي العقد مشروعاً. ورأي الحنفية هو الذي تؤيده الآيات القرآنية: (وَأَنْ تَبْتَاعُوا فلكم رؤوس أموالكم لا تظلمون ولا تظلمون) وقوله عزّ وجل (يا أيها الذين آمنوا اتقوا الله وذروا ما بقي من الربا إن كنتم مؤمنين) فالنهى يقوم في الاثنين إلى الزيادة الربوية³.
- **الربا يؤدي إلى تضاعف المديونية⁴:** يؤدي التمويل بالربا إلى تضاعف المديونية، وينشأ من كون القرض بفائدة يفصل التمويل عن النشاط الاقتصادي المستهدف بالتمويل، فالمقرض من خلال الفائدة يستطيع تحقيق الربح دون أن يكون مسؤولاً عن السلع والخدمات التي يهدف التمويل إلى تسهيل امتلاكها أو إنتاجها، وهو ما يؤدي إلى نمو المديونية بمعزل عن نمو الاقتصاد والناتج المحلي، فالفائدة ليست مجرد سعر، إنما هي معدل النمو الذاتي للدين، فمعدل الفائدة $x\%$ يعني أن $x\%$ من الرصيد المتبقي من الدين سوف يكرر نفسه تلقائياً، وبالتالي يسمح سعر الفائدة للدين بالنمو بصورة مستقلة عن الثروة، ما يؤدي إلى خلل في النظام الاقتصادي وهو ما يعبر عنه بالتمويل البونزي - الذي أشرنا إليه سابقاً- وبالتالي فسعر الفائدة

¹ سامي بن إبراهيم السويلم، الاقتصاد الإسلامي في عالم مركب دراسة استطلاعية باستخدام المحاكاة على مستوى الوحدة، مرجع سابق، ص: 86.

² سامي بن إبراهيم السويلم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص: 27.

³ سمير رمضان الشيخ، الضوابط الشرعية للمصرفية الإسلامية، بحث منشور ضمن موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي، متوفر على الموقع: <http://iefpedia.com/arab/%d8> ص: 08.

⁴ راجع:

- سامي بن إبراهيم السويلم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص: 25-26.

- سامي بن إبراهيم السويلم، الاقتصاد الإسلامي في عالم مركب دراسة استطلاعية باستخدام المحاكاة على مستوى الوحدة، مرجع سابق، ص: 88-89.

يعكس معدل انحراف الدين عن الثروة الحقيقية، وينتج عن نمو المديونية ما اصطلح على تسميته **الهرم المقلوب**، والذي يعبر عن نشوء أهرامات هائلة من الديون على قاعدة ضئيلة من الثروة والاقتصاد الحقيقي، وهذه الأهرامات هي الأضعاف المضاعفة التي أشار إليها القرآن الكريم في قوله تعالى: ﴿تُفْلِحُونَ لَعَلَّكُمْ اللَّهُ وَتَقْوَاهُ مِضْعَفَةٌ أضعافاً زَبَوَاتاً كُؤَالاً﴾ فالدين ينمو بأضعاف أصل الدين، وإذا كان أصل الدين على أحسن الأحوال قد استخدم في عملية حقيقية، فغن هذا يعني أن هذه الأهرامات أضعاف الثروة الحقيقية والقاعدة الإنتاجية، فالربا هو آلية تضاعف المديونية وبرز الهرم المقلوب.

- **الربا يؤدي إلى تعطيل النشاط الاقتصادي:** يترتب على أهرامات الديون - المشار إليها سابقاً- أعباء متزايدة فمع نمو المديونية تنمو تكاليف خدمة الدين بمعدلات أعلى من معدلات نمو الدخل، ولكن هذا الوضع غير قابل للاستمرار لأنه يؤدي إلى تدهور نمو الدخل الصافي " بعد استبعاد خدمة الدين" إلى حد يعطل النشاط الاقتصادي، وحيث أن هذا الوضع غير قابل للاستمرار فإن الاقتصاد يصبح عرضة للانهايار لتصحيح الوضع المختل للمديونية، فالانهايار يؤدي إلى شطب المديونيات الكبيرة التي تراكمت دون أن يوجد ما يدعمها من القاعدة الإنتاجية والثروة الحقيقية، ولا تتوقف القصة عند هذا الحد فبعد انتهاء عملية التصحيح للبناء الاقتصادي ترجع المديونية للنمو مرة أخرى، بمعدلات أعلى من نمو الثروة والنتاج المحلي، مما يؤدي إلى ظهور الهرم المقلوب مرة أخرى ثم الانهايار، وهكذا دواليك وبهذا يعاني الاقتصاد مما وصفه **هايمان مينسكي** بال**نزعة التلقائية لعدم الاستقرار والهشاشة المالية**، وهذا الاضطراب يقترب كثيرا من وصف القرآن الكريم لحال المرابين يوم القيامة، والمتضح في قوله تعالى: ﴿الْمَسِّ مِنَ الشَّيْطَانِ يُتَخَبَّطُهُ الَّذِي يَقُومُ كَمَا لَا يُقُومُونَ لَا الزَّبَوَاتُ كُؤَالُونَ الَّذِينَ﴾ {فالتخبط هو أقرب وصف لحال الاقتصاد القائم على نظام الفائدة، حيث يظل باستمرار عرضة للهزات والأزمات الاقتصادية الناتجة عن النمو التلقائي للمديونية إلى حد انهماق الاقتصاد ثم عودة الاقتصاد للنمو من جديد، ومعه تنمو المديونية بمعدلات أسرع لتتكرر الانهيارات والاضطرابات¹.

- **الربا يؤدي إلى حدوث تقلبات اقتصادية دورية:** إن عملية تسديد المستحقات في وقتها تساعد في حماية المدين من تضاعف مستويات الدين، إلا أن سعر الفائدة يسمح بتراكم الديون من خلال إضافة أي تأخير عن التسديد في الوقت المستحق إلى أصل الدين، وبالتالي زيادة الفائدة المستحقة، وهذا بدوره يزيد من المبلغ المستحق مع مرور الوقت، الأمر الذي يقلل من احتمال تسديد المدفوعات الآجلة في الوقت المحدد، ما

¹ سامي بن إبراهيم السويلم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص: 26.

يؤدي إلى تفاقم المشكلة، ومن الواضح أن هذه العملية لا يمكن أن تستمر إلى أجل غير مسمى ويجب أن تتوقف بشكل ما، مسببة تقلبات دورية في الاقتصاد¹.

- الربا يؤدي إلى تخفيض الإنتاج والاستثمار: إن رفع سعر الفائدة يؤدي إلى تثبيط همم المستثمرين عن القيام بأية مشاريع جديدة، أما خفض سعر الفائدة فإنه يشجع على زيادة الاستثمار وبالتالي زيادة الإنتاج، ومن باب أولى أن إلغاء سعر الفائدة سوف يشجع بشكل أكبر على زيادة الاستثمار والإنتاج².
- في إحداث الأزمات: إن العلاقة بين أصحاب رؤوس الأموال والعاملين في مختلف أوجه النشاط الاقتصادي علاقة مقامرة ومشاكسة دائمة، بدل أن تكون علاقة تعاون وتساند حيث أن أصحاب المال في سعيهم لتحقيق أقصى فائدة ممكنة يمسكون المال حتى تزيد الحاجة إليه فيدفعوا سعره إلى الارتفاع حتى يجد المستثمرون في التجارة والصناعة أن لا فائدة من استخدام الأموال المقترضة عندئذ يتراجع الطلب على الأموال إلى حد الصفر، وينكمش حجم المال المستخدم في مختلف أوجه النشاط الاقتصادي، ويتعطل ملايين العمال وتتدنى القدرة الشرائية، فإذا قلت الحاجة إلى رأس المال اضطر أصحابه إلى دفعه على نطاق أوسع، وخفضوا من سعر الفائدة، فيقبل عليه المستثمرون من جديد وهكذا دواليك تقع الأزمات الاقتصادية العالمية³.

يتبين من خلال العرض السابق لضابط الربا ودوره في الأزمات الاقتصادية، أن للربا "سواء بسبب التقلبات أو الارتفاع الكبير" بالغ الأثر في تفجير الأزمات أو تفاقمها، وذلك بسبب سعي البنوك وأصحاب رؤوس الأموال إلى تحقيق فوائد خيالية "الجشع"، مما يضاعف الفجوة بين الاقتصاد الحقيقي والنقدي من جهة، ويهرب الأموال من الاقتصاد الحقيقي "الاستثمار" باتجاه السوق المالي "المضاربات" من جهة أخرى، مما يؤدي لظهور الأزمات، كما أن ارتفاع معدلات الفائدة "الربا" ونقص السيولة بسبب مواصلة الرأسماليين "المرايين" الحصول على فوائد أكبر، يزيد من فترات الكساد وبالتالي يؤثر على الاقتصاد الحقيقي⁴.

الفرع الثاني: ضابط الغرر في الأزمة المالية العالمية

يعتبر تحريم الغرر ثاني الأصول الكبرى للمعاوضات المالية بعد تحريم الربا، والتمييز بين الغرر اليسير والكثير لا ينافي قاعدة "ما حرم كثيره فقليله حرام"؛ لأن الغرر اليسير لا يقع إلا تبعا لعقد مشروع وما كان كذلك فهو مغتفر عملا بقاعدة "يجوز تبعا ما لا يجوز استقلالاً" بخلاف ما لو تمخض الغرر بعقد قائم بذاته كالتأمين التجاري⁵،

¹ سامي بن إبراهيم السويلم، الاقتصاد الإسلامي في عالم مركب، دراسة استطلاعية باستخدام المحاكاة على مستوى الوحدة، مرجع سابق، ص: 89-90.

² قيصر إغبارية، مرجع سابق، ص: 02.

³ جمال لعمارة، المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص: 34-35.

⁴ شريط عابد وسدي علي، مرجع سابق، ص: 18.

⁵ سامي بن إبراهيم السويلم، قواعد الذرائع في المعاملات المالية، مرجع سابق، ص: 39.

ولعل أهم صور الغرر تتمثل في المشتقات المالية، والتي تعتبر إحدى المسببات الرئيسية لأزمة الرهون العقارية، لذلك سيتم التطرق لضوابط الغرر ومواطنه في أزمة الرهن العقاري من خلال النقاط التالية:

أولاً: المشتقات المالية

أكد الخبراء وأصحاب البصيرة من علماء الاقتصاد الوضعي أن من أسباب أزمة الرهونات العقارية هو نظام المشتقات المالية، لأنها لا تسبب تنمية اقتصادية حقيقية، بل هي وسيلة من وسائل خلق النقود التي تسبب التضخم وارتفاع الأسعار، كما تقود إلى أزدل الأخلاق، كما أنها تسبب الانهيار السريع في المؤسسات المالية التي تتعامل بمثل هذا النظام، وما حدث في أسواق دول شرق آسيا ليس منّا بعيداً¹

تمثل المشتقات أدوات ترتب لحاملها التزاماً أو اختياراً لشراء أو بيع أصل مالي، وتشتق تلك الأدوات قيمها من أسعار الأوراق المالية الأصلية " قد تكون أسهم أو سندات أو مجموعة من الأسهم والسندات " وتعد المشتقات أحد أهم ملامح التطور في أسواق المال²، كما تسمى المشتقات المالية "مطالبات محتملة" Contingent Claims ويستخدم هذان المصطلحان كبديل لبعضهما البعض وفي كثير جداً من الأحيان تكون المتغيرات التي تركز عليها الأوراق المالية المشتقة هي أسعار الأوراق المالية المتداولة، فخيار شراء/بيع الأسهم Option هو مشتق تعتمد قيمته على سعر السهم³

ثانياً: التكييف الفقهي للمشتقات المالية

أصدر مجمع الفقه الإسلامي الدولي قراراً بشأن المشتقات المالية، وذلك في دورته المنعقدة بجدة في المملكة العربية السعودية من 7-12 ذي القعدة 1412هـ الموافق لـ 09-14 ماي 1992، بشأن الأسواق المالية، وكان مما نصّ عليه القرار: { إن عقود الاختيارات هي عقود مستحدثة لا تنطوي تحت أي عقد من العقود الشرعية المسماة، وبما أن المعقود عليه ليس مالا ولا منفعة ولا حقاً مالياً يجوز الاعتياض عنه فإنه عقد غير جائز شرعاً، وبما أن هذه العقود لا تجوز ابتداءً، فلا يجوز تداولها. }⁴

ثالثاً: أوجه الغرر والتحريم في عقود المشتقات المالية

يمكن إبراز أوجه الغرر والتحريم في عقود المشتقات المالية للأسباب الشرعية التالية⁵:

¹ جمعة محمود عبّاد، مرجع سابق، ص: 17.

² عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص: 22.

³ طارق عبد العال حمّاد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص: 11.

⁴ حسني علي خريوش، مرجع سابق، ص: 12.

⁵ ملياني حكيم وشوقي طارق، مرجع سابق، ص: 19.

- أنها من جنس الربا المحرم شرعا، فحصول أحد المتعاقدين على مال بغير عوض يمثل مصلحة زائدة فيها ربا واضح
- أنها من جنس الرهان والقمار الذي حرّمته الشريعة الإسلامية؛
- ينتفي فيها الملك والقدرة على التسليم ويسوّى الفرق ربحا أو خسارة؛
- الإيجاب والقبول فيها يتم على محض المراهنة على ارتفاع الأسعار أو انخفاضها في السوق أثناء فترة العقد، مما ينافي العقد والذي هو مقصود الشارع؛
- تنطوي عقود المشتقات على الصورية فلا يترتب عليها تمليك ولا تملك، ولا تهدف للحصول على السلعة بل تسوية الفروق "التسوية النقدية" من غير دفع الثمن ولا استلام السلعة؛
- قيامها على المبادلات الصفيرية؛ حيث أن أرباح أحد الأطراف تمثل خسارة للطرف الآخر، وهذا مناف لقاعدة منع الضرر؛
- عقد خيار الشراء يختلف عن بيع العربون في العمليات الشرطية البسيطة تحديدا، فالعربون يحتسب كجزء من ثمن السلعة عند التنفيذ ولكن في الخيار علاوة الاختيار هي حق أو التزام.

رابعا: ضابط المبادلات الصفيرية في عقود المشتقات المالية

إن المبادلات الصفيرية لا يمكن أن تتم لو علم الطرفان سابقا بالنتيجة التي ستنتهي إليها، وهذا ما عبّر عنه الفقيه المالكي أشهب بن عبد العزيز - رحمه الله - حيث علل منع المعاوضة على الضمان بقوله: { ألا ترى أنه لا يصلح أن يقول الرجل للرجل اضمن لي هذه السلعة إلى أجل و لك كذا، لأنه.... غرر وقمار، ولو علم الضامن أن السلعة تموت أو تفوت لم يرضى أن يضمها إياه، بأقل مما ضمها إياه به، بل لم يرضى بدرهم }. وهذا ينطبق بحذافيره على المشتقات والتأمين التجاري وسائر صور القمار والمراهنات¹.

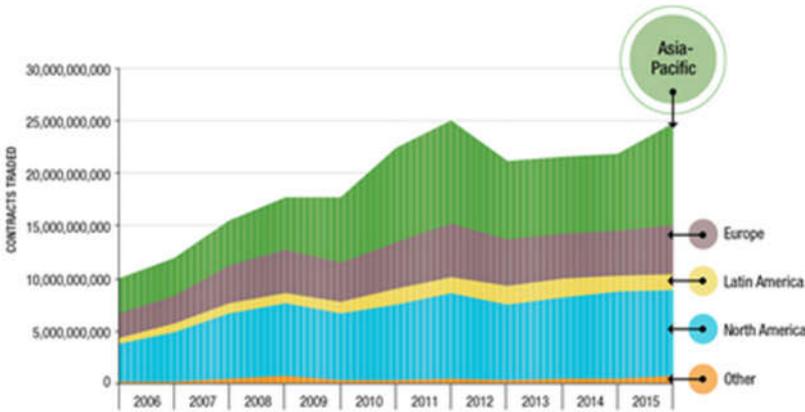
خامسا: دور المشتقات المالية في إحداث الأزمة المالية العالمية

نعلم أن عملية إقراض البنك شخصا ما تتطلب ضمانات كافية للسداد، باعتبار أن الضرر يلحق بالبنك في حالة تعثر سداد المقترض، لكن إذا استطاع البنك أن يؤمن على القرض وينقل مخاطر الدين إلى طرف ثالث، ففي هذه الحالة لن يتضرر البنك من إفلاس المقترض؛ لأن الطرف الثالث يتعهد بدفع قيمة القرض كاملا للبنك في هذه الحالة وعليه فليس للبنك ما يكفي من الحوافز للتأكد من ملاءة المقترض، ولذلك لم تجد البنوك صعوبة في إقراض الفئات الأقل جدارة Subprime لأن المخاطر يتحملها غيرها، غالبا شركات التأمين وصناديق التحوط، فالتأمين على القروض شجع البنوك على أن تقرض ثم تبيع القرض على شكل سندات، مع التأمين على هذه السندات فمن

¹ عبد الكريم قندوز، قواعد تقويم الأدوات والمنتجات للصناعة المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 76.

الفصل الثاني..... الضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية والأزمة المالية العالمية

يشترى هذه السندات يشترى ديونا مؤمن عليها، ولذلك لا يهيمه بدوره هل المقترض قادر على السداد أو لا، وحيث أن القروض مؤمن عليها فلا يهيم ملاءة المقترض ولا جدارته الائتمانية، بل المهم هو الرسوم التي يحصلها البنك وغيره من المؤسسات المالية من عمليات التمويل والتسديد وما يتصل بها وبدون هذا التأمين لم يكن من الممكن لهذه الحلقة المشعومة أن تتضخم إلى هذا الحد، ولم يكن من الممكن نشوء ما يسمى بالأصول السامة التي كانت بؤرة الخطر في الفقاعة والأساس الهش الذي قامت عليه سندات القروض، وبالتالي فالمشتقات المالية أدت إلى تركيز المخاطر بدلا من تفتيتها، وإخفائها بدلا من تقليلها¹، وفي ما يلي مخطط يوضح تطور سوق المشتقات المالية في دول العالم خلال الفترة (2006-2015)



الشكل (2-19): تطور المشتقات المالية في العالم خلال الفترة 2006-2015

la source: Will Acworth, 2015 Annual Survey : **Global Derivatives Volume, Asia Takes the Lead**, 15-03-2016 <http://marketvoicemag.org/?q=content/2015-annual-survey-global-derivatives-volume>, consulté le 30-10-2016

يلاحظ من الشكل (2-19) أن المبادلات الرائدة في أمريكا الشمالية وأوروبا تميل إلى عقود أكبر حجما باعتبارها أكثر ملائمة للمستثمرين من المؤسسات، وتستند هذه البيانات على استطلاع ضمّ 78 دولة حول حجم المشتقات المالية وتضمن كل من "العقود الآجلة، الخيارات التي يتم تداولها على الصرف وقدمت للتطهير وكذلك عقود الصرف المتداولة على أساس سنوي².

لكن السؤال المطروح في هذا الصدد هو كيف أدت المشتقات المالية إلى بعث شرارة أزمة الرهن العقاري؟

والجواب هو أن عمليات التأمين على السندات شجعت على الإقراض، والإقراض يساهم في رفع أسعار العقار، وارتفاع الأسعار يشجع على التأمين على القروض لانخفاض المخاطر، مما يشجع على المزيد من الإقراض، وهكذا أصبحت حلقة الإقراض والتأمين يغذي بعضها بعضا، مما أدى لتضاعف حجم الفقاعة خاصة خلال

¹ سامي بن إبراهيم السويلم، أسلحة الدمار المالي الشامل، الميسر والربا وقودا الأزمة المالية العالمية، مرجع سابق، منشور على الموقع: <http://magazine/islamtoday.net/m/art.aspx?ID=94> أطلع عليه بتاريخ: 2016/10/12.

² Will Acworth , 2015 Annual Survey : **Global Derivatives Volume, Asia Takes The Lead** , <http://marketvoicemag.org/?q=content/2015-annual-survey-global-derivatives-volume> , consulté le 30-10-2016

السنوات 2004 إلى أوائل سنة 2007، إلى أن انفجرت الفقاعة في عام 2007 وبدأ مسلسل الكارثة بالتتابع¹.

سادسا: تسويق المشتقات المالية عالية المردودية على نطاق واسع

حيث تم تسويق المشتقات إلى مستثمرين مؤسسيين في كل من الصين، اليابان، كوريا، روسيا، أوروبا ودول الخليج، وأصبحت المؤسسات المالية المصدرة لهذه المشتقات تدين إلى المستثمرين فيها بآلاف المليارات².

الفرع الثالث: مواطن الميسر "القمار" في الأزمة المالية العالمية حسب نظرية انفجار الفقاعة

أصبحت البورصة تعرف على أنها مكان للقمار، فجلّ عملياتها تقوم على أساس المضاربة على الأسعار، وهذه المضاربة من شأنها أن تؤدي إلى تقويم الأسهم في البورصة بأكثر من قيمتها الحقيقية أو أقل بكثير، كما أن عقود البورصة ليس من شأنها أن يسلم البائع ما باع، ولا المشتري ما اشترى؛ بل هي مجرد مراهنات على الريح من خلال عقود آجلة ومستقبلية، لا تسليم فيها ولا استلام إنما يتم التحاسب فيها على فروق الأسعار، وبهذا ينشأ اقتصاد وهمي مضاربي بعيد عن الاقتصاد الحقيقي، والمستثمر يقوم برحبه على أساس الحظ وليس على أساس التحليل المالي ودراسة الميزانيات³، وعليه سيتم التطرق لمواطن القمار "الميسر" في أزمة الرهن العقاري من خلال النقاط التالية:

أولا: القمار والمضاربات في الأسواق المالية

عرّف Samuelson القمار* بأنه : "تصرف حر واختياري لتحمل المخاطر""، بينما صنفت موسوعة The New Palgrave Dictionary القمار التجاري المنظم في ثلاث:

- أوراق اليانصيب؛
- أماكن وصلات القمار المنظم؛
- الرهان على نتائج مسابقات الخيل أو لعب كرة القدم أو غيرها من الألعاب.

¹ سامي بن إبراهيم السويلم، أسلحة الدمار المالي الشامل، الميسر والربا وقودا الأزمة المالية العالمية،

<http://magazine/islamtoday.net/m/art.aspx?ID=94>

² محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سابق، ص: 05.

³ كمال رزيق وعبد السلام عقون، مرجع سابق، ص: 07.

* بين العديد من الاقتصاديين وجود عدة مصطلحات لصيقة بالقمار والتي اختلفت في حكمها لعل أبرزها:

- الاستقسام بالألزام: هو طلب القسمة "القضاء والقدر" من طريق الأصنام، ويتوهم صاحبه معرفة الغيب بطريقة الحظ، والاستقسام بالألزام يلحق به التنجيم والطيبة؛ وهي التفاؤل بالسائح من الطير؛ أي الذي يطير ناحية اليمين، والتشاؤم بالبارح الذي يطير ناحية الشمال، وهو من قبيل الشرك بالله، بل هو قمار محرّم.
- القرعة: جائزة في الإسلام، وإن بدت لبعض الناس أنها قمار، فالقرعة جائزة كملجأ أخير للترجيح بين المتساوين عند عدم إمكانية استيعاب الجميع منعا للتخيير عن طريق المحاباة، وهي غير جائزة "قمار محرّم" إذا استخدمت بين غير المتساوين.
- السبق "الرهان": هو المسابقة بجائزة، وهو سبقان حرام وحلال، والسبق ما يجعل للسابق من مال على من سبقه، فالجعل "الجائز" يجوز إذا أخرجته الدولة، ولا يجوز في المسابقات الأخرى كالنرد وسائر الألعاب التي تشغل الناس فيما لا طائل تحته.

أما (Brenner 1990) فقد فرّق بين القمار والمضاربة؛ فالقمار في رأيه سلوك يهدف فيه المقامر إلى الكسب المالي بدون أية مهارة، حيث يلعب اللعبة "رمي زهرة النرد مثلاً" وهو يعرف احتمال فوزه، ويقارن ذلك بالمبلغ الذي قامر به، وهذا ينطبق على أوراق اليانصيب وصلات القمار المنظم، أما المضاربة فهي سلوك يهدف فيه المضارب إلى الكسب المالي باستخدام مهاراته، وهذا لا ينطبق على لعب الحظ، ففي المضاربة يتخذ المضارب قراره بناء على تقديره الذي يخالف تقديرات الآخرين أو تقديرات السوق، وهو هنا لا يعرف مدى صحة أخطأ تقديره، وبالتالي لا يعرف المضارب قيمة احتمال صحة قراره، وعليه تكون المضاربة حينما يكون السلوك للمتعامل غير عادي، ومخالف لرأي الأغلبية ولا توجد شواهد أو أدلة على ذلك تؤكد توقعاته، ولكن المتعامل في سوق الأوراق المالية بدون أن يكون لديه الخبرة والمعرفة بالسوق يكون مقامراً لأنه لم يستخدم أية مهارات في سلوكه.¹

ثانياً: ضابط الميسر "القمار" في الأزمة المالية العالمية

إنّ جذور أزمة الرهن العقاري بدأت في القطاع المالي، وتضخمتمن خلال له، فالبدية كانت من التخفيض المصطنع لمعدلات الفائدة في مطلع القرن، الذي شجع عمالاً توسعياً لا اقتراضاً ونوجود قيمة مضافة أو نمو في الإنتاجية، وكانت النتيجة فقاعة في سوق العقار، ورافق ذلك مبتكرات المشتقات المالية التي تحيد مخاطر الإقراض، فلم يعد المقرض يستشعر مسؤولية القرض، ويهتم بقدرته المدينية للسداد، فنشأ عن ذلك الممارسات المستنكرة في استدراج العملاء وإغراقهم بالديون، أي أن الأزمة ابتدأت بالربا، وتطوراً إلى الميسر، وأصبح أحدهما يغذي الآخر، لتنتهي بالكارثة.² ويمكن توضيح أهم تبعات الميسر في أزمة الرهن العقاري من خلال ما يلي:

1- سقوط شركات التأمين

لقد تسبب التعامل بالقمار في أزمة الرهن العقاري في سقوط شركات التأمين التي تمّ تأمين السندات عندها، وقد كان لشركات التأمين نصيب كبير من حجم الخسائر، إذ أنّها كانت حلقة الوصل بين المقترضين وبين البنوك فكان المقترضون يؤمنون على ممتلكاتهم في حالة حدوث عجز في تسديد مستحققاتها، وكذلك كانت البنوك تؤمن على قروضها كي تضمن تسديد قرضها إذا عجز المقترض عن ذلك، وهو ما أدى إلى إفلاس العديد من الشركات وعلى رأسها شركة AIG والتي عملت على مبدأ التأمين على مقايضة الديون، ومن هنا تتبين لنا الحكمة العظيمة في تحريم التأمين لاشتماله على الغرر والميسر المحرّم في شريعتنا، لأن المؤمن يدفع لشركة التأمين مبلغاً من المال على وجه المخاطرة، فإمّا أن يعود أضعافاً مضاعفة وإمّا أن يضيع عليه، وذلك في قوله تعالى:

¹ عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، المضاربة والقمار في الأسواق المالية المعاصرة تحليل اقتصادي وشرعي، مجموعة أوراق الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، مطابع جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 2009، ص: 193-194.
² أحمد بن محمد الرفاعي الجهني، تحريم القمار في الشريعة الإسلامية وأثره في علاج الأزمة الاقتصادية المعاصرة، الجامعة الإسلامية، كلية الشريعة، المدينة المنورة، ص: 10.

{ تَفْلِحُونَ لَعَلَّكُمْ فَاجْتَنِبُوا الشَّيْطَانَ عَمَلٍ مِّن رَّجْسٍ وَالْأَزْلَمُ وَالْأَنْصَابُ وَالْمَيْسِرُ الْخَمْرُ نَمَاءٌ آمَنُوا الَّذِينَ يَتَأْتِيهَا } (المائدة

(90)

2- زيادة الفجوة بين الاقتصاد المالي والحقيقي

تعتبر المقامرة مثل نظام الفوائد الربوية، حيث تعمل على زيادة الفجوة بين الالتزامات المالية والثروة الحقيقية، فكلما زادت أعداد المرهنين زاد مجموع خسائر الخاسرين من جراء هبوط فني السوق، وهذا ما حصل في أزمة الرهن العقاري، فلقد اكتظنت الأسواق المالية بتجارة المخاطر المبنية على الميسر والقمار، فأصبح لا يمكن التفريق بين المعاملات الحقيقية وبين المقامرة التي تتسم باقتصادياً بأنها مباراة نتيجتها صفر، لأنها على المستوى الجزئي طرفيها لا تولد قيمة، إذ إن ما يربح طرفيها سوي تماماً ما يخسرها الآخر، أما على مستوى الاقتصاد كلفها فمباراة نتيجتها سالبة، بسبب ما تولد همنحواف ضرورة اقتصادياً ذات مخاطر أخلاقية، فإذا ابتزنا الارتباط بين المخاطر وملكية الأصول، مالية كانت أو حقيقية، فقد المالكون الحافظين للحفاظ لحدود أصولهم وتصرفوا بما يحقق لهم أعلعائد، وفي أزمة الرهن العقاري تمكنت المؤسسات المالية من التخلص من مخاطر أصولها "بفصل المخاطر عن الملكية" فقد جمحت التحقيقاً هداف أخرى "دون مراعاة للتهور في نوعية الأصول" طمعاً في زيادة العائدات، وتحولت السوق إلى ساحة للرهان، فلم يكن هنا كما يحدث من نموها وتضخمها سوى استعداد الأطراف للمجازفة، وكما هو الشأن في الربا، فإن المرهنة لا تتطلب أبداً اتفاقاً الطرفي علناً نيدفعاً حدهما للآخر مبلغاً من المال حين وقوع الخطر مقابل رسوم محددة، فالتكلفة الابتدائية للرهان محدودة، ولذلك لا يوجد ما يعوق توسعها وتضاعفها¹.

الفرع الرابع: ضابط بيع الدين بالدين "التوريق" في الأزمة المالية العالمية

لقد حرمت الشريعة الإسلامية كافة صور وصيغ وأشكال بيع الدين بالدين مثل خصم الأوراق التجارية وخصم الشيكات مؤجلة السداد، كما حرمت نظام جدولة الديون مع رفع سعر الفائدة، فقد نهى رسول الله صل الله عليه وسلم عن بيع الكالئ بالكالئ²، ولعل من أهم أسباب تفشي أزمة الرهن العقاري عملية بيع الديون العقارية وذلك من خلال تصكيكها "أي تجميعها وتحويلها إلى أوراق مالية يمكن لأي مستثمر في العالم شراؤها"³، حيث تقوم عمليات بيع الدين بالدين على تسديد الديون؛ أي جعل الدين المؤجل في ذمة الغير خلال الفترة المتراوحة بين ثبوته في الذمة وحلول أجله، أي سندات قابلة للتداول في السوق الثانوية، بحيث يمكن أن يصبح موضع تبادل، وينقلب إلى

¹ أحمد بن محمد الرفاعي الجهني، مرجع سابق، ص: 10.

² جمعة محمود عبّاد، مرجع سابق، ص: 17.

³ محمد صالح المنجد، مرجع سابق، ص: 20.

نقد سائل بعدما كان مجرد التزام في ذمة المدين¹، وعليه يمكن إبراز مظاهر بيع الدين بالدين في أزمة الرهن العقاري من خلال النقاط التالية:

أولاً: تعريف ضابط بيع الدين بالدين "التوريق"

بيع الديون أو ما اصطلح على تسميته بـ "التوريق"^{*} وهو كلمة مشتقة من الورق وهي الفضة، في قوله تعالى:

(.....)

﴿أَحَدًا بِكُم مِّشْعَرًا وَلَا وَتِلْكَ لَمَنْ رَزَقْنَاهُ فَرِحَ بِرِزْقِ اللَّهِ فَإِلَىٰ أَتَيْكُمْ طَعَامًا أَزْجَىٰ أَن يَأْتِيَنَّكُمْ أَلْمَدِينَةَ إِلَىٰ هَذِهِ بِيُورِثِكُمْ أَحَدَكُم فَأَبْعَثُوا﴾

الكهف 19)، والتوريق بمعنى التسييل أي تحويل القروض المصرفية إلى سيولة نقدية بغرض الحصول على الأموال، وذلك بغية خلق أصول مالية جديدة، وبذلك تتحول الموجودات المالية من المقرض الأصلي إلى آخرين، أو تحويلها إلى أوراق مالية قابلة للتداول²، وعملية التوريق مبنية على بيع الدين لغير من هو عليه بأقل من قيمته الاسمية وقبل حلول أجله، وهو أمر غير جائز شرعاً لما فيه من الربا والغرر "بيع ما لا تملك"، ولأنه لا حظّ للزمن في القروض، ولكي ينتقل التسديد من الحظر إلى الإباحة ينبغي أن يكون محل البيع أصلاً "عين" مدراً لتدفقات نقدية، يجوز بيعه مثل العقارات والسيارات والمعدات وغيرها، وليس ديناً³.

ثانياً: التكييف الفقهي لضابط بيع الدين بالدين

أصدر مجمع الفقه الإسلامي قراراً بشأن بيع الدين بالدين حيث بيّن فيه أنه {لا يجوز بيع الدين بالدين المؤجل من غير المدين بنقد معجل من جنسه أو غير جنسه لإفضائه إلى الربا، كما لا يجوز بيعه بنقد مؤجل من جنسه أو من غير جنسه لأنه من بيع الكالئ بالكالئ المنهي عنه شرعاً، ولا فرق في ذلك بين كون الدين ناشئاً عن قرض أو بيع آجل⁴}

كما أن مجلس المجمع الفقهي الإسلامي في دورته السادسة عشر المنعقدة بمكة المكرمة في المدة من 21-26 شوال 1422 هـ الموافق لـ 5-10 جانفي 2002 قد نظر في موضوع الدين وقرر المجمع مايلي:

¹ محمد الصحري، الاقتصاد الإسلامي رؤية مقاصدية، الطبعة الأولى، دار إحياء للنشر الرقمي، دون بلد نشر، 2013، ص: 29.
* لا بد من الإشارة هنا إلى أن التوريق مختلف عن التورق، فالتورق هو عملية يوفر من خلالها البنك الإسلامي النقد، لشخص ما بسبب حاجته له، ويتخلل هذه العملية تداول لسعة معينة، وبالتالي فهي ليست علاقة نقدية بحتة كما هو الحال بالنسبة إلى القرض الربوي، فعملية التورق تقضي بأن يشتري طالب المال سلعة عن طريق المصرف بسعر آجل وبيئها لطرف ثالث يبيعا حالاً عن طريق المصرف أيضاً "في الغالب"، ومن ثم يحصل البائع على النقد حالاً ويسدد أقساط الثمن الأجل خلال فترة زمنية يتفق عليها، فهو شراء سلعة لأجل ثم بيعها نقداً لغير البائع بأقل مما اشتراها به، فيحصل بذلك على النقد، وبالتالي فالفرق الجوهرى بين التورق والتوريق هي أن الزيادة في النقد في حالة التورق مبررة بتداول سلعة والفرق بين سعرها الحالي والأجل، أما في التوريق فإن الزيادة في النقد غير مسندة بعملية مبادلة اقتصادية لأنها زيادة تستند إلى أصل الدين "أي رأس المال وليس النشاط الاقتصادي" ومن ثم فهي زيادة وهمية تحدث تشوهاً في المعاملات المالية وتشوهاً اقتصادياً؛ لأن تلك الزيادة في النقد غير المبررة فهي من أهم أسباب التضخم.

² سامر مظهر قنطجني، فقه الابتكار المالي بين التثبّت والتهافت، أصوله، قواعده، معايير، الطبعة الثانية، منشورات مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، دون بلد نشر، 2016، ص: 72.

³ محمد الصحري، مرجع سابق، ص: 29.

⁴ محمد صالح المنجد، مرجع سابق، ص: 22.

- لا يجوز حسم الأوراق التجارية (الشيكات، السندات الأذنية والكمبيالات) لما فيه من بيع الدين لغير المدين على وجه يشتمل على الربا؛
- لا يجوز التعامل بالسندات الربوية إصدارا أو تداولاً أو بيعا لاشتمالها على الفوائد الربوية؛
- لا يجوز توريق "تصكيك" الديون بحيث تكون قابلة للتداول في سوق ثانوية؛
- لا يجوز التعامل بالتوريق في مثل حالة الديون العقارية لما يتضمن من محظورات شرعية كالربا وغيره.¹

ثالثا: صور بيع الدين بالدين

الدين هو ما ثبت في الذمة من غير أن يكون معيناً سواء كان نقداً أو غيره، وبيع الدين له صورتان²:

- **بيع الدين بضمن حال:** يشتمل العين والمنفعة المعجلة، وهو جائز لاستناده إلى أصول وموجودات حقيقية.
- **بيع الكالئ بالكالئ:** يشيع في المعاملات المالية الرأسمالية الحديثة، حيث تباع الديون من خلال تسنيدها ليسهل تداولها.

رابعا: أمثلة بيع الدين بالدين

تتمثل أمثلة بيع الدين بالدين في³:

- **ابتداء الدين بالدين:** منع فقهاء الشريعة ما يسمى بابتداء الدين بالدين؛ كأن يبيع أحد المتعاقدين قنطاراً من القطن، موصوفاً في ذمته بضمن معلوم على أن يتأجل كل من البيع والضمن إلى أجل معلوم، لأن فيه شغلا لذمتي البائع والمشتري دون أن يجني أحدهما فائدة من وراء هذا التعاقد، وفيه غرر كبير، فضلا عن أن الأصل في عقد البيع: أن يكون البدلان مقبوضين فور التعاقد أو قبض أحدهما على الأقل في صورة عقد السلم "بيع آجل بعاجل" ففي تأجيل قبض البدلين معا خروج من مقتضى الأصل ومخالفة لقواعد الشريعة العامة، وبالتالي اتفق الفقهاء على منعه.
- **فسخ الدين بالدين:** منع فقهاء الشريعة أيضا ما يسمى بفسخ الدين بالدين، كأن تكون علاقة دين بين مدين ودائن، فيرغب المدين بأن يشتري ما في ذمته من الدين بشيء آخر يلتزمه للدائن، ولا يدفعه إليه إلا بعد مدة من الزمان؛ كأن كان الدين عشرين دينارا، فاتفق على أن يتنازل الدائن عنها ليأخذ في نظيرها من المدين عشرة أرداب من القمح بعد شهر أو نحوه، وسبب المنع أن ما في ذمة المدين من الدين الأول قد فسخ، وزال بالتزامه دينا آخر بدله، فهو ما ينطبق عليه بيع الكالئ بالكالئ "المشار إليه سابق" والذي ورد النهي عنه ووقع الإجماع عليه.

¹ محمود إبراهيم الخطيب، مرجع سابق، ص: 10-11.

² محمد الصحري، مرجع سابق، ص: 29.

³ وهبة الزحيلي، بيع الدين في الشريعة الإسلامية، الطبعة الأولى، سلسلة أبحاث مركز الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، مركز النشر العلمي، جدة، 1998، ص: 22-24.

- **بيع الدين المؤجل بالمؤجل:** لم يجز الفقهاء بيع الدين المؤجل بدين مؤجل؛ كأن يكون لشخص على آخر دين فيبيع الدائن هذا الدين إلى شخص ثالث غير المدين، كما لو كان لشخص عشرون دينارا على آخر، فاشترى بها من شخص ثالث قنطارا من القطن يقبضه منه بعد شهر، هذا ممنوع لما فيه من بيع الكالئ بالكالئ الذي أجمع العلماء على منعه.

خامسا: أساليب بيع الدين بالدين

تتمثل أساليب بيع الدين بالدين في¹:

- **استبدال الدين:** أي استبدال حقوق والتزامات جديدة بأخرى قديمة مع ضرورة موافقة الأطراف جميعها ذات الصلة بالقرض على تحويله كلياً أو جزئياً إلى ورقة مالية.
- **التنازل عن الأصول:** يتم التنازل عن الأصول لمصلحة الدائنين أو المقرضين كما في ذمم بيع الأصول أو إيجارها، حيث يستمر دفع الأقساط إلى الممول الأصلي الذي قام بتحويل الديون واستبدالها.
- **بيع الذمم المدينة:** حيث يتم بيع الذمم المدينة إلى مصرف متخصص، ونقل المسؤوليات جميعها إليه حال عجز المدين عن التسديد.

سادسا: مظاهر بيع الدين في الأزمة المالية العالمية

إن من أسباب تفشي أزمة الرهن العقاري هو عملية بيع الديون العقارية، وذلك من خلال تصكيكها "تجميعها وتحويلها إلى أوراق مالية يمكن لأي مستثمر في العالم شراؤها" فيتم تحويلها إلى سندات مالية، ويعمل لها تأمين مخاطر وتباع كأوراق ائتمانية على شركات استثمارية وعلى مستثمرين، مع رهن يربط بها، وهذه القروض الجديدة تقوم بنوك أو مؤسسات مالية أخرى بتحويل جانب منها إلى أوراق مالية تحصل بها على قروض جديدة، وهكذا حتى تكونت أصول مالية رديئة، تميمها صعب وشراؤها عسير²، حيث أدت عمليات التوريق إلى زيادة حدة الأزمة منذ منتصف 2007 بالولايات المتحدة الأمريكية، بسبب عشر الأسر الأمريكية عن سداد قروض السكنات التي تم شراؤها عن طريق القروض المصرفية مقابل رهن العقارات المعنية نفسها، ولما أحست البنوك الدائنة بخطر عدم التسديد للقروض المصنفة تصنيفاً رديئاً Subprime تهرّبت من مسؤولياتها ببيع هذه الأصول المشكوك في تحصيلها إلى جهات خارجية مستغلة في ذلك آلية التوريق، وبجانب المشتقات المالية المتداولة في البورصات العالمية، جاءت مشتقات الديون المصرفية لتزيد من مخاطر انهيار النظام المالي ككل، ومع أن مشتقات الديون المصرفية تشكل

¹ سامر مظهر قنطجني، فقه الابتكار المالي بين التثبيت والتهافت، أصوله، قواعده ومعاييرها، مرجع سابق، ص: 72.

² محمد صالح المنجد، مرجع سابق، ص: 20-21.

10% فقط من حجم المشتقات المالية في سنة 2007، إلا أنها ساهمت في تعميق أزمة السيولة بعد اندلاع أزمة القروض الرهنية¹.

سابعاً: تبعات بيع الدين بالدين في الأزمة المالية العالمية

أظهرت أزمة الرهن العقاري بعض الآثار الخطيرة للسماح ببيع الديون بعد نشوئها إلى أطراف ثالثة، حيث تؤدي عمليات بيع الدين بالدين إلى انتقال الأزمة إلى أسواق عالمية، ما أدى إلى نشو هوة بين حجم المديونية والأصول الحقيقية، الأمر الذي أدى إلى ظهور مخاطر السيولة المالية²، وعليه يمكن إجمال تبعات بيع الدين بالدين في أزمة الرهن العقاري من خلال النقاط التالية:

- **تفشي مظاهر الغش والتدليس بين المتعاملين³:** إن تفاوت المعلومات Information Asymmetry بين طرفي البيع هو القاعدة وليس الاستثناء، حيث أدت عمليات بيع الديون إلى حدوث مخاطر أخلاقية أي حوافز ضارة تغري بالتدليس والغش، فلم يعد منشئ الدين مهتماً جداً بقدرة المستدين على السداد، لأنه سوف يسارع بعد العقد إلى بيع الدين إلى مؤسسات التوريق Securitization وتحصيل رسم فوري بصر النظر عمّا يحصل بعد ذلك، وقامت هذه المؤسسات بدورها بتوريق ديون كثيرة مختلفة في محافظ، وتحسين تصنيفها الائتماني ظاهرياً بمشتقات مثل CDS، ثم بيعها إلى مستثمرين غافلين وكان ذلك من العوامل المهمة في تفاقم الأزمة وانتشار آثارها.
- **الهوة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي "الهرم المقلوب":** إن التفاوت الذي يحصل بين الاقتصاد الحقيقي والمالي* يؤدي إلى حدوث اضطرابات مالية واقتصادية، وهو ما حصل في أزمة الرهن العقاري حيث انفصل الاقتصاد المالي عن الاقتصاد الحقيقي بسبب بيع الديون والمضاربة عليها بسبب الجشع الرأسمالي⁴.

¹ محمد بوجلال، مقارنة إسلامية للأزمة المالية الراهنة، مرجع سابق، ص: 70.

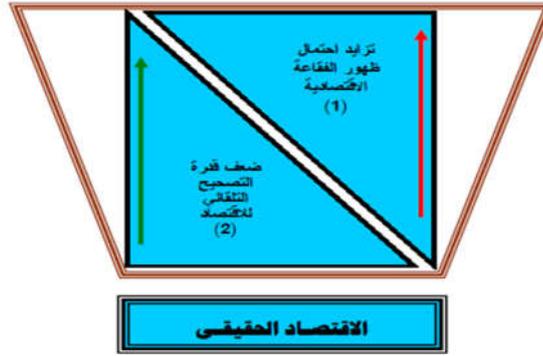
² عدنان السيد حسن، مرجع سابق، ص: 21.

³ محمد أنس الزرقاء، الأزمة المالية العالمية: المديونية المفرطة نسبياً والتمويل الإسلامي بديلاً، بحث مقدم إلى: المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية والمعهد العالمي للفكر الإسلامي، الأردن، 01-02 ديسمبر 2010، ص: 15.

* هناك تفرقة أساسية بين ما يمكن أن نطلق عليه الاقتصاد العيني "الحقيقي" وبين الاقتصاد المالي، فأما الاقتصاد العيني فهو ما يتعلق بالأصول العينية Real Assets فهو يتناول كل الموارد الحقيقية التي تشبع الحاجات بطريق مباشر "السلع الاستهلاكية" أو بطريق غير مباشر "السلع الاستثمارية"، فالأصول العينية عن الأراضي، المصانع، الطرق، محطات الكهرباء وهي أيضاً القوى البشرية، وبعبارة أخرى هي مجموع السلع الاستهلاكية التي تشبع حاجات الإنسان مباشرة، وبالتالي فالإقتصاد العيني هو الثروة الحقيقية، أما الإقتصاد المالي فهو يشمل الأدوات المالية التي تسهل عمليات التعامل في الثروة العينية، وبشكل عام تأخذ هذه الأصول المالية عادة أحد الشكلين؛ إما حق الملكية على بعض الموارد "أراضي زراعية، مصانع" أو تأخذ شكل دائنية على مدين معين "فرد أو شركة" وقد تطورت أشكال الأصول المالية الممثلة للملكية "الأسهم" مع ظهور شركات المساهمة، كما تطورت أشكال الأصول المالية الدائنة مع تطور الأوراق التجارية والسندات.

⁴ محمد الصحري، مرجع سابق، ص: 30.

الشكل (2-20): الهرم المقلوب



المصدر، صالح صالحى وعبد الحليم غربى: كفاءة صيغ وأساليب التمويل الإسلامي في احتواء الأزمات والتقلبات الدورية، مرجع سابق، ص: 05

حدثت أزمة الرهن العقاري بسبب الإفراط في الالتزامات والمديونيات مقابل الأصول الحقيقية، وهو ما اصطلح على تسميته بالرفع الائتماني، حيث سمحت آليات التمويل التقليدية " البنوك، البورصات وأسواق المشتقات " بنمو المديونية بمعدلات عالية تفوق بكثير معدلات نمو الثروة والأصول الحقيقية فيحتل بذلك البناء الاقتصادي، حيث تنشأ أهرامات هائلة من الديون والالتزامات، لا يقابلها بالقدر نفسه الحجم المطلوب من السلع والخدمات، وهو ما يسمى بالهرم المقلوب حيث تكون قاعدته إلى أعلى ورأسه إلى أسفل مما يعني أن الحجم الهائل من الديون قائم على قاعدة محدودة من الإنتاج الحقيقي¹ وهو ما يوضحه الشكل (2-20)، حيث أن القاعدة تكون في الوضع الطبيعي أكبر حجماً من القمة فتكون الثروة أكبر من الديون، أما في الاقتصاد الربوي فإن قاعدة الهرم أقل من الديون المبينة عليها فتأخذ شكل الهرم المقلوب، وهذا يعني أن أي منتج يسمح بنمو الديون دون ارتباط مباشر بنمو الثروة سيؤدي بالضرورة إلى انفلات نسبة المديونية إلى قيمة السلع أو الأصول الحقيقية التي تشكل ثروة المجتمع، بينما يشير الوضع المعكوس للهرم إلى أن حجم الصفقات المالية يتجاوز حجم الاقتصاد الحقيقي الذي نشأت عليه، حيث يتضح من ملاحظة الهرم المقلوب أن قاعدته تقوم على مساحة الاقتصاد الحقيقي المتمثل في إنتاج السلع والخدمات، ومن الطبيعي أن يرافق هذا النشاط تعاملات مالية تعبر عن هذا النشاط، ولكن عندما تبدأ هذه التعاملات بالتحرك بوتيرة منفلته، فإن حجمها سيبدأ بتجاوز حجم الاقتصاد الحقيقي، ولن تعبر القيمة التي يتم التبادل بها عن القيمة الحقيقية للصفقة من هنا وفي داخل الهرم ستبدأ احتمالات ظهور الفقاعة الاقتصادية Bubble².

- غياب المسؤولية عن المؤسسات المالية المقرضة: إن من أهم تبعات بيع الدين هي غياب المسؤولية عن المؤسسات المالية المقرضة ابتداءً، فالبنك أو المؤسسة التمويلية تقدم القرض العقاري، ثم بعد ذلك تبيعه

¹ صالح صالحى وعبد الحليم غربى، دور المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، بحث مقدم إلى: الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي خميس مليانة، 05-06 ماي 2009، ص: 04. ² المرجع نفسه، ص: 04-05.

لبنوك الاستثمارية في Wool Street لتقوم هذه بدورها بإعادة تسنيده ثم يبيعه لمستثمرين حول العالم، ونظراً لأن المقرض يتخلص بهذه الطريقة من مخاطر القرض، فإن هذا الأسلوب شجع البنوك والمؤسسات المالية على التوسع في الإقراض بشكل غير مدروس، خاصة لمنخفضي الملاءة طمعاً في العمولات وفروق الأسعار التي تحصل عليها من خلال عمليات التسنييد والبيع، وكانت البنوك الاستثمارية الكبرى بدورها تعيد التسنييد بطرق مختلفة، ثم تعيد بيعها مرة أخرى، وفي كل مرة يتم فيها تسنييد الدين وبيعه يبتعد المستثمر أو مشتري السند عن الأصل الحقيقي للسند "العقار أو المحفظة العقارية" وتراجع حوافز التأكد من جودة الأصول وملاءة الدين ابتداءً، وترتفع من ثم مخاطر التعثر والإفلاس.¹

- **انتقال الأزمة إلى مصارف أخرى حول العالم:** تعتبر عملية بيع الدين بالدين أو ما يسمى في فقه المعاملات المالية الإسلامية بتوريق الديون، السبب الأساسي في انتقال أزمة الرهن العقاري من الأسواق الأمريكية إلى مصارف أخرى حول العالم، حيث لم تواجه البنوك الأمريكية وحدها هذه المشكلة فحسب بل أن مصارف أوروبية وآسيوية ويابانية وقعت هي الأخرى في المشكلة نفسها، وكانت ضحية قوى السوق وعولمة الأسواق المالية، ومن بينها البنك الألماني IKB الذي قامت مصارف ألمانية أخرى بدعمه ماليا لتجنب سقوطه كلياً، ومصرف Northern Rock وهو أعرق مصرف في المملكة المتحدة مختص بالإقراض العقاري، وكان السبب الأساسي لوصول هذه البنوك حافة الإفلاس هو عمليات بيع الدين بالدين والتي يمكن النظر إليها على أنها عملية تحويل الدين إلى سيولة من خلال تحويله إلى سندات متداولة تباع وتشتري وتسمى في مصطلحات الأسواق المالية CMOS، وهو اختصار لـ Collateralized Mortgage Obligations؛ أي سندات القروض العقارية المضمونة بأصول.²

- **نمو الاقتصاد الافتراضي "وهمية التعاملات الاقتصادية"**³

يرتكز عمل البنوك على المتاجرة بالديون، بحيث يؤدي إلى الإفراط في خلق النقود بدون غطاء، وهذا ما يؤدي إلى وهمية التعاملات الاقتصادية، والتي تقوم على نمو الاقتصاد الافتراضي "الاقتصاد الوهمي" على حساب الاقتصاد الحقيقي، حيث تحول المستثمرون من الاقتصاد الحقيقي القائم على الإنتاج إلى الاقتصاد الوهمي القائم على القروض الربوية، وهو ما أدى إلى ارتفاع الاقتصاد الافتراضي إلى ما يتراوح بين 12 ضعف و15 ضعف الاقتصاد الحقيقي العالمي السلعي والخدمي، وقد أصبح الاقتصاد الافتراضي يمثل كياناً عملاقاً لا يقل عن 600 تريليون دولار في مواجهة اقتصاد حقيقي لا يتعدى 48 تريليون دولار، وقد زاد الوضع سوءاً بعد سماح هيئة الأوراق المالية الأمريكية لمصارف الاستثمار بزيادة نسبة الدين إلى رأس المال

¹ سامي بن إبراهيم السويلم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص: 43-44.

² محمد سامر القنطار، الأزمة المالية العالمية دلالات اقتصادية على سطوع المنظومة الإسلامية من بين أنقاض الرأسمالية، دار الفكر، دمشق،

2009، ص: 21-22.

³ للاطلاع راجع:

- محمد أبو خليف، أسباب الأزمة الاقتصادية العالمية والحل الإسلامي، مقال منشور على الموقع: <http://mawdoo3.com>

- ملياني حكيم وشوقي طارق، مرجع سابق، ص: 12.

من 12 ضعف إلى أكثر من 30 ضعف، وعندما يكون هناك إقراض مفرط وغير حذر، وعندما يكون المقرضون غير واثقين من الاسترداد يتم اللجوء إلى المشتقات مثل أوراق مبادلات التعثر الائتماني للبحث عن الاحتماء من التعثر.

إن نظرية الاقتصاد الإسلامي لا تقبل ربحاً فيه ضرر للغير، أو ربحاً لا يقابله عمل، وبصورة أعم فإن الإسلام يرفض بشدة ذلك الاقتصاد الوهمي القائم على الربا والمديونية وأكل أموال الناس بالباطل، وفي هذا الصدد يقول **المصطفى صلّى الله عليه وسلّم: "أفضل الكسب بيع مبرور وعمل الرجل بيده"** أي الكسب الذي ينمي الاقتصاد ويزيد الإنتاج.

– **الأصول السامة:** هي ترجمة للعبرة الإنجليزية Toxic Assets حيث شاعت عبارة الأصول السامة بعد الأزمة المالية العالمية، وسببت إفلاس المنشآت المصرفية ووقوع الأزمة، هذه الأصول السامة هي القروض المشكوك فيها التي تعثر وفاؤها، وهبطت قيمة ضماناتها العقارية¹، حيثسمح آلية بيع الديون لمؤسسات التمويل بنقل عبء الدين من ميزانيتها إلى ميزانية المستثمرين الراغبين في تملك هذه السندات بعد تصنيفها والتأمين عليها.

الفرع الخامس: ضابط التدليس في الأزمة المالية العالمية ضمن نظرية سلوك القطيع

تهدف المالية السلوكية لشرح نماذج المنطق للمستثمرين، بما في ذلك تأثير القرارات العاطفية على عملية صنع القرار، أي تهدف لفهم التمويل والاستثمار من منظور إنساني² ومن بين القرارات العاطفية التي تطرقت لها المالية السلوكية ما اصطلح على تسميته بـ سلوك القطيع، حيث تهدف نظرية سلوك القطيع لتحليل سلوك المستثمرين في الأسواق المالية، إذ لا يمكن اعتبار الاستثمار بأنه قرار عقلائي بحت، يستند فقط على تحليل المؤشرات الأساسية كالأسعار، الأرباح وتطورات السوق، حيث يؤكد المحللون على تأثير عوامل غير عقلانية مثل الإفراط في الثقة، التقليد الأعمى والتصورات الخاطئة على تشكيل الأسعار في السوق، وهو ما تجلّى في دراسات عديدة باسم اللاعقلانية في المالية السلوكية³، ويتجلى سلوك القطيع في أزمة الرهن العقاري بسبب التدليس المنهي عنه في شريعتنا، حيث سادت العديد من المخالفات في معاملات الأسواق المالية بسبب انتشار المعلومات الكاذبة، وافتعال شائعات لا أساس لها من الصحة بهدف إحداث تأثير معين على المتعاملين، والسعي إلى تحقيق مغنم وراء ذلك على غير وجه حق، حيث تنتشر إشاعات بأن سهم شركة ما سوف يحقق أرباحاً حتى يرتفع ثمنه، بهدف خلق طلب مفتعل، فيتجه المضاربون بشكل جماعي لشراء أسهمها، ومن ثم يرتفع ثمنه مؤقتاً فيقوم بعض المتعاملين بالبيع وبعد فترة وجيزة تظهر حقيقة

¹ رفيف يونس المصري، الأصول السامة، مقال منشور على الموقع: <http://www.kantakji.com> أطلع عليه بتاريخ (2016/10/29).

² Ricciardi VICTOR et SIMON Helen k: What is Behavioral Finance , Business Education Technology , Journal Fall , 2000, p: 02.

³ Philippe de Brouwer: La Finance Comportementale ou la Psychologie de l'investisseur , Finances vecteur Septembre 2001, p:14.

الإشاعة الكاذبة مما يضطر الجميع إلى بيع هذه الأسهم، فينخفض السعر مرة أخرى، مما يسبب ضررا على الاقتصاد القومي، وهذا من نماذج التدليس وأكل أموال الناس بالباطل المنهي عنه في شريعتنا، حيث يقول تعالى: ﴿تَدْمِينُ فَعَلْتُمْ مَا عَلَىٰ فُتُصِبِحُوا أَجْهَلًا قَوْمًا تُصِيبُوا أَنْ فَتَبَيَّنُوا بِنَبَأٍ فَاسِقٌ جَاءَ كُرْمًا مِّنْ أَمْنُوا الَّذِينَ يَتَأْتِيهَا﴾ (الحجرات 6) كما يؤدي سلوك القطيع إلى تعميق الهوة وزيادة الاختلال¹.

المبحث الثالث: تداعيات الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية والبدائل الشرعية عن مسيبتها

على المستوى العالمي تنامت المخاوف من آثار مشاكل سوق الإقراض العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية على استثمارات المؤسسات المالية والشركات في أنحاء العالم، لتؤدي إلى هبوط كبير في أسواق المال العالمية وسط عمليات بيع كبيرة، وتخلي المستثمرين الدوليين عن استثماراتهم المحفوفة بمخاطر أكبر، دافعين مؤشرات الأسهم القياسية الرئيسية إلى أدنى مستوياتها في سنوات عدة، إذ هرب المستثمرون من أسواق الأوراق المالية الأوروبية واتجهوا إلى سندات حكومية قصيرة الأجل، تمثل لهم ملاذا آمنا، متجاهلين في ذلك دعوات بعدم القلق مما أدى إلى خسائر في الأسواق المالية وخاصة الأوروبية والآسيوية²، لذلك سنحاول من خلال هذا المبحث التعرض لآثار أزمة الرهن العقاري على الأسواق المالية الغربية والعربية، ثم التطرق لأهم البدائل الشرعية عن مسببات أزمة الرهونات العقارية.

المطلب الأول: عالمية تأثير الأزمة المالية

يمكن توضيح آثار أزمة الرهن العقاري على المستوى العالمي من خلال النقاط التالية³:

- **تضرر القطاع المصرفي العالمي:** أدت أزمة الرهن العقاري إلى خسائر ضخمة وإفلاسات في العديد من البنوك حول العالم، وخاصة في آسيا وأوروبا، الأمر الذي دفع بالبنوك المركزية لضخ مزيد من الأموال في أسواق المال لتقليل حدة هذه الأزمة، فوجد على سبيل المثال أن بنك City Group أكبر البنوك المركزية من ناحية حجم الأصول قد تراجعت أرباحه الصافية بنحو 60% في الربع الثالث من العام 2007، من

¹ كمال رزيق وعبد السلام عقون، مرجع سابق، ص ص: 07-08.

² أحمد العثيم، أزمة الرهن العقاري الأمريكي وأثرها على أسواق المال، مقال منشور ضمن موقع التمويل الإسلامي:

<http://islamfin.go-forum.net>

³ للاطلاع راجع:

- يوسف اليوسف وآخرون، الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على أسواق المال والاقتصاد العربي، مجموعة أوراق تداعيات الأزمة المالية على الاقتصادات العربية، مركز دراسات الشرق الأوسط، الأردن، 2009، ص ص: 55-64.
- حسين عبد المطلب الأسرج، الأزمة الاقتصادية العالمية وسياسات مواجهتها في الدول العربية، بحث مقدم إلى: الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص ص: 11-15.
- زكريا شعباني، البنوك الإسلامية: الحل الأمثل لمشاكل الأزمات المالية "الأزمة المالية العالمية 2008 كمثال"، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد 02، جوان 2015، ص ص: 71-72.

الفصل الثاني..... الضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية والأزمة المالية العالمية

جهته أعلن بنك UBS السويسري في 1 أكتوبر أن خسائره تراوحت ما بين 600 و800 مليون فرنك بسبب أزمة الرهن العقاري.

● **تعرض سوق العمل إلى هزة كبيرة:** يوضح التقرير المعد من قبل منظمة العمل الدولية والصادر في شهر جانفي 2009 أن عدد العاطلين عن العمل في العالم قد يتراوح ما بين 30 إلى 50 مليون شخص بسبب تأثيرات أزمة الرهن العقاري، والتي أدت إلى تدهور الوضع المالي والإداري للشركات مما اضطرها للتخلي عن عدد كبير من موظفيها، كما حذر التقرير من زيادة حجم العاطلين عن العمل إذا ما استمرت الأزمة الاقتصادية دون علاج مناسب.

● **تباطؤ النمو الاقتصادي:** اتسمت الأزمة المالية العالمية 2008 بتباطؤ نمو الاقتصاد العالمي بشكل كبير مما أثر على العوائد والإيرادات المتحققة في الأسواق المتقدمة، الناشئة والنامية، الأمر الذي يتسبب في إحداث حالة من التراجع والتباطؤ في الاقتصاد العالمي، ويمكن توضيح النمو الحقيقي للنتائج المحلي الإجمالي لبعض مناطق الدول النامية مقارنة بين سنتي 2008 و 2009 من خلال الجدول التالي:

الجدول (2-3): النمو الحقيقي للنتائج المحلي الإجمالي لبعض مناطق الدول النامية مقارنة بين سنتي 2008 و 2009

المناطق	2008	2009
شرق آسيا والمحيط الهادي	8,8	6,7
أوروبا وآسيا الوسطى	6	3,5
أمريكا اللاتينية البحر الكاريبي	4,5	2,1
الشرق الأوسط وشمال إفريقيا	5,7	3,5
آسيا	6,3	5,4
إفريقيا جنوب الصحراء	5,4	4,6

المصدر: غزالي عماد، أزمات النظام المالي العالمي أسبابها وتكاليفها الاقتصادية مع إشارة خاصة للأزمة المالية العالمية لعام 2008، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد 02، سبتمبر 2014، ص: 46.

يمثل تراجع معدلات النمو الاقتصادي الحقيقي من خلال الجدول السابق تراجع الأداء الاقتصادي بمختلف القطاعات المالية والصناعية والزراعية، وحتى الخدمية وتنعكس آثاره اجتماعيا، فحسب أرقام الجدول فإن المناطق الأكثر تأثرا بالأزمة الاقتصادية منطقتي الشرق الأوسط وإفريقيا، وأيضا أمريكا اللاتينية، فحسب دراسات البنك العالمي فإن تراجع الناتج المحلي الإجمالي ب 1% سيترتب عنه تحوّل 20 مليون نسمة إلى دائرة الفقر، فارتفاع الأسعار

التي شهدتها المنتجات الغذائية نقلت 100 مليون نسمة إلى دائرة الفقر المطلق، وفي تصريح محافظ البنك الفيدرالي الأمريكي "بيرنانكي" في جويلية 2007 والذي وضّح من خلاله بأن الخسائر في الرهون العقارية ستتراوح بين 50 مليار و100 مليار دولار، ووفقا لتقرير الآفاق الاقتصادية العالمية 2009 الصادر عن البنك الدولي فإن الاقتصاد العالمي مرّ بمرحلة انتقالية بعد فترة طويلة من النمو القوي "الذي قاده البلدان النامية" إلى حالة بالغة من عدم اليقين والغموض من جزاء الآثار الشديدة التي ألحقتها أزمة الرهون العقارية، متوقعا انخفاض نمو إجمالي الناتج المحلي العالمي في نفس السنة.

- **تراجع دور الدولار:** ظهرت العديد من الأصوات المطالبة بديل للدولار كعملة احتياطي عالمي، وذلك لعدّة أسباب منها العجز المتزايد في الميزان التجاري الأمريكي وما انجر عنه من تراجع مستمر في قيمة الدولار، الذي بدأ مع مطلع الألفية الثالثة ولازال مستمر مع بعض التذبذبات الوقتية، فعلى سبيل المثال تراجعت قيمة الدولار أمام اليورو خلال الفترة ما بين 2002 وديسمبر 2004 بحوالي 37%. كما عمقت أزمة الرهن العقاري من عدم الثقة في الدولار، فقامت الكثير من الدول بإعادة حساباتها في الدولار كعملة احتياطي عالمي، حيث تراجع نصيب الدولار من الاحتياطيات الدولية من 71% إلى 66% خلال الفترة 1999-2006، وبسبب هذا العجز قامت العديد من الدول بالبحث عن بديل كريط عملاتها باليورو أو بسلة من العملات، أو بوحدة حقوق السحب الخاصة.
- **دخول العالم في ركود اقتصادي عميق:** أدت أزمة الرهن العقاري إلى حدوث ركود اقتصادي على المستوى العالمي، علما أن هذا الهبوط كان سريع ومفاجئ على نحو خاص في آسيا، فعلى سبيل المثال هبط حجم صادرات السلع من اليابان في جانفي 2009 بواقع 40% عن سنة 2008، وبلغ حجم الانكماش في الصين 30% وفي سنغافورة 25%، وبلغ هبوط الإنتاج الصناعي نسبا مماثلة في تلك البلدان، أمّا الاقتصاديات المحلية في البلدان النامية فقد تأثرت على نحو مباشر بأزمة الرهن العقاري، فتوقفت تدفقات رأس المال وانعكس اتجاهها وانهارت أسواق الأسهم فيها بصورة عامة، فتدهورت الأوضاع المالية وتوقف نمو الاستثمار في العديد من البلدان النامية، أمّا في أوروبا فقد انخفض الإنتاج الصناعي للاتحاد الأوروبي بـ 1,9% كما ارتفعت معدلات البطالة ففي بريطانيا ارتفع معدل البطالة ليصل إلى 904,900 حالة بزيادة ما يقارب بـ 31,500 في سنة 2008 وحدها، بينما كان الاقتصاد الإيرلندي أول الاقتصاديات الأوروبية التي تدخل في حالة كساد، حيث انخفض إجمالي الناتج المحلي بمقدار 1,5% وهو المعدل الأكثر انخفاضاً منذ سنة 1983.

- إعادة هيكلة المؤسسات الاقتصادية الدولية: لقد تنامت العديد من الأصوات المطالبة بإعادة هيكلة المؤسسات الاقتصادية الدولية خاصة بعد الآثار التي خلفتها أزمة الرهون العقارية، حيث أصبحت المنظمات الدولية أداة استعمارية تعمق التخلف والتبعية في الدول النامية، هذه الأخيرة "الدول النامية" والتي باستطاعتها علاج هذه الأزمة من خلال المساهمة بثرواتها، لذلك فإن أزمة الرهون العقارية أكدت ضرورة تصحيح الاختلالات العميقة التي تعاني منها هذه المنظمات، وإبعادها عن هيمنة الدول الغربية، وجعلها تكون معبرة في إدارتها وأجندتها وقراراتها وسياساتها عن آمال جميع الدول وآلامها، خاصة النامية منها.
- نهاية نظام القطب الواحد: لقد اتصف النظام العالمي الدولي بهيمنة دولة واحدة وهي الولايات المتحدة الأمريكية، منذ انتهاء الحرب الباردة، وسقوط المعسكر الاشتراكي بقيادة الاتحاد السوفياتي في التسعينات، وجاءت أزمة الرهن العقاري لتمثل مزيداً من الإضعاف للولايات المتحدة الأمريكية ومشروع الهيمنة الذي سارت فيه حتى الوقت الحاضر، حيث تعتبر هذه الأزمة فرصة لظهور قوى إقليمية كالصين والهند وروسيا واليابان وإيران، وهي كذلك فرصة لإحداث تصحيح في موازين القوى الممانعة في العالم العربي.

المطلب الثاني: أثر الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية

واجه الاقتصاد العالمي واحدة من أصعب الأزمات في تاريخه الحديث، إذ تعين عليه أن يتحمل في آن واحد التداعيات المتتالية للأزمة المالية العالمية والتي سرعان ما تحولت إلى أزمة اقتصادية، كان لها ارتداداتها السلبية على مختلف دول العالم وقطاعاته الاقتصادية العالمية، ومن هذه القطاعات قطاع الأسواق المالية، والذي شهد سلسلة اختيارات متتالية وقد قدرت وكالة بلومبيرج المالية التي تابعت أداء 89 سوقاً مالية حول العالم خسارة أسواق المال في عام 2008 بقرابة 30 تريليون دولار¹ حيث سنتطرق من خلال هذا المطلب لأهم تداعيات أزمة الرهون العقارية على الأسواق المالية بشقيها الغربية والعربية.

الفرع الأول: الأثر على الأسواق المالية الغربية

أثارت أزمة القروض العقارية عالية المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية، وتداعياتها التي تفاقمت في شهر سبتمبر 2008 فزعا داخل أسواق المال العالمية، وسط مخاوف من تكرار الأزمة المالية الآسيوية عام 1997، وآثارها السيئة على الاقتصاد العالمي، ولأن مصدر الأزمة هو أقوى اقتصاد في العالم فقد بادرت البنوك المركزية في العالم خاصة

¹ محمد محمود عبد الله يوسف، الأزمة المالية العالمية وآثارها على سوق العقارات في العالم العربي، مقال منشور على الموقع:

<http://www.cpas-egypt.com>، ص: 04.

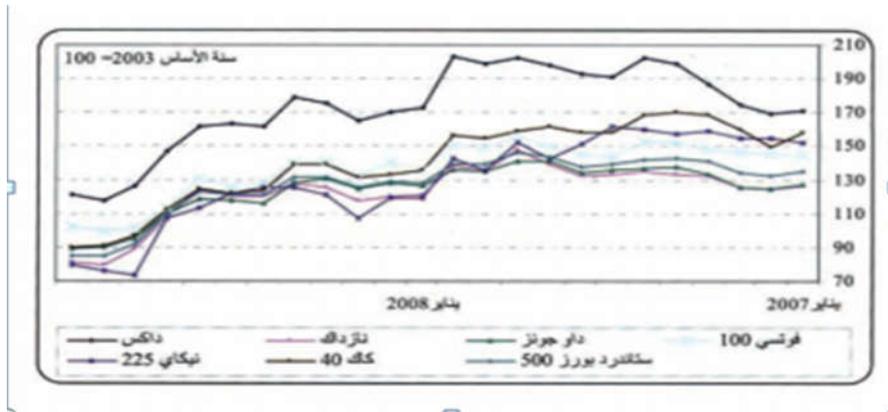
الفصل الثاني..... الضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية والأزمة المالية العالمية

في أوروبا وآسيا بضخ آلاف المليارات من الدولارات لمواجهة نقص السيولة الناجم عن خسائر المؤسسات المالية المقرضة، إضافة إلى تدخل الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بخفض سعر الخصم الأساسي.

ويأتي ذلك في الوقت الذي اجتمع فيه زعماء عشرين دولة، وهي الدول الصناعية السبع الكبرى وعدد من الدول ذات الاقتصادات الصاعدة في واشنطن بتاريخ 15 نوفمبر 2008، لبحث تداعيات أزمة الرهونات العقارية، حيث حاول القادة المشاركون في قمة واشنطن وضع أسس الإصلاح اللازمة والحلول المناسبة لحل الأزمة، إلا أن المهمة "أكبر بكثير" من أن يتم معالجتها في قمة واحدة، على حد وصف الرئيس الأمريكي السابق "جورج بوش"¹

أدت أزمة الرهن العقاري إلى تفشي نوع من عدم الاستقرار والتذبذب في الأسواق المالية العالمية، وحالة من الخوف الشديد في أوساط المستثمرين بشأن مستقبل الاقتصاد والاستثمار، دفعت بالكثيرين منهم إلى عدم الرغبة في تحمل المخاطر، والبحث عن استثمارات آمنة في قطاعات أخرى²، حيث أنه وبعد تحقيق أسواق المال الدولية أداء جيد خلال السنوات ما قبل الأزمة باستثناء الفترة 2000-2002 انتشرت الأزمة تدريجياً إلى الأسواق الأوروبية والآسيوية بداية، حيث تزامن هبوط مؤشرات أسواق المال الدولية في أوروبا وآسيا منذ أواخر العام 2007 مع تهاوي مؤشرات أسواق المال الأمريكية، وهو ما يتضح من خلال الشكل التالي:

الشكل (2-21): هبوط مؤشرات أداء الأسواق الدولية منذ أواخر 2007



المصدر: إبراهيم عاكوم، أسواق الأوراق المالية العربية، انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية، مجلة دراسات اقتصادية، صندوق النقد العربي، الدائرة الاقتصادية والفنية، العدد 09، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 08.

¹ محمد الفتح عبد الوهاب العنبي، أثر الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد السوداني، مقال منشور على الموقع: <http://www.ahewaro.org>

ص: 01.

² توهامي إبراهيم وصلاح حواس، تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية وضرورة إعادة بناء النظام المالي العالمي، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 20-أ، ص: 07.

تمددت الآثار السلبية للأزمة إلى الدول الأوروبية، حيث أعلن رسمياً أن دول منطقة اليورو دخلت مرحلة الركود الاقتصادي، بعد أن أظهرت بيانات رسمية حدوث انكماش اقتصادي بنسبة 0,2% في الربع الثالث من عام 2008، ويأتي ذلك استمراراً لحالة التراجع التي شهدتها دول المنطقة الـ 15 في الربع الثاني من أبريل، جوان 2008، حيث قدر هذا الانكماش بنسبة 0,2%، وكان هذا الإعلان متوقفاً بعد التأكيد رسمياً على دخول الاقتصادين الألماني والإيطالي، وهما ضمن أكبر اقتصادات منطقة اليورو مرحلة الركود¹.

الفرع الثاني: الأثر على الأسواق المالية العربية²

بطبيعة الحال طاولت الأزمة اقتصاديات المنطقة العربية وأسواقها المالية، خاصة تلك الدول الأكثر انفتاحاً على تدفقات رؤوس الأموال والتجارة الدولية، حيث تباينت القنوات الرئيسية التي امتدت تأثيرات الأزمة من خلالها إلى الدول العربية، وذلك بحسب طبيعة اقتصاداتها ودرجة انفتاحها وارتباطها بالاقتصاد العالمي، وأدت الأزمة إلى تباطؤ في معدلات النمو الاقتصادية لدول المنطقة، وشح في السيولة والائتمان المصرفي، وخروج رؤوس أموال كبيرة من القطاع المالي العربي وخسائر جمة لاستثمارات الأفراد والمؤسسات العربية في الخارج نتيجة انهيار أسعار الأصول المالية والعينية، وإلغاء بعض الدول لمشاريع تنموية وصرف عدد من المؤسسات لجزء من العاملين فيها، خاصة في القطاع المالي وقطاع العقارات والتشييد، وانخفاض أسعار الأسهم مما كبّد المستثمرين خسائر فادحة.

أولاً: قنوات التأثير

اختلفت تأثيرات أزمة الرهونات العقارية على أسواق المال العربية، وذلك بحسب درجة انفتاح هذه الأسواق على الاقتصادات العالمية، حيث يمكن تصنيف الدول العربية إلى ثلاث مجموعات كالتالي:

المجموعة الأولى: دول مجلس التعاون الخليجي " الإمارات، البحرين، السعودية، عمان، قطر، الكويت" وتتسم بأنظمة مالية وتجارية منفتحة وذات انكشاف عال على الأسواق المالية العالمية، حيث شهدت في الأعوام التي سبقت الأزمة طفرة في الموارد المالية الناجمة عن الزيادات الضخمة في الإيرادات النفطية والتدفقات الرأسمالية الأجنبية، لتمويل المشاريع الكبرى القائمة في عدد من هذه الدول، حيث أدى تفاقم الأزمة وتراجع الأسعار في أسواق النفط العالمية إلى تقلص الفوائض المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، كما تقلصت أيضاً السيولة النقدية لدى القطاع المصرفي وقطاع الأعمال، ويمكن توضيح تأثير دول مجلس التعاون الخليجي بأزمة الرهونات العقارية من خلال الشكل البياني التالي:

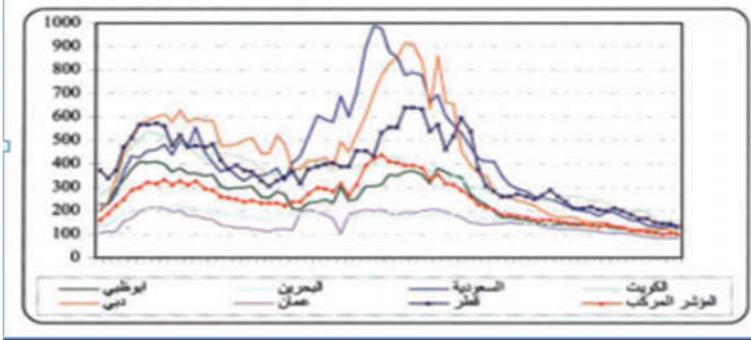
¹ محمد الفتاح عبد الوهاب العتيبي: مرجع سابق، ص: 01.

² للاطلاع راجع:

- جمال الدين زروق، الأزمة المالية العالمية وقنوات تأثيراتها على اقتصادات الدول العربية، مجلة دراسات اقتصادية، صندوق النقد العربي، الدائرة الاقتصادية والفنية، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2011، ص: 06-07.

- إبراهيم عاكوم: مرجع سابق، ص: 10-13.

الشكل (2-22): تأثير أزمة الرهونات العقارية على أسواق دول مجلس التعاون الخليجي



يشير الشكل البياني (2-22) إلى أن سوق الأسهم السعودي شهد انخفاضا قبل الأسواق العربية الرئيسية الأخرى وذلك في جانفي 2008، في حين بدأت الأسواق الأخرى مسلسل التراجع

من منتصف سنة 2008، وعلى الرغم من توفر

المصدر: إبراهيم عاكوم: مرجع سابق، ص: 13.

العديد من التصريحات بأنه لن تكون هناك تأثيرات تذكر على أسواق المنطقة ومستثمريها الأفراد، إلا أنه لوحظ أن مؤشرات الأسواق الرئيسية العربية شهدت انخفاضا حادا إذا ما قورن بالأسواق المالية المتقدمة، والتي كان من المفترض أن تنخفض مؤشراتها أكثر من غيرها كونها منبع الأزمة.

المجموعة الثانية: وتشمل كل من "الجزائر، السودان، ليبيا واليمن" تعتبر أسواق المال المحلية فيها غير مرتبطة ارتباطا مباشرا بالأسواق العالمية، إلا أن اقتصاداتها تعتمد على الإيرادات النفطية، وبالتالي فإن الطلب العالمي والأسعار العالمية للنفط تؤثر كثيرا على السياسة المالية المتبعة في هذه الدول والمسيرة للدورة الاقتصادية العالمية.

المجموعة الثالثة: تشمل كل من "الأردن، تونس، سوريا، لبنان، مصر، المغرب وموريتانيا" وهي دول يعتمد القطاع المصرفي والمالي فيها على موارد الإقراض المحلي، وبالتالي لا تتأثر اقتصاداتها بصورة مباشرة بالتقلبات في أسواق المال العالمية، غير أن الصدمات الخارجية تنتقل إلى اقتصاداتها من خلال ارتباطها التجاري الوثيق بأسواق الدول المتقدمة في الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة الأمريكية.

ثانيا: حدة التأثير

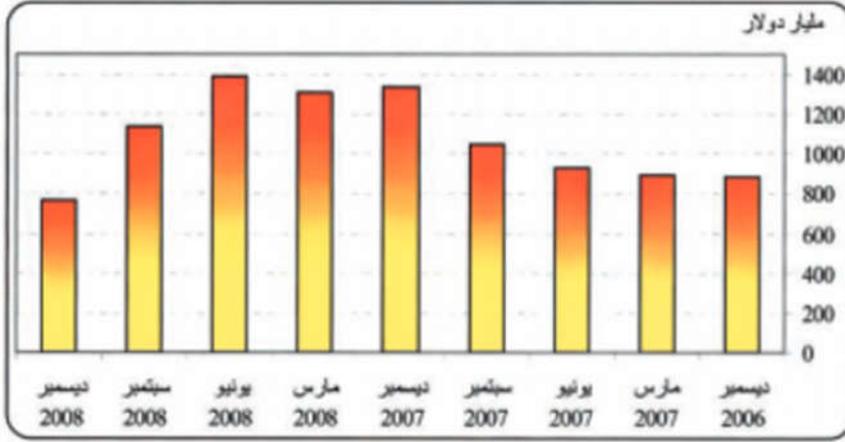
أثرت أزمة الرهونات العقارية على اقتصادات المنطقة العربية، فاجتاحت تأثيراتها معدلات النمو الاقتصادي العالمي والطلب الكلي، مستويات أسعار النفط، حجم عوائد استثمارات المنطقة في الأسواق العالمية وصافي تدفقات الاستثمار الأجنبي إلى أسواق المنطقة، سواء كانت استثمارات محافظ أو استثمارات خارجية مباشرة، إضافة إلى تدفقات رؤوس الأموال من قروض للقطاع الخاص أو مساعدات حكومية رسمية لدول المنطقة.

بدأت الانعكاسات السلبية تظهر على أداء الأسواق المالية العربية منذ منتصف عام 2008، حيث لوحظ بعض التحسن في أدائها، إلا أنه لم يستمر في ضوء تداعيات أزمة الرهونات العقارية، حيث تجاوزت أسواق المال

الفصل الثاني..... الضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية والأزمة المالية العالمية

العربية أسوأ بمشيلاتها العالمية، وهبطت إلى مستويات لم تشهدها منذ سنوات، والشكل البياني التالي يوضح تراجع القيمة السوقية للأسواق المالية العربية جزاء أزمة الرهونات العقارية .

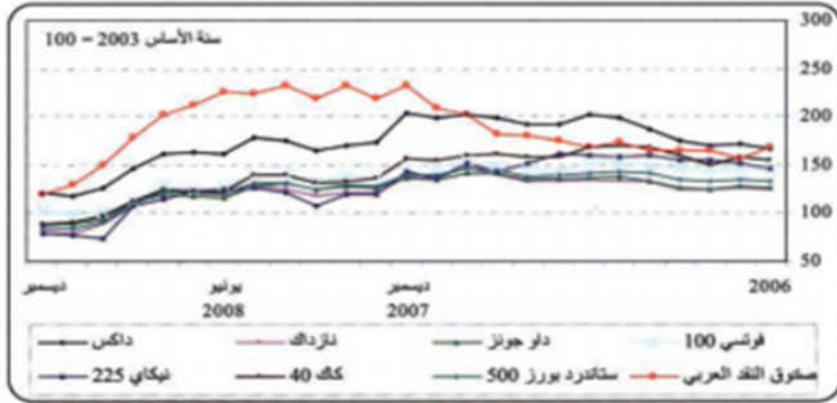
الشكل (2-23): تراجع القيمة السوقية للأسواق المالية العربية جزاء أزمة الرهونات العقارية



المصدر: إبراهيم عاكوم: مرجع سابق، ص: 12.

هبط إجمالي القيمة السوقية لهذه الأسواق إلى نحو 770 مليار دولار بنهاية العام 2008، حيث خسرت الأسواق نحو 569 مليار دولار خلال العام ككل، بعدما كانت ارتفعت القيمة السوقية بنحو 78 مليار خلال النصف الأول من سنة 2008.

ويعكس انخفاض المؤشر المركب لصندوق النقد العربي* تراجع أداء الأسواق العربية منذ بداية النصف الثاني من عام 2008، وما هو يوضحه الشكل التالي:



الشكل (2-24): تهاوي الأسواق المالية العربية جزاء أزمة الرهونات العقارية

المصدر: إبراهيم عاكوم، مرجع سابق، ص: 12.

* يشمل المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خمسة عشرة سوقا مشاركا في قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية لصندوق النقد العربي، وهي: بورصة عمان، سوق البحرين للأوراق المالية، بورصة الأوراق المالية بتونس، سوق الأسهم السعودي، سوق مسقط للأوراق المالية، سوق الكويت للأوراق المالية، بورصة بيروت، بورصتي القاهرة والإسكندرية، بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، سوق أبو ظبي للأوراق المالية، سوق دبي المالي، سوق الدوحة للأوراق المالية، سوق الخرطوم للأوراق المالية، بورصة الجزائر وسوق فلسطين للأوراق المالية.

المطلب الثالث: البدائل الشرعية عن مسببات الأزمة المالية العالمية

اهتم الباحثون الاقتصاديون المعاصرون بإيجاد بدائل إسلامية عن الأوراق المالية المحرّمة، وهو اهتمام قدّم فقد عقد المؤتمر الأول للاقتصاد الإسلامي سنة 1976 وتلته بعد ذلك عدّة دراسات تتناول موضوع البدائل الشرعية، وكان الهدف الأساسي لكل هذه الدراسات هو إيجاد حلول للأزمات المالية من منظور إسلامي في شكل عقود مالية تحكمها نصوص شرعية كبديل لمعاملتهم الربوية والتي يحكمها عقد القرض بفائدة، وهذه البدائل المالية الشرعية لها أركان وشروط وضوابط تحكمها ولا يمكن التنازل عنها أو تغييرها أو الالتفاف عليها، وإذا حدث هذا فإنها تصبح معاملات مالية فاسدة ولا تمت للمعاملات المالية الإسلامية بصلة، حيث اتجهت أنظار فقهاء الإسلام منذ زمن إلى إيجاد بدائل مطابقة للشرع في البنوك بديلا عن النظام التقليدي الربوي المخالف للشرعية الإسلامية، وذلك من خلال استحداث مجموعة بدائل بتخريج إسلامي، فالإقتصاد الإسلامي يقدم طوق النجاة للعالم وبالتالي يمكن للاقتصاديين المسلمين أن يقدموا للنظام المصرفي الغربي الحلول العملية المتمثلة في العديد من العقود المالية الشرعية لتكون بديلا لعقد القرض الربوي الذي يعتمدون عليه ويسبب لهم الأزمات المتكررة، وعليه يمكن التطرق للبدائل الشرعية عن مسببات أزمة الرهونات العقارية من خلال الفروع التالية:

الفرع الأول: المقترحات السابقة لإيجاد مؤشر مالي إسلامي بديل عن سعر الفائدة

وجدت عدّة دراسات اقترحت مؤشرا إسلاميا بديلا عن سعر الفائدة، وأبرز المحاولات العملية التي طبقت في عدد من الدول لإيجاد هذا المؤشر، يمكن تلخيصها حسب تسلسلها الزمني في الجدول التالي:

الجدول (2-4): المقترحات السابقة لإيجاد مؤشر مالي إسلامي بديل عن سعر الفائدة

المؤلف	المقترح
شحاتة (1978)	متوسط النسب المئوية للأرباح المتوقعة إلى رأس المال المستثمر
الجارحي (1981)	مؤشر معدّل العائد على الودائع المركزية قصيرة الأجل، وهو ما أسماه العام، وهذه الودائع هي حسابات استثمار يفتحها البنك المركزي لدى المصارف التجارية لتستثمرها في القطاع الإنتاجي.
الهوري (1982)	معدل العائد على أفضل استثمار بديل، يتصف بمواصفات المشروع تحت الدراسة من حيث

♦ إن حكمة الله تعالى اقتضت أن يوجد إلى جانب أي أمر محرّم بديل أو بدائل كثيرة تحقق الغرض بعيدا عن الأضرار التي تقترب بذلك المحرّم، فتحرّم الربا مقترن بتحليل البيع، حيث ذكر البديل قبل التحريم وذلك في قوله تعالى: " وأحلّ الله البيع وحرم الربا" (البقرة 275)، وتعتبر السندات "باعتبارها قروض ربوية" الوسيلة الأساسية للاستثمار في النظام الرأسمالي، بينما ألغى الإسلام القرض بفائدة كوسيلة من وسائل الاستثمار، وقدّم بدائل مناسبة عنه تقوم على قاعدة الغنم بالغرم، ويعتبر إيجاد البدائل من الضرورات الشرعية والاقتصادية وذلك لإخراج المسلمين من دائرة الربا المحرّم، ولجذب أموال المسلمين المحجمين عن التعامل في السندات المحرّمة للاستفادة منها في التنمية الاقتصادية، وتوجد صيغتان رئيسيتان للبدائل الشرعية؛ الأولى تتمثل في القرض الحسن، والثانية المشاركة في الربح والخسارة طبقا لقاعدة الغنم بالغرم، ويندرج تحت هذه القاعدة عدد غير محدود من الصيغ الإسلامية تتمثل في البيوع بأنواعها، الشركات بأنواعها والإيجارات بأنواعها، راجع: شعبان محمد إسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، (الطبعة 1، دار الفكر، دمشق، 2002)، ص ص: 155-156.

الشرعية والأولوية الإسلامية ودرجة المخاطرة. معدل العائد المتوقع على الاستثمار الحقيقي.	Zarqa (1983)
وسط المعدل المتوقع مقدرا بأوزان نسبية لعوائد الاستثمارات المشيئة التي تتصف بدرجة المخاطرة نفسها للمشروع تحت الدراسة.	الإيجي (1985)
معدل العائد على الاستثمار للمشروعات التي تتصف بدرجة المخاطرة نفسها، والذي يمكن حسابه من بيانات السوق المالية باستخدام نظرية (q) لتوبن Tobin's Théorie	Mira Khor (1996)
قدّم ثلاث مقترحات وهي حسب الأولوية: (1) معدل العائد على الصكوك والسندات الحكومية وشبه الحكومية ذات السيولة العالية التي تتميز بقلّة المخاطر مع قابليتها للبيع في السوق الثانوية، (2) معدل العائد على أسواق الأسهم العالمية التي تتميز بالمخاطرة المتدنية وارتفاع السيولة كمؤشر داو جونز، (3) معدل العائد على الصناديق والمحافظ التي تكون منخفضة المخاطرة وذات سيولة عالية.	الزامل (2007)
معدل لربحية تمويل البيوع الآجلة يعتمد على: نسبة الزكاة، معدل مخاطر الصناعة، معدل مخاطر العميل، معدل مخاطر الصنّاعة، تكلفة البنك.	البلتاجي (2007)
معدل يعتمد على: نسبة الزكاة، نسبة التضخم المتوقعة وعلاوة المخاطرة.	القطان (2007)

المصدر: محمد بن إبراهيم السحيباني، آلية تحديد معدلات ليبور، وإمكانية الاستفادة منها لحساب مؤشرات مالية إسلامية، مجلة جامعة الإمام، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، ص: 19.

يتضح من خلال المقترحات السابقة لمعدل الفائدة "المبينة في الجدول أعلاه" أنها تتنوع من حيث الهدف؛ فمنها ما يهدف إلى إيجاد معدل يعكس تكلفة الفرصة البديلة لقرارات الاستثمار، ومنها ما يهدف إلى إيجاد مؤشر يمكن استخدامه في تسعير المنتجات الإسلامية، ومنها ما يهدف إلى إيجاد متغير بديل عن سعر الفائدة؛ يمكن البنك المركزي من استخدامه في إدارة السياسة النقدية.

في المقابل طوّرت بعض الدول الإسلامية سوق نقدي بين البنوك يتم فيه تنفيذ عمليات السوق المفتوحة من قبل البنك المركزي عن طريق استحداث أوراق مالية حكومية بديلة عن السندات وأذون الخزانة ذات مؤشرات للربحية، ولعل أبرز التجارب في هذا المجال التجربة الماليزية والسودانية، حيث عمدت ماليزيا إلى إقامة أول سوق نقدي إسلامي عام 1994، كما قام البنك المركزي في السودان بتطوير سوق النقد الإسلامي من خلال إصدار مجموعة من شهادات المشاركة، مثل شهادات مشاركة الحكومة شهامة، ومشاركة البنك المركزي شمم، وشهادات إجارة البنك

المركزي شهاب وقد اعتمدت التجربة السودانية على أساليب شرعية خالية من المخالفات ولكنها لا تزال بحاجة إلى مزيد من الدراسة¹.

الفرع الثاني: بدائل معدل الفائدة²

أولاً: عائد الربح في عقود الاتجار

ويشمل كل من :

- **العائد في المراجعة البسيطة:** يقوم البائع في المراجعة البسيطة ببيع سلعة يمتلكها، ويكسب عن هذه العملية ربحاً معيناً من إجمالي المبلغ الذي تكلفه للحصول على السلعة، والمتمثل في ثمن السلعة مضافاً إليه مصاريفها، وبناءً عليه يمكن اعتماد المعادلة الآتية في تحديد ثمن السلعة المباعة من خلال عقد المراجعة البسيطة:

ثمن بيع السلعة = ثمن شراء السلعة + إجمالي المصاريف + هامش الربح أو مبلغه

هذا النوع من المراجعة نادر التطبيق في المصارف الإسلامية، وإن طبقت فإنه يتم من خلال بيع المراجعة الآجل، حيث يكون السعر مقسماً لعدة آجال ويكون معدل الربح فيه أكبر من معدل الربح فيما لو تمت المراجعة نقداً وهذا الأمر مشروع، لأن للزمن قيمة مالية في المبادلات التجارية التي لا تحتوي على الأموال الربوية.

- **العائد في المضاربة:** يتحدد العائد في تسعيرة المضاربة من خلال قيام البنك الإسلامي بتحديد الحصة الشائعة من الربح، بناءً على معدل العائد الذي يرغب بتحقيقه، بحيث تحقق الأرباح التي يتوقع البنك الحصول عليها من تمويل المضاربة معدل العائد المستهدف، حيث يحسب العائد في المضاربة من خلال:

معدل العائد السنوي المستهدف على الاستثمار = (الربح السنوي المتوقع × حصة البنك) / رأس مال المضاربة

- **عائد عقد السلم:** يعد الربح الناتج من عقد السلم هو الدافع الرئيس للتعامل بهذا العقد، والذي يمكن أن يسهم في تمويل القطاعات الاقتصادية التي تعاني من أزمات اقتصادية ويخرجها بالتالي من أزمتها، كما يمكن أن يسهم في تمويل التجارة الداخلية والخارجية، الأمر الذي يترك آثاراً إيجابية على النشاط الاقتصادي ككل.

- **العائد في المشاركة المتناقصة:** يحسب العائد في تمويل المشاركة المتناقصة من خلال:

¹ محمد بن إبراهيم السحبياني، آلية تحديد معدلات لبيور وإمكانية الاستفادة منها لحساب مؤشرات مالية إسلامية، مجلة جامعة الإمام، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، ص: 19.

² للاطلاع راجع :

- حسن محمد الرفاعي، بدائل معدل الفائدة في الاقتصاد الإسلامي ودورها في إدارة الأزمة الاقتصادية العالمية، الأسس النظرية وتطبيقاتها في المصارف الإسلامية، بحث مقدم إلى: مؤتمر كلية العلوم الإدارية الدولي الرابع في جامعة الكويت: الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، 15-16 ديسمبر 2010، ص: 21-22.

- محمد القطان، نحو بديل شرعي لآليات أسعار الفائدة، ندوة الأسواق المالية الإسلامية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، البنك الإسلامي للتنمية، متوفر على الموقع: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/10> ص: 36-39.

معدل العائد المستهدف = (حصة البنك × الربح المتوقع من المشروع) / (رأس مال المشاركة) / (عدد سنوات المشروع المتوقع)

ثانياً: عائد الإجارة¹

في الإجارة يستحق الأجرة رب الشيء أو العمل المؤجر، فالأجرة هي إذا مثل الربح تستحق بالعمل أو بالملك كما يستحق الربح بأي واحد منهما، وكما هو معلوم أن الربح بطبيعته غير معلوم وغير محدد مسبقاً، أما الأجرة فلا تصح إلا معلومة ومحددة مسبقاً وعلى منفعة معلومة محددة أيضاً.

ويشترط في العين المؤجرة أن تكون مما يصح الانتفاع بها مع بقاء عينها، أي بقائها زمناً طويلاً بالنسبة لمدة عقد الإجارة، فالأجرة بالنسبة لمالك العين المؤجرة هي كسب محدد معلوم على ملكه يستحق ببيع منفعة محددة للعين المملوكة، فالمالك المؤجر يملك ويتحمل المخاطر ويبيع منافع ما يملك، فهو يمارس كل أعمال البائع ويستحق كسباً مشابهاً لكسبه.

الفرع الثالث: بدائل يقوم أساسها الفقهي على المضاربة

عرض الباحثون العديد من الصيغ البديلة والتي يقوم أساسها الفقهي على المضاربة، نذكر منها بإيجاز:

أولاً: سندات المقارضة

هي صكوك اقترحت من قبل الدكتور سامي حمود بديلاً عن سندات القرض بفائدة للبنك الإسلامي في الأردن وذلك سنة 1987²، تعرف على أنها³: "أداة استثمارية تقوم على تجزأة رأس مال القراض "المضاربة" بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه، ويفضل تسمية هذه الأداة الاستثمارية "صكوك المقارضة"، والصورة المقبولة شرعاً لسندات المقارضة بوجه عام لا بد أن تتوفر فيها العناصر التالية:

- أن يمثل الصك ملكية حصة شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته وترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقدره شرعاً للمالك في ملكه من بيع وهبة ورهن وإرث وغيرها، مع ملاحظة أن الصكوك تمثل رأس مال المضاربة؛

¹ منذر قحف، مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي تحليل فقهي واقتصادي، مرجع سابق، ص: 37.

² بن الصيف محمد عدنان وربيح المسعود، أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية، بحث مقدم إلى: الملتقى الدولي الأول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، متوفر على الموقع: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2011/03> ص: 10.

³ أحكام عامة لسندات المقارضة، منظمة المؤتمر الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي، قرارات وتوصيات مجلس مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الأولى حتى الدورة الثامنة، قرار رقم 05.

الفصل الثاني..... الضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية والأزمة المالية العالمية

- لا بد أن تشمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعا في عقد القراض "المضاربة" من حيث بيان معلومية رأس المال وتوزيع الربح مع بيان الشروط الخاصة بذلك الإصدار على أن تتفق جميع الشروط مع الأحكام الشرعية؛
 - أن تكون صكوك المقارضة قابلة للتداول بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب؛
 - أن من يتلقى حصيلة الاكتتاب في الصكوك لاستثمارها وإقامة المشروع بها، هو المضارب أي عامل المضاربة، ولا يملك من المشروع إلا بمقدار ما قد يسهم به بشراء بعض الصكوك فهو رب مال بما أسهم به، بالإضافة إلى أن المضارب شريك في الربح بعد تحققه بنسبة الحصة المحددة له في نشرة الإصدار.
- بعد استعراضنا لمفهوم سندات المقارضة يمكن تقديم نموذج مقارنة لوضعية التمويل بسندات ربوية ذات فوائد ثابتة وسندات مضاربة شرعية "كبدائل" بنسبة الأرباح 50% كما يلي:

الجدول (2-5): نموذج مقارنة بين سندات بفائدة وسندات المقارضة

المضارب	وضعية رب المال	وضعية المقرض	المقترض (قرض بفائدة 10%)	مستوى الأرباح المقترض
خسارة الجهد فقط	5% خسارة	10% فائدة	دفع 10% فائدة 5 % خسارة / 15% خسارة	عند مستوى 5% خسارة
خسارة الجهد فقط	لا ربح ولا خسارة	10% فائدة ثابتة	دفع 10% فائدة (أي خسارة 10%)	عند مستوى صفر أرباح
5% ربح	5% ربح	=	دفع 10% فائدة أخذ 10% ربح صفر ربح	عند مستوى 10% ربح
15% ربح	15% ربح	=	دفع 10% فائدة أخذ 30% ربح 20% ربح	عند مستوى 30% ربح

المصدر: شعبان محمد إسلام البروراي، مرجع سابق، ص: 161.

ثانيا: شهادات الاستثمار الإسلامي¹

تقوم هذه الشهادات على أحكام المضاربة في شكلها وجوهرها، ففي هذا النوع يكون أصحاب الودائع أو الشهادات هم أرباب المال، وتقوم الجهة المصدرة بدور المضارب مع الاتفاق على نسبة الربح وتحمل رب المال

¹ شعبان محمد إسلام البروراي، مرجع سابق، ص: 161.

الخسارة والمضارب يخسر عمله، تصدرها المصارف والمؤسسات المالية ولا يقل أجلها عن عام، أو مضاعفات العام وهي نوعان: شهادات الاستثمار المخصص وشهادات الاستثمار العام.

ثالثا: صكوك المشاركة¹

عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب في إنشاء مشروع استثماري، وتصبح موجودات المشروع ملكا لحملة الصكوك، وتدار الصكوك على أساس عقد المشاركات بتعيين أحد الشركاء لإدارتها بصيغة الوكالة بالاستثمار.

ولصكوك المشاركة العديد من الأنواع كصكوك المشاركة المستمرة والمؤقتة وصكوك المشاركة في مشروع معين والإدارة لمصدرها، وصكوك المشاركة في مشروع معين تكون الإدارة لجهة أخرى.

المصدر لهذه الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين، والمكتتبون هم الشركاء في عقد المشاركة وحصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأس مال المشاركة، ويملك حملة الصكوك موجودات الشركة بغنمها وغرمها.

رابعا: صكوك الإيجار²

عبارة عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصة شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات في مشروع استثماري يدر دخلا، والغرض منها تحويل الأعيان والمنافع والخدمات التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية بصكوك للتداول في الأسواق الثانوية، وتنقسم صكوك الإجارة إلى ثلاثة أنواع رئيسية تتمثل في : صكوك ملكية الموجودات "الأعيان"، صكوك ملكية المنافع، صكوك ملكية الخدمات، كما يتم توزيع عائد الإجارة على الملاك حسب حصص ملكيتهم، وهي قابلة للتداول.

خامسا: صكوك المزارعة

هي التي يمثل الصك فيها ملكية مشاعة لأرض زراعية مرتبطة بعقد مزارعة مع شركة للإنتاج الزراعي، تحدد فيه حقوق والتزامات الطرفين، حيث تقوم هذه الشركة بشراء مجموعة من الأراضي وتكفل بشراء البذور معها من جهة، وتجهيزها بالأدوات من جهة أخرى، ثم تطرح صكوك المزارعة بقيمة الأرض وتجهيزاتها³.

فيما سبق كانت إشارات سريعة وموجزة إلى البدائل الشرعية للسندات، تبين من خلالها قدرة البديل الإسلامي على تنظيم وتداول الأسهم والسندات "الشرعية" المعروضة للبيع، مما يمكن المساهم أو صاحب وديعة

¹ نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية -البحرين-، مجلة الباحث، العدد 09، 2011، ص: 256.

² قرومي حميد، صناعة الصكوك الإسلامية واقع وأفاق، بحث مقدم إلى: الملتقى الدولي الثالث حول: المالية الإسلامية: دور المالية الإسلامية في التنمية الاقتصادية والاجتماعية " الصكوك الإسلامية والصكوك الوقفية"، صفاقس، تونس، 16-17 جوان 2014، ص: 04.

³ بن الضيف محمد عدنان وربيع المسعود، مرجع سابق، ص: 10.

الاستثمار المرتبطة بمشروع محدد من أن يحوّل أسهمه أو وديعته إلى سيولة متى احتاج إلى ذلك، وكذلك تمكن أصحاب الأموال السائلة الراغبين في الاستثمار أن يستثمروها في مشروعات يتوقعون ربحها دون الوقوع في الربا "أكلا ومؤكلا"¹.

الفرع الرابع: القرض الحسن بديل عن القرض الربوي

القرض الحسن هو أسلوب يشابه نظام الاقتراض في البنوك التقليدية من حيث أنه دين يلتزم المقرض بسداده للبنك، ولكن يختلف عنه في أنه يكون قرضا حسنا؛ أي بدون فوائد، ومن ثم فإن تمويل التجارة الخارجية في النظام المصرفي الإسلامي لا يمنع من قيام البنوك بمنح قروض بدون فوائد لتمويل التجارة الخارجية وغيرها من الأنشطة الاقتصادية، لاسيما بالنسبة للسلع الضرورية التي تهم المسلمين وترتبط ارتباطا عضويا بحياتهم من مأكّل وملبس وغيرها، بل أن هذه القروض تكون أحيانا لازمة ولا بد منها، وتأخذ حكم الواجب في حالات معينة².

إذا كان التمويل يقوم على القرض الحسن، فإن القروض تكون في هذه الحالة غير مربحة، ولكن المقرض مطالب على أية حال بتسديد القرض، وحيث أن المقرض لا يدفع فائدة للمقرض، فإن دخل المقرض لا يرتفع وكذلك الحال بالنسبة لمستوى استهلاكه، وهذا يكسر دائرة الاقتراض والاستهلاك الذي تحدث مع الربا، ومن هنا نلاحظ أن القروض الحسنة تساعد في سد الفجوة الاستهلاكية دون الإضرار بالمقرضين من خلال تسريع نمو الديون³، حيث يجرّم على المقرض أن يستفيد لقاء إقراضه المال للغير لذلك ليس للقرض الحسن أرباحا مباشرة للدائن، لكن أرباحه تتمثل بمزايا اجتماعية يستفيد منها المجتمع عموما، لذلك هو من جنس التبرعات؛ أي أنه تبرع بمنفعة الشيء المقرض دون مقابل، أمّا المقرض فمن الطبيعي أن يستفيد من القرض⁴.

الفرع الخامس: المنح كبديل عن البيوع المحرّمة

يتوجب العمل على ترك الاقتصاد الوهمي القائم على المديونية، البيع الوهمي، بيع الجهالة، وجميع أنواع البيوع المحرّمة واستبدالها بالمنح بمختلف أشكالها⁵:

أولا: المنح الإنتاجية

هي بديل للقروض الإنتاجية القائمة على الفائدة الربوية، وهذه المنح تعتمد على نظام المشاركة حيث يساهم البنك برأس المال، ويساهم المستثمر بالجهد، ويشترط أن تكون المشاركة في الربح والخسارة، وفق مبدأ "الغنم بالغرم" ويعتمد البنك على لجنة علمية متخصصة لدراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع، بغية ضمان نجاحه وتجنب الخسارة.

¹ شعبان محمد إسلام البروراي، مرجع سابق، ص: 162.

² محمود حامد محمود عبد الرزاق، بحوث في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2013، ص: 22.

³ سامي بن إبراهيم السويلم، الاقتصاد الإسلامي في عالم مركب دراسة استطلاعية باستخدام المحاكاة على مستوى الوحدة، مرجع سابق، ص: 96.

⁴ سامر مظهر قنطقجي، فقه الابتكار المالي بين التثبّت والتهافت أصوله، قواعده ومعاييرها، مرجع سابق، ص: 73.

⁵ محمد أبو خليف، أسباب الأزمة الاقتصادية العالمية والحل الإسلامي، مرجع سابق، ص: 02.

ثانيا: المنح الاستهلاكية

هذه المنح تحل محل القروض الاستهلاكية الربوية، حيث تهدف القروض الاستهلاكية في العادة لتمويل مشاريع استهلاكية كبناء مسكن، شراء سيارة وغيرها، ومن أهم مميزاتا أنها محدودة الفائدة والأجل أما المنح الاستهلاكية فهي تتم من خلال قيام البنك الإسلامي بشراء أو بناء وحدات سكنية مختلفة، أو التعاقد مع شركات صناعة السيارات، وبعد أن يتمكن منها البنك يقوم ببيعها للمستهلكين بالتقسيط وبالربح، المتفق عليه، أو أن يقوم البنك بتخصيص قطاع خيري للتبرعات أو المدينين ولو بمبالغ رمزية، ثم يقوم البنك بإقراضها إلى ذوي الدخل المحدود والمضطرين بدون فائدة، مع التأكيد على وجوب أن تقتصر المنح الاستهلاكية على الحاجات الضرورية.

الفرع السادس: مبدأ إنظار المعسر¹

يقوم النظام المالي والاقتصادي الإسلامي على مبدأ التيسير على المقترض الذي لا يستطيع سداد الدين لأسباب قهريّة، حيث لم يكتف القرآن الكريم بتشديد التنكير على الربا، بل أتبع ذلك في السورة نفسها بإيجاب إنظار المعسر* في قوله تعالى: ﴿مَيْسَرَةٌ إِلَىٰ فَظْرَةٍ عُسْرٌ ذُو كَانَ وَإِنْ﴾ (البقرة 280)، حيث يعتبر مبدأ إنظار المعسر فريضة واجبة لا تقتصر أهميته على القيمة الأخلاقية والإنسانية التي يجسدها، بل يؤدي وظيفة اقتصادية هامة ربما لم تكن أكثر وضوحا قبل الأزمة التي مرّ بها العالم مؤخرا.

ويتضح مبدأ إنظار المعسر من خلال شرح مطل الموسر؛ فإذا كان القرض مؤجلا فلا بد للمقترض من أن يبادر إلى تسديد القرض عند حلول أجله، وإذا كان القرض حالا فعلى المقترض أن يبادر إلى تسديد القرض فور إمكانه، وإلا اعتبر مماطلا ظالما، لقوله صلّى الله عليه وسلم: "مطل الغني ظلم" -متفق عليه-، ولقوله أيضا: "ليّ الواجد يحل عرضه وعقوبته"¹ - رواه الخمسة إلا الترمذي-، وإذا كان القرض مؤجلا أو كان حالا وطال المقرض به، فكان المقترض معسرا، فيندب المقرض إلى إنظاره والوضع عنه، وهكذا يستحب للمقرض أن يكون سمحا منظرا، ويحرم على المقترض أن يكون مطولا مماطلا، وإلا تعرّض للحجر عليه وبيع ماله قضاء لدينه.

¹ راجع:

- سامي بن إبراهيم السويلم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص ص: 113-115.
 - صالح صالح وعبد الحليم غربي، كفاءة صيغ وأساليب التمويل الإسلامي في احتواء الأزمات والتقلبات الدورية، مرجع سابق، ص ص: 18-19.
 - جمعة محمود عبّاد، مرجع سابق، ص: 17.
 - رفيق يونس المصري، بحوث في فقه المعاملات المالية، الطبعة 2، دار المكتبي، سوريا، دمشق، 2009، ص: 86.
- * المعسر هو المدين الذي لا يجد لديه ما يوفي به دينه، بل هو المدين الذي تبايع أملاكه ولو كانت السوق كاسدة، والأسعار غير ملائمة لوفاء دينه ولا تترك له إلا قوته وثيابه الضرورية، فهو المفلس الذي غرق في ديونه، ولم تعد تفي بها موجوداته "المتوقف عن الدفع"، وتجدر الإشارة إلى أن بعض القوانين الوضعية تطلق لفظ المفلس على التاجر الذي يتوقف عن دفع ديونه التجارية، ولفظ المعسر على غير التاجر الذي يتعذر عليه وفاء ديونه، وبهذا يميزون بين الإفلاس Faillite والإعسار Déconfiture، فالأول تجاري والثاني مدني، وإن كان معناه في الأصل واحدا، وهو العجز عن وفاء الدين، ولا بد من الإشارة إلى أن وجوب نظرة المعسر يجب أن لا تقتصر بأي ربا " ربا النظرة أو ربا النسينة".

حيث أكد علماء وخبراء النظام المالي والاقتصادي الوضعي أن من أسباب الأزمة توقف المدين عن السداد وقيام الدائن برفع سعر الفائدة، أو تدوير القرض بفائدة أعلى أو تنفيذ الرهن على المدين وتشريده وطرده، وهذا يقود إلى أزمة اجتماعية وإنسانية تسبب العديد من المشكلات النفسية، الاقتصادية والسياسية.

فإذا كانت الأزمات الدورية تنشأ من التساهل في إقراض ذوي الملاءة المنخفضة الذين يتوقع إعسارهم أكثر من غيرهم، فإن تطبيق مبدأ إنظار المعسر يمكن أن يحول دون التوسع في إقراض هذه الفئة ومن ثم يقلل من احتمالات الانهيار من البداية.

ويمكن إسقاط مبدأ إنظار المعسر على أزمة الرهن العقاري، من خلال ملاحظة أنها بدأت مع تعثر المقترضين من ذوي الملاءة المنخفضة ما أدى إلى تراجع تمويل القروض العقارية، ومن ثم تراجع في أسعار العقار، مما فاقم من مشكلة التعثر وأدى إلى سلسلة من الإخفاقات في المؤسسات المالية والمصرفية، ثم انتقلت العدوى إلى بقية دول العالم، فإذا كان الانهيار ابتداءً من تعثر السداد، فإن من أهم عوامل تطويق الأزمة ومحاصرة تداعياتها هو إنظار المعسرين.

إن تطبيق هذا المبدأ خلال أزمة الرهن العقاري من شأنه أن يطوِّق تداعيات انهيار السوق، لأنه يحفظ أسعار العقار من الهبوط أو على الأقل يقلل من سرعة انخفاضها، وهذا يحقق مصلحة الدائن والمدين معاً، فالمدين ينتفع بالإمهال، في حين يحتفظ الدائن بقيمة أصوله متماسكة، مما يقلل من احتمالات الإفلاس والانهيار.

المطلب الرابع: الالتزام بالضوابط الشرعية يقي من الأزمات المالية

تقوم الصناعة المالية الإسلامية على مجموعة من القواعد والضوابط التي تقي من الأزمات المالية المختلفة، والتي يتعرض لها الاقتصاد باستمرار، ويظهر ذلك من خلال مايلي:

الفرع الأول: الالتزام بالأخلاق في المعاملات

إن الأخلاق في الإسلام تختلف عن غيرها من الأخلاق لدى الفلسفات المختلفة، فهي ليست من نتاج الفكر البشري، وإنما تعتمد في أساسها ومصدرها على القرآن الكريم والسنة النبوية الشريفة، فالالتزام بالأخلاق الحميدة في تصرفات المسلم ومعاملاته المالية المختلفة تنطلق من إيمان راسخ وعقيدة ثابتة قوامها طاعة الله عز وجل والافتداء برسوله صلّى الله عليه وسلم، ومن هنا تستند الأخلاق الإسلامية وترتبط بالعقيدة والعبادات، وهي بدورها

تؤثر في السلوك والتصرفات والمعاملات فهي حلقة وسطى بينهما جميعاً¹، حيث نظّم الإسلام العلاقة بين الناس تنظيمًا دقيقًا من خلال منظومة القيم والأخلاق التي حثّ عليها الإسلام وأمر بها، ومنها الأمانة والصدق والتعاون والتيسير، ومن ذلك ما جاء في حديث النبي صلّى الله عليه وسلّم: (أدّ الأمانة إلى من ائتمنك ولا تخن من خانك) وفيه تعزيز للاستقرار الاقتصادي وثقة المستهلك بعناصر الإنتاج المختلفة دون تعدّ أو ظلم، وأمّا مبدأ التيسير على المقترض فيقول فيه تبارك وتعالى:

{مَيْسِرَةٌ إِلَىٰ فَئِزَةٍ عُسْرَةٌ ذُو كَارٍ وَإِن} (البقرة 280)، ولو طبقت هذه الآية على العلاقة بين الدائن والمدين لما عجز المدين عن قضاء دينه ولو بعد حين، ولما تولد عن الدين ديونا جديدة وازدادت حدّة الأزمات المالية².

الفرع الثاني: منع الغش والتدليس

المراد بالغش في الشرع كل ما خالف الحقيقة التي يريدتها الطرف الثاني، والطرف الأول يعرف أنه مغشوش وغير صحيح، وقد اشتهر الغش عند الناس في الشراء والبيع والمعاملات المالية وغيرها، والمراد بالتدليس إخفاء العيوب فالتدليس في البيع هو كتمان عيب السلعة عن المشتري، وكلاهما حرام لقوله -صلّى الله عليه وسلم- "البيعان بالخيار ما لم يتفرقا، فإن صدقا وبينا بورك لهما في بيعهما وإن كذبا وكتما محقت بركة بيعهما"، وقد توعّد الله الغاش في الكيل والميزان بالعذاب يوم الحساب، فقال تعالى: "ويل للمطففين" فالغش والتدليس والاحتيال بكافة صوره وأنواعه وطرقه المختلفة ظلم للآخرين وأكل لحقوقهم بالباطل، كما أن له آثار مدمرة على الأفراد والاقتصاد³.

الفرع الثالث: تحريم العقود الوهمية

أي تحريم العقود الوهمية القائمة على الجهالة والغرر، كالمشتقات المالية وعقود المستقبلات والخيارات وصناديق التحوط⁴.

خلاصة الفصل الثاني

¹ عز الدين خوجة، المدخل العام للمعاملات المالية الإسلامية، الطبعة الأولى، دار الامتثال للمالية الإسلامية، تونس، 2013، ص: 35.

² قرمية دوفي، الأزمة المالية العالمية وتغير المواقف حول دور الدولة- تقديم الاقتصاد الإسلامي أنموذجا-، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 19، جوان 2016، ص: 124.

³ عوف محمود الكفراوي، بحوث في الاقتصاد الإسلامي ونظامه المالي، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص ص: 22-23.

⁴ قرمية دوفي، المرجع نفسه، ص: 124.

في سبتمبر 2008 بدأت أزمة مالية عالمية والتي اعتبرت الأسوأ من نوعها منذ زمن الكساد الكبير سنة 1929، ابتدأت الأزمة أولاً بالولايات المتحدة الأمريكية ثم امتدت إلى دول العالم لتشمل الدول الأوروبية والدول الآسيوية والدول الخليجية والدول النامية التي ترتبط اقتصادها مباشرة بالاقتصاد الأمريكي، وقد وصل عدد البنوك التي انهارت في الولايات المتحدة خلال العام 2008 م إلى 19 بنكاً، وبالرغم من ضخ الحكومات للأموال مباشرة في البنوك، والخطط التي صيغت للإنقاذ المالي، إلا أنها مستمرة ولم تتأثر البورصات إلا بارتفاع طفيف في المؤشر العام كما أفلست بعض الدول، وبالرغم من كل الحلول إلا أن الأزمة المالية استمرت.

إن المعايير للمشهد العالمي يلاحظ بأن عدداً من البلدان مثل الصين وإيران وروسيا لم يتأثر اقتصادها، بل على العكس تماماً فمؤشر بكين زاد ارتفاعاً وذلك لأن اقتصاد هذه الدول لم يكن مرتبطاً بالاقتصاد الأمريكي، بينما اتضحت آثار الأزمة في بقية الاقتصاديات.

إن ما شهده العالم منذ انفجار أزمة الرهن العقاري هو مرحلة الكساد السريع التي أتت في أعقاب ثلاثين عاماً من صعود أفكار تيار المحافظين، والتي بدأت دعائمها في الاستقرار بدءاً من 1979-1980 فيما عرف بالحقبة التاتشرية-الريجانية، نسبة إلى مارجريت تاتشر رئيسة وزراء بريطانيا السابقة وريجان رئيس الولايات المتحدة السابق، فلقد كانت المبالغة في حجم الخوف السائد من الانهيار الحالي في الأسواق المالية الذي ترتب عليه دفع سلوك المتعاملين في البورصات في الاتجاه المعاكس بنفس حجم الطمع الذي سيطر على التعاملات المالية خلال الفترة السابقة مباشرة، ولكن الرعب الذي ساد الأسواق المالية العالمية أدى إلى حدوث كارثة، ومما لا شك فيه أن الأزمة المالية التي اجتاحت العالم الرأسمالي مؤخرًا قد فرضت الكثير من التساؤلات حول مستقبل النظام الرأسمالي العالمي، وأنعشت آمال الكثير من الاقتصاديين ذوي الاتجاهات المختلفة، وعلى رأسهم التيار الاشتراكي وأخذ الجميع يعد العدة تحسباً لما بعد السقوط.

على أن المتأمل في المشهد الدائر الآن يعرف أن ما أصاب النظام الرأسمالي هو مجرد مرحلة من مراحل الانتكاسات التي يمّتي بها النظام، بل لا يمكن أن نغفل حقيقة أن هذه الأزمة جاءت لتبين حقيقة وحلل النظام الرأسمالي، هذا الأخير الذي تبين لنا بأنه سبب توالي الأزمات المالية، ذلك بسبب قيامه على أدوات وصيغ قائمة على الغرر، التدليس، الربا، وغيرها مما حرّمتها الشريعة السمحاء.

الفصل الثالث: السوق المالي الإسلامي الماليزي بين الالتزام بالضوابط الشرعية وتداعيات الأزمة المالية

تعرض الاقتصاد الماليزي للعديد من الأزمات في الماضي، إلا أن الأزمة المالية لسنة 2008 أو ما يعرف بأزمة الرهن العقاري، لا تختلف تماما عن تلك التي تأثر بها في السنوات الأخيرة " أزمة 1997" لأن أزمة الرهن العقاري قد بدأت من مصادر خارجية وتطلبت إعادة النظر بجدية في إستراتيجية النمو في البلاد، فالأزمة الآسيوية لسنة 1997 على سبيل المثال تطلبت تدابير مؤقتة مثل "إنشاء ضوابط لرأس المال" وبعض التغييرات الأساسية مثل "إعادة هيكلة النظام المالي والمصرفي"، ولكن أزمة الرهن العقاري تتطلب طرق جديدة في كيفية استعادة ماليزيا لوضعها المستقر، وهذا لأن الأزمة تفوض الافتراضات التي يقوم عليها البلد وإستراتيجية النمو.

يهدف هذا الفصل إلى إلقاء الضوء على التأثير الذي مارسته الأزمة المالية العالمية على السوق المالي الماليزي في ظل الالتزام بالضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية

بناء على ما سبق سيتوزع هذا الفصل على أربع مباحث كما يلي:

المبحث الأول: الاقتصاد الماليزي وبوادر تجربة تنمية ناجحة؛

المبحث الثاني: سوق رأس المال الماليزي؛

المبحث الثالث: سوق رأس المال الإسلامي الماليزي؛

المبحث الرابع: أثر الأزمة المالية على السوق المالي الماليزي في ظل التزامه بالضوابط الشرعية.

المبحث الأول: الاقتصاد الماليزي وبنود تجربة تنمية ناجحة

تعد التجربة الماليزية تجربة جديدة بالتأمل نظرا لكونها تجربة قامت على مواجهة الصعوبات التي تعترض تريكيتها سواء الجغرافية منها والسكانية، حيث استطاعت هذه الدولة تحقيق انطلاق اقتصادي باهر، وتمكنت بالرغم من صغر مساحتها وطبيعة تضاريسها، حيث أن معظم مساحتها جبلية، ومعظم أراضيها غير صالحة للزراعة أن تحتل مرتبة مرموقة بين دول العالم من حيث الأداء الاقتصادي، بل أن ماليزيا قدمت من خلال تجربتها التنموية العديد من الدروس التي يمكن استخلاصها في مجال تحقيق انطلاق اقتصادي رائد.

المطلب الأول : واقع الاقتصاد الماليزي

بعد أن حصلت ماليزيا على استقلالها عام 1958 اعتمدت العديد من الإستراتيجيات التنموية القائمة على إصلاحات واسعة، جعلت من ماليزيا نموذجا يحتذى به، حيث استطاع هذا البلد في ظرف وجيز ورغم العقبات الاقتصادية والاجتماعية التي يعرفها من تحقيق انطلاق اقتصادي باهر، جعله يحتل مكانة بين النور الآسيوية.

الفرع الأول: ماليزيا، التكوين السكاني والديني¹

تعتبر ماليزيا* دولة اتحادية ملكية دستورية، تقع في جنوب شرق آسيا مكونة من ثلاثة عشرة ولاية وثلاثة أقاليم اتحادية، بمساحة كلية تبلغ 329845 كم (مربع) ، ينقسم البلد إلى قسمين يفصل بينهما بحر الصين الجنوبي هما شبه الجزيرة الماليزية وبورنيو الماليزية، المعروفة أيضا باسم ماليزيا الشرقية، يحد ماليزيا كل من تايلندا، أندونيسيا، سنغافورة وسلطنة بروناي، يتألف اتحاد ماليزيا من ماليزيا الغربية التي تتألف من دولة الملايو، والتي تشغل أراضيها معظم شبه جزيرة الملايو، حيث توجد العاصمة كوالالمبور، ومن ماليزيا الشرقية التي تضم ولايتي صباح سراك، ومن مجموعة من الجزر الصغيرة التي تقع بالقرب من شبه جزيرة الملايو ومن جزيرة بورنيو.

¹ . راجع:

- حسن بن إبراهيم الهنداوي، استثمار أموال الزكاة وأثره في معالجة الفقر: التجربة الماليزية نموذجا، كلية معارف الوحي والعلوم الإنسانية، قسم الفقه وأصول الفقه، الجامعة الإسلامية العالمية بماليزيا، ص: 07.
- محسن صالح، النموذج السياسي الماليزي وإدارة الاختلاف، مركز الجزيرة للدراسات، مقال منشور على الموقع: <http://studies.aljazeera.net>
- الأمم المتحدة، الجمعية العامة، مجلس حقوق الإنسان، تقرير وطني مقدم وفقا للفقرة 15 (أ) من مرفق قرار مجلس حقوق الإنسان 1/5، ماليزيا، فيفري 2009، ص ص: 2-3،
- لاجم الناصر، الصيرفة الإسلامية في ماليزيا والخلاف الفقهي، مقال منشور ضمن منتدى التمويل الإسلامي، <http://islamfin-go-forum.net>

* أعتد الاسم ماليزيا في عام 1963 عندما اتحدت سنغافورة وبورنيو الشمالية وسراك، واتحاد الملايو في اتحاد مكون من 14 دولة، وهناك عدة نظريات حول أصل كلمة ملايو او مالاي، ويقول التفسير الأكثر قبولا أن الكلمة مزيج من كلمتين من لغة التاميل "السنسكريتية"، حيث تعني كلمة "مالي" التلة وتعني كلمة "اور" المدنة، بما معناه "مدينة التلة"، وتم تبني هذا الاسم عندما بدأ المسافرون والتجار الهنود بتحديد المنطقة الجغرافية فيما حول ماليزيا، في الوقت الحاضر يعتقد بأن أصل هذه الكلمة تسمية مملكة الملايو، وهي مملكة سادت بين القرنين السابع والثالث عشر، في المنطقة حول "دارما سرايا" الحالية في سومطرة.

لم يكن لماليزيا وجود كدولة موحدة حتى عام 1963، في السابق بسطت المملكة المتحدة نفوذها في مستعمرات في تلك المناطق أواخر القرن الثامن عشر، تكوّن النصف الغربي من ماليزيا الحديثة من عدّة ممالك مستقلة، عرفت هذه المجموعة من المستعمرات باسم مالايا البريطانية حتى حلها عام 1946، عندما تمّ إعادة تنظيمها ضمن اتحاد الملايو، ونظرا للمعارضة الواسعة أعيد تنظيمها مرّة أخرى ضمن اتحاد مالايا الفدرالي في عام 1948 ثم حصلت على الاستقلال وفي وقت لاحق في 31 أوت 1957 دجت كل من سنغافورة، سارواك، بورنيو الشمالية البريطانية واتحاد مالايا جميعها لتشكّل ماليزيا يوم 16 سبتمبر 1963.

من حيث التعداد السكاني بلغ عدد سكان ماليزيا سنة 2014 أكثر من 30 مليون نسمة، وتشير الإحصائيات إلى أن عدد من يحملون الجنسية الماليزية قد بلغ 26 مليون، حيث بلغت نسبة ما يعرف بأبناء البلد Bumiputra من بينهم 67,4% وأغليبيتهم الساحقة من الملايو، بينما بلغت نسبة الصينيين 24,6% والهنود 7,3% والآخرين 0,8% أما المقيمون من غير الماليزيين فيبلغ عددهم 2,321 مليون نسمة أي بنسبة 8,2% من التعداد الكلي للسكان.

أصبحت ماليزيا اليوم دولة متعددة الأعراق ومتنوعة ثقافيا، حيث توجد فيها ثلاثة أعراق رئيسية هي الملاوية، الصينية والهندية، وبالإضافة إلى ذلك فإن هناك نحو 214 مجموعة فرعية أخرى، وماليزيا بلد متعدد الأديان أيضا وهي موطن لأربع ديانات عالمية كبرى هي الإسلام، المسيحية، البوذية الهندوسية، وتشمل أيضا ديانات أخرى مثل التاوية، السيخية، العقديّة والبهائية، ولذلك فإن الحفاظ على الوحدة الوطنية يكتسي أهمية قصوى بالنسبة لماليزيا في ظل هذا التنوع.

ويشكل المسلمون حسب آخر إحصاء رسمي تم سنة 2000 ما نسبته 60,4% من السكان، أما البوذيون فغالبيتهم الساحقة من الصينيين ويشكلون 19,2% وتبلغ نسبة المسيحيين 9,1% وأغلبهم من الصينيين، مع عدد لا بأس به من الهنود، ومعظم الهنود في ماليزيا من أتباع الهندوسية Hindu ونحو 6,3% من مجمل السكان هندوس، وهناك من يتبع أديانا تقليدية صينية "نحو 2,6% من مجمل السكان" كالكنفوشوسية والطاوية Confucianism , Taoism.

تتكون الهيئة التنفيذية في البلاد من رئيس الدولة "الحاكم العام" والذي يتم انتخابه من بين حكام الولايات التسع المنتمين إلى الأسرة المالكة، وذلك لمدة خمس سنوات، ورئيس الحكومة، والحكومة. وتضم الهيئة التشريعية مجلسين هما مجلس الشيوخ ومجلس النواب، وبالنسبة للهيئة القضائية فتعد المحكمة العليا هي أعلى سلطة قضائية في ماليزيا ويقوم الحاكم العام بتعيين قضاةها. ويوجد بماليزيا عدد من الأحزاب السياسية منها: الائتلاف البديل، حزب الجبهة الوطنية، حزب العمل الديمقراطي. وكانت ماليزيا منذ القدم ملتقى للعديد من الحضارات والشعوب، فكانت ملتقى للتجار الهنود والصينيين الذين كانوا يقومون بالرحلات التجارية البحرية، وكانت ملقا من أشهر المدن التجارية

في خلال القرن الخامس عشر الميلادي فكانت مركزاً للتجارة البحرية حيث اجتذبت العديد من التجار من العديد من الدول الآسيوية، كما توافد عليها التجار البرتغاليين في أوائل القرن السادس عشر الميلادي، ونظراً لموقع ماليزيا المتميز كانت مطمع للعديد من الدول الأخرى. قام البرتغاليون باحتلال ملقا في عام 1511م، وفي بدايات القرن السابع عشر الميلادي بدأت السفن الهولندية في التوافد على المنطقة بانتظام، وفي عام 1641م قام الهولنديون بالهجوم على البرتغاليين في ملقا، وانتقلت بعد ذلك من سيطرة البرتغاليين إلى سيطرة الهولنديين الذين استقروا بها قرابة القرنين. قام البريطانيون باحتلال سنغافورة في عام 1819م، ثم استولوا على ملقا بعد توقيع معاهدة بريطانية هولندية في عام 1824م، حيث انقسم أرخبيل الملايو إلى قسمين القسم الشمالي من خط الاستواء وهذا يقع تحت السيطرة البريطانية والقسم الجنوبي ويقع تحت السيطرة الهولندية. سعت اليابان أيضاً من أجل غزو ماليزيا وذلك في عام 1941م، وسقطت سراك وصباح في منتصف يناير 1942م، ثم انسحب اليابانيين من ماليزيا في عام 1945م. وفي 31 أغسطس 1975م تأسست دولة الملايو والتي تعرف حالياً بشبه الجزيرة الماليزية، وتأسس الاتحاد الماليزي الذي كان يضم دولة الملايو وجزيرتي صباح وسراك، إضافة إلى سنغافورة في 9 يوليو 1963، إلا أن سنغافورة انفصلت عن الاتحاد في التاسع من أغسطس 1965.

الفرع الثاني: أبرز معالم النظام السياسي الماليزي وعناصر نجاحه

يعد نظام الحكم* في ماليزيا ملكي دستوري، ونظام الحكم فيدرالي يجمع 14 ولاية ماليزية وهناك حكومة فيدرالية مركزية يرأسها رئيس الوزراء الذي يفوز حزبه في الانتخابات على مستوى الدولة، وهو ذو صلاحيات واسعة، كما أن هناك حكومات محلية للولايات، يرأس كل منها رئيس الوزراء الذي يفوز حزبه في الانتخابات على مستوى الولاية، وقد وفر نظام الحكم مجموعة من الضمانات والإجراءات التي تعطي للدولة صبغة ملاوية، كالملكية ولغة الملايو ودين الدولة الإسلام، وتضمن سيطرة الملايو على الحياة السياسية وعلى الخدمة المدنية فضلا عن إعطائهم بعض المزايا الاقتصادية والتعليمية، ومن أبرز عوامل نجاح النظام السياسي الماليزي نذكر¹:

* قد ضمن نظام الحكم أن يكون الملك Agong من بين سلاطين الملايو التسعة، والذين يحكم كل منهم بالوراثة إحدى الولايات الماليزية، والتي كانت سلطنة قبل الاستقلال، ويقوم مجلس السلاطين باختيار ملك مرة كل خمس سنوات، ولذلك لم يكن غريباً أن يشهد "محمد مهاتير" عندما كان رئيساً للوزراء في الفترة 1981-2003 عهود خمسة ملوك لماليزيا وسلطات الملك في ماليزيا أقرب إلى سلطات الملك في بريطانيا فهو يملك ولا يحكم، ويقوم بسلطات رمزية وفي معظم الأمور يتصرف بناء على نصيحة الحكومة وهو القائد الأعلى للجيش، وقد تمكن مهاتير من تقليص صلاحيات السلاطين سنة 1993 عندما تمت الموافقة على رفع الحصانة عنهم، وعلى محاكمتهم قضائياً في محاكم خاصة في حالة اتهامهم، كما قللت صلاحياتهم في إعطاء العفو الملكي.
¹ للاطلاع راجع:

- محسن صالح، مرجع سابق، متوفر على الموقع: <http://studies.aljazeera.net>
- عبد الرحمن بن سانية، قراءة في بعض تجارب الانطلاق الاقتصادي بالدول النامية، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد 11، 2011، ص: 64.

أولاً: القيادة السياسية

لقد أولت ماليزيا اهتماما بالغا لدور القيادة السياسية في تحقيق الاستقرار، فكانت هذه القيادة مدعومة باستقرار سياسي واجتماعي الأمر الذي ساعد على اتخاذ قرارات تنموية جريئة حولت ماليزيا من دولة تشكو الفقر والجوع والتخلف إلى دولة على خطى العالم المتقدم، وتميزت هذه القيادات من الاستقلال وحتى الآن بأنها مثقفة ومتعلمة وقادرة على العمل لتحقيق المصالح الكلية للدولة، في ضوء استيعاب عميق لتعقيدات الوضع الداخلي وحساسياته، وكان من أهم مزايا القيادة الماليزية أنها تعرف ماذا تريد، وأنها لا تبالغ في تقدير الإمكانيات المتاحة وهي مستعدة للعمل الحثيث التدريجي الهادئ، ولو اتسم أحيانا بالبطء فإنه كان يسير في الاتجاه الصحيح.

ثانياً: التعايش والمشاركة

يعد الاعتراف بالتنوع العرقي والديني والاعتراف بوجود إختلالات حقيقية في مستويات الدخل والتعليم بين فئات المجتمع الماليزي أحد عناصر نجاح التجربة الماليزية وأحد ضمانات استمرارها، حيث استطاع الماليزيون تطوير هذا التعايش والتوافق على ضرورة نزع فتائل التفجير وعلاج الإختلالات بشكل هادئ وواقعي وتدرجي، كل ذلك كان مدخلا لتوفير شبكة أمان واستقرار اجتماعي وسياسي، وكان جوهر فكرة علاج الإختلالات مبنيا على تحقيق التعايش السلمي وحفظ حقوق الجميع والمشاركة في المسؤولية وفي برنامج التنمية.

ثالثاً: نظام ديمقراطي تحت السيطرة

يعتبر التكوين الطائفي والعرقي في ماليزيا شديد التعقيد والحساسية، لذلك ارتأت القيادة السياسية الماليزية تحقيق استقرار سياسي وأمن اجتماعي، كما سعت إلى توفير البيئة المناسبة للتمكن من تحقيق نمو اقتصادي تستفيد منه كافة شرائح المجتمع وإن كان بدرجات متفاوتة، وكانت القيادة تعلم أنها لن تحقق أهدافها إلا بشكل نسبي ولن تحصل على الرضا التام من كل الأطراف أو من أي منها، ولذلك اعتقدت أنها لن تستطيع العمل الفعال المنتج إلا في أجواء تكون فيها واثقة من صلاحياتها ومحمية من المعارضين والخصوم، وقد تركزت هذه الاتجاهات بعد أحداث 1969، حيث رأى تون عبد الرزاق* الذي تولى رئاسة الوزراء سنة 1970 أنه لا بد من تخفيف درجة الاحتقان العرقي من خلال تخفيف المنافسة السياسية، فعمل على توسيع التحالف الحاكم بحيث يضمن أغلبية ثلثين مريحة له

* تون عبد الرزاق: ثاني رئيس وزراء في ماليزيا بعد "تنكو عبد الرحمان" حيث تولى تون رئاسة الوزراء سنة 1970 ومن أهم إنجازاته أنه أعاد تشكيل التركيبة السياسية الماليزية، حيث وضع ماليزيا على سكة التطور الاقتصادي فكان وراء إطلاق السياسة الاقتصادية الجديدة New Economic Policy NEP التي قدمت رؤية اقتصادية لعشرين سنة تالية (1971-1990) استهدف من خلالها تحقيق تقدم اقتصادي للجميع مع تحسين وضع الملايو الذين كانوا يعانون من الفقر مقارنة بالصينيين والهنود وتوفير صمام أمان للجميع.

في البرلمان، كما قوّى من صلاحيات السلطات المركزية وقد تابع محمد مهاتير سياسة تقوية السلطات المركزية وتركيز الصلاحيات بيد رئيس الوزراء.

رابعاً: الاستثمار في الإنسان وتحسين البيئة الاجتماعية

اهتمت ماليزيا بتحسين المؤشرات الاجتماعية لرأس المال البشري، كما تولي الحكومة الماليزية اهتماماً بالغاً للتعليم والتدريب حيث تنفق سنوياً ما يقارب 20-25% من الميزانية السنوية العامة في مجال التعليم والتدريب، حيث تعد هذه الميزانية من أعلى معدلات الميزانيات التي تمنح للتعليم في العالم، وهي تتقدم في هذا المجال على الولايات المتحدة ومعظم دول أوروبا الغربية، كما سعت ماليزيا لتحسين الأحوال المعيشية والتعليمية والصحية لمجموع السكان سواء الأصليين منهم أو المهاجرين الذين ترحب السلطات بتوطينهم، وقد تمكنت من توفير مستويات معيشية لائقة للأغلبية العظمى من السكان خصوصاً مع ارتفاع متوسط الدخل الفردي والذي بلغ عام 1999 حوالي 8209 دولار.

الفرع الثالث: العرقية والهيئات الممثلة للسلطة في ماليزيا

تعد ماليزيا بلداً غير متجانس عرقياً، حيث احتلت المرتبة العاشرة عالمياً في البلدان النامية خلال الفترة 1970-1990، الأمر الذي جعلها تمثل حالة استثنائية، وكانت البلدان غير المتجانسة عرقياً أكثر فقراً من البلدان المتجانسة، وذلك في حقبة التسعينات حيث حققت هذه الأخيرة معدل نمو أقل بكثير من الدخل الحقيقي للفرد خلال الفترة 1965-1990.

أولاً: العرقية في ماليزيا والنمو الاقتصادي¹

وخطت ماليزيا خطوة عملاقة في محاولتها للحد من عدم المساواة الاقتصادية العرقية من قبل، والاضطلاع ببرنامج عمل إيجابي طموح في ظل السياسة الاقتصادية الجديدة أو خطة العمل الوطنية في عام 1971، كما قامت ماليزيا برسم أهداف للتخفيف من وطأة الفقر وإعادة هيكلة العمالة العرقية والملكية، والسيطرة على الأعمال التجارية وذلك مع حلول العام 1990.

والسؤال المطروح في هذا الصدد هو: ما الذي مكّن ماليزيا من تحقيق النمو مع إعادة التوزيع؟

هناك ثلاث احتمالات معتبرة: سياسة جيدة، حظ سعيد وبراغماتية، مع التأكيد أن هذه الاحتمالات الثلاث قد لعبت دوراً جيداً مع إعطاء دور كبير إلى البراغماتية والتي تتضح في التغييرات السياسية الرئيسية التي اعتمدها الحكومة الماليزية سنة 1986، كما قامت ماليزيا برسم خطط مستقبلية لتكون بلداً متقدماً بالكامل مع

¹ Donald R . Snodgrass : **Successful Economic Development in a Multi –Ethnic Society : The Malaysian Case** , Salzburg seminar, p:02.

حلول عام 2020، ولعل أهم سبب لصياغة سياسة اقتصادية جديدة هي أعمال الشغب العنصرية التي شهدتها العاصمة كوالالمبور في ماي 1969 والتي راح ضحيتها العديد من الضحايا بسبب الانتخابات، وبعدها استغرقت الحكومة الماليزية بعض الوقت لصياغة ردها والذي جاء في نهاية المطاف في شكل السياسة الاقتصادية الجديدة والتي أعلنت في جوان 1971، أطلق على هذه السياسة بـ "خطة العمل الوطنية" والتي تم صياغتها من خلال رسم الأهداف الواجب تحقيقها خلال 20 سنة أي مع حلول عام 1990، وارتكزت هذه الخطة على هدفين أساسيين هما:

أولاً: الحد من الفقر والقضاء عليه بحلول عام 1990؛

ثانياً: التعجيل بعملية إعادة الهيكلة للمجتمع الماليزي والقضاء على تحديد العرق.

ثانياً: الهيئات الممثلة للسلطة في ماليزيا

ينص الدستور الاتحادي لماليزيا وهو القانون الأعلى في البلاد على الإطار القانوني ونظام الحكم على النحو التالي¹:

- تأسيس ماليزيا في شكل اتحاد
- توزيع السلطات بين الاتحاد والولايات؛
- تأسيس ملكية دستورية؛
- تشكيل حكومة برلمانية على غرار الحكومة البريطانية، تتضمن توزيع السلطات على النحو التالي:
- **السلطة التشريعية:** يحدد الدستور في مواده (44-68) السلطة التشريعية، وترتكز على البرلمان الذي يتكون من مجلسين؛ مجلس النواب الأصغر "ديوان راكيات" ومجلس النواب الأكبر "ديوان نيغارا" وهي السلطة التي تسن القوانين.
- **السلطة التنفيذية:** حدد الدستور في مواده (39-43) السلطة التنفيذية وجعلها تتمثل في الملك ومجلس الوزراء، إذ تم انتخاب الملك من قبل مؤتمر لمدة خمسة أعوام، حيث يمثل الملك الرئيس الأعلى للاتحاد ويعتبر الملك السلطة العليا في ماليزيا، ورغم قراراته يعتمد على نصيحة رئيس الوزراء، ولا تختلف السلطة التنفيذية في ماليزيا عما هو موجود في الأنظمة البرلمانية من وجود ملك دستوري يقوم بأداء وظائف تشريعية مع وجود مجلس وزراء يقوم بأداء الوظائف الأساسية والرسمية، المتمثلة في تنسيق السياسة الحكومية والقيام بتحمل أعباء المسؤولية الملقاة على عاتقه باعتباره قمة النظام السياسي.

¹ للاطلاع راجع:

- الأمم المتحدة، الجمعية العامة، مجلس حقوق الإنسان، مرجع سابق، ص ص: 2-3.

- عطا الله سليمان الحديثي و إسراء كاظم الحسيني، تعدد القوميات في ماليزيا ودورها في تطور نظامها السياسي واستقراره، مجلة كلية التربية، واسط، بغداد، العدد 13، نيسان 2013، ص ص: 232-234.

- السلطة القضائية: ممثلة في الجهاز القضائي، وتتألف من :

المحكمة العليا: وهي أعلى سلطة قضائية ولها صلاحية تفسير نصوص الدستور والفصل القضائي في

النزاعات بين أي ولاية والحكومة الفيدرالية أو بين الولايات، كما أنها تمثل أعلى محكمة استئناف.

محكمتان رفيعتان: يلي المحكمة العليا في المستوى محكمتان رفيعتان، أحدهما في شبه جزيرة ماليزيا والأخرى

في شبه جزيرة بورنيو.

المحاكم الدورية: تقع في المراكز الحضرية والريفية الرئيسية.

محاكم الجرح: لها سلطة قضائية في الأمور المدنية الجنائية البسيطة.

المطلب الثاني: التجربة التنموية الماليزية

تعد التجربة الماليزية في التنمية من التجارب المهمة، فماليزيا نجحت في المزج بين اقتصاديات العولمة

والاحتفاظ بنهج الاقتصاد الوطني، لتتحول خلال فترة قصيرة من بلد يعتمد على تصدير المواد الأولية إلى واحدة من

أكبر الدول المصدرة للسلع والتقنية الصناعية في منطقة جنوب شرق آسيا، ولعل أهم أسباب نجاح التجربة الماليزية هو

أنها اتفقت إلى مدى بعيد مع مبادئ وأسس الاقتصاد الإسلامي، كما اهتمت ماليزيا بتحقيق التنمية الشاملة لكل

من المظاهر الاقتصادية والاجتماعية، مع الموازنة بين الأهداف الكمية والنوعية، كما أولت اهتماما كبيرا بالإنسان

باعتباره محور النشاط التنموي وأداته، فأكدت تمسكها بالقيم الأخلاقية والعدالة الاجتماعية والمساواة الاقتصادية.

الفرع الأول: الاقتصاد الماليزي قبل الشروع في عملية التنمية

شهدت السنوات الأولى لاستقلال ماليزيا نزاعا مع اندونيسيا، كما شهدت صراعات عرقية وأعمال شغب،

فلم يكن لها وجود كدولة موحدة حتى عام 1963، كما تميز الاقتصاد الماليزي ببساطة كبيرة، والذي تميز باكتشاف

القصدير في القرن السابع عشر، من قبل البريطانيين عند استحواذهم على الأراضي الماليزية، حيث باشروا بزراعة

المطاط وشجر النخيل كباقي المستعمرات البريطانية في المنطقة، ومع مرور الزمن إلى عهد ليس ببعيد أصبحت ماليزيا

مصدرة لهذه السلع الثلاث¹، حيث اعتمدت ماليزيا غداة استقلالها على إستراتيجية قائمة على الاستيراد في مجال

الصناعات الاستهلاكية، وهو قطاع سيطرت عليه الشركات الأجنبية خلال تلك الفترة، إلا أنها لم تحقق أية أهداف

¹ علي أحمد درج، التجربة التنموية الماليزية والدروس المستفادة منها عربيا، مجلة جامعة بابل للعلوم المصرفية والتطبيقية، العدد 03، المجلد 63، 2015، ص: 1363.

تنموية للمجتمع الماليزي، بل لم يكن لها أي تأثير إيجابي على الطلب على العمالة وذلك نظرا لضيق السوق المحلي وضعف الطلب المحلي¹.

الفرع الثاني: انطلاقة التجربة التنموية الماليزية

تعد تجربة التنمية في ماليزيا تجربة صعبة نظرا لتعدد الأعراق داخل المجتمع الماليزي، ولكن رغم ذلك قرّر الجميع أن يضع خلافاته جانبا ويهتم بنهضة ماليزيا، ورغم وجود العديد من الديانات المختلفة بها، إلا أن الجميع شارك في التنمية وسياساتها وابتعدوا عن الخلافات السياسية، كما أن العمل على تكوين التحالف بين القوى السياسية في ماليزيا كان من العوامل الأساسية التي أدت إلى نهضتها وكذلك توفير فرص العمل للباحثين عنها والتوجه نحو التصنيع، فبعد أن حصلت ماليزيا على استقلالها عام 1985 اعتمدت إستراتيجية تنموية تركز على إحلال الواردات في مجال الصناعات الاستهلاكية، والتي كانت تسيطر عليها الشركات الأجنبية قبل الاستقلال، غير أن هذه الإستراتيجية لم تفلح بسبب ضيق السوق المحلي وضعف الطلب المحلي، وبالتالي فلم يكن لها أي أثر على الطلب على العمالة أو خلق قيمة مضافة عالية، لذلك اعتمدت ماليزيا في عقد السبعينات خطة تنموية تعتمد على دور كبير للقطاع العام مع التركيز على التصنيع الموجه للتصدير، كما قامت ماليزيا بتخصيص الأراضي الزراعية للباحثين عن عمل لاستيعاب العمالة المتكدسة، الأمر الذي ساعد في تحقيق دخل عن طريقها، ولكنه لم يكن كافيا لاستيعاب اليد العاملة وكان يجب البحث عن حل آخر، ووقع الاختيار بعد ذلك على تصنيع "الشرائح الإلكترونية" لما تتميز به من استخدام لأيدي عاملة كبيرة، وعلى هذا الأساس تم إعطاء إعفاءات كاملة من الضرائب لهذه الصناعات كالميكرو إلكترونيك أو الميكروتشيس، وقدمت إعفاءات ضريبية تصل حتى عشر سنوات، كما تم تزويد المناطق المختلفة بالبنية التحتية والسماح بالاقتراض للمستثمرين الأجانب من البنوك المحلية²، وكان من نتائج هذه الخطة تخفيض معدلات البطالة وتحسين توزيع الدخل، وبلغ معدل نمو يساوي 8% سنويا في المتوسط مع استقرار معدل التضخم في حدود 35%، الأمر الذي أدى إلى تحسن في توزيع الدخل العام وثروات البلاد بين مختلف فئات المجتمع الماليزي⁴.

ومع مطلع الثمانينات شهد الاقتصاد الماليزي حالة من عدم الاستقرار، الأمر الذي دفع بالسلطات إلى إقامة قطاع الصناعات الثقيلة تحت دافع الرغبة في الحصول على إيرادات كبيرة من البترول، وترتب على ذلك الحاجة إلى نفقات كبيرة أدت إلى اختلالات مالية وخارجية حادة جرى تمويلها بصورة أساسية بالاقتراض من الخارج، وإن كان

¹ محمد صادق إسماعيل، التجربة الماليزية، مهاتير محمد والصحة الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، 2014، ص: 50.

² محمد نجيب السعد، من تجارب الشعوب، قصة النجاح الماليزية، مقال منشور على الموقع: <http://alwatan.com/details/4456>

³ عبد الرحمان بن سانية، مرجع سابق، ص: 60.

⁴ محمد صادق إسماعيل: مرجع سابق، ص: 50.

هذا الخلل تناقص بصفة ملموسة عامي 1983-1984 جرّاء تحسن معدلات التبادل وتخفيض الإنفاق الحكومي تخفيضا شديدا.

ومع تقلص الطلب الخارجي والهبوط الكبير في أسعار النفط عامي 1985-1986 عرف الاقتصاد الماليزي انخفاضا حادا في الاستثمار وارتفاعا رهيبا للبطالة، مما دفع إلى زيادة الاقتراض من الخارج فازدادت المديونية الخارجية حتى بلغت أواخر عام الكساد 1986 حوالي 22 مليار دولار أي ما يعادل 84% من PIB.

إن حالة الكساد التي وصل إليها الاقتصاد الماليزي دفعت بالسلطات إلى مراجعة نقاط الضعف في الخطة التنموية، وتبني إستراتيجية إصلاحات واسعة خلال الفترة 1986-1990، جعلت من ماليزيا نموذجا يقتدى به حيث استطاع هذا البلد في ظرف وجيز، ورغم العقبات الاقتصادية والاجتماعية التي يعرفها من تحقيق انطلاق اقتصادي* باهر جعله يأخذ مكانه بين النور الآسيوية¹.

كما التزمت الحكومة الماليزية بالأسلوب الإسلامي السليم في ممارسة مختلف الأنشطة الاقتصادية وتوجيه الموارد ففي حين عملت على تحويل ملكية مختلف المشروعات الاقتصادية إلى القطاع الخاص، فقد نمت مسؤولية الأفراد وأشركتهم عمليا في تحقيق الأهداف القومية، واحتفظت بسهم خاص في إدارة المؤسسات ذات الأهمية الاجتماعية والإستراتيجية، لعدم التخلي عن دورها في ممارسة الرقابة والإشراف عليها².

الفرع الثالث: إستراتيجيات التجربة التنموية الماليزية

بدأت ماليزيا مع مطلع السبعينات التخطيط لدخول مجال التنمية من خلال تسطير أهداف إستراتيجية بعيدة المدى، لتشكل الرؤية التي تحملها هذه الحكومة، وتتجلى إستراتيجية التنمية في ماليزيا من خلال المراحل التالية³:

* لقد استفادت ماليزيا من الانفتاح الكبير على الخارج عبر اندماجها في اقتصاديات العولمة، مع الحفاظ على ركائز تنمية اقتصادها الوطني، وتتنوع مظاهر تقدمها من خلال تحوّلها من بلد يعتمد بشكل أساسي على الزراعة إلى بلد مصدر للسلع الصناعية والتقنية، و، فقد تمكنت ماليزيا من احتلال المرتبة 14 بين دول العالم خلال الفترة 1993-1994 من حيث الأداء الاقتصادي وذلك حسب دراسة لمجلة Euro Money متقدما بذلك على عدد من الدول الصناعية الكبرى كبريطانيا وألمانيا، وعلى صعيد الصناعات الإلكترونية فقد رصد تقرير التنمية البشرية الصادر عن البرنامج الإنمائي للأمم المتحدة لعام 2001، أهم دولة مصدرة للتقنية العالمية وكانت ماليزيا في المرتبة التاسعة متقدمة بذلك على كل من إيطاليا والسويد.

¹ عبد الرحمان بن سانية، مرجع سابق، ص: 60-61.

² سناء عبد الكريم الخناق، حوكمة المؤسسات المالية ودورها في التصدي للأزمات المالية، التجربة الماليزية، مرجع سابق، ص: 12.

³ للاطلاع راجع:

- ماجد فوزي أبو غزالة، الإستراتيجيات الوقائية من الأزمات المالية والاقتصادية المعاصرة، ماليزيا نموذجا، بحث مقدم إلى: المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، ص: 07-09.
- إيمان فخري أحمد، الدور الإنمائي للدولة في ماليزيا خلال الفترة 1991-2010، جريدة الحوار المتمدن، العدد 4207، مقال منشور بتاريخ: 2013/9/6، متوفر على الموقع: <http://www.ahewar.org/details/show.art.asp?aid=3>
- محمد صادق إسماعيل، مرجع سابق، ص: 53-54.

- Arab British Academy for Higher Education in: <http://www.abahe.co.uk>

• الخطة الإستراتيجية الأولى "السياسة الاقتصادية الجديدة" **The New Economic Policy**

امتدت هذه الخطة في الفترة ما بين "1971-1990"، وعمدت فيها ماليزيا على تقليد اقتصادات النمر الآسيوية، فانتقلت من اقتصاد يعتمد على الزراعة والتعدين إلى اقتصاد يعتمد على التصنيع والتصدير، وذلك في ظل وجود حكومة وطنية مؤمنة بالتغيير والمتمثلة في جهود رئيس وزراء ماليزيا "محمد مهاتير"*، كما اعتمدت ماليزيا في هذه المرحلة على القطاع العام وتوجهت نحو التصدير، و بدأ التركيز في عمليات التصنيع على صناعة المكونات الإلكترونية، والتي كانت كثيفة العمالة، مما ترتب عليه تخفيض معدلات البطالة وتحسن في توزيع الدخل.

• الخطة الإستراتيجية الثانية "سياسة التنمية الوطنية" **The National Development Policy**

امتدت هذه الخطة في الفترة ما بين "1991-2000" وكانت بمثابة الاستمرار للسياسة الاقتصادية الجديدة فيما يخص أهدافها وغايتها، وشملت سياسة التنمية الوطنية خطتان طويلتا الأجل كما يلي:

- الخطة القومية الأولى (1996-2000): ركزت فيها الحكومة الماليزية على تنشيط وتنمية الصناعات الصغيرة

التي تتوجه لتلبية احتياجات الأسواق المحلية الماليزية، حيث تم وضع وتنفيذ عدة برامج دعم موجهة بشكل خاص إلى الشركات الصغيرة ذات معدل النمو العالي، والتي سرعان ما توسعت وزاد حجم أعمالها، بالإضافة إلى هذه البرامج شجعت الحكومة المشروعات الصغيرة ذات التوجه إلى التصدير عن طريق آليات دعم وتمويل خاص بالتصدير.

- الخطة القومية الثانية (2000-2005): تم فيها اعتماد سياسة التجمعات الصناعية كحاضنات للأعمال،

والتي ركزت بدورها على تنشيط وتنمية المشروعات الإنتاجية والتصنيعية المتخصصة في بعض القطاعات الإنتاجية التي تعتبر قطاعات تصديرية في المقام الأول، من هذه القطاعات الإنتاجية: الخدمات المتخصصة، شركات البحث والتطوير المتخصصة، شركات تصنيع المعدات، شركات التغليف المتقدمة، الشركات المتخصصة في التجارة الإلكترونية.

* ولد مهاتير محمد العام 1925 بولاية كيداه بماليزيا، وتلقى دراسته بكلية السلطان عبد الحميد ثم درس الطب بكلية المالاي بسنغافورة التي كانت تعرف بكلية الملك إدوارد السابع الطبية، ودرس الشؤون الدولية بجامعة هارفارد بالولايات المتحدة الأمريكية عام 1967، عمل مهاتير بعد تخرجه بالطب في عيادته الخاصة التي كان يعالج فيها الفقراء مجاناً، كما عمل كضابط طبيب بسلاح الخدمات الطبية، عرف مهاتير باتجاهاته السياسية وانتدائه لتنظيم اتحاد الملايو الوطني، حيث تدرج فيه من عضو المجلس الأعلى لتنظيم الاتحاد ثم نائب رئيس ورئيس له عام 1981، وشغل عددا من المناصب منها مندوب ماليزيا في الأمم المتحدة عام 1963 وعضو برلمان منتخب وعضو مجلس الشيوخ ورئيس مجلس التعليم العالي ورئيس مجلس الجامعة الوطنية، ووزير للتربية والتعليم ونائب رئيس الوزراء ووزير التجارة والصناعة ورئيس الوزراء، يتميز مهاتير وفق أغلب الرؤى المحايدة بكاريما قيادية ساحرة، فقد بدأ حال انتخابه رئيسا للوزراء بتطبيق أفكاره التي ناضل طويلا من أجلها، موجه انتقاداته إلى ما أسماه بالمعايير الغربية المزوجة، حيث قام على المستوى الاقتصادي بتنفيذ مشاريع هادفة حقيقية وضخمة (وقار علي زين العابدين، قراءة في مقومات التجربة التنموية الماليزية، جريدة المدى، العدد 2747، متوفر على الموقع: <http://almadapaper.net>)

ويمكن إجمال هدف سياسة التنمية الوطنية في النقاط التالية:

- تنشيط عمليات النمو الصناعي؛
 - التحول من الصناعات الهادفة إلى الإحلال محل الواردات إلى الصناعات الموجهة نحو التصدير؛
 - تحديث البنية الأساسية؛
 - تحقيق مزيد من التعاون مع التكتلات الاقتصادية الإقليمية وخاصة تجمع دول الآسيان؛
- وهنا يلاحظ أنه بينما كانت السياسة الاقتصادية الجديدة تهدف إلى تحقيق النمو المتوازن بين كافة العرقيات المختلفة، إلا أن سياسة التنمية الوطنية شهدت تغيرا ملحوظا، ويعزى هذا التغير إلى إدراك الدولة الماليزية ضرورة بذل مزيد من الجهود للحفاظ على النمو الاقتصادي، فكان الهدف من هذه السياسة ليس إحداث تنمية متوازنة على الصعيد العرقي فقط، بل متوازنة على الصعيد الإقليمي والقطاعي أيضا مع الاستمرار في مكافحة الفقر والعمل على الاهتمام بخلق وظائف لمكافحة البطالة، وكذا الاعتماد على القطاع الخاص بشكل كبير.

● إستراتيجية الرؤية الجديدة 2000-2010

عبارة عن خطة عشرية قسمت إلى خطتين خماسيتين، أعطت اهتماما أكبر للتعامل مع العولمة وتسارع النمو الاقتصادي الذي اجتاحت أماكن كثيرة من العالم، ومن ثم وضع خطط وبرامج تتعامل مع التنافس الاقتصادي المتزايد وتضمن لماليزيا استمرار تطورها البشري والارتقاء النوعي بالإنسان الماليزي، حيث تمثلت أهداف هذه الإستراتيجية في ما يلي:

- مواصلة التنمية الاقتصادية والتوسع في إرساء شراكة عالمية من أجل التنمية؛
- استمرار سياسة القضاء على الفقر؛
- الارتقاء بمنظومة التعليم؛
- تحقيق التوازن النوعي وتعزيز مكانة المرأة وتمكينها؛

ولا يمكن في هذا الإطار إغفال رؤية ماليزيا 2020 والتي قدّمها رئيس الوزراء الماليزي آنذاك "مهاتير محمد" عام 1991 وتهدف إلى أن تكون ماليزيا دولة متقدمة كليا بحلول عام 2020، ودولة ديمقراطية تتمتع بالعدالة الاجتماعية والاقتصادية، ثم التأكيد على أن ماليزيا لن تكون دولة متقدمة كلية إلا من خلال التغلب على التحديات الإستراتيجية التي تواجهها منذ الاستقلال وهي:

- تأسيس دولة ماليزيا المتحدة ذات المصير المشترك، وهي دولة تعم بالسلام وتعيش في توافق وشراكة عادلة متكاملة تضم الطائفة العرقية الماليزية مع الولاء السياسي والإخلاص للماليزيا؛
- إيجاد مجتمع ماليزي متقدم وليبرالي من الناحية النفسية؛
- تطوير مجتمع ديمقراطي ناضج يعد نموذجا للعديد من الدول النامية؛
- تأسيس مجتمع أخلاقي لديه قيم دينية وروحية قوية؛
- تأسيس مجتمع متسامح، يدعم الإبداع وينعم بالعدالة الاقتصادية والرخاء.

وبالتأكيد لا يمكن إغفال دور الخطط الخماسية، وهي الآلية التي استخدمتها ماليزيا لتحقيق التنمية وكذا دور المؤسسات في صنع هذه السياسات والخطط وتنفيذها، فالخطة الماليزية السادسة (1991-1995) أدت إلى ارتفاع مساهمة الإنتاجية الكلية لعناصر الإنتاج إلى 2,5%، بينما الخطة الماليزية السابعة (1996-2000) أدت إلى ارتفاع هذه المساهمة إلى 3,3%.

الفرع الرابع: البرامج التنموية وعوامل نجاح التجربة الماليزية

اعتمدت ماليزيا العديد من البرامج التنموية لعل أهمها ما يلي:

أولا: البرامج التنموية

لم تأتي تجربة ماليزيا الحضارية والتكنولوجية والاقتصادية من فراغ، بل كانت نتاج جهود القيادة الماليزية، والتي استفادت من تجارب غيرها التنموية كالتجربة اليابانية التي استفادت منها ماليزيا على اختلاف مراحلها، ولم تكتفي ماليزيا بالاتجاه شرقا بل اتجهت غربا للاستفادة من التجارب الصناعية الكبيرة والطويلة لتلك الدول. حيث وضعت

* تعد حقبة رئاسة الدكتور مهاتير محمد من العام 1981-2003 هي الحقبة التي شهدت انطلاقة النموذج الماليزي للتنمية، فقد تضاعف متوسط دخل الفرد وارتفع رقم الصادرات وحدث نمو ملحوظ في الاستثمار الأجنبي، وارتفع نصيب الاستثمار الأجنبي المباشر من الناتج المحلي الإجمالي، وهذا كله بمقتضى قوانين عقد السبعينات من القرن الماضي التي قادت إلى نقل المسؤولية إلى المستوى المحلي أو ما يعرف باللامركزية الإدارية، ونجحت ماليزيا منذ سبعينيات القرن العشرين في تحقيق جانب كبير من الأهداف التنموية المتضمنة في خططها الاقتصادية.

ماليزيا برامج تنموية ف سبيل تطوير الموارد البشرية أولاً والاقتصادية ثانياً، حيث ارتكزت البرامج التنموية الماليزية على¹:

- معالجة الفقر والجهل والاهتمام بالصحة والتعليم؛
- تطوير مختلف القطاعات الاقتصادية، الزراعية، الصناعية والخدمية؛
- رسم رؤية وطنية للنمو الماليزي هدفها مواكبة الدول الصناعية المتقدمة وذلك حلول سنة 2020؛
- تحقيق التوازن الاجتماعي والعربي والنهوض بالسكان الأصليين "المالايين" الذين هم أكثر السكان فقراً وجهلاً؛

ثانياً: عوامل نجاح التجربة التنموية الماليزية

إن عملية التنمية في ماليزيا كان لها تخطيط دقيق ونظرة بعيدة المدى، كما وأن لها عوامل اقتصادية وسياسية ساعدت على نجاحها، يمكن إجمالها في النقاط التالية²:

- تقيماً للماليزيا عدد من القيادات السياسية المتميزة والتي وضعت مصلحة ماليزيا في قمة أولوياتها ضمن استيعاب عميق لتعقيدات الوضع الداخلي وحساسيته، وخلال خمسين عاماً (1957-2007) قادة ماليزيا ستة رؤساء وزارة فقط، وهو ما يشير إلى حالة الاستقرار النسبي الذي عاشته ماليزيا؛
- ملائمة المناخ السياسي للماليزيا الذي يمثل حالة خاصة بين الدول النامية، بحيث أنها لم تتعرض لانقلابات عسكرية كما أن القادة السياسيون بها مؤمنون بالتغيير والإصلاح، وبالتالي فالمناخ السياسي للماليزيا ملائم لتسريع وتيرة التنمية الاقتصادية؛
- الاعتماد بدرجة ليست بالكبيرة على قروض من اليابان، فهي ثاني أكبر مستثمر في ماليزيا بعد أمريكا، ولكن الادخار المحلي ظلّ هو التمويل الأساسي، حيث ارتفع معدل الادخار في البلاد حتى وصل إلى 35% من إجمالي الناتج القومي، إذ تجاوزت المدخرات العائلية قيمتها في 2005 ما يصل إلى 70 مليار دولار، وهذه المدخرات ساهمت بدرجة كبيرة في تطوير البنية الأساسية.

¹ علي أحمد درج: مرجع سابق، ص: 1364.

² للاطلاع راجع:

- وفاء لطفى، الدروس المستفادة من التجربة الماليزية، متوفر على الموقع: http://www.asharqalarabi.org.uk/markaz/m_abhath-fahras.htm ، ص ص: 05-01.
- علي أحمد درج، مرجع سابق، ص: 1364.
- محمد صادق إسماعيل، مرجع سابق، ص: 52.

- الاهتمام بالتصدير حيث تحولت ماليزيا من دولة منتجة ومصدرة للمواد الخام إلى دولة صناعية تكتسح صادراتها أسواق الدول المتقدمة، كما يوضح ذلك الجدول (...). والذي يبين تطور كل من القطاع الصناعي والخدمات في ماليزيا على حساب القطاع الزراعي الذي انخفضت مساهمته في الناتج الداخلي الخام بنسبة 14% خلال 20 سنة

الجدول (3-1): التحول الهيكلي للاقتصاد الماليزي خلال الفترة (1979-1999)

البيان	1979	1989	1999
مساهمة القطاع الزراعي في PIB	24%	17%	10%
مساهمة القطاع الصناعي في PIB	39%	42%	47%
مساهمة قطاع الخدمات في PIB	37%	41%	43%

المصدر: عبد الرحمان بن سانية، مرجع سابق، ص: 69.

- ضرورة تمتع كل من السلطة السياسية والإدارية بمستوى عال من اللامركزية.
- العقد الاجتماعي الذي استطاع الماليزيون تطويره، أحد عناصر نجاح التجربة، ومن أهم ضمانات استمرارها أن الاعتراف بالتنوع العرقي والديني، وإيجاد ثقافة الحوار والتعايش بين كافة أديان وأعراق وأطياف المجتمع الماليزي من أجل بناء وتنمية ماليزيا المشتركة، والإقرار بوجود إختلالات حقيقية في مستويات الدخل والتعليم بين فئات المجتمع، والتوافق على ضرورة نزع كل ما قد يؤدي إلى تفجير الأوضاع بمعالجة المشاكل بشكل هادئ وواقعي وتدرجي، كان مدخلا لتوفير شبكة أمان واستقرار اجتماعي وسياسي.
- الاهتمام بمشروعات البنية الأساسية من أجل تحقيق نمو مستقر؛
- الاهتمام بالرأس المال البشري من خلال تحسين الأحوال المعيشية وجعل الإنسان عنصر الاهتمام، وزيادة معارف وقدرات ومهارات أخلاقيات العمل؛
- تجسيد الديمقراطية في اتخاذ القرارات، من خلال أن الأحزاب السياسية قائمة على أساس عرقي؛
- الاهتمام بالاستثمار الأجنبي والاستفادة منه عن طريق وضع شروط تحليلية تصب في صالح الاقتصاد الوطني الماليزي؛
- انتهاج إستراتيجية الاعتماد على الذات بدرجة كبيرة، وعدم التبعية لصندوق النقد الدولي والبنك الدولي وغيره من المؤسسات المالية والدولية الأجنبية، وتنويع البنية الصناعية وتغطيتها لمعظم فروع النشاط الصناعي، الأمر الذي أدى إلى نجاح سياسة التنمية في ماليزيا.

- توفير رؤوس الأموال اللازمة لتمويل الاستثمارات من خلال الاعتماد على الموارد الداخلية، إذ ارتفع الدخل المحلي الإجمالي بنسبة 40% خلال الفترة "1970-1993"، كما ارتفع الاستثمار المحلي الإجمالي بنسبة 50% خلال نفس الفترة.
 - لم تقترض ماليزيا من صندوق النقد الدولي رغم الأزمات التي عصفت بها، وفي هذا الصدد يرى العديد من الخبراء والمحللين الاقتصاديين والسياسيين أن الحكومة الماليزية التي تخطط أن تجعل من ماليزيا بلدا صناعيا بالكامل بحلول عام 2020 قد نجحت في اجتياز الأزمات الاقتصادية التي مرت بها، والتي حدثت في عام 1997 حيث أدت هذه الأزمة إلى فقدان العملة الماليزية "الرينجت" نصف قيمتها، وبالرغم من هذا تمكنت من إنقاذ الاقتصاد الماليزي من الكساد.
 - محاربة كافة أنواع الفساد الإداري وتفعيل دور المؤسسات الرقابية لضمان عدم إساءة استخدام الوظيفة العامة والسلطة، وهذا أحد أدوات نجاح التجربة الإدارية الماليزية.
- اعتمدت ماليزيا على أسس لضمان نجاح تجربتها التنموية من خلال رسم هدف بعيد المدى يتجلى في أن تكون ماليزيا إحدى النور الاقتصادية العالمية، ومما يذكر أن إنجازات ماليزيا على صعيد التنمية الاقتصادية لم تأت من فراغ، بل كانت نتاج لاستراتيجيات تنموية، حيث اجتازت ماليزيا عددا من التحديات والأزمات والتي ضاعفت من رسوخ تجربتها التنموية، حيث شهدت اضطرابات عرقية دامية في أواخر الستينات من القرن الماضي، الأمر الذي جعل من القيادة الماليزية تسطر خطة اقتصادية جديدة تهدف إلى تحقيق التوازن بين مختلف العرقيات الماليزية.

المبحث الثاني: سوق رأس المال الماليزي

تعد سوق رأس المال الماليزية فريدة من نوعها باعتبار أن سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا تعمل بالتوازي مع السوق المالية التقليدية، ويعود سبب ظهور سوق رأس المال الإسلامي الماليزي إلى سببين أساسيين؛ هما الأزمة الآسيوية لعام 1997.

المطلب الأول: النظام المالي الماليزي

يقوم النظام المالي الماليزي على فكرة التعايش بين النظامين الإسلامي والتقليدي، ويمكن إيضاح هذا التعايش من خلال النقاط التالية:

الفرع الأول: التعايش بين النظامين الماليين التقليدي والإسلامي بماليزيا

تعد تجربة التعايش بين النظامين الماليين التقليدي والإسلامي بماليزيا من التجارب الرائدة كونها انعكست إيجابا على النمو الاقتصادي لماليزيا.

أولا: تجربة التعايش

اتضح معالم هذا التعايش من خلال اعتراف المصارف التقليدية بإمكانية قيام مصرفية لا ربوية في الواقع العملي، ترجمت من خلال إصدار قانون يسمح بفتح نوافذ إسلامية بالبنوك التقليدية الماليزية، كما يعتبر هذا الاعتراف تأكيدا على أهمية الانفتاح المصرفي على الأسس الفكرية والاجتماعية التي تقوم عليها المصرفية الإسلامية، فضلا عن أن ذلك كان تقريرا على أن النظام المالي الإسلامي نظام عالمي في مبادئه، إنساني في غايته ومقاصده وواقعي في مضامينه، خلافا لما يتخيله البعض عن واقعية هذا النظام وقدرته على مواكبة العصر والاستجابة للتطورات الحثيثة التي تغشى الحياة الاقتصادية والمالية العالمية المعاصرة¹، حيث يشكل النظام المصرفي والمالي الإسلامي العصب النابض في الاقتصاد الماليزي.

بالرغم من اهتمام ماليزيا بتحقيق التنمية الشاملة بمظاهرها الاقتصادية والاجتماعية مع الموازنة بين الأهداف والكمية والأهداف النوعية، إلا أن اهتماماتها التنموية كانت متماشية مع المبادئ الإسلامية التي كانت تتمحور حول جعل الإنسان محور النشاط التنموي وأداته، فأكدت تمسكها بالقيم الأخلاقية والعدالة الاجتماعية والمساواة الاقتصادية كما التزمت الحكومة الماليزية بالأسلوب الإسلامي في ممارسة مختلف الأنشطة الاقتصادية وتوجيه الموارد، ففي حين عملت على تحويل ملكية مختلف المشروعات الاقتصادية إلى القطاع الخاص، فقد نمت مسؤولية الأفراد وأشركتهم عمليا في تحقيق الأهداف القومية، واحتفظت بسهم خاص في إدارة المؤسسات ذات الأهمية الاجتماعية والاستراتيجية، لعدم التحلي عن دورها في ممارسة الرقابة والإشراف عليها².

وبعد مضي عقد من الزمن أثبت فيه المصرف الإسلامي قدرته على العيش جنبا إلى جنب مع المصارف التقليدية كما أدرك المسلمون وغيرهم إمكانية تنمية المال وتثمينه على أساس إسلامي بعيدا عن الطريقة التقليدية القائمة على اعتبار الفائدة أهم مرتكز وأساس تقوم عليه العمليات المصرفية، بل إن الإقبال الذي حظي به المصرف الإسلامي كان ذلك عاملا قويا دفع بعدد غير يسير من المصارف التقليدية إلى التفكير في الانضمام إلى فكرة المصارف اللاربوية، واعتبار أن الأساس للفكر المصرفي يقوم على الاعتداد بالأعمال والخدمات التي تجلب للمصرف

¹ قطب مصطفى سانو، في آفاق التعايش بين المصرفية التقليدية والمصرفية الإسلامية تجربة ماليزيا نموذجا، بحث مقدم إلى: المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص: 1565-1569.

² سناء عبد الكريم الخناق، الإطار المؤسسي والتشريعي لحاكمية المؤسسات المالية، التجربة الماليزية، متوفر على الموقع: <http://eco.univ-setif.dz>، ص: 79-80.

أكبر قدر من العائد سواء أكان ذلك العائد فائدة أم ربح، لذلك فإن العديد من المصارف التقليدية، بل إن 98% من المصارف التقليدية الكبرى في الدولة فتحت تباعا نوافذ إسلامية في داخلها.

ومع مرور الزمن عمدت بعض هذه المصارف إلى تحويل النوافذ الإسلامية إلى بنوك إسلامية منفصلة وقائمة بذاتها، بعد أن أدركوا نجاعة النظام المصرفي الإسلامي¹.

وأياً ما كان الأمر فإن منهجية التعايش بين النظامين التي أنشأتها القيادة السياسية قبل عقدين، تعد من أفضل وسائل الأسلمة الهادئة للنظام المصرفي التقليدي، كما أنها تعد من أكثر الطرق العملية بنجاعة وسدادا ووجاهة في إبراز محاسن النظام المصرفي الإسلامي، وإقناع العامة والخاصة بواقعيته وقدرته ومرونته وسعته، إذ لا يمكن إدراك سداد فكرة المصرفية الإسلامية ووجاهتها إذا لم يكن ثمة معايشة عملية بين هذه الفكرة والفكرة التقليدية السائدة، كما أن التحوّل السديد المدروس المنظم من المصرفية التقليدية إلى المصرفية الإسلامية لا يمكن له أن يتم إذا لم تكن معايشة بين المصرفيتين²

ثانيا: مميزات النظام المالي الماليزي

يتصف النظام المالي الماليزي بطبيعة خاصة يعكسها تعدد أدواته وتنوع مؤسساته وخضوعه دائما وبشكل مستمر للتطوير، كما اتسم بسياسته الحذرة والمتروية التي ظهرت بوضوح في تعامله مع الأزمات المالية التي صادفت الاقتصاد الماليزي خلال حقبة الثمانينات والتسعينات من القرن الماضي³، ومن أهم الملامح التي تبرز أهمية هذا القطاع نجد⁴:

- تمتلك ماليزيا نظاما ماليا شاملا يعمل على توفير نطاق عريض من المنتجات والخدمات المالية على أساس مبادئ الشريعة الإسلامية، وذلك في ظل الاهتمام بالصناعة المصرفية الإسلامية؛
- يعتبر النظام المالي والمصرفي الإسلامي العصب النابض في الاقتصاد الماليزي من خلال امتلاكه قنوات دولية تنافس في منتجاتها وخدماتها النظام التقليدي؛
- يعتبر المصرف الإسلامي أحد أهم المؤسسات المالية في المنظومة المصرفية في ماليزيا، والذي تأسس وفقا لميثاق البنوك الإسلامية لعام 1983، ولقد ساهمت الحكومة الفيدرالية من خلال مؤسساتها المالية المتعددة وهيئة الحج ب 65% من رأس المال المدفوع مقدما، بينما ساهمت الولايات المحلية ببقية رأس المال؛

¹ قطب مصطفى سانو، مرجع سابق، ص: 1569.

² المرجع نفسه، ص: 1579.

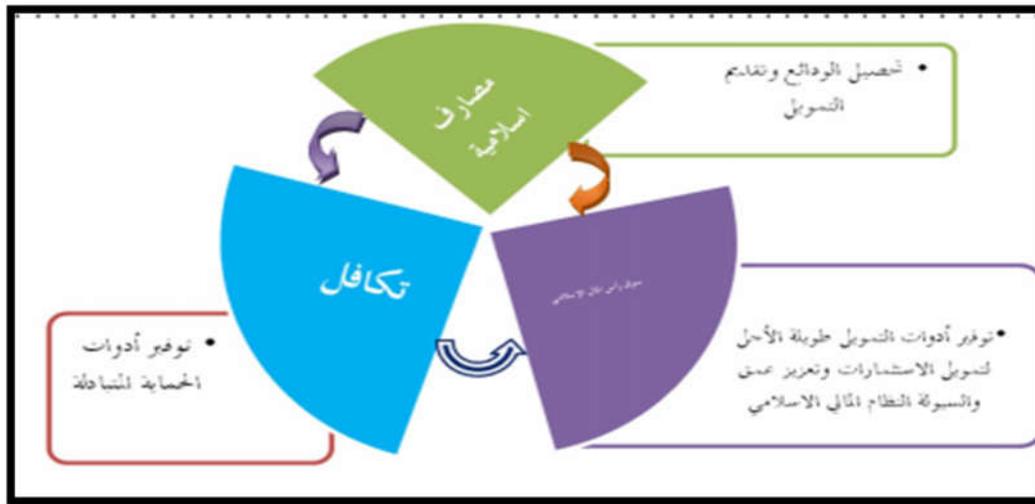
³ نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2014-2015، ص: 219.

⁴ راجع: سناء عبد الكريم الخنّاق: حوكمة المؤسسات المالية ودورها في التصدي للأزمات المالية، التجربة الماليزية، ص: 12، و سناء عبد الكريم الخنّاق: الإطار المؤسسي والتشريعي لحاكمية المؤسسات المالية، التجربة الماليزية، ص: 79-80.

- إن النظام المالي الإسلامي الذي تفرّغ من ماليزيا أصبحت لديه قنوات دولية تنافس في منتجاتها وخدماتها النظام التقليدي، حيث أن النظام المالي الإسلامي استطاع التأثير في النظام التقليدي في المعاملات الإسلامية، وتفوق عليه من ناحية الصلاحية والسلامة في ظل الأزمة المالية العالمية، مؤكداً أنه استطاع التأثير في المصارف التقليدية من خلال المعاملات المالية الإسلامية؛
- البنك المركزي الماليزي يضع نصب عينيه تطوير النظام المالي الإسلامي منذ ثلاثة عقود معتبرا أن هذا النظام جزء لا يتجزأ من النظام المالي الدولي؛
- يمتاز النظام المالي الماليزي ببعض التطبيقات والمؤسسات المالية كنظام التكافل - كنهج إسلامي لشركات التأمين- وصندوق الزكاة وكذلك صندوق الحج.

يتمتع النظام المالي الإسلامي بماليزيا بتكامل مختلف عناصره، وهو ما يمكن إبرازه من خلال الشكل التالي:

الشكل (3-1): تكامل مختلف عناصر النظام المالي الإسلامي في ماليزيا



La source : Mohammed Nurdin Ngadimon, **Overview of the Islamic capital Market and Recent Development**, Special Session on Islamic Finance , Bank of Mauritius , 21 May 2009,p: 12.

الفرع الثاني: التوجه الإسلامي للنظام المصرفي بماليزيا

تعتبر ماليزيا واحدة من أهم الدول الإسلامية في الشرق الآسيوي، وهذه الدولة ومنذ عام 1970 وهي تعمل بخطى متقدمة لتحسين الوضع العام للبلاد خصوصا الجانب الاقتصادي، هذا الأخير الذي تميّز بالريادة في المجال المصرفي الإسلامي، حيث أصبحت التجربة الماليزية اليوم تصدّر إلى العالم وتستقطب المتميزين من العلماء والباحثين في مجال المصرفية في العالم، من خلال العمل في ماليزيا أو من خلال تقديم

تجارهم في المؤتمرات وورش العمل والمحاضرات والاستشارات للإسهام في نهضة هذا القطاع، ومن اللافت للانتباه الاهتمام الكبير على مستوى الحكومة بقطاع المصرفية الإسلامية¹.

أولاً: اهتمام ماليزيا بالصناعة المالية الإسلامية

تعتبر ماليزيا مثالا مشجعاً جديراً بأن تحتذي به البلدان الأخرى في تطوير وتنمية أسواق رأس المال الإسلامية الخاصة بهم، فقد سمح النهج الشمولي الذي تتبعه ماليزيا في إطار سعيها لضمان سلامة الأطر القانونية والتنظيمية والاحترازية جنباً إلى جنب مع خلق بنية تحتية مواتية تمكنها من تشجيع وتحفيز إصدار وإدراج وتداول الأدوات الإسلامية في أسواق المال المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية².

وتشهد ماليزيا منذ عقود اهتماماً متزايداً بالصناعة المالية الإسلامية، فقد تأسس فيها أول بنك إسلامي 'بنك إسلام ماليزيا' سنة 1983، وبذلك تكون ماليزيا إحدى أوائل الدول الإسلامية التي اهتمت بالصناعة المالية الإسلامية، وكانت التجربة قد بدأت في العصر الحديث في مصر بتأسيس بنك ناصر الاجتماعي سنة 1971 لكن الصناعة بدأت نشأتها الواضحة مع تأسيس البنك الإسلامي للتنمية سنة 1975، ثم بنك دبي الإسلامي الذي تأسس في السنة نفسها، ثم بيت التمويل الكويتي سنة 1977، وبدأت الصناعة بعد ذلك تنتشر في أنحاء العالم الإسلامي خارجه³.

ومنذ سنة 2000 تطور العمل المصرفي في ماليزيا أين كانت تضم مصرفين إسلاميين و 17 بنك تجاري تعمل بالنافذة الإسلامية، وانتقل إلى 11 بنك إسلامي وثمانية بنوك تجارية وأربعة بنوك استثمار إسلامية، وخمسة مؤسسات للتنمية سنة 2007، هذا النمو السريع الذي شهدته ماليزيا كان من خلال تفعيل سياسة التحرير من قبل الحكومة الماليزية والسماح بمشاركة البنوك الأجنبية، وهو ما ساهم في دخول ثلاثة بنوك من الشرق الأوسط " مصرف الراجحي للاستثمار، شركة بيت التمويل الكويتي والاتحادات المالية

الإسلامية" بالإضافة إلى دخول البنوك الأجنبية مثل: Bank Malaysia Berhad HSBC , OCBC Bank Malaysia Bhd, Standard Chartered Bank Malaysia Bhd, Berhad Hong Leong Islam Bank Bhd, Commerce Tjari Bank Bhd في عام 2005 ليرتفع مجموعها إلى 17 بنك عام 2013⁴.

ويتجلى اهتمام ماليزيا بالصناعة المالية الإسلامية من خلال المجالات التالية:

1- على صعيد الخدمات المصرفية: من الجدير بالذكر أن ماليزيا تلعب دور القائد لهذه الصناعة في

المنطقة، بل أن ماليزيا هي القائد عالمياً في صناعة التمويل الإسلامي خاصة في مجالات مثل،

الخدمات المصرفية الإسلامية والصكوك والصناديق الاستثمارية المتوافقة مع أحكام الشريعة

¹ زيد عيادات، التجربة الماليزية نموذج للمصرفية الإسلامية، مقال منشور على الموقع: <http://kenanaonline.com>

² ماليزيا نموذج يحتذى به في تطوير سوق رأس المال الإسلامي، جريدة الوطن، منشور على الموقع: <http://alwatan.kuwait.tt/article/details.aspx?id=364230>، أطلع عليه بتاريخ: 2016/10/20.

³ زيد عيادات، مرجع سابق، متوفر على الموقع: <http://kenanaonline.com>

⁴ لشهب الصادق وبوريش أحمد، تحليل عوامل نجاح التجربة الماليزية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، عدد 01، 2015، ص: 94.

الإسلامية، ولا يزال قطاع التمويل الإسلامي الماليزي قويا ومستمرًا في تحقيق استدامة في النمو يدعمه في ذلك قوة البيئة التنظيمية والمبادرات الحكومية المتعددة التي تهدف إلى فتح أحدث الإمكانيات أمام التمويل الإسلامي، ويمثل القطاع المصرفي الإسلامي في ماليزيا سنة 2014 نحو 25,7% من إجمالي أصول النظام المصرفي كما تقود ماليزيا أسواق الصكوك العالمية القائمة كما في الربع الأول من عام 2014، كما أن هناك 287 صندوقًا إسلاميًا تتخذ من ماليزيا مقرًا لها، وهو أكبر عدد من الصناديق تجتمع في بلد واحد، هذا وقد شهد قطاع التأمين التكافلي الماليزي نموًا بنسبة 10% من حيث إجمالي أصول صناديق التكافل، في الوقت الذي وصل فيه إجمالي مساهمات التكافل 14% من إجمالي الأقساط والاشتراكات في صناعة التأمين والتكافل الكلية في ماليزيا¹.

2- على صعيد تنوع المنتجات المصرفية ونمو الأصول المالية الإسلامية: تعد ماليزيا من الدول الرائدة عالميًا في صناعة التمويل الإسلامي، كما تعتبر رائدة في نمو الحصة النسبية للأصول المالية الإسلامية، حيث شهد العام 2012 امتلاك ماليزيا لمخزون كبير من الأصول المالية الإسلامية والمعتمدة على ديناميكية النمو خارج قطاع النفط والتي تتضح من خلال الجدول التالي:

الجدول (3-2): تطور ونمو الأصول المالية الإسلامية بماليزيا خلال سنة 2012

أصول صناديق الثروة السيادية (مليار دولار)	قيمة الأصول المالية الإسلامية (مليار دولار)	نسبة الأصول المالية الإسلامية خارج الثروة السيادية (%)	معدل نمو الممتلكات المالية الإسلامية
39	102	18,90%	21,30%

La source : Pierre Charles PRADIER, **La Malaisie :hub Financier Mondiale ou Club Affinitaire Islamique ?**, Dynamiques Internationales ISSN 2105-2646, 09 Avril 2014, p:03.

يلاحظ من الجدول أن الموجودات المالية الإسلامية في الناتج المحلي الإجمالي تمثل الضعف في ماليزيا، الأمر الذي يدل على نمو وتطور الأصول المالية الإسلامية بماليزيا²، أمّا في مجال تنوع المنتجات المصرفية فماليزيا تعد رائدة في صناعة التمويل الإسلامي، خاصة في مجالات مثل الخدمات المصرفية الإسلامية والصكوك والمنتجات المالية الإسلامية، فقد تم تشكيل المنتجات المصرفية الإسلامية بماليزيا باستخدام مبدأ معاملات شرعية، كالمراجحة الاستصناع، الإجارة، المضاربة، المشاركة والوكالة وغيرها، إذ أن البنوك الإسلامية في ماليزيا تقدم أكثر من 50 منتج وخدمة والتي تطورت طيلة أربع فترات أساسية كالتالي³:

¹ ماليزيا نموذج يحتذى به في تطوير سوق رأس المال الإسلامي، مرجع سابق.

² Pierre Charles PRADIER, **La Malaisie :hub Financier Mondiale ou Club Affinitaire Islamique ?**, Dynamiques Internationales ISSN 2105-2646, 09 Avril 2014, p:03.

³ لشهب الصادق وبوريش أحمد، مرجع سابق، ص ص: 95-96.

- المرحلة 1 (1983): كانت المنتجات الأولية تتمثل في وديعة حساب التوفير ووديعة الحساب الجاري، المضاربة، حساب الاستثمار والبيع بالتعجيل لتمويل الإسكان.
- المرحلة 2 (1993): تمت إضافة منتجات جديدة مثل: المراجعة، تمويل رأس المال العامل بين البنوك الإسلامية سوق المال وتوريق الأصول.
- المرحلة 3 (1999): تم إدخال منتجات جديدة كبطاقات الائتمان الإسلامية والتمويل الإسلامي والإجارة الثابتة.
- المرحلة 4 (الوقت الحالي): تم فيها بداية العمل بالمشاركة والمشاركة المتناقصة، التمويل عن طريق المضاربة، المشتقات والمنتجات المركبة والتحوط، وجميع المنتجات الأخرى التي تم إدخالها حديثاً.
- 3- **على صعيد البنى التحتية:** أولت ماليزيا اهتماما بالغاً بالصناعة المالية الإسلامية، وقد تجلّى ذلك من خلال تأسيس بنية تحتية تتمثل في المؤسسات التالية
- **المركز الدولي لتعليم التمويل الإسلامي* INCEIF:** عبارة عن مؤسسة جامعية متخصصة تم تأسيسها من قبل البنك المركزي الماليزي في عام 2005 بهدف تطوير رأس المال البشري في مجال صناعة التمويل الإسلامي العالمية، وهي جزء من مبادرة ماليزيا لتعزيز التعليم في مجال التمويل الإسلامي للمجتمع المحلي والدولي، وتهدف لتكوين الإطارات وتفعيل المهارات والمعارف المتخصصة في مجال التمويل الإسلامي، كما تمنح درجتي الماجستير والدكتوراه في التخصص ذاته¹، ويعتبر من أهم الإنجازات التي تم تحقيقها لتعزيز تنمية رأس المال الفكري، بدأ أعماله في عام 2006 ويلعب دوراً تحفيزياً في إيجاد مجموعة كبيرة من الخبراء العلميين والمحترفين الماهرين في مجال الصيرفة والتمويل الإسلامي للوفاء باحتياجات الصناعة على الصعيدين المحلي والدولي.
- قدّم هذا المركز برامج احترافية وبرامج في الدراسات العليا ضمن الجهود لتوفير المواهب والمهارات اللازمة في المجال المالي الإسلامي، وذلك لأجل بناء المواهب الماهرة كأهم الشروط الضرورية لدعم التنمية النشيطة في مجال التمويل الإسلامي، ويعتبر رأس المال الفكري قوة رئيسية في تحريك الابتكارات والحفاظ على تنافس السوق لمواجهة التحديات في الصناعة المالية الإسلامية، ونتيجة للنمو السريع الذي يشهده النظام المالي الإسلامي، فقد اتخذ البنك المركزي الماليزي خطوة إستراتيجية بتأسيس مركز دولي في مجال التمويل الإسلامي، بهدف توفير مجموعة من المحترفين والمتخصصين في مجال التمويل الإسلامي للأسواق المحلية والدولية، كما أن

* يسعى المركز إلى أن يكون مركزاً دولياً للتفوق العلمي في مجال التمويل الإسلامي من خلال تحقيق جملة من الأهداف من بينها: تسهيل عملية تنسيق مبادرات رأس المال الإنساني وتخطيطها وتنفيذها لصناعة التمويل الإسلامي، خلق مواهب متفوقة للنظام المالي الإسلامي العالمي، تقديم شهادات احترافية وبرامج للدراسات العليا معترف بها دولياً، توفير باحثين ومعلمين موهوبين في مجال التمويل الإسلامي، حيث تنقسم برامج المركز إلى ثلاث برامج رئيسية تتمثل في: برنامج الشهادات الاحترافية، برامج الدراسات العليا وبرامج الأبحاث والنشر.

¹ INCEIF: <http://www.inceif.org>

تأسيس المركز يساعد على تعزيز روابط أوثق بين النظام المالي الإسلامي المحلي والنظام المالي الإسلامي الدولي واتخاذ ماليزيا مركزا رائدا في مجال التعليم المالي الإسلامي¹

- الأكاديمية الشرعية الدولية للبحوث في مجال التمويل الإسلامي **ISRA**: تم تأسيس الأكاديمية الشرعية الدولية للبحوث في مجال التمويل الإسلامي والمعروفة بشكل عام باختصار إسرا، لتعزيز البحوث التطبيقية في مجال الشريعة والتمويل الإسلامي، حيث تعمل كمستودع لآراء الشريعة الإسلامية 'الفتاوى'، كما تقوم بإجراء دراسات حول القضايا المعاصرة في الصناعة المالية الإسلامية، علاوة على ذلك تساهم الأكاديمية في تعزيز تنمية رأس المال البشري من الخبرات الشرعية المتعلقة بالتمويل الإسلامي، كما توفر منصة لزيادة التفاعل بين الممارسين والباحثين والهيئات التنظيمية والأكاديميين من خلال البحث والحوار على الصعيدين المحلي والدولي²، تأسست الأكاديمية من خلال قيام البنك المركزي بإنشاء صندوق وقف بمبلغ 500 مليون رينجت ماليزي، لدعم مبادرة تنمية رأس المال الفكري، فأُسست لتكون مركزا عالميا للبحوث الشرعية المتعلقة بالقضايا الاقتصادية المالية المعاصرة، تم تأسيسها في شهر مارس 2008 بكوالالمبور لتعزيز مسيرة المالية الإسلامية ببعديها المحلي والدولي في إطار الجهود الرامية لجعل ماليزيا مركزا ومرجعا عالميا للمالية الإسلامية، وتتمثل الأهداف الرئيسية للأكاديمية في³:

- الريادة في إجراء البحوث الشرعية التطبيقية في المالية الإسلامية؛
- إثراء موارد المعرفة في المالية الإسلامية من خلال تطوير مجموعة بحثية متكاملة تتكون من بحوث العلماء والخبراء في المالية الإسلامية؛
- توفير الوسائل لتنمية ممارسات الشريعة في المالية الإسلامية من خلال تنمية القدرات العلمية في الشريعة؛
- نشر مفاهيم التفاهم والاحترام المتبادل بين الآراء الفقهية المختلفة، وقد لعب مجلس علماء إسرا المعروف بـ COS دورا فعّالا في تحقيق هذا الهدف كوسيط لتعزيز مفاهيم التفاهم والاحترام المتبادل.

- الجامعة الإسلامية الدولية بماليزيا **IIUM**: تأسست الجامعة بتاريخ 23 ماي 1983، وهي جامعة حكومية من أحد المؤسسات التابعة للتعليم العالي، بدعم من حكومات الدول الإسلامية من بينها ماليزيا، السعودية، جزر المالديف، تركيا، باكستان وبنغلادش وتبناها منظمة المؤتمر العالمي الإسلامي، كما يتضمن منهجها برنامجا خاصا للمالية الإسلامية من مرحلة البكالوريوس إلى الدكتوراه⁴.

¹ زاهر الدين محمد الماليزي، تجربة ماليزيا في التنسيق بين المؤسسات المالية الداعمة للمصرفية الإسلامية، بحث مقدم إلى: مؤتمر المصارف الإسلامية " بين الواقع والمأمول" ، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 ماي -3 جوان 2009، ص ص: 20-21.

² <http://www.isra.my>

³ زاهر الدين محمد الماليزي، المرجع نفسه، ص ص: 30-34.

⁴ <http://www.iium.edu.my>

4 - على صعيد المبادرات الحكومية " ماليزيا عاصمة للتمويل الإسلامي "

تأتي مبادرة ماليزيا عاصمة للتمويل الإسلامي ضمن رؤية أطلقها رئيس الوزراء السابق مهاتير محمد لتكون ماليزيا دولة صناعية متقدمة، وتم تحديد تسعة تحديات أساسية أمام ماليزيا يتوجب تخطيطها كي تصبح دولة متقدمة من بينها: تحقيق الوحدة الوطنية والسلام داخل الدولة، خلق مجتمع ماليزي حر الفكر وآمن ومتطور، وعلى صعيد القدرة التنافسية للاقتصاد فقد حددت الرؤية أهمية تطوير كافة القطاعات الصناعية والزراعية والخدمية، وضرورة التركيز على الكفاءة والتنافسية والكفاءة الإنتاجية وتقليل الأعباء الإدارية على الحكومة وتنويع الصادرات وتنويع الأسواق¹.

5 - على صعيد القوانين التي تعنى بالصيرفة الإسلامية

دشن بالعاصمة الماليزية كوالالمبور أول دليل للصيرفة الإسلامية[□] بحضور عشرات من العلماء والخبراء في مجال الصيرفة الإسلامية، وأطلق عليه تقرير القانون التجاري الإسلامي لعام 2016*، وهي خطوة متقدمة لردم الهوة بين المنتجات الإسلامية وتقليص الخلاف بين المؤسسات الإسلامية التي تعنى بالصيرفة الإسلامية في العالم والتي تجاوزت 27 مؤسسة بحثية. وتعتبر ماليزيا أول دولة تعتمد قانونا للصيرفة الإسلامية والذي أطلق عليه، تقرير القانون التجاري الإسلامي لعام 2016، وجاء قانون الصيرفة الإسلامية نتيجة جهود كبيرة بذلتها الأكاديمية بالتعاون مع مؤسسة رويترز لتقديم الأحكام الإسلامية الخاصة بصناعة التمويل والصيرفة للمعنيين من الأفراد والمؤسسات والشركات بشكل يسير وسلس، إضافة إلى أنه يسعى إلى الموازنة بين الأحكام الشرعية والقانونية.

¹ فضل عبد الكريم محمد البشير، تطبيقات دولية معاصرة في التحول نحو الاقتصاد والتمويل الإسلامي، تنافسية عواصم الاقتصاد الإسلامي بين المعيارية والمثالية، بحث مقدم إلى: المؤتمر السنوي الثالث والعشرون: الاقتصاد الإسلامي، الحاجة إلى التطبيق وضرورات التحول، كلية القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، المنعقد يومي: 06-07 أكتوبر 2015، ص ص: 397-398.

[□] تعد ماليزيا من أوائل الدول التي بدأت في وضع قواعد مضبوطة للمعاملات المالية الإسلامية، عندما بدأت في ستينيات القرن الماضي وضع أسس غير ربحية لاستثمارات صندوق الحج، وعندما دشن أول بنك إسلامي عام 1983 كانت ماليزيا الدولة الوحيدة التي لها قانون يتعلق بالتمويل الإسلامي، ثم قام البنك المركزي الإسلامي بتأسيس مؤسستين بحثيتين لتنمية العلوم المصرفية الإسلامية ووضع القواعد الشرعية لها، وهما: المركز العالمي للتمويل الإسلامي بميزانية تجاوزت مليون دولار، ثم تبعته أكاديمية إسرائ، ورغم حداثة المؤسسات المالية الإسلامية التي بدأت منذ عقدين تقريبا مقارنة بمؤسسات الاقتصاد التقليدي التي نشأت منذ أكثر من قرنين، فإن التمويل الإسلامي يعتبر الأكثر نموا في العالم، كما أثبتت مؤسسات التمويل الإسلامي قوتها في ظل الأزمة المالية العالمية التي هزت الأسواق العالمية سنة 2008 وذلك نظرا لأن الاقتصاد الإسلامي نوعي ويعتمد على أرصدة حقيقية غير وهمية.

* هذا الدليل يعالج نقص المعلومات بالنسبة للمتعاملين غير المختصين.

ثانيا: نشأة العمل المصرفي الإسلامي بماليزيا

بدأت تجربة الصيرفة الإسلامية* في ماليزيا رسميا بإنشاء "بنك إسلام" الماليزي في مستهل يوليو 1983، إلا أن النواة الأولى للصيرفة الإسلامية في ماليزيا سبقت ذلك التاريخ بكثير، وتجلت من خلال إنشائها لنظام ادخار إسلامي للراغبين في الحج من المسلمين ضمن ما يسمى بصندوق الحج "تابونغ حاجي" والذي يعمل على استثمار أموال المدخرين في استثمارات حقيقية لا تتعامل بالربا.

إلا أن الصيرفة الإسلامية* كمؤسسات مالية ظهرت في عام 1983، أي بعد ولادتها في المشرق العربي إلا أنها سبقتها بأشواط، حيث تبنتها الحكومة الماليزية وبقوة عندما أصدرت قانون المصارف الإسلامية الذي يسمح بإنشائها تماشيا مع الصناديق التي تم استحداثها في الستينات "صناديق الحج"، كما كونت هيئة شرعية وطنية وأنشأت سوقا مالية إسلامية كل ذلك دعما لهذه التجربة وأخذها بيدها، حيث مرّ التوجه الإسلامي للنظام المصرفي الماليزي في ما يلي¹:

- الفترة الأولى: التعريف والترويج للصيرفة الإسلامية (1970-1980)

تعتبر هذه المرحلة من المراحل الهامة في تطور النظام المالي الإسلامي بماليزيا، حيث ركزت الحكومة الماليزية خلال هذه المرحلة على حملات التعريف بالخدمات المالية الإسلامية، والتعريف بها عبر العديد من المنتديات والمؤتمرات وورش العمل، ذلك بغرض تهيئة المناخ العام للمجتمع الماليزي حتى يتم الإعداد الجيد والبدء من نقطة سليمة، وفي العام 1970 تقدمت الحكومة الماليزية بطلب رسمي مشفوعا بمقترح لمنظمة المؤتمر الإسلامي بشأن رغبة ماليزيا في إنشاء وتأسيس مصرف يقدم خدماته المالية وفقا لتعاليم الشريعة الإسلامية، أما في العام 1980 فقد تم تنظيم فعالية الكونغرس الاقتصادي للبومبيترا The Economic Congress Of Bumiputr بالجامعة الوطنية الماليزية، ومن أهم مخرجات تلك الفعالية رفع توصية

* تعرّضت التجربة المصرفية الإسلامية إلى العديد من الاعتراضات أهمها وأكثرها شرعية وقليل منها تشغيلية فعلى سبيل المثال الاعتراضات الشرعية نجد؛ مسألة الموافقة الشرعية على إنشاء النوافذ الإسلامية، حيث أقرّ البعض أنه لا يجوز إنشاء نوافذ إسلامية في بنوك هي أصلا غير إسلامية، ذلك أن البنوك التقليدية تعتبرها أسلوب تسويقي لجذب المسلمين في ماليزيا، كذلك مسألة المواقف الشرعية لوضع معايير يقال بها أنه يجوز الاستثمار في مشروع ما، حيث أن الماليزيين يقولون بأنه إذا تم الاستثمار في مشروع نشاطه حلال بنسبة 80% على سبيل المثال، فإنه يكون حلال شريطة أن يتم خصم 20% من الأرباح والتبرع بها، والبعض الآخر يقول أنه لا يجوز بأي حال من الأحوال الاستثمار في أي مشروع إلا إذا كان نشاطه ورأسماله حلال 100%، ومن الاعتراضات الشرعية أيضا نجد مسألة بيع الدين وبيع العينة والمتاجرة بالصدك وخلق مشتقات، هذه كلها مسائل فقهية مختلف عليها، أصدر فيها الكثير من العلماء تصاريح قوية بالتحفظ عليها، أما أهم الاعتراضات التشغيلية فهي تتعلق بالسماح للبنوك الأجنبية بهذه السرعة للعمل في ماليزيا، في حين لم تكن البنوك المحلية مستعدة بأكملها للمنافسة. (سليمان عبد الله ناصر، تجربة ماليزيا ومقارنتها بالتجربة اليمنية، مؤتمر المصارف الإسلامية في اليمن، ص: 02، <http://www.kantakji.com>)

* ما يميز التجربة الماليزية في مجال الصيرفة الإسلامية، هو أنها تجربة بدأت لتستمر وتتمو فالهدف مرسوم ومحدد والتجربة تحظى بأولوية ودعم حكومي، كما أنها دعمت بإنشاء عدد كبير من الجامعات ومراكز البحث التي تهتم بالتطوير والابتكار في هذا المجال، كما تقدم ماليزيا نفسها بصفتها رائدة للصيرفة الإسلامية خلال المؤتمرات العالمية واللقاءات الدورية للباحثين.

¹ للاطلاع راجع:

- عثمان ظهير وسعد السهيمي، كوالالمبور بوابة للمستثمرين المؤسسين ومستثمري القيمة الصافية، مقال متوفر ضمن الموقع: <http://islamfin.go-forum.net>
- ضرار الماحي العبيد أحمد، التجارب العالمية في مجال الصيرفة الإسلامية التجربة الماليزية، صيغة المراجعة، دراسة حالة بنك إسلام ماليزيا (1984-2012)، بحث مقدم إلى: مؤتمر مجمع الفقه الإسلامي، الخرطوم، نوفمبر 2013، ص: 09-10.
- عبد الله بن ربيعان، ماليزيا و30 عاما من الصيرفة الإسلامية، جريدة الحياة، متوفر ضمن الموقع: <http://www.alhayat.com>

إلى الحكومة الماليزية بضرورة البدء في إنشاء مصرف إسلامي يقدم خدماته المالية للشرائح المسلمة بالدولة ولكل قطاعات المجتمع المختلفة وفقا للمبادئ والتعاليم الإسلامية، وتحت رقابة وإشراف البنك المركزي الماليزي، وتنفيذا لتلك التوصية شكلت الحكومة الماليزية لجنة تسيير قومية بغرض دراسة الجوانب القانونية والتشريعية والتشغيلية المطلوبة ووضع مقترح لإنشاء مصرف إسلامي، وأكملت اللجنة المشار إليها أعمالها ومهامها الموكلة إليها، ورفعت توصياتها النهائية مع نهاية العام 1982، وذلك بوضع كافة الترتيبات الضرورية واللازمة لتأسيس مصرف إسلامي بماليزيا.

- الفترة الثانية: بداية الصيرفة الإسلامية (1980-1992)

يمكن اعتبار هذه الفترة بالفترة التجريبية، حيث تميزت بإنشاء بنك Bank Islam Malaysia Berhad وكان ذلك في يوليو 1983، وتزامن عمل بنك إسلام ماليزيا مع إصدار أول قانون يضبط المصرفية الإسلامية بماليزيا، وهو قانون الصيرفة الإسلامية Islamic Banking Act حيث كان الهدف من إنشاء بنك إسلام ماليزيا هو جس نبض موقف المشهد المصرفي المحلي، والذي تجاوب مع هذه الفكرة، كما تم إصدار قانون التكافل الإسلامي لينظم عمليات التكافل الإسلامية وذلك في العام Takaful Act 1984 فكانت البداية الأولى لتطور نجاح التجربة الماليزية في التمويل الإسلامي.

- الفترة الثالثة: التوسع المحلي في النظام المصرفي الإسلامي (1993-1999)

كان هدف الأجهزة الماليزية المنظمة للنظام المالي والمصرفي في هذه الفترة هو إيجاد وتهيئة بيئة محلية تنافسية ملائمة ومناسبة بين المصارف التجارية والشركات المالية الأخرى، التي تقوم خدماتها المصرفية المتنوعة، حيث أطلقت الحكومة الماليزية في هذه الفترة مخطط المصارف بدون فوائد IBS سنة 1993، عندما قدّم بنك نيجارا ماليزيا مخططه المصرفي بدون فوائد، كما سمح هذا المخطط بإنشاء نوافذ إسلامية في البنوك التقليدية، الأمر الذي مكّن الإدارات المالية الإسلامية من الاستفادة من المحاسبة وإدارة منفصلة للأنشطة التقليدية، كما أن العمل بمفهوم النافذة الإسلامية منذ مارس 1993 سمح أيضا للبنوك التقليدية الموجودة أن تنتج المنتجات والخدمات الإسلامية، كما أن معظم البنوك الأجنبية المهتمة عرضت مخططات لذلك بغية الحصول على نسب في السوق، كما تم تأسيس نظام مصرفي إسلامي عام 1999 يضمن العمل بدون فوائد، وشهدت السنة الأولى لهذه المرحلة الإعلان عن إنشاء ما يعرف بسوق رأس المال الإسلامي Islamic Capital Market، وفي العام 1994 تم العمل بسوق النقد الإسلامي بين المصارف التجارية Islamic Inter-Banks Money Market، كما أصدر البنك المركزي الماليزي في العام 1997 قرارا بإنشاء مجلس أعلى للرقابة الشرعية National Shar'ah Advisory Council تابع للبنك المركزي الماليزي، غرضه الرئيسي التنظيم والرقابة والإشراف على عمل الصيرفة المالية الإسلامية، وشركات التكافل بماليزيا ووضع التوجيهات والمبادئ التي تتوافق والتعاليم الإسلامية.

أمّا العام 1999 فقد شهد ميلاد مصرف إسلامي كامل هو بنك معاملات ماليزيا وذلك بالتحويل التام عن ما يسمى بنك بومبيتر ماليزيا التقليدي ليصبح بنك معاملات ماليزيا، ثاني مصرف ماليزي يقدم خدماته كاملة وفقا للمبادئ والقواعد الإسلامية، وفي ذات العام أصدرت بورصة كوالالمبور للأوراق المالية مؤشر كوالالمبور الإسلامي للأوراق المالية.

- الفترة الرابعة: تعميق النظام المصرفي الإسلامي والانفتاح نحو الخارج (بعد سنة 2000)

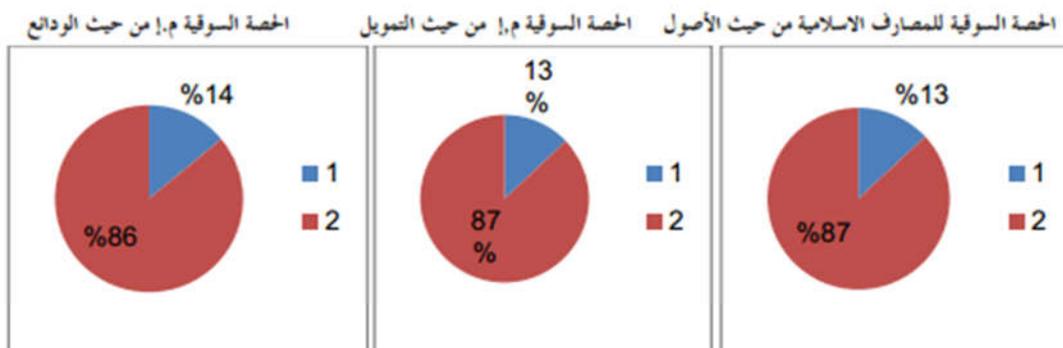
تهدف هذه المرحلة إلى تعميق وتحرير المالية الإسلامية داخل النظام المالي الماليزي والانفتاح نحو العالم الخارجي Financial Liberalization من خلال قيام البنك المركزي الماليزي بالسماح لبعض المصارف الإسلامية الأجنبية الكبرى للعمل بماليزيا، من خلال منحهم تراخيص رسمية لتقديم خدمات الصيرفة الإسلامية بماليزيا، حيث شهدت هذه الفترة بداية عمل بعض المصارف الإسلامية الكبرى من دول الشرق الأوسط، مثل: بيت التمويل الكويتي، مصرف الراجحي الإسلامي وبنك قطر الإسلامي.

ومنذ عام 2000 بلغ نمو قطاع الخدمات المصرفية الإسلامية في ماليزيا 18% في المتوسط سنويا من حيث الأصول، ولكن كان هدف الحكومة الماليزية هو تحقيق نمو يفوق 20% وهذا يعتبر جزءا من طموح على المدى الطويل لتحويل ماليزيا إلى مركز الخدمات المصرفية الإسلامية العالمية الرائدة.

وعلى الرغم من أن القطاع المصرفي الإسلامي بماليزيا تم إنشاؤه على مدى ثلاثة عقود، إلا أن حصتها في السوق لا تزال منخفضة بالمقارنة مع القطاع المصرفي التقليدي، من حيث التمويل والاستحواذ الذي يتراوح ما بين 13% إلى 14% فقط من إجمالي حصة الأسواق المصرفية التي تبقى بعيدة عن ما تحققه البنوك التقليدية، والشكل التالي يوضح الحصة السوقية للمصارف الإسلامية مقارنة بالمصارف التقليدية لسنة 2007:

الشكل (3-2): الحصة السوقية للمصارف الإسلامية مقارنة بالمصارف التقليدية في ماليزيا لسنة

2007



المصدر: لشهب الصادق وبوريش أحمد، مرجع سابق، ص: 91.

لا تزال هناك إمكانية كبيرة لتطوير الخدمات المصرفية الإسلامية، حيث أن النظرة الإيجابية السائدة هي جذب العملاء خاصة غير المسلمين نحو الصيرفة الإسلامية، وهو أمر مهم لأن المصارف الإسلامية يمكنها من أن تتنافس بشكل مباشر مع البنوك التقليدية تحت النظام المصرفي المزدوج من أجل الاستحواذ على أكبر حصة في السوق، وتطوير قدرتها التنافسية التي تمكنها من تلبية احتياجات عملائها، حيث لعبت الخدمات المصرفية الإسلامية دورا هاما في الصناعة المالية الشاملة بماليزيا.

المطلب الثاني: الإطار العام لسوق رأس المال الماليزي

تعد سوق رأس المال في ماليزيا أداة أساسية من أدوات النمو الاقتصادي للبلاد، لما لها من أثر إيجابي على النشاط الاقتصادي وذلك من خلال تحريك الأموال بين فئتي الفائض والعجز.

الفرع الأول: مفهوم ونشأة سوق رأس المال الماليزي

أولاً: مفهوم سوق رأس المال الماليزي

تعرف سوق رأس المال على أنها: " سوق الصفقات المالية طويلة الأجل والتي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في شكل إصدارات طويلة الأجل، ولا يختلف مفهوم سوق رأس المال الماليزي عن المفهوم السابق، غير أن هذا الأخير يتكون من قسمين؛ هما: سوق رأس المال الإسلامي وسوق رأس المال التقليدي¹.

ثانياً: نشأة سوق رأس المال الماليزي

تعود جذور صناعة الأوراق المالية في ماليزيا إلى نهاية القرن التاسع عشر، كامتداد طبيعي لوجود الشركات البريطانية خصوصا في صناعات المطاط والقصدير، وقد بدأ الاتجاه نحو إنشاء سوق منظمة للأوراق المالية في ماليزيا منذ عام 1930، حينما تم إنشاء جمعية سماسرة بورصة سنغافورة Singapore Stockbrokers Association كأول جمعية منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية، لكن ظهور سوق رأس المال في ماليزيا بالبعد الحقيقي كان في أوائل الستينات، وتمت عملية تطوير هذا السوق تدريجيا حيث تأسست بورصة الملايو وبدأ تداول الأوراق المالية بها في سنة 1960، وقد شكلت غرفتان للتعامل في عام 1961 إحداهما في ماليزيا والأخرى في سنغافورة اعتبرت بمثابة سوق واحدة تم ربطها باستخدام خطوط الهاتف وتسجل وتتداول فيها الأسهم نفسها، وفي عام 1963 تم تشكيل سوق ماليزيا للأوراق المالية مع خروج سنغافورة من الاتحاد الماليزي، استمرت السوق في أداء وظائفها ولكن كسوق مشتركة بين كل من دولتي ماليزيا وسنغافورة، وفي عام 1973 انقسمت إلى كيانين مستقلين هما؛ بورصة كوالالمبور للأوراق المالية KLSE وبورصة سنغافورة للأوراق المالية SES، غير أن الارتباط بين البورصتين

¹ سناء نزار وموسى رحمانى، دور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال -دراسة سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة 2000-2014- مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 19، جوان 2016، ص: 86.

ظل قائما، حيث استمر تسجيل أسهم الشركات الماليزية وأسهم الشركات السنغافورية في كلتا البورصتين واستمر هذا الارتباط قائما حتى عام 1990، حينما تقرر إلغاء تسجيل أسهم الشركات الماليزية في بورصة سنغافورة وإلغاء تسجيل أسهم الشركات السنغافورية في بورصة كوالالمبور، وبعد عام 1993 شهد سوق رأس المال الماليزي تطور ملحوظ بتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية وبورصة كوالالمبور للأسهم KLSE والتي تأسست عام 1994، وسوق المشتقات وسوق السندات بجانب تقديم بعض المعاملات المالية الجديدة مثل شهادات الشراء من الأسهم الموجودة Call warrants وشهادات الشراء من الأسهم الجديدة Warrants ليصبح هذا السوق مصدرا رئيسا لتمويل المشروعات ذات رؤوس الأموال الكبيرة التكوين الرأسمالي الذي كان يحصل عليه القطاع العام والخاص¹.

الفرع الثاني: أقسام سوق رأس المال الماليزي

ينقسم سوق رأس المال الماليزي إلى:

أولا: سوق الملكية

في الإطار العام لماليزيا، كان سوق الملكية عبارة عن السوق الذي يوفر المعاملات والخدمات المتعلقة بتداول أدوات الملكية مثل الأسهم وشهادات صناديق الاستثمار وخدمات السمسرة، سواء كانت تقليدية أم إسلامية، وكل الشؤون المتعلقة بتداول الأسهم يتم تداولها في البورصة الماليزية للأوراق المالية التي أسست في عام 1973 باسم بورصة كوالالمبور للأوراق المالية المحدودة²، وتعد سوق الملكية أهم سوق حيث توفر للمستثمرين فرصا كبيرة في تنمية وزيادة رؤوس الأموال، كما توفر هذه السوق الفرصة للاستثمار طويل الأمد، حيث أنها تمكن المستثمر من أن يصبح مالكا لجزء من أصول الشركة المقيدة بالبورصة، مما يسمح له بالحصول على جزء من أرباحها في نهاية السنة أو يتحمل الخسارة إن تحققت.

تخضع هذه السوق عند تنفيذ عملياتها لرقابة قانون الشركات لعامي 1983 و 1987 ومجموعة القوانين في الحياة والاندماج لعام 1987³، حيث شرعت هذه القوانين من أجل توفير الظروف الملائمة لسير عملها، ولعل أبرزها: قانون الشركات الصادر في 1965 وتعديلاته عام 1986، قانون صناعة الأوراق المالية لسنة 1983

¹ راجع كل من:

- نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، قسم إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، ص: 84-85.
- نورين بومدين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، مجلة تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد الخامس، العدد 10، أيار 2013، ص: 135-136.

² Keat Gin Ooi, *Historical Dictionary of Malaysia*, Scarecrow press, United States of American, 2009, p: 50.

³ نصبة مسعودة، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال، تجربة ماليزيا أنموذجا، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012-2013، ص: 241.

وتعديلاته لسنة 1987، قانون الحفظ المركزي لسنة 1991، قانون لجنة الأوراق المالية لسنة 1993 وتعديلاته لسنة 2011، قانون سوق الأوراق المالية والخدمات لسنة 2007 وتعديلاته لسنة 2011.

تحتوي سوق الملكية في سوق رأس المال الماليزي على¹:

- القائمة الرئيسية **Main Board**: عبارة عن قائمة أولى تسجل فيها الشركات التي لا يقل رأس مالها عن 60 مليون رينجت ماليزي.
- القائمة الثانوية **Secondary Board**: عبارة عن قائمة ثانية تسجل فيها الشركات التي لا يقل رأس مالها عن 40 مليون رينجت ماليزي.
- البورصة الماليزية لعرض الأسعار الأوتوماتيكية والتعاملات للأوراق المالية المحدودة **MESDAQ**:

وفي ما يلي عرض لأهم الأدوات المالية المتداولة بها:

- أ- **الأسهم العادية Ordinary Shares**: تسمى أيضا أسهم رأس المال، حيث تمنح الأسهم العادية حقوق الملكية في الشركة، مثل الحق في المشاركة في الأرباح والحق في التصويت في الاجتماعات العامة وانتخاب المديرين وفصلهم، كما يتم منح التزامات الملكية وقد يؤدي ذلك إلى خسارة أموال المستثمر إذا لم تنجح الشركة، وليس لها حقوق خاصة على الأسهم الأخرى، وفي حالة التصفية يتم ترتيب الأسهم العادية بعد جميع المطلوبات الأخرى للشركة².
- ب- **الأسهم الممتازة Preference Shares**: تمثل صك ملكية تمول بواسطتها منشآت الأعمال من خلال منح حق الملكية لحاملها، وهي عكس الأسهم العادية من حيث أنها تمنح صاحبها حقوقا كثيرة وامتيازات كثيرة، ومن أهم هذه الحقوق نجد³:
 - حق الأفضلية في حصص الشركة ويقصد به حق الأفضلية والأولوية في الحصول على بعض الأنصبة من الأرباح، أو في استعادة رأس المال، أو في الحصول على أرباح ثابتة بغض النظر عن مدى ربح الشركة أو خسارتها.
 - حق استعادة السهم كاملا عند تصفية الشركة.
 - حق الحصول على أصول متعددة، وذلك في الجمعيات المختلفة التي تنعقد لتأسيس الشركة أو تسيير أعمالها، ويتمتع المساهم عند التصويت بعدد من الأصوات يساوي عدد أسهمه، وتلجأ

¹ Ranjit Ajit Singh , Zainal Azman Yusof, **Development of the Capital Market In Malaysia**, AT 10 , Research Conference, 7-8 March 2000, p: 09.

² Bursa Malaysia, in: <http://www.bursamalaysia.com/market/securities/equities/products/shares>

³ محمد الأمين ولد عالي، التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية " السوق المالية الإسلامية في ماليزيا والبحرين كمثال تطبيقي"، الطبعة الأولى، دار ابن حزم، بيروت، لبنان، 2011، ص ص: 168-169.

الشركة إلى إصدار هذه الأسهم ووضعها للاكتتاب بامتيازات معينة قصدا لجذب الجمهور إلى شرائها، وبالتالي تحقيق أغراض معينة للشركة منها؛ توسيع رأس مالها، وبالتالي توسيع خدماتها ومشروعاتها المختلفة أو سعيها لمعالجة مشكلاتها المالية المحدقة بها.

تتنوع الأسهم الممتازة في سوق رأس المال الماليزي إلى¹:

- **الأسهم الممتازة المشاركة:** وتمثل الأسهم التي لها عائد ثابت من الربح مقابل عدم تمكنها من المشاركة في الأرباح؛
- **الأسهم الممتازة التراكمية:** وهي التي يحق لحاملها الحصول على أرباح متراكمة إضافة إلى عائد ثابت من الربح وتمنح قبل التوزيع على حملة الأسهم العادية؛
- **الأسهم الممتازة غير التراكمية:** هي التي يفقد حاملها الحصول على الأرباح التراكمية، في حين يحق لحاملها الحصول على عائد ثابت من الربح؛
- **الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:** هي التي يمكن استدعاؤها من طرف الشركة في أي وقت قبل الاستحقاق، مقابل قيمة أعلى من قيمتها الاسمية؛
- **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:** تعطي لحاملها الحق في تحويلها إلى أوراق مالية أخرى عادة ما تكون أسهما عادية.

ج- وحدات الاستثمار العقاري Property Trust Units: تمثل فئة الأصول الرئيسية في محفظة الاستثمار، وتمنح للمستثمرين خيار للاستثمار من خلال دفع جزء بسيط من أسعار العقارات، كما توفر وسيلة للاستثمار في العقارات التجارية ذات الحجم الكبير بدون الحاجة إلى شراء العقارات مباشرة، كما توفر تدفق دخل مستقر وعوائد توزيع جذابة².

د- شهادات الشراء من الأسهم الموجودة Call Warrants: تمثل حق يسمح لصاحبها أو المستثمرين بشراء كمية من أسهم الشركة المعنية القائمة في البورصة في فترة محددة وبسعر معين مسبقا وليس التزاما، وعادة تستخدم من قبل المستثمرين الذين يتوقعون أسعار الأسهم، وعادة تصدر هذه الشهادات من قبل الطرف الثالث "الوساطة المالية" على أساس الأسهم المتاحة، لذا هذه الشهادات لا ترفع رأس مال الشركات أو سيولة الأسهم فيها لأن الأسهم المساندة على هذه الشهادات صادرة من قبل الشركات التي لم تتعلق لها تلك الوساطة المالية، ولكن يجب عليها سد المتطلبات من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية تحت التعليمات لإصدارها، ولها مدة استحقاق سنتان على الأكثر.

¹ محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزي، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف، 2012-2013، ص: 165.

² Bursa Malaysia, in: <http://www.bursamalaysia.com/market/securities/equities/products/shares>

هـ- شهادات الشراء من الأسهم الجديدة Warrants Transferrable Subscription

Rights: تعطي هذه الشهادات لحاملها الحق وليس الالتزام في شراء كمية محددة من الأسهم العادية الجديدة التي ستصدرها الشركات المدرجة في البورصة الماليزية بضمن معين في فترة محددة مسبقاً، ولها مدة استحقاق محددة بمحدود عشر سنوات، حيث إذا كان حامل الحق "المستثمر" لم ينفذ هذه الشهادات خلال فترة الاستحقاق، فليس له حق لاكتتاب الأسهم الجديدة، وفي وقت التنفيذ لهذه الشهادات تصدر الشركة أسهماً إضافية لتنفيذ التزامها للحول على سيولة من الأسهم، ومن أحد أغراضها حماية حقوق المساهمين القدامى في حالة إصدار أسهم جديدة بقيمة أقل من القيمة المتداولة في السوق، وقد يستعاض عنها أحياناً بإصدار أسهم مجانية للمساهمين القدامى، وفي التجربة الماليزية في الوقت الحاضر تلحق هذه الشهادات بإصدار السند Bond With Warrant الصادر من قبل الشركة ذاتها، حيث كانت هذه الشهادات مفصولة عن السند وتداولها منفصل¹.

ثانياً: سوق السندات

عبارة عن سوق غير منظمة يتم فيها تداول السندات الصادرة عن الحكومة الماليزية أو الشركات الخاصة في ماليزيا، والسندات المتداولة في هذه السوق تشير إلى قروض طويلة الأجل بمدة استحقاق أكثر من سنة واحدة، ومن بين السندات المتداولة في سوق رأس المال الماليزي ما يلي:

- **السندات الحكومية:** يقصد بها صكوك المدينة متوسطة وطويلة الأجل التي تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها، أو بهدف مواجهة التضخم وتصدر الحكومات هذه السندات لآجال تتراوح بين 7 و 30 سنة، ويحق لحاملها بيعها إلى آخر دون انتظار تواريخ الاستحقاق، كما يمكن لتلك السندات أن تتضمن حق الحكومة في استدعاء السند ببيع وتواريخ محددة سلفاً² كان أول إصدار للسندات الحكومية في ماليزيا في أواخر السبعينات للاكتتاب العام، وكانت معروفة بالأوراق المالية الحكومية الماليزية، ولقد أصدرت هذه الصكوك من أجل تمويل المشاريع التنموية الحكومية.
- **سندات الشركات:** يتم إصدارها في ماليزيا من طرف القطاع الخاص لتمويل مشاريعها، ويمكن أن تصدر الشركات على أساس المبادئ التقليدية أو الاسمية، ويعتبر البنك الماليزي مسؤولاً عن السوق الثانوية Secondary Market لتداول السندات في ماليزيا، أما هيئة الأوراق المالية الماليزية فهي جهة مسؤولة مسؤولية كاملة عن السوق الأولية Primary Market وهي جهة رقابية

¹ نصبة مسعودة، مرجع سابق، ص ص: 241-242.

² عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص: 20.

رئيسة لسوق السندات من حيث إصدار القوانين والتشريعات والتعليمات لهذه السوق، وقد أدى التعاون بين الجهتين إلى تطوير سوق السندات في ماليزيا بكفاءة وفاعلية¹.

ثالثا: سوق المشتقات

عبارة عن البورصة التي يتم فيها تداول منتجات المشتقات، وهي منتجات مالية تشتق قيم الأصول الاستثمارية من سعر السلع الحالي أو الأدوات المالية الأساسية كالأسهم²، حيث ظهرت هذه السوق في إطار النهج التدريجي الذي اتبعته ماليزيا لتطوير نظامها المالي وتزايد الاستثمارات الأجنبية، وبذلك نشأت الحاجة إلى إدخال أدوات المشتقات المالية في السوق لتمارس دورا هاما في إطار التحول نحو سوق أكثر ديناميكية وتطور، حيث بدأت صناعة المشتقات تبلور في ماليزيا في جويلية 1980 مع إنشاء بورصة كوالالمبور للبضائع Kuala Lumpur 'klse' Commodity Exchange، والتي اعتبرت الأولى من نوعها في جنوب شرق آسيا، وأول عقود المستقبلية المتداولة في ذلك الوقت هي عقود المستقبلية للمطاط في عام 1983 وتسمى Rubber Futures 'RSS' وعقود المستقبلية الثانية للمطاط في عام 1986 وتسمى SMR 20 Rubber Futures وعقود المستقبلية للتصدير Tin Futures في عام 1987، وعقود المستقبلية للككاو Cocoa Futures في عام 1988، وقد كانت هناك حاجة لتأسيس شركة تابعة لبورصة كوالالمبور للسلع klce تشرف على التداول في المستقبلية تسمى سوق كوالالمبور للمستقبلية المحدودة في عام 1992، وفي عام 2001 تأسست البورصة الماليزية للمشتقات Malaysia Derivatives Exchange ككيان جديد نشأ من اندماج بورصة كوالالمبور للخيارات والمستقبلية المالية وبورصة ماليزيا للسلع والنقود، حيث تعمل البورصة الماليزية للمستقات MDEX تحت إشراف لجنة الأوراق المالية، كما تخضع لسلطات وزارة المالية الماليزية، ويحكمها قانون المستقبلية الذي صدر في عام 1993 وتداول في هذه السوق العقود السلعية إلى جانب العقود المالية النقدية، وفي عام 2004 أصبحت بورصة كوالالمبور للأسهم KLSE الشركة المسيطرة على البورصة الماليزية للمستقات MDEX، إذ تم تغيير اسمها لتصبح Bursa Malaysia Derivatives وتم إعادة تسمية بورصة كوالالمبور للأسهم KLSE لتصبح البورصة الماليزية المحدودة Bursa Malaysia³، وبشكل عام لا تزال سوق المشتقات المالية في ماليزيا فتية، على الرغم من الجهود المتضافرة في السنوات الأخيرة التي تبذلها هيئة الأوراق المالية الماليزية ومؤسسات السوق لبناء سوق المشتقات وقد يعزى هذا جزئيا إلى العديد من الأسباب منها؛ نقص السيولة الحاصل سنة 1997، الأزمة المالية الآسيوية، غياب المشاركة الفعالة من المؤسسات المحلية وانخفاض مستويات الوعي الاستثماري⁴.

¹ طه سمور، مرجع سابق، ص: 88.

² المرجع نفسه، ص: 89.

³ نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، مرجع سابق، ص ص: 225-226.

⁴ Adeline WONG, Essential Tax Planning Strategies In Malaysia , CCH Asia Pte Limited , 2008, p: 353.

ومن أهم الأدوات المالية المتداولة في هذه السوق:

1- عقود المستقبلات **Future Contracts**: وهي اتفاق بين طرفين؛ الطرف البائع والطرف

المشتري ويقضي هذا الاتفاق بتسليم البائع للمشتري أصل حقيقي " سلعة ما " أو أصل ورقي " أسهم وسندات " في تاريخ لاحق وعلى أساس سعر يتفق عليه عند التعاقد، وعلى طرفي العقد أن يودع كل منهما لدى السمسار الذي يتعامل معه مبلغاً نقدياً يطلق عليه الهامش المبدئي¹، كما تعد عقود المستقبلات عقود بيع آجلة تجري في أسواق منظمة هي الأسواق المالية، وهي عقود نمطية؛ بمعنى أنها تخضع جميعاً إلى أحكام محددة يضعها السوق المنظم لها، ويكون هذا السوق هو الضامن لتنفيذها، ومن مزايا هذه المستقبلات أنها تحل مشكلة العثور على العاقدين الراغبين بإجراء البيع الآجل في السلع المرغوب التعامل بها، كما أنها مضمونة التنفيذ بضمان السوق الناظم لها، فضلاً عن أن أسعار السلع والأدوات المالية المتداولة فيها تكون بالسعر الذي يحدده السوق على الأغلب، لا مفاوضات العاقدين².

2- عقود الخيارات **Options**: تعرّف على أنها عقد يتم تداوله بين المشتري والبائع وله نتيجتان؛ إما

تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه³، أي أن العقد يعطي للمشتري الحق في أن يشتري من أو أن يبيع إلى المحرر عدد من وحدات أصل حقيقي أو مالي⁴، حيث تدخل الخيارات على عقود البيع آجلة التنفيذ، ولا سيما عقود المستقبلات التي تجري في الأسواق المالية المنظمة، لتحرر صاحبها من تبعه الالتزام بما أزمع نفسه في تلك العقود من شراء أو بيع، وذلك مقابل ثمن يدفعه إلى العاقد الآخر ليمنحه هذا الخيار، كما يمكن للخيارات* أن تنشأ مستقلة عن التزام تعاقدي سابق لتتضمن بطبيعتها اتفاق وليس التزام لبيع أو شراء عملة أو بضاعة، أو أداة مالية بسعر محدد سلفاً في تاريخ مستقبلي محدد أو في أي وقت خلال الفترة المنتهية في ذلك التاريخ⁵.

¹ منير إبراهيم هنيدي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006، ص ص: 511-512.

² Kunhibave Sherin, **Derivatives in Islamic Finance**, Research Paper no 7/2010, Publications of International Shariah, Research Academy For Islamic Finance ISRA, p: 03.

³ David LOADER, **Clearing and Settlement of Derivatives**, Elsevier Great Britain, 2005, p: 06.

⁴ Josef Christ , **Financial Instruments Structured Products** , Hand Book, Gunther Thonabauer, Vienna, 2004, p: 69.

* تعد الخيارات أدوات للتأمين ضد المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، خصوصاً مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو يعتزم شرائها أو بيعها في المستقبل، فخيار البيع يتيح للمستثمر فرصة حماية استثماراته من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لها، حيث يتيح للمستثمر إلزام الطرف الثاني في عقد خيار البيع " محرر العقد " بتنفيذ الاتفاق إذا انخفضت أسعار الأوراق المالية محل الاتفاق عن سعر التنفيذ، حيث يضمن المستثمر (مشتري العقد) أن يقوم ببيع الأوراق المالية لمحرر الحق بنفس سعر التنفيذ بغض النظر عن مقدار الانخفاض الذي طرأ على أسعار الأوراق المالية، وذلك نظير مكافأة يدفعها مشتري الحق لمحرر الحق. راجع (عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق ، ص ص: 22-23).

⁵ مبارك الطارقي، الاشتقاق المالي من منظور شرعي، مقال منشور على الموقع: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/12> ، ص: 09.

تنقسم الخيارات إلى عدّة أنواع أهمها:

1-2 خيار الطلب "الشراء" Call Option : هو امتياز يعطي لحامله الحق في شراء سلعة ما أو أداة مالية بسعر محدد خلال فترة محددة مقابل ثمن محدد، يدفعه مشتري ذلك الحق إلى بائعه، أي أن مشتري هذا الحق مخير بين أن يشتري تلك السلعة أو الأداة المالية بالثمن المتفق عليه وبين أن لا يشتريها، وذلك خلال فترة محددة هي غالبا ثلاثة شهور¹.

2-2 خيار العرض "الدفع" Put Option: يعطي حامله خيار بيع كمية محددة من الأوراق المالية أو أصول نقدية أو سلعية بسعر تنفيذ محدد في عقد الخيار خلال فترة العقد "بالنسبة للخيار الأمريكي" أو عند انتهاء فترة العقد "بالنسبة للخيار الأوروبي"².

المبحث الثالث: سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

يعتبر ظهور قطاع التمويل الإسلامي بصورته الشاملة والمتكاملة كأحد مميزات الاقتصاد الماليزي، والذي يتسم بوجود علاقة تفاعلية بين مختلف أطرافه والتي ساهمت في إيجاد بيئة مناسبة لتحقيق معدلات نمو عالية لهذا القطاع، حيث يعتبر سوق رأس المال الإسلامي جزء مهما من النظام المالي الماليزي يعمل على توفير فرص استثمار في ظل الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية.

وفي أعقاب الأزمة المالية الآسيوية ركزت الحكومة الماليزية على تطوير سوق رأس المال الإسلامي، خاصة في ما يخص المنتجات، الابتكارات، مرافق البنية التحتية، حوافز السياسات، وتطوير رأس المال البشري وأنظمة السوق المالية كما يتميز سوق رأس المال الإسلامي الماليزي بعدم وجود معاملات مبنية على الفوائد أو معاملات مشكوك في تحصيلها، كما يجمع تداول أسهم الشركات التي تتعامل في الأنشطة غير القانونية؛ أي أن العمل فيها يتم وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، وإلى جانب الخدمات المصرفية والتكافل تعد سوق رأس المال الإسلامي واحدة من القطاعات الهامة والمنتامية في مجال التمويل الإسلامي.

المطلب الأول: الإطار العام لسوق رأس المال الإسلامي الماليزي

تعد سوق رأس المال الماليزية فريدة من نوعها باعتبار أن سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا تعمل بالتوازي مع السوق المالية التقليدية، ويعود سبب ظهور سوق رأس المال الإسلامي الماليزي إلى سببين أساسيين؛ هما الأزمة الآسيوية لعام 1997، ومشكلة السيولة التي نشأت بسبب توافر الأموال الفائضة في الصناعة المالية الإسلامية.

¹ Hull j.c, *Options, Futures and Other Derivatives*, 7th ed, 2009

² إبراهيم أحمد أونور، عقود الخيارات وإدارة المخاطر في أسواق السلع، مقال منشور على الموقع: https://www.researchgate.net/profile/Ibrahim_Onour/publication/264783882_qwd_alkhyarat/data/53ef354e0cf2711e0c42eef8/qwd-alkhyarat.pdf

الفرع الأول: مفهوم ونشأة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

أولاً: مفهوم سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

يتمثل سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في السوق التي تتم فيها أنشطة سوق رأس المال بالتماشي مع الشريعة الإسلامية، حيث أن المعاملات في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خالية من الربا، القمار والغرر والتي تعتبر من أهم ضوابط الشريعة الإسلامية¹، كما عرّفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي بأنه: "السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل المتوافقة تماما مع أحكام الشريعة الإسلامية والخالية من الأنشطة المحرّمة شرعا، كالتعامل بالربا، المقامرة وبيع الغرر وغيرها"، أي سوق مالي تتوفر فيه فرص تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، ولتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، حيث تخضع أنشطة السوق لرقابة وإشراف المستشارين الشرعيين والخبراء المتخصصين في مجال المعاملات الشرعية، خاصة ما يتعلق بالمعاملات المالية وهذا ما يعزز الثقة بين السوق والمستثمرين².

ثانياً: نشأة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

تلعب سوق رأس المال الإسلامي الماليزي* دورا هاما في دعم النمو الاقتصادي في ماليزيا، كما تلبي احتياجات الأغلبية المالاوية الإسلامية من الموارد المالية وأدوات الاستثمار المالي الإسلامي، وقد بدأت سوق رأس المال الإسلامية كسوق موازية للسوق التقليدية، وشكلت مع البنوك الإسلامية وشركات التكافل أهم دعائم النظام المالي الإسلامي، غير أن تطور هذه السوق ظلّ مرهونا بضرورة توفير بنية تحتية تنظيمية لها، وكانت المبادرة الأولى لتحقيق هذا الهدف هو إنشاء وحدة للسوق الإسلامية لرأس المال، أوكلت لها مهمة وضع خطة طويلة الأجل لتنمية السوق وتقويته إلى جانب إجراء البحوث اللازمة في هذا المجال³.

¹ Wan RAZAZILA Wan Abdullah, Jamal ROUDAKI and Murray CLARK , **The Evolution of the Islamic Capital Market In Malaysia**, in: https://www.victoria.ac.nz/sacl/about/events/past-events2/past-conferences/6ahic/publications/6AHIC-75_FINAL_paper.pdf

² مرعي ضو وآخرون، مرجع سابق، ص: 79.

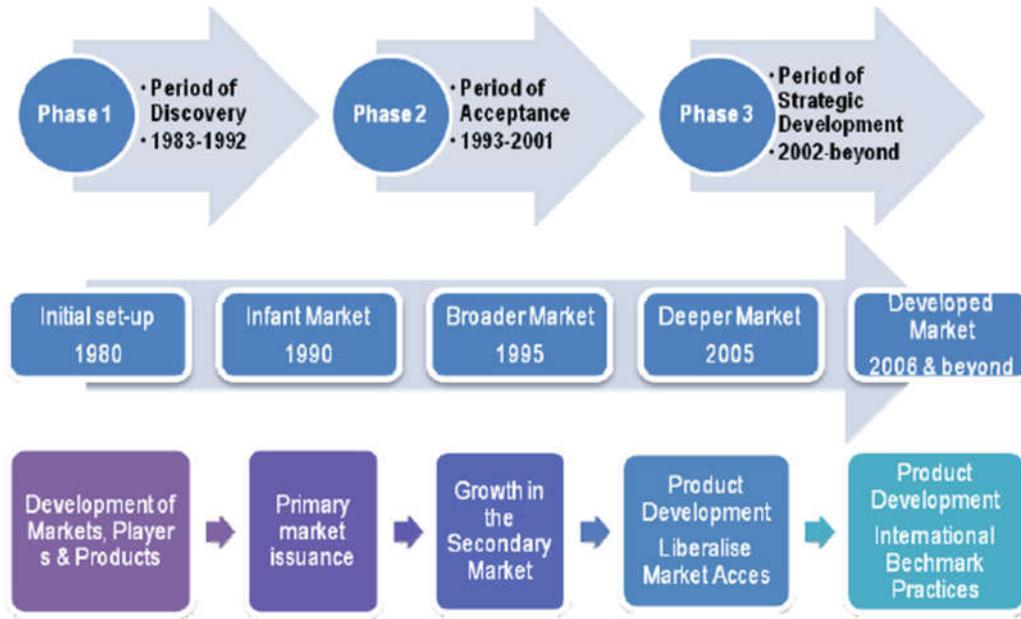
* قال تقرير صادر عن شركة بيتك للأبحاث أن ماليزيا تعتبر مثالا مشجعاً جديراً بأن تحتذي به البلدان الأخرى في تطوير وتنمية أسواق رأس المال الإسلامية الخاصة بهم، وقد سمح النهج الشمولي الذي تتبعه ماليزيا في إطار سعيها لضمان سلامة الأطر القانونية والتنظيمية والاحترافية جنباً إلى جنب مع خلق بنية تحتية مواتية تمكنها من تشجيع وتحفيز وإصدار وإدراج وتداول الأدوات الإسلامية في أسواق المال المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من أن تصبح ماليزيا بمنابة إحدى البلدان الرائدة في صناعة أسواق المال الإسلامية على المستوى العالمي، واستناداً إلى الإحصائيات الصادرة عن لجنة الأوراق المالية الماليزية، تبلغ سوق رأس المال الإسلامي الماليزي 1,5 تريليون رينجت ماليزي، أي ما يقارب 459,6 مليار دولار كما في نهاية 2013 وبعد منهجية الفحص المنقحة فإن 71,4% من الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا والتي تمتلك مجتمعة قيمة سوقية بإجمالي 1,03 تريليون رينجت ماليزي تعتبر متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما تقدر الأصول المدارة ضمن صناعة إدارة الصناديق الإسلامية في البلاد بنحو 97,5 مليار رينجت ماليزي، أي ما يعادل 29,88 مليار دولار، بينما تبلغ صافي قيمة أصول صناديق توظيف الاستثمارات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية 42,8 مليار رينجت ماليزي أي ما يعادل 12,87 مليار دولار. لمزيد من المعلومات راجع: (ماليزيا نموذج يحتذى به في تطوير سوق رأس المال الإسلامي، جريدة الوطن، مقال منشور على الموقع: <http://alwatan.kuwait.tt/articleDetails.aspx?id=364230>).
³ نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، مرجع سابق، ص: 225.

وتعود البداية الحقيقية لسوق رأس المال الإسلامي الماليزي[♦] إلى أوائل التسعينات حيث قامت شركة Shell MDS بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلية سنة 1990، تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه¹، ويمكن تقسيم مراحل نشأة سوق رأس المال الإسلامية بماليزيا إلى ثلاث فترات كما يلي:

- الفترة الأولى "1983-1992" وسميت بفترة الاستكشاف
- الفترة الثانية "1993-2001" وسميت بفترة القبول
- الفترة الثالثة "2002 إلى يومنا هذا" وسميت بفترة التنمية الإستراتيجية.

وفي ظل هذا التطور لعبت سوق رأس المال الإسلامية دورا صغيرا نسبيا في المراحل الأولى من تطور نظام المالية الإسلامية في ماليزيا، حيث شهد العام 1980 المراحل الأولى من إنشاء قانون المصارف الإسلامية لعام 1983، وإنشاء بنك إسلام ماليزيا سنة 1983 وقانون التكافل لسنة 1984، والشكل التالي يوضح تطور سوق رأس المال الإسلامية الماليزية:

الشكل (3-3) : تطور سوق رأس المال الإسلامية الماليزية



La Source : Wan RAZAZILA Wan Abdullah, and others , OP Cit , in: https://www.victoria.ac.nz/saci/about/events/past-events2/past-conferences/6ahic/publications/6AHIC-75_FINAL_paper.pdf . p: 08.

♦ تعتبر ماليزيا من أوائل وكبار الدول التي تنشط فيها السوق المالية الإسلامية ، حيث تمثل الإصدارات الإسلامية فيها أكثر من ثلثي الإصدارات الخاصة في سوقها المالي، إذ تبلغ حوالي 8,2 بليون دولار، وبدأت الإصدارات فيها منذ عام 1990 بإصدار صكوك إسلامية من قبل شركة بترول بمبلغ 500 مليون دولار، كما أصدرت شركة باوستاند القابضة في ماليزيا صكوك بمبلغ 3,1 بليون دولار لإنشاء محطة طاقة، ولقد كانت ماليزيا من أوائل الدول التي قامت بتنظيم التعامل بالإصدارات الإسلامية من خلال جهة رسمية أطلق عليها سوق رأس المال الإسلامية الماليزية. (لمزيد من المعلومات راجع: زيد عيادات، التجربة الماليزية نموذج للمصرفية الإسلامية، متوفر على الموقع: <http://kenanaonline.com>)

¹ مرعي ضو وآخرون، مرجع سابق، ص: 81.

وفي فترة التسعينات كان هناك تطور كبير عندما بدأت المزيد من الشركات والكيانات الأخرى تبحث عن مصادر من سوق رأس المال لتمويل عملياتها، وفي عام 1996 تم إصدار المعايير المعتمدة والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وإدخال الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة من قبل هيئة الأوراق المالية، حيث أدى صدور هذه المعايير إلى القبول المتزايد لسوق رأس المال الإسلامية كسوق بديل للباحثين عن رأس المال، ومقدمي الخدمات، وبالمثل كان هناك اهتمام متزايد بسندات الدين الإسلامية كأداة بديلة للاستثمار والتمويل.

ساعدت مبادئ التمويل الإسلامي في توفير مرونة كافية لتشكيل هيكل واسعة من الأوراق المالية الإسلامية المبتكرة والتنافسية، ومع مطلع سنة 2000 شهدت السوق المالية ابتكار مجموعة متنوعة من منتجات سوق رأس المال الإسلامية وشملت الديون وحقوق ملكية الأوراق المالية صدور أول سند إسلامي عالمي للشركات في سنة 2002، والذي يعتبر نقطة البداية في تحرير الوصول إلى أسواق رأس المال، وفي عام 2004 تم إصدار أول سندات إسلامية بالرينجت الماليزي من قبل مؤسسة التمويل الدولية IFC، والذي يعد بمثابة الاعتراف بأن ماليزيا تعبر مركز سوق رأس المال الإسلامي.

بدأت فترة التنمية الإستراتيجية حيث صاغت الحكومة الماليزية خطة شاملة تتكون من الرؤية والمبادرات والتوصيات الإستراتيجية، حيث اشتملت على خطة لسوق المال، الخطة الماليزية التاسعة والميزانيات السنوية اعتبارا من عام 2007 حتى عام 2010.

تعد سوق رأس المال الإسلامية الماليزية واحدة من القطاعات الهامة والمتنامية في مجال التمويل الإسلامي، حيث ساهم في زيادة عدد المستثمرين باعتبار أنها توفر منتجات مالية مبتكرة وسيولة نقدية.

ويعد تطور سوق رأس المال الإسلامية لافتا للنظر، حيث تطور بسبب الأزمة المالية الآسيوية لسنة 1997 ومشكلة السيولة بسبب توفر الفوائض المالية في الصناعة المالية الإسلامية، وتم تطوير هذه السوق بفضل الجهود المتميزة والإنجازات في مجال تطوير وابتكار المنتجات، ناهيك عن توفر إطار تنظيمي¹.

ومع بداية تأسيس هذه السوق ظهرت تساؤلات عن مدى التزام هذه الأخيرة بالأحكام الشرعية، مما دفع وزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية إلى اتخاذ إجراءات معينة ومنها تشكيل قسم سوق رأس المال الإسلامي في عام 1994 والذي يعبر عن الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية فيما يتعلق بسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بالإضافة إلى اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في أواخر عام 1994، وبعد عام تحولت إلى اللجنة الاستشارية الشرعية، وتعد هذه الإجراءات والتطورات خطوة جوهرية في بناء وتنظيم سوق رأس المال الإسلامي في

¹ Wan RAZAZILA Wan Abdullah and others, *op cit*, p :08.

ماليزيا، حيث تخضع لرقابة اللجنة الاستشارية بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، وهذه الأخيرة في تطوير هذه السوق من خلال¹:

- توفير كافة الدراسات والبحوث وعقد المناقشات والحوارات المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي؛
- المحاولات الخاصة لتطوير فعالية الأدوات المالية وتقويتها؛
- تقسيم سوق رأس المال الإسلامية على المستوى المحلي والدولي من خلال الندوات والدورات وغيرها من الأساليب التي تعطي صورة كاملة عن هذه السوق.

الفرع الثاني: خصائص ووظائف سوق رأس المال الإسلامية الماليزية

أولاً: خصائص سوق رأس المال الإسلامية الماليزية

تمتاز سوق رأس المال الإسلامية الماليزية بالعديد من الخصائص أبرزها²:

- الخضوع لرقابة المجلس الاستشاري الشرعي، وذلك بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي والذي يعمل على تزويد المجلس بكل المعلومات التي تخص السوق؛
- التزام كافة عمليات ومعاملات السوق بالضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية؛ أي خلوها من كل المحظورات الشرعية كالربا، القمار والغرر؛
- التعامل بالأدوات المرخصة من قبل المجلس الاستشاري الشرعي والتي تتفق وأحكام الشريعة الإسلامية؛
- خضوع سوق رأس المال الإسلامية الماليزية لرقابة وإشراف هيئة الأوراق المالية الماليزية والبورصة الماليزية طالما أنها لم تتناقض وأحكام الشريعة الإسلامية.

ثانياً: وظائف سوق رأس المال الإسلامية الماليزية

تعتبر سوق رأس المال الإسلامية جزء هام ومكمل في توسيع وعميق السوق المالية الإسلامية في ماليزيا، حيث يقوم سوق رأس المال الإسلامي بتلبية الطلبات المتزايدة من جمهور المسلمين الماليزيين على الأدوات المالية الإسلامية ويقدم هذا السوق العديد من الخدمات أهمها:

- توفير الفرص الاستثمارية والأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة: تتيح سوق رأس المال الإسلامية فرصة الاستثمارات الممتازة للمستثمرين المسلمين في القطاعات التي لا تتعامل بالحرّمات، حيث تشرف على هذه الأنشطة لجنة شرعية تسهر على ضمان مطابقة أنشطة هذه السوق لأحكام الشريعة الإسلامية، وهذا ما

¹ مرعي ضو وآخرون، مرجع سابق، ص: 80-81.

² شافية كناف، مرجع سابق، ص: 119.

- يعزز ثقة المستثمرين بالسوق، بالإضافة إلى أنه يتيح للجهات المصدرة إصدار الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية خاصة الأسهم والصكوك الإسلامية القابلة للتداول.¹
- توفير الأدوات المالية المتوافقة مع البعد الشرعي والقانوني: تتيح السوق الفرصة للجهات المصدرة لإصدار الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، لاسيما الأسهم العادية والصكوك الإسلامية القابلة للتداول في هذه السوق، لتعزيز ثقة الجمهور بالجهات المصدرة للأدوات المالية الشرعية، كما توفر السوق الحماية القانونية في كافة الأمور المتعلقة بإصدار الأدوات المالية الشرعية والتداول بها في السوق.²
 - الرقابة على المعاملات في السوق: أصبحت هيئة الأوراق المالية الجهة الرقابية الرئيسية، وهي المسؤولة عن تطوير وتدعيم سوق رأس المال على المستوى المحلي والدولي، وبذلك طرحت الهيئة هدفا لجعل ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي، ولتحقيق هذا الهدف عملت على جذب المستثمرين الأجانب من خلال الترويج للأدوات المالية الإسلامية وذلك بمساعدة اللجنة الاستشارية.³
 - تنمية وتعزيز قدرات الاقتصاد الماليزي: تساهم سوق رأس المال الإسلامية في التنمية الاقتصادية الماليزية لاسيما في المشاريع التنموية للقطاعات العام والخاص، وذلك من خلال تعبئة الأموال الفائضة لأصحاب الأموال وتوجيهها لاستثمارات نافعة ومتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، ومتماشية مع رغبة المستثمرين في توظيف أموالهم في المشاريع الاستثمارية الإسلامية التي تدر عليهم العوائد والأرباح المشروعة بعيدا عن الربا المحرم شرعا الأمر الذي أدى إلى تطوير النظام المالي الإسلامي في ماليزيا، حيث حقق الاقتصاد الماليزي معدلات مرتفعة في النمو الاقتصادي.
- وعليه فإن سوق رأس المال الإسلامية الماليزية تلعب دورا مهما في دعم وتنمية الاقتصاد المحلي، وذلك من خلال تعبئة وتحويل مدخرات الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز لتوظيفها في المشاريع التنموية للقطاعات العام والخاص، على أن يدفع القطاع الخاص عائد لأصحاب رؤوس الأموال مما يؤدي إلى نمو وازدهار الاقتصاد المحلي.⁴

¹ بو عبد الله علي وبوقصة الشريف، أهمية الصكوك المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية.

² زرزار العياشي، ضرورة إنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية، تجربة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، مجلة بيت التمويل، المشورة، العدد 03، قطر، أكتوبر، 2015، ص ص: 31-32.

³ بو عبد الله علي وبوقصة الشريف، مرجع سابق.

⁴ Alhabshi Datuk Syed Othman , **Development Of Capital Market Under Islamic Principles**, Conference On Managing and Implementing Interest – Free Banking /Islamic System, Concorde Hotel, Kuala Lumpur, Malaysia, January 25-26 1994, p: 06.

الفرع الثالث: أسباب تطور سوق رأس المال الإسلامية الماليزية

يعود تطور سوق رأس المال الإسلامية الماليزية إلى الأسباب التالية:¹

- تأسيس أول صندوق استثمار مالي إسلامي سنة 1993 تحت اسم: Arabe Malaysia Tabung Ittikal.
- إنشاء أول شركة سمسة إسلامية تحت اسم: BIMB Securities Sdn. Bhd.
- تكوين قسم سوق المال الإسلامية سنة 1994؛
- إنشاء أول إصدار عالمي للصكوك الماليزية سنة 2001، وهو إصدار الصكوك العالمية للإجارة ناهيك عن الإصدارات المحلية.

المطلب الثاني: الإطار التشريعي والتنظيمي لسوق رأس المال الإسلامية الماليزية

اعتمد سوق رأس المال الإسلامي الماليزي على إطار تشريعي وآخر تنظيمي وذلك بهدف القيام بمختلف أنشطته وتحقيق أهدافه المسطرة.

الفرع الأول: الإطار التشريعي لسوق رأس المال الإسلامية الماليزية

من حيث الإطار التشريعي واصل البنك المركزي في تقييم مدى التزام المؤسسات المالية الإسلامية بمبادئ الشريعة والإجراءات الإدارية الرشيدة، حيث يقوم البنك المركزي الماليزي بالتأكد من قيام اللجان الشرعية بدورها بصورة فاعلة في تقديم النصائح المناسبة والتأكد من مدى التزام العمليات المصرفية اليومية بالشريعة الإسلامية في إجراءاتها اليومية، كمرقبة مدى فاعلية جدار الحماية للتأكد من عدم وجود أي اختلاط بين الأموال الإسلامية والأموال التقليدية في عمليات النافذة الإسلامية، كما يطلب من المدققين الداخليين القيام بدورهم بصورة دقيقة للتأكد من التزام المؤسسات المصرفية الإسلامية بمبادئ الشريعة، وذلك بصياغة برنامج شامل لمرقبة مدى توافق العمليات لأحكام الشريعة، وبتزويد أنفسهم بالعلوم الضرورية للقيام بمهامهم²، ومن أهم النصوص التنظيمية الحاكمة لمعاملات سوق رأس المال الإسلامية الماليزية نجد:

¹ The Islamic Capital Market, bursa malaysia in: <http://www.bursamalaysia.com> p: 03.

² عثمان ظهير وسعد السهيمي، مرجع سابق، متوفر على الموقع: <http://islamfin.go-forum.net>

أولاً: قانون المصارف الإسلامية 1983

تمخض قانون المصارف الإسلامية عن تقرير أعدته لجنة التوجيه القومي بهدف إنشاء بنك إسلامي، والذي قام بإعداده رئيس الوزراء الماليزي، وقد قدمت اللجنة تقريرها بتاريخ 1982/7/1 متضمناً عدّة توصيات من بينها ضرورة إنشاء بنك يعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وكذلك ضرورة إصدار قانون للبنوك الإسلامية لتنظيم الترخيص لها والإشراف عليها، وبعد موافقة الحكومة على تقرير اللجنة السابق أصدر البرلمان ومجلس الشيوخ قانون البنوك الإسلامية رقم 276 في نهاية عام 1982 ونشر بالجريدة الرسمية للدولة في 1983/04/07 وقد تضمن القانون المذكور تنظيمًا لعملية التصريح والإشراف على البنوك الإسلامية من قبل البنك المركزي بصورة مشابهة لما يتم مع البنوك الأخرى مع بعض التعديلات التي تقتضيها طبيعة نشاط البنك الإسلامي، مع ملاحظة احتفاظ هذا القانون بصفة رئيسية بقواعد الحيلة والحذر في الأعمال المصرفية، وكذلك الخصم من الربح الصافي للبنك "بعد خصم الزكاة والضرائب" خصم احتياطي سنوي إلى أن يصل مجموعه إلى 100% من رأس المال المدفوع¹، حيث يسمح هذا القانون للبنوك الإسلامية بممارسة الأنشطة المصرفية بجميع نواحيها، وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية ابتداءً من أنشطة بنوك التجزئة التجارية حتى الأنشطة المصرفية الاستثمارية الأكثر تعقيداً والتي تضم تمويل الشركات والأنشطة المتعلقة بإدارة حقوق الملكية والثروات الخاصة، حيث وبموجب هذا القانون تعد مدخرات عملاء البنك الإسلامي قروضاً حسنة لا يتقاضون عنها أية فوائد ثابتة وإنما يتقاضون عائد متغير تحدده الحكومة بناءً على عدة عمليات تدعمها الحكومة بشكل مباشر²، وحتى الآن مازالت الأنشطة المصرفية التي تمارسها المصارف الإسلامية في ماليزيا تعتمد إلى حد كبير على نموذج المصرف التقليدي، وكذلك الوضع بالنسبة لأنشطة الصيرفة الإسلامية التي تمارسها المؤسسات المصرفية التقليدية المشاركة في برنامج الصيرفة الإسلامية، حيث أن نحو 70% من التمويلات التي تقدمها المؤسسات المصرفية الإسلامية هي تمويلات عن طريق البيع أو الاستئجار تستهدف قطاع التجزئة لتمويل شراء الممتلكات السكنية والسيارات³.

¹ سليمان ناصر، علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2004-2005، ص: 145-146.

² بن حناشي زليخة وشطبيبي محمود مريم، التجربة الماليزية نموذج للمصرفية الإسلامية، بحث مقدم إلى: الملتقى الوطني: المصارف الإسلامية واقع وأفاق، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة عبد الحميد مهري، قسنطينة 2، المنعقد بتاريخ: 02-03 ديسمبر 2015، ص: 06.

³ زيد عيادات، مرجع سابق، متوفر على الموقع: <http://kenanaonline.com>

ثانيا: قانون التكافل 1984

يتم بموجب هذا القانون تنظيم إجراءات وعمليات نظام التكافل* وفق ضوابط معينة يجيزها هذا القانون، وتم إعلان هذا القانون من قبل البرلمان الماليزي بهدف ضمان أن يكون عمل قطاع التكافل ضمن نظام المالية الماليزي "ذلك أن قطاع التأمين في ماليزيا يرخص ويسطر عليه من قبل قانون آخر"، وأن صلاحية الإشراف على نظام التكافل يعود إلى البنك المركزي الماليزي¹، دخل هذا القانون حيّز التنفيذ اعتبارا من 1 جانفي 1985، ومن أهم أدواره:

- التأكيد على أهمية الالتزام بالشرعية الإسلامية، فعلى سبيل المثال يؤكد عقد تأسيس النظام الأساسي لشركة تكافل ماليزيا على أنه: " سيتم التعامل في جميع الشركات وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية في كل القواعد والممارسات".
- ترغيب المساهمين أو المستثمرين في الاستفادة من العائد على استثماراتهم من دفع أرباح الأسهم، إذ أنهم سابقا لم يكن باستطاعتهم استغلال الأرباح التي تحققها الشركة، وعليه فإن الأنشطة الرئيسية للتكافل بماليزيا هي توفير وإدارة التكافل العائلي والتكافل العام للشركة، وعليه أقامت تكافل ماليزيا الأدوات المالية المناسبة لإدارة مستوى من عائد الاستثمار لتتم مشاركتها مع المساهمين فيها، حيث تدير تكافل ماليزيا الأدوات التالية:

- صندوق التكافل العائلي في إطار أعمال التكافل العائلي؛
- صندوق التكافل العام في إطار تكافل الأعمال العامة؛

- وبناء على تدابير التحرير التي أعلنت عنها الحكومة الماليزية في أفريل 2009 تم رفع حصة الشريك الأجنبي في شركة التكافل من 49% إلى 70%، كما سمح للشركات الأجنبية بإعادة التكافل "إعادة التأمين الإسلامي"، في الوقت نفسه أعلنت الحكومة عن إصدار رخص جديدة للتكافل في عام 2009 للشركات،

* تم تأسيس صناعة التكافل في ماليزيا في بداية الثمانينات نظرا لحاجة المسلمين إلى بديل شرعي للتأمين التقليدي وكذلك من أجل تعزيز عمل البنك الإسلامي الذي تم تأسيسه في عام 1983 كان من أهم أسباب تأسيسها هو الفتوى التي أصدرتها لجنة الفتوى الوطنية الماليزية التي أفتت بأن التأمين على الحياة في وضعه الراهن يعتبر عقدا باطلا نظرا لوجود عناصر الغرر والربا والميسر فيه، حيث شكلت الحكومة فريق عمل خاص في عام 1982 لدراسة مدى إمكانية إنشاء شركة تأمين إسلامي وبناء على توصيات فريق العمل المذكور تم تقنين قانون التكافل في عام 1984، وفي شهر نوفمبر من عام 1984 تم تأسيس أول شركة تكافل في ماليزيا (صناعة التكافل الماليزية من سنة 1984 إلى 2004، متوفر على الموقع: <http://www.bmm.gov.my>)

¹ سناء عبد الكريم الخنّاق، حوكمة المؤسسات المالية ودورها في التصدي للالتزامات المالية، التجربة الماليزية، مرجع سابق، ص: 17.

مما أسهم في دعم قطاع التأمين التكافلي والعمل أيضا مع البنوك التجارية لتوزيع منتجات التكافل في السوق في إطار الاتفاقات "بنك التكافل"¹.

ولقد قام البنك المركزي الماليزي ضمن جهوده لتنمية صناعة التكافل في ماليزيا بتبني منهج تدريجي يمكن تقسيمه إلى ثلاث مراحل²:

- **المرحلة الأولى "1984-1992"**: بدأت بتشريع قانون التكافل السالف الذكر، وتأسيس أول شركة تكافل في عام 1984، ركزت هذه المرحلة على تأسيس البنية التحتية الأساسية لهذه الصناعة، ولقد تم تشريع القانون المذكور الذي لا يزال يستخدم في الوقت الراهن من أجل ضبط سير وإدارة هذه الصناعة، حيث يلزم هذا القانون جميع شركات التكافل بالتسجيل، كما ينص القانون المذكور على تشكيل اللجنة الشرعية للتأكد من التزام شركات التكافل بمبادئ الشريعة في جميع الأوقات.
- **المرحلة الثانية "1993-2000"**: شكلت بداية تنافس وذلك بدخول شركة تكافل أخرى، كما شهدت هذه الفترة تعاوناً أكبر بين شركات في المنطقة، بما في ذلك تأسيس مجموعة تكافل آسيان في عام 1985 وتأسيس شركة Asean Retakaful International في عام 1997، الأمر الذي ساعد على إجراء الترتيبات الخاصة بإعادة التكافل "إعادة التأمين" بين شركات التكافل في ماليزيا وفي المنطقة، وهي: بروناي، إندونيسيا وسنغافورة.
- **المرحلة الثالثة "2001-2010"**: بدأت بتقديم الخطة الرئيسية للقطاع المالي في عام 2001، حيث تهدف إلى جملة أمور من بينها ترقية قدرات شركات التكافل وتقوية الهيكل القانوني والشرعي والرقابي لصناعة التكافل، ويعتبر الجزء المتعلق بالصيرفة الإسلامية والتكافل وسيلة لتحقيق طموح ماليزيا لتكون مركزاً دولياً للنظام المالي الإسلامي.

ثالثاً: قانون الأسواق والخدمات المالية 2007 "CMSA"

دخل هذا القانون حيّز التنفيذ في 28 سبتمبر 2007 باستثناء الجزء السادس من القسم الثاني المتعلقة

بالاستحواذ والاندماجات التي تم تنفيذها بداية عام 2008، بحيث يضم هذا القانون تشريعات ضخمة من

394 قسم نتيجة لتنفيذ التوصيات 12، 118، 92 من المخطط الرئيسي لأسواق رأس المال التي تدعو إلى توحيد

¹ لشهب الصادق وبوريش أحمد، مرجع سابق، ص: 92.

² صناعة التكافل الماليزية من سنة 1984 إلى 2004، مقال منشور بمناسبة مرور 20 سنة على صناعة التكافل في ماليزيا متوفر ضمن الموقع: <http://www.bmm.gov.my> أطلع عليه بتاريخ: 2017/7/22، ص: 05.

تشريعات الأوراق المالية والعقود الآجلة، وإنشاء نظام ترخيص واحد يحكم قانون الأسواق والخدمات المالية 2007، من قبل هيئة لجنة الأوراق المالية الماليزية، ويسمح هذا القانون بممارسة عمليات سوق رأس المال الإسلامي، حيث تخضع جميع الأسواق في ماليزيا إلى قانون الأسواق والخدمات المالية 2007 CMSA، كما أن هذا القانون يتضمن ثلاثة تشريعات رئيسية في سوق رأس المال وهي:

- قانون صناعة الأوراق المالية 1983 SIA؛
- قانون الصناعة المستقبلية، ويعرف بقانون صناعة العقود الآجلة 1993 FIA؛
- الجزء الثالث من قانون هيئة الأوراق المالية 1993 SCA.

ويسعى هذا القانون إلى تنظيم وتوفير المسائل المتعلقة بالأنشطة والوسطاء في أسواق رأس المال والمسائل التبعية المتعلقة بذلك¹.

كما عملت الحكومة الماليزية على تطوير قانون الأسواق والخدمات المالية لسنة 2007 في إصدار جديد وموحد يسمى بقانون الخدمات المالية الإسلامية لعام 2013، يشمل جميع قطاعات الصناعة المالية الإسلامية، وهذا إن دلّ فإنما يدل على حرص الحكومة الماليزية على مواكبة المتطلبات المتغيرة وتحديثها بما يخدم التمويل الإسلامي². وفي ذات السياق أصدرت الحكومة الماليزية عدّة قوانين ضمن إطارها التشريعي تكفل بذلك السير الحسن لصناعة التمويل الإسلامي ومن أبرزها³:

- **قانون الاستثمار الحكومي 1983**: يطلق عليه أيضا قانون الأموال الحكومية، حيث يمكن الحكومة الماليزية من إصدار شهادات استثمار حكومية، وإصدار الأوراق المالية الحكومية وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، كما يمكن هذا القانون من زيادة الأموال من قبل الحكومة الماليزية باستعمال وسائل تعتمد مبادئ الشريعة وتحت إشراف المركز الوطني للإفتاء الشرعي.
- **قانون مناهضة تبييض الأموال**: هو القانون الذي ينظم أخذ التدابير الاحترازية من الإساءة المحصلة من تبييض الأموال والوقاية منها ومقاضاتها، ومصادرة الممتلكات الناشئة منها أو المتعلقة بها، وذلك من

¹ لشهب الصادق وبوريش أحمد، مرجع سابق، ص: 93.

² محمد أكرم لال الدين، إدارة السيولة في المصارف الإسلامية دراسة تحليلية نقدية، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي المنعقدة في مكة المكرمة، رابطة العالم الإسلامي، المجمع الفقهي الإسلامي، 25-29 ديسمبر 2010، ص: 16.

³ سناء عبد الكريم الخنّاق: حوكمة المؤسسات المالية ودورها في التصدي للآزمات المالية، التجربة الماليزية، مرجع سابق، ص: 17.

خلال رفع التقارير إلى الجهات المسؤولة عن ذلك، ويقوم وزير المالية بتحديد البنك المركزي الماليزي كسلطة مخولة لاتخاذ الإجراءات الإدارية الخاصة بهذا القانون.

- **قانون أنظمة المدفوعات:** هو النظام الذي يقوم بالتنظيم والإشراف على أنظمة وأساليب المدفوعات، والهدف من هذا القرار هو لضمان سلامة وكفاءة المكافآت المتعلقة بالبنى التحتية والمحافظة على المصلحة الحكومية.
- **قانون جدولة أعمال البورصة:** بشكل عام إن مبادئ القواعد الشرعية لمساهمة الأسهم هي ذاتها المتعارف عليها في الشركات التقليدية، وفي المنظور الإسلامي فإن أسهم الشركات يمكن أن تصنف فقط وفق الإذعان الشرعي في حال أن أنشطة الأعمال غير متعلقة بأنشطة لها علاقة بمحاذير خارج الحدود الشرعية.

الفرع الثاني: الإطار التنظيمي لسوق رأس المال الإسلامي الماليزي

اتخذت الحكومة الماليزية من أجل تنظيم سوقها المالي الإسلامي عدّة إجراءات جوهرية أهمها:

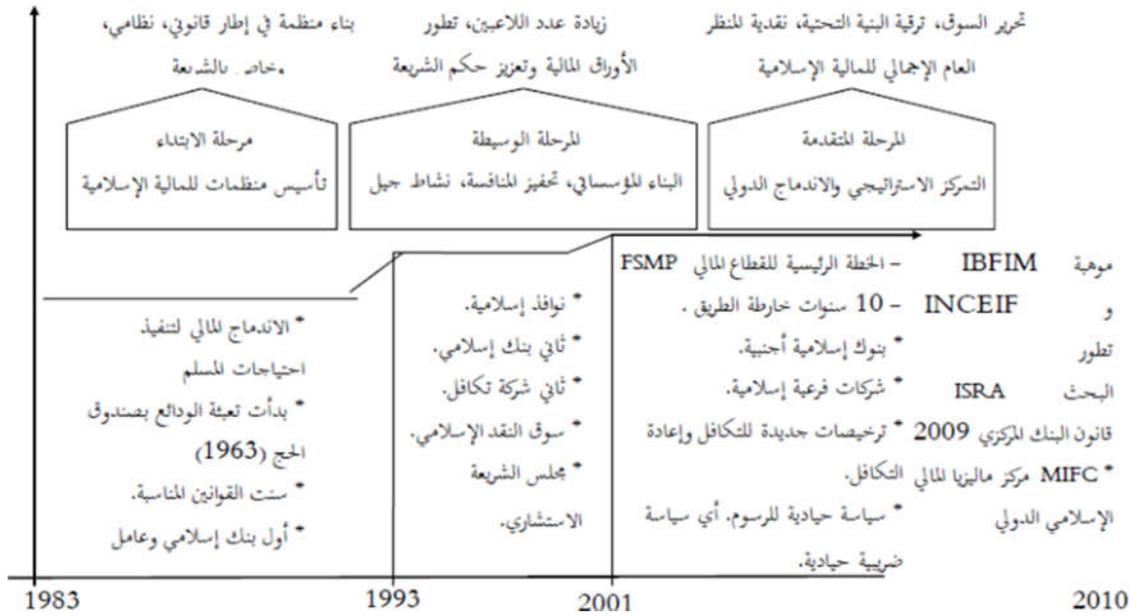
أولاً: ماليزيا تنتهج منهجاً تدريجياً وشاملاً لتنمية وتطوير قطاع التمويل الإسلامي وسوق رأس المال الإسلامي

قامت ماليزيا بانتهاج منهج تدريجي وشامل الهدف منه تطوير وتنمية كل من قطاع التمويل الإسلامي وسوق

رأس المال الإسلامي، يقوم هذا المنهج على ثلاث مراحل أساسية، يمكن توضيحها من خلال الشكل الموالي:

الشكل (3-4): ماليزيا تنتهج منهجا تدريجيا وشاملا لتنمية وتطوير قطاع التمويل الإسلامي وسوق رأس

المال الإسلامي



La source : Agmad Hizzad BAHARUDDIN ,Malaysia's Experiences In The Development of Islamic Finance, Pratical Seminar : Advantages if Islamic Banking and Insurances Business Model in Rusia, Moscow, 4 December 2009.

● مرحلة الابتداء 1983: هدفها تأسيس منظمات للمالية الإسلامية من خلال بناء منظمات في

إطار قانوني، نظامي وخصائص بالشرعية، واعتمدت في تحقيق أهداف هذه المرحلة على:

- الاندماج المالي لتنفيذ احتياجات المسلم؛
- تعبئة الودائع بالاعتماد على صندوق الحج؛
- سن القوانين المناسبة لعمل التمويل الإسلامي؛
- إنشاء أول بنك إسلامي.

● المرحلة الوسطية 1993: تهدف هذه المرحلة إلى البناء المؤسساتي وتحفيز المنافسة من خلال

زيادة عدد اللاعبين في سوق رأس المال الإسلامي وتعزيز حكم الشرعية، تميزت هذه المرحلة بإنشاء

ماليزيا لـ:

- النوافذ الإسلامية بالبنوك التقليدية؛
- ثاني بنك إسلامي؛

- ثاني شركة تكافل؛

- سوق النقد الإسلامية؛

- المجلس الاستشاري الشرعي SAC.

● المرحلة المتقدمة 2001: تهدف هذه المرحلة لخلق تمركز إستراتيجي واندماج دولي لسوق رأس

المال الإسلامي وتميزت هذه المرحلة بإنشاء ماليزيا ل:

- الخطة الرئيسية للقطاع المال FSMP؛

- خارطة الطريق ومدتها 10 سنوات؛

- إنشاء بنوك إسلامية أجنبية وشركات فرعية إسلامية؛

- تقديم تراخيص للتكافل وإعادة التكافل؛

- صياغة سياسة ضريبية حيادية.

ثانيا: ماليزيا تتخذ العديد من الإجراءات على مستوى صناعة التمويل الإسلامي

اتخذت الحكومة الماليزية العديد من الإجراءات في سبيل بناء وتنظيم التمويل الإسلامي وسوق رأس المال

الإسلامي لعل أبرزها¹:

- في إطار سعي البنك المركزي إلى إدارة السيولة في سوق رأس المال الإسلامي، تم الإعلان عن أداة نقدية

إسلامية جديدة بتاريخ 09 فيفري 2006 عرفت بصكوك الإجارة، حيث بلغت القيمة الأولى لهذه

الصكوك في بداية الإصدار 400 مليون رينجت ماليزي.

- الاستخدام الأمثل لشبكة المعلوماتية والاتصالات، حيث قام بنك ماليزيا بوضع موقع على شبكة الانترنت

لتوطيد الصلة بين المصارف والسوق المالية الإسلامية، في إطار مبادرة لنشر المعلومات بصورة أكثر كفاءة

ولتسهيل قرارات الاستثمار وتعزيز الثقة بين المستثمرين والمصارف الإسلامية.

- وفي عام 2007 قامت ماليزيا بإطلاق أول المشتقات المالية الإسلامية ضمن اتفاق IDMA بهدف تطوير

أدوات التحوط للأسواق المالية الإسلامية لإدارة المخاطر الناتجة عن الاستثمار.

¹ لشهب الصادق وبوريش أحمد، مرجع سابق، ص: 93.

- في أوت 2009 التوقيع على اتفاق ماستر المرابحة **IMMA** من قبل المصارف الإسلامية الماليزية والذي يعمل بالودائع المتوافقة مع الشريعة الإسلامية باستخدام المرابحة، هدفه التسيير الفعال للمخاطر وإدارة السيولة.

ثالثا: ماليزيا تنشئ منظمتين دوليتين على الصعيد العالمي

- قامت ماليزيا بإنشاء منظمتين دوليتين ذات الصلة بالتمويل الإسلامي وهما: مجلس الخدمات المالية الإسلامية **IFSB**، وشركة إدارة السيولة الإسلامية الدولية **IILM**، إضافة إلى قيام السلطات الماليزية بإنشاء معهد تسويقي للتمويل الإسلامي في 2006 يعرف بـ **مركز ماليزيا للمالية الإسلامية الدولية**.

رابعا: في مجال التعليم وإدارة الموارد البشرية

أصبح لماليزيا العديد من المؤسسات لتنمية الموارد البشرية والخبرات في مجال التمويل الإسلامي أهمها:

- المركز الدولي لتعليم التمويل الإسلامي؛
- معهد الخدمات المالية والمصرفية الإسلامية في ماليزيا **IBFIM**؛
- المركز الدولي للقيادة في المالية/ برنامج تعليم المؤسسات المالية **ICLIF / FIDE**؛
- الأكاديمية الدولية للبحوث الشرعية للتمويل الإسلامي **ISRA**.

المطلب الثالث: أدوات سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

إن هيئة الأوراق المالية الماليزية جهة مسؤولة بصورة كاملة عن متابعة كافة أنشطة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، والمتعلقة بإصدار وتداول الأدوات المالية الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا والتأكد من التزام السوق بمبادئ وضوابط الشريعة الإسلامية الغراء والتزامه بالقرارات الصادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية المشكلة من قبل هذه الهيئة، أما السندات الحكومية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية مثل الإصدارات الاستثمارية الحكومية فتحضخ لرقابة البنك المركزي الماليزي.

يمكن تقسيم أدوات سوق رأس المال الإسلامي الماليزي إلى ثلاثة أقسام رئيسية كما يلي¹:

¹ طه سمور، مرجع سابق، ص: 108.

الفرع الأول: أدوات الملكية الاسمية

تشمل الملكية الإسلامية الأدوات المالية لا سيما الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والمدرجة في اللوحة الرئيسية للبورصة الماليزية، وما يتعلق بالأسهم مثل صناديق الاستثمار الإسلامية والتي يمكن نقل ملكيتها من شخص لآخر بطريقة البيع أو الهبة، أما مؤشر الشريعة فلا يعد من الأدوات المالية، بل هو مقياس لمعرفة أداء سوق الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة في ماليزيا¹، وعموما تتمثل أدوات الملكية الاسمية في:

- **الأسهم العادية Shariah Compliant Securities** : تتكون من الأسهم الصادرة عن الشركات المساهمة والتي تخلو أنشطتها الأساسية من العناصر المحرمة شرعا؛ أي الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية².

- **صناديق الاستثمار* الإسلامية Islamic Unit –Trust Funds**: تعتبر صناعة صناديق الاستثمار الإسلامي بماليزيا الأولى عالميا من حيث العدد، حيث بلغت نسبة 24% من إجمالي عدد الصناديق الإسلامية في العالم في نهاية الربع الثالث من سنة 2015، والثانية من حيث إجمالي الأصول الإسلامية المدارة عالميا والمقدرة بنسبة 28%، حيث تمنح هذه الصناديق الفرصة للمستثمرين للاستثمار في محفظة متنوعة من الأوراق المالية المطابقة للشريعة، وتسير من قبل مسيرين محترفين وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، حيث سنت ماليزيا قانون يلزم هؤلاء المستثمرين بتعيين مستشارين في الشريعة لضمان مطابقة عمليات الاستثمار وإدارة المحافظ مع مبادئ الشريعة، وعرفت صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا نموا معتبرا، من صندوقين في سنة 1993 إلى أكثر من 188 صندوق في نهاية سنة 2014³.

¹ علي بن الضب وفاتن ناصر، سلوك المردودية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية – دراسة قياسية ومقارنة بين بورصتي ماليزيا وتل أبيب خلال الفترة 1997-2010. بحث مقدم إلى: الملتقى الدولي الأول للاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، المركز الجامعي لغرداية، الجزائر، 23-24 فيفري 2011، ص: 13.

² زرزار العياشي، مرجع سابق، ص: 34.

* تعتبر صناديق الاستثمار بمثابة مؤسسات أو شركات تستهدف تجميع أموال عدد كبير من المستثمرين وفقا لإستراتيجية يضعها مدير الاستثمار بالصندوق ويمكن استثمار هذه الأموال المجمعّة في عدّة أشكال مثل الأسهم والسندات وأدوات سوق النقد أو العقارات أو المعادن النفيسة، وبالتالي فنصندوق الاستثمار عبارة عن وعاء مالي لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية وفقا لرغبات المستثمرين واحتياجاتهم ودرجة تقبلهم للمخاطر، وباستخدام أحدث الأساليب العلمية في إدارة الأموال بما يعود بالفائدة على المنظمة التي تؤسس صناديق الاستثمار وعلى المدخرين وعلى الاقتصاد القومي ككل. للمزيد من المعلومات اطلع على: (محب خلة توفيق، الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، الطبعة 1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص: 290).

³ زوبير بولجال، تعزيز البنية التحتية للسوق المالية الإسلامية " ماليزيا نموذجا"، مجلة بيت المشورة، العدد (5)، قطر، أكتوبر 2016، ص: 87.

- المؤشرات الإسلامية: يوجد نوعان من المؤشرات الإسلامية في سوق ماليزيا هما¹:

- المؤشر الشرعي كوالالمبور **Kuala Lumpur Shariah Index KLSI**: تم تصميمه بتاريخ 17 أبريل 1999 لتلبية الطلب من قبل المستثمرين المحليين والأجانب الراغبين في الاستثمار في الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة والمدرجة في البورصة الماليزية.
- المؤشر الإسلامي لماليزيا "رشيد حسين المحدودة" داو جونز: بدأ العمل به عام 1992 من قبل شركة رشيد حسين المحدودة، ولكنه طرح في 10 ماي 1996 رسمياً، ويخضع لمعايير داو جونز لتقييم أداء الشركات المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة والمرخصة من اللجنة الاستشارية الشرعية.

الفرع الثاني: الصكوك "السندات الإسلامية"

في التجربة الماليزية تعرّف الصكوك على أنها: "الصكوك التي يتم إصدارها وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية المسموح بها من اللجنة الاستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية الماليزية"² ويتطلب إصدار الصكوك تطبيق أحد مبادئ الشريعة الإسلامية مثل: الإجارة، المضاربة، المراجعة، المشاركة، البيع بالثمن الآجل والاستصناع وتصدر الصكوك في ماليزيا بكل من العملة المحلية "الرينجت الماليزي" والعملات الدولية، وبالتالي تقدم فرصاً استثمارية متنوعة لجميع المستثمرين المحليين والأجانب، وكذلك للمنشآت المحلية والدولية الراغبة في رفع الأموال من السوق المالية الإسلامية بماليزيا، وتعتبر الصكوك الخيار المفضل للشركات لرفع الأموال أو زيادة الأرباح وعوائد الاستثمارات، ويعود ذلك للطلب القوي عليها من قبل المستثمرين وأسعارها التنافسية وإمكانية إصدارها بتكاليف منخفضة³، ويمكن تصنيف الصكوك الإسلامية حسب الجهات المصدرة في ماليزيا إلى⁴:

- الصكوك الإسلامية الحكومية **Government Investment Certificates GIC**:

تعد بمثابة شهادات الاستثمار الحكومي، تم إصدارها في أوائل عام 1983 وتعتبر أول شهادات دون فائدة صادرة عن الحكومة الماليزية، وهي شهادات استثمارية تم تطويرها وفق مبدأ القرض الحسن من قبل الحكومة الماليزية، والهدف من إصدارها هو الحصول على الأموال اللازمة لتمويل الإنفاق على المشاريع التنموية.

¹ علي بن الضب وفاتن ناصر، مرجع سابق، ص: 14.

² طه سمور، مرجع سابق، ص: 110.

³ زوبير بولجال، مرجع سابق، ص: 86.

⁴ زرزار العياشي، مرجع سابق، ص: 36-37.

الصكوك الإسلامية للشركات: عبارة عن أدوات استثمارية متوسطة أو طويلة الأجل تصدرها الشركات الخاصة، حيث طرحت فكرة هذه الصكوك لأول مرة في ماليزيا سنة 1990، وتعد أحد أشكال التعاملات البارزة في السوق، وتصدر هذه الصكوك وفقا لمبادئ الشريعة كالبائع بالثمن الآجل، المرابحة، الاستصناع، الإجارة، المضاربة والمشاركة.

الفرع الثالث: الصناديق الإسلامية للاستثمار العقاري¹

ظهرت لأول مرة سنة 2006 بحجم قدره 180 مليون رينجت ماليزي، حيث تعد وسيلة للاستثمار المشترك وتقوم على تجميع الأموال من المستثمرين وشراء العقارات وإدارتها وبيعها عبر أدوات السوق المالية المطابقة للشريعة، وتتمتع صناديق الاستثمار العقاري بميزة المزج بين القارات وصناديق الاستثمار، والحامل لحصة في الصندوق يملك في الواقع حصة من مجموعة عقارات ما يجعل الصندوق أداة فعّالة تمكن المستثمرين الدوليين من الاستثمار في الأملاك العقارية دون أية صعوبات ومسؤوليات تتعلق بالملكية المباشرة لتلك العقارات، وارتفع عدد الصناديق في ماليزيا إلى 16 صندوق سنة 2014، من بينهم ثلاث صناديق إسلامية، ورغم العدد الصغير للصناديق الإسلامية للاستثمار العقاري في ماليزيا فإن رأس مالها السوقي عرف نموا كبيرا من 180 مليون رينجت ماليزي سنة 2006 إلى 18 مليار نهاية 2009 ثم قفز إلى 15,06 مليار نهاية 2014.

الفرع الرابع: خدمات الوساطة

من أهم أقسام خدمات الوساطة المتوفرة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي نجد²:

- السمسرة: توفر بعض شركات السماسرة خدمة السمسرة الإسلامية Islamic Stock Broking Services والتي تساعد جمهور المسلمين وغيرهم للاستثمار في الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- إدارة الاستثمار: تركز صناديق إدارة الاستثمار الإسلامية في ماليزيا على أصحاب المدخرات الصغيرة، حيث تتجمع من الأموال لتشكيل محافظ استثمارية وفق مبدأ التنوع الذي يؤدي إلى تقليل مخاطر الاستثمار، وتستثمر هذه الصناديق في مجال الاستثمارات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

¹ زوبير بولجال، المرجع نفسه، ص ص: 87-88.

² بو عبد الله علي، مرجع سابق، ص: 02.

المبحث الرابع: أثر الأزمة المالية على السوق المالي الماليزي في ظل التزامه بالضوابط الشرعية

إذا أدت أزمة الرهن العقاري إلى تراجع مستمر في الطلب على السلع الاستهلاكية في كل من الولايات المتحدة الأمريكية أو الاتحاد الأوروبي واليابان "كما يبدو على الأرجح" فإنه يعني تخفيف النمو الذي يقوده التصدير في ماليزيا، وبما أن ماليزيا لا تستطيع الاعتماد كلياً على الطلب المحلي في قيادة النمو الاقتصادي، فإن هناك حاجة إلى إعادة النظر في الجوانب المتجاهلة من الاقتصاد وإعادة توازن النمو بما يتماشى مع الاستراتيجيات الوطنية التي تركز على الاستهلاك المحلي والاستثمار دون استبعاد أنشطة الاستيراد والتصدير.

نهدف من خلال هذا المبحث لمعرفة مدى تأثير سوق رأس المال الإسلامي الماليزي بالأزمة المالية في ظل التزامه بالضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية؛ وذلك من خلال مقارنة تأثيرات الأزمة المالية على السوق المالي التقليدي والإسلامي في ماليزيا؛ أي معرفة كيف يمكن للالتزام بالضوابط الشرعية أن يقي السوق المالي من تداعيات الأزمات المالية.

المطلب الأول: أثر الأزمة المالية على سوق رأس المال الماليزي "التقليدي" خلال الفترة 2009-2007

أدت الأزمة المالية لسنة 2008 لآثار هائلة على الاقتصاد العالمي والتي بدأ مركزها في الولايات المتحدة الأمريكية، وظهرت بوضوح في شكل فقاعة ناجمة عن المشتقات المالية، من خلال الاستثمار في رأس مال الرهن العقاري، والتي أدت إلى انفجار أزمة الإسكان والبنوك وتوالت تأثيراتها على الطلب الاستهلاكي والاستثماري وسرعاً نما نمت لتصبح أزمة مصرفية.

اشتدت تأثيرات الأزمة وانتقلت إلى آسيا والتي بدأت تواجه انكماشاً نتيجة لذلك، وبالرغم من أن الاقتصاد الماليزي كان معزولاً عن الآثار المباشرة التي تعرض لها النظام المالي العالمي، إلا أن الأزمة أثارت الشكوك حول خطط الحكومة لتحقيق رؤية 2020 المشار لها سابقاً، فانهارت الصادرات وحدث تباطؤ في الاستثمار الأجنبي المباشر.

وفرت التجربة المريرة للأزمة المالية الآسيوية 1997 الحافز بالفعل لبنك نيجارا ماليزيا لتنظيم القطاع المالي، فقام بالتأثير على سوق الأسهم وعمد على الإبقاء على الحد الأدنى من القروض الخارجية، كما كانت القروض المتعثرة كنسبة من الموجودات المالية في البلد ذات معدل أقل من المعدلات المسجلة بين الاقتصاديات الآسيوية لعام 2008 حسب تصريحات بنك نيجارا ماليزيا، الأمر الذي دفع بالحكومة إلى القول بكل ثقة في أوائل عام 2009 أن الاقتصاد الماليزي يتمتع بسياسات قوية تمكنه من تعويض نقص الصادرات من خلال تقديم حوافز مالية مصممة.

يمكن توضيح أثر الأزمة المالية 2008 على سوق رأس المال الماليزي من خلال النهج التحليلي التالي:

الفرع الأول: أثر الأزمة المالية على العملات وأسواق المال في ماليزيا

لم تتضح الآثار المباشرة لانفجار فقاعات الرهن العقاري على النظام المالي الماليزي بصورة مباشرة أو غير مباشرة بل أن تأثيراتها على زعزعة الاستقرار كانت بصورة أقل من الاقتصاديات العالمية الأخرى، حيث اتضحت تأثيراتها على العملات وأسواق المال من خلال:

- التأثير على معدل الصرف

شهد الرينتج الماليزي تحسنا في مقابل الين الياباني، إلا أنه شهد انخفاضا إلى أدنى مستوى له في مقابل الدولار الأمريكي، لينخفض إلى 3,21 رينتج ماليزي/ الدولار الأمريكي وذلك في الربع الثاني من عام 2008 قبل أن يتعافى بشكل مطرد ليصل إلى 2,62 رينتج ماليزي/ دولار في الربع الأول من عام 2009، وبالرغم من أن الاتجاهات في أسعار صرف الرينتج الماليزي تعد مرجحة إلا أن الحكومة أولت اهتماما بالغاً بملاحظة تحركات أسعار الصرف خوفاً من تكرار سيناريو أزمة 1997 والتي أدت إلى زعزعة الاستقرار العام¹، والجدول التالي يوضح معدل سعر صرف الرينتج الماليزي خلال السنوات 2007، 2008 و 2009:

الجدول (3-3): معدل سعر صرف الرينتج الماليزي خلال السنوات 2007، 2008 و 2009

	RM per unit of					RM per 100 units of			
	US\$	EUR	STG	SDR	S\$	DM	SF	Yen	HK\$
<i>Period</i>	<i>Average for period</i>								
2007 Q1	3.4984	4.584	6.8407	5.2469	2.2834	230.603	283.5867	2.9293	44.8047
Q2	3.4284	4.620	6.8061	5.1971	2.2488	236.212	280.4405	2.8401	43.8631
Q3	3.4667	4.761	7.0039	5.3154	2.285	243.543	289.1605	2.9448	44.4061
Q4	3.3567	4.861	6.8676	5.2807	2.3083	248.802	293.281	2.9722	43.1628
2008 Q1	3.2255	4.832	6.3834	5.159	2.2894	247.216	302.3749	3.066	41.3826
Q2	3.2129	5.018	6.3291	5.2264	2.3518	256.649	311.5294	3.0735	41.1936
Q3	3.3396	5.021	6.3186	5.3129	2.3906	256.720	311.7054	3.1073	42.8215
Q4	3.5551	4.680	5.5957	5.3533	2.3891	239.348	307.1448	3.707	45.8497
2009 Q1	3.6259	4.726	5.2133	5.4197	2.3977	242.046	316.1158	3.8772	46.7581
Q2	3.5225	4.969	5.8592	5.3908	2.4302	247.145	319.3671	3.6729	45.8037

La source : Mahani Zainal Abidin , **The Global Financial Crisis and The Malaysian Economy:**

Impact and Responses, University MALAYA , A joint Report by The Institute of Strategic and International Studies, p: 25.

¹ Mahani Zainal Abidin , **The Global Financial Crisis and The Malaysian Economy: Impact and Responses**, University MALAYA , A joint Report by The Institute of Strategic and International Studies, p: 24-25.

وبالرغم من تطبيق الحكومة الماليزية لسياسة تعويم سعر الصرف إلا أن المؤسسات المالية ولا سيما البنوك التقليدية في ماليزيا وصناديق التحوط قد أصيبت بالشلل بسبب تقلبات أسعار الصرف.

الفرع الثاني: التأثير على النظام المصرفي

تشهد السيولة في ماليزيا مستويات مرتفعة مع انخفاض القروض المتعثرة الأمر الذي أدى إلى حالة جيدة من الاستقرار المالي، وعلى الرغم من بيئة الاستثمار المتذبذبة في ماليزيا جراء تداعيات الأزمة المالية، إلا أن بنك نيجارا فغل بشكل جيد استراتيجياته للحفاظ على نسبة منخفضة من القروض المتعثرة من إجمالي القروض قبل الأزمة المالية والجدول التالي يوضح القروض المتعثرة في البنوك الماليزية خلال الفترة 2007-2009:

الجدول (3-4): القروض المتعثرة في البنوك الماليزية خلال الفترة 2007-2009 (مليون رينجت ماليزي)

2009		2008				2007				البيان الأشهر
جوان	مارس	ديسمبر	سبتمبر	جوان	مارس	ديسمبر	سبتمبر	جوان	مارس	
33188	33592	34983	36059	36977	40440	41763	44074	46641	49631	القروض المتعثرة
2,2	2,2	2,2	2,4	2,6	3,0	3,2	3,5	4,1	4,4	نسبة القروض المتعثرة من إجمالي القروض

La source : Mahani Zainal Abidin , OP Cit, p : 26 .

انخفضت نسبة القروض المتعثرة من إجمالي القروض من 4,4% في مارس 2007 إلى 2,2% في ديسمبر 2008، واستمر هذا الانخفاض خلال شهري مارس وجوان من سنة 2009، ويعتبر هذا الانخفاض مثيرا للاهتمام بالنظر إلى الانكماش الذي شهده الناتج المحلي الإجمالي في الربعين الأخيرين من سنة 2009 على الرغم من توفر بيئة للاستثمار في ماليزيا إلا أن القروض المتعثرة استمرت في التدهور بسبب تداعيات الأزمة المالية وهبوط الطلب الكلي.

الفرع الثالث: التأثير على سوق رأس المال

حافظت ماليزيا على الثقة العامة والاستقرار في قطاعها المالي خلال فترة الأزمة المالية العالمية، ذلك أنها مدعومة بقطاع مالي قوي، كما أن وفرة السيولة في النظام المالي قد خففت من خطر العدوى النظامية، الأمر الذي سمح بمواصلة تقديم خدمات الوساطة المالية للاقتصاد ككل، بيد أن ماليزيا بوصفها اقتصادا منفتحا للغاية فهي ليست معزولة عن الاقتصاد العالمي فتأثرت بالانكماش وتدهور الأوضاع الاقتصادية العالمية¹، حيث ظلت بورصة ماليزيا ثابتة إلى حد ما في عام 2009 بالرغم من انتهاء الرقابة على رأس المال خلال فترة رئاسة الوزير عبد الله أحمد بدوي

¹ Muhammad Bin Ibrahim, Impact of the Global Crisis on Malaysia's Financial System, Bank Negara Malaysia: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap54p.pdf> , P: 267.

فحدث انكماش في الطلب الكلي، حيث أدت الأزمة المالية إلى انخفاض أسعار الأسهم في ماليزيا بشكل حاد في أعقاب الأزمة وذلك بنسبة

20% بين عامي 2007 و 2009¹، كما أن انهيار الصادرات أدى إلى تشغيل هبوطي في سوق الأسهم حيث انخفض المؤشر في أشهر جانفي، مارس، ماي وأكتوبر 2008 ومارس 2009، وذلك بعد سقوط ما لا يقل عن 1000 نقطة مئوية من أكتوبر 2008 حتى أبريل 2009، ثم عاود المؤشر النمو بقوة خلال الفترة ماي إلى جويلية 2009، والجدول التالي يوضح مؤشر KLSE المركب خلال الفترة 2007-2009:

الجدول (3-5): مؤشر KLSE المركب خلال الفترة 2007-2009 للسوق المالي الماليزي

2007			2008			2009		
Periods	Composite Index	% Changes	Periods	Composite Index	% Changes	Periods	Composite Index	% Changes
Jan.	1,189.35	-	Jan.	1,393.25	-3.58	Jan.	884.45	0.88
Feb.	1,196.45	0.60	Feb.	1,357.40	-2.57	Feb.	890.67	0.70
Mar.	1,246.87	4.21	Mar.	1,247.52	-8.09	Mar.	872.55	-2.03
Apr.	1,322.25	6.05	Apr.	1,279.86	2.59	Apr.	990.74	13.55
May	1,346.89	1.86	May	1,276.10	-0.29	May	1,044.11	5.39
Jun.	1,354.38	0.56	Jun.	1,186.57	-7.02	Jun.	1,075.24	2.98
Jul.	1,373.71	1.43	Jul.	1,163.09	-1.98	Jul.	1,174.90	9.27
Aug.	1,273.93	-7.26	Aug.	1,100.50	-5.38			
Sep.	1,336.30	4.90	Sep.	1,018.68	-7.43			
Oct.	1,413.65	5.79	Oct.	863.61	-15.22			
Nov.	1,396.98	-1.18	Nov.	866.14	0.29			
Dec.	1,445.03	3.44	Dec.	876.75	1.22			

La source : Mahani Zainal Abidin , OP Cit , p : 27 .

ظلّ القطاع المالي في ماليزيا قويا رغم الانهيار في الصادرات وانخفاض أسعار النفط وانكماش الناتج المحلي الإجمالي خلال الربعين الأوليين من عام 2008، كما ظلت أسواق رأس المال والعملات ثابتة أيضا خلال الربعين الأولين من عام 2009، إلا أنه وبعد تراجع الناتج المحلي الإجمالي في الربع الثاني من عام 2009 دخل الاقتصاد الماليزي في حالة ركود.

المطلب الثاني: أثر الأزمة المالية على سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

يعمل سوق رأس المال الإسلامي الماليزي جنبا إلى جنب مع السوق التقليدي، وهي الميزة الفدّة التي سبق وتطرقت لها في بداية هذا الفصل، وبما أن الأزمة المالية اجتاحت السوق الماليزي ككل؛ فلن تكون السوق المالية الإسلامية بمنأى من تداعياتها، لذلك نهدف من خلال هذا المطلب للقيام بدراسة تحليلية أولية لتداعيات الأزمة

¹ Prena- Chandra ATHUKORALA , Malaysian Economy in Three Crises, working papers in trade and development , October 2010, p: 17.

المالية على السوق المالي الإسلامي خلال الفترة 2006-2016 وذلك بغية دراسة فرضية أن السوق المالي الإسلامي سينجو من تداعيات الأزمة المالية، وهذا لن يتحقق إلا من خلال تحليلنا لتطور المنتجات المالية الملتزمة بالضوابط الشرعية والمسجلة في السوق المالي الإسلامي الماليزي خلال نفس الفترة، باعتبار أن المنتجات المتداولة تعطي صورة واضحة عن تطور السوق المالي.

الفرع الأول: أثر الأزمة المالية على تطور منتجات سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

يمكن توضيح تداعيات الأزمة المالية على تطور منتجات سوق رأس المال الإسلامي الماليزي من خلال النهج التحليلي التالي:

أولاً: مناهج تطوير المنتجات المالية في سوق رأس المال الإسلامي بماليزيا

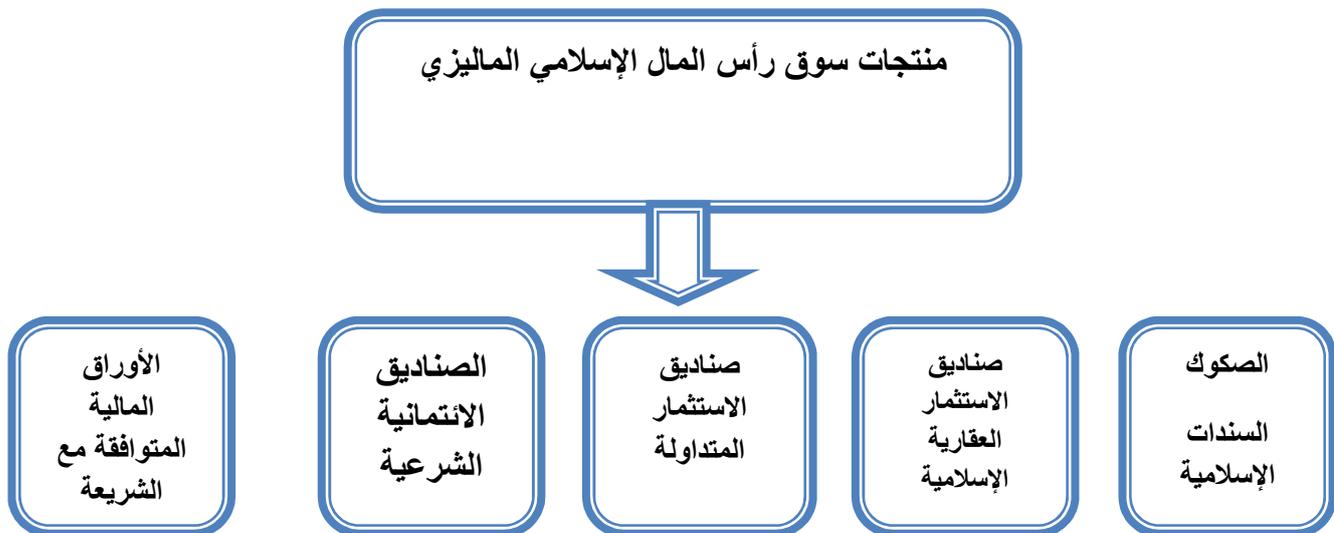
تم تطوير المنتجات المالية الإسلامية الحديثة والخدمات عموماً وفق منهجين مختلفين¹:

المنهج الأول: يتم من خلال تحديد وتعديل المنتجات والخدمات التقليدية القائمة وفق مبادئ الشريعة الإسلامية.

المنهج الثاني: يتم من خلال تقديم خدمات ومنتجات جديدة ومبتكرة بالتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

وفي ماليزيا يجري استخدام كلا المنهجين لتطوير وهيكله منتجات سوق المال الإسلامية التي من شأنها تلبية حاجة السوق ويوضح الشكل التالي مجموعة متنوعة من المنتجات المالية التي يتم تقديمها حالياً في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي:

الشكل (3-5): منتجات سوق رأس المال الإسلامي الماليزي



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير هيئة الأوراق المالية الماليزية للفترة 2006-2016

¹ Wan RAZAZILA wan abdullah and Jamel Roudaki: OP Cit , in : <http://victoria.ac.nz> .

يتبين من خلال الشكل السابق أن منتجات سوق رأس المال الإسلامي الماليزي تنقسم أساسا إلى خمس فئات:

- الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية؛
- وحدات الصناديق الائتمانية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية؛
- صناديق الاستثمار المتداولة؛
- صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية؛
- الصكوك " السندات الإسلامية"

حيث أثبتت عملية ابتكار منتجات مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية أنها تجذب المستثمرين مسلمين وغير مسلمين لأنها توفر العديد من الفرص الاستثمارية.

ثانيا: مدى التزام منتجات سوق رأس المال الإسلامي الماليزي بالضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية

قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية بطرح مجموعة من الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وسمحت بتداولها والاستثمار فيها، وحسب مقررات اجتماع اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية الخامس والمنعقد بتاريخ 23 أوت 1995 تم اعتماد 4 معايير أساسية لإقرار وتقييم الأوراق المالية المدرجة في البورصة الماليزية وهي على النحو التالي¹:

المعيار الأول: ضابط تحريم الربا

ويقصد به أن يكون النشاط الأساسي للشركات خاليا من المعاملات الربوية كما في المؤسسات المالية التقليدية كالبنوك التجارية وبنوك الاستثمار، وشركات التمويل وغيرها فلا يجوز للمسلمين شراء أسهمها وتعتبر خارجة عن قائمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة، فقد نصت قرارات اللجنة أن أنشطة الشركات وعملياتها الرئيسية المبنية على عنصر الربا حرام شرعا.

المعيار الثاني: ضابط تحريم الميسر "القمار"

إذا كان النشاط الرئيس للشركة هو التعامل بالقمار "الميسر" وما أشبه ذلك مثل الكازينوهات التي لا تلتزم بآداب الإسلام، فيحرم على المستثمرين المسلمين شراء أسهمها ولذلك يمنع على المستثمرين المسلمين من المساهمة في الشركات التي تتعامل بالقمار في أنشطتها، وهذا يؤدي إلى إخراجها من قائمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

¹ نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص ص: 128-130.

المعيار الثالث: ضابط تحريم الغرر

تعتبر الشركات التي تكون عملياتها قائمة على الغرر، كشركات التأمين التقليدية "التأمين التجاري أو التأمين ذو القسط الثابت" فيحرم على المستثمرين المسلمين شراء أسهمها، حيث يركز التأمين في هذه الشركات على اعتبار أن قسط التأمين من حق الشركة، وتلتزم الشركة بالتعويض عند تحقق الخطر أو الضرر الذي يسببه التأمين، فإن لم يحدث خطر أو ضرر كان القسط ملكا للشركة بلا عوض، وإن كان مبلغ التأمين أكثر من قسط التأمين الذي تملكته فإنها تلتزم بدفعه، ومن هنا يكون نوعا من القمار والغرر واضح فيه، فهذا المعيار يمنع المستثمرين المسلمين في الاستثمار في هذه الشركات والتعامل معها لأنه يعتبر من الغرر الفاحش وغير اليسير.

المعيار الرابع: الاستثمار في المنتجات المحرمة شرعا

ويقصد به أنه يحرم على المستثمرين المسلمين الاستثمار في الشركات التي تتضمن أنشطتها إنتاج وتسويق وتوزيع المنتجات بطرق محرمة شرعا، وهي تتضمن:

- المشاركة في صنع المشروبات الكحولية وإنتاجها وتسويقها؛
- توزيع اللحوم المحرمة "لحم الخنزير" في الأسواق؛
- تقديم الخدمات اللاأخلاقية؛

فيحرم على المستثمرين المسلمين شراء أسهمها، وهناك أيضا الشركات التي تتعامل بالمعاملات غير المشروعة كشركة المباني القائمة على بناء محل للقمار، والحانات وغيرها وتعتبر هذه الشركات ملغاة من قائمة الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية

ثالثا: منهجية فحص الأوراق المالية

تم تطوير منهجية لفرز مدى امتثال الأوراق المالية المتداولة في بورصة ماليزيا للضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية وتتم من خلال¹:

- مراجعة التزام الأوراق المالية بالضوابط الشرعية للشركات المدرجة في البورصة من خلال شركات الاكتتاب العام الأولي؛

¹ Bursa malaysia, in : : <http://www.bursamalaysia.com/market/securities/equities/products/shares>

- مراجعة كل شركة مساهمة عامة استنادا إلى أحدث البيانات المالية السنوية المرفقة؛
- يتم إجراء فحص لبعض الشركات قبل الاكتتاب العام "تطوعيا"، في مدى التزامها بالضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية؛
- يتم تحديث قائمة للشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية ونشرها خلال شهري ماي ونوفمبر من كل سنة/

الفرع الثاني: تحليل أداء سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال الفترة 2006-2016

تعرضت سوق رأس المال الإسلامي الماليزي إلى تداعيات أزمة الرهن العقاري على العديد من الأصعدة، وبهدف تحديد مدى تأثير هذه السوق بتداعيات أزمة الرهن العقاري في ظل التزامها بالضوابط الشرعية تم الاعتماد على مجموعة من العناصر لعرض أداء سوق رأس المال الإسلامي الماليزي وهي:

- الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية؛
- رسملة السوق المالي الإسلامي؛
- الصكوك الإسلامية؛

أولا: أثر الأزمة المالية العالمية على تطور الأسهم المتوافقة مع الشريعة

1- التعريف

تشمل الأسهم في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي كل من: الأسهم العادية، شهادات الشراء من الأسهم الموجودة، شهادات الشراء من الأسهم الجديدة، حيث سيتم الاقتصار في دراستنا على الأسهم العادية والتي تعتبر من أقرب الأدوات المالية توافقا مع أحكام الشريعة الإسلامية، ويمكن للمستثمرين المسلمين الاستثمار فيها، حيث تخضع قائمة هذه الأسهم إلى المراقبة والفحص من وقت لآخر، وتتم عملية الفحص بشكل دوري مرتين سنويا، فأى تغيير في أنشطة الشركات يؤثر في استمرار الاستثمار فيها، إذا أصبحت أنشطتها الرئيسية تحتوي عمليات محرمة شرعا¹، حيث تم طرحها في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية ضمن قائمة سوق الأوراق المالية الماليزية في جوان 1997 لأول مرة، وهي تمثل ما نسبته

¹ مفتاح صالح وسلطان مونية، الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دراسة حالة سوق ماليزيا، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 13، جوان 2013، ص: 283.

85% كأسهم إسلامية مقارنة بالأسهم المطروحة في السوق ويقصد بها الأسهم الصادرة عن الشركات المساهمة والتي تخلو أنشطتها الأساسية من العناصر المحرمة شرعاً¹.

2- تحليل الأداء

يوضح الجدول التالي تطورات الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال الفترة 2006-2016

الجدول (3-6): تطور الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة 2006-2016

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	البيانات
671	667	673	650	817	839	846	846	855	853	886	عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية
904	903	906	911	923	946	961	959	980	991	1029	مجموع الأوراق المالية المدرجة في سوق رأس المال الماليزي
74,23	73,86	74,3	71,4	89	89	88	88	87	86	86,1	نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة لمجموع الأوراق المالية المدرجة (%)

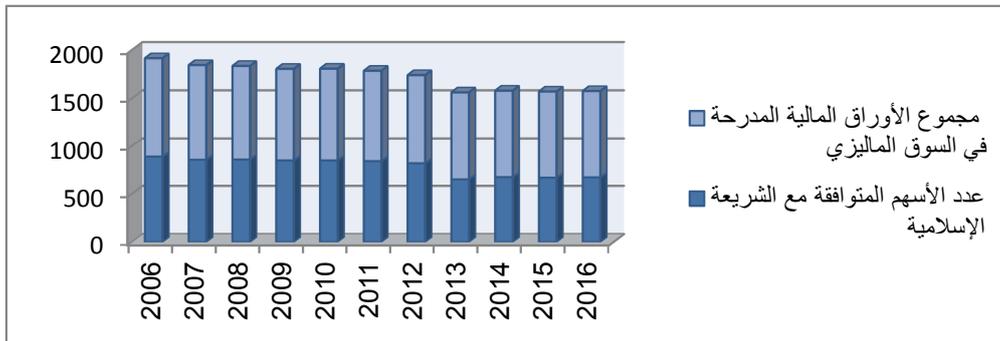
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية للفترات (2006-2016)، Securities

Commission Annual Report

يمكن ترجمة معطيات الجدول (3-6) من خلال الرسم البياني التالي:

¹ زرزار العياشي، مرجع سابق، ص: 34.

الشكل(3): تطور الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية لمجموع الأوراق المالية المدرجة في سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة 2006-2016



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول (3-6)

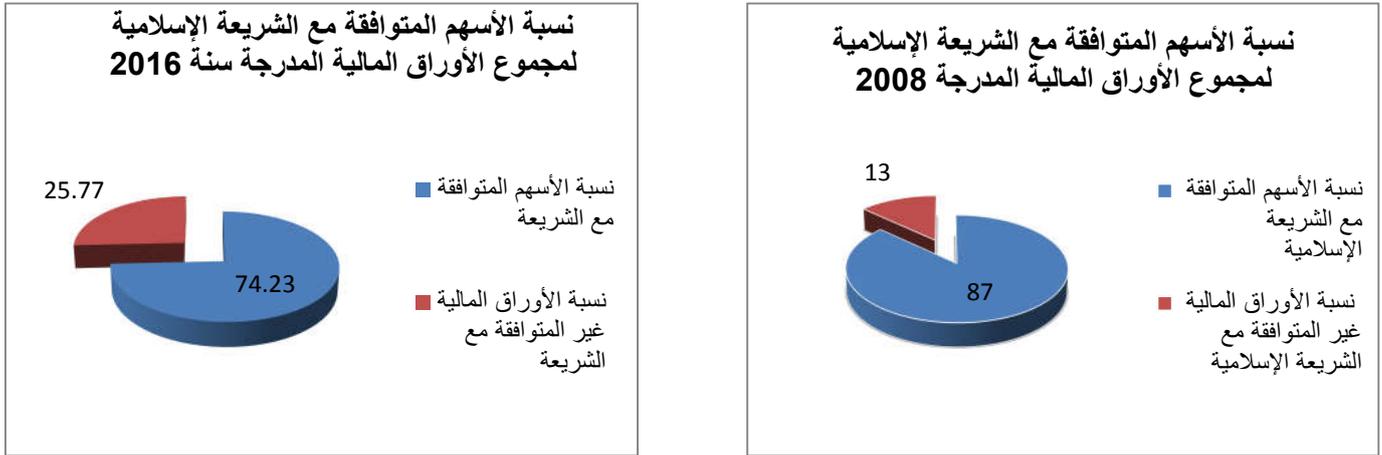
يتضح من خلال الجدول أعلاه أن هنالك 886 شركة متوافقة مع الشريعة الإسلامية مدرجة في بورصة ماليزيا خلال سنة 2006، وهو ما يمثل 86,1% من مجموع الأوراق المالية المدرجة، لينخفض العدد سنة 2007 إلى 853 شركة متوافقة مع الشريعة بسبب بداية تداعيات أزمة الرهن العقاري، كما شهد العام 2009 انخفاضا كبيرا لعدد الشركات المتوافقة مع الشريعة والمدرجة في البورصة الماليزية، لتصل إلى 846 شركة بنسبة 88%، إلا أن هذه النسبة تعد جيدة إذا ما قورنت مع مجموع الأوراق المالية المدرجة في البورصة الماليزية، وذلك بسبب تداعيات الأزمة المالية التي مست قطاع السوق المالي الماليزي.

ومع بداية الأزمة نلاحظ أن هنالك تطورا لنسبة الشركات المتوافقة مع الشريعة إلى إجمالي الأوراق المالية المدرجة حيث انتقلت من 86% سنة 2007 إلى 89% سنة 2010، وهذا إن دلّ فإنما يدل على قدرة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي على مجابهة تداعيات الأزمة المالية بالمقارنة مع سوق رأس المال الماليزي والذي شهد انخفاضا كبيرا في مجموع الأوراق المالية المدرجة.

كما شهدت الفترة 2013-2016 تذبذبا ملحوظا، حيث بلغ عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة والمدرجة في البورصة الماليزية 911 شركة سنة 2013، أي بنسبة 71,4%، والذي يعادل انخفاضا قدره 17,6% مقارنة بسنة 2012، لتعاود الارتفاع مجددا سنة 2014، حيث بلغت ما نسبته 74,3% من إجمالي الأوراق المالية المدرجة، أي بزيادة قدرها 2,9%، لتستقر سنة 2016 بنسبة تقدر بـ 74,23% أي حوالي 671 شركة متوافقة مع الشريعة الإسلامية والمدرجة في البورصة الماليزية.

يمكن ترجمة معطيات الجدول (3-6) من خلال النسب التالية:

الشكل (3-7) : نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية مقارنة مع مجموع الأوراق المالية المدرجة خلال سنتي 2008 و 2016



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الشكل (3-6) والجدول (3-6)

ثانيا: أثر الأزمة المالية العالمية على رسملة السوق المالي الإسلامي بماليزيا

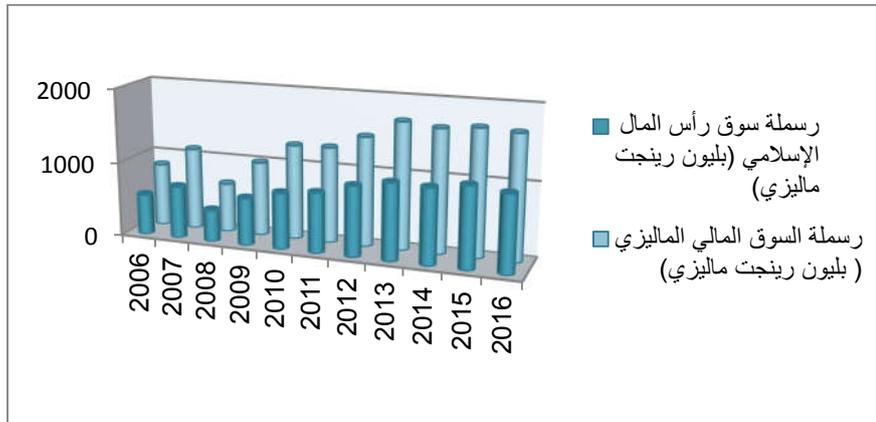
1-1 تحليل الأداء: الجدول التالي يبين تطور رسملة السوق المالي الإسلامي بماليزيا

الجدول (3-7): تطور رسملة السوق المالي الإسلامي بماليزيا

البيانات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
رسملة سوق رأس المال الإسلامي (بليون رينجت ماليزي)	548,4	705,1	426,4	637,9	756,1	806	942	1029,62	1012,1	1086,1	1030,56
رسملة السوق المالي الماليزي (بليون رينجت ماليزي)	848,7	1106,2	663,8	999,5	1275,3	1285	1466	1702,15	1651,1	1694,7	1667,37
نسبة رسملة سوق رأس المال الإسلامي من إجمالي الرسملة السوقية (%)	64,1	63,7	64,2	63,8	59,3	63	64	60,5	61,30	64,09	61,81

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية (2006-2016)

الشكل (3-8): تطور رزمة سوق رأس المال الإسلامي لمجموع رزمة السوق المالي ككل في ماليزيا خلال الفترة (2006-2016)



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على معطيات الجدول (3-7)

ثالثا: أثر الأزمة على تطور الصكوك الإسلامية

1-

التعريف: عرّفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك بأنها: " وثائق

متساوية القيمة تمثل حصصا 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 وبدأ

استخدامها فيما أصدرت من أجله¹، وتتم عملية التصكيك من خلال قيام مؤسسة ما بتجميع

أصولها غير السائلة وتحويل ملكيتها إلى جهة أخرى " صندوق أو مؤسسة" تقوم بإصدار صكوك

تساندها تلك الأصول وبذلك تتيحها للتداول في أسواق الأوراق المالية بعد أن يتم تصنيفها

ائتمانيا، وكذلك بعد خضوعها لعدد من الإجراءات الفنية².

2- تحليل الأداء

الجدول التالي يوضح تطور إصدارات الصكوك في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال الفترة 2006-2016:

¹ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم 17.

² معطي الله خير الدين وشرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، بحث مقدم إلى: الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمنة، 03 و04 ديسمبر 2012، ص: 237.

الجدول (3-8): إصدارات الصكوك في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال الفترة (2006-2016)

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	البيانات
63,73	48,33	76,07	99,13	71,09	78,9	40,33	34	43,23	121,3 0	42,02	إجمالي الصكوك (بليون رينجت م)
140,99	118,4 6	138,1 5	148,0 7	103,3	112,3 3	63,58	57,5	140	158,8	75,83	إجمالي السندات المصدرة (بليون رينجت م)
45,20	40,79	55,06	66,93	68,81	70,23	63,43	59,13	30,85	76,4	55,41	نسبة الصكوك إلى السندات الكلية (%)

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية 2006-2016

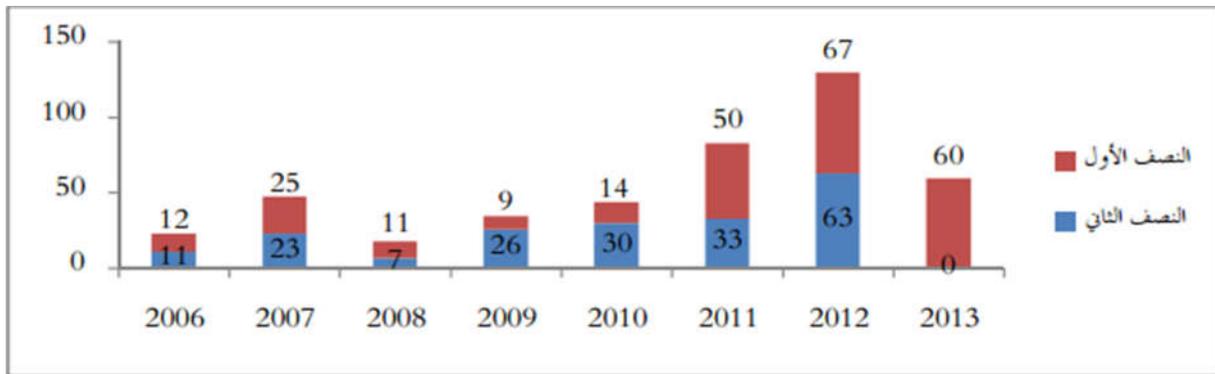
نلاحظ من خلال الجدول (3-8) أن ماليزيا حافظت على تصدرها لإصدارات الصكوك خلال فترة الدراسة 2006-2016 ما عدا سنة 2008 بسبب الصدمة التي خلفتها الأزمة المالية العالمية، حيث انتقلت إصدارات الصكوك في ماليزيا من 42,02 بليون رينجت ماليزي سنة 2006 إلى 121,30 بليون رينجت ماليزي سنة 2007 أي ما يعادل 76,4% من إجمالي السندات المصدرة خلال نفس السنة، ويعود ذلك إلى قيام ماليزيا سنة 2007 بتحرير سوق الصكوك، لتنزل الإصدارات مباشرة إلى ما قيمته 43,23 بليون رينجت ماليزي سنة 2008 وهي سنة حدوث أزمة الرهن العقاري، والتي أدت إلى أزمة سيولة أثرت على إصدارات هذه الصكوك، وبعد التعافي من الأزمة لاحظنا ارتفاع مطرد لإصدارات الصكوك حيث انتقلت من 34 بليون رينجت ماليزي سنة 2009 إلى 71,09 بليون رينجت ماليزي سنة 2012 ، لتعاود الارتفاع وبقوة سنة 2013 محققة عتبة 66,93% بإصدار قيمته 99,13 بليون رينجت ماليزي، ذلك أن ماليزيا قامت خلال نفس السنة "2013" بتخصيص حوافز ضخمة لصناعة التمويل الإسلامي والتي من ضمنها إصدارات الصكوك، لتعزيز موقعها كمركز عالمي في هذا المجال، حيث أنعشت سوقها بإصدار صكوك لأجل عشرة أعوام بدل خمسة، وذلك لفتح الباب أمام فئات أخرى من المستثمرين وشملت الحوافز التي قدمتها الدولة للتمويل الإسلامي خصم كل الضرائب على الاستثمارات العالمية التي تعتمد الصكوك الإسلامية لثلاثة أعوام مقبلة، كما مددت الإعفاء من ضريبة الدخل على إصدار الصكوك بالعملة المحلية حتى 2014، وخصصت دعما منفصلا وعلاوات للمنتجات الجديدة في هذه الصناعة.

ويعود سبب ازدهار إصدارات الصكوك في ماليزيا إلى امتلاكها سوق متينة من الصكوك الأولية وسوق نشطة من الصكوك الثانوية، وكذلك إلى الاستراتيجيات المتبعة من قبل الحكومة الماليزية والتي من أبرزها:

- إنشاء هيئة شرعية عليا تهتم بمراقبة مدى التزام الأدوات المالية الإسلامية بالضوابط الشرعية؛
- إنشاء سوق مالي إسلامي للتداول مع نظام إعفاءات ضريبية؛
- تطوير مراكز بحثية متخصصة في التمويل الإسلامي؛
- الاهتمام الذي يوليه البنك المركزي الماليزي لتوفير رأس المال البشري المؤهل من خلال المركز الدولي لتعليم التمويل الإسلامي.

أما على صعيد الإصدارات العالمية للصكوك فماليزيا لازالت تحافظ على مركز الصدارة بنسبة تتراوح ما بين 58% إلى 63% بين عامي 2008 و 2013 وتنفرد بكونها السوق الوحيدة في العالم الإسلامي التي تتجاوز الصكوك القائمة فيها حاجز 100 مليار دولار بفارق كبير، وهو ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل (3-9): تطور التعاملات العالمية من الصكوك الماليزية " مليار دولار " 2006-2013



المصدر: لشهب الصادق وبوريش أحمد، مرجع سابق، ص: 98.

يمكن توضيح تطور إصدارات الصكوك الإسلامية بالمقارنة مع السندات التقليدية في ماليزيا خلال الفترة 2006-2016 من خلال الجدول التالي:

الجدول (3-9): تطور إصدارات الصكوك الإسلامية بالمقارنة مع السندات التقليدية في ماليزيا خلال الفترة 2006-

2016

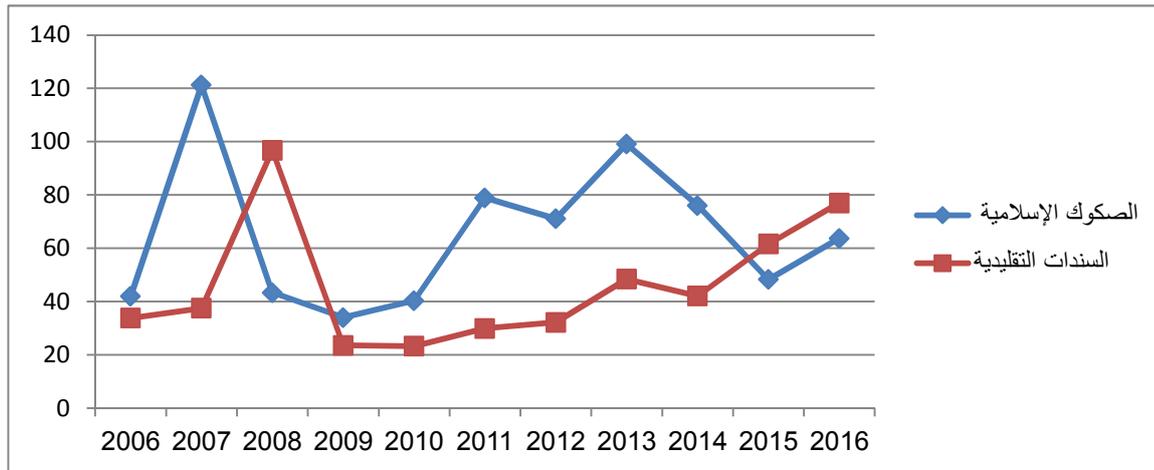
البيانات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
إجمالي الصكوك (بليون رينجت م)	42,02	121,30	43,23	34	40,33	78,9	71,09	99,13	76,07	48,33	63,73
إجمالي السندات التقليدية(بليون رينجت م)	33,81	37,50	96,76	23,54	23,26	29,93	32,21	48,45	42,08	61,63	77

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير هيئة الأوراق المالية الماليزية للسنوات 2006-2016

يمكن ترجمة معطيات الجدول (3-9) من خلال الرسم البياني التالي:

الشكل (3-10): تطور إصدارات الصكوك الإسلامية بالمقارنة مع السندات التقليدية في ماليزيا خلال الفترة 2006-

2016



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول (3-9)

يمثل الشكل (3-10) تطور إصدارات الصكوك في مقابل السندات التقليدية في ماليزيا، حيث بلغت

إصدارات الصكوك سنة 2006 ما قيمته 42,02 مليار رينجت ماليزي وذلك من خلال إصدار هيئة الأوراق المالية ما مجموعه 116 إصدار لسندات الدين الخاصة بقيمة سوقية بلغت 75,83 مليار رينجت ماليزي منها 64 متعلقة بالصكوك بقيمة 42 مليار ر م بنسبة 55,4% من إجمال إصدارات السندات الجديدة المعتمدة في سنة 2006، وقد أظهرت إصدارات الصكوك المقبولة عالميا تقدما ملحوظا بحجم 27 نوع من أصل 64 أي ما نسبته 42% من الصكوك التي وافقت عليها هيئة الأوراق المالية في عام 2006، والقائمة على مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر، كما

تمت هيكلة 85% من الصكوك المعتمدة في عام 2006 بقيمة 35,5% مليار ر.م بين صكوك الاستصناع والمضاربة.

وشهد العام 2016 إصدار بقيمة 63,73 مليار ر.م في مقابل 77 مليار ر.م كسندات تقليدية وبلغت نسبة الصكوك 45,20% من إجمالي سندات الدين، ومن حيث الإصدارات تمثل صكوك الشركات نسبة 75,68% من إجمالي سندات الشركات، بينما شكلت الصكوك القائمة ما نسبته 73,85% من إجمالي سندات الشركات، وبشكل عام فقد تخطت إصدارات الصكوك الحكومية وصكوك الشركات في عام 2016 عتبة 53% من إجمالي إصدارات السندات.

المطلب الثالث: دراسة العلاقة القائمة بين الالتزام بالضوابط الشرعية والأزمة المالية في سوق رأس المال الماليزي

إن الجدل الكبير القائم حول العلاقة بين الالتزام بالضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية والحد من تداعيات الأزمات المالية لا زال قائماً ليوماً هذا، وبالرغم من قلة الدراسات "القياسية" التي خصت الموضوع بالدراسة والتحليل، إلا أن الاختلاف الكبير في النتائج أبقى مجال النقاش مفتوحاً لدراسات أخرى يمكن أن تصل إلى نتائج أدق، ويعود السبب في ذلك إلى صعوبة تقدير الضوابط الشرعية في صورة متغيرات كمية، كضابط الغرر، التدليس وغيرها من الضوابط الشرعية.

على هذا الأساس خصص هذا المطلب لإعداد دراسة تطبيقية "قياسية" للفرضية المتعلقة بمدى تأثير الالتزام بالضوابط الشرعية في الحد من تداعيات الأزمات المالية على السوق المالية الماليزية، في محاولة منا لتحديد طبيعة العلاقة بين المنتجات الملتزمة بالضوابط الشرعية ونشاط سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال فترة امتدت إحدى عشرة عاماً من سنة 2006 إلى غاية 2016، وبالتالي سيتم إبراز العلاقة بين هذه المتغيرات من خلال النهج التحليلي التالي:

الفرع الأول: بناء النموذج القياسي

أولاً: النمذجة في الاقتصاد القياسي

1- تعريف الاقتصاد القياسي

الاقتصاد القياسي هو فرع حديث من فروع علم الاقتصاد، يهدف إلى تفسير وتوقع الظاهرة الاقتصادية معتمداً في ذلك على القياس الفعلي للمتغيرات والعلاقات فيما بينها، فهو قياس وتحليل العلاقات بين المتغيرات باسم النظرية العلمية والأساليب الإحصائية والرياضية وبرامج الكمبيوتر الجاهزة، ويشكل حالياً العمود الفقري لعلم الاقتصاد الحديث¹.

2- مرتكزات علم الاقتصاد القياسي: يقوم علم الاقتصاد القياسي على ثلاث علوم²:

➤ **النظرية الاقتصادية:** حيث تشير إلى وجود علاقات معينة بين متغيرات اقتصادية كالعلاقة بين معدل البطالة ومعدل التضخم، وتحتاج عملية قياس هذه العلاقات إلى الرجوع للمساهمات النظرية في هذا المجال، بهدف اختيار النماذج القياسية المثلى لتمثيلها.

➤ **العلوم الرياضية:** لأنها توفر نماذج رياضية وما يناسب منها وفق أسس معينة للوصول إلى النموذج الأمثل لتمثيل العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية قيد الدراسة.

➤ **علوم الإحصاء:** لما يوفره من طرق وأدوات للاستدلال الإحصائي لقياس العلاقات الاقتصادية كما يمكننا من جمع البيانات الاقتصادية وتسجيلها وتبويبها وأيضاً عرضها في صور عدّة، مثل الجداول، المنحنيات والأشكال، وهذه البيانات تمثل الأساس الأولي الذي يعتمد ويقوم عليه الاقتصاد القياسي.

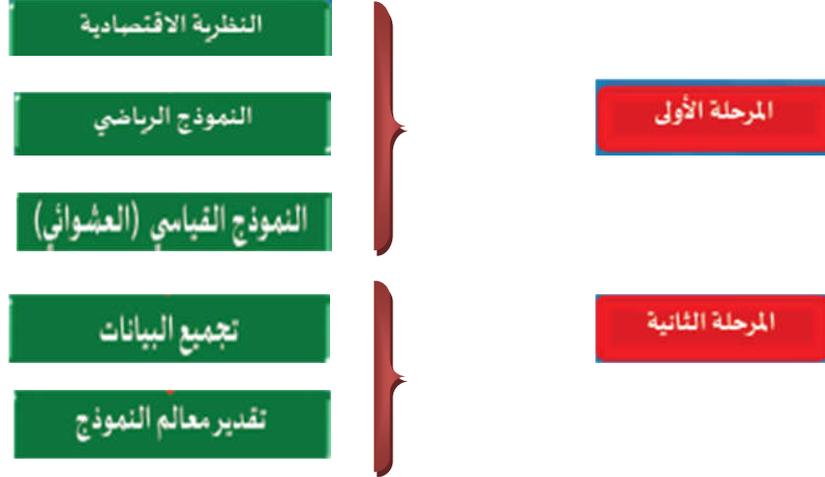
¹ دحماني محمد أدريوش، مقرر مقياس الاقتصاد القياسي، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة جيلالي ليايس، سيدي بلعباس، 2014/2015، ص ص: 14-15، متوفر على الموقع:

<https://docs.google.com/viewer?a=v&pid=sites&srcid=ZGVmYXVsdGRvbWFpbnxkYWg5bW9ofGd4OjQzNTMzNDNDNDYyNDMzNjE>

² المرجع نفسه، ص: 17.

3- مراحل النمذجة في الاقتصاد القياسي: تقوم النمذجة في الاقتصاد القياسي على المراحل التالية:

المراحل الثلاث لمنهجية البحث في الاقتصاد القياسي



تقييم النموذج الاقتصادي باستخدام معايير اقتصادية احصائية وقياسية

المرحلة الثالثة

اختبار النظرية المعدلة

رفض النظرية الاقتصادية

قبول النظرية الاقتصادية

تعديل النظرية الاقتصادية

التنبؤ بقيم الظاهرة الاقتصادية

المصدر: دهماني محمد أدريوش، مرجع سابق، ص: 27.

ثانيا: خطوات إعداد النموذج القياسي

إن إعداد نموذج قياسي للارتباط يتطلب إتباع مجموعة من الخطوات لعل أهمها:

- التعريف بالظاهرة محل الدراسة "المتغير التابع" وفي هذه الدراسة يتمثل في مؤشر الرسمة السوقية لسوق رأس المال الماليزي خلال الفترة 2006-2016، ثم تحديد العامل أو العوامل المؤثر فيه "المتغير المستقل" والذي يتمثل في قيمة أصول المنتجات المالية الملتزمة بالضوابط الشرعية في نفس السوق وخلال نفس الفترة؛
- التأكد من وجود علاقة جدلية واضحة بين الظاهرة المدروسة والعوامل المؤثرة فيها؛
- جمع المعلومات الأولية لكل المتغيرات المرتبطة بالظاهرة المدروسة ومراعاة كون القيم متقابلة مع بعضها البعض من حيث المكان والزمان؛
- اختيار أنسب الصيغ الرياضية التي تتناسب مع العلاقة "محل الدراسة".

ثالثا: كيفية بناء النموذج القياسي

ترتبط المتغيرات الاقتصادية "المشار إليها سابقا" بمجموعة من العلاقات المباشرة وغير المباشرة، وهذه العلاقات تمثل الصيغة الأولية التي يتم الاستناد إليها في بناء النموذج الاقتصادي والمؤطرة لتلك العلاقات، لذلك فإنه لتوصيف النموذج القياسي لا بد أن نبتدئ بالصيغة الرياضية التي على أساسها يتحدد شكل العلاقة الدالية بين المتغير المستقل والمتغير التابع، وبما أن الدراسة المراد توصيف نموذجها القياسي تقوم على أساس معرفة أثر أصول المنتجات الملتزمة بالضوابط الشرعية على رزمة سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة 2006-2016، فإن عملية الصياغة الهيكلية لمعالم النموذج القياسي تتطلب تحديد الشكل الأولي لاتجاه العلاقة، وهذا يعني أن قيم أصول المنتجات الملتزمة بالضوابط الشرعية هي المتغيرات المستقلة، ومؤشر رزمة سوق رأس المال الماليزي هو المتغير التابع "المستجيب".

وعليه سوف يتم القيام بدراسة أولية للعلاقة بين المتغيرات المستقلة والمستجيبة "سابقة الذكر" في شكل معادلة انحدار خطي بسيط، ثم الانتقال إلى عملية التحليل لنتائج الدراسة بهدف الوقوف على تأثير المنتجات الملتزمة بالضوابط الشرعية على رزمة سوق رأس المال الماليزي، وإبراز دورها في الحد من تداعيات الأزمة المالية خلال الفترة 2006-2016 والتي تميزت بحدوث أزمة مالية عالمية ألا وهي " أزمة الرهن العقاري 2008".

الفرع الثاني: الدراسة الاقتصادية وتحديد متغيرات الدراسة

أولا: الدراسة الاقتصادية

نظرا للأهمية التي تحدثها أسواق رأس المال في تنشيط الاقتصاد، وللأثر الذي تحدثه منتجات الصناعة المالية الإسلامية على نشاطها، سيتم تجسيد هذه الأفكار في شكلها التطبيقي من خلال قياس الأثر المتبادل لكل من:

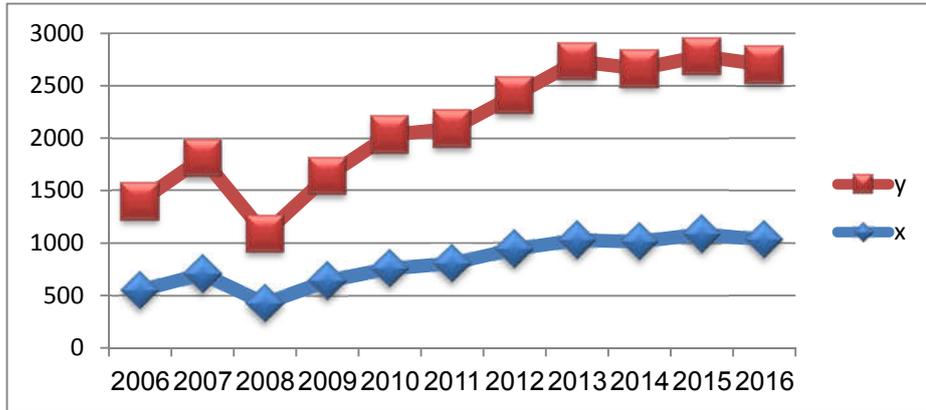
- القيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية على رزمة سوق رأس المال الماليزي.

وذلك خلال فترة امتدت من سنة 2006 إلى سنة 2016.

يمكن تمثيل تغير كل من الرزمة السوقية والأسهم الإسلامية في سوق رأس المال الماليزي خلال فترة

الدراسة من خلال المنحنى البياني التالي:

الشكل (3-11): تطور الرهنلة السوقية والأسهم الإسلامية في سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة 2006-2016.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الجداول (3-6) و (3-7)

ثانيا: تحديد متغيرات الدراسة

إن الظاهرة محل الدراسة تتركز على وجود أنواع معينة من المتغيرات منها المتغيرات المستجيبة وأخرى مستقلة.

1- المتغير التابع: يتضمن المتغير التابع في هذا النموذج أحد أهم مؤشرات أداء سوق رأس المال الماليزي والمتمثل في:

- **الرهنلة السوقية:** يمثل هذا المؤشر إجمالي القيمة السوقية للأسهم الخاصة بالشركات المدرجة في سوق رأس المال الماليزي ككل؛

2- المتغير المستقل: يتضمن المتغير المستقل في هذا النموذج أحد أهم المؤشرات التي لها علاقة بأداء سوق رأس المال الماليزي، لذا يكون من المفيد قياس تأثير هذا المتغير؛ الأمر الذي يساعد المشاركين في السوق المالية على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية في ضوء ما يشكله هذا المتغير من أهمية، وعليه يمكن إبراز المتغير المستقل في النموذج من خلال:

- **القيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية:** يمثل هذا المؤشر إجمالي القيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والمدرجة ضمن سوق رأس المال الماليزي خلال فترة الدراسة، حيث نهدف من خلال إدراج هذا المؤشر لقياس التأثير الذي يلعبه منتج مالي إسلامي على السوق المالي ككل، والدور الذي يلعبه هذا المتغير في الحد من تداعيات الأزمة المالية.

يمثل الجدول التالي قيم المتغير التابع (Y) والمستقل (X)

الجدول (3-10): الرسملة السوقية والأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في ماليزيا للفترة (2006-2016)الوحدة: مليار رينجت ماليزي

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الرسملة السوقية (y)	848,7	1106,2	663,8	999,5	1275,3	1285	1466	1702,15	1651,17	1694,78	1667,37
قيمة الأسهم الإسلامية (x)	548,4	705,1	426,4	637,9	756,1	806	942	1029,62	1012,14	1086,18	1030,56

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير هيئة الأوراق المالية الماليزية للفترة 2006-2016.

الفرع الثالث: تحديد الشكل الرياضي

بعد تحديد المتغير التابع والمتغير المفسر لأداء سوق رأس المال الماليزي، يتعين في هذه المرحلة تحديد الشكل الرياضي الممثل للمتغيرين، وهنا سيتم طرح بديلين في إعداد شكل النموذج وهما؛ الشكل الخطي والشكل غير الخطي وسيتم تحديد الشكل الرياضي المناسب لمعادلة النموذج من خلال دراسة انتشار البيانات الفعلية للمتغير المفسر ونتائج التقدير.

أولاً: نموذج الانحدار الخطي البسيط

يستخدم نموذج الانحدار الخطي البسيط لتكوين العلاقة بين متغير تابع (Y) variable expliquée ومتغير مستقل (X) variable explicative هذه العلاقة تسمح بشرح قيم Y بواسطة قيم مأخوذة من X.

وتعرف العلاقة العامة للانحدار البسيط ب¹:

$$Y_i = \alpha + \beta X_i + \varepsilon_i$$

حيث:

Y_i : متغير تابع

X_i : متغير مستقل

ε_i : الخطأ في تفسير

α : الحد الثابت

¹ شيخي محمد، طرق الاقتصاد القياسي، محاضرات وتطبيقات، الطبعة 1، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص: 19.

ثانيا: فرضيات النموذج¹:

يعتبر الخطأ ε_i متغيراً عشوائياً ويرجع وجود حد الخطأ إلى عدّة أسباب منها:

- إهمال بعض المتغيرات المستقلة التي يمكن أن تؤثر على المتغير التابع في النموذج؛

- الصياغة الرياضية غير السليمة للنموذج؛

- حدوث خطأ في كل من تجميع البيانات وقياس المتغيرات الاقتصادية.

حيث يخضع للفرضيات الأساسية التالية:

$$E(\varepsilon_i) = 0$$

- الأمل الرياضي للأخطاء معدوم

وتعني هذه الفرضية أن الأخطاء لا تدخل في تفسير Y_i ، إذ أنها تعبر عن حدود عشوائية لا يمكن قياسها أو تحديدها بدقة.

$$V(\varepsilon_i) = \sigma^2$$

($\forall i$)

- افتراض ثبات تباين الأخطاء

$$\varepsilon_i \xrightarrow{LOI} \text{normale}(N(0, \sigma))$$

ε_i موزع طبيعياً

$$COV(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0 \quad (\forall i \neq j)$$

- لا يوجد ارتباط بين الأخطاء أي:

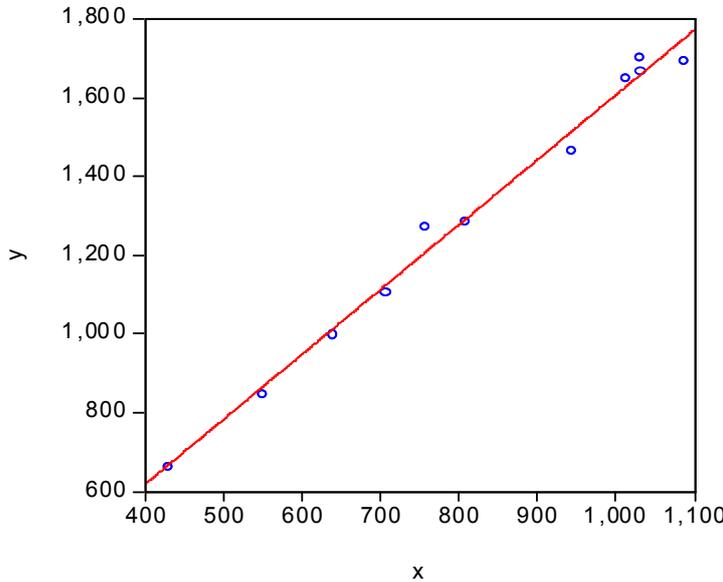
$$COV(\varepsilon_i, x_j) = 0 \quad \text{أي } \varepsilon \text{ و } X$$

ثالثا: تعيين شكل الانتشار

للتأكد من شكل المعادلة المتعلقة بأثر الأسهم الإسلامي على الرسملة السوقية لسوق رأس المال المالي خلال الفترة 2006-2016، لابد من أخذ فكرة أولية عن انتشار البيانات القطاعية الخاصة بالمتغير المقترح للمعادلة في علاقته بمتغير الرسملة السوقية والمتمثل في القيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وبلاستعانة ببرنامج EVIEWS 9 يكون شكل الانتشار كما يلي:

¹ شخخي محمد، مرجع سابق، ص: 19-20.

الشكل (3-12): علاقة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية برسملة السوق المالي الماليزي



المصدر: من إعداد الباحثة انطلاقاً من معطيات الجدول (3-10) وبالاعتماد على البرنامج الإحصائي EViews 9

نلاحظ من الشكل (3-12) أن البيانات التقاطعية لها اتجاه عام تصاعدي خلال فترة الدراسة، وهو ما يؤكد ملائمة الشكل الخطي للعلاقة بين القيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع الشريعة ورسملة سوق رأس المال الماليزي.

الفرع الرابع: تقدير وتقييم معلمات النموذج

أولاً: تقدير معلمات النموذج

بعد صياغة الشكل الرياضي لنموذج أداء سوق رأس المال الماليزي وتحديد طبيعة إشارات المعلمات من منطلق القاعدة النظرية والتي تؤكد وجود علاقة سببية بين القيم السوقية للأسهم والرسملة السوقية، وبعد أخذ فكرة عن الشكل الذي يمكن أن تأخذه معادلات النموذج تأتي عملية تقدير معلمات النموذج للفترة (2006-2016) باستخدام البرنامج الإحصائي EViews 9 وبالاعتماد طريقة الانحدار الخطي البسيط وباستخدام طريقة المربعات الصغرى فقد تم التوصل إلى النتائج التالية:

الجدول (3-11): نتائج تقدير أثر الأسهم المتوافقة مع الشريعة على رسملة سوق رأس المال الماليزي

Dependent Variable: Y Method: Least Squares Date: 02/02/18 Time: 21:32 Sample: 2006 2016 Included observations: 11				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X	1.645395	0.054907	29.96700	0.0000
C	-37.84861	46.30005	-0.817464	0.4348
R-squared	0.990077	Mean dependent var	1305.452	
Adjusted R-squared	0.988975	S.D. dependent var	366.0877	
S.E. of regression	38.43938	Akaike info criterion	10.29901	
Sum squared resid	13298.27	Schwarz criterion	10.37135	
Log likelihood	-54.64454	Hannan-Quinn criter.	10.25340	
F-statistic	898.0213	Durbin-Watson stat	2.502462	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الباحثة انطلاقاً من معطيات الجدول (3-10) وبالاعتماد على البرنامج الإحصائي

EIEWS 9

ووفقاً للجدول (3-11) كانت نتائج تقدير النموذج الخطي للرسملة السوقية لسوق رأس المال الماليزي كما يلي:

$$Y = - 37,84861 + 1,645395 X$$

ثانياً: تقييم معاملات النموذج Evaluation of the Estimates

بعد الانتهاء من عملية تقدير معاملات نموذج أداء سوق رأس المال الماليزي والحصول على قيم رقمية من خلال استخدام البيانات المتعلقة بمتغيرات النموذج، تأتي مرحلة تقييم القيم المقدرة لمعاملات النموذج للتأكد مما إذا كانت هذه القيم لها مدلول أو معنى من الناحيتين الإحصائية والاقتصادية، فعند تقدير معاملات النموذج الخطي البسيط، نقوم باختبار صحة هذا النموذج باستعمال الاختبارات التالية:

- الدراسة الاقتصادية

تحدد المعايير الاقتصادية التي تستخدم في تقييم المعلمات من خلال مبادئ النظرية الاقتصادية، وتتعلق هذه المعايير بحجم وإشارة المعلمات المقدرة، كالاتي:

- بالنسبة لمعامل الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، نلاحظ أن إشارته موجبة أي أن العلاقة طردية بين المتغير التابع (رسملة سوق رأس المال الماليزي) والمتغير المفسر (الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية)، وتتفق

هذه النتيجة مع منطق النظرية الاقتصادية، حيث إذا تغيرت الأسهم الإسلامية بوحدة واحدة فإن رسملة سوق رأس المال المالي ستغير بـ (1,645395)، إذا فمعامل B لها معنوية اقتصادية.

- **الدراسة الإحصائية:** عند اختبار فرضيات نموذج الانحدار الخطي البسيط يتم الأخذ بمجموعة من المعايير القياسية وأخرى معايير إحصائية، وسيتم اختبار النموذج المقدر باستعمال معايير إحصائية التي تهدف إلى اختبار مدى الثقة الإحصائية في التقديرات الخاصة بمعلمات النموذج، حيث يتم اختبار معنوية المعلمات باستخدام إحصائية ستودنت T وفisher F ومعامل التحديد R^2 .

1- اختبار المعنوية الجزئية

- اختبار ستودنت (*Test de Student*):

هذا الاختبار يسمح لنا باختبار معنوية معلمة ما، بواسطة مقارنة هذه الأخيرة بالنسبة إلى قيمة مجدولة وعموما تساوي الصفر، والاختبار كالتالي¹:

$$\begin{cases} H_0 : a_i = 0 \\ H_1 : a_i \neq 0 \end{cases}$$

و العلاقة الإحصائية T تكون كالتالي: $T = \frac{\hat{a}_i - a_i}{\delta_{a_i}}$

بما أن الفرضية H_0 تنص على انعدام a_i ، فإن قيمة T تصبح: $T = \frac{\hat{a}_i}{\delta_{a_i}}$

ثم نقارن قيمة T مع القيمة الجدولة T_{Tab} لدرجة حرية (n-k)، ولمستوى معنوية α .

حيث: k: هو عدد الوسائط.

n: هو عدد المشاهدات.

- إذا كان $T < T_{Tab}$ نرفض الفرضية H_0 .
- إذا كان $T > T_{Tab}$ نقبل الفرضية H_0 ، أي أن معامل X ليس له تأثير على Y.

¹ شيخي محمد، مرجع سابق، ص ص: 42-43.

- بالنسبة للمعلمة X

بالرجوع إلى نتائج البرنامج الإحصائي EVIEWS 9 عند درجة حرية (9) ومستوى معنوية (5) نلاحظ أن قيمة المعلمة t-statistic قد بلغت 29,96 في حين بلغت القيمة الجدولة (2,26)، وبما أن القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولة، فإننا نرفض فرضية العدم H0 ونقبل الفرضية H1 التي تدل على معنوية المعلمة، وعليه يمكن أن نقول بأن المتغير المستقل والمتمثل في هذا النموذج في القيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع الشريعة له تأثير إيجابي قيمته 29,96 على المتغير التابع والمتمثل في الرسملة السوقية لسوق رأس المال الماليزي.

- بالنسبة للثابت C

بالنسبة لاختبار t-stat الخاصة بالمعامل الثابت فإننا نلاحظ أن القيمة المحسوبة (0,817) أقل من القيمة الجدولة (2,26) وبالتالي نقبل الفرضية العدمية وهو دليل على عدم وجود معنوية للثابت، وبالتالي لا يوجد تأثير ولا يكون أي معنى للحد الثابت.

نستطيع التأكيد على النتائج بالرجوع إلى المؤشر prob والذي يعبر على درجة الدلالة أو ما يسمى بالاحتمالية، ونلاحظ أن نسبة احتمالية الأسهم المتوافقة مع الشريعة قد بلغت (prob= 0,0000) وهي أقل من 5%، وعليه نقول أن الأسهم المتوافقة مع الشريعة لها أثر إيجابي على رسملة سوق رأس المال بماليزيا، أما عند ملاحظة مستوى معنوية الثابت (prob = 0,43) وهي أكبر من مستوى المعنوية 5% وبالتالي نؤكد على عدم معنوية الثابت.

2 اختبار المعنوية الكلية

- اختبار فيشر (Test de Fisher)

تقيم هذه الإحصائية النموذج بكامله، ويسمى كذلك اختبار المعنوية الإجمالية للانحدار، يعني انه إذا كان مجموعة المتغيرات الخارجية ذات تأثير على المتغير الداخلي، فهذا الاختبار يمكن أن يشكل بالطريقة التالية.

- هل يوجد على الأقل متغير داخلي واحد معنوي؟

- ليكن اختبار الفرضيات التالية:

$$\begin{cases} H_0 : a_1 = a_2 = \dots = a_k = 0 \\ H_1 : \exists i / a_i \neq 0 \end{cases}$$

- وتكون العلاقة الإحصائية كما يلي:

$$F_{cal} = \frac{R^2 / k - 1}{1 - R^2 / n - k}$$

- إذا كان: $F_{cal} > F_{tab}$ مع $F_{tab} = F_{(k-1, n-k)}^{\alpha\%}$ نرفض الفرضية H_0 .
- ويعني أن النموذج إجمالاً معنوي، فلا نقوم باختبار الحالة التي يكون فيها الثابت معدوماً، لأن المتغيرات التفسيرية (الداخلية) هي التي تهمنا، فالنموذج الذي يكون فيه المعامل الثابت هو الوحيد معنوي لا يكون له أي معنى اقتصادي.

وبالرجوع إلى نتائج البرنامج الإحصائي 9 EIEWS نلاحظ أن قيمة f المحسوبة تقدر بـ (stat = f- 898.02) وهي أكبر من القيمة الجدولة حيث لدينا:

$$\begin{cases} F_t(k-1, n-k, a) = 5,12 \\ F_t(1, 9, 0,05) = 5,12 \end{cases}$$

بما أن القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولة فإننا نقبل الفرضية H_1 ونرفض الفرضية H_0 ، وعليه فالنموذج كلياً معنوي، وبالتالي فالمعطيات تأخذ الشكل الخطي.

3 القدرة التفسيرية

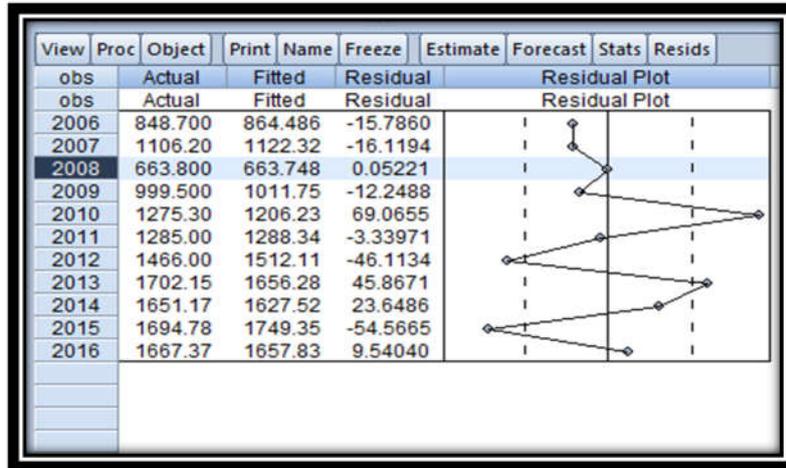
- معامل التحديد R^2

بما أن R^2 هو قياس إجمالي لنسبة شرح النموذج من طرف المتغير المفسر، وبالرجوع إلى نتائج البرنامج الإحصائي 9 EIEWS فإننا نلاحظ أن قيمة معامل التحديد $R^2 = 0,99$ وهو قريب جداً من 1، دلالة على وجود قدرة تفسيرية كبيرة جداً في النموذج، أي أن الأسهم المتوافقة مع الشريعة تساهم في تفسير ربحية سوق رأس المال المالي بنسبة قدرها 99% والباقي أي (1%) يعود إلى متغيرات أخرى غير مدرجة في النموذج.

4 البواقي Residual

يعبر رسم البواقي أو ما يعرف برسم حدود الخطأ عن تقلبات المتغيرات خلال فترة الدراسة، وبلاستعانة ببرنامج 9 EIEWS يتم رسم البواقي في النموذج المراد توصيفه كما يلي:

الشكل (3-13): تقلب قيم الأسهم المتوافقة مع الشريعة ورسملة سوق رأس المال بماليزيا خلال الفترة 2006-2016



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي EViews 9

تشير البواقي إلى بعض التذبذبات في بعض السنوات، حيث نلاحظ أنها خرجت خارج الحد الذي يسمح لها أن تتحرك ضمنه في السنوات 2010، 2012 و 2015، إلا أننا نلاحظ استقرار المتغيرات خلال فترة الأزمة أي خلال الفترة 2008-2009 ويعود ذلك إلى تداول المنتجات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، الأمر الذي ساعد السوق المالي الماليزي على الحفاظ على إستقراره.

خلاصة النتائج

تدل النتائج المتوصل إليها باستخدام البرنامج الإحصائي EViews 9 على وجود علاقة تأثير كبيرة وإيجابية بين المتغير المستقل والممثل في القيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، والمتغير التابع "الرسملة السوقية لسوق رأس المال الماليزي" الأمر الذي يؤكد على النتائج المتوصل إليها في الدراسة التحليلية، حيث لاحظنا تطور الرسملة السوقية خلال فترة الدراسة وعدم تأثرها بدرجة كبيرة بتداعيات الأزمة المالية، وذلك يعود إلى تداول منتجات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية كالأسهم الإسلامية والصكوك والتي كان لها الأثر الكبير في حماية السوق المالي الماليزي من تداعيات الأزمة المالية، وهذا إن دلّ فإنما يدل على قدرة المنتجات الملتزمة بالضوابط الشرعية في الحد من تداعيات الأزمات المالية، ذلك أن هذه المنتجات خالية من الغرر، الربا، والتدليس والذي اتضح من خلال هذه الدراسة أنه السبب الرئيس في تأجج الأزمة المالية.

خلاصة الفصل الثالث

تمنع الضوابط الشرعية أن تتحول المبادلات إلى وسيلة لتدمير الثروة بدلا من أن تكون وسيلة لتوليدها وبنائها، حيث نجد أن منع الغرر والربا والتدليس وغيرها مما حرّمتها الشريعة السمحاء ترجع إلى حفظ المال وحفظ الثروة والذي يعد من الضروريات في الشريعة الإسلامية، ومن خلال تحليلنا لأسباب الأزمة المالية اتضح بأن هذه الأزمة ساهمت في إظهار حكمة الشريعة الإسلامية في تحديد مواطن الداء في النشاط الاقتصادي، حيث بينت هذه الأزمة وبوضوح مساوئ عدم الالتزام بالضوابط الشرعية ودورها في انحراف الأسواق عن وظيفتها، كما وضحت الدراسة القياسية قدرة سوق رأس المال الإسلامية الماليزية في مجابهة تداعيات الأزمة المالية وذلك يعود إلى التزامها بالضوابط الشرعية، حيث تم التطرق في هذه الدراسة إلى التخصص في دراسة دور الضوابط الشرعية و أثرها على نشاط سوق رأس المال الماليزي ، و ذلك بغية وضع البحث في إطار واقعي ، و كانت هذه الدراسة شاملة بجميع الجوانب المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي الماليزي ؛ بدءا بظروف نشأته وأهميته ، و انتهاء بمختلف عملياته.

كما تم استعراض أداء سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال حقبة زمنية قدرت بإحدى عشرة سنة من 2006 إلى 2016 ، والتي تميزت بوجود أعنف أزمة مالية منذ الكساد العظيم ألا وهي أزمة الرهن العقاري، وهذا بغية توضيح مختلف المعلومات حول هذه السوق و التي تم الاستناد إليها في الدراسة.

و للوصول إلى الغرض المنشود من البحث تم دراسة تأثير الالتزام بالضوابط الشرعية على أداء سوق رأس المال الإسلامي الماليزي ، وذلك لمعرفة مدى أهمية الالتزام بهذه الضوابط في الحد من تداعيات الأزمة المالية، وقد خلصت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

- عدم الالتزام بالضوابط الشرعية يعد السبب الرئيس في حدوث أزمة الرهن العقاري؛
- يتضح الربا، الغرر والتدليس بصورة جلية في عقود المشتقات المالية والتي تعد أهم مسببات أزمة الرهن العقاري؛
- استطاعت سوق رأس المال الإسلامي الماليزي أن تنجو من تداعيات أزمة الرهن العقاري وذلك بسبب التزامها بالضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية؛
- وجود علاقة قوية بين الصكوك والرملة السوقية، حيث ظلت الصكوك مسيطرة على أكبر نسبة من حجم التداول في سوق رأس المال الماليزي خلال فترة الدراسة؛
- وجود علاقة قوية بين الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والرملة السوقية لسوق رأس المال الماليزي.

الفصل الرابع: أثر الأزمة المالية على السوق المالي الإماراتي

لم تكن الإمارات العربية المتحدة بمنأى من تداعيات الأزمة المالية التي ضربت بالذات قطاعي العقارات والمصارف في إمارة دبي، والتي لجأت لشقيقتها الكبرى أبوظبي لمساعدتها، بدأت هذه الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية وأثرت على العديد من الدول، ثم تحولت إلى ما يشبه الزلزال الذي انجر عنه إفلاس بنوك التمويل وشركات التأمين، بل وحتى البنوك العادية وغيرها من الشركات في أمريكا وغيرها، بل وصل التأثير أيضا إلى البنوك السويسرية، والتي عرفت بالدقة والصرامة في إجراءاتها الائتمانية.

اندلعت الأزمة ووردت العديد من الأنباء من الإمارات بصورة خاصة، ودول الخليج العربي بصورة عامة تشير إلى أن الأزمة هزت هذه المنطقة ككل، خصوصا قطاعي العقارات والاستثمارات الداخلية والخارجية فيها، بسبب التشابك المالي بين هذه الدول، ذلك أن الإمارات العربية المتحدة تملك أجهزة استثمارية، كجهاز أبوظبي للاستثمار والذي يستثمر في عدّة جهات أجنبية وأمريكية، وعقارات في دول غربية، فإذا تأثرت الشركات التي يمتلك فيها الجهاز حصصا فإن جهاز الاستثمار تلقائيا سيتأثر، فالمشاريع العقارية في أبوظبي غالبها تقام عن طريق شركات حكومية، وهي لن تتأثر كثيرا بالتمويل؛ لأن حكومة أبوظبي غنية بثرائها النفطي، لكن هذه الحقيقة غير ثابتة وغير مؤكدة على الدوام مع استمرار انخفاض أسعار برميل النفط، ومع توقع ببطء النمو العالمي كنتيجة للأزمة المالية العالمية، مما يعني انخفاضاً للطلب العالمي على النفط في وقت لاحق، وبالتالي مزيدا من انخفاض أسعار النفط.

ويعد السوق المالي الإماراتي من أكثر القطاعات التي تعرضت للانعكاسات السلبية للأزمة المالية، ما أثر بشدة على المشاريع الإعمارية، حيث قامت حكومة أبوظبي بضخ مبلغ 20 مليار دولار لدعم 4 بنوك رئيسية في البلاد، الأمر الذي انعكس إيجابا على حركة التمويل.

يهدف هذا الفصل إلى إلقاء الضوء على أثر الأزمة المالية العالمية على السوق المالي الإماراتي، بدءا بالحديث عن اقتصاد دولة الإمارات، مروراً بتطور أسواقها المالية، وانتهاء بتحليل تداعيات الأزمة المالية على سوقي أبوظبي ودبي الماليين، وفق دراسة قياسية على بعض مؤشرات أداء السوق محل الدراسة.

بناء على ما سبق سيتوزع هذا الفصل على ثلاث مباحث كما يلي:

المبحث الأول: الإمارات العربية المتحدة التكوين والاقتصاد؛

المبحث الثاني: السوق المالي الإماراتي؛

المبحث الثالث: تداعيات الأزمة المالية على السوق المالي الإماراتي.

المبحث الأول: الإمارات العربية المتحدة التكوين والاقتصاد

تعد دولة الإمارات العربية المتحدة وحدة من أبحج التجارب الاتحادية في العالم العربي المعاصر، وذلك منذ قيامها في عام 1971، حيث تحولت الإمارات السبع التي كانت متفرقة وفقيرة إلى دولة واحدة تتمتع بالازدهار والاستقرار، وقد اتسم اقتصاد دولة الإمارات بأنه اقتصاد متنوع، ذلك أن دولة الإمارات استطاعت أن تمزج بين المهارات والخبرات التجارية لمواطنيها المكتسبة من كونها مركزا للتجارة البحرية وصناعة اللؤلؤ منذ القدم وبين العائدات النفطية التي بدأت تتدفق في عام 1962، حيث أصبحت الدولة الآن مركزا إقليميا رئيسيا للصناعة والخدمات، بفضل احتياطياتها الضخمة من النفط، حيث تعتبر الثالثة في العالم من حيث الاحتياطيات النفطية والرابعة من حيث احتياطيات الغاز¹.

المطلب الأول: التعريف بدولة الإمارات العربية المتحدة.

شهدت فترة ما قبل قيام الإمارات العربية المتحدة تطورات كان لها كثير من الانعكاسات على مسيرة هذا القطر في السنوات اللاحقة، وأهم هذه التطورات قرار الانسحاب البريطاني من المنطقة، ومحاولات إنشاء إتحاد تساعي يضم كلاً من البحرين وقطر، إضافة إلى ما يعرف اليوم بدولة الإمارات العربية المتحدة.

الفرع الأول: الإمارات العربية المتحدة الموقع والجغرافيا

تقع دولة الإمارات العربية المتحدة في قارة آسيا، وتحديداً في الجهة الغربية الجنوبية منها، في شرق الجزيرة العربية، تحدها من الشمال والشمال الغربي مياه الخليج العربي، وللدولة حدود بحرية مشتركة من الشمال الغربي مع دولة قطر، ومن الجنوب والغرب لها حدود برية مع المملكة العربية السعودية، ومن الجنوب الشرقي مع سلطنة عمان. تقع الدولة بين دائرتي عرض 22 و 26.5 درجة شمال خط الاستواء، وخطي طول 51 و 56.5 درجة شرق خط جرينتش ضمن المنطقة الحارة. وتبلغ مساحتها نحو 83,600 كلم مربع، وعدد سكانها 7,9 مليون نسمة وفق لآخر الإحصاءات الرسمية لسنة 2016، وتشكل إمارة أبوظبي القسم الأكبر منها، حيث تمثل 86.77 % من المساحة الكلية للدولة.

تتألف دولة الإمارات العربية المتحدة من سبع إمارات، هي: أبوظبي، دبي، الشارقة، عجمان، أم القيوين، رأس الخيمة والفجيرة. وتغطي الصحراء 74 % من مساحة الدولة، لكنها مع ذلك تتميز بمناظر طبيعية متباينة ومتنوعة من الكتبان الرملية الحمراء الشاهقة في ليوا إلى مدينة العين التي تعد واحة طبيعية تزيناها أشجار النخيل، ومن الجبال شديدة الانحدار إلى المساحات الخصبة من السهول الساحلية المنبسطة، وتشكل هذه الجبال ما نسبته 2.6 % من مساحة الدولة، كما تضم المياه الإقليمية لدولة الإمارات العربية المتحدة أكثر من 200 جزيرة متباينة في الحجم والنشأة والتكوين والأهمية.

¹¹ محمد فيضي، اقتصاد دولة الإمارات العربية المتحدة، مقال منشور ضمن الموقع: <http://mawdoo3.com>

الفرع الثاني: النظام السياسي¹

في تاريخ السادس من أغسطس 1966 بدأ مشوار الإنجازات لتنمية إمارة أبوظبي في مختلف المجالات، ولم تقتصر هذه التنمية على إمارة أبوظبي لوحدها، بل تم جمع شمل الإمارات الأخرى، حيث بدأت الدعوات إلى إنشاء اتحاد الإمارات، وفي ذلك الصدد قال حاكم إمارة أبوظبي "سابقاً" : "إن الاتحاد هو طريق القوة وطريق العزة والمنعة والخير المشترك، وإن الفرقة لا ينجم عنها إلا الضعف، وإن الكيانات الهزيلة لا مكان لها في عالم اليوم " وتأكدت هذه المقولة في أعقاب إعلان الحكومة البريطانية في ذلك العام عن إجلاء جيوشها من الإمارات المتصالحة في الخليج قبل عام 1971 ، حيث تركز اللقاء الذي جمع بين حاكم دبي وحاكم أبوظبي -سابقاً- بتاريخ 18 فيفري 1968 على إقامة اتحاد بين الإماراتين يقوم بالإشراف على الشؤون الخارجية والدفاع والأمن الداخلي والخدمات الصحية والتعليمية، واتفقا على دعوة حكام الإمارات الأخرى لاجتماع في دبي لمناقشة قيام اتحاد الإمارات العربية المتحدة.

وفي عام 1971 اجتمع حكام الإمارات لتدارس المستقبل ومواجهة تحدياته، واتفقوا على إنشاء دولة اتحادية في ذلك الوقت، كان عدد سكان الإمارات يقارب الـ 180 ألف نسمة، كما كانت هناك بعض الاختلافات بين الإمارات السبع، من حيث المساحة، وعدد السكان، والموارد الاقتصادية، وبجهد حثيث قاده حاكم إمارة أبوظبي آنذاك، اتفق حكام الإمارات على قيام اتحاد بين إماراتهم، وتم تشكيل مجلس أعلى، ليكون السلطة العليا في الدولة الجديدة. يتألف هذا المجلس من أعضاء المجلس الأعلى للاتحاد حكام الإمارات، الذين حاكم أبوظبي، رئيس للدولة في عام 1971 لمدة خمس سنوات، وأعيد انتخابه في الفترات التالية حتى وفاته، في الثاني من نوفمبر 2004 ، أما منصب نائب رئيس الدولة فقد وقع اختيار المجلس الأعلى عند قيام الاتحاد حاكم دبي ليشغله.

ويتألف النظام السياسي في دولة الإمارات العربية المتحدة، من عدد من المؤسسات الاتحادية، في مقدمتها المجلس الأعلى للاتحاد، الذي يمثل السلطة العليا في البلاد، ويتشكل أعضاء المجلس الأعلى للاتحاد حكام الإمارات السبع . ويتولى رسم السياسة العامة للدولة، والنظر في كل ما من شأنه تحقيق أهداف الاتحاد والمصالح المشتركة للإمارات، والمصادقة على القوانين الاتحادية، وغيرها من المهام . وينتخب المجلس الأعلى للاتحاد من بين أعضائه رئيس الاتحاد ونائبه، ومع نشأة الاتحاد اعتمدت الدولة الدستور المؤقت الذي حدّد المصالح العليا للاتحاد وتنظيمها السياسي والدستوري، وصلاحيات الجهات الاتحادية.

في عام 1996 ، وافق المجلس الأعلى للاتحاد على نصّ مُعدّل للدستور، جعل من دستور البلاد المؤقت، الدستور الدائم لدولة الإمارات العربية المتحدة، وبموجبه اختيرت مدينة أبوظبي عاصمة للدولة الاتحادية. حدد الدستور الأخير دور السلطات الاتحادية، ونظم إصدار التشريعات الاتحادية والجهات المختصة، والشؤون المالية للاتحاد، والأحكام الخاصة بالقوات المسلحة وقوات الأمن، والاختصاصات التشريعية والتنفيذية والدولية بين الاتحاد والإمارات الأعضاء فيه، إضافة إلى تحديد العلاقات الخارجية بين دولة الإمارات والعالم.

¹ الإمارات العربية المتحدة، المجلس الوطني للإعلام، الكتاب السنوي لدولة الإمارات، 2016، ص: 08 وما بعدها.

ووفق للدستور تتكون السلطات الاتحادية من خمس جهات رئيسة، هي: المجلس الأعلى للاتحاد، رئيس الاتحاد ونائبه، مجلس الوزراء، المجلس الوطني الاتحادي والقضاء الاتحادي.

أولاً: المجلس الأعلى للاتحاد

يعد المجلس الأعلى للاتحاد السلطة العليا في دولة الإمارات العربية المتحدة، حيث يتشكل من حكام الإمارات السبع وتمثل اختصاصات المجلس الأعلى للاتحاد في:

- رسم السياسة العامة في جميع المسائل الموكلة للاتحاد بمقتضى الدستور، إضافة إلى النظر في كل ما من شأنه تحقيق أهداف الاتحاد والمصالح المشتركة للإمارات الأعضاء.
- التصديق على القوانين الاتحادية المختلفة قبل إصدارها، بما في ذلك قوانين الميزانية العامة السنوية للاتحاد والحساب الختامي.
- التصديق على المراسيم المتعلقة بأمور خاضعة، بمقتضى أحكام الدستور، لتصديق أو موافقة المجلس الأعلى للاتحاد.
- التصديق على المعاهدات والاتفاقيات، على أن يكون التصديق عبر مرسوم.
- الموافقة على تعيين رئيس مجلس وزراء الاتحاد وقبول استقالته وإعفاؤه من منصبه بناء على اقتراح رئيس الاتحاد.
- الموافقة على تعيين رئيس وقضاة المحكمة الاتحادية العليا وقبول استقالاتهم وفصلهم في الأحوال التي ينص عليها الدستور، ويتم كل ذلك بمراسيم.
- الرقابة العليا على شؤون الاتحاد بوجه عام.
- أية اختصاصات أخرى منصوص عليها في الدستور أو في القوانين الاتحادية.

ثانياً: مجلس الوزراء

يعد مجلس الوزراء الهيئة التنفيذية لدولة الإمارات العربية المتحدة، ويتولى تصريف جميع الشؤون الداخلية والخارجية التي يختص بها الاتحاد بموجب دستوره والقوانين الاتحادية، وذلك تحت الرقابة العليا لرئيس الاتحاد والمجلس الأعلى، ويتكون مجلس الوزراء من رئيس المجلس ونائبيه والوزراء، ويقوم بأمانة السر فيه الأمين العام لمجلس الوزراء. وفي فبراير 2016 اعتمد الشيخ خليفة بن زايد آل نهيان رئيس الدولة، التشكيل الوزاري الجديد للحكومة الاتحادية الـ 12، والذي تضمن دخول ثمانية وزراء جدد، منهم خمس نساء، بمتوسط عمر 38 عام فقط، وكان عمر أصغر وزيرة 22 عام، كما شهدت الحكومة الجديدة إضافة وزراء للتسامح والمستقبل والشباب والسعادة والتغير المناخي، ورفد قطاع التعليم بوزيرين جديدين، إضافة إلى الوزير القديم، وتشكيل مجلس أعلى للتعليم، فضلاً عن تشكيل مجلس للشباب ومجلس لعلماء الإمارات.

ثالثاً: المجلس الوطني الاتحادي

في عام 1972 أُعلن عن تأسيس المجلس الوطني الاتحادي، وواكب المجلس مسيرة البناء والتقدم والتطور التي شهدت دولة الإمارات منذ ذلك التاريخ، وساهم بتوجيه من حكام الإمارات في تأسيس علاقة متميزة بين السلطات الاتحادية والمحلية، وفي مراجعة وإقرار مشاريع القوانين والقرارات التي تحيلها له الحكومة.

واستمرت مسيرة الحياة البرلمانية مع تغييرات إيجابية ترسخ مفهوم الديمقراطية، حيث شهدت البلاد محطات مهمة ساهمت في تمكين المجلس من ممارسة اختصاصاته الدستورية، ومناقشة مختلف القضايا التي لها علاقة بالوطن والمواطنين. يضطلع المجلس الوطني الاتحادي بمسؤولية ودور مهم يتمثل في المشاركة في بناء دولة القانون والمؤسسات، وتعزيز نهج الشورى ومشاركة المواطنين في صنع القرار وتمكينهم من المساهمة في مسيرة التنمية الشاملة.

حقق المجلس العديد من الإنجازات على الصعيدين الداخلي والخارجي، من خلال ممارسة اختصاصاته الدستورية الرامية إلى تحديث وتطوير البيئة التشريعية ومناقشة القضايا التي لها علاقة مباشرة بشؤون الوطن والمواطنين، والتكامل مع سياسة الدولة وتوجهاتها والقضايا التي تتبناها، مجسداً بذلك الدور المنوط به كمنبر للشورى.

ومن الدلائل الأساسية على أهمية دور المجلس الوطني الاتحادي أن تأسيسه، بصفته إحدى السلطات الدستورية الاتحادية الخمس التي نص عليها الدستور، تزامن مع انطلاق تجربة الاتحاد على أيدي مؤسسين قدموا من وقتهم وجهدهم الكثير لإنجاح هذه التجربة، وساهموا في تأسيس علاقة متميزة بين مختلف السلطات، لتمثل التجربة

السياسية بمضامينها وآلياتها والرؤية التي توجهها نموذج في مجال دعم القيادة ومشاركة المواطنين في عملية صنع القرار. وتواصل القيادة الحكيمة بخطى حثيثة تعزيز وتفعيل المشاركة السياسية للمواطنين في بناء الوطن عبر مسار متدرج، تمثل في التطورات الجوهرية التي شهدتها الحياة البرلمانية وفق البرنامج السياسي الذي طرحه رئيس الدولة عام 2005، وبما يتناسب وطبيعة وظروف المجتمع وخصوصيته.

واعتمد رئيس الدولة نهج يستند على استراتيجيات محددة الغايات والأهداف والمقاصد، وعلى منهجية علمية وخطط مؤسسية مبرمجة وعطاء سخي في العمل الوطني، لإعلاء صروح الإنجازات الهائلة التي تحققت في مرحلة التأسيس، فقد شهدت مسيرة الحياة البرلمانية محطات مهمة ساهمت في تمكين المجلس من ممارسة اختصاصاته الدستورية، تنفيذاً لبرنامج التمكين، الذي كان من أبرز عناصره تعزيز المشاركة وتطوير دور المجلس الوطني الاتحادي بإجراء التعديل الدستوري رقم "1" لسنة 2009 م، ومشاركة المرأة عضوة وناخبة وتنظيم انتخابات لعضوية المجلس خلال الأعوام 2006 و 2011 م و 2015 م.

وجاء انطلاق الفصل التشريعي السادس عشر للمجلس الوطني الاتحادي بعد إجراء التجربة الانتخابية الثالثة ضمن برنامج التمكين والتي جرت بتاريخ 3 أكتوبر 2015 م، وشهد هذا الفصل زيادة في عدد الهيئات الانتخابية هي الأكبر، حيث ارتفع من سبعة آلاف عام 2006 م في أول تجربة انتخابية إلى 224 ألف ناخب، لتجسد هذه الزيادة في عدد الهيئات الانتخابية حرص القيادة الرشيدة على تمكين المواطنين من المشاركة الفاعلة في مسيرة التنمية السياسية، وتعزيز دور المجلس في مختلف مجالات العمل الوطني في دولة الإمارات.

أطلق المجلس الوطني الاتحادي إستراتيجيته للأعوام (2016-2021) خلال افتتاح دور الانعقاد العادي الثاني من الفصل التشريعي السادس عشر للمجلس، وقد ارتكزت الإستراتيجية على مجموعة من المنطلقات الوطنية التي تعكس فكر القيادة الرشيدة، ومنها برنامج التمكين السياسي الذي تم إطلاقه سنة 2005، حيث إن الإستراتيجية تعد نموذج للعمل البرلماني المتوازن الحكيم الذي يقدم كل ما هو أفضل لإسعاد شعب الإمارات، ودعم توجهات القيادة الحكيمة في تحقيق مصلحة الوطن والمواطن وتعزيز مكانة الدولة عالمياً.

الفرع الثالث: السياسة الخارجية

انتهجت دولة الإمارات منذ سنة 1971 سياسة خارجية قائمة على الحكمة والاعتدال ومساندة الحق والعدالة، القائمة على أسس الحوار والتفاهم واحترام المواثيق الدولية وقواعد حسن الحوار وسيادة الدول ووحدة أراضيها، حيث شهدت الدولة انفتاحاً واسعاً على العالم الخارجي، إثر إقامة شراكة إستراتيجية سياسية واقتصادية مع العديد من الدول في مختلف قارات العالم، الأمر الذي عزز مكانتها في المجتمع الدولي.

وأثبتت السنوات سلامة هذا النهج الذي رفع دولة الإمارات إلى مكانة مرموقة في المجتمع الدولي، والتي تعد ثمرة المبادئ الثابتة للسياسة الخارجية التي تتبعها الدولة، والتي تقوم على التزام الدولة بانتمائها الخليجي والعربي والإسلامي وحرصها على تعزيز وتوسيع دائرة صداقتها مع جميع دول العالم، وإرساء مبدأ حسن الحوار واحترام سيادة الدول ووحدة أراضيها وعدم التدخل في شؤونها الداخلية واللجوء إلى حل النزاعات بالطرق السلمية.

إن نجاح السياسة الخارجية لدولة الإمارات يعد أحد أبرز الإنجازات المشهودة لها، حيث تركز على العديد من الثوابت كالتزامها بمواثيق الأمم المتحدة والقوانين الدولية وإقامة علاقات مع دول العالم على أسس الاحترام المتبادل وعدم التدخل في الشؤون الداخلية للآخرين، مع الالتزام بالحوار ومساندة قضايا الحق والعدل والمساهمة الفعالة في إرساء السلم والاستقرار الدوليين.

وانعكست علاقات التعاون التي أقامتها الإمارات مع مختلف دول العالم، والتي تجاوزت مرحلة العلاقات الطبيعية والمميزة ووصلت إلى مبادرات ومشروعات وبرامج إنسانية أسهمت، بشهادة الجميع، في تعزيز التعاون الدولي وتحقيق الأمن والاستقرار في العديد من المناطق والمجتمعات حول العالم، وكان ذلك دافعاً لأن تكون الإمارات أول دولة عربية تحظى بإعفاء مواطنيها من تأشيرة الدخول إلى دول منطقة "الشنغن" بقرار تم توقيعه بين الإمارات والاتحاد الأوروبي في بروكسل، حيث بات بإمكان مواطني الدولة حملة الجوازات الدبلوماسية والخاصة والمهمة والعادية السفر إلى 34 دولة أوروبية، لقضاء مدة 6 أشهر في كل سنة على ألا تزيد مدة البقاء على 90 يوم في الزيارة الواحدة.

وتؤمن دولة الإمارات بقيم العدالة والقانون الدولي وحقوق الإنسان وتوفير مناخ من السعادة لمواطنيها والمقيمين فيها، ويقترن هذا الإيمان بسياسات واقعية قامت بتبنيها انطلاقاً من قناعتها بأن التنمية الحقيقية لا تعني الجانب الاقتصادي فحسب، وإنما تعني وبالدرجة الأولى الاستثمار في البشر، استثماراً مبني على قيم التسامح وقبول الآخر، وتحقيق المساواة بين أبناء الشعب من دون تفرقة بين رجاله ونسائه، هذا مع الحفاظ على الدولة الوطنية وتحسينها من عوامل التطرف والطائفية وحماية مؤسساتها وتأمين الاستقرار فيها. ولذلك أنشأت الإمارات مركزاً لمكافحة التطرف هو

مركز هداية ، وساهمت في تأسيس "مركز صواب" ، كما تم إنشاء مجلس حكماء المسلمين ومنتدى تعزيز السلم في المجتمعات المسلمة للتعريف بالوجه الحقيقي للإسلام .وكل هذه المؤسسات تستهدف حماية الشباب من استقطاب جماعات التطرف والطائفية والإرهاب والرد على دعاواها الباطلة.

وساهمت وزارة الخارجية والتعاون الدولي في بناء علاقات مع مختلف دول العالم، حيث بلغ عدد الدول التي ترتبط مع الدولة بعلاقات دبلوماسية نحو 189 دولة، فيما ارتفع عدد سفارات الدولة في الخارج إلى 82 سفارة و 18 قنصلية، إضافة إلى أربع بعثات دائمة، بينما بلغ عدد السفارات الأجنبية لدى الدولة 110 سفارات و 73 قنصلية عامة، و 15 مكتب تابع للمنظمات الإقليمية والدولية.

الفرع الرابع: رؤية الإمارات 2021 " Vision 2021 " ¹

أطلقت دولة الإمارات مشروع رؤية الإمارات 2021 أثناء اجتماع مجلس الوزراء في عام 2010 ، والتي تستهدف أن تصبح دولة الإمارات ضمن أفضل دول العالم بحلول "اليوبيل" الذهبي للاتحاد كما أنها تقتدي بنهج الآباء المؤسسين، فهي تستلهم آفاقها من برنامج العمل الوطني الذي أطلقه رئيس الدولة واعتمده أعضاء المجلس الأعلى حكام الإمارات، وتضمنت أجندة هذه الرؤية، التي عمل عليها أكثر من 300 مسؤول من أبناء الوطن مؤشرات وطنية في القطاعات التعليمية والصحية والاقتصادية والشرطية وفي مجال الإسكان والبنية التحتية والخدمات الحكومية، وتمتاز هذه المؤشرات الوطنية بكونها بعيدة المدى وتقيس النتائج الرئيسة لأداء الأولويات الوطني، كما تعمل في معظمها على مقارنة مرتبة دولة الإمارات في المؤشرات الدولية بدول العالم المختلفة.

تقوم رؤية الإمارات 2021 على مجموعة محاور يمكن تلخيصها في:

✚ **مجتمع متلاحم محافظ على هويته:** من خلال توفير بيئة شاملة تدمج في نسيجها مختلف فئات المجتمع، وتحافظ على ثقافة الإمارات وتراثها وتقاليدها وتعزز من تلاحمها المجتمعي والأسري.

✚ **مجتمع آمن وقضاء عادل:** من خلال تعزيز شعور كافة أفراد المجتمع بالأمان والوصول بالدولة إلى مراتب متقدمة في الاعتماد على الخدمات الشرطية والجاهزية لحالات الطوارئ، مع الحفاظ على سلامة الطرق حرصاً على حياة سكان الدولة، وتعزيز عدالة القضاة والاستمرار في ضمان حقوق الأفراد والمؤسسات من خلال نظام قضائي فاعل.

✚ **اقتصاد معرفي تنافسي:** تواصل حكومة دولة الإمارات جهودها للانتقال إلى اقتصاد قائم على المعرفة، عبر تشجيع الابتكار والبحث والتطوير، وتعزيز الإطار التنظيمي للقطاعات الرئيسة، وتشجيع القطاعات ذات القيمة المضافة العالية بما يطور من بيئة الأعمال ويعزز من جاذبية الدولة للاستثمارات، وتستهدف الأجندة الوطنية أن تكون الدولة من أفضل دول العالم في مجال ريادة الأعمال.

¹ للاطلاع راجع:

- اقتصاد حكومة الإمارات، مقال منشور ضمن الموقع: <https://www.government.ae/ar-AE/about-the-uae/economy> ،
أطلع عليه بتاريخ: 2018/11/06.
- الكتاب السنوي لدولة الإمارات 2016، مرجع سابق، ص: 56-60.

✚ **نظام تعليمي رفيع المستوى:** تستهدف الأجنحة الوطنية تجهيز المدارس والجامعات كافة بالأجهزة والأنظمة الذكية، فضلاً عن جميع الطلاب، وأن تكون المناهج والمشاريع والأبحاث عبر هذه الأنظمة ذكية، كما تتطلع الأجنحة الوطنية إلى وضع طلبتنا ضمن أفضل طلبة العالم في اختبارات تقييم المعرفة والمهارات في القراءة والرياضيات والعلوم.

✚ **نظام صحي بمعايير عالمية:** ستعمل الدولة وبالتعاون مع كافة الهيئات الصحية في الإمارات على اعتماد كافة المستشفيات الحكومية والخاصة وفق معايير وطنية وعملية واضحة، من ناحية تقديم الخدمات وجودة وكفاية الكادر الطبي، من أجل ترسيخ الجانب الوقائي وتخفيض معدل الأمراض المزمنة.

✚ **بيئة مستدامة وبنية تحتية متكاملة:** من حيث جودة الهواء، والمحافظة على الموارد المائية، وزيادة الاعتماد على الطاقة النظيفة، إضافة إلى التركيز على جودة البنية التحتية للمطارات والموانئ والطرق، وتعزيز جودة توفير الكهرباء والاتصالات، لتصبح الإمارات في مقدمة الدول في الخدمات الذكية.

يعتبر تطوير اقتصاد معرفي تنافسي إحدى ركائز الأجنحة الوطنية لرؤية الإمارات 2021. وتهدف الأجنحة الوطنية إلى أن تكون دولة الإمارات العاصمة الاقتصادية، والسياحية، والتجارية لأكثر من 2 مليار نسمة.

لذا تواصل الحكومة جهودها في الانتقال إلى اقتصاد قائم على المعرفة عبر تشجيع الابتكار، وتعزيز الإطار التنظيمي للقطاعات الرئيسية، وتشجيع القطاعات ذات القيمة المضافة العالية، ولهذا الغرض وضعت 12 مؤشراً للأداء (KPIs) وفق التالي:

1. نسبة نمو الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي
2. نصيب الفرد من الدخل القومي الإجمالي
3. نسبة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر من الناتج المحلي الإجمالي
4. مؤشر التنافسية العالمي
5. نسبة المواطنين العاملين من إجمالي القوى العاملة
6. مؤشر سهولة ممارسة الأعمال
7. نسبة التوطين في القطاع الخاص
8. نسبة مساهمة الشركات الصغيرة والمتوسطة في الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي
9. المؤشر العالمي لريادة الأعمال والتنمية
10. مؤشر الابتكار العالمي
11. نسبة "عاملي المعرفة" من إجمالي العاملين في الدولة
12. نسبة الإنفاق على البحث والتطوير من الناتج المحلي الإجمالي

الفرع الخامس: التنافسية العالمية

اعتمدت دولة الإمارات العربية المتحدة نهجًا محددًا للارتقاء بتنافسية الدولة ومؤسساتها وسبل تعزيز النمو المستدام والازدهار في المستقبل. وتعتبر المتغيرات الدائمة التي تطرأ على المشهد الاقتصادي للقرن 21 بما في ذلك العولمة والتكامل الاقتصادي الدولي، من أكثر المحركات وراء إستراتيجية تنافسية الدولة، وحققت دولة الإمارات خلال الأعوام الخمسة الماضية عددًا من الإنجازات المهمة في إطار نهضتها الشاملة التي أسهمت في ترسيخ مكانتها على المستويين الإقليمي والدولي، باعتبارها نموذجًا يحتذى به في مختلف مسارات العمل التنموي، الأمر الذي جعل من الإمارات منارة للاستقرار والتقدم في منطقة الشرق الأوسط.

ويعزز صواب هذا المنهج التقييمات الدولية المبنية على معايير عالمية ومنهج علمي رصين، وأبرزها تقرير التنمية البشرية الخاص بـ «البرنامج الإنمائي للأمم المتحدة» الذي يصنف دولة الإمارات العربية المتحدة حالي ضمن فئة الدول ذات التنمية البشرية المرتفعة جدًا.. وهو مصطلح يتضمن عنوانًا شاملاً وجامعًا لمجمل إنجازاتها التنموية. وحافظت الإمارات على المرتبة الأولى عربيًا للعام الثالث على التوالي ضمن تقرير البنك الدولي عن سهولة ممارسة أنشطة الأعمال لعام 2016، متقدمة بذلك على كل دول المنطقة المدرجة في تقرير هذا العام.

وتقدمت كذلك الدولة بمرتبة واحدة عن تصنيف 2015 لتحتل المرتبة 31 عالميًا، وجاءت ضمن أول خمس دول عالميًا في ثلاثة محاور أساسية، هي: الأولى عالميًا في محور عدم تأثير دفع الضرائب على الأعمال، والثانية في محور استخراج تراخيص البناء، والرابعة عالميًا في محور توصيل الكهرباء. أما على المستوى الإقليمي فقد تصدرت الإمارات دول المنطقة وجاءت ضمن الدول العشر الأولى عالميًا في عدد التحسينات الموثقة من قبل البنك الدولي خلال سنة واحدة، في محاور توصيل الكهرباء واستخراج تراخيص البناء وحماية المستثمرين وإنفاذ العقود.

وسجل التقرير الصادر هذا العام عن البنك الدولي تقدم الإمارات في عدد من المحاور الأساسية، أولها محور إنفاذ العقود في حال وقوع أي نزاع تجاري بين طرفين، حيث جاءت الدولة في المرتبة الأولى عربي و 18 إقليمي في تقرير عام 2016 وشهد اقتصاد دولة الإمارات العربية المتحدة ازدهارًا كبيرًا، جعل الدولة ضمن المراتب

الأولى في بعض المؤشرات الاقتصادية كمعدل دخل الفرد. وقد احتلت دولة الإمارات العربية المتحدة المرتبة الأولى عربي والخامسة عالمي في مؤشر مستويات الرضا عن المعيشة «ضمن تقرير» مؤشر الرخاء العالمي «الصادر عن معهد ليجاتوم البريطاني لعام 2014، كما حافظت الدولة على وجودها ضمن القائمة الخضراء» وهي القائمة التي تصنف أكثر الدول رخاء في العالم وتشمل 30 دولة فقط، وقد صنفت الإمارات ضمن هذه القائمة منذ إصدار التقرير. كما احتلت المرتبة الأولى على مستوى العالم في تقارير مؤشرات الثقة، والمركز الأول إقليمي للعام الثالث على التوالي في التنافسية العالمية وال 12 عالمي، حسب تقرير الكتاب السنوي للتنافسية العالمية 2015، والمرتبة الأولى إقليمي على مستوى دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا وال 12 عالمي في تقرير تمكين التجارة العالمية لعام 2014، كما حصلت الإمارات على المركز الأول عالمي في ثلاثة مؤشرات للتنافسية العالمية في قطاع السياحة وال 24 عالمي، والمركز الأول ضمن تقرير تكنولوجيا المعلومات العالمي عربي.

وتبوتات دولة الإمارات العربية المتحدة المرتبة الأولى إقليمياً في تقرير رأس المال البشري وال 54 عالمياً ، وجاءت في المرتبة الأولى عربي وال 28 عالمياً في تقرير السعادة العالمي الذي تصدره المبادرة الدولية لحلول التنمية المستدامة التابعة للأمم المتحدة. واحتلت الإمارات المرتبة الأولى عربي في تقرير تصنيف العلامة التجارية للدول « مجال السياحة» ، وحازت المرتبة الأولى على مؤشر الازدهار عربي وال 30 عالمياً. وتصدرت الإمارات الدول العربية في تقرير ممارسة أنشطة الأعمال 2017 الصادر عن البنك الدولي في أكتوبر من عام 2016 ، كما تصدرت عالمياً في محور سهولة دفع الضرائب وقفزت 8 درجات في الترتيب الدولي العام إلى المرتبة 26 ، وبحسب المنهجية التي اعتمدها البنك الدولي للعام الحالي، قفزت الإمارات من المركز ال 34 عالمياً إلى المركز ال 26 متقدمة على كل دول منطقة الشرق الأوسط التي يشملها التقرير. وكشف أحدث إصدار لتقرير ممارسة أنشطة الأعمال 2017 عن أن الإمارات احتلت مركزاً متقدماً ضمن أفضل 20 دولة عالمياً في خمسة من محاور التقرير العشرة، وهي كما يلي :

- المركز الأول عالمياً في محور سهولة دفع الضرائب، والرابع عالمياً في كل من محوري سهولة استخراج تراخيص البناء ومحور سهولة توصيل الكهرباء، والمركز التاسع عالمياً في محور حماية المستثمرين الأقلية والمركز ال 11 عالمياً في محور سهولة تسجيل الملكية.

وكشف أحدث تقرير للتنافسية العالمية 2016 والصادر عن المنتدى الاقتصادي العالمي « دافوس » أن دولة الإمارات حلت في المركز الأول عالمياً في مؤشر « غياب تأثير الجريمة والعنف على الأعمال» ، وفي المركز الثاني عالمياً في كل من مؤشر ثقة الشعب في القيادة « ومؤشر» قلة التبذير في الإنفاق الحكومي» ، واحتلت المركز الثالث عالمياً في مؤشر «قلة عبء الإجراءات الحكومية». كما حصدت الدولة المركز الأول عالمياً في مؤشر « جودة الطرق » والمركز الثاني عالمياً في مؤشر « جودة البنية التحتية للمطارات ووسائل النقل الجوي» ، كما جاءت في المركز الثالث عالمياً في كل من مؤشر « جودة البنية التحتية للموانئ البحرية» ومؤشر « نسبة اشتراكات الهاتف المحمول لكل 100 مستخدم » .. كما جاءت في المركز الرابع عالمياً في مؤشر « جودة البنية التحتية » والخامس في مؤشر « عدد مقاعد الطيران المتاحة لكل مليون مسافر بالأسبوع..

ويعكس هذا الأداء الاستثمارات الضخمة التي تبذلها الدولة في سبيل تطوير وتحسين البنية التحتية.

المطلب الثاني: اقتصاد الإمارات العربية المتحدة

تعد الإمارات العربية المتحدة دولة اقتصادية بامتياز، حيث تتسم بعدة خصائص تجعلها مختلفة عن معظم اقتصاديات الدول النامية، كما تهتم الإمارات العربية المتحدة بإقامة علاقات مع دول العالم بهدف تنمية استثماراتها وتحقيق أعلى معدلات النمو.

الفرع الأول: الخصائص الرئيسية لاقتصاد الإمارات

تتمثل هذه الخصائص في¹:

أولاً: نظام الاقتصاد الحر

تقوم دولة الإمارات العربية المتحدة على نظام الاقتصاد الحر والقائم على نظام السوق، والذي تعمل فيه قوى العرض والطلب على تحديد المعطيات الاقتصادية الأساسية كالأسعار، الاستثمار في القطاعات الاقتصادية، الإنتاجية والخدمية والتجارة الخارجية والداخلية وذلك دون تدخل الحكومة.

حيث تبنت دولة الإمارات سياسة اقتصادية منفتحة تعتمد على حرية الاستثمار والتجارة في جميع المجالات، إذ يكون للقطاع الخاص دور الريادة في الاقتصاد الوطني، أما دور الحكومة فيقتصر على رسم السياسات الاقتصادية الكلية التي تعكس الإستراتيجية العامة للاقتصاد الحر.

ثانياً: الاعتماد على النفط

يمتاز اقتصاد الإمارات بالاعتماد الكبير على النفط، والذي يشكل مع مشتقاته الجزء الكبير من إيرادات الدولة اللازمة لتغطية الإنفاق العام الجاري والإئمائي المتزايد منذ منتصف السبعينات، فلاشك بأن الإيرادات النفطية قد مكنت الدولة من الإنفاق المباشر على تنفيذ المشاريع الإنمائية، الإنتاجية، الخدمية ومشاريع البنية التحتية، بالإضافة لإنفاقها الجاري على الرواتب والأجور والمشتريات من السوق المحلي؛ الأمر الذي يؤدي إلى رفع معدلات النمو القطاعي والكلبي، وتجدر الإشارة إلى أن للاعتماد على النفط العديد من السلبيات لعل أبرزها أنه مورد ناضب الأمر الذي يحتم إيجاد مصادر بديلة للاعتماد عليها مستقبلاً في حال نفاذ المورد، كما أن إيرادات النفط تعتمد على الطلب في أسواق النفط العالمية وتقلبات الأسعار فيها، مما يؤدي إلى عدم الاستقرار في تدفق هذه الإيرادات لينعكس ذلك سلباً على الإنفاق الحكومي الكلي.

ثالثاً: الاعتماد على العمالة الوافدة

نظراً لعدم توفر دولة الإمارات على القوى العاملة المواطنة فهي تعتمد بدرجة كبيرة على العمالة الوافدة لتنفيذ المشاريع الإنمائية، الإنتاجية والخدمية والتي تهدف لضمان استمرار عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية الشاملة التي تنفذها الدولة منذ إنشائها، حيث تقدم العمالة مساهمة فعّالة في التطور الاقتصادي والاجتماعي والحضاري وتساهم في خلق سوق لتنشيط مختلف قطاعات الاقتصاد الوطني.

¹ محمد سعد عميرة، اقتصاد دولة الإمارات العربية المتحدة: الإنجازات المحققة والتطلعات المستقبلية، مجلة التعاون الاقتصادي بين الدول الإسلامية، 2002، ص ص: 04-02.

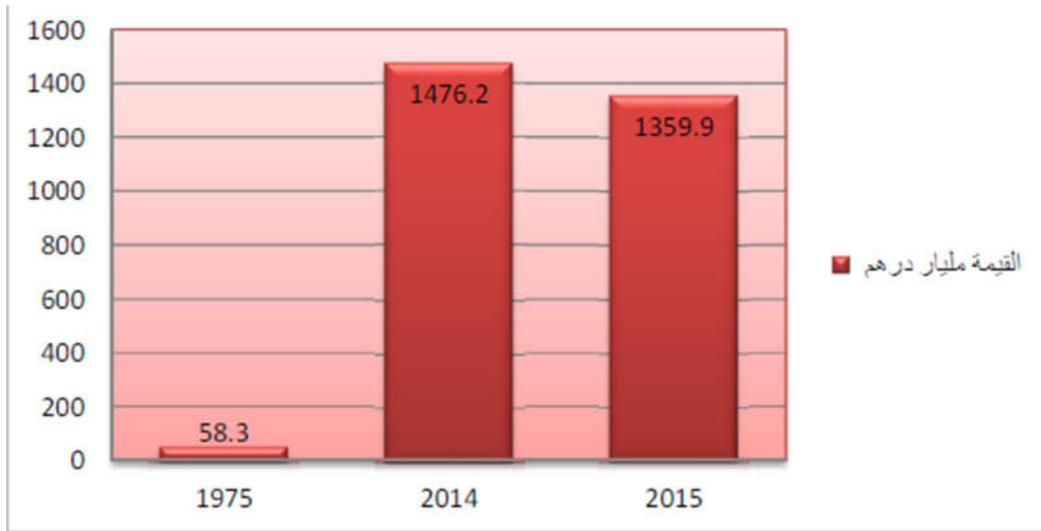
الفرع الثاني: تطور المؤشرات الاقتصادية لدولة الإمارات العربية المتحدة

شهدت الحياة الاقتصادية والاجتماعية في الدولة تغييرات جذرية مع اكتشاف النفط الذي اتسمت سياسات توظيف إيراداته بالحكمة والرشادة ما ساعد على بناء هيكل اقتصادي قوي وقطاعات اقتصادية حيوية وواعدة ، وبنية تحتية على أحدث المستويات العالمية رقياً وكفاءة وتقدماً ، وتوجت دولة الإمارات كثاني أكبر اقتصاد في المنطقة العربية وصارت أحد أكبر الاقتصادات قوة وتنافسية وحيوية وديناميكية على المستويين الإقليمي والعالمي . وتشير المؤشرات الاقتصادية للدولة منذ بدء تكوينها إلى القفزات الإيجابية الهائلة ومعدلات النمو القياسية التي تحققت بفضل السياسات الاقتصادية الحكيمة المتبعة وذلك على النحو التالي¹ :

أولاً: الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية

تضاعف حجم الناتج المحلي الإجمالي للدولة بالأسعار الجارية ، من حوالي 6.5 مليار درهم عام 1971 إلى 58.3 مليار درهم عام 1975 ، ثم إلى 1476.2 عام 2014 (نحو 227 ضعفاً عن مستواها بالعام 1971) بمتوسط معدل نمو بلغ % 13.4 ، ثم إلى 1359.9 مليار درهم في العام 2015 بمتوسط معدل نمو بلغ %12,9.

الشكل (4-1) : تطور الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية في الإمارات العربية المتحدة (1975-2015)



المصدر: أحمد ماجد، دراسة اقتصاد الإمارات مؤشرات إيجابية وريادة عالمية، إدارة التخطيط ودعم القرار، مبادرات الربع الثالث، أوت 2016، وزارة الاقتصاد، الإمارات العربية المتحدة، 2016، ص: 07.

¹ للاطلاع راجع:

- التقرير الاقتصادي السنوي 2016، الإصدار الرابع والعشرون، وزارة الاقتصاد، الإمارات العربية المتحدة،
- أحمد ماجد، دراسة اقتصاد الإمارات مؤشرات إيجابية وريادة عالمية، إدارة التخطيط ودعم القرار، مبادرات الربع الثالث، أوت 2016، وزارة الاقتصاد، الإمارات العربية المتحدة، 2016، ص: 06-07.

ثانياً: الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي بالأسعار الثابتة

تفعيلاً لسياسة تنويع مصادر الدخل من خلال تنمية وتطوير القطاعات الاقتصادية الحيوية ذات القيمة المضافة العالية والإمكانات واعدة النمو بالدولة وأهمها الصناعة وبالأخص البتروكيماويات والألومنيوم والتجارة والسياحة والاتصالات وتكنولوجيا المعلومات والطاقة الجديدة والمتجددة والمشروعات الصغيرة والمتوسطة والقطاع المالي والإنشاءات فقد تضاعف حجم الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي بالأسعار الثابتة ، من حوالي 32.3 مليار درهم تشكل 41.7 % من الناتج المحلي الإجمالي للدولة بالأسعار الثابتة في عام 1975 إلى 815.3 مليار درهم تشكل 68.8 % من الناتج المحلي الإجمالي للدولة بالأسعار الثابتة في العام 2015 وبمتوسط معدل نمو بلغ 8.4 % ، ما أدى إلى تراجع اعتماد الدولة حالياً على النفط وأصبح يشكل 31.2 % من ناتجها الإجمالي بالأسعار الثابتة فقط والباقي يتأتى من قطاعات حيوية أخرى كالتجارة، والخدمات، والعقارات، والسياحة، والصناعات التحويلية.

الشكل (4-2): تطور قيمة الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي



المصدر: أحمد ماجد، مرجع سابق، ص: 09.

ثالثاً: الاستثمار الأجنبي المباشر

تمتلك دولة الإمارات العربية المتحدة اقتصاداً تنافسياً عالمياً متطوراً وصنفت طبقاً لمؤشر الاستثمار العالمي للعام 2015 بالمركز الأول إقليمياً وال 22 عالمياً، وأصبحت وجهة مفضلة للاستثمار الأجنبي المباشر إذ تتخذ أكثر من 25% من أكبر 500 شركة عالمية من دولة الإمارات مقراً لعملياتها الإقليمية بالشرق الأوسط وشمال أفريقيا ، حفز على هذا عوامل الجذب التي تتمتع بها الدولة وعلى رأسها الاستقرار السياسي والأمني ، والموقع الاستراتيجي المتميز وتوافر البنية التحتية والتشريعية واللوجستية المتقدمة ، والخدمات الحكومية المتطورة وأهمها تفعيل الحكومة الذكية والإعفاءات الجمركية والضريبية وإمكانية تملك الأجانب لبعض المشروعات خارج المناطق الحرة وتحويل الأرباح بنسبة

الفصل الرابع.....أثر الأزمة المالية على السوق المالي الإماراتي

100% إلى الخارج ، والحوافز والامتيازات الأخرى التي تمنحها الدولة خاصة بالقطاعات غير النفطية كالسياحة والصناعة وتكنولوجيا المعلومات والاتصالات والقطاع المالي والتجارة والعقارات والتشييد والبناء.

كما صنفت الإمارات حسب تقرير الاستثمار الأجنبي المباشر لعام 2015 الصادر عن الأونكتاد بالمرتبة الأولى بين البلدان الأكثر جاذبية للاستثمار الأجنبي المباشر خلال عام 2014 في منطقة الشرق الأوسط وأفريقيا، وفي المرتبة الثانية في منطقة غرب آسيا بعد تركيا، واستقطبت نحو 37.07 مليار درهم، 10,1 مليار دولار (من الاستثمارات الأجنبية المباشرة خلال العام 2014). والجدول التالي يوضح تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر بدولة الإمارات العربية المتحدة عن الفترة 2011-2015:

الجدول (4-1): تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر بدولة الإمارات العربية المتحدة عن الفترة 2011-2015 (بالمليار دولار)

إجمالي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر التراكمية	صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر السنوية	العام
85.4	7.7	2011
95.0	9.6	2012
105.5	10.5	2013
115.6	10.1	2014
126.6	11.0	2015
%10.3	%9.3	متوسط النمو %

المصدر: التقرير الاقتصادي السنوي 2016، الإصدار الرابع والعشرون، وزارة الاقتصاد، الإمارات العربية المتحدة، ص: 32.

طبقاً للإحصائيات الصادرة عن الأونكتاد، استمر تصاعد صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر السنوية إلى الدولة للعام الخامس على التوالي "حتى سنة 2016" وتصدرت الإمارات قائمة الدول العربية في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة إلى الدول العربية عام 2015 بحصة تصل إلى % 27.5 وبقيمة تقارب من نحو 11.0 مليار دولار، بمتوسط معدل نمو خلال الفترة 2011-2015 بلغ نحو % 9.3 ، وبهذا فقد تطور حجم الاستثمارات الأجنبية التراكمية في الإمارات وبلغ 126.6 مليار عام 2015 بعد أن كان 115.6 مليار دولار عام 2014 ، وبمتوسط معدل نمو خلال الفترة 2011-2015 بلغ نحو % 10.3 ، كما تعد دولة الإمارات العربية المتحدة أكبر مستثمر عربي في الخارج حيث تطور حجم استثماراتها بالخارج من 9.0 مليار دولار عام 2014 إلى 9.3 مليار دولار عام 2015 ، وبذلك تطور رصيد استثماراتها التراكمية بالخارج من 66.3 مليار دولار عام 2014 إلى 87.4 مليار دولار عام 2015 وذلك وفقاً لتقارير الاستثمار العالمي الصادرة عن الأونكتاد.

يعكس هيكل الاستثمار الأجنبي المباشر بالدولة تنوعاً كبيراً، ويأتي قطاع العقارات وخدمات الأعمال في مقدمة القطاعات التي تستحوذ على الاستثمار الأجنبي المباشر ويستحوذ على نسبة 25,8% منها، يليها من حيث الأهمية النسبية قطاع تجارة الجملة والتجزئة بنسبة 23.2% وثالثاً قطاع المؤسسات المالية والتأمين بنسبة 20.2%، كما تحتل الصناعات التحويلية على صعيد جذب واستقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة مكانه خاصة حيث بلغ حجم رأس المال المستثمر في الصناعات التحويلية حتى نهاية عام 2015 ما قيمته 127.6 مليار درهم، في حين تستحوذ صناعة المواد الغذائية والمشروبات على 31% منها، يليها قطاع الصناعات المعدنية الأساسية بحصة تقرب من 25%، صناعة منتجات الخامات المعدنية غير المعدنية بنسبة 15%، أما صناعة منتجات تكرير النفط فتستحوذ على ما نسبته 6,7% وارتفع بذلك مجموع الاستثمارات الأجنبية المباشرة التراكمية في الدولة إلى 424,3 مليار درهم كما جاءت دولة الإمارات وفقاً لتقرير الاستثمار العالمي الصادر عن الأونكتاد للعام 2015 ضمن قائمة البلدان الواعدة الـ 20 المستثمرة في الخارج، أكبر مستثمر عربي بالخارج، حيث حلت بالمرتبة العاشرة ضمن القائمة التي ضمت ثلاث دول فقط من البلدان النامية وهي، الصين وكوريا الجنوبية ودولة الإمارات، وارتفع إجمالي الاستثمارات الصادرة من الإمارات إلى الخارج خلال العام 2014 إلى نحو 11.3 مليار درهم، مقارنة مع 10,8 مليار درهم في العام 2013 وبنمو قدره 3.8%، ليرتفع بذلك رصيد الاستثمارات التراكمية الخارجية من الدولة إلى نحو 66.3 مليار دولار بنهاية 2014 مقابل 63.2 مليار دولار عام 2013، ونحو 1.9 مليار دولار (7,1 مليار درهم) عام 2000.

رابعاً: التجارة الخارجية

بلغ حجم التجارة الخارجية غير النفطية لدولة الإمارات 1.750 تريليون درهم (476.4 مليار دولار) خلال عام 2015 بنسبة نمو 10% مقارنة بعام 2014 وتؤكد هذه الأرقام زيادة تنافسية الدولة بوصفها عاصمة للتجارة الإقليمية والعالمية.

وبلغ حجم التجارة الخارجية غير النفطية مع احتساب تجارة المناطق الحرة بلغ 1.632 تريليون درهم خلال عام 2014، فيما حققت التجارة المباشرة 1.72 تريليون درهم (291.9 مليار دولار)، منها الواردات 696.4 مليار درهم والصادرات 132.2 مليار درهم وإعادة التصدير 243.7 مليار درهم.

وارتفع حجم تجارة المناطق الحرة لدولة الإمارات لعام 2014 إلى حوالي 560 مليار درهم (152.4 مليار دولار ..) وتمكنت الدولة من تحقيق مراكز متقدمة في تقرير إحصاءات التجارة الدولية 2015 الصادر عن منظمة التجارة العالمية. ولقد سجلت قيمة التجارة الخارجية غير النفطية المباشرة لدولة الإمارات 269.5 مليار درهم خلال الربع الأول من 2016، مستقرة تقريباً عند القيمة المحققة نفسها خلال الفترة نفسها من عام 2015، وذلك وفقاً للبيانات الإحصائية الأولية للهيئة الاتحادية للحمارك. واستحوذت الواردات على أكثر من نصف التجارة الخارجية غير النفطية للدولة، بقيمة 166.1 مليار درهم، بينما بلغت قيمة الصادرات 46.8 مليار درهم، وقيمة إعادة التصدير 56,6 مليار درهم خلال الربع الأول من عام 2016 وحافظ إقليم آسيا وأستراليا وجزر المحيط الهادي

على صدارته في ترتيب شركاء الدولة في التجارة غير النفطية، بحصة قيمتها 108,3 مليارات درهم، بنسبة % 42 من إجمالي التجارة غير النفطية للدولة خلال الربع الأول من عام 2016 ، بينما سجلت حصة التجارة غير النفطية للدولة مع دول مجلس التعاون الخليجي %9 من الإجمالي، بقيمة 24.2 مليار درهم. وحلّ الذهب الخام والمشغول في المرتبة الأولى كأفضل السلع المستوردة خلال الربع الأول من عام 2016 ، بنسبة % 15، تمثل ما قيمته 24.5 مليار درهم من إجمالي الواردات غير النفطية، كما حلت صادرات الذهب في المركز الأول، بقيمة 12.6 مليار درهم، بنسبة % 27 من إجمالي الصادرات غير النفطية للدولة، وحل الألماس غير المركب في المركز الأول كأفضل سلعة تمت إعادة تصديرها من الدولة إلى الخارج، بقيمة 11.5 مليار درهم بنسبة % 20 من إجمالي إعادة التصدير.

خامسا: القطاع المالي والنقدي

انخفضت الودائع الحكومية نتيجة استمرار الانخفاض في أسعار النفط مما أدى إلى تباطؤ نمو عرض النقد، غير أن البنوك وبفضل تحسن نوعية محافظ قروضها ظلت قادرة على زيادة الائتمان وإن كان بمعدلات معتدلة، باستثناء إقراضها للحكومة الذي شهد نمواً أكثر مقارنة بالسنوات السابقة، وعليه فقد تمكنت البنوك من توفير التمويل الذي تحتاجه القطاعات غير النفطية من الاقتصاد، وبوجه عامة ظل القطاع المصرفي بالدولة متمتعاً برسملة جيدة وسيولة كافية، وواصل القطاع المالي والنقدي نموه الإيجابي الذي حققه عام 2014 وحقق زيادة كبيرة عام 2015 حيث ارتفع ناتج القطاع بالأسعار الجارية إلى نحو 132.8 مليار درهم مقابل 122.4 مليار درهم عام 2014 بنسبة زيادة بلغت 8,5% بالأسعار الجارية، وبنسبة نمو حقيقي بلغت 3.0% ، وارتفعت نسبة مساهمة قطاع المشروعات المالية في الناتج المحلي الإجمالي (بالأسعار الجارية) من 8.3% عام 2014 إلى 9.8% عام 2015 ، كما ارتفعت نسبة مساهمة قطاع المشروعات المالية في ناتج القطاعات غير النفطية (بالأسعار الجارية) من 12.6% عام 2014 إلى 12.8% عام 2015 ، في دلالة على استمرار التقدم في تحقيق أهداف وغايات سياسة تنويع مصادر الدخل.

- **التطورات النقدية:** ارتفع عرض النقود (ن1) المكون من النقد المتداول خارج البنوك (النقد المصدر - النقد في البنوك) مضافاً إليه الودائع النقدية (أرصدة الحسابات الجارية والحسابات تحت الطلب) إلى 456.9 مليار درهم بالربع الرابع من عام 2015 بعد أن كان 436.1 مليار درهم بالربع الرابع من عام 2014 بنسبة نمو بلغت 4.7% أيضاً ارتفع عرض النقود (ن2) المكون من عرض النقود (ن1) بالإضافة إلى الودائع شبه النقدية (حسابات التوفير ولأجل وكذا الودائع بالعملة الأجنبية) إلى 1186.8 مليار درهم بالربع الرابع من عام 2015 بعد أن كان 1141.1 مليار درهم بالربع الرابع من عام 2014 بنسبة نمو بلغت نحو 4.0% ، وارتفع عرض النقود (ن3) المكون من عرض النقود (ن2) مضافاً إليه الودائع

الفصل الرابع.....أثر الأزمة المالية على السوق المالي الإماراتي

الحكومية لدى البنوك والمصرف المركزي بنسبة 0.8 % حيث بلغ 1342.8 مليار درهم بالربع الرابع من عام 2015 بعد أن كان 1332.0 مليار درهم بالربع الرابع من عام 2014 .

الجدول (2-4): التطورات النقدية في دولة الإمارات العربية المتحدة للفترة 2014-2015

النسبة السنوية للنمو %	2015	2014	البيان
4.7%	456.9	436.1	عرض النقد (ن 1)
4.0%	1186.8	1141.1	عرض النقد (ن 2)
0.8%	1342.8	1332.0	عرض النقد (ن 3)

المصدر: التقرير الاقتصادي السنوي 2016، مرجع سابق، ص: 34.

- التطورات المصرفية

ظل عدد البنوك الوطنية بنهاية عام 2015 نحو 23 بنكا وهو نفس المستوى الذي بلغه بنهاية العام (2014 بينما ارتفع عدد فروعها من 869 فرعاً بنهاية العام 2014 إلى 874 فرعاً بنهاية العام 2015 كما بقي عدد بنوك دول مجلس التعاون العاملة بالدولة عند نفس المستوى عام 2015 أي 6 بنوك، وكذا بقي عدد البنوك الأجنبية عند نفس المستوى بعدد 20 بنكا) بلغ عدد فروعها 82 فرعاً ، وارتفع إجمالي أصول المصارف العاملة بالدولة إلى 2478.2 مليار درهم في نهاية عام 2015 مقابل 2304.9 مليار درهم في نهاية عام 2014 بنسبة زيادة بلغت % 7.5 ، كما ارتفعت ودائع العملاء لدى البنوك العاملة بالدولة من 1421.3 مليار درهم عام 2014 إلى 1471.6 مليار درهم عام 2015 بنسبة نمو بلغت % 3.5 ، وتمكنت البنوك بالدولة بفضل المستوى المرتفع للودائع وملاءة رأس المال من مواصلة أنشطتها الخاصة بالائتمان المصرفي الذي ارتفعت قيمته إلى 1485.0 مليار درهم عام 2015 مقابل 1378.1 مليار درهم في نهاية عام 2014 بنسبة زيادة بلغت % 7.8 ، وتزايدت نسبة الائتمان إلى الودائع من %97.0 عام 2014 إلى % 100.9 عام 2015.

الجدول (3-4): التطورات المصرفية لعامي 2014-2015 بدولة الإمارات العربية المتحدة

النمو نسبة %	2015	2014	البيان
7.5%	2478.4	2304.9	إجمالي الأصول
3.5%	1471.6	1421.3	إجمالي الودائع
7.8%	1485.0	1378.1	إجمالي الائتمان المصرفي
-	100.9%	97.0%	نسبة الائتمان / الودائع %

المصدر: التقرير الاقتصادي السنوي 2016، مرجع سابق، ص: 35.

الفرع الثالث: مميزات البيئة الاقتصادية لدولة الإمارات العربية المتحدة

تتميز دولة الإمارات العربية المتحدة ببيئة استثمارية، واقتصادية، وسياسية مستقرة، قادرة على مواصلة النمو الاقتصادي رغم حالات الركود التي يشهدها الاقتصاد العالمي عبر فترات مختلفة، والتراجعات في أسعار النفط، ويعود ذلك لعدة أسباب منها¹:

أولاً: الموقع الاستراتيجي

تتمتع دولة الإمارات بموقع استراتيجي هام بين مراكز الأعمال الرئيسية في أوروبا، وآسيا، والمحيط الهادئ، وإفريقيا، وأمريكا الشمالية، كما تحوز دولة الإمارات على شبكة مواصلات برية وجوية ممتازة تساعدها على الاتصال مع مختلف دول العالم، حيث يوجد آلاف من الشركات الصينية التي تستخدم دبي كمحور للتجارة في أفريقيا، كما يستخدمها رجال الأعمال المهنود للوصول إلى العالم، بينما يعتبرها التجار من أمريكا اللاتينية منصة حيوية للانطلاق إلى آسيا الجنوبية، كما تعتبر محوراً اقتصادياً لمجمل منطقة الشرق الأوسط بالنسبة لرجال الأعمال من أمريكا الشمالية.

ثانياً: احتياطات مالية قوية

تحتفظ دولة الإمارات باحتياطات مالية قوية وقطاع مصرفي قوي، يساعدها على توفير بيئة استثمارية آمنة، تكفي الحكومة للاستمرار في توفير التمويل اللازم لكافة مشاريعها، والوفاء بالتزاماتها المالية، والإنفاق في موازنتها العامة دون تعثرات مالية، ونقلًا عن تقرير ورد في الخليج تايمز، يتوقع صندوق النقد الدولي زيادة نمو إجمالي الصناديق الاحتياطية الرسمية لدولة الإمارات من 76.8 مليار دولار في 2015، ليصل إلى 118.4 مليار دولار عام 2020، كما سينمو فائض الحساب الجاري من 17.6 مليار دولار عام 2015 إلى 33.4 مليار دولار بحلول 2020.

¹ البوابة الرسمية لحكومة الإمارات العربية المتحدة، قسم الاقتصاد، متوفر ضمن الموقع: <https://www.government.ae/ar-AE/about-the-uae/economy>

ونقلًا أيضاً عن تقرير ورد في جريدة (National The) صنفت شركة الخدمات المالية "ستاندرد أند بورز" أبوظبي بدرجة AA ، مشيرة إلى مقدرتها على الإيفاء بالتزاماتها المالية على المدى الطويل، كما تم تصنيف كل من إمارتي الشارقة ورأس الخيمة بدرجة A/A-1 مشيرة إلى قدرة كل منهما على الإيفاء بالتزاماتها على المدى القصير.

ثالثاً: الصناديق السيادية

وفقاً لتصنيفات مؤسسة الصناديق السيادية (SWFI) المتخصصة في دراسة استثمارات الحكومات، وإحصاءات أكبر الصناديق السيادية في العالم، يعتبر جهاز أبوظبي للاستثمار من أكبر الصناديق السيادية في منطقة الشرق الأوسط، وأكبر خامس صندوق في العالم بمبلغ يقدر بـ 792 بليون دولار أمريكي.

رابعاً: البيئة الاقتصادية الواعدة

وفقاً لتقرير الاستثمار العالمي الأونكتاد لعام 2014، تتبوأ دولة الإمارات المركز 11 كبيئة واعدة ومحفزة للاستثمار وذلك للأسباب التالية:

- تتمتع الدولة بقوانين اقتصادية مرنة، وسهولة في ممارسة الأعمال؛
- استقرار عملة الإمارات مقابل الدولار الأمريكي، وسهولة تحويلها؛
- عدم فرض أي قيود على إعادة تصدير الأرباح، أو رأس المال؛
- التشريعات الضريبية المواتية؛
- مزايا المناطق الحرة ، والمناطق الاقتصادية المتخصصة في الدولة؛
- الكلفة المنافسة للعمالة.

ترتبط دولة الإمارات بعلاقات وثيقة الصلة مع جمعيات ورابطات تجارية وذلك لدعم مركزها الذي يتبنى اقتصاد حر ومفتوح، ولاعب في التجارة الدولية والتنافسية.

خامساً: إنفاق حكومي مستمر

يتواصل الإنفاق الحكومي على مشروعات البنية التحتية في مختلف أرجاء البلاد، وتشمل شبكات الطرق، والأنفاق، والمباني الاتحادية، ومشروع القطر الاتحادية ، والمبادرات الاتحادية الأخرى في إمارات عجمان، وأم القيوين، ورأس الخيمة، والفجيرة والتي صُممت لضمان تمتع تلك الإمارات بالمزايا ذاتها المتوفرة في إمارتي أبوظبي ودبي.

سادسا: استراتيجيات اقتصادية للتنويع الاقتصادي

تتبنى دولة الإمارات استراتيجيات اقتصادية مُحفزة على التنويع الاقتصادي، والتي حققت نجاحاً في زيادة مساهمة القطاعات غير النفطية في الاقتصاد الوطني مثل قطاعات: الصناعات التحويلية، والطيران، والسياحة، والمصارف، والتجارة والعقارات، والخدمات، والطاقة البديلة.

حيث بلغ إسهام الصناعات النفطية سنة 2015 حوالي 30 بالمئة من إجمالي الناتج المحلي مقارنة بـ 79 بالمئة عام 1980، وتسير حكومة دولة الإمارات في خطوات ثابتة لزيادة مساهمة هذه القطاعات في الاقتصاد الوطني لتصل إلى 80% في العام 2021.

سابعاً: المناطق الحرة

يوجد في دولة الإمارات العديد من المناطق الحرة والمناطق الاقتصادية المتخصصة، التي تطرح حوافز ومزايا اقتصادية عدة مثل:

- الإعفاء الضريبي للشركات ورسوم الاستيراد والتصدير؛
- تملك كامل للأجنبي دون الحاجة لكفيل مواطن؛
- استعادة 100% للأرباح.

يوجد في دولة الإمارات حوالي 35 منطقة حرة. ووفقاً لتقرير في موقع جريدة جلف نيوز الإنجليزية في دولة الإمارات، كان إسهام المناطق الحرة بمعدل 33 بالمئة من التجارة الغير نفطية لدولة الإمارات عام 2014.

ثامناً: الأصول والموجودات الاقتصادية

بلغ إجمالي أصول البنك المركزي لدولة الإمارات (332.7 بليون درهم إماراتي) في ماي 2015، مقارنة بـ (322.4 بليون درهم إماراتي) في ماي 2014، أي بزيادة قدرها 3,2%، وهو ما يشير إلى اعتماد السياسة المالية التوسعية، ارتفع إجمالي أصول البنوك في دولة الإمارات بنسبة 3,3% في الربع الأول من عام 2015، ليصل إلى 2.380 بليون درهم، مقارنة بانخفاض نسبته 0.3% في إجمالي الأصول في الربع الأخير من عام 2014، كما نما الائتمان الإجمالي بنسبة أكثر من 2.3% في الربع الأول من 2015، مقارنة بانخفاض نسبته 0.3% في الائتمان في الربع الأخير من عام 2014.

تاسعا: المركز التنافسي لدولة الإمارات

حصلت دولة الإمارات على المركز الأول إقليمياً للعام الثالث على التوالي في التنافسية العالمية بالمقارنة مع دول المنطقة، كما صنّفت في المركز الثاني عشر عالمياً. وحافظت الدولة على المرتبة الأولى عالمياً، في مؤشر السياسات المالية العامة، وجودة البنية التحتية، والنقل الجوي الذي يأتي ضمن المحاور الفرعية للتنافسية، والذي يعبر عن استثمارات الدولة الضخمة والمستمرة لتطوير المطارات، وأساطيل الناقلات الجوية الوطنية، وقطاع السفر ككل.

عاشرا: مركز الدولة اقتصادياً بحسب تقرير البنك الدولي 2016

وفقاً لتقرير البنك الدولي 2016 الذي كتبت عنه وكالة أنباء الإمارات ، والذي يقيس أداء 189 دولة في تسهيل ممارسة الأعمال للمستثمرين، تبوّأت دولة الإمارات المركز الأول عربياً للعام الثالث على التوالي في ذلك المحور، كما حصلت على المرتبة الأولى إقليمياً، في كل من محاور استخراج تراخيص البناء وتوصيل الكهرباء، وحماية صغار المستثمرين، وتسجيل الممتلكات، وعدم تأثير دفع الضرائب على الأعمال وإنفاذ العقود، حيث تبوّأت دولة الإمارات هذا المركز من خلال:

- **السياسات الاقتصادية المحفزة:** وضعت دولة الإمارات العربية المتحدة عدة استراتيجيات ترمي إلى تعزيز التنمية الاقتصادية والاجتماعية للدولة، وتنويع مواردها الاقتصادية، وبناء اقتصاد تنافسي يستند على العلم والمعرفة، ويأتي ذلك ضمن توجهات الدولة بالابتعاد عن الاعتماد على النفط والتركيز على موارد أخرى لتنمية مستدامة.
- **إستراتيجية الإمارات للتنمية الخضراء:** تبنت دولة الإمارات هذه الإستراتيجية منذ عام 2012 حيث يعتبر الاقتصاد الأخضر مساراً من مسارات التنمية المستدامة من خلال تعزيز التنافسية الاقتصادية، وخلق فرص عمل، وجذب الاستثمارات، وكفاءة استخدام الموارد الطبيعية والاقتصادية، وتعزيز الأمن الوطني في مجال الطاقة والمياه.
- **إستراتيجية الإمارات ما بعد النفط-2016**

عقدت ندوة الإمارات ما بعد النفط على مدار يومي 30 و 31 يناير 2016 في فندق ومنتجع باب الشمس في دبي بحضور ممثلي الحكومة الاتحادية والحكومات المحلية، هدفت الندوة إلى مناقشة الأفكار والمبادرات التي من شأنها تنويع الاقتصاد الوطني ، وتحقيق توازن بين قطاعاته بما يضمن استدامته للأجيال القادمة.

وتناولت جلسات الندوة، الوضع الراهن لاقتصاد دولة الإمارات، وفرص تطوير القطاعات الحيوية غير النفطية في الدولة، وتعزيز كفاءتها، كما تم رصد أهم السيناريوهات التي يمكن أن تتبناها الحكومة لإحداث نقلة نوعية وتغييرات إيجابية في عدد من القطاعات الحيوية، وذلك بالتركيز على تطوير هذه القطاعات، ودعم الكوادر الإماراتية لقيادتها.

المبحث الثاني: السوق المالي الإماراتي

تم إنشاء سوق للأوراق المالية في دولة الإمارات وفقاً لقانون هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع رقم (04) لسنة 2000، لتنمية الاستثمارات المحلية وخلق فرص استثمارية متنوعة من خلال توفير السيولة النقدية اللازمة لذلك، كما تم افتتاح سوق دبي للأوراق المالية في شهر مارس 2000، تلاه افتتاح سوق أبوظبي للأوراق المالية في شهر نوفمبر 2000 وتم ربط السوقين إلكترونياً في شهر أوت 2001.

المطلب الأول: الإطار العام للسوق المالي الإماراتي

يعود التعامل بالأوراق المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة إلى أوائل الستينات من القرن الماضي، حيث بدأ تأسيس عدّة شركات مساهمة عامة في الدولة، وتبعاً لذلك ظهرت سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية من خلال مكاتب الوساطة والتي كانت غير متخصصة أو مرخصة، حيث ظل العديد من المستثمرين المحليين والأجانب يتقنون إنشاء سوق مالية رسمية، حيث كان مقرراً تدشينها في بداية الثمانينات، غير أن أزمة سوق المناخ في الكويت والتي تكبدت الكويت خلالها خسائر بلغت حوالي 20 مليار دولار أبادت المشروع في مهده، واستمرت سوق الأسهم المحلية تعمل بدون قوانين وتسير بطريقة الاتصالات الهاتفية بين الوسطاء، الأمر الذي جعلها عرضة للتذبذب باستمرار، كما طرح مشروع البورصة بقوة مرة ثانية في التسعينات، غير أن السلطات ظلت مترددة في اتخاذ الخطوة تحت تأثير الخوف من تكرار أزمة سوق المناخ الكويتية، والتداعيات السلبية للحرب الخليجية الثانية .

الفرع الأول: النشأة¹

كانت الفترة من السبعينات وحتى عام 1982 مرحلة تأسيس العديد من البنوك والشركات المساهمة، وقد كان ذلك قبل إصدار قانون الشركات، حيث تزامنت تلك الفترة مع حركة النشاط الاقتصادي مؤكدة أن دولة الإمارات مرّت بمراحل تنموية مختلفة منذ بداية النشأة وكان لكل مرحلة من هذه المراحل سماتها التي تميزها عن الأخرى وفقاً للحاجات المطلوبة، حيث تعد سنة 1988 نقطة بداية مرحلة جديدة ترافقت مع عودة الانتعاش إلى النشاط الاقتصادي في الدولة، والذي شمل معظم القطاعات الاقتصادية، حيث انتعشت عمليات التداول في الأسهم كإحدى القنوات الاستثمارية المفضلة، وبدأت مفاهيم عديدة تتغير لمصلحة التداول وبرزت شريحة من تجار الأسهم نشطوا في السوق للاستفادة من فروقات الأسعار لتحقيق أرباح كبيرة، ومع بداية عام 1995 بدأت مرحلة من الانتعاش

¹ للاطلاع راجع : - حاجي موسى منصور، مقال منشور على الموقع: <http://www.gulfbase.com> ، ص: 89-90.

- الموقع الرسمي للسوق المالي الإماراتي: <http://esm.sca.ae/Arabic/Emiratesindex/pages/about.aspx>

الحقيقي توافقت مع تأسيس عدد من الشركات المساهمة بعد انقطاع دام لأكثر من عشر سنوات، ونتيجة لذلك ارتفع عدد المساهمين بشكل كبير، حيث انتعش سوق الأسهم وشمل كافة القنوات الاستثمارية المحلية، وأصبح مقصد كبار وصغار المتعاملين مستثمرين أو مضاربين، وزاد من انتعاشه النتائج المالية الكبيرة والتوزيعات المجزية على المساهمين من قبل الشركات المساهمة، حيث وصلت أرباح بعض البنوك والشركات إلى نسب مذهلة قاربت رأس المال الأساسي، إذ وصلت القيمة السوقية للأسهم المتداولة والتي كان عددها 44 سهماً إلى 235 مليار درهم، ليحقق معها المستثمرون أرباحاً طائلة معظمها دفترية وبعضها فعلية للأسهم التي تم تسيلها قبل نهاية 1998 أو بأسعار أعلى من سعر الشراء بعد ذلك.

ونتيجة وصول الأسعار إلى مستويات كبيرة وإدراك المتعاملين بأن هذه الأسعار مبالغ فيها جداً، بدأت منذ الأول من أكتوبر موجة بيع محمومة من أجل تحقيق أرباح فعلية، حيث بدأت مرحلة جديدة لتهوي الأسعار إلى مستويات متدنية؛ نتيجة العرض الكبير واختفاء الطلبات وقد أدى ذلك إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم المتداولة بنهاية 1998 إلى 124 مليار درهم، وبذلك حلت أزمة سوق الأسهم في صيف عام 1998 والتي كبدت صغار المستثمرين خسائر باهظة تقدر بأكثر من 4 مليارات درهم، هي جملة القروض التي اقترضوها من البنوك للاستثمار في الأسهم، حيث أغرقتهم الارتفاعات غير المبررة والتي قفزت بقيمة العديد من أسهم الشركات إلى أكثر من 18 ضعف القيمة الاسمية.

وفي نهاية 1999 تم تنشيط تداول أسهم سبع شركات مؤسسة سابقاً، وتأسيس 13 شركة جديدة منها بنك واحد وثلاث شركات في كل من قطاع التأمين والخدمات والصناعة والاستثمار، وارتفع عدد مكاتب الوساطة المتخصصة من 3 مكاتب إلى 50 مكتبا، إلا أن القيمة السوقية للأسهم المتداولة مازالت في انخفاض كبير وصل إلى 102 مليار درهم بنسبة 65,5% خلال 15 شهراً مع الإشارة إلى أن معظم الخسائر كانت قبل نهاية 1998 وأدى ذلك إلى فقدان الثقة بالسوق، مما زاد من صعوبة انتعاشه مجدداً.

وفي سنة 2000 أصدرت الإمارات العربية المتحدة القانون الاتحادي رقم 4 والقاضي بإنشاء هيئة سوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، وشرعت الهيئة فور إصدار القانون في وضع هيكلها الإدارية والفنية والأخذ بزمام المبادرة فيما يتعلق بإنشاء سوق الإمارات للأوراق المالية، و تم بعد ذلك تأسيس سوق دبي المالي وسوق أبو ظبي للأوراق المالية خلال نفس العام .

تتكون سوق المال في الإمارات من سوق دبي المالية وسوق أبو ظبي للأوراق المالية ويندرج السوقان تحت رقابة هيئة الأوراق المالية والسلع والتي تعتبر المشرع الرئيسي لأنظمة عمل الأسواق في الدولة.

الفرع الثاني: مكونات السوق المالي الإماراتي

يتكون السوق المالي الإماراتي من¹

أولاً: سوق أبوظبي للأوراق المالية(ADX)

تأسس سوق أبوظبي للأوراق المالية عام 2000 في إمارة أبوظبي، بهدف إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية، وتنمية الوعي الاستثماري بما يكفل توجيه المدخرات إلى القطاعات المنتجة، والمساهمة في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي، ويتعامل السوق بصناديق الاستثمار، والأسهم العادية، والسندات.

ثانياً: سوق دبي المالي(DFM)

سوق دبي المالي هو شركة مساهمة عامة تأسس في عام 2000، وهو يعتبر أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط، كما أنه أول سوق مالي في العالم متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها. تتعامل البورصة بالأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة، والسندات، والصكوك الإسلامية، وصناديق الاستثمار المشترك.

ثالثاً: مركز دبي المالي العالمي(DIFC)

تأسس مركز دبي المالي بهدف تعزيز مكانة دبي كمركز مالي عالمي رائد، وتنمية اقتصاد الإمارة، يضم مركز دبي المالي أكثر من 800 شركة بما فيها 18 من أكبر 25 مصرفاً عالمياً، وشركات إدارة الأصول، وشركات تأمين، وشركات استشارات مالية وقانونية.

رابعاً: مركز دبي للسلع المتعددة(DMCC)

باشر مركز دبي للسلع المتعددة عملياته عام 2002 كجزء من المنطقة الحرة في أبراج بحيرة الجميرة، وبمبادرة من حكومة دبي، وذلك بهدف توفير البنية المالية و التحتية المناسبة لإنشاء سوق لتداول السلع في الإمارة. يتم تداول أربع مجموعات للسلع في السوق وهي: الذهب، الألماس، اللؤلؤ، والشاي.

خامساً: بورصة دبي للؤلؤ(DPE)

تأسست بمبادرة من مركز دبي للسلع المتعددة، وذلك لدعم تجارة اللؤلؤ الطبيعي، والمصنع على مستوى العالم.

¹ البوابة الرسمية لحكومة الإمارات العربية المتحدة، قسم الأسواق المالية، متوفر على الموقع: <https://www.government.ae/ar-AE/information-and-services/finance-and-investment/financial-markets>

تستضيف البورصة عدداً من الفعاليات منها، منتدى اللؤلؤ العالمي، مزاد دبي للؤلؤ، ومبادرة جواهر اللؤلؤ لتصميم المجوهرات اللؤلؤية.

سادسا: بورصة دبي للألماس (DDE)

تعد بورصة دبي للألماس واحدة من أهم ثلاث بورصات عالمياً لتجارة الأحجار الكريمة، وهي الوحيدة على مستوى منطقة الشرق الأوسط المرتبطة بالاتحاد العالمي لبورصات الألماس، توجد البورصة في مبنى برج الألماس في إمارة دبي، وهي مقر لمكاتب أكثر من 600 شركة إقليمية، ودولية تتعامل بالأحجار الكريمة.

تضم البورصة سوق ومنصة فريدة من نوعها في المنطقة لتجارة وتداول الألماس، والأحجار الكريمة.

سابعا: بورصة دبي للذهب والسلع (DGCX)

تأسست بورصة دبي للذهب والسلع عام 2005 وهي اليوم البورصة الرائدة في مجال تداول المشتقات السلعية في منطقة الشرق الأوسط، وتعمل هذه البورصة من خلال منصة إلكترونية لتداول العملات والمشتقات بقاعدة تحوي 267 عضواً من مختلف أنحاء العالم ، ويتيح موقع دبي الاستراتيجي بين الشرق الأقصى وأوروبا في جذب المستثمرين الدوليين، و يسمح للبورصة بتقديم ساعات تداول موسعة للتجار العالميين، ودمج التجارة الإقليمية والدولية، وتتعامل البورصة بالمعادن، والعملات، والنفط، والغاز، والأسهم.

ثامنا: بورصة دبي للطاقة (DME)

تأسست بورصة دبي للطاقة عام 2007 بهدف توفير سعر استكشافي عادل وشفاف، وإدارة فعالة للمخاطر في منطقة شرق السويس. تعد العقود المستقبلية الخاصة بنفط عُمان الخام واحدة من العقود الرئيسية في البورصة، وهي بذلك توفر المقارنة الأكثر شفافيةً وقبولاً فيما يتعلق بالنفط الخام في المنطقة حيث تقع البورصة في مركز دبي المالي العالمي ، وتخضع لأنظمة سلطة الخدمات المالية في دبي، كما تتعامل البورصة بعقود الطاقة الآجلة والسلع.

تاسعا: ناسداك دبي

تمثل ناسداك دبي منصة للتبادل المالي العالمي في منطقة الشرق الأوسط، فهي مكان لالتقاء رؤوس الأموال الإقليمية والعالمية، مما يجعلها مكاناً متميزاً لكل من الشركات التي تبحث عن تمويل، والمستثمرين الذين يودون توظيف أموالهم.

يمكن للمتعاملين من أنحاء العالم كافة التداول في ناسداك دبي مما يعطي الشركات المدرجة بها ميزة الانتشار عالمياً.

تتعامل ناسداك دبي بالأسهم، والصكوك، والسندات، والصناديق المتداولة في البورصة، والمشتقات والسلع، وصناديق الاستثمار العقاري.

ويوجد مقر ناسداك دبي في مركز دبي المالي العالمي (DIFC)، وتخضع لسلطة دبي للخدمات المالية، ويجوز سوق دبي المالي على ثلثي أسهم ناسداك دبي، بينما تحوز بورصة دبي على ثلث الأسهم.

الفرع الثالث: إدارة السوق المالية الإماراتية

تقوم إدارة السوق على ثلاث أجهزة وهي:

أولاً: هيئة الأوراق المالية والسلع

تأسست الهيئة بموجب القانون الاتحادي رقم (4) لسنة 2000 وتلحق بوزير الاقتصاد و مقرها الرئيسي في إمارة أبوظبي وللهيئة أن تنشئ فروعاً أو مكاتب تابعة لها لمباشرة مهام الإشراف والرقابة على الأسواق، تتمتع الهيئة بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وتتمتع بكافة الصلاحيات الرقابية و الإشرافية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامها وفقاً لأحكام القانون والأنظمة الصادرة تنفيذاً له.

ثانياً: سوق دبي المالي

تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة لديها الشخصية الاعتبارية المستقلة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14 لعام 2000 .

وتعمل سوق دبي المالي كسوق ثانوي للتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة والسندات الصادرة عن الحكومة الاتحادية أو أية حكومات محلية والمؤسسات العامة في الدولة ووحدات صناديق الاستثمار وأية أدوات مالية أخرى سواء كانت محلية أو أجنبية والتي تكون معتمدة لدى سوق دبي المالي. وبدا سوق دبي المالي مزاولاً نشاطه بتاريخ 26 مارس 2000 .

وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي كشركة مساهمة عامة في الإمارات العربية المتحدة برأسمال وقدره ثمانية مليارات درهم (8 مليارات درهم) وتم طرح نسبة عشرون بالمائة (20%) من رأس مال السوق أي ما يعادل 1.6 مليار درهم للاكتتاب العام. لقد شهد الاكتتاب العام إقبلاً كبيراً ومتميزاً فاق كل التوقعات حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهم .

وتم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق بتاريخ 7 مارس 2007 برمز تداول (DFM). ويعتبر سوق دبي المالي هو أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط وبهذا تكون حكومة دبي رائدة في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في المنطقة. كما يعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي متوافق مع

الشريعة الإسلامية وأحكامها في العالم وهو ما يعبر عن الرؤية الطموحة لسمو الشيخ محمد بن راشد آل مكتوم نائب رئيس الدولة رئيس الحكومة حاكم دبي.

ثالثاً: سوق أبوظبي للأوراق المالية

تم تأسيس سوق أبو ظبي للأوراق المالية بموجب القانون المحلي رقم (3) لسنة 2000، وبموجب هذا القانون فإن السوق يتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامه، وله ينشئ مراكز وفروع له خارج إمارة أبو ظبي، وقد تم افتتاح السوق بتاريخ 2000/11/15 . ويهدف السوق إلى إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني ويكفل سلامة المعاملات ودقتها ويضمن تفاعل قوى العرض والطلب لتحديد الأسعار وحماية المستثمرين وترسيخ أسس التعامل السليم والعاقل و إحكام الرقابة على عمليات التداول في الأوراق المالية بما يضمن سلامة التصرفات والإجراءات ، وتنمية الوعي الاستثماري بما يكفل توجيه المدخرات إلى القطاعات المنتجة ، والمساهمة في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي .

وتتألف إدارة السوق من سبعة أعضاء يصدر بتعيينهم مرسوم أميري وتكون عضوية المجلس لمدة ثلاث سنوات ، وقد تم تشكيل أول مجلس إدارة للسوق بموجب المرسوم الأميري رقم (8) لسنة 2000.

الفرع الرابع: شروط الإدراج في السوق المالي الإماراتي

يقتصر الإدراج في السوق المالي الإماراتي على الأوراق التالية¹:

- أسهم الشركات المساهمة التي تأسست في الدولة أو التي تتخذ من الدولة مقراً رئيسياً لها؛
- أسهم الشركات التي لا تتمتع بجنسية الدولة والتي يوافق المجلس على إدراجها؛
- سندات وأدوات الدين التي يقرر المجلس إدراجها؛
- أية أوراق مالية أخرى يوافق المجلس على إدراجها؛

أما بالنسبة للشركات المساهمة العامة المؤسسة في الدولة، تكون شروط إدراجها في السوق وفق التصنيف التالي، على أن يقرن اسم الشركة المدرجة بفئة تصنيفها في كافة الأحوال كما يلي:

- **الفئة الأولى:** يشترط لتصنيف الشركة من هذه الفئة مايلي:
- أن تكون الشركة مقيمة لدى وزارة الاقتصاد والتجارة؛

¹ الموقع الرسمي للسوق المالي الإماراتي: <http://esm.sca.ae/Arabic/Emiratesindex/pages/about.aspx>

- أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة مدة لا تقل عن عامين صدرت عنهما ميزانيتان مدققتان من مدقق حسابات مقيد في جدول مدققي الحسابات المشغلين ومخول بتدقيق حسابات الشركة المساهمة؛
 - أن تكون الشركة قد حصلت على موافقة الهيئة بإدراجها؛
 - أن لا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن 25 مليون درهم أو 35% من رأس المال المكتتب فيه أيهما أعلى؛
 - أن تكون حقوق المساهمين بالنسبة لكل فئة من فئات الأسهم التي تصدرها الشركة متساوية؛
 - ألا تقل حقوق المساهمين في الشركة عند تقديم طلب الإدراج عن رأس المال المدفوع؛
 - أن يثبت انعقاد الجمعية العمومية العادية للشركة مرة واحدة على الأقل في السنة؛
 - أن تلتزم الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها في وسائل النشر اليومية وذلك قبل السماح بتداول أسهمها في السوق؛
 - أية شروط أخرى يقرها المجلس من حين لآخر.
- **الفئة الثانية:** تصنف الشركة في هذه الفئة بتوفر الشروط التالية:
- في حال عد توفر شرط أو أكثر من الشروط المقررة في الفئة الأولى؛
 - يتم نقل الشركات من الفئة الثانية إلى الفئة الأولى عندما تتوافر لدى الشركة المنقولة شروط إدراج الفئة المنقولة إليها؛
 - يتم نقل الشركات من الفئة الأولى إلى الفئة الثانية عند الإخلال بشروط إدراج فئتها الحالية، وتوافر شروط إدراج الفئة المنقولة إليها؛
 - يحق للمجلس نقل أية شركة من الفئة الأولى إلى الفئة الثانية في حال امتناع الشركة عن التقييد بأحكام الإفصاح والشفافية المعمول بها، أو إخلال الشركة بتلك الأحكام؛
 - يخضع إدراج الأوراق المالية للشركات الأجنبية والشركات المدرجة في أسواق المناطق الحرة المالية، وإدراج سندات وأدوات الدين الأخرى والسلع وأية أوراق أخرى يوافق المجلس على إدراجها لشروط الإدراج التي يضعها المجلس.

الفرع الخامس : إنجازات السوق المالي الإماراتي سنة 2016

تتمثل إنجازات السوق المالي الإماراتي في:

أولاً: على صعيد الأدوات المالية "الصكوك"

بلغ إجمالي إصدارات الإمارات من الصكوك سنة 2016 ما مقداره 6,752 مليار دولار أي ما يعادل 24,8 مليار درهم، من خلال 11 إصداراً لتحتل الإمارات بذلك المرتبة الثانية عالمياً في إصدار الصكوك بنسبة 16,8% من إجمالي إصدارات الصكوك عالمياً بعد ماليزيا، وبلغ إجمالي إصدارات الصكوك عالمياً حتى سنة 2016

ما يعادل 40,1 مليار دولار أي ما يعادل 147,17 مليار درهم بانخفاض 51% عن سنة 2015، كما شهد إصدار الصكوك في الإمارات خلال سنة 2015 تباطؤاً انتعش بعدها السوق في وقت متأخر من نفس السنة، بعد دخول المملكة العربية السعودية القادمة إلى سوق السندات للمرة الأولى منذ عقود¹.

ثانياً: على صعيد الخدمات

أعلن السوق المالي الإماراتي عن إطلاق أحدث خدماته الاستثمارية، من خلال طرح سوق أبو ظبي للأوراق المالية لخدمة "البيع على المكشوف الفني" والتي تأتي ضمن إستراتيجية السوق الرامية إلى تنويع آليات وأدوات الاستثمار والتحوط، ورفع مستوى السيولة الاستثمارية لاستقطاب شريحة جديدة من المستثمرين المختصين والمتمرسين بالأدوات الاستثمارية الحديثة لأسواق الأوراق المالية.

يعتبر البيع على المكشوف* من أساليب التداول التي تتيح للمستثمر الاستفادة من حالات انخفاض الأسواق دون الحاجة إلى انتظار انتهاء الانخفاض للدخول إلى السوق، أما البيع على المكشوف الفني فيعرف بأنه عملية بيع المستثمر لورقة مالية لا يمتلكها، ولكنه يلتزم بتوفيرها ضمن فترة التسوية المعمول بها (t+2)، وذلك بهدف تحقيق أرباح تنتج عن الاستفادة من فرق السعر حال انخفاض الأسعار وتقوم الهيكلية المعتمدة لهذه الخدمة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية عند إدخال أمر بيع على الأوراق المالية، يليه نظام التداول والمقاصة وذلك من خلال حساب مخصص لعمليات البيع على المكشوف الفني، ليليه قبول أوامر البيع المدخلة من قبل الوسطاء، حتى لو لم تتوفر الأسهم المراد بيعها، شرط إضافة الوسيط لهامش ضمان نقدي لقيمة العملية بنسبة 50%، هذا ويتم إدخال أمر البيع في سجل الأوامر حسب الأولويات المطبقة مع مؤشر يبين أن الأمر هو أمر بيع على المكشوف الفني، وعند إتمام الصفقة يتم إضافة الأسهم إلى المشتري بصفة مستفيد وتفيد سالب في حساب البائع، في الوقت الذي يتوجب على العميل البائع

¹ وائل اللبابيدي، الإمارات الثانية عالمياً في إصدار الصكوك 2016، جريدة البيان الاقتصادي، صفحة أسواق المال، منشور ضمن الموقع: <http://www.albayan.ae> ، تاريخ زيارة الموقع: 2017/12/23.

* تتم عملية البيع على المكشوف من خلال طريقتين:

- **البيع على المكشوف عن طريق وسيط التداول:** في هذه الحالة يقوم وسيط التداول بتوفير الأصول للمستثمر ويقوم بالوساطة في البيع والشراء وفيد العمليات إلى حساب المستثمر ولا يمكن للمستثمر التصرف في المركز إلا من خلال وسيط التداول حيث يكون عليه أن يقدم لوسيط التداول ضمانات ضد الخسارة تتمثل في الهامش الذي يعتبر بمثابة تأمين ضد الخسارة، وفي حال انخفاض قيمة هذا التأمين يكون المستثمر قد وصل إلى ما يعرف بمرحلة المطالبة بالهامش أو إنذار الهامش ويكون على المستثمر الاختيار ما بين إغلاق مركز البيع على المكشوف وقبول الخسارة المحققة التي يتم خصمها من رصيد الهامش الخاص بالمستثمر أو في حال رغبته بالاستمرار في المركز يكون عليه زيادة مبلغ الهامش المتوفر في حساب التداول الخاص به لدى الوسيط.
- **البيع على المكشوف من خلال العقود مقابل الفروقات:** العقود مقابل الفروقات هي عبارة عن عقود يتم تداولها من أجل الاستفادة من الفرق في السعر دون الامتلاك الحقيقي للأصل المتداول وحقوق العقد المتداول كاملة بالإضافة إلى أن العقد مقابل الفروقات، ويتم تسعيره بما يعرف بالسوق الثانوي أو التداول خارج المقصورة وبالتالي يحتوي السعر على كافة المصاريف والتكاليف المرتبطة بالأصل ويتم تعديل السعر بناء على أي إضافات أو خصومات للسهم على سبيل المثال توزيعات الأرباح وغيرها، ويتم تداول العقود مقابل الفروقات أيضاً من خلال الوسيط من خلال ما يعرف بحساب الرافعة المالية حيث يقوم المستثمر بإيداع مبلغ الهامش ويقوم بالتداول بأضعاف المبالغ التي قام باستثمارها حيث تصل في بعض الأحيان إلى 400 ضعف قيمة رأس المال المستثمر. (البيع على المكشوف: <http://www.avatrade.sa.com/education/trading-for-beginners/short-selling>)

تغطية القيد السالب بطرق مختلفة، كما يحق للوسيط إغلاق الصفقة بالشراء "عكس عملية البيع على المكشوف الفني" في حالة انخفاض الهامش، لتتم التسوية في التاريخ المحدد لها عبر تحويل القيمة إلى الوسيط البائع، لتتغير الصفة من مستفيد إلى مالك للعميل المشتري.

وفي إطار سعي السوق المالي الإماراتي لتعزيز بيئته القانونية والاقتصادية والتشريعية المستقرة، عمد سوق أبو ظبي للأوراق المالي إلى تحديد الأوراق المالية القابلة للبيع على المكشوف الفني مثل السيولة، معدل الدوران والأسهم الحرة وغيرها، ومختلف حالات وقف البيع على المكشوف الفني مثل هبوط سعر الورقة إلى مستوى 10%، كما وضع السوق أيضا أطرا واضحة لالتزام الوسيط بالإفصاح عن تداول الأوراق المالية على المكشوف وجزئيات صفقة البيع على المكشوف الفني، بالإضافة إلى أطر الموافقة على وكيل الإقراض والاقتراض والمقاصة¹.

المطلب الثاني: سوق دبي المالي

نجح سوق دبي المالي سريعا في الوصول إلى مكانة رائدة على المستوى الإقليمي وقد عززت الجهود الإستراتيجية المتوالية للسوق عبر نشر أفضل الممارسات العالمية مكانة دبي كمركز للتميز على المستوى الإقليمي ورسخت وضعه الإمارة الرائدة في قطاع أسواق المال، من خلال الحرص على تبني أفضل الممارسات بما يلبي الاحتياجات المتزايدة للمستثمرين المحليين والعالميين، نهدف من خلال هذا المطلب إلى التعريف بسوق دبي المالي.

الفرع الأول: الإطار النظري لسوق دبي المالي

يعمل سوق دبي المالي كسوق ثانوي لتداول الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة والسندات التي تصدرها الحكومة الاتحادية، أو أي من الحكومات المحلية والهيئات والمؤسسات العامة في الدولة، وكذلك الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار المحلية، أو أية أدوات مالية أخرى محلية أو غير محلية يقبلها السوق.

أولا: التعريف بسوق دبي المالي

تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة لديها الشخصية الاعتبارية المستقلة، بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14 لعام 2000، ولقد بدأ مزاوله نشاطه بتاريخ 26 مارس 2000 كسوق ثانوي للتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة والسندات الصادرة عن الحكومة الاتحادية، أو أية حكومات محلية ووحدات صناديق الاستثمار، يتمتع سوق دبي المالي بموقع إستراتيجي وتنظيمات مستقلة وبنية تحتية راسخة، الأمر الذي يوفر للشركات المسجلة فيه قدرة استثنائية على اغتنام الفرص الناتجة عن تنامي الطلب الإقليمي على خدمات المال والأعمال.

¹ رامي سميح، سوق أبو ظبي للأوراق المالية يطلق خدمة البيع على المكشوف الفني، جريدة البيان الاقتصادي، صفحة أسواق المال، مقال منشور ضمن الموقع: <http://www.albayan.ae/economy/local-market/2017-10-17-1.3070663> ، تاريخ زيارة الموقع: 2017/12/25.

وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي كشركة مساهمة عامة في الإمارات العربية المتحدة برأسمال قدره 8 مليارات درهم وتم طرح نسبة 20% من رأس مال السوق، أي ما يعادل 1,6 مليار درهم للاكتتاب العام، حيث شهد الاكتتاب العام إقبالا كبيرا وامتيزا فاق كل التوقعات، حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهم، وتم إدراج سوق دبي المالي في السوق بتاريخ 7 مارس 2007 برمز تداول DFM، ويعتبر سوق دبي المالي هو أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط¹.

ثانيا: فلسفة سوق دبي المال²

تستند فلسفة سوق دبي المالي إلى ثقافة مؤسسية متطورة ومبتكرة تتحدد في ضوء رؤية السوق ورسالته وقيمه الأساسية، وذلك بهدف مواجهة التحديات المتزايدة وتطبيق إستراتيجية النمو، علاوة على مواصلة تطوير خدمات ومنتجات السوق بما يخدم مصلحة المستثمرين، وقد اعتمد مجلس إدارة شركة سوق دبي المالي في عام 2011، رؤية ورسالة تستندان إلى سعيه لتعزيز مكانته الرائدة بين أسواق المال.

ثالثا: المتعاملون المعتمدون في سوق دبي المالي

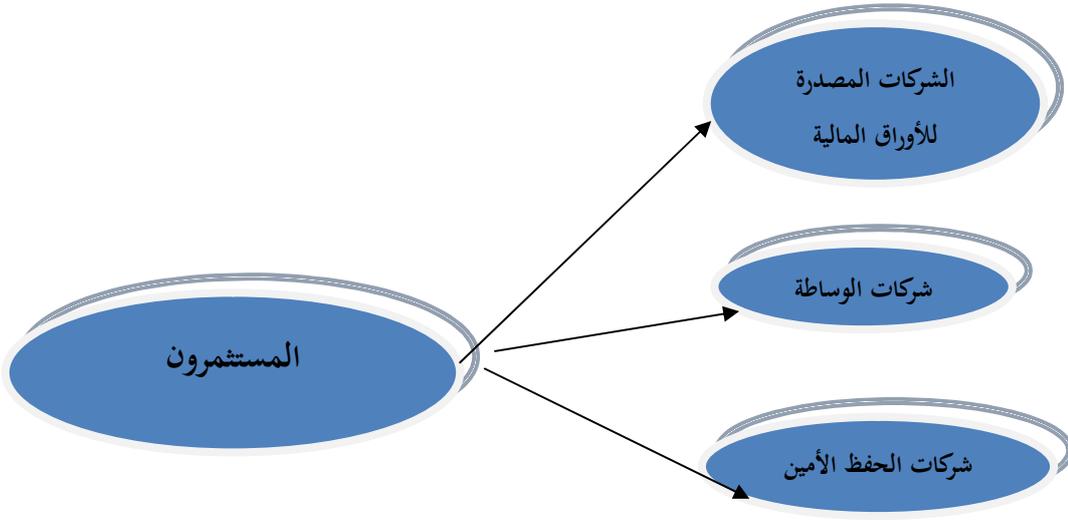
تعد سوق دبي المالي بورصة إقليمية رائدة تطبق أفضل الممارسات العالمية، وتخضع تنظيميا لهيئة الأوراق المالية والسلع في الإمارات العربية المتحدة، حيث يتم اختيار المتعاملين مع السوق وبخاصة شركات الوساطة وشركات الحفظ الأمين المعتمدة وفق معايير صارمة من شأنها حماية حقوق المستثمرين، حيث تشمل قائمة المتعاملين المعتمدين في السوق المستثمرين والشركات المدرجة والوسطاء، ومؤسسات الحفظ الأمين وجميعهم يلعبون دورا رئيسيا ضمن هيكل السوق المالي، يمكن إيضاح المتعاملين في سوق دبي المالي من خلال الشكل التالي³:

¹ الموقع الرسمي لسوق دبي المالي: <http://www.dfm.ae>

² المرجع نفسه.

³ الكتيب التعريفي للمستثمرين، نظرة عامة على سوق دبي المالي، ص ص: 06-09.

الشكل (4-3): المتعاملون المعتمدون في سوق دبي المالي



المصدر: الكتيب التعريفي للمستثمرين، نظرة عامة على سوق دبي المالي، ص: 06.

■ **المستثمرون:** يتوزع الاستثمار في سوق دبي المالي بين الاستثمار طويل الأجل والمضاربات، سواء كان فردا أو مؤسسة، فالمستثمر الذي يشتري أوراقا مالية ويحتفظ بها لمدة طويلة بهدف الحصول على أرباح نقدية أو عينية يسمى مستثمرا طويل الأجل، ويجب على هذا المستثمر الإلمام بالمعلومات الأساسية عن الشركات المدرجة التي يرغب في الاستثمار بها، ومن أهمها الميزانية العمومية وقائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية والنسب المالية الهامة، أما المضاربة فهي عملية شراء وبيع يقوم بها مستثمرون في السوق للاستفادة من فروق الأسعار، وتعتبر المضاربة ضرورية لسوق الأسهم لأنها تعمل على تحقيق التوازن بين العرض والطلب، فعندما تنخفض الأسعار يتدخل المضاربون بالشراء ويؤدي ذلك إلى الحد من استمرار الانخفاض نظرا لزيادة الطلب ويقوم المضاربون بعكس ذلك عندما ترتفع الأسعار حيث يقومون ببيع ما لديهم من أوراق مالية، وتؤدي تلك العملية إلى الحد من ارتفاع الأسعار نتيجة زيادة العرض.

■ **الشركات المصدرة للأوراق المالية:** تعد الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق دبي المالي وناسداك دبي عصب النمو الاقتصادي، وذلك لاضطلاعها بالمشاريع الكبرى التي تعجز عنها قدرات الأفراد العاديين بسبب قدرتها على تجميع رؤوس الأموال الضخمة، فهناك عدة أنواع من الشركات المساهمة كالشركة المساهمة العامة المحدودة والشركة ذات المسؤولية المحدودة وشركة التوصية بالأسهم.

■ **شركات الوساطة:** الوسيط هو شركة مرخصة من قبل هيئة الأوراق المالية والسلع للقيام بأعمال الوساطة في السوق، وعقب تكامل العمليات مع ناسداك دبي في العام 2010، أصبح بمقدور المستثمرين الاعتماد على شركات الوساطة المشتركة لتداول الأوراق المالية في البورصتين باستخدام نفس رقم المستثمر للسوق ويكون المستثمر على علاقة مباشرة مع الوسيط، حيث أنه لا يقوم بالتداول في السوق بنفسه، بل من خلال أحد الوسطاء المعتمدين من قبل سوق دبي المالي الذين يقومون بتنفيذ عمليات التداول "البيع والشراء" بأوامر من

عملائهم، ويتم اعتماد الوسطاء في السوق بموجب أنظمة ولوائح وقواعد سلوك صارمة تم إقرارها لضمان سلامة عمليات التداول وحماية حقوق المستثمرين وضمان أعلى درجات الدقة والشفافية والكفاءة في إدارة عمليات السوق، وإلى جانب تنفيذ أوامر البيع والشراء وفق تعليمات العملاء، يتولى الوسطاء أيضا مهمة تسوية الأموال بين البائعين والمشتريين مع دائرة التقاص والتسوية والإيداع "المقاصة" التابعة للسوق، فالسوق لا يتعامل مع الأفراد المستثمرين مباشرة بل من خلال وسطائهم، وتتم تسوية الأموال بين الوسيط والسوق من خلال حساب تسوية خاص يحتفظ به كل وسيط في بنك التسوية الذي يعينه السوق، وتتم عمليات التسوية بين الوسيط وعملائه حسب الاتفاقيات المبرمة بينهما في هذا الشأن، ويتولى مدير التداول الذي يعينه الوسيط مهمة إدارة عمليات التداول التي تتم عبر شركة الوساطة، كما تعين شركة الوساطة ممثلين معتمدين يتولون إدخال الأوامر في نظام التداول الإلكتروني حسب تعليمات مدير التداول.

تلتزم أنظمة السوق كافة الوسطاء المعتمدين ممن لديهم مكاتب في قاعة التداول بالتحقق من وجود ممثليهم للاستجابة لطلبات المستثمرين في القاعة في كل أوقات التداول.

- **شركات الحفظ الأمين:** تعين غالبية المؤسسات الاستثمارية وبعض المستثمرين الأفراد أحد بنوك الحفظ الأمين لمتابعة وخدمة استثماراتهم في أسواق المال المختلفة، وقد اعتمد سوق دبي المالي عدّة شركات حفظ أمين مرخصة من قبل هيئة الأوراق المالية والسلع، ويمكن توضيح هذه المهام كما يلي:

الجدول (4-4): مهام شركات الحفظ الأمين في سوق دبي المالي

المهام	البيان
الحفظ	أي حفظ الأوراق المالية الخاصة بالعملاء وتنظيم وحفظ السجلات الدقيقة
الإدارة	إدارة حسابات العملاء
التسليم	تسليم الأوراق المالية إلى الوسيط المالي المشتري واستلام الأوراق المالية من الوسيط المالي البائع، وذلك نيابة عن العملاء
الإرسال	إرسال تقارير دورية للعملاء عن محافظ الأوراق المالية والحسابات النقدية الخاصة بهم
الإخطار	إخطار عملائهم بكافة الإجراءات المتخذة من قبل الشركات المساهمة العامة والمتعلقة بالفوائد والأرباح والحقوق العائدة للأوراق المالية الخاصة بهم
القبض	قبض الفوائد والأرباح والحقوق العائدة للأوراق المالية الخاصة بعملائهم
التصويت	التصويت نيابة عن عملائهم في اجتماعات الجمعية العمومية العادية وغير العادية للشركات المساهمة العامة، وذلك حسب اتفاقية الحفظ الأمين الموقعة مع كل عميل

المصدر: الكتيب التعريفي للمستثمرين، نظرة عامة على سوق دبي المالي، ص: 08-09.

يعمل سوق دبي المالي بشكل وثيق مع الوسطاء المعتمدين وشركات الحفظ الأمين لضمان حصول المستثمرين على أرقى الخدمات، وفي إطار التزامه المستمر إزاء المستثمرين، يقوم سوق دبي المالي بجمع مقترحات المستثمرين وآرائهم من أجل تحسين وتطوير الخدمات المقدمة لهم من خلال الاستبيانات السنوية.

رابعاً: الأدوات المتداولة في سوق دبي المالي

يتيح سوق دبي المالي مجموعة واسعة من الأدوات المالية للمستثمرين تضم الأسهم والسندات والصكوك وغيرها من الأدوات المالية، والتي يجري تطويرها بما في ذلك صناديق الاستثمار المتداولة وصناديق الاستثمار المشترك وحقوق الإصدار والأذونات المغطاة، يمكن توضيح الأدوات المتداولة في سوق دبي كما يلي¹:

1- أدوات الملكية: يعد سوق دبي المالي بمثابة سوق ثانوي لتداول الأسهم وغيرها من أدوات الملكية

والأوراق المالية التي تصدرها الشركات المساهمة العامة والهيئات الحكومية وشبه الحكومية، سواء كانت قائمة في دولة الإمارات العربية المتحدة أو في الخارج، حيث تمثل الأسهم المدرجة في سوق دبي المالي مجموعة واسعة من القطاعات الاقتصادية، بما في ذلك الشركات الرائدة في قطاع العقارات والبناء والإنشاءات الهندسية والخدمات المصرفية والنقل والاستثمار والخدمات المالية والتأمين والاتصالات وقطاعات السلع الاستهلاكية وغيرها.

يتعاون سوق دبي المالي عن كثب مع شركات من مختلف القطاعات لتوسيع قاعدة القطاعات، بما يعكس النمو والتنوع الاقتصادي في الإمارات العربية المتحدة ويوفر خياراً أكبر من الأوراق المالية للمستثمرين، وتمثل أدوات الملكية في سوق دبي المالي في:

1-1 **الأسهم:** يمثل كل سهم من الأسهم حصة ملكية في شركة، ويتم قياس أداء الشركة في غالب الأحيان بمقدار الأرباح التي يتحصل عليها المساهمون وسعر سهمها في سوق الأوراق المالية، وعادة ما يشار إلى الأسهم باسم الحصص، وتعد الأسهم العادية أكثر أنواع الأسهم شيوعاً، وتشمل الأنواع الأخرى من الأسهم: الأسهم الممتازة أو أسهم الحقوق، ويمكن لأي شركة إدراج أسهمها في بورصة الأوراق المالية كما يمكن تداول أسهم الشركات المدرجة في البورصة.

2-1 **أسهم الإدراج المزدوج:** هي أسهم الشركة المدرجة والمتداولة في أكثر من بورصة.

3-1 **أدوات مالية أخرى:** يواصل سوق دبي المالي العمل بشكل وثيق مع الهيئة المنظمة للسوق وهي هيئة الأوراق المالية والسلع بهدف تنويع الأدوات المالية المتاحة وتوفير خيار أوسع من فئات الأصول، كفرص استثمارية وذلك من أجل تلبية الاحتياجات المتنامية للمستثمرين، ومن ضمن الأدوات المالية الأخرى التي يعمل سوق دبي المالي على تطويرها نجد؛ صناديق الاستثمار

¹ الموقع الرسمي لسوق دبي المالي: <http://www.dfm.ae>

المتداولة، حقوق الاكتتاب المتداولة والأذونات المغطاة، كما يجري تطوير آليات جديدة من شأنها أن تعزز نشاط التداول في السوق ومنها إقراض واقتراض الأدوات المالية والبيع على المكشوف.

2- أدوات الاقتراض: شهدت أسواق رأس المال في دبي نمواً إيجابياً في إدراجات الصكوك، مما يوفر خيارات أوسع من الاستثمارات للمستثمرين المحليين والإقليميين الدوليين، وذلك في ظل النمو المتزايد عالمياً بسوق الصكوك والسندات على نطاق أوسع، وتتكون أدوات الاقتراض في سوق دبي المالي من:

2-1 الصكوك "السندات الإسلامية": يوفر سوق دبي المالي وناسداك دبي منصة موحدة لإدراج وتداول مجموعة من الصكوك، بما في ذلك الصكوك المدرجة من قبل مصدري الأسهم والهيئات الحكومية والشركات المرتبطة بالحكومة ويتم تداول الصكوك المدرجة في سوق دبي المالي وناسداك دبي في سوق دبي المالي في البورصتين، وتعتمد الصكوك في سوق دبي المالي على تحصيل الأموال من أصحابها واستثمارها في عقود تمويل مناسبة وعقود استثمار، إلا أنه بدلاً من دفع المال مباشرة لطالبي التمويل مقابل سداده في المستقبل يتم إجراء معاملات على الأصول وحقوق المنفعة والحقوق المالية.

2-2 السندات التقليدية: يوفر سوق دبي المالي وناسداك دبي مجموعة متنوعة من السندات بما في ذلك السندات المصدرة من الشركات المساهمة العامة والخاصة، والمصدرة من الجهات الحكومية والمؤسسات، حيث أن السندات المدرجة في سوق دبي المالي وناسداك دبي قابلة للتداول في البورصتين.

3- صناديق الاستثمار المتداولة: تماشياً مع إستراتيجية سوق دبي المالي لتوفير منتجات استثمارية متطورة ومتنوعة أمام جمهور المستثمرين، يوفر سوق دبي المالي إطار تنظيمي ملائم لإدراج وتداول صناديق الاستثمار المتداولة؛ وهي عبارة عن صناديق استثمارية مفتوحة ومدرجة ومتداولة في السوق، وهي تجمع بين ميزات صندوق المؤشر والسهم، حيث تعكس سيولة صناديق الاستثمار المتداولة سيولة سلة الأسهم المتعاقد عليها والتي يتم بناء عليها إنشاء هذه الصناديق، كما تسمح هذه الصناديق للمستثمرين بالاستثمار في الأصول الأساسية لصندوق الاستثمار المتداول بطريقة فعّالة من حيث التكلفة دون الحاجة للاستثمار في الأصول الأساسية مباشرة، فعلى سبيل المثال يمكن لمستثمر أن يستثمر في سلة من الأسهم التي يقوم عليها المؤشر العام لسوق دبي المالي عن طريق شراء صناديق الاستثمار المتداولة الخاصة بالمؤشر العام لسوق دبي المالي بدلاً من شراء الأسهم الخاصة التي يقوم عليها المؤشر العام لسوق دبي المالي، وهذه الطريقة هي الأكثر كفاءة للاستثمار في سلة من الأسهم دون شراء الأسهم الحقيقية بشكل فعلي.

في 29 يونيو 2016 أطلقت شركة أفكار كايبتال أول صندوق متكافئ كلياً في البورصات الأجنبية في دولة الإمارات العربية المتحدة في سوق دبي المالي، وذلك تحت رمز UAE TF حيث يقوم الصندوق بمحاكاة المؤشر الاسترشادي S&P UAE BMI Liquid والذي يضم الأسهم الكبرى من

حيث القيمة السوقية في دولة الإمارات العربية المتحدة وذلك بدون تحميل المستثمرين أية رسوم إضافية للاكتتاب أو تداول وثائق الصندوق في السوق الثانوي.

4- الخدمات الإلكترونية: تمثل الخدمات الإلكترونية حلاً سريعاً يعتمد على شبكة الانترنت طوره سوق دبي المالي، يتيح للمستثمرين وشركات الوساطة المالية ومصدري الأوراق المالية وأمناء الحفظ وبنوك الرهن والموردين إمكانية الوصول الفوري إلى خدمات سوق دبي المالي والتي تشمل مجموعة من الخدمات الإلكترونية المتطورة.

5- إقراض واقتراض الأوراق المالية: إقراض واقتراض الأوراق المالية عبارة عن قرض مؤقت للأوراق المالية من قبل المقرض للمقترض حيث:

- يجوز فيه للمقرض طلب استعادة الأوراق المالية في أي وقت، والذي من شأنه أن يسمح بإرجاع الأسهم ضمن دورة تسوية السوق العادية، وذلك بصرف النظر عن موعد الاستحقاق المتفق عليه.
- يجوز للمقترض إرجاع الأوراق المالية في أي وقت.

تنتقل ملكية الأوراق المالية التي يقرضها المقرض إلى المقترض، مع منح المقترض بعض الحقوق مثل الحق في بيع الأسهم أو إقراضها إلى مقترض آخر وحضور الجمعيات العمومية العادية، كما يكون للمقترض الحق في بعض الفوائد الاقتصادية، منها على سبيل المثال أرباح الأسهم كما أنه من الممكن أن يتضمن اتفاق إقراض واقتراض الأوراق المالية إلزام المقترض بسداد دفعات مالية إلى المقرض مساوية للمبلغ الذي اقترضه، ولا يعد مقرض الأوراق المالية مالكا لها كما لا يكون له الحق في التصويت، إلا أنه يحتفظ بالحق في طلب استرجاع الأوراق المالية من المقترض ويجب عليهم ممارسة هذا الحق عند الرغبة في التصويت.

■ فوائد إقراض واقتراض الأوراق المالية: تتمثل فوائد إقراض واقتراض الأوراق المالية في:

- تعزيز كفاءة السوق والسيولة والحد من تقلبات السوق؛
- يدعم إقراض واقتراض الأوراق المالية تطوير أسواق رأس المال من خلال تسهيل إستراتيجيات الاستثمار المختلفة والاستفادة من العجز لضمان دورات تسوية سلسلة، وتزويد المقرض بالإرجاع التدريجي للقرض إلى الحافظة المالية.

الفرع الثاني: مميزات سوق دبي المالي وأهم إستراتيجياته

يعمل سوق دبي المالي كسوق ثانوي لتداول الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة والسندات التي تصدرها الحكومة الاتحادية، أو أي من الحكومات المحلية والهيئات والمؤسسات العامة في الدولة، وكذلك الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار المحلية، أو أية أدوات مالية أخرى محلية أو غير محلية يقبلها السوق، حيث

يتميز سوق دبي المالي بمجموعة من المميزات ما جعله يتبوأ مكانة جيدة بين الأسواق المالية العربية، كما أنه يعتمد على مجموعة من الإستراتيجيات بين أسواق المال في العالم.

أولاً: مميزات سوق دبي المالي

تتمثل مميزات سوق دبي المالي في¹:

- أول سوق مالي في الإمارات العربية المتحدة:
- أول سوق مالي يطرح للاكتتاب العام: يعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط، الأمر الذي يعكس قيادة حكومة دبي في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في المنطقة.
- أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية: يعد سوق دبي المالي سوقاً متوافقاً مع الشريعة الإسلامية.
- خاضع تنظيمياً لهيئة الأوراق المالية والسلع: يخضع سوق دبي المالي تنظيمياً لهيئة الأوراق المالية والسلع في الإمارات العربية المتحدة، والتي لديها السلطة لفرض قوانين ومعايير يجب تطبيقها من قبل سوق دبي المالي، يتعاون سوق دبي المالي بشكل وثيق مع هيئة الأوراق المالية والسلع لحماية المستثمرين وتوفير أفضل بيئة للتداول عبر مبادرات عديدة مثل التداول بالهامش وآلية التسليم مقابل الدفع DVP.
- أول سوق مالي إقليمي يدمج عملياته: أنجز سوق دبي المالي بنجاح في العام 2010 تكامل العمليات مع ناسداك دبي بهدف إيجاد قوة حيوية في أسواق رأس المال في المنطقة، وقد سهلت تلك العملية وصول المستثمرين الأفراد من المنطقة إلى الأسهم المدرجة في ناسداك دبي عن طريق رقم مستثمر واحد مما يتيح للمستثمرين التداول بسلاسة عبر البورصتين، وبالرغم من ذلك تحافظ البورصتان على العمل تحت مظلتين تنظيميتين مختلفتين، حيث يخضع سوق دبي المالي لهيئة الأوراق المالية والسلع وناسداك دبي لسلطة دبي للخدمات المالية.

ثانياً: إستراتيجية سوق دبي المالي

اعتمد مجلس الإدارة الأهداف الإستراتيجية لسوق دبي المالي بهدف مواصلة التركيز على تنوع مصادر الإيرادات والتطوير المستمر للبنية التحتية عالمية المستوى، بجانب جذب إدراجات جديدة وتطوير الخدمات الرقمية

¹ الكتيب التعريفي للمستثمرين، نظرة عامة على سوق دبي المالي، ص ص: 03-02.

التي تحقق التواصل بين المستثمرين والمتعاملين من جانب والسوق من جانب آخر، وتمثل الرؤية الإستراتيجية لسوق دبي المالي في ¹:

الشكل (4-4): الرؤية الإستراتيجية لسوق دبي المالي



المصدر: التقرير السنوي لسوق دبي المالي لسنة 2015، ص: 12.

نجحت الإستراتيجية التي انتهجتها سوق دبي المالي خلال السنوات السابقة في تقوية الطلب على خدماتها وتوفير المنتجات المالية المتنوعة بهدف تحقيق الإيرادات واستمرار تعزيز قيمة المساهمين في النهاية، وقد توصلت جهود سوق دبي المالي في نفس السياق خلال عدة سنوات، وتمحور أولويات إستراتيجية سوق دبي المالي في:

- الحفاظ على بنية تحتية متميزة للسوق وفق أفضل الممارسات العالمية: في معرض جهود سوق دبي المالي المتواصلة لتوفير بنية تحتية متميزة للسوق بما يتوافق مع أفضل الممارسات العالمية، تمكن السوق بنجاح من إيجاد بنية عالمية المستوى حظيت باعتراف مؤسسات دولية رائدة مثل MSCI وستاند أند بورز وداو جونز، حيث تابع سوق دبي المالي جهوده من خلال تحسينات إضافية بما في ذلك تطبيق الصيغة المطورة من جلسة ما قبل الإغلاق واستحداث جلسة التداول وفق آخر سعر.
- مساندة قوية للشركات الراغبة في التحول إلى مساهمة عامة: واصل سوق دبي المالي جهوده الإستراتيجية الرامية إلى تعزيز قطاع الاكتتابات العامة وجذب إدراجات جديدة إلى السوق وذلك بالاعتماد على صلاته القوية وحواره الدائم مع الشركات المحتمل تحولها إلى مساهمة عامة، حيث يمتلك السوق سجلا زاخرا يضم مجموعة كبيرة من تلك الشركات، ويوفر السوق كافة أشكال المساندة لتلك الشركات، كما وفر لها منصة ELPO المتطورة للاكتتاب الإلكتروني، وأسابع فعاليات الشركات كما

¹ التقرير السنوي لسوق دبي المالي لسنة 2015، ص: 12 - 13.

أصدر دليلاً جديداً لسوق دبي المالي حول الاتصالات المؤسسية للاكتتابات العامة يعتبر الأول من نوعه عالمياً من قبل بورصة إقليمية، وفي ظل تمتعه ببنية تحتية قوية فيما يتعلق بالإدراج خاصة بعد الإصلاحات التشريعية الأخيرة التي وفرها قانون الشركات التجارية في الإمارات، ومع تصاعد جهود السوق الداعمة للشركات الراغبة في التحول إلى مساهمة عامة، فقد نظم سوق دبي المالي العديد من الندوات حول الاكتتابات العامة لإطلاع الشركات على أحدث التطورات الخاصة بهذا القطاع، وقد عززت نتائج هذه الندوات مكانة سوق دبي المالي من حيث الجاهزية التامة لاستقبال عمليات إدراج جديدة.

■ **تحويل سوق دبي المالي إلى بورصة ذكية:** ينفذ سوق دبي المالي منذ أكتوبر 2014 إستراتيجية التحول إلى بورصة ذكية تتيح للمتعاملين تواصلًا سلسًا وفقًا لأوامر السوق في أي وقت وفي أي مكان وقد تحققت هذه الإستراتيجية بإطلاق عدد من الحلول الجديدة الذكية كالوصول الفوري إلى معلومات السوق من خلال تطبيقات الهواتف الذكية وكذلك تطبيقات الواقع المعزز، والتي تدعمها التحسينات الرقمية على المنتجات والخدمات الحالية بما في ذلك الموقع الإلكتروني الجديد الذي يوفر للمستخدمين تجربة تصفح سلسة.

الفرع الثالث: قواعد وأنظمة سوق دبي المالي¹

أولاً: قواعد سوق دبي المالي

يجب على سوق دبي المالي أن يحقق المتطلبات الواردة تفصيلاً ضمن قواعد وأنظمة هيئة الأوراق المالية والسلع كما تقوم إشارات البورصة بنشر التعديلات على قواعد وإرشادات السوق، فالهدف الأساسي لسوق دبي المالي هو توفير بيئة فعّالة وجيدة التنظيم للجهات التي تصدر الأوراق المالية والوسطاء والمستثمرين لزيادة رأس المال والوفاء بمتطلبات الاستثمار ومتطلبات التداول التجاري، كما يجب على جميع الشركات الأعضاء في سوق دبي المالي الالتزام بقواعد هيئة الأوراق المالية والسلع وضمان امتثال أفرادها لهذه القواعد، وتمثل هذه القواعد في:

- **قواعد مصدري الأوراق المالية:** تصدر قواعد المصدرين وفقاً لقوانين الأوراق المالية بهدف تنظيم طريقة عمل الأوراق المالية، والتحكم في العلاقة بين سوق دبي المالي والأوراق المالية المدرجة، ويستكمل هذه القواعد إجراءات خاصة بمصدري الأوراق المالية والملاحظات الإرشادية التي تشكل جزءاً من قواعد هذه الجهات المصدرة، وتعتبر إجراءات المصدرين خاصة بموضوع محدد.
- **قواعد التداول:** يلتزم سوق دبي المالي بالشروط الواردة تفصيلاً في قواعد وأنظمة هيئة الأوراق المالية والسلع، حيث تساعد هذه القواعد والتوجيهات وكذا مراقبة أنشطة التداول وأنشطة السوق على المحافظة على ترتيب

¹ الموقع الرسمي لسوق دبي المالي، <http://www.dfm.ae/ar/regulations/market-rules>

- ونظام السوق، كما تتم الاستفادة من إشعارات البورصة بنشر التعديلات على قواعد وإرشادات السوق، وتندرج قواعد التداول في سوق دبي المالي ضمن:
- قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 2 لسنة 2001 في شأن النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية؛
 - القانون الاتحادي رقم (4) لسنة 2000، في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع؛
 - قانون إتحادي رقم (2) لسنة 2015 بشأن الشركات التجارية.

ثانيا: أنظمة التداول في سوق دبي المالي

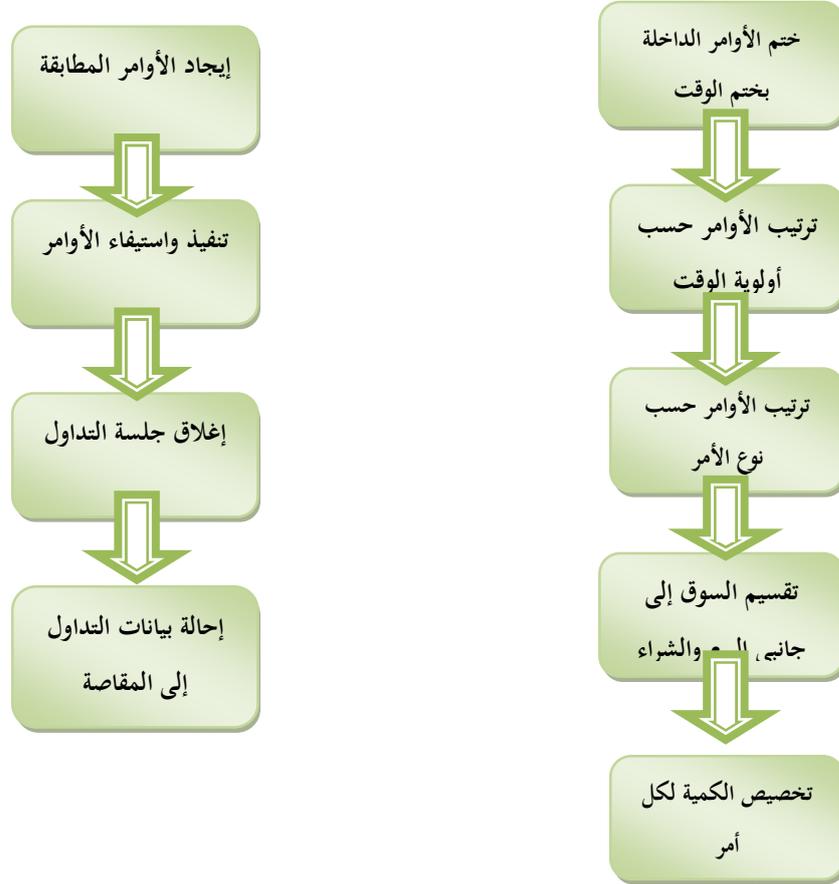
ركزت إستراتيجية سوق دبي المالي منذ تأسيسه في مارس 2000، على الاستثمار في تطوير الأنظمة المعلوماتية، وقد لعبت عمليات التطوير المستمرة دورا رئيسيا في ترسيخ مكانة سوق دبي المالي الرائدة وجعله الوجهة الرئيسية للمستثمرين المحليين والعرب والدوليين على المستوى الإقليمي، وفي ضوء القيم الأساسية المتمثلة في الابتكارات التكنولوجية والشفافية والسرية والكفاءة، حيث يقدم سوق دبي المالي العديد من الخدمات المتطورة لخدمة المستثمرين والمتعاملين على حد سواء، وكان سوق دبي المالي أول سوق مالي في المنطقة يتحول لنظام التداول المتطور "أكستريم" في العام 2009، وهو أحد أفضل أنظمة التداول المستخدمة في الأسواق المالية العالمية، وتمثل الأنظمة المستخدمة لتسهيل عملية التداول في¹:

■ **نظام التداول الإلكتروني:** يعكس التزايد المضطرد في عدد مستخدمي التداول الإلكتروني مع مرور السنوات ضرورة التحول إلى التعاملات الإلكترونية المتطورة كأداة فعالة وموثوقة للمستثمرين والوسطاء، ويحرص سوق دبي المالي دائما على تشجيع المتعاملين للتحويل إلى التداولات الإلكترونية من خلال توفير الدعم التقني اللازم لتشجيع شركات الوساطة على تحسين وتوسع الخدمات المقدمة للمستثمرين، فنظام التداول عبارة عن برنامج تشغيل حاسوبي يتولى معالجة الإجراءات والعمليات التي تشكل مع بعضها البعض عملية التداول، وتتضمن شاشات الأجهزة الطرفية كافة المعلومات والبيانات التي يحتاجها الوسطاء لإدخال الأوامر، وباستطاعة نظام التداول الإلكتروني الارتباط بعدد كبير من الأجهزة الطرفية، وعلى الوسطاء إدخال الأوامر التي ترد إليهم من عملائهم، ويتولى النظام مهمة تنفيذ الأوامر حسب القواعد والأنظمة التي تحكم هذه العمليات، وبحسب ماهو موضح في الرسم التوضيحي أدناه، يتولى النظام معالجة الأوامر وتنفيذها بالكامل دون تدخل يدوي، وتشمل سلسلة العمليات التي ينفذها النظام ختم الأوامر بختم الوقت تمهيدا لترتيب أولوية تنفيذها وتصنيفها حسب أنواعها المختلفة، وتخصيص الكميات لكل أمر ومطابقة الأوامر وغيرها من العمليات التي تؤدي في

¹ الموقع الرسمي لسوق دبي المالي، <http://www.dfm.ae/ar/regulations/market-rules>

النهاية إلى إنجاز كل عملية تداول، وينبغي التذكير أن النظام ينجز هذه العمليات جميعها على نحو فوري؛ بمعنى أن تنفيذ الأمر يتم فور إدخاله إلى النظام، وفي مايلي رسم توضيحي لمحرك التداول في سوق دبي المالي:

الشكل (4-5): محرك التداول في سوق دبي المالي



المصدر: الكتيب التعريفي للمستثمرين، نظرة عامة على سوق دبي المالي، مرجع سابق، ص: 11.

من الجدير بالذكر أن النظام ينجز جميع هذه العمليات بصورة فورية، وبالتالي يتم تنفيذ الأمر فور إدخاله في النظام، وذلك بفضل ارتباط نظامي التداول والمقاصة، كما تتم نقل ملكية الأوراق المالية من البائع إلى المشتري فور إنجاز الصفقة.

■ **نظام رقابة السوق الإلكتروني:** يراقب سوق دبي المالي عمليات التداول بشكل مستمر لحماية المستثمرين للتأكد من التزام جميع المتعاملين بالقوانين والأنظمة والتعليمات، بما يعزز المناخ الاستثماري على النحو الأمثل، ويحقق أعلى مستويات الشفافية، ويعد نظام رقابة التداول Smart المعمول به في السوق أحد أكثر نظم الرقابة تطوراً، حيث يستخدم من جانب العديد من الأسواق المالية العالمية الرائدة، ويتيح هذا النظام اكتشاف أية عمليات تلاعب أو إساءة استغلال للسوق المالي مع إشعار القائمين على رقابة التداول بمثل هذه الحالات بصورة فورية، ونظام رقابة التداول عبارة عن منصة تقنية متكاملة لرقابة التداول تعتمد على

تلقي البيانات من نظام التداول ومعالجتها بصورة فورية، واكتشاف أية حالات محل اشتباه وإشعار المستخدمين بذلك في الحال، ويقوم النظام باكتشاف وتحليل أية حالات تلاعب أو إساءة استغلال في التداول إضافة إلى تقديم معلومات تحليلية مفصلة عن أنشطة التداول.

■ **نظام التقاص والتسوية والإيداع "المقاصة":** المقاصة هي بمثابة المرحلة الأخيرة في عملية إنجاز التداول، أي أنها تلي عملية تنفيذ أوامر العملاء من خلال وسطائهم، ومثل أية عملية بيع وشراء بين طرفين يتعين بعد الاتفاق أن يقدم البائع السلعة للمشتري ليسدد ثمنها له، والسلعة هنا هي الأوراق المالية، وتكتمل عملية تسليم الأوراق المالية بانتقال ملكيتها من البائع إلى المشتري ويتم سداد الأموال "التمن" للبائع كما يتم إنجاز هذه العملية في سوق دبي المالي من خلال نظام المقاصة الإلكتروني والذي يرتبط بشكل متكامل مع نظام التداول، وبمجرد إدخال أمر البيع يتحقق نظام المقاصة الإلكتروني من ملكية البائع للأوراق المالية المراد بيعها وفي حالة عدم تملكه لها يلغي الأمر ولا يضاف لنظام التداول مما يمنع التلاعب في إدخال أكثر من أمر بيع على نفس الملكية، ويتيح الترابط الوثيق بين نظامي التداول والمقاصة إمكانية إنجاز عمليات التداول والتحصيل بصورة فورية وبدقة متكاملة.

الفرع الرابع: السوق المالية الإسلامية بدبي

تسعى سوق دبي المالي لتصبح منصة جاذبة للأوراق المالية الإسلامية المصدرة على الصعيد المحلي الإقليمي والعالمي، حيث شهدت الصناعة المالية الإسلامية في عام 1975 في دبي إنشاء أول بنك إسلامي خاص، فهاهي تشهد الآن تطوير السوق المالية الإسلامية، وذلك بفضل جهود سوق دبي المالي.

أولاً: التزام السوق المالية الإسلامية بدبي بالضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية

يتضح التزام سوق دبي المالي الإسلامي بالضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية من خلال إنشاء هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، والتي تعد الآلية التنظيمية المسؤولة عن ضبط تعاملات الأوراق المالية الإسلامية، حيث تقوم الهيئة بالمهام التالية¹:

- عرض جميع استثمارات سوق دبي المالي وناسداك دبي على العضو التنفيذي للهيئة، عند الحاجة إلى اتخاذ قرار بشأنها بصفة عاجلة، لأخذ الموافقة المسبقة اللازمة قبل الدخول في الصفقة واعتماد المستندات، وفي الأحوال التي لا تكون فيها الحاجة إلى اتخاذ قرارات غير عاجلة، تدخل في جدول أعمال الاجتماع التالي للهيئة، ويشمل وجوب العرض والاعتماد المسبق في الفترة السابقة بتحديد

¹ جريدة البيان الاقتصادي، عدد أبريل 2013، متوفر على الموقع: <http://www.albayan.ae/economy/islami/dialogues/2013-04-21-1.866539>، تاريخ الاطلاع: 2016/12/10.

- عقود التمويل والاستثمارات القائمة عند التجديد والتمديد، مع تجنب أرباح كل استثمار أو تمويل لا تتم الموافقة عليه من الهيئة أو عضوها التنفيذي، قبل الدخول فيه.
- إعداد تقرير التدقيق الشرعي الربع السنوي على كافة المعاملات "تمويلات واستثمارات وغيرها، مع بيان الإيرادات المحرمة" وتقديمه إلى أمين الهيئة قبل الاجتماع القادم بأسبوعين على الأقل، ويشمل التقرير حسب ما يجب تجنبه من أرباح غير مشروعة وعمولات على تداول أسهم لشركات غير متوافقة مع الشريعة.
- تقوم وحدة الرقابة الشرعية بالحصول على جميع العقود المتصلة باستثمارات السوق، وتقديم تقرير حول شرعيتها إلى الهيئة الشرعية في اجتماعها القادم.
- في حال الاستثمار أو توظيف الأموال من خلال إحدى الشركات أو الصناديق غير المدرجة، تقوم وحدة الرقابة الشرعية بتصنيف تلك الشركات مستعينة بالنظام الأساسي للشركة، ونشرة الإصدار للصندوق والحسابات الختامية، كما تقوم الوحدة أيضا بتقييم العقد المستخدم في الاستثمار أو التوظيف من الناحية الشرعية وتقديم تقييمها للهيئة الشرعية.
- مراجعة جميع الشركات المدرجة وتصنيفها وفقا لمعيار سوق دبي المالي لتملك وتداول الأسهم، والتقييم الشرعي للاستثمار في تلك الشركات بناء على ذلك التصنيف.
- في مجال القوائم المالية، تقوم وحدة الرقابة الشرعية بالحصول على الشروح الخاصة بنود تلك الحسابات، وإعداد تقرير حول الجوانب الشرعية للحسابات وخاصة فيما يتعلق بإعداد تقرير مفصل حول هيكل الرسوم التي تتقاضاها سوق دبي المالي، وتقييمها من الجانب الشرعي، وتوزيع رسوم التداول بين الشركات المتوافقة وغير المتوافقة مع الشريعة، واحتساب نسبة الدخل المحرم للسوق ككل ونصيب كل سهم منها.
- تقوم وحدة الرقابة الشرعية بإعداد تقرير حول الأدوات المالية وقواعد الإدراج والتداول في سوق ناسداك، وتقييمها من الناحية الشرعية وتعرضه في نهاية كل ربع سنة.
- في مجال الاستثمارات وهيكل ومستندات وشروط التمويل؛ عرض جميع عقود التمويل والاستثمار التي تكون كل من سوق دبي المالي وسوق ناسداك دبي طرفا فيها على الهيئة قبل الدخول فيها، وأن توافق الهيئة عليها، وعلى الصفقة عرض هيكل التمويل وشروطه ومستنداته على الهيئة، للموافقة عليها في كل صفقة تقوم بها السوق، حتى لا تتعرض عوائد هذه الاستثمارات للتجنيد والصرف في الخيارات.

وهكذا تتطابق مهام واختصاصات هيئة الفتوى والرقابة الشرعية بسوق دبي المالي مع المهام المتصورة للجهة التنظيمية المسؤولة عن ضبط العمل في السوق المالية الإسلامية، وهو ما يجعلها بمثابة قاعدة ارتكاز لانطلاق سوق دبي المالي صوب تحقيق هدفه بأن يكون منصة لإدراجات وتداولات الأوراق المالية الإسلامية على الصعيد العالمي.

ثانيا: مظاهر تميز السوق المالية الإسلامية عن التقليدية بدبي

لا ينحصر الوجه الإسلامي لسوق دبي المالي على وجود هيئة الفتوى والرقابة الشرعية المسؤولة عن ضبط التعاملات في الأوراق المالية بما يتوافق مع الأحكام الشرعية، وإنما هناك مظاهر أخرى تتوافق مع المظاهر العامة المميزة للسوق المالية الإسلامية عن السوق العادية أو التقليدية وتمثل هذه المظاهر العامة في التالي¹:

- من حيث الأوراق المالية المتداولة في السوق: تتميز السوق المالية الإسلامية عن السوق المالية العادية بوفرة البضاعة وتنوعها، فليست مقصورة على الأسهم والسندات فقط وإنما على أنواع عدة فضلا على أن البضاعة فيها تعبر عن أموال مستمرة في اقتصاد حقيقي وليست بضاعة مقترضة مثل المشتقات والمؤشرات.
- من حيث المتعاملين: إن عمل الشركات العاملة في الأوراق المالية جائز شرعا، وبالتالي يوجد بالسوق الإسلامية السماسرة، الشركات، المحافظ الاستثمارية، شركات الاكتتاب والتغطية والمقاصة وغيرها، وجانب آخر فإن التعامل في السوق المالية الإسلامية ليس مقصورا فقط على المؤسسات المالية والإسلامية، ولكن يتعامل فيها المؤسسات الأخرى التقليدية بل غير المسلمين.
- من حيث أساليب وصور التعامل: إن التعامل في السوق الإسلامية يتم وفقا للأحكام الشرعية وبالتالي يتم الالتزام في إصدار الأوراق المالية والصكوك بالأحكام المنظمة للعقود الشرعية المؤسسة عليها، مثل عقد المراجعة والمشاركة والمضاربة والسلم والاستصناع، كما يتم الالتزام في تداولها بالأحكام والقيم الإسلامية وبصور البيع المقبولة شرعا، وبالتالي فلا يوجد فيها تعامل بالمشتقات حسبما يجري العمل في السوق التقليدية، ولا بالمستقبليات بالصورة التي تتم بل بطريقة بيع السلم، ولا الشراء بالهامش أو البيع على المكشوف وبالجملة، فكل ما ذكرناه من أساليب وصور التعامل التي تجري في الأسواق التقليدية، وأشرنا إلى عدم جوازها شرعا لا يتم التعامل بها، ومع الأخذ في الاعتبار الالتزام بالقيم الإسلامية الخاصة بالصدق والأمانة والغش والتدليس.

ولما كان التعامل في السوق المالية الإسلامية يحتاج إلى معايير للتمييز بين الأدوات المالية التي تتفق مع الشريعة وبين الأدوات الأخرى، فقد تصدت الهيئة الشرعية لسوق دبي المالي، وعملت على وضع المعايير اللازمة التي تحتوي على

¹ البيان الاقتصادي متوفر على الموقع : <http://www.albayan.ae>

الضوابط الشرعية لتملك وتداول الأدوات المالية، وكانت الخطوة الأولى هي البدء بمعيار خاص بالأسهم يضع الضوابط الشرعية لهذه الأداة المالية المهمة.

المطلب الثالث: سوق أبوظبي للأوراق المالية

سيتم إبراز الإطار العام لسوق أبوظبي للأوراق المالية من خلال الطرح التالي:

الفرع الأول: التعريف والنشأة

أسس سوق أبوظبي للأوراق المالية (ADX) بتاريخ 15 نوفمبر 2000 بموجب القانون المحلي رقم (3) لسنة 2000، والذي يجعل أحكامه من السوق كياناً قانونياً يتمتع بالاستقلال المالي والإداري ويمنح السوق السلطة الإشرافية والتنفيذية اللازمة لممارسة وظائفه.

وعلاوةً على ذلك، يملك سوق أبوظبي للأوراق المالية السلطة لإنشاء المراكز والفروع خارج إمارة أبوظبي. ولقد قام السوق حتى الآن بذلك في مدن العين والفجيرة ورأس الخيمة والشارقة ومدينة زايد.

يتألف مجلس إدارة سوق أبوظبي للأوراق المالية من سبعة أعضاء تم تعيينهم بموجب مرسوم أميري. يشغل أعضاء مجلس الإدارة مناصبهم لمدة ثلاث سنوات. وقد تم تشكيل مجلس الإدارة الأول بموجب المرسوم الأميري رقم (8) لسنة 2000.

الفرع الثاني: عناصر سوق أبوظبي للأوراق المالية

يعتبر سوق أبوظبي للأوراق المالية من ناحية المضمون نظاماً ضخماً للتداول الإلكتروني مجهز بأحدث التقنيات التي يتم عبرها إيداع وتسجيل وتداول وتسوية الأوراق المالية. ويعتبر أعضاء السوق المتعاملين مباشرة مع هذا النظام مشغولين له وهم موظفي سوق أبوظبي للأوراق المالية ومستخدمي النظام وهم الوسطاء المعتمدين لإبرام أوامر البيع والشراء المستلمة من المستثمرين. ويتألف السوق من خمسة عناصر رئيسية وهي: مسجلي الشركات المدرجة والوسطاء ونظام التداول ونظام المقاصة وقاعة التداول¹.

أولاً: مسجلي الشركات المدرجة

يعتبر مسجلي شركات إصدار الأوراق المالية العنصر الرئيسي الأول في السوق الذي يقابله المستثمر، والخطوة الأولى التي يتعين على المستثمر القيام بها لغرض التداول في سوق أبوظبي للأوراق المالية هو تقديم شهادة الأوراق المالية إلى الشركة أو المسجل؛ لغرض التحقق من ملكيته والحصول على رقم المستثمر، ويحق للمستثمر بعدها التوجه إلى " قسم الودائع والتسوية والمقاصة" في سوق أبوظبي للأوراق المالية لتقديم شهادة ملكيته.

¹¹ الموقع الرسمي لسوق أبوظبي للأوراق المالية: <https://www.adx.ae/Arabic/Pages/Data/TradingInformation.aspx>

ثانياً: الوسطاء

ينفذ التداول في سوق الأوراق المالية عبر الوسطاء المعتمدين لدى سوق أبوظبي للأوراق المالية حيث يقوموا بتنفيذ عمليات التداول والبيع والشراء طبقاً لأوامر عملائهم، ويصرح للوسطاء المعتمدين فقط بالتداول في سوق أبوظبي للأوراق المالية لضمان مراقبة السوق حيث أن الوسيط المالي مسئول تماماً عن المستثمر وإدارة السوق فيما يتعلق بعملياته، ويتم اعتماد الوسطاء من قبل السوق طبقاً للوائح والقوانين الصارمة وقواعد السلوك الموضوعية بهدف ضمان عمليات تداول سليمة.

ويعد حماية حقوق المستثمرين وضمان أعلى مستويات الدقة والشفافية في إدارة عمليات السوق أمراً إلزامياً، حيث يخضع ممثلي الوسطاء العاملين في قاعة التداول على تدريبات مكثفة لتمكينهم من استخدام الأنظمة والبرامج المستخدمة في سوق أبوظبي للأوراق المالية بكل فاعلية وكفاءة، كما يتعين عليهم اجتياز الاختبارات الفنية لضمان معرفتهم التامة بمواد التدريب، كما يتعهد الوسطاء بالإضافة إلى تنفيذ أوامر البيع والشراء الخاصة بالمستثمرين، بتسوية الأموال بين المشترين والبائعين عبر قسم الودائع والتسوية والمقاصة بالسوق، ولا يتعامل السوق مع المستثمرين الأفراد مباشرة ولكن عبر وسطائهم، وتنفذ تسوية الأموال بين الوسيط والسوق عبر حساب تسوية خاص محتفظ به لدى كل وسيط في " بنك التسوية" المخصص من قبل السوق، كما تنفذ التسويات بين الوسيط وعملائه طبقاً للاتفاقيات المبرمة بينهم في هذا الشأن.

ثالثاً: نظام التداول

إن نظام التداول في سوق أبوظبي للأوراق المالية مجهز بأحدث برمجيات الحواسيب التي تعالج الإجراءات والعمليات التي تشكل معاً تنفيذ عمليات التداول، ويتعهد فنيو السوق بتشغيل وصيانة هذا النظام باستمرار، ويرتبط النظام بأجهزة طرفية يستخدمها الوسطاء للدخول إلى أوامر بيع وشراء الأوراق المالية لغرض إدراج التغييرات في عمليات التداول، حيث تظهر شاشات الأجهزة الطرفية الملحقة جميع المعلومات والبيانات التي يحتاجها الوسطاء لمعالجة الأوامر.

ويمكن ربط نظام التداول الآلي بـ 3000 جهاز طرفي، وما على الوسيط سوى الدخول إلى أوامر العملاء ويقوم النظام بمعالجة الأوامر طبقاً للقوانين واللوائح المنظمة لهذه العمليات، كما يتكفل نظام التداول بمعالجة وتنفيذ الأوامر دون أي تدخل يدوي، وتتضمن سلسلة العمليات المنفذة من قبل النظام ما يلي:

- أوامر الطابع الزمني؛
- ترتيب الأوامر حسب سعرها والأولوية الزمنية؛
- ترتيب الأوامر طبقاً للنوع؛

- تقسيم السوق إلى جانبين بيع وشراء؛
- تخصيص مقدار لكل أمر؛
- العثور على الأوامر المشابهة؛
- تنفيذ وتعبئة الأوامر (التداولات)؛
- إيقاف التداول؛
- تعليق التداول؛
- تحويل بيانات التداول إلى المقاصة.

يعمل النظام على تنفيذ هذه العمليات فوراً، ويتم معالجة الأوامر فوراً بمجرد إدخالها النظام، وبسبب أن النظام مرتبط بنظام المقاصة، فإن ملكية الأوراق المالية يتم تحويلها من البائعين إلى المشترين بمجرد إكمال عملية التداول بنجاح.

رابعاً: مركز الإيداع والمقاصة والتسوية

العنصر الرابع بالسوق هو مركز الإيداع والمقاصة والتسوية، وتعتبر المقاصة آخر مرحلة في عملية التداول، بمعنى أنها تلي تنفيذ أوامر العملاء من قبل الوسطاء، وكأي عملية بيع وشراء أخرى بين طرفين، فإن البائع يقوم بعرض السلعة إلى المشتري بالسعر المتفق عليه.

والسلعة في هذه الحالة هي الأوراق المالية وتحدث عملية تسليم الأوراق المالية في شكل نقل الملكية من البائع إلى المشتري وتدفع الأموال (سعر السهم) إلى البائع، وتنفذ هذه العملية مرة أخرى في سوق أبوظبي للأوراق المالية عبر نظام المقاصة الآلية المرتبط بنظام التداول.

على سبيل المثال: يقوم نظام المقاصة الآلي بالتحقق من ملكية البائع للأوراق المالية بمجرد دخول الأمر في نظام التداول وفي حالة عدم التأكد من الملكية، يلغى الأمر ولا يضاف إلى نظام التداول لتفادي دخول أكثر من أمر واحد لنفس الملكية.

ويعمل الرابط بين النظامين على تسهيل تنفيذ التداولات بسرعة ودقة وتحصيل الأموال، ويقوم نظام المقاصة مثل نظام التداول بتنفيذ سلسلة من الإجراءات اللازمة لإكمال عمليات التداول وهي نقل الملكية وتسوية الأموال (تسليم السلعة واستلام المبالغ) والتحديث المباشر والمستمر لقوائم مساهمي الشركات.

خامساً: قاعة التداول

قاعة التداول في سوق أبوظبي للأوراق المالية هي المكان المخصص لاجتماع المستثمرين مع الوسطاء لتنفيذ عمليات التداول على الأوراق المالية، ويخصص جزء من قاعة التداول للعامّة، ويتضمن هذا القسم شاشات تعرض

تفاصيل التداولات على الأوراق المالية للشركات المسجلة بشكل رموز مخصصة لكل ورقة مالية وأسعار وتداولات منفذة في السوق، كما تحتوي على شاشة تبث الأخبار والفعاليات الهامة الخاصة بالشركات المسجلة ومن المحتمل أن تؤثر على الأسعار لمساعدة المستثمرين اتخاذ القرارات الاستثمارية المطلعة، كما تحتوي القاعة على مكاتب الوسطاء المزودة بأجهزة حواسيب طرفية لتسهيل دخولهم لأوامر البيع والشراء المستلمة من عملائهم، وترتبط الأجهزة الطرفية بمكاتب الوسطاء بنظام التداول الذي يعالج التداولات طبقاً للأوامر المدخلة.

الفرع الثالث: الوظائف الرئيسية للسوق

تمثل الوظائف الرئيسية في سوق أبو ظبي للأوراق المالية في¹:

- إتاحة الفرص لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية لصالح الاقتصاد الوطني
- ضمان سلامة ودقة المعاملات و ضمان التفاعل بين العرض والطلب لأجل تحديد الأسعار
- حماية المستثمرين من خلال تعيين مبادئ تعامل عادلة ومناسبة بين المستثمرين
- فرض ضوابط رقابية صارمة على معاملات الأوراق المالية لأجل ضمان صحة وسلامة الإجراءات
- زيادة الوعي بالاستثمار من خلال إجراء الدراسات (ليس من واجب السوق إصدار التوصيات) لأجل ضمان استثمار المدخرات في قطاعات مثمرة
- ضمان الاستقرار المالي والاقتصادي وتطوير طرق تجارية لتعزيز السيولة واستقرار أسعار الأوراق المالية المطروحة في السوق

الفرع الرابع: الخدمات والمنتجات المدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية²

أولاً: الخدمات

تمثل الخدمات المقدمة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية في:

- **خدمات بيانات السوق:** خدمات بيانات السوق المالية تعنى ببيانات الأسعار والتداولات لكافة الشركات المدرجة في السوق والمتمثلة في الأوراق المالية، المؤشرات، السندات والصكوك والصناديق الاستثمارية، عند الاشتراك في هذه الخدمة يتمكن المستفيدون من قراءة بيانات التداول الدقيقة، كذلك توفر هذه الخدمات آخر أسعار الطلب والشراء ومواعيد آخر صفقة، كما توفر الخدمات البيانات الأخرى التابعة والتي تم

¹ الموقع الرسمي لسوق أبو ظبي للأوراق المالية: <https://www.adx.ae/Arabic/Pages/Data/MarketInformation.aspx>

² المرجع نفسه.

المستخدمين مثل الكمية المتداولة، أحجام الطلب والشراء، حيث توفر سوق أبوظبي للأوراق المالية مجموعة من أنماط الاشتراكات التي توفر احتياجات المستخدمين.

- الربط الإلكتروني وتوفير البيانات: يتم توفير بيانات السوق المالية عن طريق استخدام تقنية Java SDK والربط باستخدام (API) ، كما يتكبد السوق مسؤولية دعم الجهات لاستخدام التكنولوجيا المستخدمة للربط.
- تسوية الصفقات: تقوم إدارة التقاص والتسوية والإيداع بالسوق بتسوية صفقات التداول بالسوق وإجراء التقاص بين الوسطاء، وتتم التسوية النهائية بعد يومين من تاريخ تنفيذ الصفقة T+2 وقد اعتمدت السوق نظام التسليم مقابل الدفع DVP وإمكانية التداول عن طريق الحافظ الأمين Custodian ، وتعتبر مقاصة السوق المرجع الوحيد الذي يمكن من خلاله نقل أسهم الشركات المساهمة العامة وتسويتها سواء كان ذلك عبر التداول أم عبر التحويلات الإرثية والعائلية.

ثانياً: المنتجات "الأوراق المالية المدرجة" بسوق أبو ظبي للأوراق المالية

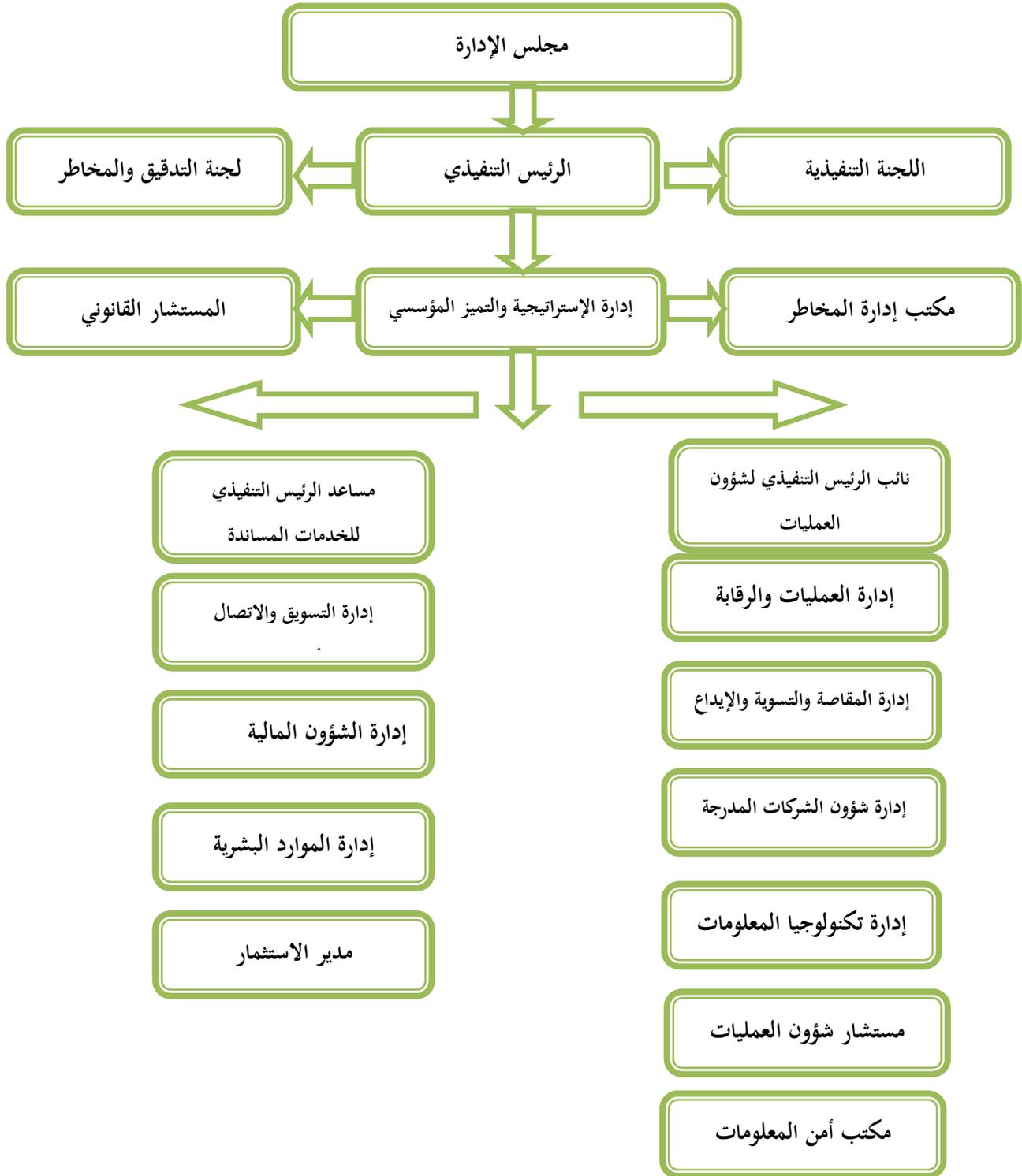
تتمثل الأوراق المالية التي يجري التعامل بها في سوق أبو ظبي للأوراق المالية في:

- أسهم شركات المساهمة العامة وأسهم الشركات المدرجة إدراجاً مشتركاً؛
- أسهم شركات المساهمة الخاصة؛
- أدوات الدين مثل السندات والصكوك وأذونات الخزينة؛
- وحدات الصناديق مثل صناديق الاستثمار وصناديق المؤشرات المتداولة.

الفرع الخامس: الإطار التنظيمي لسوق أبو ظبي للأوراق المالية

يمكن توضيح الهيكل التنظيمي لسوق أبو ظبي للأوراق المالية من خلال الشكل التالي:

الشكل (4-6): الهيكل التنظيمي لسوق أبوظبي للأوراق المالية



المصدر: الموقع الرسمي لسوق أبوظبي للأوراق المالية: <https://www.adx.ae/Arabic/Pages/AboutUs/OrgChart.aspx>

الفرع السادس: الإطار التشريعي لسوق أبو ظبي للأوراق المالية

تخضع سوق أبو ظبي للأوراق المالية إلى ترخيص ورقابة هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة، منذ أن بدأت الهيئة بممارسة أعمالها فقد وضعت باعتبارها تطبيق أحكام القانون الاتحادي رقم (4) لسنة 2000م والعمل على تحقيق الأهداف التي أنشأت من أجلها والتي كان من أهمها حماية المستثمر، وتوفير المناخ الاستثماري الملائم في التعامل في الأوراق المالية، حيث تهدف الهيئة إلى إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية والسلع بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني ويكفل سلامة المعاملات ودقتها ويضمن تفاعل عوامل العرض والطلب بهدف تحديد الأسعار وحماية المستثمرين من خلال ترسيخ أسس التعامل السليم العادل بين مختلف المستثمرين بالإضافة إلى تنمية الوعي الاستثماري عن طريق إجراء الدراسات وتقديم التوصيات والعمل على ضمان الاستقرار المالي و الاقتصادي.

تمتع الهيئة بالشخصية الاعتبارية وبالاستقلال المالي والإداري، وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامها. ويتولى إدارتها مجلس يترأسه وزير الاقتصاد ولها تنظيم وهيكلية إدارية تحت إدارة وإشراف الرئيس التنفيذي للهيئة. تقوم الهيئة بإدارة ثلاثة أسواق مالية محلية في الدولة وهي سوق أبو ظبي للأوراق المالية، وسوق دبي المالي، وبورصة دبي للذهب والسلع.

بالإضافة إلى ذلك فإن الهيئة تقوم بإدارة الوسطاء كوسطاء السلع والوسطاء المرخصين للتداول الإلكتروني والتداول بالهامش و جميع ما يتعلق بهم، وتشرف الهيئة أيضا على مجموعة من الخدمات المالية مثل خدمات الحافظ الأمين والاستشارات المالية والتحليل المالي وصانع السوق وإقراض واقتراض الأوراق المالية.

وفي إطار سعي الهيئة المتواصل إلى تفعيل دورها الرقابي والإشرافي والارتقاء بالجوانب التنظيمية للشركات الخاضعة للرقابة، فقد رأت الهيئة أنه من المناسب توعية هذه الشركات بالمتطلبات الأساسية التي ينص عليها قانون الشركات التجارية رقم 8 / 1984 وتعديلاته والقانون الاتحادي رقم 4 / 2000 واللوائح والقرارات والتعاميم الصادرة تبعاً لذلك¹.

المبحث الثالث: تداعيات الأزمة المالية العالمية على السوق المالي الإماراتي

ألقت الأزمة المالية لسنة 2008 بظلالها على سوق المال الإماراتي، فتعرض كغيره من الأسواق لتداعياتها المختلفة، وبما أن السوق المالي الإماراتي يتمثل في كل من سوق دبي للأوراق المالية وسوق أبو ظبي المالي، لذلك ارتأينا دراسة تداعيات الأزمة على كلا السوقين ، في محاولة منا لرصد آثار الأزمة على السوق التقليدي في ظل عدم التزامه بالضوابط الشرعية، وذلك بهدف إجراء مقارنة بين سوق ماليزيا والسوق الإماراتي خلال نفس الفترة.

¹ الموقع الرسمي لسوق أبو ظبي للأوراق المالية: <https://www.adx.ae/Arabic/Pages/Data/TradingInformation.aspx>

المطلب الأول: أثر الأزمة المالية على سوق أبوظبي للأوراق المالية

لم تنجو السوق المالية الإماراتية من الأزمة المالية العالمية التي هزّت النظام المالي العالمي، بل أن تداعياتها اتضحت من خلال العديد من المؤشرات كعدد الشركات المدرجة ومؤشرات الأداء، وفي ما يلي عرض لأهم تداعيات الأزمة المالية لسنة 2008:

الفرع الأول: أثر الأزمة المالية على عدد الشركات المدرجة

الجدول التالي يمثل تطور عدد الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2016

الجدول (4-5): تطور عدد الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية* خلال الفترة 2006-2016

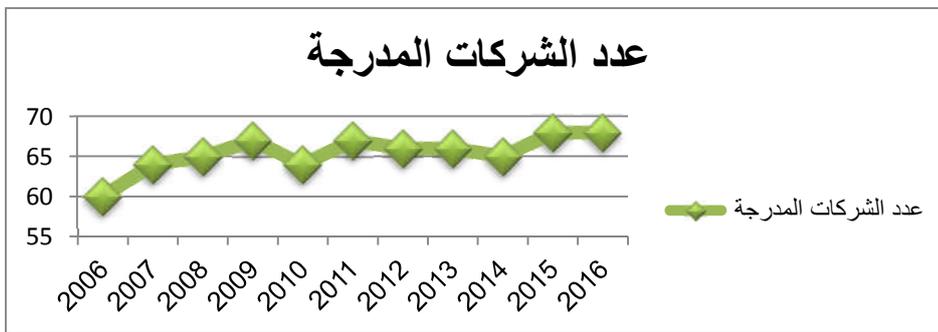
السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
عدد الشركات المدرجة	60	64	65	67	64	67	66	66	65	68	68

* المعطيات الخاصة بهذا الجدول تتعلق بالربع الرابع لسنوات الدراسة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير صندوق النقد العربي، أداء الأسواق المالية العربية، النشرات الفصلية للسنوات 2007-2016

يمكن ترجمة معطيات الجدول (4-5) من خلال الرسم البياني التالي:

الشكل (4-7): تطور عدد الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2016



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول (4-5)

الفصل الرابع.....أثر الأزمة المالية على السوق المالي الإماراتي

التحليل: نلاحظ من خلال الشكل أعلاه ارتفاع مستمر في عدد الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2009. لينتقل من 60 شركة مدرجة سنة 2006 إلى 67 سنة 2009 ثم تنخفض إلى 64 شركة سنة 2010 لتعاود الارتفاع مجدداً بداية من سنة 2011.

الفرع الثاني: أثر الأزمة المالية على مؤشرات أداء سوق أبوظبي للأوراق المالية

لتحديد تداعيات الأزمة المالية لسنة 2008 على سوق أبوظبي للأوراق المالية، تم الاعتماد على ثلاث مؤشرات أساسية تمثل صورة واضحة لنشاط السوق، وتمثل هذه المؤشرات في:

- مؤشر القيمة السوقية Market Capitalization
- مؤشر حجم التداول Trading Volume
- مؤشر معدل دوران السهم Turnover Ratio (%)

الجدول التالي يمثل تطور المؤشرات المالية في سوق أبوظبي للأوراق المالية للفترة (2006-2016):

الجدول (4-6): تطور المؤشرات المالية في سوق أبوظبي للأوراق المالية* للفترة (2006-2016)

السنوات	الرسملة السوقية (مليون دولار)	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	حجم التداول (مليون دولار)	معدل دوران السهم (%)	متوسط التداول اليومي (مليون دولار)
2006	80745	1621,9	1674	2,07	28,38
2007	121128	23659,0	25730	21,24	436,10
2008	68810	5800,7	5252	7,63	93,79
2009	80201	7705,4	4506	5,62	72,68
2010	77081	5205,6	2517	3,27	42,66
2011	71329	2883,7	1141	1,60	18,71
2012	77647	3970,6	1455	1,87	23,85
2013	109645	17044,7	7726	7,05	130,96
2014	113740	10646,8	5713	5,02	92,15
1015	111903	5194,1	4263	3,81	69,89
2016	120947	7841,8	3287	2,72	53,01

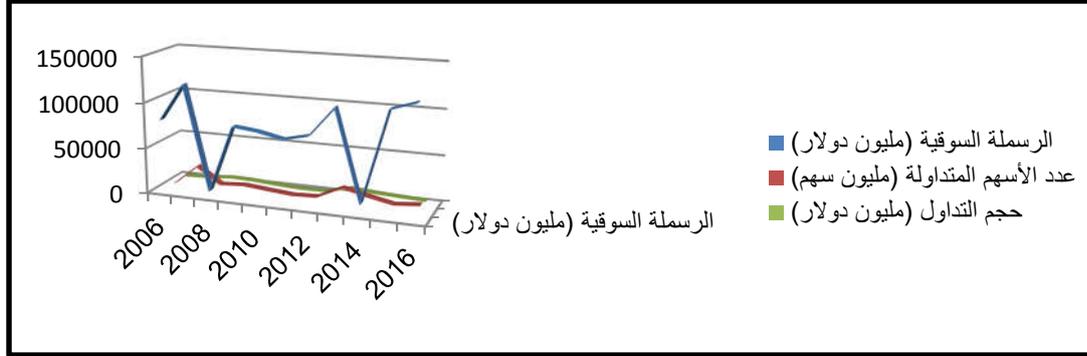
*: المعطيات الخاصة بهذا الجدول تتعلق بالربع الرابع لسنوات الدراسة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير صندوق النقد العربي، أداء الأسواق المالية العربية، النشرات الفصلية للسنوات 2007-2016.

الفصل الرابع.....أثر الأزمة المالية على السوق المالي الإماراتي

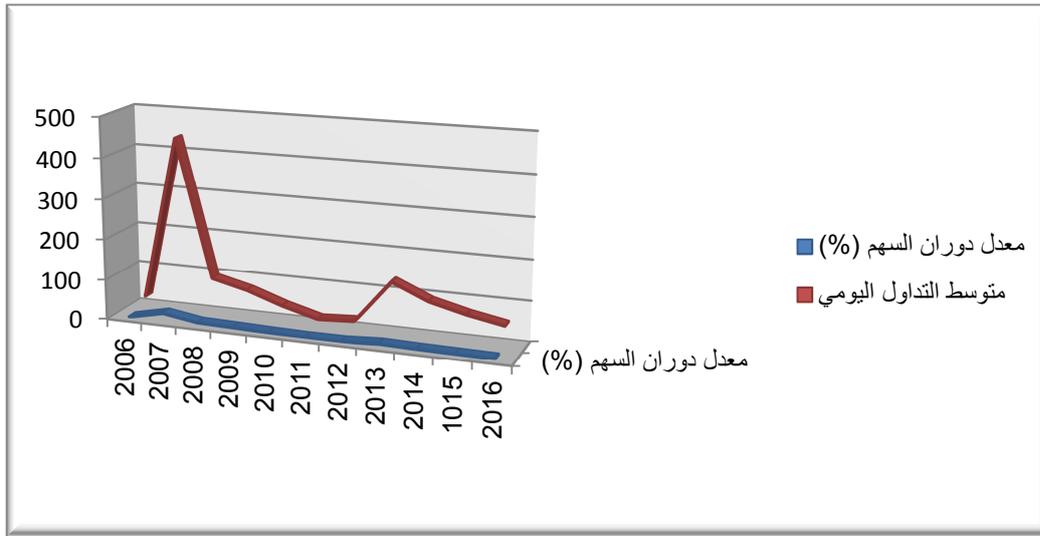
يمكن ترجمة معطيات الجدول (4-6) من خلال الأشكال البيانية التالية:

الشكل (4-8): تطور مؤشرات أداء سوق أبوظبي للأوراق المالية خلال الفترة (2006-2016)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول (4-6)

الشكل (4-9): تطور معدل دوران السهم ومتوسط التداول اليومي بسوق أبوظبي للأوراق المالية خلال الفترة (2006-2016)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول (4-6).

تحليل النتائج: لتحليل تداعيات الأزمة المالية العالمية على سوق أبوظبي للأوراق المالية تم تقسيم فترة الدراسة إلى

ثلاث فترات: قبل الأزمة، أثناء الأزمة وبعدها كما يلي:

أولاً: تحليل أداء سوق أبوظبي للأوراق المالية قبل الأزمة المالية (2006-2007)

- ارتفعت القيمة السوقية لسوق أبوظبي المالي في الربع الرابع من عام 2007 مقارنة مع عام 2006 بنسبة

50% لتبلغ حوالي 121128 مليون دولار بالمقارنة مع 80745 مليون دولار سنة 2006، لتستحوذ

بذلك القيمة السوقية لسوق أبوظبي للأوراق المالية على نسبة 9,1% من إجمالي القيمة السوقية للأسواق المالية العربية.

- وفيما يتعلق بأحجام التداول في السوق؛ فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة خلال الربع الرابع من سنة 2007 إلى 25730 مليون دولار، بعدما حققت 1674 مليون دولار خلال الربع الرابع من سنة 2006، وتبعاً لذلك ارتفع متوسط التداول اليومي من 28,38 مليون دولار إلى 436,10 مليون دولار أواخر العام 2007، كما حقق معدل دوران السهم ارتفاعاً من 20,7% سنة 2006 إلى 21,24% في الربع الرابع من عام 2007.

- يلاحظ أيضاً سنة 2007 ارتفاع عدد الأسهم المتداولة بشكل قياسي بنسبة 360,9% ليبلغ حوالي 23659,0 مليون سهم مقابل 1621,9 مليون سهم تم تداولها خلال الربع الرابع من سنة 2006.

ولعل تطور الاستثمارات يعد العامل الأساسي في النمو الذي حققته سوق أبوظبي للأوراق المالية خلال سنة 2007 حيث تشير التقديرات إلى أن قيمة الاستثمارات قد بلغت نحو 144 مليار درهم خلال العام 2007 أي بزيادة قدرها نحو 19% عن مستوى عام 2006، علماً أن مساهمة القطاع الخاص تمثل نحو 58% من هذه الاستثمارات، ومن العوامل التي ساعدت على تطور سوق أبوظبي خلال سنة 2007 نجد القيمة السوقية للسيولة التي قام بضخها المستثمرون الأجانب في أسهم البنوك والعقارات المتداولة في سوق أبوظبي للأوراق المالية والتي بلغت نحو 25,4 مليار درهم، حيث تعد الأعلى من تأسيس السوق، الأمر الذي ساهم في ارتفاع أسعار أسهم شركات القطاعين بنسبة عالية جداً وإلى تحسن أداء السوق عموماً¹.

ثانياً: تحليل أداء سوق أبوظبي للأوراق المالية أثناء الأزمة المالية 2008

سجّل أداء سوق أبوظبي للأوراق المالية في نهاية عام 2008 تراجعاً مقارنة مع نهاية عام 2007 جزاءً تداعيات الأزمة المالية العالمية وانخفاض أسعار النفط حيث:

- انخفضت القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق خلال فترة الأزمة وبالتحديد سنة 2008 مقارنة بسنة 2007 بنسبة 43,2% حيث بلغت ما قيمته 68810 مليون دولار سنة 2008، بعد أن حققت 121128 مليون دولار خلال الربع الأخير من سنة 2007، وذلك بسبب انخفاض قيمة الأسهم المتداولة

¹ تقرير صندوق النقد العربي، أداء الأسواق المالية العربية، النشرة الفصلية لسنة 2007.

من 25730 مليون دولار خلال الربع الرابع من سنة 2007 إلى 5252 مليون دولار خلال الربع الرابع من سنة 2008، في سابقة تعد الأولى من نوعها في السوق، والسبب هو التأثير السلبي الذي مارسه الأسهم المتداولة والتي تتميز بكونها غير ملتزمة بالضوابط الشرعية على أداء سوق أبوظبي خلال فترة الأزمة؛

- وفيما يتعلق بأحجام التداول في السوق، فقد انخفضت قيمة الأسهم المتداولة خلال سنة 2008 لتبلغ 5252 مليون دولار مقابل 25730 مليون دولار سنة 2007، وتبعاً لذلك انخفض متوسط التداول اليومي من 436,10 مليون دولار إلى 93,79 مليون دولار خلال الربع الرابع من سنة 2008؛
- شهدت سنة 2008 أيضاً انخفاض عدد الأسهم المتداولة بنسبة 4,1% لتبلغ حوالي 5800,7 مليون سهم مقابل 23659,0 مليون سهم تم تداولهم خلال الربع الرابع من سنة 2007.

ثالثاً: تحليل أداء سوق أبوظبي للأوراق المالية بعد الأزمة المالية (2009-2016)

أظهر أداء سوق أبوظبي ارتفاعاً طفيفاً خلال سنة 2009، حيث سجلت القيمة السوقية ارتفاعاً أياً انتقلت من 68810 مليون دولار إلى 80201 مليون دولار خلال الربع الرابع من سنة 2009، وعلى صعيد أحجام التداول في السوق، شهدت الأسهم المتداولة انخفاضاً لتبلغ نحو 4506 مليون دولار مقابل 5252 مليون دولار خلال الربع الرابع من سنة 2008، وتبعاً لذلك انخفض متوسط التداول اليومي من 93,79 مليون دولار إلى 72,68 مليون دولار خلال الربع الرابع من سنة 2009، كما انخفض معدل دوران السهم من 7,63% إلى 5,62% خلال سنة 2009.

ظلّ التراجع مخيماً على أداء سوق أبوظبي للأوراق المالية حتى سنة 2012، أين بدأت تتضح بوادر التحسن ولكن بصورة طفيفة حيث انتقلت الرملة السوقية من 77647 مليون دولار سنة 2012 إلى 120947 مليون دولار سنة 2016، أما على صعيد أحجام التداول فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة لتبلغ 3287 مليون دولار خلال الربع الرابع من سنة 2016 بعدما حققت ما قيمته 1455 مليون دولار في الربع الرابع من سنة 2012 وتبعاً لذلك ارتفع متوسط التداول اليومي من 23,85 مليون دولار سنة 2012 إلى 53,01 مليون دولار خلال الربع الرابع من عام 2016، كما شهد عدد الأسهم المتداولة ارتفاعاً ملحوظاً خلال الربع الرابع من سنة 2016 ليلعب حوالي 7841,8 مليون سهم بعدما حقق 3970,6 مليون سهم تم تداولها خلال أواخر 2012، ونتيجة لذلك ارتفع معدل دوران السهم من 1,87% سنة 2012 إلى 2,72% سنة 2016.

كل هذه النتائج تدل بما لا يدع مجالاً للشك التأثير الكبير الذي شهده سوق أبو ظبي للأوراق المالية بالأزمة المالية العالمية، كما توضح النتائج أيضاً انخفاض وتيرة نمو السوق منذ اندلاع الأزمة وبعدها بسنوات، وذلك بسبب تداول منتجات مالية غير ملتزمة بالضوابط الشرعية كالأسهم التقليدية وغيرها.

المطلب الثاني: أثر الأزمة المالية على سوق دبي للأوراق المالية

لدراسة أثر الأزمة المالية 2008 على سوق دبي المالي ارتأينا الاعتماد على مجموعة من مؤشرات أداء السوق المالي، والتي تندرج ضمن السوق المالية التقليدية والتي تعبر عن أداء السوق الفعلي، وتمثل أهم المؤشرات المعتمدة في:

الفرع الأول: الدراسة التحليلية

يمكن توضيح الدراسة التحليلية لتداعيات الأزمة المالية على سوق دبي المالي من خلال الطرح التالي:

أولاً: أثر الأزمة المالية على عدد الشركات المدرجة

الجدول التالي يمثل تطور عدد الشركات المدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة 2006-2016 كما يلي:

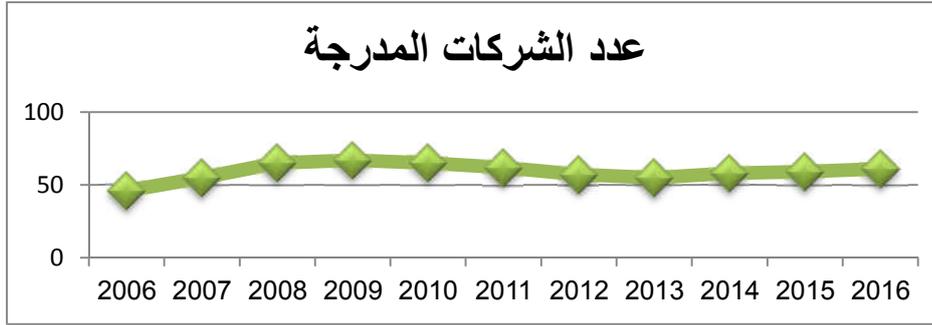
الجدول (4-7): تطور الشركات المدرجة في سوق دبي المالي للفترة (2006-2016)

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
عدد الشركات المدرجة	46	55	65	67	65	62	57	55	58	59	61

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير صندوق النقد العربي، أداء الأسواق المالية العربية، النشرات الفصلية للسنوات 2006-2016

يمكن ترجمة معطيات الجدول (4-7) من خلال الرسم البياني التالي:

الشكل (4-10): تطور عدد الشركات المدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة (2006-2016)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول (4-7)

التحليل: نلاحظ من خلال الشكل أعلاه تطور عدد الشركات المدرجة في سوق دبي المالي والذي استمر في الارتفاع من سنة 2006 إلى غاية سنة 2010، حيث ارتفع من 46 شركة سنة 2006 إلى 65 شركة سنة 2010، ليبدأ بعدها الانخفاض حيث وصل عدد الشركات المدرجة إلى 55 شركة سنة 2013.

ثانيا: أثر الأزمة المالية على مؤشرات أداء سوق دبي المالي

لتحديد تداعيات الأزمة المالية لسنة 2008 على سوق دبي المالي، تم الاعتماد على ثلاث مؤشرات أساسية تمثل صورة واضحة لنشاط السوق، وتتمثل هذه المؤشرات في:

- مؤشر القيمة السوقية **Market Capitalization**
- مؤشر حجم التداول **Trading Volume**
- مؤشر معدل دوران السهم **Turnover Ratio (%)**

الجدول التالي يمثل تطور المؤشرات المالية في سوق دبي المالي للفترة (2006-2016):

الفصل الرابع.....أثر الأزمة المالية على السوق المالي الإماراتي

الجدول (4-8): المؤشرات المالية في سوق دبي المالي للفترة* (2006-2016)

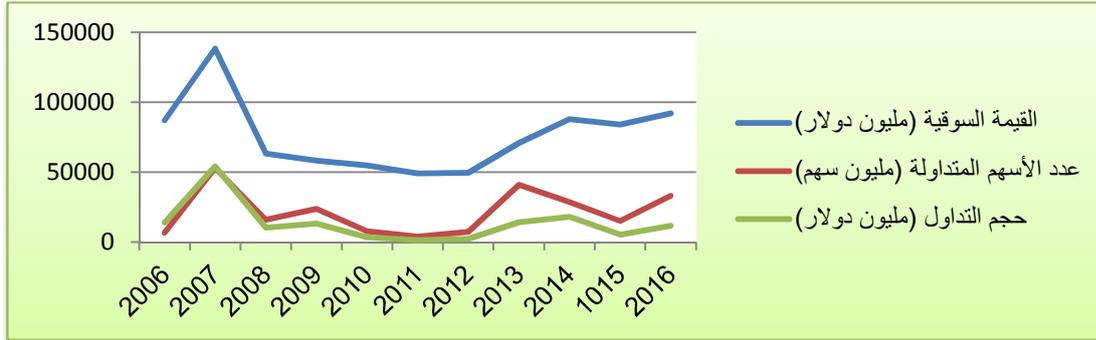
السنوات	القيمة السوقية (مليون دولار)	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	حجم التداول (مليون دولار)	معدل دوران السهم (%)	متوسط التداول اليومي
2006	86895	6615,5	13734	15,8	236,8
2007	138179	52868,4	53983	39,1	915,0
2008	63099	15979,0	10241	16,2	182,9
2009	58095	23662,5	13103	22,6	211,3
2010	54692	7658,5	3249	5,9	55,1
2011	49033	3779,3	1221	2,5	20,0
2012	49523	7309,6	2216	4,5	36,3
2013	70686	40746,1	14162	20,3	240,04
2014	87832	28376,25	17970	20,46	289,83
1015	83873	15063,83	5204	6,20	85,31
2016	91928	32930,07	11426	12,43	184,29

*: المعطيات الخاصة بهذا الجدول تتعلق بالربع الرابع لسنوات الدراسة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير صندوق النقد العربي، أداء الأسواق المالية العربية، النشرات الفصلية للسنوات 2016-2007

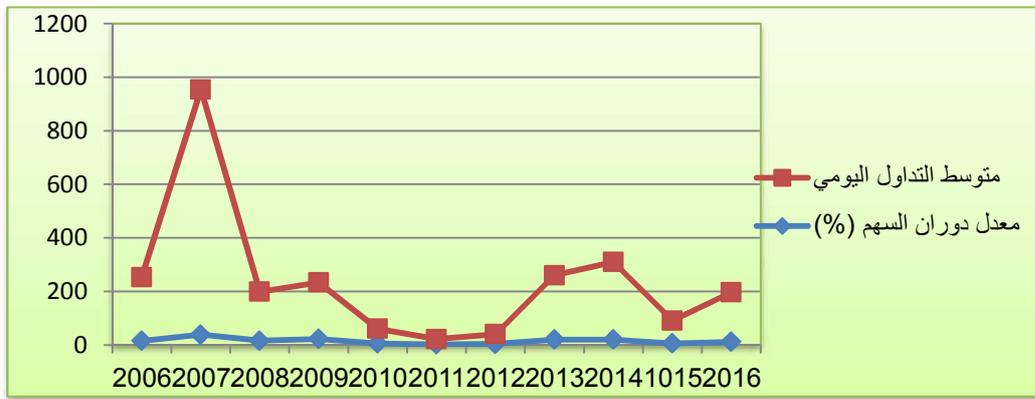
يمكن ترجمة معطيات الجدول (4-8) من خلال الأشكال البيانية التالية:

الشكل (4-11): تطور مؤشرات أداء سوق دبي المالي للفترة (2006-2016)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول (4-8)

الشكل (4-12): تطور معدل دوران السهم ومتوسط التداول اليومي بسوق دبي المالي للفترة (2006-2016)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول (4-8)

لتحديد تداعيات الأزمة على سوق دبي المالي تم تقسيم فترة الدراسة إلى ثلاث فترات؛ قبل الأزمة، إبان

الأزمة وبعدها كما يلي:

1- تحليل أداء سوق دبي المالي قبل الأزمة المالية (2006-2007)

تظهر مؤشرات أداء سوق دبي المالي قبل الأزمة تطورات إيجابية، حيث ارتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في الربع الرابع من سنة 2007 بنسبة 56,3% حيث بلغت 138179 مليون دولار بالمقارنة مع 86895 مليون دولار سنة 2006، حيث شكلت القيمة السوقية لسوق دبي المالي نحو 10,3% من إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية بنهاية 2007، وارتفعت قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2007 بنسبة 9% لتبلغ حوالي 53983 مليون دولار في الربع الرابع من سنة 2007، مقابل 13734 مليون دولار سنة 2006، ونتيجة لذلك

ارتفع متوسط التداول اليومي إلى 915 مليون دولار سنة 2007 مقابل 236,8 مليون دولار سنة 2006، علماً بأن قيمة الأسهم المتداولة في سوق دبي المالي بلغت نحو 9,3% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق العربية. كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة في السوق خلال عام 2007 بنسبة 165,5% لتبلغ حوالي 52868,4 مليون سهم مقارنة مع 6615,5 مليون سهم سنة 2006.

2- تحليل أداء سوق دبي المالي أثناء الأزمة المالية 2008

سجل أداء سوق دبي المالي عام 2008 تراجعاً ملحوظاً مقارنة مع سنة 2007، حيث انخفضت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سنة 2008 بنسبة 54,3% لتبلغ حوالي 63099 مليون دولار خلال الربع الرابع من سنة 2008، مقارنة مع 138179 مليون دولار في سنة 2007، أي بتراجع يقدر بحوالي 75080 مليون دولار، وبالمقارنة مع الربع الثالث من عام 2008 انخفضت القيمة السوقية بنسبة 42,8%، كما شكلت القيمة السوقية لسوق دبي المالي نحو 8,2% من إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية، أي بانخفاض يقدر بـ 2,1% عن سنة 2007 وذلك بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية.

وعلى الرغم من أن دولة الإمارات العربية المتحدة قد قامت بتقديم ضمانات للودائع المصرفية من المخاطر الائتمانية وذلك لتنشيط وتعزيز الثقة في القطاع المالي والمصرفي في الإمارات، إلا أن هذا الإجراء لم يمنع المستثمرين الأجانب من الابتعاد والخروج من السوق الإماراتية منذ آب من عام 2008، إذ بلغ حجم الخسائر التي تكبدها المتعاملون في مجمل السوق المالية الإماراتية نحو 460,76 مليار درهم إماراتي، وكان نصيب سوق دبي منها نحو مليار درهم.

وخلال سنة اندلاع الأزمة انخفضت قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 19,6% لتبلغ حوالي 10241 مليون دولار خلال الربع الرابع، مقابل 53983 مليون دولار سنة 2007؛ أي بانخفاض يقدر بـ 43742 مليون دولار، ونتيجة لذلك انخفض متوسط التداول اليومي من 915 مليون دولار سنة 2007 إلى 182,9 مليون دولار سنة 2008، كما بلغت قيمة الأسهم المتداولة في سوق دبي نحو 8,3% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق العربية.

كما شهدت سنة 2008 وهي سنة اندلاع الأزمة انخفاض عدد الأسهم المتداولة في السوق بنسبة 27,3% ليبلغ حوالي 15979,0 مليون سهم خلال الربع الرابع من نفس السنة، مقابل 52868,4 مليون سهم خلال الربع الرابع من سنة 2007.

وجزءاً تداعيات الأزمة المالية العالمية وانخفاض أسعار النفط، تباطأ معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بدولة الإمارات العربية المتحدة، كما تباطأ المعروض النقدي، حيث بلغ نمو عرض النقود M3 نحو 33,36% في الربع الثالث من عام 2008 بالمقارنة مع 35,85% في الربع الثاني.

ولتعزيز الاستقرار في تعاملات السوق، قام سوق دبي المالي بتطبيق جملة من الإجراءات لعل أهمها¹:

- تعديل نطاق تقلب الأسهم النشطة المتداولة في السوق خلال الجلسة الواحدة إلى 10% هبوطاً كحد أقصى بدلا من 15%، مع الإبقاء على إمكانية ارتفاع السهم إلى 15% كحد أقصى خلال الجلسة؛
- أصدرت هيئة الأوراق المالية والسلع تعليمات الإدراج المشترك للأوراق المالي في أسواق المال المحلية، وأهمها عدم جواز إدراج أكثر من 30% من رأس مال الشركة في أسواق مالية حرة أو خارج الدولة، والحصول المسبق على موافقة الهيئة، شريطة أن لا يقل رأسمال الشركة عن 40 مليون درهم، وألا يقل عدد المساهمين فيها عن 100 مساهم، وأن يكون رأسمال الشركة مقسما إلى أسهم وأن تكفل هذه الأسهم حقوق متساوية للمساهمين ضمن الفئة المعنية؛
- أقر مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع تعديلات على مواد تتعلق بالنظام الخاص بالإفصاح والشفافية والنظام الخاص بالوسطاء، بحيث يجري إعداد التقارير المالية وفقا لمعايير المحاسبة الدولية الصادرة عن مجلس معايير المحاسبة الدولية؛
- قامت هيئة الأوراق المالية والسلع بتشكيل لجنة داخلية مصغرة للنظر في طلبات الشركات المساهمة لشراء جزء من أسهمها وإزالة العوائق والمشكلات التي تعترض طريق تنفيذ عمليات الشراء، واستثناء أي من الشركات المساهمة العام التي ترغب في إعادة شراء أسهمها من تطبيق بعض الشروط والضوابط المنصوص عليها في قانون الشركات التجارية.

3- تحليل أداء سوق دبي المالي بعد الأزمة المالية " 2009-2016 "

ظلت تداعيات الأزمة المالية تلقي بضررها على سوق دبي المالي حتى سنة 2009، حيث أظهرت مؤشرات السوق انخفاض القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بنسبة 7,9% حيث بلغت حوالي 58095 مليون دولار خلال الربع الرابع من نفس السنة، مقارنة بـ 63099 مليون دولار سنة 2008، لتتخفف بذلك القيمة السوقية لسوق دبي المالي إلى 6,43% من إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية.

¹ تقرير صندوق النقد العربي، أداء أسواق المال العربية، النشرة الفصلية 2008، ص ص: 60-61.

وعلى صعيد قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2009، سجلت هذه القيمة انخفاضا بلغت نسبته 43,1% لتبلغ حوالي 13103 مليون دولار خلال الربع الرابع من سنة 2009 مقابل 10241 مليون دولار خلال الربع الرابع من سنة 2008، إلا أنه يلاحظ ارتفاع عدد الأسهم المتداولة في السوق خلال عام 2009 بنسبة 44,67% ليلعب حوالي 23662,5 مليون سهم مقارنة مع 15979,0 مليون سهم خلال الربع الرابع من سنة 2008، وتبعاً لذلك ارتفع متوسط التداول اليومي من 182,9 مليون دولار إلى 211,3 مليون دولار خلال الربع الرابع من سنة 2009.

- **2010 ولازال التراجع يلاحق السوق:** ظلّ التراجع يلاحق سوق دبي للأوراق المالية، حيث شهدت انخفاضا بنحو 800 مليون دولار في القيمة السوقية وذلك خلال الربع الرابع من سنة 2010 بالمقارنة مع الربع الثالث من نفس السنة، وبالمقارنة مع سنة 2009 فالقيمة السوقية شهدت انخفاضا يقدر بنحو 3,41 مليار دولار، وعلى صعيد نشاط التداول؛ فقد بلغت قيمة الأسهم المتداول خلال الربع الرابع من سنة 2010 نحو 3249 مليون دولار، مقابل قيمة بلغت 2459 مليون دولار عن الربع الثالث من العام نفسه، أي بارتفاع بلغ نسبته نحو 32%، وبناء على ذلك ارتفع متوسط التداول اليومي من 39 مليون دولار عن الربع الثالث إلى 55,1 مليون دولار خلال الربع الرابع .

وبالمقارنة بين سنتي 2009 و 2010 فنلاحظ أن سوق دبي المالي قد شهد انخفاضا كبيرا، حيث تراجعت قيمة الأسهم المتداولة من 13103 مليون دولار سنة 2009 إلى 3249 مليون دولار سنة 2010 أي بانخفاض قدر بحوالي 9854 مليون دولار، كما انخفض معدل دوران السهم من 22,6% إلى 5,9% خلال الربع الرابع من سنة 2010، ونتيجة لذلك انخفض متوسط التداول اليومي ليلعب 55,1 مليون دولار خلال نفس الفترة، بعدما كان محققا لما قيمته 211,3 مليون دولار خلال سنة 2009.

وفي ظل هذه التداعيات عمدت سوق دبي المالي إلى القيام بجملة من الإجراءات لتدارك الانخفاض الحاصل في مؤشراتهما، وتمثل أهم الإجراءات في:

- قيام هيئة الأوراق المالية والسلع بفتح باب الترخيص للتداول بالهامش وكذلك الترخيص لشركات التحليل المالي، واعتماد المحللين الماليين وفق الضوابط المنصوص عليها في نطاق التداول بالهامش والاستشارات المالية والتحليل المالي؛
- ولضمان تيسير التداول على الأوراق المالية، قامت هيئة الأوراق المالية والسلع بتقييم جميع الأسهم المحلية المدرجة في سوق أبوظبي ودبي، مما سهل عمليات التداول بما في ذلك الاستثمارات الأجنبية؛

- تقدمت هيئة الأوراق المالية والسلع على هامش اجتماع رؤساء هيئات الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي بمقترح بشأن إعادة هيكلة النظم الرقابية المالية.

ومن خلال تتبعنا لنشاط بورصة دبي نلاحظ أن تداعيات الأزمة المالية ظلّت جلية إلى غاية سنة 2012، أين بدأت تظهر بوادر الخروج من الأزمة، حيث جاء سوق دبي المالي في صدارة الأسواق الإقليمية الأفضل أداء في العام 2012 حيث ارتفع إجمالي قيمة تداولات السوق بنسبة 52% ليصل إلى 2216 مليون دولار، الأمر الذي يعكس الإدراك المتزايد من جانب مختلف شرائح المستثمرين للقيم الكامنة التي يوفرها السوق عبر الشركات المدرجة.

وبحلول العام 2016 سجلت القيمة السوقية لسوق دبي المالي ارتفاعا ربعيا بنحو 950 مليون دولار، لتصل هذه القيمة إلى 91928 مليون دولار، وعلى صعيد نشاط التداول عرفت كل من قيمة الأسهم المتداولة وعددها خلال الربع الرابع من نفس السنة تحسنا كبيرا مقارنة مع سنة 2015، حيث ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة بأكثر من 100% لتصل إلى نحو 11426 مليون دولار، كما شهد عدد الأسهم المتداولة ارتفاعا بنحو 17,9 مليون سهم، ليصل بذلك إلى 32930,07 مليون سهم تمّ تداولها خلال الربع الرابع من 2016.

الفرع الثاني: دراسة أثر الأسهم التقليدية على رسملة سوق دبي المالي خلال الفترة 2016-2006

بعد قيامنا بدراسة تحليلية لتداعيات الأزمة المالية على أداء سوق دبي المالي، وملاحظة حدّة التأثير الذي رسمته الأزمة المالية على السوق المعني، وذلك في ظل عدم التزامه بالضوابط الشرعية، وكون دراستنا تنصب في هذا الفصل على السوق المالي التقليدي، كان لزاما علينا تأكيد حدّة التأثير الذي فرضته الأزمة المالية لسنة 2008 على السوق التقليدية وذلك من خلال إنشاء نموذج قياسي بسيط يقيس العلاقة بين المنتجات غير الملتزمة بالضوابط الشرعية وأداء سوق دبي خلال فترة الأزمة.

يشمل هذا النموذج متغيرين؛ الأول وهو "القيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق دبي المالي" والذي يتسم بعدم التزامه بالضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية، والثاني يمثل "الرسملة السوقية لسوق دبي المالي" باعتباره المؤشر الذي يعبر عن إجمالي القيمة السوقية للأسهم الخاصة بالشركات المدرجة في سوق دبي المالية ككل، وذلك خلال فترة امتدت إحدى عشرة سنة (2006-2016) وذلك بهدف رصد أثر الأسهم على أداء السوق.

أولاً: الدراسة الاقتصادية وتحديد متغيرات الدراسة

1: الدراسة الاقتصادية

تلعب الأسهم دوراً أساسياً في نشاط السوق المالي، بل تعد أهم الأدوات المالية المتداولة، وبما أن دراستنا هذه تهتم بمعرفة الأثر الذي تلعبه المنتجات المالية التقليدية على أداء السوق المالي، فإنه سيتم تجسيد هذه الأفكار في شكلها التطبيقي من خلال قياس الأثر المتبادل لكل من:

- القيمة السوقية للأسهم التقليدية على رزمة سوق دبي المالي.

وذلك خلال فترة امتدت إحدى عشرة سنة (2006 – 2016).

يمكن إبراز قيم كل من الرزمة السوقية والأسهم التقليدية في سوق دبي المالي خلال فترة الدراسة من خلال الجدول

التالي:

الجدول (4-9): الرزمة السوقية والأسهم التقليدية في سوق دبي المالي للفترة (2006-2016) الوحدة: مليار دولار

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الرزمة السوقية (y)	86,895	138,179	63,099	58,095	54,692	49,033	49,523	70,686	87,832	83,873	91,928
قيمة الأسهم (x)	13,734	53,983	10,241	13,103	3,249	1,221	2,216	14,162	17,970	5,204	11,426

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير صندوق النقد العربي، أداء الأسواق المالية العربية، النشرات الفصلية للسنوات 2007-2016.

2- تحديد متغيرات الدراسة : إن الظاهرة محل الدراسة تتركز على وجود أنواع معينة من المتغيرات منها المتغيرات

المستجيبة وأخرى مستقلة.

- المتغير التابع: يتضمن المتغير التابع في هذا النموذج أحد أهم مؤشرات أداء سوق دبي المالي والمتمثل في:

• الرزمة السوقية: يمثل هذا المؤشر إجمالي القيمة السوقية للأسهم الخاصة بالشركات المدرجة في سوق دبي

المالي؛

- المتغير المستقل: يتضمن المتغير المستقل في هذا النموذج أحد أهم المؤشرات التي لها علاقة بأداء سوق دبي المالي،

والمتمثل في : القيمة السوقية للأسهم.

ثالثاً: تحديد الشكل الرياضي

بنفس الطريقة المعتمدة في الفصل السابق، سيتم تحديد الشكل الرياضي كما يلي:

1- نموذج الانحدار الخطي البسيط

لتحليل هذا النموذج يجب أولاً القيام بتقدير النموذج الخطي ذو المتغيرين بالنسبة لجميع المتغيرات، وعموماً يأخذ النموذج الخطي البسيط الشكل الموالي¹:

$$Y_i = \alpha + \beta X_i + \varepsilon_i$$

حيث:

Y_i : متغير تابع

X_i : متغير مستقل

ε_i : الخطأ في تفسير

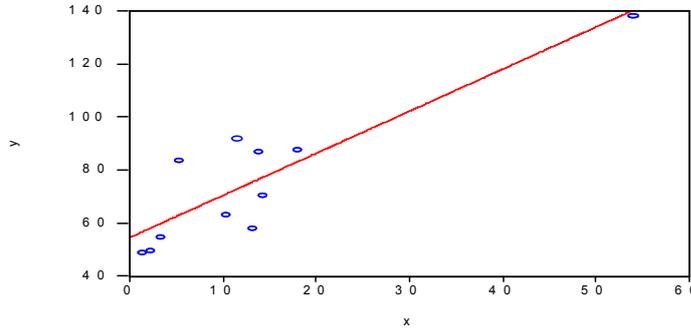
α : الحد الثابت

2- تعيين شكل الانتشار

للتأكد من شكل المعادلة المتعلقة بأثر الأسهم التقليدية على الرسمة السوقية لسوق دبي المال خلال الفترة 2006-2016، لابد من أخذ فكرة أولية عن انتشار البيانات القطاعية الخاصة بالمتغير المقترح للمعادلة في علاقته بمتغير الرسمة السوقية والمتمثل في القيمة السوقية للأسهم التقليدية، وبالإستعانة ببرنامج 9 EViews يكون شكل الانتشار كما يلي:

¹ شيخي محمد، مرجع سابق، ص: 19.

الشكل (4-13): تطور الأسهم التقليدية و رسملة سوق دبي المالي خلال الفترة (2006-2016)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول (4-9) وبالاستعانة بالبرنامج الإحصائي 9 EVIEWS

نلاحظ من الشكل (4-13) أن البيانات التقاطعية لها اتجاه عام تصاعدي خلال فترة الدراسة، وهو ما يؤكد ملائمة الشكل الخطي للعلاقة بين تطور الأسهم التقليدية و رسملة سوق دبي المالي.

ثالثاً: تقدير وتقييم معاملات النموذج

1- تقدير معاملات النموذج

تتم عملية تقدير معاملات النموذج للفترة (2006-2016) باستخدام البرنامج الإحصائي 9 EVIEWS وبعتماد طريقة الانحدار الخطي البسيط وباستخدام طريقة المربعات الصغرى فقد تم التوصل إلى النتائج التالية:

الجدول (4-10): نتائج تقدير أثر الأسهم التقليدية على رسملة سوق دبي المالي

Dependent Variable: Y				
Method: Least Squares				
Date: 02/02/18 Time: 10:26				
Sample: 2006 2016				
Included observations: 11				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X	1.584067	0.280249	5.652348	0.0003
C	54.70499	5.395623	10.13877	0.0000
R-squared	0.780215	Mean dependent var	75.80318	
Adjusted R-squared	0.755794	S.D. dependent var	26.14905	
S.E. of regression	12.92213	Akaike info criterion	8.118725	
Sum squared resid	1502.833	Schwarz criterion	8.191070	
Log likelihood	-42.65299	Hannan-Quinn criter.	8.073122	
F-statistic	31.94904	Durbin-Watson stat	0.553952	
Prob(F-statistic)	0.000313			

المصدر: من إعداد الباحثة انطلاقاً من معطيات الجدول (4-9) وبالاعتماد على البرنامج الإحصائي 9 EVIEWS

ووفقا للجدول (4-10) كانت نتائج تقدير النموذج الخطي أثر الأسهم التقليدية على رسملة سوق دبي المالي

كما يلي:

$$Y = 54,70499 + 1,584067 X$$

2- تقييم معاملات النموذج Evaluation of the Estimates

فعند تقدير معاملات النموذج الخطي البسيط، نقوم باختبار صحة هذا النموذج باستعمال الاختبارات التالية:

- الدراسة الاقتصادية

تحدد المعايير الاقتصادية التي تستخدم في تقييم المعلمات من خلال مبادئ النظرية الاقتصادية، وتعلق

هذه المعايير بحجم وإشارة المعلمات المقدرة، كالاتي:

- بالنسبة لمعامل الأسهم التقليدية، نلاحظ أن إشارته موجبة أي أن العلاقة طردية بين المتغير التابع (رسملة

سوق دبي المالي) والمتغير المفسر (الأسهم التقليدية)، وتتفق هذه النتيجة مع منطق النظرية الاقتصادية،

حيث إذا تغيرت الأسهم التقليدية بوحدة واحدة فإن رسملة سوق دبي المالي ستتغير بـ (1,584067)، إذا

فمعامل B لها معنوية اقتصادية.

- الدراسة الإحصائية

2-1 اختبار المعنوية الجزئية

- اختبار ستيودنت (*Test de Student*):

هذا الاختبار يسمح لنا باختبار معنوية معامل ما، بواسطة مقارنة هذا الأخير بالنسبة إلى قيمة محددة وعموما

تساوي الصفر، والاختبار كالتالي:

$$\begin{cases} H_0 : a_i = 0 \\ H_1 : a_i \neq 0 \end{cases}$$

وبالرجوع إلى نتائج البرنامج الإحصائي 9 EVIEWS نلاحظ أن قيمة المعلمة t-statistic قد بلغت 5,65

في حين بلغت القيمة المحدولة (2,26)، وبما أن القيمة المحسوبة أكبر من القيمة المحدولة، فإننا نرفض فرضية العدم

H_0 ونقبل الفرضية H_1 التي تدل على معنوية المعلمة، وعليه يمكن أن نقول بأن المتغير المستقل والمتمثل في هذا

النموذج في القيمة السوقية للأسهم التقليدية له تأثير إيجابي قيمته 5,65 على المتغير التابع والمتمثل في الرسملة السوقية

لسوق دبي المالي، أمّا بالنسبة لاختبار t-stat الخاصة بالمعامل الثابت فإننا نلاحظ أن القيمة المحسوبة (10,138) وهي أكبر من القيمة الجدولة (2,26) وبالتالي نرفض الفرضية العدمية H0 ونقبل الفرضية H1 وهو دليل على وجود معنوية للثابت أيضاً، وبالتالي يوجد تأثير للمعامل الثابت.

نستطيع التأكيد على النتائج بالرجوع إلى المؤشر prob والذي يعبر على درجة الدلالة أو ما يسمى بالاحتمالية، ونلاحظ أن نسبة احتمالية الأسهم التقليدية قد بلغت (prob= 0,0003) وهي أقل من 5%، وعليه نقول أن الأسهم التقليدية لها أثر إيجابي على رسملة سوق دبي المالي، أما عند ملاحظة مستوى معنوية الثابت (prob = 0,0000) وهي أقل من مستوى المعنوية 5% وبالتالي نؤكد على معنوية الثابت.

2-2 اختبار المعنوية الكلية

- اختبار فيشر (Test de Fisher)

بنفس الطريقة المعتمدة في الفصل السابق، نلاحظ أن هذه الإحصائية تقيم النموذج بكامله، ويسمى كذلك اختبار المعنوية الإجمالية للانحدار، يعني انه إذا كان مجموعة المتغيرات الخارجية ذات تأثير على المتغير الداخلي، فهذا الاختبار يمكن أن يشكل بالطريقة التالية.

- هل يوجد على الأقل متغير داخلي واحد معنوي؟
- ليكن اختبار الفرضيات التالية:

$$\begin{cases} H_0 : a_1 = a_2 = \dots = a_k = 0 \\ H_1 : \exists i / a_i \neq 0 \end{cases}$$

وبالرجوع إلى نتائج البرنامج الإحصائي 9 EViews نلاحظ أن قيمة f المحسوبة تقدر ب (f- stat = 31,94) وهي أكبر من القيمة الجدولة حيث لدينا:

$$\begin{cases} Ft (k-1 , n-k , a) = 5,12 \\ Ft (1, 9 , 0,05) = 5,12 \end{cases}$$

بما أن القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولة فإننا نقبل الفرضية H1 ونرفض الفرضية H0، وعليه فالنموذج كليا معنوي، وبالتالي فالمعطيات تأخذ الشكل الخطي.

3-2 القدرة التفسيرية

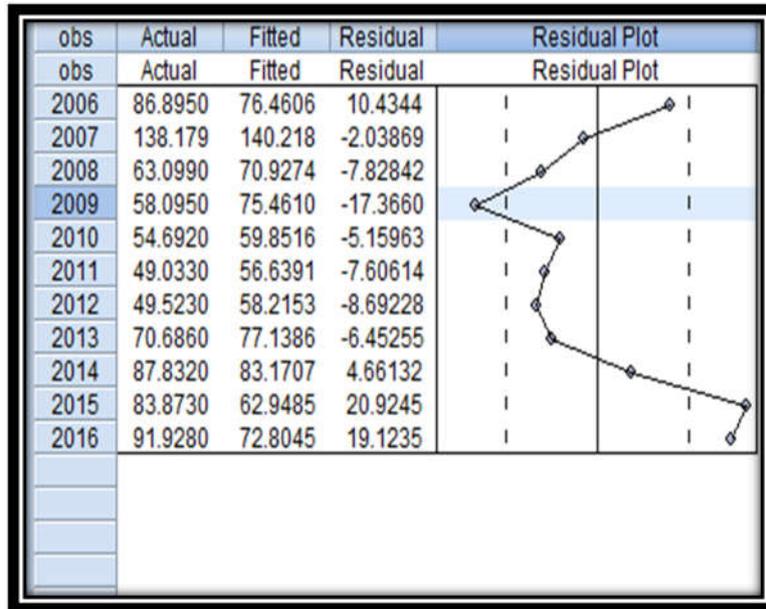
- معامل التحديد R^2

بما أن R^2 هو قياس إجمالي لنسبة شرح النموذج من طرف المتغير المفسر، وبالرجوع إلى نتائج البرنامج الإحصائي EVIEWS 9 فإننا نلاحظ أن قيمة معامل التحديد $R^2 = 0,78$ وهو قريب من 1، دلالة على وجود قدرة تفسيرية كبيرة في النموذج، أي أن الأسهم التقليدية تساهم في تفسير رسملة سوق دبي المالي بنسبة قدرها 78% والباقي أي (22%) يعود إلى متغيرات أخرى غير مدرجة في النموذج.

4-2 البواقي Residual

يعبر رسم البواقي أو ما يعرف برسم حدود الخطأ عن تقلبات المتغيرات خلال فترة الدراسة، وبلاستعانة ببرنامج EVIEWS 9 يتم رسم البواقي في النموذج المراد توصيفه كما يلي:

الشكل (4-14): تقلب قيم الأسهم التقليدية ورسملة سوق دبي المالي خلال الفترة 2006-2016



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي EVIEWS 9

تشير البواقي إلى بعض التذبذبات في بعض السنوات، حيث نلاحظ أنها خرجت خارج الحد الذي يسمح لها أن تتحرك ضمنه، حيث بدأ التذبذب في سنة 2008 وهي سنة حدوث الأزمة المالية واتضح التذبذب بصورة جلية سنة 2009، بسبب انخفاض قيمة الأسهم المتداولة بصورة كبيرة، ثم تستقر الأوضاع في السنوات التي تلي الأزمة، ليعود التذبذب مرة أخرى سنة 2015.

خلاصة النتائج: من خلال الدراسة نخلص إلى النتائج التالية:

- تساهم الأسهم المتداولة في تكوين القيمة السوقية لسوق دبي المالي وبدرجة كبيرة؛
- الأسهم التقليدية تساهم في تفسير رصملة سوق دبي المالي بنسبة قدرها 78%؛
- انخفضت القيمة السوقية لسوق دبي المالي خلال فترة الأزمة وبالتحديد سنة 2008 حيث بلغت ما قيمته 63,099 مليار دولار بعد أن حققت 138,179 مليار دولار خلال الربع الأخير من سنة 2007، وذلك بسبب انخفاض قيمة الأسهم المتداولة من 53,983 مليار دولار خلال الربع الرابع من سنة 2007 إلى 10,241 مليار دولار خلال الربع الرابع من سنة 2008، لتستعيد السوق عافيتها سنة 2013 حيث ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة إلى 13,103 مليار دولار.
- الانخفاض الذي شهده سوق دبي المالي اتضح بصورة كبيرة سنة 2008 وهي سنة انفجار الأزمة المالية وباعتبار سوق دبي المالي يتكون من نسبة كبيرة من الأسهم التقليدية "وهو ما يتضح من خلال معامل الارتباط" الأمر الذي جعل الرصملة السوقية للبورصة تتهاوى إلى أدنى مستوياتها سنة 2008، حيث لم تساهم هذه الأدوات في التحوط من مخاطر الأزمة، بل على النقيض تماما اتضح بأن تداول الأسهم أصبح سببا في انهيار سوق دبي المالي.
- استطاعت سوق دبي المالي أن تستعيد عافيتها بسبب الإجراءات المتبعة من قبل الحكومة والتي تتميز بكونها إجراءات رشيدة.

الفرع الثالث: أثر الأزمة المالية على التشريعات في السوق المالي الإماراتي

- عقب الأزمة الماليّة العالميّة العاصفة، عكفت الإمارات على مراجعة عدّة مشروعات ماليّة واقتصاديّة، والعمل على ضبط السّوق المحلي واتّخاذ خطوات عمليّة سريعة لإنعاش الاقتصاد المحلي؛ بدأت الدّولة بضخّ سيولة نقدية للمصارف، وخطوات عديدة أخرى لدعم الشّركات الحكوميّة المتعثّرة، وأضافت إليها حزمة أخرى من المشروعات والقوانين، نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر¹:
- تمّت دراسة قانون المعلومات الائتمانية، والذي يهدف إلى الحدّ من المخاطر الائتمانيّة التي تواجهها المصارف والمؤسسات الماليّة والخدميّة العاملة في دولة الإمارات.

¹ الخليج 2013: الثابت والمتحول، مركز الخليج لسياسات التنمية، متوفر على الموقع:

https://www.gulfpolicies.com/index.php?option=com_content&view=category&layout=blog&id=183&Itemid=430

- **قانون المنافسة:** الذي صدر في عام 2012 الذي تهدف الحكومة من خلاله إلى حماية وتعزيز المنافسة، علاوة على مكافحة الممارسات الاحتكارية.
 - **قانون الإفلاس:** يضمن للشركات المتعثرة أوضاعاً إجرائية تمكنها من إعادة الانطلاق بحماية القانون الذي يمنحها مهلة مناسبة لتوفيق أوضاعها بعيداً عن الملاحقات القضائية.
 - **مشروع قانون الدين العام:** يسعى المشرع من خلاله إلى التنسيق مع الحكومات المحلية وحصر وضبط سوق الدين العام الداخلي والخارجي، وتحديد إطاره وشروطه.
 - **مشروع قانون الاستثمار الأجنبي:** وبموجبه ستسمح الإمارات للمستثمر الأجنبي بالتملك الكامل وفق أسس وشروط محددة.
 - **مشروع قانون الضرائب:** والذي تم إخضاعه لكم هائل من الدراسات والخبرات، وأصبحت الصورة واضحة بشأنه.
 - **مشروع قانون التنمية الصناعية الجديدة، ومشروع قانون المشاريع الصغيرة والمتوسطة:** الذي يهدف إلى تنظيم وتطوير قطاع ريادة الأعمال في الدولة ودعم المشاريع والمنشآت الصغيرة والمتوسطة للمواطنين، وتعزيز دورهم في دخول القطاع الخاص.
 - **مشروع قانون الشركات الجديد:** والذي يضمن عدم تحديد حد أدنى لرأس المال الشركة ذات المسؤولية المحدودة، وتحويل مجلس الوزراء بأن يصدر قراراً بزيادة حصة الشريك الأجنبي على 49% من رأس مال الشركة في بعض الأنشطة التجارية.
- وتشير هذه الإجراءات أن الدولة عموماً، ماضية في طريق الانفتاح على الاستثمار الأجنبي والقطاع الخاص، وأن النظرة بدأت تسود بأن الأزمة المالية التي عصفت في 2008 أضحت سراباً مؤقتاً ما لبث وأن اختفى، وما انفكت أن عادت الإمارات إلى النمو وتصدر عناوين الأخبار الاقتصادية.

الفرع الرابع: إجراءات حكومة الإمارات العربية المتحدة للخروج من الأزمة المالية

- اعتمدت الإمارات على العديد من الإجراءات لمواجهة الأزمة المالية ولعل أهم هذه الإجراءات تمثل في¹:
- اعتماد موازنة هي الأكبر في تاريخ دبي، حيث بلغت موازنة العام المالي 2009 ما قيمته 41,364 مليون درهم وهي الأكبر في تاريخ دبي؛
 - الاستمرار في جميع المشاريع التي بدأت بالفعل، وعدم توقف مشروع قائم، ومن أهم هذه المشاريع مشروع مترو دبي، حيث أصرت دبي على الافتتاح في 2009/9/9 ولم تؤجل المشروع أو تؤخره؛

¹ The Global Financial Crisis, Lessons Learned, Financial Studies Division, Department Of Finance, 2014, p:08.

- تفعيل سياسة كفاءة الإنفاق الحكومي في النفقات التشغيلية والتوسع في النفقات الرأسمالية، ويتضح ذلك من خلال ترشيد الإنفاق التشغيلي مع الاستمرار في التوسع في النفقات الرأسمالية والتنموية مع الحفاظ على مستوى جودة الخدمات الحكومية؛
- دعم بعض الشركات المتعثرة لعودتها للعمل مرة أخرى وإعادة هيكلتها مما كان له الأثر في سرعة عودة هذه الشركات للعمل، الأمر الذي ساهم في سرعة تعافي دبي؛
- إعادة هيكلة بعض المؤسسات المالية والمصرفية وزيادة مساهمة الحكومة في هذه المؤسسات، مما أدى إلى تحسين أوضاعها المالية لتجاوز الأزمة، والعمل على دمج بعض البنوك المحلية لصنع كيانات ضخمة تستطيع مواجهة الأزمات؛
- الالتزام المنضبط بالسياسات الحكومية؛
- عدم زيادة الرسوم، بل المبادرة بخفض بعض الرسوم؛
- إتباع سياسة تقسيط الرسوم الحكومية على القطاع الخاص والأفراد؛
- إنشاء اللجنة العليا للسياسة المالية؛
- إنشاء الفريق المالي لحكومة دبي؛
- إنشاء صندوق الدعم المالي؛
- إنشاء إدارة الدين العام؛
- إنشاء مؤسسة التنظيم العقاري "ريرا"؛
- إنشاء مؤسسة دبي العقارية "وصل" والتي ساهمت بحجم أعمالها الضخم في إعادة الاستقرار للسوق العقاري الإيجاري؛

وفي مجال تعزيز القطاع المالي تم رصد مبلغ 120 مليار درهم لدعم القطاع المصرفي، وتم تكليف المصرف المركزي ووزارة المالية بوضع الآليات المناسبة لضخ هذه السيولة في السوق، ومن هذه الإجراءات نجد¹:

- تشكيل لجنة من وزارة المالية والمصرف المركزي ووزارة الاقتصاد لمتابعة تنفيذ قرارات وإجراءات الحكومة في هذا الشأن؛
- أكدت الحكومة على ضمان الودائع والمدخرات في المصارف الوطنية، إلى جانب توفير ضمانات لعمليات الاقتراض فيما بين المصارف العاملة في الدولة، وضخ السيولة اللازمة في الجهاز المصرفي؛
- أعلن المصرف المركزي عن إجراءات لمساعدة البنوك على تلبية احتياجاتهم من السيولة من خلال عرض تسهيلات مبادلة الدرهم الإماراتي بالدولار الأمريكي لمواجهة أزمة الائتمان العالمية؛

¹ تقرير صندوق النقد العربي، أداء الأسواق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2008، ص ص: 59-60.

- ضخ السيولة في القطاع المصرفي لتيسير سوق الائتمان ومساعدة البنوك وحثها على توفير تسهيلات لإقراض المشاريع الصغيرة والمتوسطة بأسعار معقولة، وأعلنت الحكومة أنها تدرس طرح أول سندات حكومية مما من شأنه تطوير القطاع المالي وإدارة السيولة؛
- أكد البنك المركزي أنه لن يسمح لأي بنك وطني بالإفلاس، حيث طالب البنوك العاملة في الدولة بتصويب أوضاعها ومعالجة اختلال معدل القروض إلى الودائع لديها، بحيث يصل هذا المعدل إلى 1,1 وفي مرحلة لاحقة إلى أقل من ذلك بما يضمن سلامة القطاع المصرفي؛
- قام مصرف الإمارات المركزي خلال الربع الأخير من عام 2008 بتخفيض سعر إعادة الشراء (الريبو) لليلة الواحدة نصف نقطة مئوية وذلك إلى 1,5%.

خلاصة الفصل

تعدّ الانهيارات التي مسّت الأسواق المالية جزاء الأزمة المالية العالمية محل اهتمام الاقتصاديين وصنّاع القرار على مرّ العصور، ذلك أن الأسواق المالية تعدّ الركيزة في الاقتصاديات الناشئة والمتطورة، لذلك فإننا قد قمنا من خلال هذا الفصل إلى إبراز أهم تداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على السوق المالي الإماراتي، والذي يتضح من خلال أداء سوقي دبي و أبوظبي للأوراق المالية، عن طريق إعداد دراسة شاملة بدءاً بالحديث عن دولة الإمارات العربية المتحدة من خلال الموقع ومختلف الأنظمة السائدة، ثم التطرق لاقتصاد الإمارات من خلال دراسة الخصائص الرئيسية ومختلف المؤشرات الاقتصادية وأهم ما يميز البيئة الاقتصادية لدولة الإمارات العربية المتحدة، ثم مروراً بدراسة السوق المالي الإماراتي من خلال التعريف به ودراسة مكوناته الأساسية.

ولإبراز أهم تداعيات الأزمة المالية العالمية على السوق المالي الإماراتي، قمنا بدراسة الأثر على كل من سوق أبوظبي وسوق دبي الماليين خلال فترة امتدت إحدى عشرة سنة من سنة 2006 إلى غاية سنة 2016 من خلال الاعتماد على منهجين؛ الأول دراسة تحليلية تمت من خلال تحليل تطور كل من عدد الشركات المدرجة واختيار ثلاث مؤشرات تبرز أداء السوق المالي وهي: الرسملة السوقية، حجم التداول ومعدل دوران السهم، وتحليلها بغية معرفة اتجاه تطور السوق المالي، أمّا المنهج الثاني فيتمثل في القيام بدراسة قياسية لأثر منتج مالي غير متوافق مع الشريعة الإسلامية على سوق دبي المالي؛ أي دراسة أثر الأسهم التقليدية على الرسملة السوقية لسوق دبي المالي، والهدف من هذه الدراسة معرفة الأثر الذي تلعبه الأسهم التقليدية على الرسملة السوقية لسوق دبي المالي، بهدف إثبات مدى تطابق الدراسة التحليلية على نتائج الدراسة القياسية وتوافقها مع النظرية الاقتصادية.

الخاتمة

هدفت هذه الدراسة إلى إبراز دور الالتزام بالضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية في الحد من تداعيات الأزمات المالية، كما هدفت إلى حصر مجموع الأسباب التي تقف وراء تكرار وتواتر الأزمات المالية، إضافة إلى تقديم طرح بسيط حول البدائل الوقائية والعلاجية من الأزمات مع التركيز على الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، باعتبارها إحدى الأزمات المالية التي عصفت بالاقتصاد العالمي ونجم عنها آثار مدمرة، بيّنت بما لا يدع مجالاً للشك عدم صلاحية النظام المالي المعمول به.

وقد تبين من خلال هذه الدراسة أن النظام الرأسمالي قد شهد خلال مراحل تطوره العديد من الأزمات، حتى أصبحت السمة الأساسية التي توسم بها هذا النظام، كما بيّن عجزه عن الحد من تكرار الأزمات المالية، بل اتضح بعد التدقيق في الأزمة المالية لسنة 2008 أنها نتجت بسبب خلل هذا النظام، حيث تمثلت نقطة الانطلاق في هذه الأزمة في وفرة السيولة والتي كانت أغلبها خارجية، وما ترتب عنها من آثار تضخمية وما قابلها من نمو فاتر للولايات المتحدة الأمريكية والبلدان الصناعية، الأمر الذي أدى بالاقتصاد الأمريكي إلى تدوير نسبة عالية من هذه الفوائض وصب أكثر من تريليون دولار في سوق الرهن الأمريكي المكوّن من أفقر المقترضين وأدناهم ملاءة، ليبدأ مسلسل الكارثة، حيث عمد الاقتصاد الأمريكي على تدوير هذه الفوائض المالية الضخمة في قطاع اقتصادي أقل ما يمكن أن يقال عنه أنه هش، وفي هذا الإطار شهدت الولايات المتحدة الأمريكية ركوداً اقتصادياً ملحوظاً مع نهاية عام 2007 وبداية عام 2008، والذي اتضح من خلال تتبع مؤشر داو جونز الذي شهد انخفاضاً بحوالي 679 نقطة، وما زاد الطين بله توسع بنوك الاستثمار الأمريكية في تقديم القروض ودون الاهتمام بنسب الرافعة المالية، كما لعبت الابتكارات المالية دوراً مهماً في إشعال فتيل الأزمة المالية العالمية حيث اشتملت على العديد من الطرق التمويلية غير الملتزمة بالضوابط الشرعية والتي كان لها بالغ الأثر في تفجير الأزمة وتفاقمها، كما أدت إلى تغيير بنية النظام وتعطيل النشاط الاقتصادي.

يستخلص من هذه الدراسة وبالاعتماد على الدراسة التحليلية والقياسية أن الأزمة المالية التي عصفت بالاقتصاد العالمي نتجت عن عدم الالتزام بالضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية، حيث أظهرت الدراسة بشقيها النظري والتطبيقي السبب الرئيس وراء تكرار الأزمات المالية، بل بينت فداحة النظام الرأسمالي الذي لا ضابط له، والذي يدعوا إلى جعل السوق حلبة صراع حرّة بلا أية قيود أو قواعد سوى حرّية التجارة والتنافس في الأسواق الأمر الذي غيّب روح المسؤولية لدى المستثمرين، بل زرع في نفوسهم الجشع والطمع وهو ما يتنافى مع قواعد الشرع الحكيم، وفي هذا السياق ومع اندلاع الأزمة المالية العالمية وما نتج عنها من آثار مدمرة تبنت العديد من الدول آليات واستراتيجيات تهدف من خلالها إلى تلافي الأزمة المالية والحد من تداعياتها، إلا أن أغلبيتها باءت بالفشل، وفي خضم هذه المحطات تعالت النداءات لتبني النظام المالي الإسلامي كنظام أصيل يمنع ويحد من وقوع هذه الصدمات والتقلبات

المتكررة، هذا النظام القائم على منع كل المعاملات التي تؤدي بالضرر إلى أحد أطراف العملية المالية، بل يقوم أيضا على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، وعليه وبناء على الأهداف المتوخاة من الدراسة تم استخلاص النتائج التالية:

- تمثل الصناعة المالية الإسلامية في كل العمليات والنشاطات القائمة على صياغة وابتكار أدوات تمويلية ملتزمة بالضوابط الشرعية، بهدف إيجاد حلول لمشاكل التمويل؛
- حتى يحقق المنتج الإسلامي جانب الكفاءة الاقتصادية، يتوجب دراسة الاحتياجات التمويلية والاستثمارية بدقة بهدف الربط بين الاحتياج الحقيقي والتمويل النقدي من أجل حل المشكلات التمويلية؛
- يؤدي البحث والتطوير في مجال الصناعة المالية الإسلامية إلى استكمال المنظومة المعرفية للاقتصاد الإسلامي وبالتالي مواكبة التطورات الحاصلة في الحياة الاقتصادية؛
- تساهم الصناعة المالية الإسلامية في خلق توازن بين موارد واستخدامات الأموال في المؤسسات المالية من جهة وإدارة السيولة لهذه المؤسسات من جهة أخرى؛
- تسعى الصناعة المالية الإسلامية إلى توفير منتجات مالية إسلامية ذات جودة عالية وتحقيق الكفاءة الاقتصادية والموائمة بين العوائد والمخاطر والسيولة لدى المؤسسات المالية؛
- إن التطور الكبير الذي تشهده الأسواق العالمية واحتدام التنافسية بين المؤسسات المالية العالمية، كان السبب الرئيس وراء سعي النظام المالي الإسلامي في تطوير وابتكار منتجات وصيغ تماشى والضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية؛
- تقوم الصناعة المالية الإسلامية في ابتكارها للمنتجات المالية على العديد من المناهج كمنهج المحاكاة، منهج الأصالة والابتكار ومنهج التطوير والتجديد، ولكل طرقه وأهميته؛
- تتسم المنتجات المالية الإسلامية بطبيعتها بالتنوع والتعدد طبقا لتنوع الفرص والاحتياجات التمويلية، كما تعمل على دعم آليات التفاعل الإيجابي بين المؤسسات المالية والجمهور؛
- تتكون الصناعة المالية الإسلامية من المؤسسات بشقيها المصرفية وغير المصرفية، الأسواق المالية والمنتجات المالية والتي تخضع للقوانين والتشريعات المنظمة لعمل الصناعة المالية الإسلامية؛
- تمتاز منهجية الضوابط بأثرها المباشر في التنظيم المنهجي لعملية الاجتهاد في الحكم على المعاملة المالية المعاصرة، حيث تقضي هذه المنهجية بأن الأصل في المعاملات الصحة والإباحة، إلا ما ورد من أسباب المنع التي تطرقت لها الشريعة الإسلامية؛
- تقوم الضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية على العديد من القواعد ومنها: قاعدة الربا، الغرر والجهالة، قاعدة الميسر والقمار، قاعدة الغش والتغريب والخذاع والغبن وقاعدة الإفضاء إلى ترك واجب أو فعل محرّم "نصا أو دلالة"

- تهدف الضوابط الشرعية إلى تيسير طرق المجتهدين والمفتين للوصول إلى حكم المعاملة المالية المعاصرة، والتقريب بين أصول الاستدلال الخاصة من خلال تضييق موارد الخلاف الفقهي في المسائل المالية المعاصرة؛
- يؤدي عدم الالتزام بالضوابط الشرعية إلى العديد من الآثار السلبية والتي اتضحت من خلال هذه الدراسة في الأزمات المالية؛
- تشغل الأزمات المالية مركز الصدارة بين الأزمات الاقتصادية التي تعترض الاقتصاد الرأسمالي وهي نتيجة مباشرة للاختلالات الاقتصادية العامة؛
- جاءت العديد من النظريات الاقتصادية المفسرة للأزمات المالية كنظرية هايمان مينسكي والتي بينت بأن سبب الأزمات المالية المتكررة يتمثل في هشاشة النظام الرأسمالي؛
- واجه النظام المالي العالمي العديد من الأزمات والتي نتج عنها العديد من الآثار كتحقيق خسائر في الناتج الحقيقي، ارتفاع معدلات البطالة، زيادة التكاليف الاجتماعية، وتدهور مستويات الأجور؛
- ارتبطت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 بالعديد من المؤشرات كالارتفاع المطرد في أسعار النفط والارتفاع المتوالي لسعر الفائدة من قبل البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، الأمر الذي شكّل عبئاً إضافياً على القروض العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية فاندلعت الأزمة المالية؛
- اندلعت الأزمة المالية وبسبب ارتباط عدد كبير من المؤسسات المالية بالسوق المالية الأمريكية انتقلت تداعياتها وطالت شركات القروض العقارية والمصارف وصناديق التحوط وشركات الاستثمار والأسواق المالية في جميع أنحاء العالم، فبدأ مسلسل الانهيارات والإفلاسات يطال كبرى الشركات في العالم؛
- أدت الأزمة إلى انكماش الناتج العالمي بـ 1,7% سنة 2009، ودخول الدول المتقدمة في مرحلة الركود الاقتصادي بانخفاض في معدل النمو بـ 3%؛
- أدت الأزمة أيضاً إلى انكماش في التجارة الدولية بنسبة 6,1% سنة 2009 وانخفاض في أسعار البترول بمقدار 50% عن أسعار 2008، ليصل سعر البرميل الواحد إلى 47 دولار أمريكي؛
- من خلال التمعن في تفاصيل الأزمة المالية العالمية وجدنا بأن أسبابها تمثلت في خلل الأنظمة الرأسمالية من جهة وعدم الالتزام بالضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية من جهة أخرى؛
- تعد الفوائض المالية الخارجة والنمو الفاتر لاقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية من أهم الأسباب وراء اندلاع الأزمة المالية العالمية؛
- توافقت ميزة الفوائض المالية للاقتصاديات الناشئة مع بروز سمات مفاجئة تمثلت في المستوى المتدني لأسعار الفائدة الاسمية والحقيقية على المدى الطويل، في وقت كان يشهد فيه النمو الاقتصادي سرعة عالية فأنتجت الأموال الرخيصة وفرة من الابتكار المالي والاقتراض الذي كان السبب الأولي للارتفاع الشديد في أسعار المنازل؛

- شجعت المستويات المتدنية لأسعار الفائدة- والتي اتضح بأنها مصطنعة- شجعت على التوسع في الاقتراض دون وجود قيمة مضافة أو نمو في الإنتاجية الأمر الذي أدى إلى انفجار فقاعة سوق العقارات؛
- انتهت طفرة العقارات في منتصف عام 2006 وبدأت أسعار الفائدة في الارتفاع خوفا من تزايد معدل التضخم، مما جعل بنوك الرهن العقاري تعتمد إلى رفع الفوائد على القروض السابقة، مما ترتب عليه رفع الأقساط الشهرية على المقترضين والذي بدورهم لم يكونوا يعلمون بهذه الإجراءات، فعجزوا عن السداد واستولت البنوك على منازلهم وعرضتها للبيع؛
- يعد اعتماد الابتكارات المالية من قبل مؤسسات الوساطة المالية سببا في الإفراط في المديونية ما جعل الاقتصاد العام ينقلب من وضعية قوية إلى وضعية هشّة؛
- ارتبطت الأزمة المالية العالمية بصورة أساسية بسعر الفائدة، والذي اصطلح على تسميته في الشريعة الإسلامية بالربا وهو أحد الضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية؛
- يتضح الربا في الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 من خلال:
 - هيكل الاستدانة أي "التوسع في منح القروض المصرفية" والذي يعد بحسب مينسكي الخاصة الداخلية لوقوع الأزمات المالية؛
 - قيام النظام المصرفي الدولي على الربا أخذا وعطاء، حيث كلما ارتفع معدل الفائدة على الودائع كلما ارتفع معدل الفائدة على القروض الممنوحة للأفراد والشركات، والمستفيد هم البنوك والوسطاء الماليين، أمّا العبء فيقع على المقترضين، وهو ما يتنافى مع قاعدة الغنم بالغرم؛
 - أدى الارتفاع المتوالي لسعر الفائدة من قبل الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي إلى زيادة أعباء القروض العقارية من حيث خدمتها وسداد أقساطها، ومع توقف عدد كبير من المقترضين عن سداد أقساطهم انهارت البنوك وتلتها الأسواق المالية في الولايات المتحدة، وبدأت الأزمة تطل أوروبا والعالم؛
- اتضح ضابط الغرر في الأزمة المالية العالمية من خلال الاستثمار في المشتقات المالية، والتي تنطوي على الغرر من خلال قيامها على المبادلات الصفيرية، أي أن أرباح أحد الأطراف تمثل خسارة للطرف الآخر، كما ينتفي فيها الملك والقدرة على التسليم ويسوى الفرق ربحا أو خسارة؛
- اتضح ضابط الميسر في الأزمة المالية العالمية من خلال زيادة الفجوة بين الالتزامات المالية والثروة الحقيقية، فكلما ازداد عدد المراهنين ازداد مجموع خسائر الخاسرين من جزاء هبوط السوق، حيث اكتظت الأسواق المالية بتجارة المخاطر المبنية على الميسر والقمار فأصبح لا يمكن التفريق بين المعاملات الحقيقية وبين المقامرة؛
- اتضح ضابط بيع الدين بالدين في الأزمة المالية العالمية من خلال عملية بيع الديون العقارية وذلك من خلال تجميعها وتحويلها إلى أوراق مالية يمكن لأي مستثمر في العالم شراؤها، وبسبب تعثر الأسر الأمريكية عن سداد قروض السكنات التي تم شراؤها عن طريق القروض المصرفية مقابل رهن العقارات المعنية نفسها، ولما

- أحست البنوك الدائنة بخطر عدم التسديد للقروض المصنفة تصنيفاً رديئاً Subprime تهرّبت من مسؤولياتها ببيع هذه الأصول المشكوك في تحصيلها إلى جهات خارجية، فتحوّلت آلية بيع الدين من آلية تحوط من المخاطر إلى سبب في تعمقها؛
- أدّت عمليات بيع الدين بالدين إلى انتقال الأزمة إلى أسواق عالمية، الأمر الذي نتج عنه هوة بين حجم المديونية والأصول الحقيقية؛
 - إن من أهم تبعات بيع الدين بالدين نجد غياب المسؤولية عن المؤسسات المقرضة، انتقال الأزمة إلى مصارف أخرى حول العالم، نمو الاقتصاد الوهمي على حساب الاقتصاد الحقيقي.
 - اتضح ضابط التدليس في الأزمة المالية العالمية من خلال سلوك المستثمرين لسلوك القطيع الناتج عن انتشار العديد من المغالطات والمعلومات الكاذبة وافتعال الشائعات التي لا أساس لها من الصحة بهدف إحداث تأثير معين على المتعاملين، والسعي إلى تحقيق مغام وراء ذلك على غير وجه حق، وهو من أوجه أكل أموال الناس بالباطل والمحرم في شريعتنا؛
 - قدمت الصناعة المالية الإسلامية العديد من البدائل عن مسببات الأزمة المالية العالمية ومن أبرزها:
 - عائد الربح في عقود الأتجار، عائد عقد السلم، عائد الإجارة وهي بدائل عن معدلات الفائدة "الربا"؛
 - سندات المقارضة وشهادات الاستثمار الإسلامي والصكوك بأنواعها، كبديل عن منتجات الابتكار المالي؛
 - القرض الحسن كبديل عن القرض الربوي؛
 - المنح؛ كالمنح الإنتاجية، الاستهلاكية، وهي بديل عن البيوع المحرّمة؛
 - مبدأ إنظار المعسر، أي التيسير على المقترض الذي لا يستطيع سداد دينه لأسباب قهرية.
 - تبين من خلال الدراسة التطبيقية النتائج التالية:
 - استطاعت سوق رأس المال الإسلامية الماليزية أن تتجنب الآثار المدمرة للأزمة المالية العالمية وذلك بسبب تداولها لمنتجات مالية ملتزمة بالضوابط الشرعية، حيث استحوذت صناعة الأسهم المتوافقة مع الشريعة والصكوك على التمويل في ماليزيا، واتسمت بنمو حسن أثناء الأزمة، وبالتالي نؤكد على صحة الفرضية الرابعة والتي جاءت من الشكل: استطاعت سوق رأس المال الإسلامي الماليزي أن تنجو من حدة الأزمة المالية بسبب قيامها على منتجات مالية ملتزمة بالضوابط الشرعية كالصكوك والأسهم الإسلامية؛
 - ظلت ماليزيا تحافظ على مركز الصدارة على صعيد الإصدارات العالمية للصكوك خلال سنة الأزمة، وتنفرد بكونها السوق الوحيدة في العالم الإسلامي التي تتجاوز الصكوك القائمة فيها حاجز 100 مليار دولار بفارق كبير؛

- اتضح من خلال الدراسة القياسية أن للأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية تأثير قوي و إيجابي على رزمة سوق رأس المال الماليزي، وهو ما يتفق مع الدراسة التحليلية، وبالتالي نؤكد على صحة الفرضية الخامسة والتي تجزم على وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين النمو المتواصل لرزمة سوق رأس المال الماليزي والأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية؛
- بيّن معامل التحديد R^2 وجود قدرة تفسيرية كبيرة جدا بلغت 0,99 وهي تدل على أن الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية تساهم في تفسير رزمة سوق رأس المال الماليزي بنسبة قدرها 99% والباقي أي (1%) يعود إلى متغيرات أخرى غير مدرجة في النموذج؛
- وفي الحديث عن السوق المالي الإماراتي توصلت الدراسة بشقيها التحليلي والقياسي إلى النتائج التالية:
 - سجّل أداء سوق أبوظبي للأوراق المالية في نهاية عام 2008 تراجعاً مقارنة مع نهاية عام 2007 جرّاء تداعيات الأزمة المالية العالمية؛
 - انخفضت القيمة السوقية للأسهم المدرجة في سوق أبوظبي سنة حدوث الأزمة "2008" مقارنة بسنة 2007 بنسبة 43,2% وذلك بسبب انخفاض قيمة الأسهم المتداولة؛
 - أظهر أداء سوق أبوظبي ارتفاعاً طفيفاً بعد الأزمة وبالتحديد سنة 2009، في حين شهدت الأسهم المتداولة انخفاضاً خلال الربع الرابع من سنة 2008؛
 - أدت الأزمة المالية العالمية إلى انخفاض وتيرة نمو السوق منذ اندلاع الأزمة وبعدها بسنوات، بسبب تداول منتجات مالية غير ملتزمة بالضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية؛
 - سجل أداء سوق دبي المالي تراجعاً ملحوظاً سنة 2008 مقارنة بسنة 2007، حيث انخفضت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بنسبة 54,3%؛
 - بلغ حجم الخسائر التي تكبدها المتعاملون في مجمل السوق المالية الإماراتية نحو 460,76 مليار درهم إماراتي، وكان نصيب سوق دبي منها نحو مليار درهم؛
 - شهدت سنة 2008 انخفاض عدد الأسهم المتداولة في سوق دبي المالي بنسبة 27,3% بالمقارنة مع سنة 2007؛
 - ظلت تداعيات الأزمة المالية تلقي بظلالها على سوق دبي المالي بعد الأزمة، وبالتحديد سنة 2009 أين شهدت مؤشرات السوق انخفاض القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بنسبة 7,9%، كما شهدت القيمة السوقية لسوق دبي المالي انخفاضاً بنسبة 6,43% من إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية؛
- تتطابق هذه النتائج مع الفرضية السابعة والتي جاءت لتوضح أن حدّة تأثر السوق المالي الإماراتي بالأزمة المالية كانت أكبر من السوق المالي الماليزي خلال فترة الدراسة؛
- وبالرجوع إلى الدراسة القياسية نخلص إلى جملة النتائج التالية:

- وجود علاقة تأثير كبيرة بين القيمة السوقية للأسهم التقليدية والرسملة السوقية لسوق دبي المالي؛
- أظهر معامل التحديد R^2 وجود قدرة تفسيرية كبيرة بلغت 0,78 وهي تدل على أن الأسهم التقليدية تساهم في تفسير رسملة سوق دبي المالي بنسبة قدرها 78% والباقي أي (22%) يعود إلى متغيرات أخرى غير مدرجة في النموذج؛ وهو ما يؤكد صحة الفرضية السادسة والتي بينت وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الأسهم التقليدية ورسملة سوق دبي المالي؛
- أظهرت الدراسة بشقيها التحليلي والقياسي أن الأسهم التقليدية لم تساهم في التحوط من مخاطر الأزمة، بل على النقيض تماما اتضح بأن تداولها أصبح سببا في انهيار سوق دبي المالي؛
- من خلال المقارنة بين السوقين الماليزي والإماراتي اتضح بأن سبب نجاة السوق الماليزي من تداعيات الأزمة المالية هو التعامل بمنتجات مالية ملتزمة بالضوابط الشرعية كالأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والصكوك والتي لعبت دورا مهما في التحوط وحماية السوق من تداعيات الأزمة، في حين كان أثر الأزمة المالية على السوق المالي الإماراتي قويا الشدة بسبب تداول منتجات مالية غير ملتزمة بالضوابط الشرعية كالأسهم التقليدية، والتي تحتوي على الربا والغرر لذلك كانت سببا في تأجج الأزمة بدلا من أن تكون سببا في حماية السوق، وهو ما يثبت صحة دراستنا في أن الالتزام بالضوابط الشرعية يحد ويقي الأسواق المالية من الأزمات المتكررة.

ثانيا: آفاق الدراسة

كغيرها من الدراسات والبحوث، تحتاج هذه الدراسة جهودا إضافية وخاصة مع ما يشهده العالم تطورات وأحداث على صعيد الأسواق المالية وابتكار منتجات مالية تهدف في مجملها إلى تحقيق الربح الفاحش دون النظر إلى مكونات العملية المالية، وفي ظل ما تشهده الأسواق المالية من احتمال تعرضها لأزمات مالية، تقدم الباحثة نداءا للاقتصاديين من طلبة وباحثين للسير قدما في مثل هذه الدراسات لأنها تعد سبيل النجاة من الأزمات بأنواعها، بل تقدم طرقا مبتكرة للنهوض بالاقتصاديات العربية والإسلامية والعالمية، كيف لا وهي سبل قائمة على ضوابط ربانية خالية من الخطأ والغرر، قائمة على العدل والإنصاف وتساهم في توليد الثروة وتعزيز النمو الاقتصادي.

وفي الختام، الحمد لله عدد ما كان وما هو كائن وما سيكون

والحمد لله عدد الحركات وعدد السكون

الصفحة	الموضوع
	البسمة
	آية قرآنية
	الإهداء
	شكر وتقدير
(أ-ي)	المقدمة
(1-98)	الفصل الأول: التاصيل النظري للصناعة المالية الإسلامية وضوابطها الشرعية
2	المبحث الأول: الصناعة المالية الإسلامية
2	المطلب الأول: ماهية الصناعة المالية الإسلامية
3	الفرع الأول: تعريف الصناعة المالية الإسلامية
4	الفرع الثاني: خصائص الصناعة المالية الإسلامية
6	الفرع الثالث: أهمية الصناعة المالية الإسلامية
7	الفرع الرابع: أهداف الصناعة المالية الإسلامية
7	المطلب الثاني: نشأة وتطور الصناعة المالية الإسلامية
8	الفرع الأول: تاريخ الصناعة المالية الإسلامية
11	الفرع الثاني: نقاط فاصلة في تاريخ الصناعة المالية الإسلامية
12	الفرع الثالث: أسباب الحاجة إلى الصناعة المالية الإسلامية.
13	المطلب الثالث: مرتكزات الصناعة المالية الإسلامية
13	الفرع الأول: مبادئ الصناعة المالية الإسلامية
15	الفرع الثاني: أسس الصناعة المالية الإسلامية
16	الفرع الثالث: مناهج تطوير منتجات الصناعة المالية الإسلامية
23	الفرع الرابع: دعم آليات التطوير والابتكار في منتجات الصناعة المالية الإسلامية
24	المبحث الثاني: مكونات الصناعة المالية الإسلامية
24	المطلب الأول: المؤسسات المالية الإسلامية
24	الفرع الأول: ماهية المؤسسات المالية الإسلامية
26	الفرع الثاني: أنواع المؤسسات المالية الإسلامية.
50	المطلب الثاني: الأسواق المالية الإسلامية

50	الفرع الأول: تعريف الأسواق المالية الإسلامية
51	الفرع الثاني: خصائص الأسواق المالية الإسلامية
51	الفرع الثالث: مقومات إقامة الأسواق المالية الإسلامية ومتطلباتها
52	المطلب الثالث: المنتجات المالية الإسلامية
52	الفرع الأول: مفهوم المنتجات المالية الإسلامية
55	الفرع الثاني: أنواع منتجات الصناعة المالية الإسلامية
59	المطلب الرابع: التمويل الإسلامي
59	الفرع الأول: مفهوم التمويل الإسلامي
60	الفرع الثاني: صيغ التمويل الإسلامي
78	المبحث الثالث: ضوابط الصناعة المالية الإسلامية.
78	المطلب الأول: الضوابط العامة للمعاملات المالية الإسلامية
78	الفرع الأول: مفهوم الضوابط الشرعية.
80	الفرع الثاني: الاستناد إلى الشريعة الإسلامية
80	الفرع الثالث: الأتجار في الطيبات
80	الفرع الرابع: مبدأ المشاركة في الربح والخسارة "الغنم بالغرم" والخراج بالضمان
81	المطلب الثاني: الضوابط الشرعية المتعلقة بالعقود
81	الفرع الأول: الضوابط الشرعية المتعلقة بالعائد
82	الفرع الثاني: الضوابط الشرعية المتعلقة بالمعقود عليه "محل العقد"
87	الفرع الثالث: الضوابط الشرعية المتعلقة بالثمن أو العوض
92	المطلب الثالث: الضوابط الشرعية للتعامل في الأسواق المالية الإسلامية
92	الفرع الأول: الالتزام بالقيم الإسلامية
93	الفرع الثاني: الإفصاح والمنافسة الحرة.
93	الفرع الثالث: تحريم الاحتكار والقمار "الميسر"
94	الفرع الرابع: تجنب البيوع والعقود غير المشروعة
94	الفرع الخامس: الوفاء بالعهود والعقود
95	المطلب الرابع: الضوابط الشرعية للمنتجات المالية الإسلامية
95	الفرع الأول: الضوابط الشرعية الخاصة بالصكوك الإسلامية

95	الفرع الثاني: الضوابط الشرعية الخاصة بإصدار الأسهم
96	الفرع الثالث: الضوابط الشرعية للتأمين التكافلي
97	المطلب الخامس: الآثار السلبية لعدم الالتزام بالضوابط الشرعية
98	خلاصة الفصل الأول
(99-185)	الفصل الثاني: الضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية والأزمة المالية العالمية
100	المبحث الأول: الأزمة المالية العالمية في ظل التقلبات الاقتصادية الدورية
100	المطلب الأول: الأزمات المالية دراسة نظرية
100	الفرع الأول: التقلبات الاقتصادية الدورية ومفهوم العدوى المالية
102	الفرع الثاني: ماهية الأزمات المالية
117	الفرع الثالث: الآثار السلبية لأزمات النظام المالي العالمي
118	المطلب الثاني: الأزمة المالية العالمية "أزمة الرهن العقاري"
118	الفرع الأول: الأزمة بدايتها، تداعياتها
123	الفرع الثاني: مراحل أزمة الرهن العقاري في ظل النظريات الاقتصادية
128	المبحث الثاني: الأزمة المالية العالمية بين الضوابط الشرعية وحلل الأنظمة الرأسمالية
128	المطلب الأول: الأزمة المالية العالمية في ظل حلل الأنظمة الرأسمالية
128	الفرع الأول: الفوائض المالية "ارتفاع حجم السيولة"
133	الفرع الثاني: الركود الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية
134	الفرع الثالث: انخفاض معدلات الفائدة للاقتصاد الأمريكي والتوسع في الإقراض
136	الفرع الرابع: الرافعة المالية والتوسع في المديونية
136	الفرع الخامس: الرهن العقاري وانخفاض التصنيف الائتماني
139	الفرع السادس: الابتكارات المالية "الهندسة المالية"
143	الفرع السابع: التوسع الائتماني وغياب الرقابة الفعالة
144	المطلب الثاني: مظاهر عدم الالتزام بالضوابط الشرعية في الأزمة المالية العالمية
144	الفرع الأول: ضابط تحريم الربا ومواطنه في الأزمة المالية العالمية
153	الفرع الثاني: ضابط الغرر في الأزمة المالية العالمية
157	الفرع الثالث: مواطن الميسر "القمار" في الأزمة المالية العالمية حسب نظرية انفجار الفقاعة

159	الفرع الرابع: ضابط بيع الدين بالدين "التوريق" في الأزمة المالية العالمية
166	الفرع الخامس: ضابط التدليس في الأزمة المالية العالمية ضمن نظرية سلوك القطيع
167	المبحث الثالث: تداعيات الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية والبدائل الشرعية عن مسبباتها
167	المطلب الأول: عالمية تأثير الأزمة المالية
170	المطلب الثاني: أثر الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية
170	الفرع الأول: الأثر على الأسواق المالية الغربية
172	الفرع الثاني: الأثر على الأسواق المالية العربية
175	المطلب الثالث: البدائل الشرعية عن مسببات الأزمة المالية العالمية
175	الفرع الأول: المقترحات السابقة لإيجاد مؤشر مالي إسلامي بديل عن سعر الفائدة
177	الفرع الثاني: بدائل معدل الفائدة
178	الفرع الثالث: بدائل يقوم أساسها الفقهي على المضاربة
181	الفرع الرابع: القرض الحسن بديل عن القرض الربوي
181	الفرع الخامس: المنح كبديل عن البيوع المحرمة
182	الفرع السادس: مبدأ إنظار المعسر
183	المطلب الرابع: الالتزام بالضوابط الشرعية يقي من الأزمات المالية
183	الفرع الأول: الالتزام بالأخلاق في المعاملات
184	الفرع الثاني: منع الغش والتدليس
184	الفرع الثالث: تحريم العقود الوهمية
185	خلاصة الفصل الثاني
(186-266)	الفصل الثالث: السوق المالي الإسلامي الماليزي بين الالتزام بالضوابط الشرعية وتداعيات الأزمة المالية
187	المبحث الأول: الاقتصاد الماليزي وبوادر تجربة تنمية ناجحة
187	المطلب الأول: واقع الاقتصاد الماليزي
187	الفرع الأول: ماليزيا، التكوين السكاني والديني
189	الفرع الثاني: أبرز معالم النظام السياسي الماليزي وعناصر نجاحه
191	الفرع الثالث: العرقية والهياكل الممثلة للسلطة في ماليزيا
193	المطلب الثاني: التجربة التنموية الماليزية

193	الفرع الأول: الاقتصاد الماليزي قبل الشروع في عملية التنمية
194	الفرع الثاني: انطلاقا التجربة التنموية الماليزية
195	الفرع الثالث: إستراتيجية التجربة التنموية الماليزية
198	الفرع الرابع: البرامج التنموية وعوامل نجاح التجربة الماليزية
201	المبحث الثاني: سوق رأس المال الماليزي
201	المطلب الأول: النظام المالي الماليزي
202	الفرع الأول: التعايش بين النظامين الماليين التقليدي والإسلامي
204	الفرع الثاني: التوجه الإسلامي للنظام المصرفي بماليزيا
213	المطلب الثاني: الإطار العام لسوق رأس المال الماليزي
213	الفرع الأول: مفهوم ونشأة سوق رأس المال الماليزي
214	الفرع الثاني: أقسام سوق رأس المال الماليزي
220	المبحث الثالث: سوق رأس المال الإسلامي الماليزي
220	المطلب الأول: الإطار العام لسوق رأس المال الإسلامي الماليزي
221	الفرع الأول: مفهوم ونشأة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي
224	الفرع الثاني: خصائص ووظائف سوق رأس المال الإسلامي الماليزي
226	الفرع الثالث: أسباب تطور سوق رأس المال الإسلامي الماليزي
226	المطلب الثاني: الإطار التشريعي والتنظيمي لسوق رأس المال الإسلامي الماليزي
226	الفرع الأول: الإطار التشريعي لسوق رأس المال الإسلامي الماليزي
231	الفرع الثاني: الإطار التنظيمي لسوق رأس المال الإسلامي الماليزي
234	المطلب الثالث: أدوات سوق رأس المال الإسلامي الماليزي
235	الفرع الأول: أدوات الملكية الإسلامية
236	الفرع الثاني: الصكوك "السندات الإسلامية"
237	الفرع الثالث: الصناديق الإسلامية للاستثمار العقاري
237	الفرع الرابع: خدمات الوساطة
238	المبحث الرابع: أثر الأزمة المالية على السوق المالي في ظل التزامه بالضوابط الشرعية
238	المطلب الأول: أثر الأزمة المالية على سوق رأس المال الماليزي "التقليدي" خلال الفترة 2007-2009

239	الفرع الأول: أثر الأزمة المالية على العملات وأسواق المال
240	الفرع الثاني: التأثير على النظام المصرفي
240	الفرع الثالث: التأثير على سوق رأس المال
241	المطلب الثاني: أثر الأزمة المالية على سوق رأس المال الإسلامي الماليزي
242	الفرع الأول: أثر الأزمة المالية على تطور منتجات سوق رأس المال الإسلامي الماليزي
245	الفرع الثاني: تحليل أداء سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال الفترة 2006-2016
245	أولا: أثر الأزمة المالية العالمية على تطور الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية
248	ثانيا: أثر الأزمة المالية العالمية على رسملة السوق المالي الإسلامي بماليزيا
249	ثالثا: أثر الأزمة المالية العالمية على تطور الصكوك الإسلامية
253	المطلب الثالث: دراسة العلاقة القائمة بين الالتزام بالضوابط الشرعية والأزمة المالية العالمية
254	الفرع الأول: بناء النموذج القياسي
254	أولا: النمذجة في الاقتصاد القياسي
255	ثانيا: خطوات إعداد النموذج القياسي
256	ثالثا: كيفية بناء النموذج القياسي
256	الفرع الثاني: الدراسة الاقتصادية وتحديد متغيرات الدراسة
258	الفرع الثالث: تحديد الشكل الرياضي
258	أولا: نموذج الانحدار الخطي البسيط
259	ثانيا: فرضيات النموذج
259	ثالثا: تعيين شكل الانتشار
260	الفرع الرابع: تقدير وتقييم معاملات النموذج
260	أولا: تقدير معاملات النموذج
261	ثانيا: تقييم معاملات النموذج
262	1: اختبار المعنوية الجزئية "اختبار ستودنت Test de Student"
263	2: اختبار المعنوية الكلية "اختبار فيشر Test de Fisher"
264	3: القدرة التفسيرية "معامل التحديد R^2 "
264	4: البواقي Residual
265	خلاصة النتائج

266	خلاصة الفصل الثالث
(267-341)	الفصل الرابع: أثر الأزمة المالية على السوق المالي الإماراتي
268	المبحث الأول: الإمارات العربية المتحدة، التكوين والاقتصاد
268	المطلب الأول: التعريف بدولة الإمارات العربية المتحدة
268	الفرع الأول: الإمارات العربية المتحدة الموقع والجغرافيا
269	الفرع الثاني: النظام السياسي
272	الفرع الثالث: السياسة الخارجية
273	الفرع الرابع: رؤية الإمارات 2021
275	الفرع الخامس: التنافسية العالمية
276	المطلب الثاني: اقتصاد الإمارات العربية المتحدة
277	الفرع الأول: الخصائص الرئيسية لاقتصاد الإمارات
278	الفرع الثاني: تطور المؤشرات الاقتصادية لدولة الإمارات العربية المتحدة
284	الفرع الثالث: مميزات البيئة الاقتصادية لدولة الإمارات العربية المتحدة
288	المبحث الثاني: السوق المالي الإماراتي
288	المطلب الأول: الإطار العام للسوق المالي الإماراتي
288	الفرع الأول: النشأة
290	الفرع الثاني: مكونات السوق المالي الإماراتي
292	الفرع الثالث: إدارة السوق المالي الإماراتي
293	الفرع الرابع: شروط الإدراج في السوق المالي الإماراتي
294	الفرع الخامس: إنجازات السوق المالي الإماراتي سنة 2016
296	المطلب الثاني: سوق دبي المالي
296	الفرع الأول: الإطار النظري لسوق دبي المالي
302	الفرع الثاني: مميزات سوق دبي المالي وأهم إستراتيجياته
305	الفرع الثالث: قواعد وأنظمة سوق دبي المالي
308	الفرع الرابع: السوق المالية الإسلامية بدبي
311	المطلب الثالث: سوق أبوظبي للأوراق المالية
311	الفرع الأول: التعريف والنشأة

311	الفرع الثاني: عناصر سوق أبوظبي للأوراق المالية
314	الفرع الثالث: الوظائف الرئيسية للسوق
314	الفرع الرابع: الخدمات والمنتجات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية
315	الفرع الخامس: الإطار التنظيمي لسوق أبوظبي
317	الفرع السادس: الإطار التشريعي لسوق أبوظبي
317	المبحث الثالث: تداعيات الأزمة المالية العالمية على السوق المالي الإماراتي
318	المطلب الأول: أثر الأزمة المالية على سوق أبوظبي للأوراق المالية
318	الفرع الأول: أثر الأزمة المالية على عدد الشركات المدرجة
319	الفرع الثاني: أثر الأزمة المالية على مؤشرات أداء سوق أبوظبي للأوراق المالية
323	المطلب الثاني: أثر الأزمة المالية على سوق دبي للأوراق المالية.
323	الفرع الأول: الدراسة التحليلية
330	الفرع الثاني: دراسة أثر الأسهم التقليدية على رزمة سوق دبي المالي خلال الفترة (2006-2016)
331	أولاً: الدراسة الاقتصادية وتحديد متغيرات الدراسة
332	ثانياً: تحديد الشكل الرياضي
332	1: نموذج الانحدار الخطي البسيط
332	2: تعيين شكل الانتشار
333	ثالثاً: تقدير وتقييم معاملات النموذج
333	1: تقدير معاملات النموذج
334	2: تقييم معاملات النموذج
334	1-2: اختبار المعنوية الجزئية "اختبار ستيودنت Test de Student"
335	2-2: اختبار المعنوية الكلية "اختبار فيشر Test de Fisher"
336	2-3: القدرة التفسيرية "معامل التحديد R^2 "
336	2-4: البواقي Residual
337	خلاصة النتائج
337	الفرع الثالث: أثر الأزمة المالية على التشريعات في السوق المالي الإماراتي
338	الفرع الرابع: إجراءات حكومة الإمارات العربية المتحدة للخروج من الأزمة المالية

فهرس المحتويات

341	خلاصة الفصل الرابع
342	الخاتمة
349	فهرس المحتويات
358	فهرس الأشكال
361	فهرس الجداول
363	قائمة المراجع

فهرس الأشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
38	أنواع المخاطر بالبنوك الإسلامية	(1-1)
48	الدول الأعضاء الأكبر مساهمة في رأس مال البنك الإسلامي للتنمية	(2-1)
54	مراحل تقويم المنتجات المالية الإسلامية	(3-1)
69	آلية عقد المراجعة	(4-1)
107	الأزمة المصرفية كسبب مفسر لأزمة العملة وفقا لنموذج 1987 Velasco	(1-2)
114	تطور مؤشر داو جونز الصناعي ببورصة وول ستريت 1929	(2-2)
121	تصاعد محقق لإصدارات الائتمانات المهيكلية الأوروبية والأمريكية	(3-2)
124	ارتفاع أسعار المنازل بالولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (2007-2000)	(4-2)
129	التضخم العالمي وتقلباته	(5-2)
129	التضخم في بلدان منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية وتقلباته	(6-2)
130	المساهمات في النمو العالمي بأسعار الصرف المقومة بتبادل القوى الشرائية ومتوسط الفترات	(7-2)
130	النمو الفاتر للوم أ بالمقارنة مع الاقتصاديات الناشئة (1970-2005)	(8-2)
133	أهم الدول الآسيوية المالكة لسندات حكومية أمريكية	(9-2)
134	مؤشر داو جونز ونيكاي في الوم أ (سبتمبر 2008-أفريل 2009)	(10-2)
135	أسعار العقارات وأسعار الفائدة (بعد ارتفاع وانخفاض أسعار المنازل في الوم أ)	(11-2)
135	معدل عجز العائلات عن تسديد قروض الرهن العقاري (%)	(12-2)
137	تطور قروض الرهن العقاري في الوم أ خلال الفترة 2006-2001	(13-2)
137	عدد العقارات السكنية الخاضعة لإجراءات الرهن خلال الفترة (2010-2007)	(14-2)
138	تطور أسعار العقارات في الوم أ خلال الفترة (2015-1950)	(15-2)
138	تدهور التصنيف الائتماني : الأوراق المالية للشركات وانخفاض المرتبة الائتمانية، الانخفاض عن ترتيب الإصدار الأصلي (%)	(16-2)
141	تشريح قروض الرهن العقاري من الدرجة الثانية	(17-2)
147	تطور معدل الفائدة الأولي والثانوي للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي خلال الفترة 2008-2003	(18-2)

156	تطور المشتقات المالية في العالم خلال الفترة (2006-2015)	(19-2)
164	الهرم المقلوب	(20-2)
171	هبوط مؤشرات أداء الأسواق الدولية منذ أواخر 2007	(21-2)
173	تأثير أزمة الرهونات العقارية على أسواق دول مجلس التعاون الخليجي	(22-2)
174	تراجع القيمة السوقية للأسواق المالية العربية جرّاء أزمة الرهونات العقارية	(23-2)
174	تھاوي الأسواق المالية العربية جرّاء أزمة الرهونات العقارية	(24-2)
204	تكامل مختلف عناصر النظام المالي الإسلامي في ماليزيا	(1-3)
212	الحصة السوقية للمصارف الإسلامية مقارنة بالمصارف التقليدية في ماليزيا لسنة 2007	(2-3)
222	تطور سوق رأس المال الإسلامية الماليزية	(3-3)
232	ماليزيا تنتهج منهجا تدريجيا وشاملا لتنمية وتطوير قطاع التمويل الإسلامي وسوق رأس المال الإسلامي	(4-3)
242	منتجات سوق رأس المال الإسلامي الماليزي	(5-3)
247	تطور الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية لمجموع الأوراق المالية المدرجة في سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة (2006-2016)	(6-3)
248	نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية مقارنة مع مجموع الأوراق المالية المدرجة خلال سنتي 2008 و 2016	(7-3)
249	تطور رزمة سوق رأس المال الإسلامي لمجموع رزمة السوق المال ككل في ماليزيا خلال الفترة (2006-2016)	(8-3)
251	تطور التعاملات العالمية من الصكوك الماليزية "مليار دولار" (2006-2013)	(9-3)
252	تطور إصدارات الصكوك الإسلامية بالمقارنة مع السندات التقليدية في ماليزيا خلال الفترة (2006-2016)	(10-3)
257	تطور الرزمة السوقية والأسهم الإسلامية في سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة (2006-2016)	(11-3)
260	علاقة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية برزمة السوق المالي الماليزي	(12-3)
265	تقلب قيم الأسهم المتوافقة مع الشريعة ورزمة سوق رأس المال بماليزيا خلال الفترة (2006-2016)	(13-3)
278	تطور الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية في الإمارات العربية المتحدة (1975-)	(1-4)

	2015	
279	تطور قيمة الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي	(2-4)
298	المتعاملون المعتمدون في سوق دبي المال	(3-4)
304	الرؤية الإستراتيجية لسوق دبي المالي	(4-4)
307	محرك التداول في سوق دبي المالي	(5-4)
316	الهيكل التنظيمي لسوق أبوظبي للأوراق المالية	(6-4)
318	تطور عدد الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية خلال الفترة (2006-2016)	(7-4)
320	تطور مؤشرات أداء سوق أبوظبي للأوراق المالية خلال الفترة (2006-2016)	(8-4)
320	تطور معدل دوران السهم ومتوسط التداول اليومي بسوق أبوظبي للأوراق المالية خلال الفترة (2006-2016)	(9-4)
324	تطور عدد الشركات المدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة (2006-2016)	(10-4)
326	تطور مؤشرات أداء سوق دبي المالي خلال الفترة (2006-2016)	(11-4)
326	تطور معدل دوران السهم ومتوسط التداول اليومي بسوق دبي المالي خلال الفترة (2006-2016)	(12-4)
333	تطور الأسهم التقليدية و رسملة سوق دبي المالي خلال الفترة (2006-2016)	(13-4)
336	تقلب قيم الأسهم التقليدية ورسملة سوق دبي المالي خلال الفترة (2006-2016)	(14-4)

فهرس الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
45	تطور صناعة التأمين التكافلي	(1-1)
59	نماذج لأهم المنتجات المالية المركبة في البنوك الإسلامية	(2-1)
117	خسائر الناتج التراكمية نتيجة لأزمة التسعينات "كنسبة مئوية من الناتج الممكن"	(1-2)
132	تطور حساب العمليات الجارية والاحتياطات الرسمية	(2-2)
168	النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي لبعض مناطق الدول النامية مقارنة بين سنتي 2008 و 2009	(3-2)
175	المقترحات السابقة لإيجاد مؤشر مالي إسلامي بديل عن سعر الفائدة	(4-2)
179	نموذج مقارنة بين سندات بفائدة وسندات المقارضة	(5-2)
200	التحول الهيكلي للاقتصاد الماليزي خلال الفترة (1979-1999)	(1-3)
206	تطور ونمو الأصول المالية الإسلامية بماليزيا خلال سنة 2012	(2-3)
239	معدل سعر صرف الرينجت الماليزي خلال السنوات 2007، 2008 و 2009	(3-3)
240	القروض المتعثرة في البنوك الماليزية خلال الفترة 2007-2009 "بليون رينجت ماليزي"	(4-3)
241	مؤشر KLSE المركب خلال الفترة 2007-2009 للسوق المالي الماليزي	(5-3)
246	تطور الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة (2006-2016)	(6-3)
248	تطور رزمة السوق المالي الإسلامي بماليزيا	(7-3)
250	إصدارات الصكوك في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال الفترة (2006-2016)	(8-3)
252	تطور إصدارات الصكوك الإسلامية بالمقارنة مع السندات التقليدية في ماليزيا خلال الفترة (2006-2016)	(9-3)
258	الرزمة السوقية والأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في ماليزيا للفترة (2006-2016)	(10-3)
261	نتائج تقدير أثر الأسهم المتوافقة مع الشريعة على رزمة سوق رأس المال الماليزي	(11-3)
280	تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر بدولة الإمارات العربية المتحدة عن الفترة 2011-2015	(1-4)

283	التطورات النقدية في دولة الإمارات العربية المتحدة للفترة 2014-2015	(2-4)
284	التطورات المصرفية لعامي 2014-2015 بدولة الإمارات العربية المتحدة	(3-4)
299	مهام شركات الحفظ الأمين في سوق دبي المالي	(4-4)
318	تطور عدد الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية خلال الفترة (2006-2016)	(5-4)
319	تطور المؤشرات المالية في سوق أبوظبي للأوراق المالية خلال الفترة (2006-2016)	(6-4)
323	تطور الشركات المدرجة في سوق دبي المالي للفترة (2006-2016)	(7-4)
325	المؤشرات المالية في سوق دبي المالي للفترة (2006-2016)	(8-4)
331	الرسمة السوقية والأسهم التقليدية في سوق دبي المالي للفترة (2006-2016)	(9-4)
333	نتائج تقدير أثر الأسهم التقليدية على رسمة سوق دبي المالي	(10-4)

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

1 الكتب

- 1- ابن عابدين محمد أمين بن عمر، رد المحتار على الدر المختار، الجزء الخامس، دون دار نشر، دون بلد نشر.
- 2- ابن عاشور، محمد الطاهر، التحرير والتنوير، دار سحنون، دون سنة نشر.
- 3- ابن كثير، إسماعيل الدمشقي، تفسير ابن كثير، دار طيبة، دون بلد نشر، 2002.
- 4- ابن منظور، أبو الفضل محمد بن مكرم، لسان العرب، دار صادر، دون بلد نشر، 2003.
- 5- أبو زهرة، محمد، زهرة التفاسير، دار الفكر العربي، دون بلد نشر، دون سنة نشر.
- 6- أبو سليمان، عبد الوهاب إبراهيم، عقد الإجارة مصدر من مصادر التمويل الإسلامي، دراسة فقهية مقارنة، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2000.
- 7- أبو شادي، محمد إبراهيم، البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
- 8- الأسرح، حسين عبد المطلب، تأثيرات الأزمة الاقتصادية العالمية على الاقتصاد العربي، المركز الثقافي الإعلامي، الإمارات العربية المتحدة، دون سنة نشر.
- 9- إسماعيل محمد صادق، التجربة المالية، مهاتير محمد والصحة الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، 2014.
- 10- الأشقر، أحمد، الاقتصاد الكلي، الطبعة الأولى، الدار العلمية للنشر، الأردن، 2002.
- 11- آل فواز، مبارك بن سليمان، الأسواق المالية من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 2010.
- 12- الألوسي، شهاب الدين محمود، تفسير الألوسي، دار إحياء التراث العربي، دون بلد نشر.
- 13- أندراوس، عاطف وليم، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
- 14- الأندلسي، عبد الحق ابن عطية، تفسير ابن عطية، الطبعة الثانية، وزارة الأوقاف القطرية، قطر، 2007.
- 15- البروراي شعبان محمد إسلام، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، الطبعة 1، دار الفكر، دمشق، 2002.
- 16- البصري، أبو الحسن علي الماوردي، الحاوي الكبير في فقه مذهب الإمام الشافعي، كتاب البيوع، فصل القول في ماهية البيوع، دار الكتب العلمية، 1999.
- 17- البصري، أبو الحسن علي الماوردي، تفسير الماوردي، دار الكتب العلمية، دون بلد نشر، دون سنة نشر.
- 18- البكري، جواد كاظم، فح الاقتصاد الأمريكي الأزمة المالية العالمية 2008، الطبعة الأولى، مركز حوراي للبحوث والدراسات الإستراتيجية، بغداد، كانون الأول، 2011.
- 19- بلعباس، عبد الرزاق سعيد، قراءة في تقرير مجلس التحليل الاقتصادي الفرنسي الموجه للوزير الأول الفرنسي حول أزمة Subprime، الطبعة الأولى، حوار الأربعاء، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2008-2009.
- 20- بلعجوز، حسين، مخاطر صيغ التمويل في البنوك الإسلامية والبنوك الكلاسيكية دراسة مقارنة، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 21- بلواني، أحمد مهدي، أزمة عقار أم أزمة نظام؟، حوار الأربعاء، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 2008-2009.
- 22- بوجلال، محمد، البنوك الإسلامية، المؤسسة الوطنية للكتاب، الجزائر، 1990.
- 23- البوطي، محمد سعيد رمضان، ضوابط المصلحة في الشريعة الإسلامية، الطبعة الرابعة، دار الفكر، دمشق، 2005.

- 24-البوطي، محمد سعيد رمضان، محاضرات في الفقه المقارن، دار الفكر المعاصر، بيروت، 2001.
- 25-الترمذي، محمد بن عيسى، سنن الترمذي، كتاب البيوع، دار الكتب العلمية، دون سنة نشر.
- 26-الجرف، محمد سعدو، مبادئ التأمين والتكافل، قسم الاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، دون دار نشر، دون سنة نشر.
- 27-الجوزي، أبي الفرج جمال الدين، زاد المسير، الطبعة الثالثة، المكتب الإسلامي، 1984.
- 28-حسن، أيوب، فقه المعاملات المالية في الإسلام، الطبعة الأولى، دار السلام، القاهرة، مصر، 2003.
- 29-حسين، عدنان السيد، الأزمة العالمية، الطبعة الأولى، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، 2010.
- 30-الحقيل، مساعد بن عبد الله بن محمد، ربح ما لم يضمن، دراسة تأصيلية تطبيقية، الطبعة الأولى، دار الميمان للنشر والتوزيع، الرياض، 2011.
- 31-حماد، طارق عبد العال، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 32-الحمزوي، بسام وفتاة، أمين عبد الرحمان، البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، الطبعة الأولى، دار البشائر، دمشق، 2009.
- 33-الحنبلي، أبو إسحاق برهان الدين، المبدع في شرح المقنع، المكتب الإسلامي، معجم ألفاظ الفقه الحنبلي، كتاب البيع، 2000.
- 34-الحنفي، عبد الله بن محمود الموصللي، الاختيار لتعليل المختار، دار الخير، دون بلد نشر، 1998.
- 35-خان، طارق الله وحبیب أحمد، إدارة المخاطر تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، ترجمة عثمان بابكر، مراجعة رضا سعد الله، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2003.
- 36-خصاونه، أحمد سليمان، المصارف الإسلامية، عالم الكتب الحديث، جدارا للكتاب العلمي للنشر، الأردن، 2008.
- 37-خلة توفيق محب، الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، الطبعة 1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011.
- 38-خوجة، عز الدين، المدخل العام للمعاملات المالية الإسلامية، الطبعة الأولى، دار الامتثال للمالية الإسلامية، تونس، 2013.
- 39-الرحيلي، سليمان، فقه المعاملات المالية، القواعد الفقهية المتعلقة بالبيوع، إصدار دائرة الشؤون الإسلامية، الشارقة، 2015.
- 40-الرحيلي، وهبة، المعاملات المالية المعاصرة بحوث وفتاوى وحلول، دار الفكر، دمشق، 2002.
- 41-الرحيلي، وهبة، بيع الدين في الشريعة الإسلامية، الطبعة الأولى، سلسلة أبحاث مركز الاقتصاد الإسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 1998.
- 42-الزرقا، مصطفى أحمد، عقد الاستصناع ومدى أهميته في الاستثمارات الإسلامية المعاصرة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، فهرسة الملك فهد، جدة، دون سنة نشر.
- 43-زيد، محمد عبد العزيز حسن، التطبيق المعاصر لعقد السلم في المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996.
- 44-الساعاتي، عبد الرحيم عبد الحميد، المضاربة والقمار في الأسواق المالية المعاصرة تحليل اقتصادي وشرعي، الطبعة الأولى، مجموعة أوراق الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، مطابع جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 2009.
- 45-السالوس، علي أحمد، الاقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة، الجزء الأول، دار الثقافة، الدوحة، 1996.
- 46-السويلم، سامي بن إبراهيم، التحوط في التمويل الإسلامي، الطبعة الأولى، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2007.
- 47-السويلم، سامي بن إبراهيم، التقلبات الاقتصادية في النظام الإسلامي، الطبعة الأولى، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2009.
- 48-السويلم، سامي بن إبراهيم، صناعة الهندسة الإسلامية، نظرات في المنهج الإسلامي، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، بيت المشورة للتدريب، الكويت، أفريل، 2004.
- 49-السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، 2010.
- 50-شابرا، محمد عمر وحبیب أحمد، الإدارة المؤسسية في المؤسسات المالية الإسلامية، ترجمة عثمان بابكر أحمد، الطبعة الأولى، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2006.
- 51-الشاعر، سمير، المصارف الإسلامية من الفكرة إلى الاجتهاد، الطبعة الثانية، الدار العربية للعلوم، بيروت، 2011.

- 52- شبير، محمد عثمان، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، الطبعة السادسة، دار النفائس، الأردن، 2007.
- 53- الشمري، صادق رشيد، أساسيات الصناعات المصرفية الإسلامية أنشطتها التطلعات المستقبلية، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2008.
- 54- الشمري، صادق رشيد، الصناعة المصرفية الإسلامية، دار اليازوري، عمان، 2014.
- 55- الشنقيطي، محمد الأمين، أصول البيان في إيضاح القرآن بالقرآن، دار الفكر، دون بلد نشر، 1995.
- 56- الشيخ، سمير رمضان، المصرفية الإسلامية ونهضة الأمة، الجذور، النهضة، المفهوم، التطور، والمؤسسات الداعمة، دون دار نشر، مصر، 2014.
- 57- شبيخي محمد، طرق الاقتصاد القياسي، محاضرات وتطبيقات، الطبعة 1، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
- 58- الصحري، محمد، الاقتصاد الإسلامي رؤية مقاصدية، الطبعة الأولى، دار إحياء للنشر الرقمي، دون بلد نشر، 2013.
- 59- صوّان، محمود حسن، أساسيات العمل المصرفي الإسلامي، دراسة مصرفية تحليلية مع ملحق بالفتاوى الشرعية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، دون بلد نشر، 2008.
- 60- الضريب، الصديق محمد، الغرر في العقود وآثاره في التطبيقات المعاصرة، الطبعة الأولى، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدّة، السعودية، 1993.
- 61- الطبري، محمد ابن جرير، تفسير الطبري، دار المعارف، دون سنة نشر.
- 62- الطبري، محمد بن جرير، تفسير البيان جامع البيان عن تأويل آي القرآن، تحقيق وتخرّيج محمود محمد شاكر، دار المعارف، مصر، دون سنة نشر.
- 63- عبابنة، عمر يوسف عبد الله، الأزمة المالية المعاصرة تقدير اقتصادي إسلامي، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2011.
- 64- عبادة، إبراهيم عبد الحليم، مؤشرات الأداء في البنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، دار النفائس، عمان، 2008.
- 65- عبد الباري مشعل، إدارة المخاطر في صناعة الخدمات المالية الإسلامية تحليل مخاطر المصارف الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، دورة الرقابة والإشراف على المصارف الإسلامية، المؤتمر المصرفي الإسلامي الرابع، بيروت، 21-24 يونيو 2010.
- 66- عبد الرزاق، محمود حامد محمود، بحوث في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2013.
- 67- عبد العال، محمود، المعالجة المحاسبية لأدوات التمويل الإسلامي، الطبعة الأولى، دار القلم، الإمارات العربية المتحدة، دبي، 2013.
- 68- عريقات، حربي محمد وعقل سعيد جمعة، إدارة المصارف الإسلامية -مدخل حديث-، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
- 69- العززي، شهاب أحمد سعيد، إدارة البنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، دار النفائس، عمان، 2012.
- 70- العيادي، أحمد صبحي، أدوات الاستثمار الإسلامية، البيوع، القروض، الخدمات المصرفية، الطبعة الأولى، دار الفكر، الأردن، 2010.
- 71- غربي، عبد الحليم، نظام المشاركة ومؤسساته المصرفية، دار أبي الفداء العالمية، سوريا، ديسمبر، 2015.
- 72- غزالي، عماد، دور المصارف الإسلامية في تدعيم السوق المالي، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2010.
- 73- غيث، مجدي علي محمد، نظرية الحسم الزمني في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، الولايات المتحدة الأمريكية، 2010.
- 74- قيّاض، عطية، التطبيقات المصرفية لبيع المرابحة في ضوء الفقه الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 1999.
- 75- قحف، منذر، النصوص الاقتصادية من القرآن والسنة، سلسلة أبحاث مركز الاقتصاد الإسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، دون سنة نشر.
- 76- قحف، منذر، مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي تحليل فقهي واقتصادي، الطبع الثالثة، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدّة، 2004.
- 77- القراني، شهاب الدين، الذخيرة، كتاب البيوع، دار الغرب الإسلامي، دون بلد نشر، 1994.
- 78- القرّة داغي، علي محيي الدين، بحوث في فقه المعاملات المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، 2001.
- 79- القرطبي، محمد بن أحمد، القرآن الكريم مع التفسير، الإصدار 63، شركة صخر لبرامج الحاسب، 1996-1991.
- 80- القرطبي، محمد بن أحمد، تفسير القرطبي، دار الفكر، دون سنة نشر.

- 81-القصار، محمد سامر، الأزمة المالية العالمية دلائل اقتصادية على سطوع المنظومة الإسلامية من بين أنقاض الرأسمالية، دار الفكر، دمشق، 2009.
- 82-قندوز، عبد الكريم، التحوط في التمويل الإسلامي حماية للمال ودافع للتنمية، الطبعة الأولى، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 2015.
- 83-قنطجى، سامر مظهر، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، الطبعة الأولى، دار النهضة، سوريا، 2008.
- 84-قنطجى، سامر مظهر، فقه الابتكار المالي بين الثبوت والتهافت، أصوله، قواعده، معايير، الطبعة الثانية، منشورات مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، دون بلد نشر، 2016.
- 85-كردودي، صبرينة، تمويل عجز الموازنة العامة للدولة في الاقتصاد الإسلامي دراسة تحليلية مقارنة، الطبعة الأولى، دار الخلدونية، الجزائر، 2007.
- 86-الكفراوي، عوف محمود، النظام المالي الإسلامي، دراسة مقارنة، الطبعة الثانية، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 87-لعمارة، جمال، المصارف الإسلامية، دار النبأ، الجزائر، 1996.
- 88-مسلم، أبو الحسين، صحيح مسلم، كتاب البيوع، باب الصرف وبيع الذهب بالورق نقداً، متوفر على الموقع: <http://library.islamweb.net/newlibrary/TreeCategory.php?ID=6440>
- 89-المصري رفيف يونس ، بحوث في فقه المعاملات المالية، الطبعة 2، دار المكتبي، سوريا، دمشق، 2009.
- 90-المصري، رفيف يونس، فقه المعاملات المالية، الطبعة الأولى، دار القلم، دمشق، 2005.
- 91-المغربي، عبد الحميد عبد الفتاح، الإدارة الإستراتيجية في البنوك الإسلامية، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2004.
- 92-المنجد، محمد صالح، الأزمة المالية، الطبعة الأولى، مجموعة زاد للنشر، السعودية، 2009.
- 93-النخار، إبراهيم عبد العزيز، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 94-النسفي، عبد الله بن محمود، تفسير النسفي، الطبعة الأولى، دار الكلم الطيب، دون بلد نشر، 1998.
- 95-نصار، أحمد محمد محمود، الاستثمار بالمشاركة في البنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، دار الكتب العلمية، بيروت، 2010.
- 96-النووي، يحيى أبو زكريا، شرح النووي على مسلم، كتاب المساقاة، باب السلم، دار الخير، 1996.
- 97-هندي منير إبراهيم ، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006.
- 98-الوادى، محمود حسن وآخرون، الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، 2010.
- 99-الوادى، محمود وسمحان حسين، المصارف الإسلامية "الأسس النظرية والتطبيقات العملية"، الطبعة الثالثة، دار المسير، الأردن، 2009.
- 100- ولد عالي محمد الأمين ، التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية " السوق المالية الإسلامية في ماليزيا والبحرين كمثال تطبيقي"، الطبعة الأولى، دار ابن حزم، بيروت، لبنان، 2011.

2 الأطروحات والرسائل

- 1- أبو الهيجاء إلياس عبد الله، تطور آليات التمويل بالمشاركة في المصارف الإسلامية، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاد ومصارف إسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2007.
- 2- أبو موسى أجد درويش، قاعدة "الضرر يزال" وأثرها في المعاملات المالية والطبية المعاصرة، دراسة فقهية تطبيقية، ماجستير الدراسات الإسلامية في الفقه المقارن، كلية التربية، عمادة الدراسات العليا والبحث العلمي، جامعة الأزهر، غزة، 2012.
- 3- بوزيد عصام ، محاولة اختبار كفاءة نظام التمويل الإسلامي في مواجهة الأزمات المالية، أطروحة دكتوراه علوم، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2015/2016.
- 4- بومدين نورين ، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة حسينية بن بوعلي، الشلف، 2014-2015.
- 5- حسني عبد العزيز يحيى، الصيغ الإسلامية للاستثمار في رأس المال العامل، أطروحة دكتوراه مقدمة إلى قسم المصارف، كلية العلوم المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2009.

- 6- سليمان ناصر، علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية، **أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية**، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2004-2005.
- 7- سمور نبيل خليل طه ، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق ، دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، **مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال**، كلية التجارة، قسم إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007.
- 8- عبد اللطيف إيمان محمود، الأزمة الاقتصادية والمالية العالمية والاستراتيجيات اللازمة لمواجهتها، **أطروحة دكتوراه تخصص الاقتصاد العام**، جامعة سانت كليمنتس، العراق، 2011.
- 9- عقبة عبد اللاوي، التكتلات الاقتصادية كقوة ممانعة وكمعبرة لتدويل الأزمات الرأسمالية، دراسة قياسية لتكتل الناftا للفترة 1980-2012، **أطروحة دكتوراه** ، تخصص تجارة دولية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2014-2015.
- 10- عيد أيمن طلب محمد الشيخ، صكوك الإجارة ودورها في تمويل مؤسسات التعليم العالي الفلسطيني، **مذكرة ماجستير**، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، 2014.
- 11- غزال محمد ، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزي، **مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية**، تخصص اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف، 2012-2013.
- 12- كتاف شافية، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، **أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية**، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2013-2014.
- 13- محمد صالح عبد الفتاح، التأمين من منظور إسلامي التأصيل للتكافل وإعادة التكافل، **أطروحة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي**، الجامعة الأمريكية المفتوحة، كلية الدراسات الإسلامية، مكتب القاهرة، قسم الاقتصاد الإسلامي، 2014.
- 14- مصطفى إبراهيم محمد مصطفى، تقييم ظاهرة تحول البنوك التقليدية للمصرفية الإسلامية دراسة تطبيقية عن تجربة بعض البنوك السعودية، **مذكرة ماجستير في الاقتصاد الإسلامي**، الجامعة الأمريكية المفتوحة، قسم الاقتصاد الإسلامي، مكتب القاهرة، 2006.
- 15- نصبة مسعودة، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال، تجربة ماليزيا أنموذجاً، **أطروحة دكتوراه**، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر ، بسكرة، 2012-2013.

3 التقارير والنشرية

- 1- أحكام عامة لسندات المقارضة، منظمة المؤتمر الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي، قرارات وتوصيات مجلس مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الأولى حتى الدورة الثامنة، قرار رقم 05.
- 2- أحمد طلفاح، الأزمات المالية وأزمات سعر الصرف وأثرها على التدفقات المالية، **المعهد العربي للتخطيط**: <http://www.arab-api.org>
- 3- الأسرج حسين عبد المطلب ، تأثيرات الأزمة الاقتصادية العالمية على الاقتصاد العربي، **المركز الثقافي الإعلامي**، الإمارات العربية المتحدة، دون سنة نشر.
- 4- الإمارات العربية المتحدة، المجلس الوطني للإعلام، **الكتاب السنوي لدولة الإمارات**، 2016.
- 5- الأمم المتحدة، الجمعية العامة، **مجلس حقوق الإنسان**، تقرير وطني مقدم وفقاً للفقرة 15 (أ) من مرفق قرار مجلس حقوق الإنسان 1/5، ماليزيا، فيفري 2009.
- 6- بلعباس، عبد الرزاق سعيد، ما معنى الأزمة؟، **مجموعة أبحاث مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي حول الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي**، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2009.
- 7- بلواني أحمد مهدي ، أزمة عقار ...أم أزمة نظام؟، حوار الأربعاء، **مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي**، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 2008-2009.

- 8- البوابة الرسمية لحكومة الإمارات العربية المتحدة، قسم الاقتصاد، متوفر ضمن الموقع: <https://www.government.ae/ar-AE/about-the-uae/economy>
- 9- التقارير السنوية لسوق دبي المالي.
- 10- **التقرير الاقتصادي السنوي 2016**، الإصدار الرابع والعشرون، وزارة الاقتصاد، الإمارات العربية المتحدة.
- 11- تقرير صندوق النقد العربي، أداء الأسواق المالية العربية، النشرة الفصلية
- 12- الرويلي علي بن هلهول ، الأزمات تعريفها أبعادها، أسبابها، الحلقة العلمية الخاصة بمنسوبي وزارة الخارجية "إدارة الأزمات" ، كلية التدريب، قسم البرامج الخاصة، جامعة نايف العربية للعلوم الأمنية، الرياض، خلال الفترة: 2011/05/04-04/30.
- 13- السويلم سامي بن إبراهيم ، الاقتصاد الإسلامي في عالم مركب دراسة استطلاعية باستخدام المحاكاة على مستوى الوحدة، دراسة مدعومة من برنامج المنح البحثية في كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، المشروع 01-13، 2012.
- 14- الصفحة الرئيسية للمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية CIBAFI : <http://www.CIBAFI.org>
- 15- عوض طالب ، أثر التقلبات المالية الدولية على أسواق الدول النامية، المرصد الاقتصادي، الجامعة الأردنية، ضمن الموقع: <http://www.ju.edu.jo/Resources>
- 16- الكتيب التعريفي للمستثمرين، نظرة عامة على سوق دبي المالي
- 17- ماجد أحمد ، دراسة اقتصاد الإمارات مؤشرات إيجابية وزيادة عالمية، إدارة التخطيط ودعم القرار، مبادرات الربع الثالث، أوت 2016، وزارة الاقتصاد، الإمارات العربية المتحدة، 2016.
- 18- مجلس الخدمات المالية الإسلامية، الإرشادات المتعلقة بمعيار كفاية رأس المال، الاعتراف بالتصنيفات للأدوات المالية المتفككة مع أحكام الشريعة الإسلامية الصادرة عن مؤسسات تصنيف ائتماني خارجية، مارس 2008.
- 19- محسن صالح، النموذج السياسي الماليزي وإدارة الاختلاف، مركز الجزيرة للدراسات، مقال منشور على الموقع: <http://studies.aljazeera.net>
- 20- المعيار الشرعي رقم 31: ضابط الغرر المفسد للمعاملات المالية، متوفر على الموقع: iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/11/zsd.pdf
- 21- منظمة المؤتمر الإسلامي، مركز الأبحاث الإحصائية والاقتصادية والاجتماعية والتدريب للدول الإسلامية، تقارير المركز حول: الأزمة المالية لعام 2008-2009.
- 22- النجدي عبد الرحمان ، المعايير الشرعية، النص الكامل للمعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية المقدمة في يونيو 2009 ، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2010.
- 23- نشرة معلومات البنك الإسلامي للتنمية، لحة موجزة عن مجموعة البنك الإسلامي للتنمية، المملكة العربية السعودية، 2005.
- 24- المرش نزال نافذ ، تقرير عن أداء البنوك والنوافذ الإسلامية ودرجة الإنجازات التي حققتها خلال السنوات القليلة الماضية، تقرير أعضاء الدولية للاستشارات التسويقية وإدارة المشاريع.
- 25- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم 17.
- 26- اليوسف، يوسف وآخرون، الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على أسواق المال والاقتصاد العربي، مجموعة أوراق تداعيات الأزمة المالية على الاقتصادات العربية، مركز دراسات الشرق الأوسط، الأردن، 2009.

4- الدراسات والأبحاث

- 1- أبو فارة يوسف ، قراءة في الأزمة المالية العالمية 2008، جامعة القدس المفتوحة، فلسطين.

قائمة المراجع

- 2- الآغا وفيق حلمي وأبو مدللة سمير مصطفى ، أثر الأزمة العالمية على العلاقات الاقتصادية الدولية، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، قسم إدارة الأعمال، جامعة الأزهر، غزة، سبتمبر 2009.
- 3- البعلي عبد الحميد محمود ، أدوات الاستثمار في المصارف الإسلامية، دراسة منشورة ضمن موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي العالمية.
- 4- بن ربيعان عبد الله ، ماليزيا و30 عاما من الصيرفة الإسلامية، جريدة الحياة، متوفر ضمن الموقع: <http://www.alhayat.com>
- 5- بوعتروس عبد الحق وبوهرين فتيحة، خطر السيولة في البنوك الإسلامية دراسة حالة بعض البنوك الإسلامية البحرينية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة 2.
- 6- جريدة البيان الاقتصادي، عدد أبريل 2013، متوفر على الموقع: <http://www.albayan.ae/economy/islami/dialogues/2013-04-21-1.866539>
- 7- الجهني، أحمد بن محمد الرفاعي، تحريم القمار في الشريعة الإسلامية وأثره في علاج الأزمة الاقتصادية المعاصرة، الجامعة الإسلامية، كلية الشريعة، المدينة المنورة.
- 8- دحماني محمد أدريوش، مقرر مقياس الاقتصاد القياسي، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة جيلالي ليابس، سيدي بلعباس، 2015/2014، ص: 27، متوفر على الموقع: <https://docs.google.com/viewer?a=v&pid=sites&srcid=ZGVmYXVsdGRvbWFpbnxkYWg5bW9ofGd4OjQzNTMzNDNINDYyNDMzNjE>
- 9- رامي سميح، سوق أبو ظبي للأوراق المالية يطلق خدمة البيع على المكشوف الفني، جريدة البيان الاقتصادي، صفحة أسواق المال، مقال منشور ضمن الموقع: <http://www.albayan.ae/economy/local-market/2017-10-17-1.3070663>
- 10- زين العابدين وقار علي ، قراءة في مقومات التجربة التنموية الماليزية، جريدة المدى، العدد 2747، متوفر على الموقع: <http://almadapaper.net>
- 11- السويلم، سامي بن إبراهيم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، دراسة مدعومة من برنامج المنح البحثية في كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، المشروع 02-13، 2012.
- 12- السويلم، سامي بن إبراهيم، الاقتصاد الإسلامي في عالم مركب، دراسة استطلاعية باستخدام المحاكاة على مستوى الوحدة، دراسة مدعومة من برنامج المنح البحثية في كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، المشروع 01-13، 2012.
- 13- الشرفا ياسر عبد طه ، أهمية دور البنوك الإسلامية في إنماء قطاع الصناعة بصفة الاستصناع والاستصناع الموازي دراسة تطبيقية على البنوك الإسلامية العاملة في فلسطين، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، يونيو 2012.
- 14- الصادق محمد آدم علي ، دراسة تحليل وقياس عمليات المرابحة والمرابحة للأمر بالشراء وفقا لمعايير المحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، دراسة حالة المصارف الإسلامية في السودان.
- 15- فخري أحمد إيمان ، الدور الإنمائي للدولة في ماليزيا خلال الفترة 1991-2010، جريدة الحوار المتمدن، العدد 4207، مقال منشور بتاريخ: 2013/9/6، متوفر على الموقع: <http://www.ahewar.org/details/show.art.asp?aid=3>
- 16- اللبائدي وائل ، الإمارات الثانية عالميا في إصدار الصكوك 2016، جريدة البيان الاقتصادي، صفحة أسواق المال، منشور ضمن الموقع: <http://www.albayan.ae>
- 17- ماليزيا نموذج يحتذى به في تطوير سوق رأس المال الإسلامي، جريدة الوطن، منشور على الموقع: <http://alwatan.kuwait.tt/article/details.aspx?id=364230>

18- الميداني محمد أيمن عزت ، الأزمة المالية العالمية، أسبابها وتداعياتها ومنعكساتها على الاقتصاد العالمي والعربي والسوري، محاضرة أقيمت في ندوة الثلاثاء، جمعية العلوم الاقتصادية السورية، 3 مارس 2009، متوفر على الموقع:

http://www.mafhoum.com/syr/articles_09/midani.pdf

19- الهنداوي حسن بن إبراهيم ، استثمار أموال الزكاة وأثره في معالجة الفقر: التجربة الماليزية نموذجاً، كلية معارف الوحي والعلوم الإنسانية، قسم الفقه وأصول الفقه، الجامعة الإسلامية العالمية بماليزيا.

5- المجلات

- 1- أبو عوض محسن ، الصكوك الإسلامية ومخاطرها، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الصادرة عن الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، مركز البحوث المالية والمصرفية، بنك فيصل الإسلامي السوداني، السنة الإحدى والعشرون، المجلد الحادي والعشرون، العدد الأول، جانفي 2013.
- 2- بلوفاي أحمد مهدي ، هابمان مينسكي: ماذا يمكن أن يستفيد الاقتصاديون المسلمون من أفكاره، مجلة جامعة الملك عبد العزيز في الاقتصاد الإسلامي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، م 24، عدد 1، جدة، السعودية، 2011.
- 3- بلوفاي أحمد وبلعباس عبد الرزاق ، سياسة معدل الفائدة الصفري ومبدأ إلغاء الربا في الاقتصاد الإسلامي، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 16، العدد 02.
- 4- بن زغبية عز الدين ، مقاصد الشريعة الخاصة بالتصرفات المالية، مراجعة: أحمد مهدي بلوفاي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز للاقتصاد الإسلامي، م 21، ع1، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، 2008.
- 5- بن عمارة نوال ، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية -البحرين-، مجلة الباحث، العدد 09، 2011.
- 6- بولحبال زويبر ، تعزيز البنية التحتية للسوق المالية الإسلامية " ماليزيا أنموذجاً "، مجلة بيت المشورة، العدد (5)، قطر، أكتوبر 2016.
- 7- بومدين نورين ، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، مجلة تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد الخامس، العدد 10، أيار 2013.
- 8- توهامي إبراهيم وصلاح حوّاس، تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية وضرورة إعادة بناء النظام المالي العالمي، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 20-أ.
- 9- الجريدان نايف بن جمعان، تحول المصارف التقليدية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، دراسة نظرية تطبيقية، مجلة الشريعة والقانون والدراسات الاقتصادية، العدد 23، فيفري 2014.
- 10- الحديثي عطا الله سليمان و الحسيني إسرائ كاظم ، تعدد القوميات في ماليزيا ودورها في تطور نظامها السياسي واستقراره، مجلة كلية التربية، واسط، بغداد، العدد 13، نيسان 2013.
- 11- خطّاب حسن السيد حامد ، بيع التقسيط وتطبيقاته المعاصرة دراسة فقهية مقارنة، مجلة مركز الخدمة والاستشارات البحثية، كلية الآداب، جامعة المنوفية، يوليو 2006.

- 12- الخلف سليمان خلف الحميد ، أثر الغبن في المعاوضات المالية، **مجلة مداد الآداب**، العدد الثالث، متوفر على الموقع: <http://www.iasj.net>
- 13- الخلفي رضا، ظاهرة أسلمة البنوك الربوية، **مجلة المجتمع الكويتية**، 2005.
- 14- دادن عبد الغني وغريبي هشام ، فقاعة هوس الزنبق Tulip Mania في هولندا، الفقاعة المالية الأولى في التاريخ، **مجلة رؤى اقتصادية**، العدد السابع، ديسمبر 2014.
- 15- الدخيل أحمد خلف حسين، النوافذ الإسلامية في المصارف الحكومية العراقية، **مجلة دراسات اقتصادية إسلامية**، المجلد 19، العدد 03.
- 16- درج علي أحمد ، التجربة التنموية الماليزية والدروس المستفادة منها عربيا، **مجلة جامعة بابل للعلوم المصرفية والتطبيقية**، العدد 03، المجلد 63، 2015.
- 17- دود راندال ، رهونات العقارية الثانوية، محسات أزمة، **مجلة التمويل والتنمية**، ديسمبر 2007.
- 18- دود راندال وميلز بول ، تفشي المرض عدوى رهونات دون الممتازة الأمريكية، **مجلة التمويل والتنمية**، يونيو 2008.
- 19- دوفي قريمة ، الأزمة المالية العالمية وتغير المواقف حول دور الدولة- تقدم الاقتصاد الإسلامي أنموذجا-، **مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية**، العدد 19، جوان 2016.
- 20- ززار العياشي، ضرورة إنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية، تجربة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، **مجلة بيت التمويل، المشورة**، العدد 03، قطر، أكتوبر، 2015.
- 21- زروق جمال الدين ، الأزمة المالية العالمية وقنوات تأثيراتها على اقتصادات الدول العربية، **مجلة دراسات اقتصادية**، صندوق النقد العربي، الدائرة الاقتصادية والفنية، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2011.
- 22- السحبياني محمد بن إبراهيم ، آلية تحديد معدلات ليبور، وإمكانية الاستفادة منها لحساب مؤشرات مالية إسلامية، **مجلة جامعة الإمام**، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية.
- 23- سمحان حسين محمد ، أساليب خلط مال المضاربة وآثارها في قياس الربح وتوزيعه في المصارف الإسلامية، **المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية**، المجلد 4، العدد 4، 2008.
- 24- شعباني زكريا ، البنوك الإسلامية : الحل الأمثل لمشاكل الأزمات المالية "الأزمة المالية العالمية 2008 كمثال"، **المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية**، العدد 02، جوان 2015.
- 25- عبد الناصر نور والبستنجي جمال عبد المنعم ، دور البنك المركزي الأردني في الحد من تداعيات الأزمة المالية العالمية على البنوك العاملة في الأردن، **المجلة الأردنية في إدارة الأعمال**، المجلد 9، العدد 2، 2013.
- 26- عبد النبي مصطفى إبراهيم، الهندسة المالية الإسلامية، **مجلة المصرفي**، العدد 52، يونيو 2009.
- 27- عميرة محمد سعد ، اقتصاد دولة الإمارات العربية المتحدة: الإنجازات المحققة والتطلعات المستقبلية، **مجلة التعاون الاقتصادي بين الدول الإسلامية**، 2002.
- 28- غربي عبد الحليم، الابتكار المالي في البنوك الإسلامية، **مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير**، جامعة فرحات عباس سطيف، العدد 09، 2009.
- 29- غزالي عماد، أزمات النظام المالي العالمي: أسبابها وتكاليفها الاقتصادية مع إشارة خاصة للأزمة المالية العالمية لعام 2008، **المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية**، العدد 02، سبتمبر 2014.
- 30- فتح الرحمان علي محمد صالح، أدوات سوق النقد الإسلامية مدخل للهندسة المالية الإسلامية، **مجلة المصرفي**، العدد 26، ديسمبر 2002، بنك السودان.

- 31- قرشي بدر الدين مصطفى، الأزمة المالية العالمية والتحديات الماثلة بالسودان، *مجلة المصرفي*، العدد 60، يونيو 2011، السودان.
- 32- القضاة موسى مصطفى، مدى توافر أركان وشروط المضاربة في صيغة المضاربة المطبقة في التأمين الإسلامي دراسة تطبيقية على شركة البركة للتكافل، *المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية*، المجلد 10، العدد 4، 2014.
- 33- قندوز عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية، *مجلة جامعة الملك عبد العزيز للاقتصاد الإسلامي*، المجلد 20، العدد الثاني، 2007.
- 34- قندوز عبد الكريم، قواعد تقويم الأدوات والمنتجات للصناعة المالية الإسلامية، *مجلة دراسات اقتصادية إسلامية*، المجلد 15، العدد 1.
- 35- كريفار مراد ولكحل محمد، واقع المنتجات المالية الإسلامية ومناهج ومتطلبات تطويرها، *مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية*، العدد 53، أكتوبر 2016.
- 36- كودرس لورا، ثقة... وأكثر من ذلك، *مجلة التمويل والتنمية*، يونيو 2008.
- 37- كورتل فريد ورزق كمال، الأزمة المالية: مفهومها، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية، *مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية*، العدد 20، أ.
- 38- لباسي أرزقي وبلغامي وسيلة نجاة، إنجازات الهندسة المالية ما بين المنظور التقليدي والإسلامي، *مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية*، عدد نوفمبر 2014.
- 39- لشهب الصادق وبوريش أحمد، تحليل عوامل نجاح التجربة الماليزية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية، *المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية*، عدد 01، 2015.
- 40- مفتاح صالح وسلطان مونية، الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دراسة حالة سوق ماليزيا، *مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية*، العدد 13، جوان 2013.
- 41- المقرني سعيد بن حسين بن علي، الاستثمار قصير الأجل في البنوك الإسلامية، *مجلة المحاسب العربي*، متوفرة على الموقع: <http://www.aam-web.com>
- 42- الموسوي حيدر يونس، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على أسواق المال العربية دراسة تحليلية في بلدان عربية مختارة للمدة 2003-2009، *مجلة الإدارة والاقتصاد*، العدد 86، 2011.
- 43- نزار سناء ورحماني موسى، دور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال - دراسة سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة 2000-2014- *مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية*، العدد 19، جوان 2016.
- ### 6- الملتقيات، الندوات والمؤتمرات
- 1- أبو غزالة ماجد فوزي، الإستراتيجيات الوقائية من الأزمات المالية والاقتصادية المعاصرة، ماليزيا نموذجاً، بحث مقدم إلى: المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي.
- 2- أسباب الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، بحث مقدم إلى: المؤتمر الدولي الرابع: اتجاهات اقتصادية عالمية بعنوان الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الإدارية، جامعة الكويت.
- 3- الأسرج حسين عبد المطلب، الأزمة الاقتصادية العالمية وسياسات مواجهتها في الدول العربية، بحث مقدم إلى: الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.
- 4- أوسرير منور وسعيد منصور فؤاد، الابتكار والإبداع كعنصرين أساسيين في عملية التأهيل، بحث مقدم إلى: الملتقى الدولي "متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية"، 17-18 أبريل 2006.

قائمة المراجع

- 5- عباس منيرة، الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية، بحث مقدم إلى: ملتقى الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.
- 6- البخت محمد زياد سلامة، السوق المالي الإسلامي صمام أمان لأزمات المستقبل المالية، بحث مقدم إلى: المؤتمر الدولي الرابع: الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، 15-16 ديسمبر 2010.
- 7- برحالية بدر الدين، إدراج الصكوك الإسلامية في القانون الجزائري، بحث مقدم إلى: الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، 8-9 ديسمبر 2013.
- 8- برودي نعيمة، التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية، بحث مقدم إلى: الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، 8-9 ديسمبر 2013.
- 9- بشناق أحمد، دور مقاصد الشريعة في تطوير صيغ التمويل الإسلامي، بحث مقدم إلى: المؤتمر العلمي الدولي "مقاصد الشريعة وتطبيقاتها المعاصرة" جامعة اليرموك، الأردن، 22-23 ديسمبر 2013.
- 10- البشير فضل عبد الكريم محمد، تطبيقات دولية معاصرة في التحول نحو الاقتصاد والتمويل الإسلامي، تنافسية عواصم الاقتصاد الإسلامي بين المعيارية والمثالية، بحث مقدم إلى: المؤتمر السنوي الثالث والعشرون: الاقتصاد الإسلامي، الحاجة إلى التطبيق وضرورات التحول، كلية القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، المنعقد يومي: 06-07 أكتوبر 2015.
- 11- بعداش الطاهر وجوال محمد السعيد، السيطرة الرقابية على مخاطر صيغ التمويل التجارية الإسلامية ومبرراتها الاقتصادية، بحث مقدم إلى: الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة غرداية، 23-24 فيفري 2011.
- 12- بن إبراهيم الغالي، دور الابتكار المالي في تطوير الصيرفة الإسلامية، بحث مقدم إلى: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية، سطيف، يومي 5-6 ماي 2014.
- 13- بن الضب علي ناوصر فاتن، سلوك المرودودية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية - دراسة قياسية ومقارنة بين بورصتي ماليزيا وتل أبيب خلال الفترة 1997-2010 - بحث مقدم إلى: الملتقى الدولي الأول للاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، المركز الجامعي لغرداية، الجزائر، 23-24 فيفري 2011.
- 14- بن الضيف محمد عدنان وريع المسعود، أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية، بحث مقدم إلى: الملتقى الدولي الأول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، متوفر على الموقع <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2011/03>
- 15- بن حناشي زليخة وشطبي محمد مريم، التجربة الماليزية نموذج للمصرفية الإسلامية، بحث مقدم إلى: الملتقى الوطني: المصارف الإسلامية واقع وآفاق، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة عبد الحميد مهري، قسنطينة 2، المنعقد بتاريخ: 02-03 ديسمبر 2015.
- 16- بن منصور موسى، الابتكار المالي في المؤسسات المالية الإسلامية بين الأصالة والتقليد، بحث مقدم إلى: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف، يومي 05-06 ماي 2014.
- 17- جاسر محمد عمر، نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة، بحث مقدم إلى: مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية: "الواقع وتحديات المستقبل"، تنظيم نادي رجال الأعمال اليمنيين، صنعاء، الجمهورية العربية اليمنية، 20-21 مارس 2010.

- 18- حاج عيسى آمال وحويو فضيلة ، المشتقات المالية من منظور النظام المالي الإسلامي، بحث مقدم إلى: الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي خميس مليانة، 05-06 ماي 2009.
- 19- حامدي محمد، التأسيس النظري للأزمة المالية العالمية، بحث مقدم إلى: الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.
- 20- حجازي بسام ، انعكاسات الأزمة المالية العالمية الراهنة على المؤسسات المصرفية في العالم، بحث مقدم إلى: ملتقى الأزمة المالية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 13-14 مارس 2009.
- 21- حشايشي سليمة، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كإستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، بحث مقدم إلى: الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.
- 22- حمزة علي ونعجة عبد الرحمان، الضوابط الشرعية لاستخدامات الهندسة المالية كمدخل لتطوير المنتجات المالية الإسلامية، بحث مقدم إلى: الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر.
- 23- خربوش حسني علي ، دور المصارف الإسلامية في الحد من تداعيات الأزمة المالية العالمية، بحث مقدم إلى: المؤتمر العلمي الدولي الرابع، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الكويت، 15-16 ديسمبر 2010.
- 24- الخيطي هناء محمد هلال ، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، بحث مقدم إلى: مؤتمر الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، ديسمبر، 2010.
- 25- داودي الطيب ومناصرة إسماعيل ، مداخلة بعنوان: دور البنوك الإسلامية في تعبئة الإمكانات التمويلية المادية والاجتماعية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بشار، أبريل 2006
- 26- دربال عبد القادر وميلود مهدي ، المنتجات المالية المركبة في البنوك الإسلامية بين حتمية الابتكار والمصداقية الشرعية، بحث مقدم إلى: مؤتمر منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والإسلامية، جامعة فرحات عباس سطيف، يومي 05-06 ماي 2014.
- 27- دوابه أشرف محمد ، شهادات الإيداع القابلة للتداول لرؤية إسلامية، بحث مقدم إلى: المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة.
- 28- رحيم حسين، نماذج من التمويل الإسلامي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المضاربة، السلم والاستصناع، بحث مقدم إلى: الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 21-22 نوفمبر 2006.
- 29- رزيق كمال وعقون عبد السلام ، الأزمة المالية الراهنة، جذورها رأسمالية وحلولها إسلامية، بحث مقدم إلى: الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.
- 30- الرفاعي حسن محمد ، بدائل معدل الفائدة في الاقتصاد الإسلامي ودورها في إدارة الأزمة الاقتصادية العالمية، الأسس النظرية وتطبيقاتها في المصارف الإسلامية، بحث مقدم إلى: مؤتمر كلية العلوم الإدارية الدولي الرابع في جامعة الكويت: الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، 15-16 ديسمبر 2010.

- 31- الزرقا محمد أنس ، الأزمة المالية العالمية: المديونية المفرطة نسبياً والتمويل الإسلامي بديلاً، بحث مقدم إلى: المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية والمعهد العالمي للفكر الإسلامي، الأردن، 01-02 ديسمبر 2010.
- 32- سانو قطب مصطفى ، في آفاق التعايش بين المصرفية التقليدية والمصرفية الإسلامية تجربة ماليزيا نموذجاً، بحث مقدم إلى: المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة.
- 33- السرحي لطف محمد ، الفروع الإسلامية في البنوك التقليدية ضوابط التأسيس وعوامل النجاح، بحث مقدم إلى: مؤتمر المصارف الإسلامية اليمينية الواقع وآفاق المستقبل، 20-21 مارس 2010.
- 34- السويلم سامي بن إبراهيم ، قواعد الذرائع في المعاملات المالية، بحث مقدم إلى: مؤتمر شوري الفقهي الخامس، الكويت، 16-17 ديسمبر 2013.
- 35- السويلم سامي بن إبراهيم ، ضوابط التحوط في المعاملات المالية، الندوة العلمية حول التحوط في المعاملات المالية، الضوابط والأحكام، مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة التعاون الإسلامي بالتعاون مع منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، 26-27 أبريل 2016.
- 36- شريط عابد وسدي علي ، معدل الفائدة ودورية الأزمات في الاقتصاد الرأسمالي محاولة للفهم واقتراح حلول، بحث مقدم إلى: المؤتمر العالمي الثامن للاقتصاد والتمويل الإسلامي، النمو المستدام والتنمية الاقتصادية الشاملة من المنظور الإسلامي، الدوحة، قطر، 18-20 ديسمبر 2011.
- 37- الشريف فهد ، الفروع الإسلامية التابعة للمصارف الربوية دراسة في ضوء الاقتصاد الإسلامي، بحث مقدم إلى: المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، متوفر على الموقع: www.iefpedia.com/arab/450/=p.
- 38- شنوف شعيب وزاوي أسماء، دور محاسبة القيمة العادلة في الأزمة المالية العالمية، بحث مقدم إلى: الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.
- 39- الشيخ الداوي ، الأزمة المالية العالمية انعكاساتها وحلولها، بحث مقدم إلى: مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 13-14 مارس 2009.
- 40- صافي وليد أحمد ، الأزمة المالية العالمية 2008، طبيعتها أسبابها وتأثيراتها المستقبلية على الاقتصاد العالمي والعربي، ورقة بحث مقدمة إلى: الملتقى الدولي الثاني بعنوان: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، معهد العلوم الاقتصادية، المركز الجامعي خميس مليانة، 5-6 ماي 2009.
- 41- صالح صالحي وغريبي عبد الحليم ، كفاءة صيغ وأساليب التمويل الإسلامي في احتواء الأزمات والتقلبات الدورية، بحث مقدم إلى: الملتقى الدولي حول الأزمات المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة فرحات عباس سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.
- 42- صالح صالحي وغريبي عبد الحليم ، دور المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، بحث مقدم إلى: الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي خميس مليانة، 05-06 ماي 2009.
- 43- ضرار الماحي العبيد أحمد، التجارب العالمية في مجال الصيرفة الإسلامية التجربة الماليزية، صيغة المراجعة، دراسة حالة بنك إسلام ماليزيا (1984-2012)، بحث مقدم إلى: مؤتمر مجمع الفقه الإسلامي، الخرطوم، نوفمبر 2013.

- 44- ظبيان معاوية ، جذور الأزمة المالية الدولية ومكوناتها وأسبابها وأبعادها، ندوة الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على أسواق المال والاقتصاد العربي، مركز دراسات الشرق الأوسط، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، 2008.
- 45- عباد جمعة محمود ، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وآثارها الحالية والمتوقعة على الجهاز المصرفي الأردني، بحث مقدم إلى: مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي العربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 2009.
- 46- العطيات زين خلف ، تقوم إسهامات المؤسسات الداعمة للصناعة المالية الإسلامية في الموازنة الشرعية والتنظيم والرقابة، بحث مقدم إلى: مؤتمر علماء الشريعة الثامن، كوالالمبور، ماليزيا، 2013.
- 47- العلاونة رانية زيدان ، إدارة مخاطر التأمين التعاوني الإسلامي، بحث مقدم إلى: الملتقى الثالث للتأمين التعاوني، رابطة العالم الإسلامي، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، المنعقد يومي 07 و08 ديسمبر 2011.
- 48- علي لطفي، الأزمة المالية العالمية: الأسباب، التداعيات، المواجهة، بحث مقدم إلى: مؤتمر تداعيات الأزمة المالية العالمية وأثرها على اقتصاديات الدول العربية، مصر، أبريل 2009.
- 49- عماري زهير وعامر أسامة، أثر آليات توزيع الفائض التأميني على تنافسية شركات التأمين التكافلي، بحث مقدم إلى: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 5-6 ماي 2014.
- 50- فوزي عبد الرزاق وكاتية بوروية، الأزمة المالية والبدائل المطروحة في ظل النظام الرأسمالي رؤية مستقبلية، بحث مقدم إلى: الملتقى الدولي : النظام المالي الدولي والمالية الإسلامية، قسم الاقتصاد والإدارة، كلية الشريعة والاقتصاد، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 05-06 نوفمبر 2013.
- 51- قرومي حميد، صناعة الصكوك الإسلامية واقع وآفاق، بحث مقدم إلى: الملتقى الدولي الثالث حول: المالية الإسلامية: دور المالية الإسلامية في التنمية الاقتصادية والاجتماعية " الصكوك الإسلامية والصكوك الوقفية"، صفاقس، تونس، 16-17 جوان 2014.
- 52- القطان محمد ، نحو بديل شرعي لآليات أسعار الفائدة، ندوة الأسواق المالية الإسلامية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، البنك الإسلامي للتنمية ، متوفر على الموقع: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/10>
- 53- قندوز عبد الكريم ، الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية، بحث مقدم إلى: مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، متوفر على الموقع: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/01>
- 54- كوديد سفيان وابن منصور عبد الله، تمويل الإجارة المنتهية بالتملك في البنوك الإسلامية، بحث مقدم إلى: المؤتمر العلمي الثاني حول الخدمات المصرفية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مخبر إدارة المؤسسات وتسيير رأس المال الاجتماعي، جامعة تلمسان.
- 55- لال الدين محمد أكرم ، إدارة السيولة في المصارف الإسلامية دراسة تحليلية نقدية، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي المنعقدة في مكة المكرمة، رابطة العالم الإسلامي، المجمع الفقهي الإسلامي، 25-29 ديسمبر 2010.
- 56- لحو عبد القادر، دور الصيرفة الإسلامية والسوق المالية الإسلامية في الحد من آثار تدويل الخطر المالي على الأنظمة المالية العربية، بحث مقدم إلى: الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية، 23-24 فيفري 2011.
- 57- لعمارة جمال ورايس حدة، تحديات السوق المالي الإسلامي، بحث مقدم إلى: الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة، 21-22 نوفمبر 2006.

- 58- لعش أمال وشرقي سارة، أهمية منتجات الهندسة المالية في الصناعة المصرفية الإسلامية" تجربة مصرف الإمارات الإسلامي في إصدار صكوك الإجارة"، بحث مقدم إلى: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف، يومي 5-6 ماي 2014.
- 59- الماليزي زاهر الدين محمد ، تجربة ماليزيا في التنسيق بين المؤسسات المالية الداعمة للمصرفية الإسلامية، بحث مقدم إلى: مؤتمر المصارف الإسلامية " بين الواقع والمأمول" ، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 ماي -3 جوان 2009.
- 60- مخلوفي عبد السلام والعراقي مصطفى، أهم الانتقادات الموجهة لسعر الفائدة كسعر إستراتيجي في النظام الاقتصادي المعاصر، بحث مقدم إلى: المؤتمر العالمي الثامن للاقتصاد والتمويل الإسلامي، النمو المستدام والتنمية الاقتصادية الشاملة من المنظور الإسلامي، قطر، 18-20 ديسمبر 2011.
- 61- مرابط ساعد ، الأزمة المالية العالمية 2008: الجذور والتداعيات، بحث مقدم إلى: الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة فرحات عباس ، سطيف ، 20-21 أكتوبر 2009.
- 62- مشعل عبد الباري ، العوامل التي تحدد توزيع الأرباح على المودعين في البنوك الإسلامية ونموذج بنك الإنماء في احتساب الربح وفي خلط أموال المضاربة بأموال المضارب، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، بحث مقدم إلى: المؤتمر التاسع للهيئات الشرعية، المنعقد يومي 26-27 ماي 2010.
- 63- مشعل عبد الباري ، آليات تطوير المصارف والشركات الإسلامية، بحث مقدم إلى: المؤتمر المصرفي الإسلامي الثاني، رؤية جديدة للصكوك الإسلامية، 08-10 ماي 2005.
- 64- مشعل عبد الباري ، مبادئ وضوابط تكوين محفظة الأوراق المالية الإسلامية، ندوة حول تكوين محفظة الأوراق المالية الإسلامية الفعالة، تنظيم شركة الفجر للاستشارات الإدارية والاقتصادية، الكويت، 17 سبتمبر 2006.
- 65- معطي الله خير الدين وشرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، بحث مقدم إلى: الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة، 03 و04 ديسمبر 2012.
- 66- مفتاح صالح وريمه عمري، الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تحقيق التنمية المستدامة، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة، يومي 03-04 ديسمبر 2012.
- 67- ملياني حكيم وشوقي طارق، المشتقات المالية من أدوات للتحوط والتغطية ضد المخاطر إلى مسببات للأزمات المالية، بحث مقدم إلى: المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية، سطيف، 05-06 ماي 2014.
- 68- المناصر علي فلاح والكساسبة وصفي عبد الكريم ، الأزمة المالية العالمية حقيقتها أسبابها تداعياتها وسبل العلاج، بحث مقدم إلى: المؤتمر الدولي العلمي السابع بعنوان: تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، 2009.
- 69- مهدي ميلود، دور التمويل الإسلامي في تفعيل عملية التنمية الاقتصادية في الدول النامية مع التركيز على قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بحث مقدم إلى: الملتقى الوطني حول إصلاح المنظومة البنكية، كلية العلوم الاقتصادية، المركز الجامعي بشار.
- 70- نصّار أحمد محمود ، ضوابط الإجارة الموصوفة في الذمة وتطبيقاتها في تمويل الخدمات في المؤسسات المالية الإسلامية، بحث مقدم لندوة البركة الثلاثون للاقتصاد الإسلامي، رمضان 2009.

7- المنشورات الإلكترونية

- 1- أبو خليف محمد ، أسباب الأزمة الاقتصادية العالمية والحل الإسلامي، مقال منشور على الموقع: <http://mawdoo3.com>

قائمة المراجع

- 2- أدريوش دحماني محمد ، مقرر مقياس الاقتصاد القياسي، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة جيلالي لباس، سيدي بلعباس، 2015/2014، ص ص: 14-15، متوفر على الموقع:
<https://docs.google.com/viewer?a=v&pid=sites&srcid=ZGVmYXVsdGRvbWFpbmNkYWg5bW9ofGd4OjQzNTMzNDNINDYyNDMzNjE>
- 3- الأسرج عبد الحميد ، أهمية الابتكار المالي للمصارف الإسلامية، مقال منشور على الموقع:
<http://elasrag.wordpress.com/2013/og/21>
- 4- الأعظمي إبراهيم عبد اللطيف العبيدي ، دراسة لمفهوم الأزمة الاقتصادية، دراسة منشورة ضمن موقع الألوكة:
<http://www.alukah.net/publications/03/37616>
- 5- إغبارية قيصر ، الربا ودوره في الأزمات الاقتصادية، مقال منشور ضمن موقع إعمار:
<http://eamaar.org/?mod=article> and id=4978
- 6- اقتصاد حكومة الإمارات، مقال منشور ضمن الموقع:
<https://www.government.ae/ar-AE/about-the-uae/economy>
- 7- البختاوي حسين ، السياسة النقدية في تحليل التوقعات العقلانية، مقال منشور على الموقع:
<http://econ.to-relax.net/t519-topic>
- 8- البجلي عبد الحميد محمود ، القوانين والتشريعات المصرفية الإسلامية دراسة مقارنة، مقال منشور على الموقع:
<http://iefpedia.com>
- 9- البنكاني ماجد إسلام ، مباحث في بيع السلم، مقال منشور على الموقع:
<http://iefpedia.com/arab/>
- 10- الجوزي جميلة، أسباب الأزمة المالية وجذورها، مقال منشور على الموقع:
<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/09>
- 11- الحسون فهد بن علي ، الإجارة المنتهية بالتملك في الفقه الإسلامي، مكتبة مشكاة الإسلامية، مقال منشور على الموقع:
www.saaaid.net/book/9/2471.doc
- 12- الخالدي معتز يوسف ، مدخل إلى الأسواق المالية، مقال منشور على الموقع:
<http://www.fichier-pdf.fr/2012/11/fi> . consulté le
- 13- الخزرجي ثريا ، الأزمة المالية العالمية الراهنة وأثرها في الاقتصاديات العربية التحديات وسبل المواجهة، متوفر على الموقع:
<http://www.iasj.net>
- 14- خضيرات عمر ياسين محمود ، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات الاقتصادية والمالية المعاصرة، بحث منشور ضمن موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي:
<http://www.iefpedia.com/arab/>
- 15- الخليج 2013: الثابت والمتحول، مركز الخليج لسياسات التنمية، متوفر على الموقع:
https://www.gulfpolicies.com/index.php?option=com_content&view=category&layout=blog&id=183&Itemid=430
- 16- الخلفي رياض منصور ، التجديد في فقه المعاملات المالية المعاصرة، مفهومه، مشروعته ومجالاته، مقال منشور على الموقع:
<http://elibrary.mediu.edu.my/books/MAL05803.pdf>

قائمة المراجع

- 17- الخناق سناء عبد الكريم ، الإطار المؤسسي والتشريعي لحاكمة المؤسسات المالية، التجربة الماليزية، متوفر على الموقع:
<http://eco.univ-setif.dz>
- 18- الخناق سناء عبد الكريم ، حوكمة المؤسسات المالية ودورها في التصدي للأزمات المالية، التجربة الماليزية، منشور على الموقع:
<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/11/38.pdf>
- 19- حنيوة محمد الأمين وحنان علي موسى، منتجات الهندسة المالية الإسلامية "الواقع، التحديات ومناهج التطوير"، مقال منشور على الموقع:
<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2011/03.pdf>
- 20- دود رشيد ، دراسة فقهية لحديث "بيعتين في بيعة" في منظور الاقتصاد الإسلامي، جريدة Tsaqafah، العدد 09، الرقم 1، أبريل 2003، متوفر على الموقع:
<http://ejournal.unida.gontor.ac.id/index.php/tsaqafah/article/viewFile/44/41>
- 21- رزق عبد الله ، الأزمة المالية بين 1929 و 2008، عبر وتغيرات، مقال منشور على الموقع:
<https://groups.google.com/forum/#!msg/fayad61/r0iivlmfZtU/dv98sVjway0J>
- 22- الرضيع حسن عطا ، الأزمات المالية العالمية أسبابها وتداعياتها وسبل العلاج، دراسة منشورة على الموقع:
<http://pulpit.alwatanvoice.com/content/print/318751.html>
- 23- زيد الخير ميلود ، قراءات حول التمويل الإسلامي الأسس والمبادئ.
- 24- زيد عيادات، التجربة الماليزية نموذج للمصرفية الإسلامية، مقال منشور على الموقع: <http://kenanaonline.com>
- 25- الساعاتي عبد الرحيم ، إدارة الغرر في التأمين الإسلامي، مقال منشور على الموقع:
<http://www.islamtoday.net/files/tameen2/file/5.pdf>
- 26- السير سعد ، السلم والسلم الموازي، شبكة السير للنشر والتوزيع، مقال منشور على الموقع:
<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2011/11>
- 27- السعد محمد نجيب ، من تجارب الشعوب، قصة النجاح الماليزية، مقال منشور على الموقع:
<http://alwatan.com/details/4456>
- 28- سليمان أحمد شوقي ، المخاطر الشرعية المحيطة بالمؤسسات المالية الإسلامية وسبل الحد منها، مقال منشور على الموقع:
<http://kenanaonline.com/ahmedoshawky>
- 29- السويلم سامي بن إبراهيم ، أسلحة الدمار المالي الشامل، الميسر والربا وقود الأزمة المالية العالمية، مقال منشور على الموقع:
<http://magazine.islamtoday.net/m/art.aspx?ID=94>
- 30- الشاطري مشعان ، مفهوم الأزمة، خصائصها ومراحل نشوئها، المنتدى العربي لإدارة الموارد البشرية، ضمن الموقع:
<http://www.hrdiscussion.com/hr32773.html>
- 31- الشيخ سمير رمضان ، الضوابط الشرعية للمصرفية الإسلامية، بحث منشور ضمن موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي، متوفر على الموقع:
<http://iefpedia.com/arab/%d8>
- 32- الشيخ سمير رمضان ، المصرفية الإسلامية ، الميلاد النشأة والتطور، مقال منشور على الموقع:
<http://iefpedia.com/arab/w.p-content/uploads/2010/12> consulté le 29/01/2015 .
- 33- الشيخ سمير رمضان ، فلسفة التحول للمصرفية الإسلامية " نسخة مطورة"، مقال منشور على موقع الاقتصاد والتمويل الإسلامي العالمي:
<http://www.iefpedia.com/arab>

قائمة المراجع

- 34- صلاح الدين محمد الإمام، إجراءات تجنب آثار انتقال الأزمات المالية العالمية بالتركيز على الاستثمار المؤسسي، مقال منشور على الموقع: <http://www.iasj.net>
- 35- صناعة التكافل الماليزية من سنة 1984 إلى 2004، مقال منشور بمناسبة مرور 20 سنة على صناعة التكافل في ماليزيا متوفر ضمن الموقع: <http://www.bmm.gov.my>
- 36- عبد الحليم محمد ، أهمية السوق المالية الإسلامية الدولية، مقال منشور ضمن موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي: <http://iefpedia.com>
- 37- عبد الله شحاتة، الأزمة المالية المفهوم والأسباب، مقال منشور على الموقع: <https://fr.slideshare.net/guest4464e0/ss-3310041>
- 38- العتيبي محمد الفتاح عبد الوهاب ، أثر الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد السوداني، مقال منشور على الموقع: <http://www.ahewaro.org>
- 39- عثمان ظهير وسعد السهيمي، كوالالمبور بوابة للمستثمرين المؤسسين ومستثمري القيمة الصافية، مقال متوفر ضمن الموقع: <http://islamfin.go-forum.net>
- 40- العثيم أحمد ، أزمة الرهن العقاري الأمريكي وأثرها على أسواق المال، مقال منشور ضمن موقع التمويل الإسلامي: <http://islamfin.go-forum.net>
- 41- العناد مجذاب بدر ، أزمة الكساد الكبير، مقال منشور على الموقع: <http://www.kantakji.com/media/9055/23.pdf>
- 42- فنجي رباب ، تعرف على تاريخ الأزمات المالية في العالم ، وليام رودز القيادة القوية مع خطة محكمة ساهمت في حل العديد منها، مقال متوفر على الموقع: <http://www.youm7.com/story/2016>
- 43- فوزي محمد ، تصنيف المنتجات والأدوات المالية الإسلامية المعاصرة، مقال منشور على الموقع: <http://www.al-sharq.com>
- 44- فاضي محمد ، اقتصاد دولة الإمارات العربية المتحدة، مقال منشور ضمن الموقع: <http://mawdoo3.com>
- 45- القرعة داغي على محيي الدين ، مدى قدرة المنتجات المالية الإسلامية في الاستجابة لمتطلبات السوق والتحديات المستقبلية أمام التطوير والابتكار، دراسة فقهية اقتصادية، دراسة منشورة على موقع الاقتصاد والتمويل الإسلامي..
- 46- قندوز عبد الكريم ، المؤسسات المالية الإسلامية، واقعتها تحدياتها وكيفية مواجهة التحديات، مقال منشور على الموقع: <http://sites.google.com/site/aaguendouz/2010> consulté le 02/01/2016
- 47- قنطقجي سامر مظهر وأرمنازي براء منذر، مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية، 2006، مقال منشور على الموقع: <http://iefpedia.com>
- 48- كايلي وديع أحمد ، الأزمة المالية العالمية، الأسباب والنتائج، متوفر على الموقع: <http://iefpedia.com>
- 49- لاحم الناصر ، الصيرفة الإسلامية في ماليزيا والخلاف الفقهي، مقال منشور ضمن منتدى التمويل الإسلامي، <http://islamfin.go-forum.net>
- 50- المرزوق عماد عبد القادر ، قاعدة الخراج بالضمان وتطبيقاتها، مقال منشور ضمن موقع الملتقى الفقهي: <http://feqhweb/vb/t17848.html>

51- المرطان سعيد بن سعد ، تقويم المؤسسات التطبيقية للاقتصاد الإسلامي النوافذ الإسلامية للمصارف التقليدية، طبعة تمهيدية، مقال

منشور ضمن موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي العالمية، -<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009>

52- المصري رفيق يونس ، الأصول السامة، مقال منشور على الموقع: <http://www.kantakji.com>

53- مطلوب مصطفى ناطق صالح ، معوقات عمل المصارف الإسلامية وسبل المعالجة لتطويرها، مقال منشور على الموقع: <http://iefpedia.com>

54- مفتاح صالح وقط سليم، المشتقات المالية الإسلامية كبديل للمشتقات المالية الوضعية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية، مقال

متوفر على الموقع: <http://www.univ-biskra.dz>

55- منصور حجاجي موسى ، مقال منشور على الموقع: <http://www.gulfbase.com>

56- نحو اقتصاد فقهي حول النقود والأسواق المالية، ملتقى البحث العلمي، متوفر على الموقع: <http://iefpedia.com/arab>

57- نظريات الفائدة في ميزان الاقتصاد الإسلامي، متوفر على الموقع: <http://drmasri.files.wordpress.com>

58- هابيل سامي ، التقلبات الاقتصادية، مقال منشور على الموقع: iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/01/ccc.doc

59- هيا دليلا، الفقاعة المالية ومراحل حدوثها، مبادرة الباحثون السوريون، 2015، متوفر على الموقع: <http://www.syr-res.com>

[res.com](http://www.syr-res.com)

60- ولد أحمدو خالد ، بيع الإنسان ما لا يملك وعلاقته ببيع المراهبة، مقال منشور ضمن موقع الملتقى الفقهي على الموقع:

<http://www.feqhweb.com/VBLT13587.html>

61- يوسف محمد محمود عبد الله ، الأزمة المالية العالمية وآثارها على سوق العقارات في العالم العربي، مقال منشور على الموقع:

<http://www.cpas-egypt.com>

8- المواقع الإلكترونية

- INCEIF: <http://www.inceif.org>

- <http://www.isra.my>

- <http://www.iium.edu.my>

- Bursa Malaysia, in: <http://www.bursamalaysia.com/market/securities/equities/products/shares>

- الموقع الرسمي للسوق المالي الإماراتي:

<http://esm.sca.ae/Arabic/Emiratesindex/pages/about.aspx>

- الموقع الرسمي لسوق دبي المالي: <http://www.dfm.ae>

- البوابة الرسمية لحكومة الإمارات العربية المتحدة، قسم الأسواق المالية، متوفر على الموقع:

<https://www.government.ae/ar-AE/information-and-services/finance-and-investment/financial-markets>

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

- 1- Jariwala HARSHA , Product Innovations through Financial Engineering , GFJMR, Vol 3 ,July-December 2011

- 2- **Differentiating Between Types of Financial Institutions** , in : http://www.bcbonline.com/home/fiFiles/static/documents/FAC_types_of_FI.pdf
- Financial Engineering , **Investopedia** , <http://www.investopedia.com>
- 3- Iric SANTOR, Banking Crisis and Contqgion , Empirical Evidence, Working Pqper, Bank of Canada , 2003.
- 4- Iric SANTOR, Banking Crisis and Contqgion , Empirical Evidence, Working Pqper, Bank of Canada , 2003.
- 5- Islamic Capital Market Fact Finding Report , Report Of : **The Islamic Capital Market Task Force Of The International Organization Of Securities Commissions**, July 2004, p p: 07-08.
- 6- Jacque ADDA, **Comment La Finance est devenu Folle** , Alternatives Economiques –Hors Série Poche, n° 38 , Avril 2009
- 7- Jacques PAVOINE , **Les Trois Crises du XXe Siècle**, Paris, Ed Ellipses, 1994 .
- 8- Kristin Forbes et Roberto Rigobon , **Measuring Contagion : Conceptual and Empirical Issues Collogue international , international Financial Contagion : How it Spreads and how it can be stopped** , Boston , Kluwer Academic , Publishers , 2000.
- 9- Laurent CLERC , **Valorisation et Stabilité Financière** , Revue La Stabilité Financière , Banque de France , n°12, Octobre 2008.
- 10- Mechel AGLIETTA , **Macroéconomie Financière , Crises Financière et Régulation Monétaires** , 4eme édition , Paris, La Découverte , 2005.
- 11- Mechel AGLIETTA , **Macroéconomie Financière , Crises Financière et Régulation Monétaires** , 4eme édition , Paris, La Découverte , 2005
- 12- Patrick Artus et Autres, **La Crise des Subprimes** , Rapports du Conseil d'Analyse Economique, Paris, La Documentation Française, 2008.
- 13- Paul R Masson , **Multiple Equilibria , Contagion and The Emerging Market Crises** , IMF Working paper , Washington , August 1999 .
- 14- Philippe de Brouwer: **La Finance Comportementale ou la Psychologie de l'investisseur** , Finances vecteur Septembre 2001.
- 15- Pierre CAILLETEAU et Edouard VIDON , **La Dynamique des Crises Financières Internationales** , quelques Enseignements , Bulletin de la Banque de la France, n°64, Avril 1999.
- 16- Pierre CAILLETEAU et Edouard VIDON , **La Dynamique des Crises Financières Internationales** , quelques Enseignements , Bulletin de la Banque de la France, n°64, Avril 1999
- 17- R. Michael Finger and Ludger Schuknecht , **Commerce Finance et crises financières** , Organisation Mondiales du Commerce, 1999.

- 18- R. Michael Finger and Ludger Schuknecht , **Commerce Finance et crises financières** , Organisation Mondiales du Commerce, 1999.
- 19- Ricciardi VICTOR et SIMON Helen k:What is Behavioral Finance , Business Education Technology , Journal Fall , 2000.
- 20- Robert BOYER et autres, **Les Crises Financières** , Paris, Ed : La Documentation Française, 2004.
- 21- Stéphane SORBE, **Eclatement de la Bulle sur les Marché Immobilier Américain**, éditeur Ministère de l'économie de l'industrie et de l'emploi , Direction Générale du trésor et de la politique économique , Trésor- Eco , n°40, Juillet 2008.
- 22- Stophie Brana et Delphine Lahet , **La Propagation des Crises Financière Dans Les Pays émergents : La Contagion est-elle Discriminante ?** , **Revue Economie Internationale** , La Documentation Française , 2005/ 3 , n 103 , Paris .
- 23- Taimur Baigan Iian Goldfajin , **Financial Market Contagion in the Asian Crisis** ,IMF Staff Papers ,vol 46 ,N 02, June 1999 .
- 24- Will Acworth , 2015 Annual Survey : **Global Derivatives Volume, Asia Takes The Lead** , <http://marketvoicemag.org/?q=content/2015-annual-survey-global-derivatives-volume>
- 25- Donald R . Snodgrass : **Successful Economic Development in a Multi – Ethnic Society : The Malaysian Case** , Salzburg seminar
- 26- Arab British Academy for Higher Education in: <http://www.abahe.co.uk>
- 27- Mohammed Nurdin Ngadimon, **Overview of the Islamic capital Market and Recent Development**, Special Session on Islamic Finance , Bank of Mauritius , 21 May 2009
- 28- Pierre Charles PRADIER, **La Malaisie :hub Financier Mondiale ou Club Affinitaire Islamique ?**, Dynamiques Internationales ISSN 2105-2646, 09 Avril 2014 .
- 29- Keat Gin Ooi, **Historical Dictionary of Malaysia**, Scarecrow press, United States of American, 2009
- 30- Arab British Academy for Higher Education in: <http://www.abahe.co.uk>
- 31- Ranjit Ajit Singh , Zainal Azman Yusof, **Development of the Capital Market In Malaysia**, AT 10 , Research Conference, 7-8 March 2000
- 32- Adeline WONG, **Essential Tax Planning Strategies In Malaysia** , CCH Asia Pte Limited , 2008,
- 33- Kunhibave Sherin, **Derivatives in Islamic Finance**, Research Paper no 7/2010, Publications of International Shariah, Research Academy For Islamic Finance ISRA .
- 34- David LOADER, **Clearing and Settlement of Derivatives**, Elsevier Great Britain, 2005 .
- 35- Josef Christ , **Financial Instruments Structured Pruducts** , Hand Book, Gunther Thonabauer, Vienna, 2004.

- 36- Hull j.c, **Options, Futures and Other Derivatives**, 7th ed, 2009
- 37- Wan RAZAZILA Wan Abdullah, Jamal ROUDAKI and Murray CLARK , **The Evolution of the Islamic Capital Market In Malaysia**, in: <http://victoria.ac.mz>
- 38- Alhabshi Datuk Syed Othman , **Development Of Capital Market Under Islamic Principles**, Conference On Managing and Implementing Interest – Free Banking /Islamic System, Concorde Hotel, Kuala Lumpur, Malaysia, January 25-26 1994, p: 06.
- 39- The Islamic Capital Market, bursa malaysia in: <http://www.bursamalaysia.com>
- 40- Agmad Hizzad BAHARUDDIN ,**Malaysia's Experiences In The Development of Islamic Finance**, Pratical Seminar : Advantages if Islamic Banking and Insurances Business Model in Rusia, Moscow, 4 December 2009.
- 41- Mahani Zainal Abidin , **The Global Financial Crisis and The Malaysian Economy: Impact and Responses**, University MALAYA , A joint Report by The Institute of Strategic and International Studies
- 42- Muhammad Bin Ibrahim, Impact of the Global Crisis on Malaysia's Financial System, Bank Negara Malaysia: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap54p.pdf>
- 43- Prena- Chandra ATHUKORALA , **Malaysian Economy in Three Crises**, working papers in trade and development , October 2010

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز أهم مسببات الأزمات المالية، والتأكيد على أهمية الالتزام بالضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية كسياسة وقائية لتفادي تكرار الأزمات، وتحديد أهم سبل الوقاية منها وعلاجها في حال حدوثها، وذلك في ضوء الدروس المستفادة من أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، باعتبارها من أشد الأزمات المالية التي عرفها الاقتصاد العالمي، بل وبيّنت بما لا يدع مجالاً للشك هشاشة النظام المالي المعمول به.

وبغية بلوغ الهدف المتوخى من هذه الدراسة تم إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي من خلال إجراء مقارنة لأثر الأزمة المالية العالمية على سوقين ماليين، أحدهما تقليدي والآخر إسلامي بهدف معرفة الدور الذي لعبته الضوابط الشرعية في الحد من تداعيات الأزمة المالية العالمية وذلك خلال الفترة 2006-2016.

الكلمات المفتاحية: الضوابط الشرعية، الأزمة المالية، أزمة الرهن العقاري، سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، السوق المالي الإماراتي.

Abstract

This study aims at highlighting the most important causes of financial crises and emphasizing the importance of adherence to the Islamic Shari'a rules as a precautionary policy to avoid the recurrence of crises and to identify the most important means of prevention and treatment in the event that they occur in the light of the lessons learned from the mortgage crisis in the United States. Of the most severe financial crises experienced by the global economy, and even demonstrated beyond a doubt the fragility of the financial system in force.

In order to achieve the objective of this study, the theoretical aspect was dropped on the practical side by comparing the impact of the global financial crisis on two financial markets, one traditional and the other Islamic, with the aim of knowing the role played by Shari'a controls in reducing the repercussions of the global financial crisis during the period 2006-2016 .

Key words: Sharia controls,, financial crisis, mortgage crisis, Malaysian Islamic capital market, UAE financial market.