



الموضوع

أدوات الهندسة المالية الإسلامية ودورها في علاج أزمة
الرهن العقاري

دراسة حالة - الصكوك الإسلامية في ماليزيا (2007-2013)

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص : نقود ومالية

إشراف الأستاذ (ة):

إعداد الطالبة:

■ د/ بن سمينة دلال

■ بوعزيز عفاف

السنة الجامعية: 2014-2015

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الإهداء

«اللهم أخرجنا من ظلمات الجهل والوهن إلى نور العلم والفهم وأكشف لنا عن كل

سر مكتوم يا حي يا قيوم»

إلى أول الأوطان وآخرها حبيبتي "أمي".

حفظها الله بعين رعايته وأمدّها بوافر الصحة وأطال عمرها بالطاعة والعافية

إلى القلب النابض بأسرار الحياة "أبي".

حفظه الله وبارك فيه وأطال عمره بالطاعة والعافية

إلى شقائق قلبي "إخوتي وأخواتي " أنار الله لكم دربكم وراحمكم..

إلى زميلاتي وأصدقائي الذين تقاسمت معهم حلو اللحظات ومرها

أهدي ثمرة جهدي المتواضع

عفاف

شكر و عرفان

الحمد لله حمدا كثيرا طيبا مباركا فيه كما ينبغي لجلال وجهه وعظيم سلطانه ، وأتم الصلاة وأفضل التسليم على أشرف المخلوقات سيدنا محمد عليه أفضل الصلاة والسلام ...

فإنني أتقدم بالشكر وعظيم الامتنان إلى الدكتورة المشرفة دلال بن سميحة على توجيهاتها القيمة وصبرها علينا طيلة فترة الدراسة.

كما أتقدم بالشكر والتقدير إلى الأساتذة بن ضيف عدنان ، صباغ رفيقة ، سليمان ناصر ، بن زيد ربيعة على المساعدة التي قدموها لي .

كما أتقدم بالشكر والتقدير إلى الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة الذين تفضلوا بقبول مناقشة هذه المذكرة.

وكذا أشكر الإداريين بقسم العلوم التجارية والاقتصادية وعلوم التسيير جامعة محمد خيضر بسكرة والشكر والامتنان لكل الذين قدموا لي يد المساعدة من قريب أو بعيد.

ملخص البحث

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز الدور الهام الذي تؤديه أدوات الهندسة المالية الإسلامية مقارنة بنظيرتها التقليدية، في التصدي للمخاطر التي تنتج عن الأزمات المالية، خاصة الأزمة الأخيرة (أزمة الرهن العقاري).

وقد توصلت الدراسة إلى أن منتجات الهندسة المالية الإسلامية بإمكانها هذه الأزمة وهذا لما تحتويه أدواتها من ميزة خاصة وهي عدم انطوائها على الفوائد الأمر الذي ساعد البنوك الإسلامية على التقليل من الخسائر على عكس البنوك التقليدية التي تضررت كثيرا من جراء الأزمة الأخيرة حيث تصدر الصكوك الإسلامية قائمة أدوات الهندسة المالية الإسلامية في السوق الإسلامي الماليزي والتي يمكن الاعتماد عليه في تخطي الأزمات.

الكلمات المفتاحية: الهندسة المالية، الهندسة المالية الإسلامية، الصكوك الإسلامية، الأزمة المالية، الأزمة المالية العالمية 2008.

Résumé de recherche

Cette étude vise à mettre en évidence le rôle important joué par les outils d'ingénierie financière islamiques par rapport à homologue conventionnelle En abordant les risques qui résultent de crises financières, en particulier la récente crise (crise des subprimes).

L'étude a révélé que les produits islamiques d'ingénierie financière peut cette crise, et ce à la teneur de ses outils une particularité qui ne risque pas d'avoir davantage qui les banques islamiques ont permis de réduire les pertes sur Contrairement aux banques traditionnelles, qui a été gravement endommagé par la crise récente, où l'avant-garde de la liste des instruments islamique,outils d'ingénierie financière islamique dans le marché islamique de Malaisie et qui peuvent être invoqués pour surmonter la crise.

Mots clés: ingénierie financière, ingénierie financière islamique, instruments islamiques, la crise financière, la crise financière mondiale en 2008.

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
I	اهداء
II	كلمة شكر وعرفان
III	ملخص الدراسة
V	فهرس المحتويات
V	فهرس الجداول
V	فهرس الأشكال
أ	المقدمة العامة
1	الفصل الأول: الهندسة المالية الإسلامية
2	تمهيد
3	المبحث الأول: مفاهيم حول الهندسة المالية
6	المطلب الأول: مفهوم ونشأة الهندسة المالية
8	المطلب الثاني: عوامل ظهور الهندسة المالية
8	المطلب الثالث: أهمية الهندسة المالية
13	المطلب الرابع: أدوات الهندسة المالية والغرض من استخدامها
20	المبحث الثاني : الهندسة المالية الإسلامية
20	المطلب الأول: مفهوم وتاريخ الهندسة المالية في الإسلام
22	المطلب الثاني: أسس ومبادئ الهندسة المالية الإسلامية
25	المطلب الثالث: خصائص الهندسة المالية الإسلامية وأسباب ظهورها
27	المبحث الثالث: أدوات (منتجات) الهندسة المالية الإسلامية
27	المطلب الأول: التوريق الإسلامي والأدوات المشتقة
30	المطلب الثاني: الصكوك الإسلامية
36	خلاصة الفصل الأول
37	الفصل الثاني: أزمة الرهن العقاري 2008
38	تمهيد
39	المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية
39	المطلب الأول: مفهوم الأزمات

40	المطلب الثاني: مفهوم وخصائص الأزمات المالية
42	المطلب الثالث: أنواع الأزمات المالية
45	المبحث الثاني: ماهية أزمة الرهن العقاري
45	المطلب الأول: مفهوم أزمة الرهن العقاري
47	المطلب الثاني: نشوء أزمة الرهن العقاري وتطورها
48	المطلب الثالث: أسباب أزمة الرهن العقاري
52	المبحث الثالث: تداعيات أزمة الرهن العقاري على الاقتصاد العالمي والسبل المطروحة لمواجهتها
52	المطلب الأول: آثار أزمة الرهن العقاري على الاقتصاد الأمريكي
54	المطلب الثاني: آثار أزمة الرهن العقاري على الاقتصاد العالمي
57	المطلب الثالث: آثار أزمة الرهن العقاري على الدول العربية
59	المطلب الرابع: مواجهة أزمة الرهن العقاري
64	خلاصة الفصل الثاني
65	الفصل الثالث: دور أدوات الهندسة المالية الإسلامية في علاج أزمة الرهن العقاري -دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي -
66	تمهيد
67	المبحث الثالث: الصكوك الإسلامية ودورها في علاج الأزمة المالية العالمية
67	المطلب الأول: أسباب الأزمة المالية العالمية من منظور إسلامي
71	المطلب الثاني: البنوك الإسلامية وتجنب آثار أزمة الرهن العقاري
74	المطلب الثالث: دور الصكوك الإسلامية في علاج أزمة الرهن العقاري
77	المبحث الثاني: ماهية سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
77	المطلب الأول: مفهوم ونشأة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
79	المطلب الثاني: أسس وأهمية سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
81	المطلب الثالث: البنوك والمؤسسات المالية ومؤسسات البنية التحتية في ماليزيا
84	المبحث الثالث: الصكوك الإسلامية في ماليزيا
84	المطلب الأول: الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
97	المطلب الثاني: عوامل نجاح التجربة الماليزية في التصكيك وأهم الميزات التي تقدمها الصكوك في ماليزيا
99	خلاصة الفصل الثالث

101	الخاتمة العامة
107	قائمة المراجع

قائمة الجداول والأشكال

قائمة الأشكال

الصفحة	اسم الشكل	رقم الشكل
86	تطور صكوك البيع بثمن اجل/المرابحة في ماليزيا في الفترة من 2007-2013	01
88	تطور صكوك الاستصناع في ماليزيا في الفترة من 2007-2013	02
89	تطور صكوك الإجارة في ماليزيا في الفترة من 2007-2013	03
90	تطور صكوك المشاركة في ماليزيا في الفترة من 2007-2013	04
92	تطور صكوك المضاربة في ماليزيا في الفترة من 2007-2013	05
94	تطور تداول الصكوك الاستثمارية في السوق المالية الإسلامية في ماليزيا من 2007-2011 (مليار رينجت ماليزي)	06
95	تطور اجمالي الصكوك في الفترة من جانفي 2001 الى جانفي 2013	07

قائمة الجداول

قائمة الجداول

الصفحة	اسم الجدول	رقم الجدول
61-62	التدابير المعتمدة وخطط الإنقاذ الوطنية لاحتواء الأزمة المالية في الدول الأوروبية	01
82	عدد البنوك والمؤسسات في ماليزيا ديسمبر 2013	02
85	أنواع الصكوك الإسلامية في ماليزيا	03
86	تطور صكوك البيع بثمن اجل/المرابحة في ماليزيا من 2007-2013 (نسبة مئوية)	04
87	تطور صكوك الاستصناع في ماليزيا من 2007-2013	05
89	تطور صكوك الإجارة في ماليزيا من 2007-2013	06
90	تطور صكوك المشاركة في ماليزيا من 2007-2013	07
91	تطور صكوك المضاربة في ماليزيا من 2007-2013	08
93	تطور حجم الصكوك الإسلامية في ماليزيا حسب النوع 2007-2013	09
94	تطور تداول الصكوك الاستثمارية في السوق المالية الإسلامية في ماليزيا من 2007-2011 (مليار رينجت ماليزي)	10
96	تطور الصكوك المصدرة حسب الدول 2007 و2008 و2009 و2010 و2011	11

المقدمة العامة

المقدمة العامة:

1. إشكالية الدراسة

اتسمت الاقتصاديات المعاصرة بتقلبات في أسعار السلع وأسعار الفائدة ضف إلى ذلك رفع الحواجز أمام تدفقات رأس المال عبر الحدود الجغرافية والسياسية ، كل هذه التقلبات مثلت خطرا على مؤسسات الأعمال حيث هددت وجودها وعرضتها إلى الإفلاس ،هذا ما أدى بالمؤسسات إلى ابتكار أدوات مالية تمكنها من إدارة المخاطر وتغطيتها وعرف هذا النشاط بالهندسة المالية التي تعني ابتكار وتطوير الأدوات والعمليات التمويلية ، وسجل القرن العشرين ميلاد مفهوم جديد في الممارسة المالية ،وهو ما يعرف بالهندسة المالية الإسلامية ،فقد أثبتت وجودها في العالم الاقتصادي بابتكارها لمنتجات مالية إسلامية ،تستجيب للمتطلبات الاقتصادية و الشرع في نفس الوقت ،فالهندسة المالية الإسلامية صناعة ناشئة مقارنة بنظيرتها التقليدية .

ومن الأفاق الربحية التي يمكن من خلالها تطوير العمل المصرفي الإسلامي عملية التوسع في تصكيك الاستثمارات وتسييلها وجذب المدخرات الصغيرة قبل الكبيرة،و إتاحة الفرصة لقطاع كبير من الجماهير لتملك الأدوات الاستثمارية بغرض الاستثمار،مما يعني زيادة في عرض المدخرات الموجهة نحو الاستثمار فالتصكيك الإسلامي لن يكون أداة تمويلية فقط بل سيعمل على تطوير العمل المصرفي الإسلامي ومساعدة المؤسسات المالية الإسلامية على تخطيها لمشاكل متعددة ،ومنها مشكلة السيولة.

ومع ظهور الأزمة المالية التي عصفت بالاقتصاد العالمي عام 2008 والتي تعد من أعنف الأزمات الاقتصادية العالمية بعد أزمة الكساد الكبير ،كشفت هذه الأزمة عن هشاشة النظام الرأسمالي وقدمت فرصة ذهبية لإبراز الاقتصاد الإسلامي وطرحه كبديل قابل للتطبيق على أرض الواقع، تزايد الطلب العالمي على الصكوك الإسلامية كأحد الأدوات المالية الإسلامية التي تسهم بصورة فعالة في تمويل المشاريع الكبرى خاصة مشروعات البنى التحتية.

ويعتبر سوق رأس المال الإسلامي بماليزيا من أكبر الأسواق التي تتعامل وفقا للشريعة الإسلامية منذ سنة 1983، حيث أصبحت الدولة الأولى من حيث إصدارات هذه الصكوك كما يسهم في تطوير نوعية العمل المصرفي الإسلامي بما يؤدي إلى زيادة الكفاءة والعدالة وبالتالي زيادة معدلات النمو و الرفاهية. نحاول في هذا البحث الإجابة على الإشكالية الرئيسية والمتمثلة في :

ما هو الدور الذي يمكن أن تلعبه أدوات الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمات المالية بصفة عامة (أزمة الرهن العقاري بصفة خاصة) دراسة حالة الصكوك الإسلامية في ماليزيا(2007-2013)؟

وضمن هذه الإشكالية تدرج مجموعة من الأسئلة الفرعية:

- ماهي أدوات الهندسة المالية ؟
- ما المقصود بالهندسة المالية الإسلامية؟
- ما أسباب أزمة الرهن العقاري؟
- هل نجحت التجربة الماليزية في التصكيك؟

II. الفرضيات

لمعالجة الإشكالية وللإجابة على التساؤلات الفرعية المطروحة قمنا بصياغة الفرضيات التالية :

- 1- تتمثل أدوات الهندسة المالية في المشتقات المالية .
- 2- الهندسة المالية الإسلامية هي مجموعة الأنشطة التي تتضمن ابتكار وتطوير أدوات وآليات تمويلية وصياغة حلول إبداعية لحل مشكلة التمويل في إطار الضوابط الشرعية.
- 3- يعد التعامل بالمشتقات المالية سبب أزمة الرهن العقاري.
- 4- لم تنجح التجربة الماليزية، بشكل كبير في مجال التصكيك الإسلامي.

III. أهداف الدراسة

تتلخص أهداف البحث في :

- 1- التعرف على مختلف المنتجات والأدوات المالية المبتكرة من قبل الهندسة المالية الإسلامية .
- 2- معرفة وإبراز الفرق بين أدوات الهندسة المالية الإسلامية ونظيرتها التقليدية , ومدى قدرتهما في التفاعل مع متغيرات الاقتصاد الطارئة .
- 3- المساهمة في التعريف بالمعايير والضوابط الشرعية التي تشكل إطار عمل سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.
- 4- تقييم مدى نجاح التجربة الماليزية في التصكيك .
- 5- توضيح أهمية الصكوك الإسلامية كأداة من أدوات الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمات المالية.

IV. أهمية الدراسة

تكمن أهمية البحث في أنه يتناول موضوعا مهما وأساسيا وهو الهندسة المالية الإسلامية ،الذي أصبح بقاء وتطور المؤسسات المالية الإسلامية مرهونا بها بشكل كبير، ومن جهة أخرى فالمتابع للأحداث والأزمات التي شهدها العالم يستنتج أن هذه الأخيرة في أمس الحاجة إلى حلول وبدائل مالية وهذا ما توفره الهندسة المالية الإسلامية .

V. أسباب اختيار الموضوع

هناك عدة أسباب لاختيار الموضوع أهمها:

- 1- أهمية منتجات الهندسة المالية الإسلامية ودورها البارز في مساعدة المؤسسات المالية الإسلامية في تجاوز مخاطر الأزمات المالية والاقتصادية .
- 2- ميول الطالبة لدراسة هذا الموضوع .
- 3- حداثة الموضوع وقلة الدراسات التي تناولته.
- 4- ارتباط الموضوع بتخصص الطالبة نقود ومالية.
- 5- إثراء المعرفة الذاتية للباحثين والمكتبة الجزائرية بهذا الموضوع .

VI. المنهج المتبع

طبيعة البحث اقتضت التعامل مع عدة مناهج من أجل الإلمام بمحتوى الدراسة حيث تم الاعتماد على المنهج التاريخي ،من خلال تتبع نشأة الهندسة المالية التقليدية وكذا الهندسة المالية الإسلامية وتطورهما ،كما تم الاعتماد على المنهج الوصفي من خلال عرض المفاهيم الأساسية للهندسة المالية التقليدية والإحاطة بكل جوانبها ،بالإضافة إلى عرض مفاهيم الهندسة المالية الإسلامية وكذلك تم الاعتماد على المنهج الاستقرائي والتحليلي من خلال أدوات المتمثلة في الإحصاء وذلك في الفصل الأخير لتحليل البيانات والأرقام المتعلقة بتطور الصكوك الإسلامية في ماليزيا ،بالإضافة إلى اعتماد منهج دراسة حالة وذلك من خلال دراسة حالة الصكوك الإسلامية في ماليزيا من 2007-2013.

VII. الدراسات السابقة

من أهم الدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع :

- بوعكاز نوال ،حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية ،مذكرة ماجستير تخصص العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ،جامعة فرحات عباس سطيف 2010-2011 ،تم التطرق فيه لأساسيات الهندسة المالية التقليدية ،بالإضافة إلى نظيرتها الحديثة الهندسة المالية الإسلامية ،كما تم تناول الأزمة المالية بشكل مفصل،وقد خلصت هذه الدراسة الى وضع المزيد من اللوائح والتشريعات التنظيمية المتعلقة بممارسات محددة تتعلق بشكل خاص بالمعاملات التي توضح بشكل خاص أنها تمثل منتجات مبتكرة لصناعة الهندسة المالية ،والتي كانت سببا مؤثرا في زيادة حدة الأزمات التي عرفها النظام المالي العالمي.

- دراسة سحاسورياني صفر الدين جعفر "سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته، مذكرة لنيل شهادة ماجستير كلية التجارة، الأردن، 2006-2007.
- تعرضت هذه الدراسة لإمكانيات سوق رأس المال الإسلامي في الصناعة المالية الإسلامية في ماليزيا وتطوير الأدوات المالية الإسلامية، كما تحدثت الدراسة عن هيئة الأوراق المالية الماليزية لاسيما اللجنة الاستثمارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية ودورها في تطوير رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وخلصت الدراسة إلى التنسيق بين الدول الإسلامية عالميا لإنشاء أسواق رأس مال إسلامية تتضبط بالضوابط الشرعية وتتيح لهذه الدول تدعيم استثماراتها طويلة الأجل.
- محمد ياسين خضيرات، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمة الاقتصادية والمالية المعاصرة حيث بين الباحث هنا خطورة الأزمات المالية العالمية ومدى تأثيرها على اقتصاديات دول العالم واستخلص إلى تبيان قدرة النظام الإسلامي بأدوات الهندسة المالية الإسلامية على مواجهة التحديات الاقتصادية العالمية .
- شوقي جباري، أحمد طرطار، فعالية الصكوك الإسلامية في معالجة الأزمة المالية العالمية، حيث تطرق هذا البحث إلى الصكوك الإسلامية والهندسة المالية الإسلامية وفي الأخير حدد دور الصكوك الإسلامية في علاج الأزمة المالية العالمية واستخلص الدور الفعال الذي تلعبه أدوات الهندسة المالية الإسلامية كبديل لحل الأزمة المالية العالمية .

VIII. حدود الدراسة

سيتم التطرق في هذا الموضوع إلى :

- دراسة بعض منتجات الهندسة المالية الإسلامية والمتمثلة في الصكوك الإسلامية وتطورها في ماليزيا .
- الفترة الزمنية التي تغطيها الدراسة تمتد من سنة 2007-2013 وهي الفترة التي ظهرت فيها الأزمة المالية العالمية الأخيرة.

IX. صعوبات البحث

تكمن صعوبات البحث في :

- قلة المراجع التي تناولت موضوع الدراسة بصفة خاصة .
- الصعوبات المتعلقة بالموضوع من حيث التشابك في المصطلحات وتعدد الآراء حول هذا الموضوع.

X. هيكل البحث

بغية حل الإشكال المطروح تم تقسيم البحث إلى ثلاث فصول كالآتي:

الفصل الأول: الهندسة المالية الإسلامية وتم التطرق فيه إلى مفاهيم حول الهندسة المالية وعوامل الهندسة المالية الإسلامية، إضافة إلى منتجات الهندسة المالية الإسلامية.

أما الفصل الثاني: أزمة الرهن العقاري 2008 سنتناول فيه ماهية الأزمات المالية، ماهية أزمة الرهن العقاري 2008 والمبحث الثالث: تداعيات أزمة الرهن العقاري على الاقتصاد العالمي والسبل المطروحة لمواجهتها.

أما الفصل الثالث: أدوات الهندسة المالية الإسلامية ودورها في علاج أزمة الرهن العقاري-دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي- وتم تقسيمه إلى ثلاث مباحث كالآتي: الذي سنتكلم فيه الصكوك الإسلامية ودورها في علاج الأزمة المالية العالمية، ماهية سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، الصكوك الإسلامية في ماليزيا.

الفصل الأول:

الهندسة المالية الإسلامية

تمهيد:

المخاطر جزء لا يتجزأ من النشاط الاقتصادي والمؤسسات المالية تحتاج لمجموعة من الأدوات والمنتجات الفعالة من أجل التغلب على هذه المخاطر والحفاظ على بقاءها وتطورها، فوجود هذه المنتجات يعد أمراً ضرورياً لنا كمسلمين لأنها تتوافق مع الشريعة الإسلامية، وهذا يؤدي بنا إلى إيجاد أداة فعالية تحتوي على هذه المنتجات والمتمثلة في الهندسة المالية الإسلامية التي حظيت باهتمام الباحثين والمستثمرين وفي هذا الفصل سيتم التطرق إلى :

- المبحث الأول: ماهية حول الهندسة المالية .
- المبحث الثاني: الهندسة المالية الإسلامية .
- المبحث الثالث: منتجات الهندسة المالية الإسلامية .

المبحث الأول: ماهية حول الهندسة المالية

يطوق مفهوم الهندسة المالية العديد من التقنيات المطبقة والتي تعتمد على البحث والتطوير، ويرتكز اهتمامها على ابتكار أدوات مالية جديدة تمثل حلولا إبداعية لمشاكل الإدارة ويجري توظيفها في مجال إدارة المخاطر و التحوط، وتسعى الهندسة المالية إلى قيام المؤسسات المالية برسم سياسات مالية قوية وابتكار منتجات مالية جديدة .¹

المطلب الأول: مفهوم ونشأة الهندسة المالية .

سنتطرق في هذا المطلب إلى مفهوم الهندسة المالية، ونشأتها .

أولا: مفهوم الهندسة المالية.

الهندسة المالية (**financial engineering**) مفهوم قديم قدم التعاملات المالية، لكنه يبدو حديثا نسبيا من حيث المصطلح والتخصص، ومعظم تعاريف الهندسة المالية مستخلصة من وجهات نظر الباحثين الذين يطورون النماذج والنظريات، أو مصممي المنتجات المالية في المؤسسات المالية، لهذا نجد اختلاف تعريفات هذا المصطلح بحسب الزاوية التي يمكن النظر منها إليه². وهناك عدة تعريفات للهندسة المالية منها:

أ- **تعريف الهندسة المالية من وجهة نظر الإدارة المالية:** تعتبر الهندسة المالية من وجهة نظر الإدارة المالية عن العملية الكمية التحليلية المصممة لتحسين العمليات المالية للمؤسسة، وذلك من خلال استخدام النماذج الكمية والبرامج التقنية، حيث تتضمن مجموعة النشاطات التالية:³

- تعظيم قيمة المؤسسة؛

- التفاوض حول التمويل، التحوط في الصفقات التي تعكس مباشرة على قيمة ضريبة الشركة مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطر التنظيمية والسياسة؛

- تنظيم صفقات المبيعات بشكل يراعي مصالح كل من الزبون والشركة؛

- تنظيم صفقات الشراء بشكل يوازن مصالح كل من المورد والشركة .

ب- تعريف الهندسة المالية من وجهة نظر المؤسسات والأسواق المالية :

تعتبر الهندسة المالية مدخلا نظاميا يستعمل من قبل المؤسسات وعملائها، وتتضمن عملية الهندسة المالية خمس خطوات تتمثل في:¹

¹ بوعكاز نوال، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف (الجزائر)، 2010-2011، ص.20.

² محمد كريم قروف، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي الواقع... ورهانات المستقبل "جامعة غرداية الجزائر، يومي 23-24 فيفري 2011، ص.3.

³ أمال لعش، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف (الجزائر)، 2011-2012، ص.63.

- التشخيص :التعريف بطبيعة المشكلة ومصدرها الأساسي ؛
- التحليل :إيجاد الحلول المناسبة للمشكلة في ظل النظام الحالي للمؤسسة ،حيث يعتبر الحل الأفضل أداة أو مجموعة من الأدوات المالية الجديدة؛
- الإنتاج :خلق أو إنتاج الأدوات المالية الجديدة من خلال تعهد طرفي الصفقة بهذه الأداة، أو تشكيلها من خلال إستراتيجية تداول ديناميكية أو من خلالهما معا؛
- التخصيص :من خلال اتجاه أداة متلائم المتطلبات الخاصة بكل عميل ، حيث يجب الأخذ بعين الاعتبار المبادلة بين التكاليف و المنافع في تحديد إجراء تغييرات مفصلة لتلائم احتياجات كل فرد بشكل دقيق ، و الملاحظ انه في الكثير من الحالات تكون المشكلة التي يراد حلها موجود عند أكثر من عميل.

أما من جهة نظر الأسواق المالية فتعبر الهندسة المالية عن وصف تحليل البيانات المحصلة من سوق المالية بطريقة علمية ،بحيث يأخذ هذا التحليل شكل الخوارزميات الرياضية أو النماذج المالية.

ج- التعريف الشامل للهندسة المالية : هناك مجموعة من التعاريف يمكن التعرض لبعض منها نوجزها في :

- 1- حسب الرابطة الدولية للمهندسين الماليين² LAFE : الهندسة المالية التطبيق و التطوير المبتكر للنظرية المالية و الأدوات المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة ولاستغلال الفرص المالية . فالهندسة المالية ليست أداة ،بل هي المهنة التي تستعمل الأدوات .علما أن الهندسة المالية تختلف عن التحليل المالي .فمصطلح "تحليل يعني تشييت الشيء لفهمه أما مصطلح (هندسة) فيقصد به (بنية) .
- 2- تعريف فينرتي³ (Finnerty 1988) تعني الهندسة المالية تصميم و تطوير و تطبيق عمليات و أدوات مالية مستحدثة ،و تقديم حلول خلاق و مبدعة للمشكلات المالية .و في ظل هذا الإطار يتحدد نطاق الهندسة المالية بثلاثة أنواع من الأنشطة الرئيسية تتمثل في :⁴
 - ابتكار أدوات مالية جديدة.
 - ابتكار آليات تمويل جديدة من شأنها تخفيض التكاليف لعمليات التداول.
 - ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية ،مثل إدارة السيولة أو الالتزامات أو إعداد الصيغ التمويلية.لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع .

¹ Robert c.Merton , "A Functional perspective of financial Intermediation," a research in :financial Management ,vol24 ,1995,p.p .28-29.

² عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي ،جامعة الملك عبد العزيز ،جدة ،المجلد 20، العدد02، 2007 ،ص.10.

³ منير إبراهيم هندي ،الفكر الحديث في إدارة المخاطر (الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات)، الجزء الأول ،دار المعارف ،الإسكندرية 2000،ص.ص .14،15.

⁴ عبد الكريم قندوز ، الهندسة المالية الإسلامية،مرجع سابق ،ص. 11.

وانطلاقاً من هذه التعارف المقدمة عن الهندسة المالية، فتعرف الهندسة المالية بأنها التصميم والتطوير والتنفيذ لمنتجات وأدوات مالية مبتكرة من أجل حل مشاكل التمويل، وتتميز الأدوات المبتكرة هنا بأنها تستطيع تحقيق مستوى أفضل من الكفاءة .

والهدف من الهندسة المالية هو خفض التكاليف وزيادة العائد .¹

ثانياً: نشأة الهندسة المالية .

إن مفهوم الهندسة المالية وممارستها قديم جداً ،فقد وجدت أدلة على استخدام صكوك متطورة للانتماء والدفع ويرجع تاريخها إلى زمن الحملة الصليبية الأولى (1095-1099) .وقد وثق ذلك من استخدام ذلك في وسائل التجار اليهود في القاهرة .وبالفعل استوعب مفهوم تنويع المخاطر والقياس الكمي لمخاطر التأمين ،على الأقل من الناحية العملية ،في القرن 14 ،وقد تضمنت رسائل التاجر والمصرفي الايطالي فرانشيكو داتيني تعليمات مفصلة إلى وكلائه في كيفية تنويع المخاطر والتأمين على البضائع .

أما ما يميز الهندسة المالية الحديثة فهو الإدارة الكمية لعدم اليقين ،فكل من تسعير العقود وتعظيم الاستفادة من الاستثمارات تتطلب بعض القدرات الأساسية من النمذجة الإحصائية لحالات الطوارئ المالية ،فالحجم والتنوع وكفاءة الأسواق التنافسية الحديثة تجعل من الضروري استخدام النمذجة .²

في بداية الثمانينات بدأت وول ستريت الاستعانة ببعض الأكاديميين من ذوي الشهرة الذائعة من أمثال **Richard Roll** و **Fisher Black** لتطوير منتجات أسواق المال وكلما زادت هذه المنتجات تعقيداً كلما زاد الاستعانة بالأكاديميين .

وكثيراً من هؤلاء الأكاديميين كانوا حائزين على درجات علمية متقدمة في العلوم .ومن المثير أن وول ستريت كانت تحاول أن تعبت بالعالم بابتكارات ريادية ولكنها عديمة الفائدة .

وفي منتصف الثمانينات أخذت هذه العملية اسماً أكثر قبولا وهو الهندسة المالية ،وقد ساهمت العديد من العوامل في نمو الهندسة المالية ،وبيئنا كانت المخاطرة دائماً حاضرة ،فان تقلب أسعار الفائدة وأسعار الصرف زاد زيادة محسوسة في السنوات الأخيرة .³

¹Sami Al-suwailem, **Hedging in Islamic Finance**, occasional paper no10, Islamic Développement Bank Jeddah-kingdom saudi Arabia ,2006 ,p.87.

²بوعكاز نوال ،مرجع سابق ، ص.25.

³سمير عبد الحميد رضوان ،المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها ،دار النشر للجامعات ،مصر، 2000،ص.ص.92،93.

حيث أن بورصة وول ستريت للأوراق المالية قد استفادت كثيرا من البحوث والدراسات التي تقوم بها المؤسسات الأكاديمية، كما أن تطور الكمبيوتر قد أدى دورا بارزا في تقدم صناعة الهندسة المالية. على الرغم من كون المهندسين الماليين يعملون غالبا في مؤسسات مالية كالبنوك وصناديق الاستثمار وشركات إدارة المحافظ الاستثمارية وغيرها، إلا أن ممارسة تطور منتجا جديدا، ولكن عليها أن تبيع هذا المنتج لعملائها. وهؤلاء العملاء أما شركات أو صناديق استثمار أو مؤسسات حكومية. ولكي يقوم هؤلاء العملاء بتقييم هذا المنتج لغرض اتخاذ قرار الشراء، يجب أن يكون لديهم أفراد ذو مهارة في مجال صناعة الهندسة المالية. ولذلك فإن الهندسة المالية يجب أن تصبح يوما ما جزءا مهما ورئيسيا في قاعدة المعلومات لمن يشغلون وظائف الإدارة أو يشتغلون في مجالات التمويل والاستثمار.¹

المطلب الثاني: عوامل ظهور الهندسة المالية

يمكن تلخيص أهم العوامل التي ساهمت في ظهور الهندسة المالية فيما يلي :

1- ظهور احتياجات مختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل: تقوم الوسائط المالية (البنوك، شركات التأمين شركات الاستثمار، سمسرة...) عموما بتسهيل تحويل الأموال من وحدات الفوائض النقدية لوحدات العجز المالي ويمكن القول بأن هذه المهمة كان من الممكن للأفراد القيام بها بأنفسهم، على الأقل نظريا، من دون الحاجة لوجود هذه المؤسسات والوسائط المالية. ولكن أصبح من المسلم به الآن أن قيام الأفراد بهذا العمل يؤدي إلى شيء كثير من عدم الفعالية وقلة في الكفاءة المدركة. ورغم ذلك فإن ظهور الاحتياجات الجديدة والمتطورة لوسائل تمويل مختلفة من حيث التصميم وتواريخ الاستحقاق جعل من العسر على هذه الوسائط المالية بصورتها التقليدية ومهامها القديمة من إشباع رغبات المستثمرين والمشاركين في أسواق المال عموما. ولذلك ظهرت الحاجة لابتكار ولابتداع وسائل جديدة لمقابلة هذه الاحتياجات.²

2- تقنية المعلومات ومفهوم السوق الواسع: مما لا شك فيه أن تقنية الحاسوب قد أثرت على القطاع المالي بصورة كبيرة، سواء حدوده ومفهومه أو طريقة عمله فقد أثر الحاسوب على أشياء أساسية في هذه السوق مثل ماهية النقود نفسها، وعلى أشياء فرعية مستحدثة مثل كيفية عمل التحويلات النقدية بين العملاء .

ولكن ظهور شبكات الاتصال بالذات ساعد على تحويل الأسواق العالمية المتعددة والمفضلة إلى سوق مالي كبير، تتعدم فيه الحواجز الزمانية والمكانية ويصل مداه إلى مدى وصول المعلومة المرسله. ونظرا لأن هناك احتياجات مختلفة من العالم المترابط بواسطة هذه الشبكات فقد أصبح من السهل تصميم

¹ المرجع السابق، ص.93.

² هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص.ص.23،24.

الاحتياجات ومقابلتها بالاعتماد على قاعدة عريضة وواسعة من المشاركين في هذا السوق العالمي الكبير، وبالطبع كلما زاد عدد المشاركين في هذه الأسواق، كلما تمكن مبتكرو ومصممو الأوراق والأدوات المالية من العمل بصورة اقتصادية مقبولة، أي أنهم يجدون مساحة واسعة للحركة وكلما صمموا وابتكروا أداة جديدة وجدوا من يطلبها ويقبلها.¹

3- **ظهور مفهومي الكفاءة والفعالية:** يعني مفهوم الفعالية في سوق المال مدى مقدرة السوق على مقابلة احتياجات المشاركين في هذه الأسواق مقابلة هذه الاحتياجات بتكلفة قليلة أو بوفرات ملحوظة، وبسرعة ودقة عاليتين وهذان المعياران (الكفاءة والفعالية) يأخذان أهمية أكبر في حالة توسع قاعدة المشاركين، وتوجه الأسواق عموماً نحو درجات عالية من تجويد وتقديم الخدمات للعملاء. ولذلك نجد في هذا الجو أدوات ووسائل مالية (مثل تبادل أسعار الفائدة) تحل محل طرق تمويل قديمة نسبياً مثل إعادة تمويل القروض.²

ويمكن إضافة أسباب أخرى ساعدت على ظهور مفهوم الهندسة المالية واتساع انتشارها، ومن بين هذه العوامل:³

- **زيادة عدد الأسواق المنظمة الجديدة:** حيث أدت زيادة عدد الأسواق المنظمة الجديدة للأسهم المستقبلية والمقايضات والابتكارات في الاتصالات وتقنية الحاسبات خلال السنوات الأخيرة إلى تخفيض تكاليف التجارة والأدوات المالية النمطية بشكل كبير جداً، ومن ثم زيادة مجالات استخدام الهندسة المالية بشكل واسع.

- **زيادة المخاطر والحاجة إلى إدارتها:** فقد أصبحت التقلبات في الأسعار (أسعار السلع وأسعار الفائدة وأسعار العملات وأسعار الأسهم والسندات) خاصة بعد التوجه العالمي لتعويم أسعار الصرف وكذلك رفع الحواجز أمام تدفقات رأس المال عبر الحدود الجغرافية والسياسية والتطور الهائل في سرعة الاتصال والانتقال، والتحول الاقتصادي من اقتصاديات تركز على العمالة إلى اقتصاديات كثيفة المعرفة، كل هذا أدى إلى تقلبات كبيرة وغير متوقعة في المحيط الاقتصادي العالمي ككل، مما شكل خطراً كبيراً على مؤسسات الأعمال إذ هدد وجودها، و نتيجة لذلك أصبح من الضروري إنتاج منتجات مالية جديدة وتطوير قدرات عالية للسيطرة على المخاطر المالية. وأدى ذلك إلى تداول تلك المنتجات والأدوات المالية الجديدة في الأسواق الحالية للأوراق النقدية وفي أسواق رأس المال، وكذلك الأسواق الجديدة.

- **محاولة الاستفادة من النظام المالي:** إذ يعبر النظام المالي عن الهيئات والأعوان والآليات التي تسمح لبعض الأعوان خلال فترة زمنية معينة بالحصول على موارد التمويل، وللآخرين باستخدام وتوظيف

¹ المرجع السابق، ص. 25.

² محمد كريم قروف، مرجع سابق، ص. 5.

³ المرجع السابق، ص. 5، 6.

مدخراتهم .وتتوقف فعالية النظام المالي على قدراته على تعبئة الادخار وضمان وضمان أفضل تخصيص للموارد.وهو ما يدفع الأعوان الاقتصاديين إلى التفكير في كيفية الاستفادة من النظام المالي بالطريقة التي يرغبون فيها ،وبشكل كفاء ،وكذا في تطوير أدوات وأليات جديدة للوصول إلى حلول مثلى لمشاكلهم التمويلية أو لاستغلال الفرص الاستثمارية .

المطلب الثالث: أهمية الهندسة المالية.

للهندسة المالية أهمية بالغة تكمن فيما يلي:

أولا :إدارة المخاطرة .

تعرف المخاطرة على أنها ظرف أو وضع في العالم يوجد فيه تعرض معاكس ،بشكل أكثر تحديدا ،ويقصد بالمخاطرة حالة يكون فيها إمكانية أن يحدث انحراف معاكس عن النتيجة المرغوبة المتوقعة أو المأمولة ونلاحظ أن المخاطرة في هذا التعريف عبارة عن حالة أو وضع في العالم الواقعي ،مزيج من الظروف في البيئة الخارجية لاحظ أيضا أن في هذا المزيج من الظروف توجد إمكانية لحدوث خسارة.¹

كما يعرف الخطر على انه عدم التأكد من حدوث خسارة معينة .

وتعرف إدارة المخاطر أيضا بأنها التحكم في المخاطر عن طريق :

- الحد من تكرار حدوث هذه المخاطر ؛

- التقليل من حجم الخسائر المتوقعة من جهة أخرى؛

ولكن يجب أن يكون ذلك بأقل تكلفة ممكنة ،وبذلك يكون من مسؤولية الشخص أو الجهة المسؤولة عن إدارة المخاطر واتخاذ القرارات الخاصة بها أن تكشف الخطر أولا ثم تقوم بتحليل وتصنيف هذه المخاطر ثم حساب احتمال تحقق هذه المخاطر ومن ثم احتساب حجم الخسائر المتوقعة في حال حدوث هذه المخاطر .²

ويمكن أن نقسم أنواع المخاطر التي تواجه المؤسسات البنكية كما يلي: مخاطر مالية ومخاطر غير مالية .

أ- المخاطر المالية :يمكن تصنيفها الى مخاطر ائتمان ومخاطر سيولة ومخاطر سوق ومخاطر رأس المال.

¹ طارق عبد العال حماد ،إدارة المخاطر، الدار الجامعية،الإسكندرية،2007،ص.16.

² شقيري نوري موسى ،محمود ابراهيم نور وآخرون ،إدارة المخاطر، دار المسيرة للنشر والتوزيع ،عمان 2012،ص.24.

1- **مخاطر الائتمان:** هي المخاطر المرتبطة بالطرف الآخر في العقد أي قدرته على الوفاء بالتزاماته التعاقدية كاملة في موعدها كما هو منصوص عليه في العقد.¹

وعليه فإن المخاطر الائتمانية هي خسارة محتملة ناجمة عن عدم قدرة العميل المقترض على سداد قيمة المبلغ الأصلي وفوائده إلى البنك المقرض عند تاريخ الاستحقاق المحدد في شروط العقد الائتماني .

2- **مخاطر السيولة:** وتتسبب هذه المخاطر من عدم كفاية السيولة لمتطلبات التشغيل العادية ،وتنقل من قدرة البنك على الوفاء بالتزاماته التي حالت أجالها.

3- **مخاطر السوق:** هي المخاطر التي تطرأ على سوق الأوراق المالية لأسباب اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية أو أمنية ويمكن تقسيم مخاطر السوق إلى:²

- مخاطر أسعار السهم .
- مخاطر أسعار الصرف تكون رشيدة على البنوك الإسلامية لأنها لا تستطيع التعامل بالمشتقات المالية لتغطية المخاطر .
- مخاطر أسعار السلع .
- مخاطر أسعار الفائدة في البنوك التقليدية وهامش الربح في البنوك الإسلامية .

4- **مخاطر رأس المال:** يعتبر رأس المال مصدراً دائماً للدخل إضافة إلى أنه مصدر تمويل رئيسي للبنوك بالإضافة إلى ذلك يجب أن يكون رأس المال ملائم وكافي لمواجهة المخاطر واستيعاب الخسائر ومخاطر رأس المال تنشأ لعدم كفاية رأس المال لحماية مصالح كافة الأطراف المتعاقدة مع البنك من مودعين ومقرضين ومستثمرين وغيرهم من أصحاب المصالح المختلفة ومخاطر رأس المال ينتج عنها انخفاض في القيمة السوقية للأصول عن القيمة السوقية للالتزامات. وتمثل مخاطر رأس المال احتمال عدم قدرة البنك على الوفاء بالالتزامات حينما تواجهه حقوق ملكية سالبة، ويتحدد صافي حقوق الملكية بالفرق مابين رأس المال تشير إلى الانخفاض الكبير في صافي قيمة الأصول.

ويعتبر رأس المال حماية لحقوق دائني أية مؤسسة في حال عدم وجود مخصصات كافية تواجه أية خسائر قد تحدث مستقبلاً. كذلك بالنسبة للبنوك يعتبر خط الدفاع الأول والأخير لمواجهة أية خسائر محتملة وبشكل خاص في حال انخفاض أي بند من بنود الأصول وعدم وجود مخصص يستوعب هذا الانخفاض.³

¹ عبد الناصر براني، إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية، دار النفائس، الأردن، 2013، ص. 67 .

² مفتاح صالح، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، ملنقى العلمي الأول حول: الأزمة المالية الاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص. 4.

³ محمد داود عثمان، إدارة وتحليل الائتمان ومخاطره، دار الفكر، عمان، 2013، ص. 222.

ب-مخاطر غير مالية:تضم مخاطر التشغيل والسياسية والقانونية وهي كما يلي :

- 1-المخاطر التشغيلية:هي المخاطر التي عرفت لها لجنة بازل للرقابة المصرفية على أنها "مخاطر التعرض للخسائر التي تتجم عن عدم كفاية أو انخفاض العمليات الداخلية أو الأشخاص أو الأنظمة أو التي تتجم عن أحداث تاريخية "ويمكن تحديد أنواع المخاطر التشغيلية المتعلقة بأحداث معينة والتي تؤدي إلى احتمال التسبب في خسائر كبيرة منها :¹
 - أ- الاحتيال الداخلي : تلك الأفعال من النوع الذي يهدف إلى الغش أو إساءة استعمال الممتلكات أو التحايل على القانون أو اللوائح التنظيمية من طرف المسؤولين عن البنك أو العاملين فيه .
 - ب-الاحتيال الخارجي:وهي الأفعال التي تهدف إلى الغش أو إساءة استعمال الممتلكات أو التحايل على القانون من طرف عملاء البنك .
 - ج-ممارسات العمل والأمان في مكان العمل :وهي الأعمال التي لا تتفق مع طبيعة الوظيفة واشتراطات قوانين الصحة والسلامة .

هـ- الأضرار في الموجودات المالية وهذا بسبب كارثة طبيعية أو أية أحداث أخرى .

و- توقف العمل والخلل في الأنظمة بما في ذلك أنظمة الكمبيوتر .

- 2-المخاطر السياسية:تؤثر الأحداث السياسية وتخلق مخاطر للعمل البنكي ومنها العولمة - المقاطعة والإضرابات السياسية... الخ .
- 3-المخاطر القانونية:تنتج هذه المخاطر من أخطاء في نص العقود أو من تاخر في اتخاذ الإجراءات القانونية أو من المخالفة لبعض القوانين الدولية .

ثانيا :إدارة السيولة :

1-تعريف السيولة

في المعنى المطلق تعني النقدية وفي معناها الفني قابلية الأصل للتحويل إلى نقدية بسرعة بدون خسائر والهدف من وراءها الاحتفاظ بأصول سائلة بين مكونات السيولة (النقدية والأصول سهلة التحويل إلى نقدية) وبين الالتزامات واجبة الوفاء ،وعليه يصعب تحديد درجة سيولة مطلقة ولا بد أن تكون نسبية تختلف من مؤسسة لأخرى في ضوء استحقاقات التزاماتها ،وتتطلب السيولة كهدف قيام البنك بالاحتفاظ بأكبر قدر ممكن من النقدية والأصول السائلة لاستخدامها في الوفاء بالالتزامات العاجلة في مواعيدها.²

¹المرجع السابق ،ص.ص.4،5.

²محب خلة توفيق،الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار،دار الفكر الجامعي،الإسكندرية،2011،ص.269.

وتعرف السيولة حسب البنوك بأنها مقدرة البنك على الوفاء بسحوبات المودعين وتلبية احتياجات الممولين في الوقت المناسب دون الاضطرار إلى بيع أوراق مالية بخسائر كبيرة أو الاقتراض بالفائدة أو هي القدرة إلى تحويل الأصول إلى نقد بشكل سريع وبدون خسائر.¹

2- أهمية السيولة

- البنك دائما يحتاج إلى سيولة وذلك من أجل مواجهة سحبات المودعين وتلبية طلبات زبائنه، لذلك تظهر أهمية السيولة في:²
- تشكل تعزيزا لثقة كل من المقرضين والمقرضين والمودعين والتأكيد لهم بأن البنك قادر على الاستجابة السريعة لمتطلباتهم؛
- التأكيد للقدرة على الوفاء بالالتزامات والتعهدات الملتزم بها؛
- تجنب الاقتراض من البنك المركزي وسلبات ذلك؛
- الظهور في السوق المالية الحساسة اتجاه المخاطر بمظهر المأمون القادر على الوفاء بالتزاماته؛
- التقليل من تكلفة الإنتاج عن طريق منع حدوث مشاكل أثناء سير العملية الإنتاجية.

3- أهداف السيولة

- تكمن أهداف إدارة السيولة في ما يلي:³
- توفير نسبة الاحتياطي القانوني ونسبة السيولة القانونية وذلك استجابة للسياسات ولوائح وتعليمات البنك المركزي والتي تصل إلى حد منع البنك من التوسع في منح قروض جديدة حتى تستوفي النسبة المطلوبة.
- إشباع حاجات الإقراض وتذبذبات الودائع وذلك سواء كانت حاجات الإقراض موسمية أو غير متوقعة أو كانت الودائع غير مستقرة ومتقلبة .
- اقتناص الفرص المربحة غير المتوقعة والتي تحدث بشكل فجائي دون توقعات مسبقة وبالتالي يتطلب الأمر ضرورة توافر السيولة الكافية لاستغلالها سواء كان ذلك من خلال حاجة عميل البنك إلى قروض أو من خلال فرص استثمارية مواتية تحتاج إلى تمويل فوري .
- مواجهة الظروف الطارئة غير المتوقعة وغير الواردة في التخطيط المسبق حيث نجد انه رغم وجود خطط للسيولة إلا أن البنك يواجه بظروف طارئة تدعو إلى وجود تدفقات نقدية خارجية مثلما هو الحال عند وقوع اضطرابات وتصفية النمو في الأصول في ظل الحالات المتوقعة دون قيود أو عوائق ناتجة عن نقص في السيولة؛

¹ إبراهيم عبد الحليم عبادة، مؤشرات الأداء في البنوك الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص. 129.

² نصر رمضان احلاسه، دور المعلومات المحاسبية والمالية في إدارة مخاطر السيولة، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، 2013، ص. 40.

³ محب خلة توفيق، مرجع سابق، ص. 272، 273.

- الوفاء بالالتزامات عند استحقاقها وتقادي الإفلاس، وفي ذلك تأمين لاستمرار المؤسسة .

ثالثاً: المنافسة المالية وتجاوز القيود القانونية

تعمل المؤسسات المالية بشكل عام على دفع عجلة الابتكار المالي من أجل استحداث منتجات مالية جديدة أو تطوير منتجات مالية قائمة بهدف تلبية مختلف الاحتياجات التمويلية، ويقصد بالمنافسة المالية القدرة على استخدام الأموال بكفاءة فائقة تجعلها تتفوق عن المنافسين من خلال اختيار أفضل المصادر التمويلية وأحسن تشغيل لفرص الاستثمار المتاحة¹، فالقرار المثالي للتمويل (الاقتراض ورأس المال لحقوق الملكية) والقرار المثالي للاستثمار (قصير الأجل وطويل الأجل) يعني القدرة على التنافس. ولتحقيق أفضل العوائد، ومن هنا يمكن القول أن القرار الأمثل لكل من التمويل والاستثمار يعكس قدرة المؤسسة المالية على مواجهة المنافسين وبالتالي ضمان البقاء.²

وتقاس المنافسة المالية (القدرة التنافسية الدولية) بعدد من المؤشرات منها:³

- انخفاض تكلفة التمويل .
 - ارتفاع عائد الاستثمار .
 - انخفاض مخاطر الاستثمار .
 - ارتفاع مؤشر السيولة .
 - زيادة القيمة السوقية (البيع) الشركة .
 - تحسين العلاقات المالية بين الشركات والبنوك .
- حيث تعطي الشركات أوزان أهمية لكل منها حسب الظروف المحيطة وأحوال أسواق المال (أسعار الفائدة، أسعار الصرف وغيرها).

¹فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية 2009، ص.37.

²أمال لعمش، مرجع سابق، ص.69.

³فريد النجار، مرجع سابق، ص.37،38.

المطلب الرابع: أدوات الهندسة المالية والغرض من استخدامها.

سننظر في هذا المطلب إلى أدوات الهندسة المالية والمتمثلة في: عقود الخيار والعقود الآجلة والعقود المستقبلية والمبادلات، كما سنتحدث عن الغرض من استخدام هذه الأدوات .

أولاً: أدوات الهندسة المالية .

لقد شكلت التقلبات الاقتصادية الحاصلة خطراً كبيراً على جل مؤسسات الأعمال ،وقد أدى هذا إلى عملها على تطوير وابتكار منتجات ومشتقات جديدة تمكن من إدارة المخاطر و التحوط منها ،ويمكن أن تعرف المشتقات المالية بأنها " أدوات مالية مشتقة ،بمعنى أنه ليس لها قيمة في ذاتها وإنما تستمد قيمتها من الأصول محل العقد. والأصول التي تكون محل العقد هي أصول حقيقية مثل (المنتجات الزراعية ،المعادن... الخ والأصول المالية (الأسهم ،السندات ،المؤشرات الأسواق ،العملات... الخ).¹

كما تعرف أيضاً أنها أدوات مالية يعتمد العائد منها على أدوات مالية أخرى ،أي مشتقة من أدوات مالية أخرى. إذن تعتمد الأدوات المالية الرئيسية على قياس وإدارة المخاطر المالية المشتقة .وتعتمد المشتقات المالية على أدوات مالية ،وأخرى حقيقية .²

ويعرف صندوق النقد الدولي المشتقات المالية على أنها :عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول .وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد ،فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري .³

1- عقود الخيارات :

تعرف عقود الخيار على أنها اتفاق بين طرفين ،احدهما مشتري أو حامل الخيار والآخر بائع الخيار أو محرر الخيار ،وبموجب هذا العقد يحق للطرف المشتري (وليس الالتزام)⁴ .وإذا ما رغب في أن يشتري أو يبيع الأصل محل التعاقد (سهم أو سند ،مؤشر سوق الأسهم ،عمله ،سلعة... الخ) بسعر معين (سعر التنفيذ) وفي تاريخ محدد في المستقبل أو خلال فترة سريان العقد وهذا التاريخ المستقبلي المحدد للتنفيذ يسمى تاريخ انتهاء صلاحية العقد أو تاريخ التنفيذ وذلك مقابل علاوة (سعر الخيار) الذي يدفعه مشتري الخيار إلى بائع أو محرر الخيار عند التعاقد .⁵

وتصنف الخيارات إلى أنواع عديدة ومن بين هذه الخيارات نجد :

¹ مؤيد عبد الرحمان الدوري ،سعيد جمعة عقل ،إدارة المشتقات المالية ،إثراء للنشر والتوزيع ،الأردن ،2012،ص.27.

² فريد النجار ،مرجع سابق ،ص. 19.

³ سيد سالم عرفه ،إدارة المخاطر الاستثمارية ،دار الراجحة للنشر والتوزيع ،عمان ،2009 ،ص.141.

⁴ مؤيد عبد الرحمان الدوري ،سعيد جمعة عقل ،مرجع سابق ،ص.51.

⁵ المرجع السابق ،ص.52.

أ- حسب نوع العقد :تضم :

1- خيار الشراء :وهو عقد بين طرفين، يخول احدهما حق شراء أوراق مالية معينة ،أو سلع ،أو عملات أو غيرها من الطرف الآخر ،بسعر معلوم في تاريخ معلوم ،أو خلال مدة معينة مقابل عوض معلوم .وخيار الشراء يتم بين طرفين :

الطرف الأول مشتري الخيار :هو الطرف الذي يحق له بمقتضى العقد شراء أوراق مالية ،أو السلع أو العملات أو غير ها المبينة في العقد ،بالسعر المتفق عليه ،في التاريخ المتفق عليه أو خلال الفترة الزمنية المقدرة .

الطرف الثاني بائع الخيار :هو الطرف الذي يلتزم ببيع الأوراق المالية ،أو السلع العملات ،أو غيرها لمشتري الخيار وفقا للشروط المتفق عليها ،إذا رغب المشتري في ذلك ،مقابل عوض معلوم يقبضه من مشتري الخيار عند العقد.¹

2- خيار البيع :يتيح هذا الحق للمستثمر (مشتري حق الخيار) بيع عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين نظير مكافأة يدفعها المشتري لمحرر حق الخيار .²

3- عقد الخيار المزدوج :هو عقد يجمع خيار البيع وخيار الشراء وبمقتضاه يصبح لحامله الحق في أن يكون مشتريا للأوراق المالية محل التعاقد أو بائعا لها ،وذلك مرهون بمصلحة المشتري حينما كانت ،فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة العقد كان شاريا وإذا انخفضت كان بائعا ومع تعاضم المخاطرة التي يتعرض لها بائع الخيار ،فلا ضرر في أن يتقاضى ضعف ثمن شراء خيار البيع أو خيار الشراء.³

ب- حسب موعد تنفيذ الصفقة : يقسم إلى :

1- الخيار الأمريكي :هو حق خيار (شراء أو بيع أو هما معا) غير أن هذا الحق يتم ممارسته أو تنفيذه في أي وقت خلال الفترة التي تنقضي بين إبرام العقد وتاريخ انتهائه .⁴

2- الخيار الأوربي :وهو الخيار الذي يعطي الحق لمشتريه في التنفيذ (الممارسة) فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد .⁵

¹ هشام السعدني، خليفة بدوي ،عقود المشتقات المالية ،دار الفكر الجامعي ،الإسكندرية ،2011،ص.131.

² محمد صالح الحناوي ،نهال فريد مصطفى وآخرون ،تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية ،المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص 260.

³ بن عيسى عبد القادر ،أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في أحداث الأزمة المالية العالمية ،مذكرة ماجستير ،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة قاصدي مرباح ورقلة (الجزائر)، 2012،ص.54،53.

⁴ محمد صالح الحناوي ،نهال فريد مصطفى ،آخرون،مرجع سابق ،ص.260.

⁵ SALIHN.Netci :priciples of financial Engineering ,second Edition ,Elsevier ,canada ,2008 ,p205.

2- العقود الآجلة :

هو اتفاق بين طرفين احدهما مشتري للعقد والآخر بائعا له يلتزمان بموجبه بتسليم أو استلام كمية من الأصل (سلعة أو ورقة مالية أو عمله أجنبية أو احد مؤشرات الأسهم) بتاريخ في المستقبل ،في مكان محدد وبسعر محدد يتفق عليه مسبقا بتاريخ التعاقد.¹ فهي عقود ذات طرفين يحتمل حصول اي منهما على مكاسب أو خسائر نتيجة التغيرات في المركز المرتبط بالعقود.²

ويعرف العقد الأجل أيضا بأنه عبارة عن اتفاق بين شخصين لتسليم أصل معين في وقت لاحق مستقبلا، وبسعر محدد يسمى سعر التنفيذ، ويحدد في العقود عادة مواصفات الأصل كدرجة الجودة أو التصنيف وكمية وطريقة التسليم ومكان التسليم والسعر وطريقة السداد حيث يتم التفاوض على جميع هذه الأمور بين البائع والمشتري.

وقد تستخدم العقود الآجلة للوقاية من تقلبات الأسعار السوقية للسلع أو أدوات الخزنة أو السندات أو القروض أو حتى أسعار الفائدة وعندها تسمى عقود أجلة لأسعار الفائدة فيما كان المستثمر الذي يريد الحصول على قرض معين مثلا أن يقوم بشراء عقد اجل لأسعار الفائدة بمعدل فائدة ثابت محدد مسبقا، وان يلزم الطرف الآخر بالتنفيذ خلال فترة محددة في العقود بذلك يضمن حماية نفسه من مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة.³

وتتميز العقود الآجلة بمجموعة من الخصائص أهمها:⁴

- المرونة وهذا يعني أن كلا من البائع والمشتري يتفاوضان على شروط العقد لذلك فهما يمتلكان حرية التصرف وابتداع أي شروط يرونها لأي سلعة ؛
- تلك العقود عقود خطية بمعنى أن النتائج المترتبة على تنفيذ تلك العقود في ضوء التغير في قيمة الأصول المتعاقد عليها قد تؤدي إلى تحقيق كسب لطرف يعادل الخسارة التي تحققت للطرف الآخر تماما ؛
- أقل سيولة ،حيث لا يتمكن أي طرف من الأطراف الخروج من العقد إلا بإيجاد طرف آخر يحل محله ويقبله الطرف الآخر ؛
- تلك العقود عقود شخصية يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتفق وظروف كل منهما ومن ثم فهي لا تتداول في البورصة ؛

¹ مؤيد عبد الرحمان الدوري ،سعيد جمعة عقل،مرجع سابق ،ص.215.

² بلعزوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، العدد7، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2009، ص.339.

³ كمال توفيق حطاب ،نحو سوق مالية إسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، الموقع الإلكتروني

http://www.kamel_hattab.onfo/blog/wp-content/uploads/.../sook.pd.le 07-02-2015 ;à16 :30.

⁴ بن عيسى عبد القادر ،مرجع سابق،ص.62،63.

- يتعرض أطراف العقد الأجل لمخاطر ائتمان والتي تنتج عن عدم قدرة أحد طرفي العقد على الوفاء بالتزاماته ؛
 - تتحقق قيمة العقد الآجل فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد ولا توجد مدفوعات عند بداية العقد وكذلك لا توجد أي نقود يتم تحويلها من طرف إلى آخر قبل تاريخ انتهاء صلاحية العقد.
- 3- العقود المستقبلية :**

العقد المستقبلي هو اتفاق بين طرفين الأول البائع ويطلق عليه صاحب المركز القصير، والطرف المشتري ويطلق عليه صاحب المركز الطويل، ويقضى هذا الاتفاق بتسليم البائع للمشتري أصل حقيقي (سلعة ما) أو أصل ورقي (مثل الأسهم والسندات) في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسليم، وذلك على أساس سعر يتفق عليه عند التعاقد. وعلى طرفي العقد أن يودع كل منهما لدى السمسار الذي يتعامل معه، مبلغا نقديا أو أوراقا مالية حكومية، بأذن خزانة وعلى الأخص، تمثل نسبة ضئيلة من سعر العقد، ويطلق عليها الهامش المبدئي والغرض من هذا الهامش هو إثبات الجدية وحسن النية من الطرفين، كما يستخدم لأغراض التسوية اليومية، إذا ما تعرض احد الطرفين للخسائر نتيجة لتغير سعر الوحدة محل العقد في غير صالحه.¹

وتتميز العقود المستقبلية بجملة من الخصائص نوجزها في :

- في العقود المستقبلية يوجد طرفين أحدهما مشتري والآخر بائع، وبالتالي ما يكسبه طرف في هذه العقود يخسره الطرف الثاني.²
- أن طرفي التعامل غالبا مالا يعرف بعضهما البعض، وبالتالي لا يدخل الطرفان مباشرة مع بعضهما البعض في التعامل وإنما عن طريق غرفة المقاصة التي تعمل كمشتري أو كبائعة دون أن تتنافس أيا من المشتريين أو البائعين، فهي تعمل إذن على توازن الحسابات ودفع الأرباح وتجميع المدفوعات وتحقيق الاستقرار وتجاوز التبادلات المباشرة بين المتعاملين وضمان انجاز العقود بكفاءة ؛
- العقود المستقبلية عقود نمطية من حيث الشكل والحجم والمبلغ، كما يمكن لمالكها الأصلي تعديلها أو إلغائها بسهولة قبل وقت التسليم، وقد تبين في إحدى الدراسات أن أقل من 2 % من العقود تستمر حتى وقت التسليم دون تعديل أو إلغاء .
- يتم تداول العقود المستقبلية في أسواق منظمة.³
- إن بورصة شيكاغو هي أكبر البورصات التي يتم تداول العقود المستقبلية فيها .

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثاني، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003، ص. 92.

² عباس منيرة، الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول: " الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، مرجع سابق، ص. 5.

³ بن أمير بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية، مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم

التسيير، جامعة أبي بكر قايد تلمسان، 2012-2013، ص.ص. 31، 32.

- إن التعامل في العقود المستقبلية يتطلب إيداع كل طرفين مبلغ يعرف بهامش الضمان المبدئي ذلك لضمان العقد ؛
- إن أسواق العقود المستقبلية تلعب دورها في توفير المعلومات الخاصة بالأسعار حيث قدرة السوق لكشف الأسعار تعد الوظيفة الرئيسية وراء وجود هذا النوع من الأسواق ؛
- توفر أسواق العقود المستقبلية المعلومات عن الأسعار الحاضرة والمستقبلية باستخدام الوسائل و الميكانيزمات التي يمكن من خلالها التوصل إلى الأسعار الحالية والمستقبلية .

رابعاً: المبادلات

- عقد المبادلة هو عقد يبرم بين طرفين، يتفقان فيه على تبادل تدفقات نقدية خلال فترة مستقبلية¹.
- ويمكن تعريفه أيضاً على أنه صفقة بين طرفين يوافق كل منهما على دفع سلسلة من التدفقات النقدية للطرف الآخر خلال مدة مستقبلية محددة من الزمن، والاتفاقية هنا تشمل التواريخ التي تدفع بها التدفقات النقدية والطريقة التي تحسب بها هذه التدفقات. وهذه العقود هي عقود مشتقة تمارس في أسواق غير منظمة يتفق فيها الطرفان على تبادل دوري للتدفقات النقدية (أحدهما مع الآخر) وذلك لمدة محددة وبالاعتماد على مبلغ أساس².
- ويعرف أيضاً "بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ"³. وعلى الرغم من أن هذه المشتقات يمكن استخدامها في الرقابة على مخاطر سعر الفائدة إلا أن دورها محدوداً في الرقابة على مخاطر الائتمان .
- وتتميز عقود المبادلة بجملة من الخصائص⁴:

- عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الخيارات ؛
- تتضمن عقود المبادلة مخاطر ائتمان ومخاطر عدم السداد، وإن كانت هذه المخاطر ليست كبيرة، لأن المخاطر في حالة صعوبة السداد تتمثل في الفرق بين معدل الفائدة المتغير ومعدل الفائدة الثابت وليست قيمة العقد كله وذلك في مبادلة العملات، فإن التبادل يتم لكل من الفائدة وقيمة العقد، ورغم ذلك مخاطر أقل، لأن هناك تبادل بين الطرفين وليس الدفع من طرف واحد ؛

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص.9.

² حاكم ربيعي، ميثاق قتلاوي، وآخرون، المشتقات المالية (عقود المستقبلية، الخيارات، المبادلات)، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان 2011، ص.363.

³ بن رجم خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، الملتقى العلمي الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية"، مرجع سابق، ص.8،9.

⁴ بن عيسى عبد القادر، مرجع سابق، ص.70.

- تستخدم عقود المبادلات إلى جانب تغطية مخاطر أسعار الصرف وأسعار الفائدة في إعادة جدولة خدمة الدين سواء كان بفائدة ثابتة أو متغيرة أو بأكثر من عملة دون الاضطرار إلى رده أو بيع الأصول الموجودة في حالة حدوث أزمات مالية .

ثانياً: أغراض استخدام أدوات الهندسة المالية .

تستخدم أدوات الهندسة المالية لتحقيق ثلاث أغراض وهي :

1- التحوط :

يدل مصطلح التحوط على تحييد المخاطر وتقليصها ،فالتحوط هو تجنب المخاطر قدر الإمكان .¹

وتستخدم أدوات الهندسة المالية للتحوط ضد مخاطر أسعار الفائدة أو أسعار الأوراق المالية أو غيرها دون أن يكون لهذه الإستراتيجية أثر كبير على العوائد .

ويتضح من دور المشتقات المالية في التحوط من خلال استخداماتها ،فمثلا تستخدم العقود الآجلة للوقاية من تقلب الأسعار السوقية للسلع ولأذون الخزانة أو السندات أو القروض أو حتى أسعار الفائدة ،وعندها سميت بالعقود الآجلة لأسعار الفائدة .²

2- المجازفة (المضاربة) :

لا يقتصر استخدام المشتقات بغرض التحوط فحسب ،بل يمتد إلى المضاربة من أجل تحقيق الأرباح والاستفادة من فروق الأسعار دون أن يكون هناك نية التملك الحقيقي للأصول .³

وتعرف المضاربة بالتوقع ومن ثم تقدير فرص الكسب لاغتنامها واحتمالات الخسائر لتجنبها .وبما أن معرفة المتعاملين بفروق الأسعار أمر تقديري ،يدخل في عدم التيقن والمخاطرة والمجازفة ،فانه يتم استخدام أدوات الهندسة المالية كعمليات التغطية والخيارات .ويتم استخدام العقود المشتقة في المضاربة عن طريق محاولة استغلال التقلبات السوقية المتوقعة في الأسعار ومعدلات الصرف والفائدة والتأثير المرتبط بذلك على بعض الأصول أو الالتزامات بما يسمح بتحقيق مكاسب نتيجة حدوث زيادات سعرية في قيمة عقود المشتقات المرتبطة بتلك الأصول أو الالتزامات .⁴

¹ سامي إبراهيم السويلم ،التحوط في التمويل الإسلامي ،المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب البنك الإسلامي للتنمية جدة،2007،ص. 66.

² لحسن دردوري ،طارق خاطر ،دور الأدوات المالية الحديثة في الصناعة المصرفية وانعكاساتها على النظام المصرفي ،الملتقى الدولي حول "الأزمة المالية الاقتصادية والحكمة العالمية" ،مرجع سابق ،ص.10.

³ بياس منيرة،مرجع سابق ،ص.2.

⁴ بوعكاز نوال ،مرجع سابق ،ص.33.

3- المراجعة :

المراجعة هي أحد صور المعاملات التي يسعى من خلالها المستثمر إلى التريخ عندما يتباع سلعة واحدة بسعرين مختلفين، وهنا يحرص الشخص المشتغل بعمليات المراجعة على الاستفادة من تباير الأسعار، فهو يشتري السلعة منخفضة السعر في احد الأسواق ويسارع ببيعها بالسعر الأعلى في السوق الآخر.

وعرفت المراجعة بأنها "اغتنام فرصة وجود فروق في الأسعار لورقة مالية ما، في سوقين مختلفين وذلك بشراء الورقة من السوق ذات السعر المنخفض، وبيعها في نفس الوقت، على المكشوف في السوق الآخر، الذي يتباع فيه الورقة بسعر منخفض".

ومن المعروف أن الشراء يساعد على ارتفاع الأسعار، وإن البيع يعمل على انخفاضها، ومن هنا سميت العملية بالموازنة، أو المراجعة، لأن من شأنها أن تميل بالأسعار إلى المساواة . وتعتبر المراجعة من الاستراتيجيات الجاذبة للاستثمار؛ ذلك أن آلاف من البشر في المجتمعات الغربية على وجه الخصوص يكرسون وقتهم في البحث عن فرص التريخ عن عمليات المراجعة. ومن أهم المزايا المترتبة على عمليات المراجعة أنه ما أن يشرع المستثمرين في الشراء من السوق ذات الأسعار المرتفعة إلا وترتب على ذلك ارتفاع الأسعار المنخفضة، وانخفاض الأسعار المرتفعة حتى يصبح لدينا سعرا واحدا للسلعة الواحدة في جميع الأسواق، وهو ما يعرف بقانون السعر الواحد.¹

¹ هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية (دراسة فقهية اقتصادية مقارنة)، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص. 89.

المبحث الثاني: الهندسة المالية الإسلامية

سيتم التطرق إلى مفهوم الهندسة المالية الإسلامية في المطلب الأول أما في المطلب الثاني سنتكلم عن أسسها ومبادئها وفي المطلب الثالث سنتحدث عن خصائص الهندسة المالية وأسباب ظهورها .

المطلب الأول: مفهوم وتاريخ الهندسة المالية في الإسلام .

سيتم في هذا المطلب تقديم مفهوم الهندسة المالية الإسلامية، ثم التطرق إلى نشأتها.

أولاً: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية .

لا يختلف مفهوم الهندسة المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية من حيث الجوهر وهو الحث عن الابتكار والاعتماد عليه، لخلق قنوات وأدوات جديدة تناسب التغيرات السريعة في الأسواق المالية العالمية بينما نلمح إلى إمكانية الخلاف بينهما من حيث الوسيلة والغاية والأهداف¹. وتعرف الهندسة المالية الإسلامية على أنها مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل، وكل ذلك في إطار النظام الإسلامي².

ويمكن تعريفها أيضاً على أنها هي مجموعة الأنشطة التي تتضمن ابتكار وتطوير أدوات وآليات تمويلية وصياغة حلول إبداعية لحل مشكلة التمويل في إطار الضوابط الشرعية كتحريم الربا. وما يلاحظ أن تعريف الهندسة المالية الإسلامية يشبه تعريف الهندسة المالية التقليدية مع وجود اختلاف واحد ولكنه بالغ الأهمية هو ضرورة التطابق مع قواعد الشريعة الإسلامية بمعنى أن الأدوات المالية المبتكرة بعيدة عن المعاملات المحرمة التي نهت عنها الشريعة الإسلامية، ومن هنا يمكن القول أن الهندسة المالية الإسلامية تتضمن ما يلي³:

- ابتكار أدوات مالية جديدة .
- ابتكار آليات تمويلية جديدة .
- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية .
- يجب أن تكون الابتكارات موافقة للشريعة الإسلامية .

¹ حمزة علي، نعجة عبد الرحمان، الضوابط الشرعية لاستخدامات الهندسة المالية كمدخل لتطوير المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 8-3 ديسمبر 2013، ص.3.

² صالح مفتاح، ريمة عمري، الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تحقيق التنمية المستدامة، الملتقى الدولي حول "مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي"، قسم العلوم الاقتصادية جامعة قلمة (الجزائر)، يومي 27-28 نوفمبر 2012، ص.227.

³ شوقي جباري، فريد خميلي، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي" جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، 1-2 ديسمبر 2010، ص.13.

ثانياً: تاريخ الهندسة المالية في الإسلام .

من حيث الواقع فالصناعة المالية الإسلامية وجدت منذ أن جاءت الشريعة الإسلامية بأحكامها المطهرة ،وقد روي عن أبي سعيد الخدري وأبي هريرة رضي الله عنهما أن رسول الله صلى الله عليه وسلم استعمل رجلا على خيبر فجاءه بتمر جنيب فقال له رسول الله أكل تمر خيبر هكذا؟ فقال لا والله يارسول الله صلى الله عليه وسلم ! إنا لناخذ الصاع من هذا بالصاعين والصاعين بالثلاثة .فقال رسول الله صلى الله عليه وسلم : « لا تفعل بع الجمع بالدرهم ، ثم اتبع بالدرهم جنيبا ،وقال في الميزان مثل ذلك .» .إشارة لأهمية البحث في حلول تلبية 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 . وهكذا يتفق مع القول بأن الأصل في المعاملات الحل . إلا ما عارض نصا أو حكما شرعيا ثابتا . وعليه فالشريعة الإسلامية لم تحجز دائرة الابتكار ، وإنما على العكس ، حجرت دائرة الممنوع ، وأبقت دائرة المشروع متاحة للجهد البشري في الابتكار والتجديد¹ . ولعل من ابرز أحاديث الرسول عليه الصلاة والسلام الدالة على ذلك «من سن في الإسلام سنة حسنة فله أجرها واجر من عمل بها إلى يوم القيامة ، ولا ينقص ذلك من أجورهم شيئا ، ومن سن في الإسلام سنة سيئة فعليه وزرها ووزر من عمل بها إلى يوم القيامة ، ولا ينقص ذلك من أوزارهم شيئا » ويستدل من هذا الحديث الدعوة للابتكار وإيجاد الحلول للمعضلات المختلفة المالية وغير المالية طالما كانت في مصالح العباد ، وأيضاً الدعوة للاجتهاد وضرورة مواصلته تعتبر من الموجهات الإسلامية القيمة التي تدعو إلى التجديد باستمرار ضمانا لحسن الأداء² .

¹ بوعكاز نوال ، مرجع سابق ، ص. 43.

² حنان العمراوي، فاعلية الهندسة المالية الإسلامية في تحقيق التنمية المستدامة ، الملتنقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي "، جامعة قالمة يومي 3-4 ديسمبر 2012 ، ص.ص. 299، 300.

المطلب الثاني: أسس ومبادئ الهندسة المالية الإسلامية .

سننتظر في هذا المطلب إلى أسس الهندسة المالية الإسلامية بالإضافة إلى معرفة المبادئ التي تقوم عليها .

أولاً: أسس الهندسة المالية الإسلامية .

يمكن توضيح الأساس الإسلامي لمفهوم الهندسة المالية في الإسلام من خلال حديث النبي صلى الله عليه وسلم "من سن في الإسلام سنة حسنة فله أجرها وأجر من عمل بها إلى يوم القيامة، ولا ينقص ذلك في أجورهم شيئاً، ومن سن في الإسلام سنة سيئة فعليه وزرها ووزر من عمل بها إلى يوم القيامة، ولا ينقص من أوزارهم شيئاً "، ويستدل من هذا الحديث الدعوة للابتكار وإيجاد الحلول للمعضلات المختلفة المالية وغير المالية طالما كانت في مصالح العباد، وإذا كان الحديث يشير إلى أهمية الابتكار، إلا أنه نبه كذلك على خطورة الابتكار الضار غير المشروع¹. ومنه يمكن تفصيل الأسس التي تقوم عليها الهندسة المالية الإسلامية في :

1- الأسس العامة للهندسة المالية الإسلامية .

1.1. تحريم الربا والغرور: الربا في اللغة تعني الزيادة، والمقصود به هنا هو الزيادة على رأس المال، قلت أو كثرت وجاءت في النصوص القرآنية قوله تعالى "فان تبتم فلكم رؤوس أموالكم لا تظلمون" ويقول تعالى "يا أيها الذين امنوا اتقوا الله وذروا ما بقي من الربا إن كنتم مؤمنين" . أما الغرر فيعني إذا كان على خطر الحصول . وعرف أيضاً بأنه ما كان مستور العاقبة². وبصفة عامة هنا المقصود جميع البيوع المحرمة التي يدخلها الغرر، وتعتبر هذه الميزة مهمة تقوم عليها الهندسة المالية الإسلامية .

2.1. حرية التعاقد: المقصود بحرية التعاقد إطلاق الحرية للناس في أن يعقدوا من العقود ما يرون، بالشروط التي يشترطون غير مقيدين إلا بقيد واحد، وهو ألا تشتمل عقودهم على أمور قد نهى عنها الشرع وحرمتها كأن يشتمل العقد على الربا، أو نحوه مما حرمه الشرع الإسلامي، فما لم تشتمل تلك العقود على أمر محرم بنص أو بمقتضى القواعد العامة المقررة التي ترتفع إلى درجة القطع واليقين، فان الوفاء بها لازم، والعاقدة مأخوذ بما تعهد به، وان اشتملت العقود على أمر حرمه الشارع فهي فاسدة أو على الأقل يجب الوفاء بالجزء المحرم منها³.

¹ صالح مفتاح، ريمة عمري، مرجع سابق، ص. 230.

² خالد سعد محمد الحربي، عبيد الله محمد حمزة عبد الغني، حوار الأربعة، مركز النشر العالمي، جامعة الملك عبد الله، جدة، 2009، ص. 30.

³ محمد ياسين خضيرات، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الازمة الاقتصادية والمالية المعاصرة، الملتقى الدولي الأول حول: "الاقتصاد الإسلامي الواقع... ورهانات المستقبل"، مرجع سابق، ص. 17.

3.1. التيسير ورفع الحرج

وهنا يجب أن تكون الهندسة المالية الإسلامية المبتكرة من غير عسر أن حرج أي بدون مشتقة والمراد من الحرج هنا هو الضيق، وتتضح 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 الهندسة المالية الإسلامية وأهميتها في تطوير تلك العقود كالمزج بين أكثر من عقد أو استحداث أخرى، كل ذلك في إطار موجبات الشرع الإسلامي بما يلي الحاجات المتزايدة التمويل هنا من جهة ومن جهة أخرى فإن ما تقوم به المؤسسات المالية التقليدية من تطوير مستمر لصيغ وطرق وأساليب التمويل بشكل قد يؤدي بالمسلم إلى اللجوء إليها، خاصة في حالة عدم وجود بدائل، وأهمية الهندسة المالية الإسلامية هنا تكون طبعاً في إيجاد تلك البدائل.¹

4.1. قاعدة المنع من بيعتين في بيعة واحدة .

منع بيعتين في بيعة واحدة هذا النهي ويؤكد هذا مفهوم الهندسة المالية من أن الابتكار المقصود ليس مجرد الاختلاف عن السائد بل لا بد أن يكون هذا الاختلاف متميزاً إلى درجة تحقيقه لمستوى أفضل من الكفاءة والمثالية. لذا فلا بد أن تكون الأداة أو الآلية التمويلية المبتكرة تحقق ما لا تستطيع الأدوات والآليات السائدة تحقيقه. فإذا كان مجموع بيعتين يساوي بيعة واحدة من نوع آخر، فلا معنى للجوء إلى البيعتين سوى الالتفاف على ما يوجد من أنظمة تمنع تلك البيعة الواحدة أو تقيدها.² وقاعدة النهي عن بيعتين في بيعة واحدة هي أهم أسس الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي. وترجع أهميتها إلى أنها هي التي تضمن بالإضافة إلى السلامة الشرعية، الكفاءة الاقتصادية للمعاملات المالية.³

5.1. الاستحسان والاستصلاح (المصالح المرسله): والاستحسان هو باب حرية التعاقد وهو سريان المصالح التي يقرها الشرع، أما المصالح المرسله أو الاستصلاح فهو الأخذ بكل أمر فيه مصلحة يتلقاها العقل بالقبول، ولا يشهد أصل خاص من الشريعة بإلغائها ولكن و لكن لا بد من الأخذ بعين الاعتبار بان مبدأ المصالح لا يؤدي إلى المفساد هذا من جهة ومن جهة أخرى أن المصالح المرسله تختلف باختلاف أحوال الشخص الواحد، فإذا جعلنا كل مصلحة تقتضي حكماً يناسبها، فقد تتناقض أحكام الشريعة وذلك لا يجوز في الشرع.⁴

¹ صالح مفتاح، ريمة عمري، مرجع سابق، ص. 230.

² سامي السويلم، صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي، مركز البحوث شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، بيت المشورة، الكويت 2004، ص. 24.

³ عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص. 33.

⁴ سامي السويلم، مرجع سابق، ص. 25.

2- الأسس الخاصة للهندسة المالية الإسلامية

- يوجد أربع مبادئ أو أسس خاصة بالهندسة المالية الإسلامية هي:
- الوعي بالسوق وبأحواله: ونقصد بالوعي بالسوق أن تكون الحاجات التي يتطلبها السوق معروفة لمن يقوم بالابتكار والتطوير للأدوات والأوراق المالية، بالإضافة إلى تحقيق التراضي لجميع الأطراف.¹
 - الإفصاح: المقصود به هنا بيان المعاملات التي يمكن أن تؤديها تلك الأدوات التي يتم ابتكارها أو تطويرها وذلك لسد الثغرات التي يمكن أن ينفذ منها المضاربون أو المتلاعبون لاستخدام تلك الأدوات لتحقيق غايات لم تكن تهدف إليها أصلاً أو التحاليل على الربا أو القمار، مع الإشارة إلى أن الالتزام بالشرعية الإسلامية أي ميزة المصادقية الشرعية للهندسة المالية الإسلامية، تشكل بهذا الخصوص صمام أمان بسبب انضباط قواعد الشرعية الإسلامية.
 - المقدرة والالتزام بالشرعية الإسلامية في التعامل: ونقصد بالمقدرة وجود مقدرة رأسمالية تمكن من الشراء والتعامل، والالتزام بالشرعية الإسلامية.²
- وإذا كان من الممكن للهندسة المالية الإسلامية أن تشترك مع الهندسة المالية التقليدية في الوعي والإفصاح والمقدرة فإن الالتزام بالشرعية الإسلامية يعتبر أساساً خاصاً بالأولى كما أنه ميزة لها.³

¹ صالح مفتاح، ريمة عمري، مرجع سابق، ص. 230.

² عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص. 34.

³ عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية ودورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الشرعية، مؤتمر «أسواق الأوراق المالية والبورصات (الواقع والأفاق)»، جامعة الإمارات العربية المتحدة (دبي)، 6-7 مارس 2007، ص. 9.

المطلب الثالث: خصائص الهندسة المالية الإسلامية وأسباب ظهورها .

تتميز الهندسة المالية الإسلامية بجملة من الخصائص سنتطرق إليها في هذا المطلب بالإضافة إلى أن هناك جملة من الأسباب تؤدي إلى تبني الهندسة المالية الإسلامية .

أولاً: خصائص الهندسة المالية الإسلامية :

الصناعة المالية الإسلامية تهدف إلى إيجاد منتجات وأدوات مالية تجمع بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية. فالمصادقية الشرعية هي الأساس في كونها إسلامية، الكفاءة الاقتصادية هي الأساس في قدرتها على تلبية الاحتياجات الاقتصادية ومنافسة الأدوات التقليدية .

1- المصادقية الشرعية: وتعني المصادقية الشرعية أن تكون المنتجات الإسلامية موافقة للشرع بأكبر قدر ممكن، وهذا يتضمن الخروج من الخلاف الفقهي قدر المستطاع. إذ ليس الهدف الأساس من الصناعة المالية الإسلامية ترجيح رأي فقهي على آخر، وإنما التوصل إلى حلول مبتكرة تكون محل اتفاق قدر الإمكان. وعليه ينبغي أن نفرق ابتداءً بين دائرة ما هو جائز شرعاً وبين ما تطمح إليه الصناعة الإسلامية. فالصناعة المالية الإسلامية تطمح لمنتجات واليات نموذجية .

2- الكفاءة الاقتصادية: تتميز الهندسة المالية الإسلامية بالإضافة إلى المصادقية الشرعية بخاصية أخرى مناظرة لتلك التي تتميز بها الهندسة المالية التقليدية وهي الكفاءة الاقتصادية. ويمكن لمنتجات الهندسة المالية زيادة الكفاءة الاقتصادية عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة المخاطر وتخفيض تكاليف المعاملات وتخفيض تكاليف الحصول على معلومات وعمولات الوساطة والسمسرة.¹

3- الابتكار الحقيقي بدل التقليد: يعتبر التنوع المتوفر في المنتجات المالية الإسلامية تنوعاً حقيقياً وليس صورياً كما في أدوات الهندسة المالية، حيث أن كل أداة من أدوات الهندسة المالية الإسلامية لها طبيعة تعاقدية وخصائص تميزها عن غيرها من الأدوات الأخرى، سواء تعلق الأمر بمخاطر الضمانات أو مخاطر التسعير، وهذا من منطلق أن المقصود بالهندسة المالية الإسلامية هو ما يلي مصلحة حقيقية للمتعاملين الاقتصاديين في الأسواق وليس مجرد عقد صوري من العقود الوهمية، وهذا ما يؤكد القيمة المضافة للابتكار.²

¹ عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص. 21، 22.

² علي موسى حنان، محمد الأمين خنيوة، منتجات الهندسة المالية الإسلامية (الواقع والتحديات ومناهج التطوير)، الملتقى الدولي الأول حول "الاقتصاد الإسلامي الواقع... ورهانات المستقبل"، مرجع سابق، ص. 4.

ثانياً: أسباب ظهور الهندسة المالية الإسلامية.

ظهرت الهندسة المالية الإسلامية لعدة أسباب من أهمها:

1- انضباط قواعد الشريعة الإسلامية: عد الشريعة الإسلامية الخاصة بالتبادل، وان كانت معدودة لكنها

منضبطة ومحددة. وعليه فان قبول التعاملات التي تلبي احتياجات الناس بصورة كفاءة اقتصادية يظل مرهونا بعدم منافاته لهذه القواعد. واستيفاء هذا الشرط قد يكون عسيراً، لكنه بحاجة إلى استيعاب للقواعد والمقاصد الشرعية، وفي نفس الوقت إدراك وتقدير لاحتياجات الناس الاقتصادية. والجمع بين هاذين يتطلب قدراً من البحث والعناية حتى يمكن الوصول للهدف المنشود.¹

2- تطور المعاملات المالية: من المعلوم أن المعاملات في الإسلام تجمع بين الثبات والتطور أو المرونة

فالربا والغش والاحتكار من الأشياء التي حرمها الإسلام منذ أربعة عشر قرناً، وهي حرام إلى يوم القيامة، في كل مكان وزمان فمهما اختلفت الصور والأشكال فليس لأحد أن يحل صورة مستحدثة أو شكلاً جديداً مادام في جوهره يدخل تحت ما حرمه الله. ولكن نقود اليوم ليست كنقود العصر القديم، ومن سلع اليوم ما لم يعرفه العالم من قبل، واستحدثت أشكال يتعامل بها الناس في بيوعهم، لهذا لا بد لمن يدرس فقه المعاملات المعاصرة أن يميز بين الثبات والتطور وأن ينظر إلى التكيف الشرعي للصور المستحدثة حتى يمكن بيان الحكم الشرعي إذن فتطور التعاملات المالية في العصر الحاضر وتزايد عوامل المخاطر واللايقين وتغير الأنظمة الحاكمة للتمويل والتبادل الاقتصادي، مما يجعل الاحتياجات الاقتصادية معقدة متشعبة، ومن ثم تزايد الحاجة للبحث عن حلول ملائمة .

3- المنافسة بين المؤسسات المالية التقليدية: إن وجود المؤسسات المالية الرأسمالية، ونموها إلى درجة

فرضت قدراً كبيراً من التحدي على الاقتصاد الإسلامي. فالحلول التي يقدمها المسلمون لا تكفي 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 لتطوير الهندسة المالية الإسلامية وتأصيلها.²

¹ عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص. 26.

² محمد ياسين خضيرات، مرجع سابق، ص. 15، 16.

المبحث الثالث: أدوات (منتجات) الهندسة المالية الإسلامية .

إن ظهور الهندسة المالية أعطى وسوف يعطي مجالات ابتكار متعددة ومتطورة في المستقبل .وهذا الاتجاه أوجب من يحتاج له علماء المالية في سعيهم الكبير للتخلص من الأوراق المالية الربوية واستبدالها بأخرى توافق الشريعة الإسلامية وذلك ما تسعى إليه الهندسة المالية الإسلامية من خلال أدواتها.

المطلب الأول: التوريق الإسلامي والأدوات المشتقة .

سننتظر في هذا المطلب إلى التوريق الإسلامي والمشتقات المالية الإسلامية كما يلي.

أولاً: التصكيك الإسلامي :

1- مفهوم التصكيك الاسلامي.

تمثل عمليات التصكيك للأصول المختلفة التي تتمتع بها المؤسسات المالية الإسلامية أحد الأدوات المالية الهامة قصيرة الأجل والتي يمكن الاستفادة منها على مستوى إدارة المطلوبات والموجودات بصورة مثلى .ويقصد بالتصكيك هنا عملية تحويل جزءا أو مجموعة من الأصول غير السائلة والمدرة للدخل يمكن التنبأ به¹. كما يعرف بأنه عملية تقسيم ملكية الأصول والموجودات المالية إلى أجزاء يمثل كل منها صكا قابل للتداول لأغراض الاستثمار في سوق المال وفق الضوابط والمعايير الدولية.²

2- خصائص التصكيك الإسلامي:

تتمثل خصائص التصكيك فيما يلي:

- تركز عملية التصكيك الإسلامي على موجودات حقيقية تكون متوافقة تماما مع أحكام المعاملات الإسلامية الأساسية، وهذا عكس التصكيك التقليدي الذي يقوم على تصكيك الديون.
- يحصل حاملو الصكوك الناتجة عن عملية التصكيك التقليدي على فوائد محددة مسبقا بالإضافة إلى أصل الدين ،وعلى غرار ذلك يعتمد العائد، الذي يحصل عليه حامل الصك الناتج عن عملية التصكيك الإسلامي على ما تحققه تلك الأصول من ربح أو خسارة؛
- من أهم مكونات صفقة التصكيك التقليدي التعزيزات الائتمانية، أما في التصكيك الإسلامي فالوضع يختلف، إذ العلاقة ليست علاقة دائنية وإنما هي مشاركة في الأصول واستحقاق للربح أو الخسارة وبالتالي لا توجد حاجة لمثل تلك التعزيزات.³

¹بوعافية رشيد، الهندسة المالية كمدخل لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، ملتقى الدولي الثاني حول: "الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية المصرفية -النظام المصرفي الإسلامي نموذجا"،المركز الجامعي خميس مليانة،معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير(الجزائر) ،يومي 5-6 ماي 2009،ص.2.

²عبد القادر زيتوني، التصكيك الإسلامي،ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية،المؤتمر العلمي الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي"،مرجع سابق،ص.2.

³المرجع السابق،ص.2.

3- آلية إصدار الصكوك الإسلامية :

تمر عملية التصكيك في المؤسسات المالية الإسلامية بأربع مراحل:

أ- مرحلة إصدار الصكوك: وتتم هذه المرحلة بالخطوات التالية:

الخطوة الأولى: الشركة المنشأة تعين الأصول المتنوعة في وعاء استثماري واحد يعرف بمحفظة التصكيك ونقلها إلى SVP وهي كيان مستقل تم تأسيسها من قبل الشركة المنشأة بقرار من هيئة سوق المال وفقا للشروط والإجراءات الخاصة.

الخطوة الثانية: تصكيك الأصول ثم بيعها، تقوم شركة SVP بإعادة تصنيف الأصول وتقسيمها إلى أجزاء أو وحدات تناسب وتلبي حاجات ورغبات المستثمرين، ثم تحويلها إلى صكوك وبيعها إلى المستثمرين .

ب-مرحلة إدارة محفظة الصكوك: بعد أن يتم بيع الصكوك للمستثمرين تقوم شركة SVP بإدارة هذه المحفظة نيابة عن المستثمرين طيلة مدة الإصدار بتجميع العائدات والدخول الدورية الناتجة من الأصول وتوزيعها للمستثمرين، كما تقوم بتوفير جميع الخدمات التي تحتاجها المحفظة .

ج- مرحلة إطفاء الصكوك: بدفع قيمة الصكوك الاسمية في التواريخ التي تحددها نشرة الإصدار .

هذا وتشمل الأطراف في هيكل التصكيك كل من: المنشئ، المصدر والمستثمرين، ويمكن أن يشمل أيضا بالإضافة إلى ذلك ما يلي: واحدة أو أكثر من وكالات التصنيف الائتماني الأوراق المالية (الصكوك) ومصرف استثماري للتصرف بصفته مستشارا أو لطرح الصكوك للمستثمرين¹.

ثانيا:المنتجات المالية المشتقة:

هناك مجموعة من العقود في مجال التمويل الإسلامي والتي يمكن استخدامها كبديل مشروع للمشتقات التقليدية والتي تسهم في تخفيف أثر المخاطر الاستثمارية بما يحقق الأهداف المرجوة للمستثمر². وسنتطرق إليها كالتالي:

¹المرجع السابق،ص.3.

²صالح مفتاح، ريمة عمري،مرجع سابق،ص. 233.

1- الخيارات في إطار بيع العربون وخيار الشرط:

لقد تم تكييف عقود الخيارات في الشريعة الإسلامية وفق ما يلي:

أ- خيار الشرط: وهو أن يدخل الشخص في العقد اللازم (البيع أو الإجارة أو الاستصناع) ويشترط لنفسه حق الفسخ بإرادته المنفردة خلال مدة معلومة وهذا يحقق مطلب التحوط والتروي في الحصول على سلعة يؤمل الربح منها. وقد نص الفقهاء على أن لمن له خيار الشرط أن يعرض السلعة التي هي محل الخيار على طرف آخر، وأن مجرد العرض لا يسقط خياره إلا إذا اقترن بالبيع للسلعة فحينئذ لتصحیح البيع يسقط الخيار.¹

ب- بيع العربون:²

العربون يعني الدفعة المقدمة (المعجلة) يقال اشترى دار بأربعة آلاف وأعرب فيها أربعمائه أي (أسلف ويعني اصطلاحاً أن يشتري أو يستأجر) الشيء، ويدفع للبائع (أو للمؤجر) مبلغاً من المال، على أنه إذا تم البيع (أو الإجارة) فما دفعه كان جزءاً من الثمن (أو الأجرة) وإن لم يتم البيع (أو الإجارة) كما دفعه ملكاً للبائع (أو المؤجر).

وقد عرفه أحد العلماء بعبارة مركزة، فقال "الإعراب في البيع أن يقول الرجل للرجل: إن لم اخذ هذا البيع بكذا فلك كذا وكذا من مالي".

2- العقود الآجلة في إطار عقد السلم.

لقد كيفت العقود الآجلة على أساس عقد السلم الذي يتفق فيه الطرفان على التعاقد على البيع بثمن معلوم يتأجل فيه تسليم السلعة الموصوفة بالذمة وصفا مضبوطاً لأجل معلوم، على أن لا يكون كلا البديلين مؤجلين.³

3- المستقبلات في إطار عقد الاستصناع

يطلق مصطلح العقود المستقبلية على العقود الآجلة التي يجري التعامل بها في الأسواق المالية. وتعرف العقود المستقبلية بأنها عقود تعطي الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين بسعر محدد مسبقاً على أن يتم التسليم في وقت لاحق في المستقبل ويلتزم كل من الطرفين (البائع والمشتري) بإيداع

¹ عبد الستار أبو غدة، ضوابط وتطوير المشتقات المالية في العمل المالي (العربون - السلم - تداول الديون)، المؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 18-19 ماي 2009، ص.7.

² رفيق يونس المصري، بيع العربون وبعض المسائل المستحدثة فيه، دار المكتبي، دمشق، ط2، 2009، ص.8.

³ كمال توفيق خطاب، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص.26.

نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية بغرض حماية كل طرف من المشكلات التي قد يترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء¹ ويمكن تعديل عقود المستقبلات الموافقة للشريعة لتجنب المعاذير، يتم هذا عندما تصبح الأصول أو السلع محل التداول لعقود أو يجوز تداوله على أساس منظم ، وتكون الصفقة والعقد منظمين على مستويات مختلفة من جانب المؤسسات المختلفة للتأكد من صحة وعدالة الصفقة ولحماية مصداقية الطرفين².

إن الوضع المؤسسي للمستقبلات الموافقة للشريعة هو جزء من عقد التحوط المنمط الذي يستعمل في هذه الصفقة. لهذا يجب أن يكون موافقا لمبادئ المعاملات الشرعية. وينطوي العقد على الالتزام ببيع أو شراء كمية معلومة من أصل سلعة تتسلم في ميعاد مستقبلي محدد بثمن في وقت العقد علما أن العقد مباحا شرعا³.

المطلب الثاني : الصكوك الإسلامية.

تعتبر الصكوك الإسلامية من الأساليب المبتكرة التي تبثها المالية الإسلامية من أجل إدارة المخاطر وفي النقاط التالية سيتم التطرق إليه بشكل مفصل.

1- تعريف الصكوك الإسلامية.

تعرف بأنها شهادات أو وثائق (أوراق مالية) اسمية لحاملها متساوية القيمة ، تمثل حقوق ملكية شائعة في أصول أو أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق مالية ، أو خليط من بعضها أو كلها ، حسب شروط معينة عند إصدارها أو بعد استخدام حصيلتها بالاكتتاب فيها، ويشترك حملتها في صافي أرباح وخسائر الموجودات التي تمثلها، وهي قابلة للتداول ما لم تمثل نقدا أو دينا محضا ولا تمثل الصكوك دينا لحاملها في ذمة مصدرها ويعتمد إصدارها على عقد من العقود الشرعية⁴.

¹ نصبة مسعودة، التقدير الشرعي للعقود المستقبلية والدور التعويضي لها بعد تطويرها بما يتفق مع الشريعة الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، نوفمبر 2014. الموقع الإلكتروني :

http://www.giem.info/article/details/ID/312#.vi_acixInFA.le 16-12-2014.à8 :20.

² عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة، مقال في مركز الأبحاث الاقتصاد الإسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2009، ص.167.

³ المرجع السابق، ص.168.

⁴ عبد العظيم جلال أبو زيد، معبد علي الجراح، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، ندوة الصكوك الإسلامية، جامعة الملك عبد العزيز، جدة يومي 24-26 ماي 2010، ص.7.

وتعرف أيضا على أنها تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول ومن ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول.¹

ومما سبق نستنتج أن الصكوك الإسلامية هي وثائق متساوية القيمة تمثل حقوق ملكية شائعة في أصول أو أعيان أو منافع، وهي قابلة للتداول ما لم تكن نقدا أو دينا .

2- خصائص الصكوك الإسلامية :

- هناك خصائص تميز الصكوك الإسلامية عن غيرها من أدوات الاستثمار وسنذكر بعض خصائصها :
- تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة : إن مقتضى المشاركات التي يقوم عليها مبدأ إصدار الصكوك من حيث العلاقة بين المشتركين فيها هو الاشتراك في الربح والخسارة بصرف النظر عن صيغة الاستثمار المعمول بها، حيث تعطي لمالكها حصة من الربح، وليس نسبة محددة مسبقا من قيمتها الاسمية، وحصة حملة الصكوك من أرباح المشروع أو النشاط الذي تموله تحدد نسبة مئوية عند التعاقد، فمالكوها يشاركون في غنمها حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار، ويتحملون غرمها بنسبة ما يملكه كل منهم وفقا لقاعدة الغنم والغرم.²
 - تمثل ملكية حصة شائعة في الأصول: فهي تمثل ملكية حاملها أو لمالكها حصصا شائعة في أصول لها دخل، سواء كانت أعيانا أو منافعا أو خدمات أو خليطا منها ، وهي لا تمثل دينا في ذمة مصدرها لحاملها، وهذا ما يميزها عن السندات التقليدية.³
 - تستثمر الصكوك في مشاريع وأنشطة تتفق مع الشريعة الإسلامية : تخصص حصيلة الاكتتاب في الصكوك الإسلامية للاستثمار في مشروع أو نشاط يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، فإذا كانت هذه الحصيلة تستثمر في أنشطة محرمة كصناعة الخمر مثلا، فإن الصك لم يعد إسلاميا، ولا يجوز إصداره أو تداوله، ولا يحل الربح العائد منه، وهو ربح في نشاط لا تجيزه الشريعة الإسلامية.⁴
 - تصدر بفئات متساوية القيمة: بهدف تسهيل شراءها وتداولها بين الجمهور من خلال الأسواق المالية.
 - إصدار وتداول الصكوك محكوم بضوابط شرعية: إن الصكوك الإسلامية شأنها شأن كافة المعاملات في الالتزام بالضوابط الشرعية، ويجب أن تتم وفق القواعد المالية الإسلامية، وأن تدور في إطارها سواء

¹نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية (تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية البحرين)، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة العدد 9، 2011، ص.254.

²سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، دور الحوكمة في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، المؤتمر الدولي الثامن حول: "دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات"، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، يومي 19-20 نوفمبر 2011، ص.4.

³زيد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص.71.

⁴ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها (دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة سوق الخرطوم للأوراق المالية 2005-2010)، مذكرة لنيل شهادة الماجستير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012، ص.12.

تعلق الأمر بمنع العملية أصلاً، كحرمة تعاطي الربا قطعاً أو بسبب ذاتي، فالصكوك الاستثمارية الإسلامية يجوز التعامل معها ولكن إذا كانت تمثل أصولاً محرمة، فإنه لا يجوز التعامل بها إصداراً وتداولاً، كما يجب الالتزام بشروط الإصدار والتداول بحسب طبيعة موجودات المشروع، وتحدد العلاقة بين المصدرين من جهة وحملة الصكوك من جهة أخرى، وهذا ما يميز الصكوك الإسلامية عن كافة الأوراق المالية التقليدية، لعدم خضوعها لمثل هذه الضوابط.¹

3- أهداف الصكوك الإسلامية :

تتمثل الأهداف الأساسية لإصدار الصكوك الإسلامية فيما يلي:

- المساهمة في جمع رأس مال تمويل إنشاء مشروع استثماري من خلال تعبئة موارده من المستثمرين وذلك من خلال طرح صكوك وفق مختلف صيغ التمويل الإسلامية في أسواق المال لتكون حسيبة الاكتتاب فيها رأس مال مشروع.²
- تنويع مصادر التمويل: أي توسيع قاعدة المستثمرين، بهدف تجميع رؤوس الأموال اللازمة لتمويل التوسع في النشاط لغرض الحصول على أصول جديدة، وتعمل على المواءمة بين أجال الأصول والالتزامات للحد من المخاطر.³
- تسعى للحصول على السيولة اللازمة لتوسيع قاعدة المشاريع وتطويرها: وهو الإجراء الذي يتم بموجبه تحويل الأصول المالية للحكومات والشركات إلى وحدات تتمثل في الصكوك الإسلامية، ومن ثم عرضها في السوق لجذب المدخرات لتمويل المشاريع طويلة الأجل.⁴
- تقليل مخاطر الائتمان فمن المعلوم أن المنشأة التي تريد تصكيك بعض أصولها لا تكون مسؤولة عن الوفاء لحملة الصكوك، لأن التصكيك عملية بيع حقيقي للأصول إلى المنشأة المخصصة لها، وبذلك نقلت مخاطر الائتمان إلى الغير.⁵

4- أنواع الصكوك الإسلامية :

تصنف الصكوك الإسلامية إلى صكوك الإجارة، وصكوك المضاربة، صكوك المشاركة وغيرها.

¹المرجع السابق، ص.13.

²نوال بن عمارة، مرجع سابق، ص.255.

³زياد جلال الدماغ، مرجع سابق، ص.74.

⁴بن عمارة نوال، مرجع سابق، ص.255.

⁵زياد جلال الدماغ، مرجع سابق، ص.74.

أ- الصكوك القائمة على عقود الشراكة:

1- صكوك المضاربة:

الصكوك هي وثائق متساوية القيمة عند إصدارها، قابلة للتداول، لا تقبل التجزئة، وتمثل حصص شائعة في ملكية الأعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين وبذلك فهي لا تتعامل بالفائدة المحرمة وبالتالي تعتبر بديلا شرعيا عن التعامل بالسندات.¹ أو هي وثائق مضاربة تمثل مشروعات تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء لإدارته، وصكوك المضاربة هي عبارة عن عقد يتم بموجبه تقديم مال من رب المال ليتاجر فيه الآخر الذي ليس برب المال، ويمكن أن يتم عقد صكوك المضاربة بين اثنين فما أكثر.²

2- صكوك المشاركة:

تعرف بأنها وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تمويل نشاط على أساس المشاركة، ويصبح المشروع ملكا لحامل الصكوك، وتدار صكوك المشاركة على أساس المضاربة.³ والفرق بين صكوك المضاربة وصكوك المشاركة هو أن في صكوك المشاركة كل طرف يسهم بالمال وبالخدمة. وفي صكوك المشاركة هو أن في صكوك المضاربة يتحمل رب المال الخسارة وحده ويفقد العامل أجرة عمله. لكن إذا تلف المال بسبب تفريط من العامل أو تعد منه فإنه يتحمل الخسارة.⁴

3- صكوك المزارعة :

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع وفق المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق العقد. ويوجد هناك صكوك مساقاة وهي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها ويصبح لحامل الصك حصة من الثمرة وفق ما حدد في العقد.⁵ بالإضافة إلى صكوك المغارسة التي تعطي مالكا حصة من الغرس، وتقوم على أساس عقد المغارسة.⁶

¹ شوقي جباري، فريد خميلي، مرجع سابق، ص. 15.

² صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، مؤتمر: "المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي 31 ماي - 3 جوان 2009، ص. 11، 12.

³ كمال توفيق خطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، مؤتمر: "المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، مرجع سابق، ص. 13.

⁴ صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص. 12.

⁵ زياد جلال الدماغ، مرجع سابق، ص. 119، 120.

⁶ أمال لعمش، مرجع سابق، ص. 109.

ب- الصكوك القائمة على البيوع :

1- صكوك السلم:

تسمح هذه الصيغة بأن يشتري البنك من العميل بئمن حال سلعة موصوفة وصفا كافيا مؤجلة التسليم، إلى موعد محدد، وله استخدامات مختلفة في التمويل أهمها يتعلق بتمويل النشاط الزراعي والصناعي والإنتاجي، وذلك بتوفير السيولة النقدية اللازمة للزراعة أو الصناعة. وتكون صكوك السلم عبارة عن سندات قصيرة الأجل تعبر عن عملية استثمارية أطرافها (بائع السلعة أو الأصل نبط مثلا) والمشتري بصيغة السلم (شركة وساطة أو بنك من تتفق معه الحكومة) والمشتري بصفته مديرا لمحفظه صكوك السلم الإسلامية ومشتري أو حاملي الصكوك حيث تقوم المحفظه باستيفاء قيمة الصكوك من المشتريين ودفع ثمن السلعة الآن للحكومة واستلام السلعة أو قيمتها لاحقا.¹

2- صكوك الاستصناع :

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكا لحامل الصكوك.²

3- صكوك المراجعة:

تعرف على أنها صكوك متساوية القيمة منبثقة من عملية قائمة على عقد المراجعة (المراجعة بالشراء) حيث تمثل هذه الصكوك ملكية جزئية رأس مال السلعة المباعة بالمراجعة، اذ يقسم رأس مال المراجعة إلى أجزاء متساوية كل جزء يمثل حصة معبرا عنها بصك ويتم إصدارها وفق الآلية التالية :

تتقدم بالوعد بالشراء للبنك بمواصفات الشئ المراد شراؤه، فيقوم البنك بالبحث عن الشئ وتحديد قيمته (قيمة شرائه) فيطرح ذلك صكوك المراجعة مجموعها بقيمة هذا الشئ المراد شراؤه فتملك هذه السلعة لأصحاب الصكوك وبعد ذلك تقوم ببيعها (حملت الصكوك ممثلين فيمن يوكلهم) عن طريق أقساط للواعد بالشراء وفق ربح معلوم ومحدد وقائم على العملية يكون هو البنك الذي يأخذ مقابل ذلك أجرا من طرف حملت الصكوك لكونه وكيلًا عنهم.³

¹ لعلو بخاري، وليد عايب، مرجع سابق، ص.7.

² صافية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص.11.

³ بن الضيف عدنان، ربيع المسعود، أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية، ملتقى الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل

مرجع سابق، ص.13.

ج- الصكوك القائمة على الإجارة:

1- صكوك الإجارة :

هي وثائق متساوية القيمة تمثل أجزاء متماثلة مشاعة في ملكية منافع أعيان معمرة مرتبطة بعقود إجارة أو تمثل عددا مماثلا من وحدات خدمة موصوفة تقدم من ملتزمها لحامل الصك في وقت مستقبلي، وقد يتم إصدار صكوك الأجير على صيغة إجارة أو مشاركة في الإنتاج وقد تمثل حصة أصول حكومية.¹

¹ معطى الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، الملحق الدولي حول: "مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي"، مرجع سابق، ص. 240.

خلاصة الفصل الأول:

تطرقنا في هذا الفصل إلى: الهندسة المالية مع الإحاطة بأغلب جوانبها، كما تطرقنا إلى الهندسة المالية الإسلامية في المبحث الثاني من مفهوما، خصائصها ومبادئها... الخ بالإضافة إلى تقديم أهم أدوات الهندسة المالية الإسلامية وقد توصلنا إلى ما يلي:

- الهندسة المالية هي العملية التي يتم من خلالها تصميم وتطوير وتنفيذ منتجات وأدوات مالية مبتكرة من أجل حل مشاكل التمويل .
- تكمن أهمية الهندسة المالية في إدارة المخاطرة وإدارة السيولة والمنافسة المالية وتجاوز القيود القانونية.
- من أهم منتجات الهندسة المالية عقود الخيارات والعقود الآجلة والعقود المستقبلية وعقود المبادلات وغرضها التحوط والمجازفة والمراجعة.
- الهندسة المالية الإسلامية هي مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل، وكل ذلك في إطار النظام الإسلامي.
- ظهرت الهندسة المالية الإسلامية لتطوير المعاملات المالية، ومنافسة المؤسسات الرأسمالية بكل أدواتها.
- ابتكرت الهندسة المالية الإسلامية العديد من الأدوات المالية المستحدثة التي تلبي الاحتياجات التمويلية كالتصكيك الإسلامي والصكوك الإسلامية بكل أنواعها لتغطية الاحتياجات الاستثمارية، إضافة إلى أدوات مشتقة كبيع العربون وخيار الشراء والمستقبليات في إطار عقد الاستصناع... الخ.

الفصل الثاني:

أزمة الرهن العقاري 2008

تمهيد :

لا تعتبر الأزمات المالية ظاهرة حديثة بأي حال ،بل انها تخضع في كثير من الأحيان لنفس القوى، التي طالما مارست تأثيرها في مختلف الأزمات ،غير أنه يبدو بالفعل أن الابتكارات المالية شكل مخاوف كبيرة. وتعتبر الأزمة المالية التي اندلعت شرارتها في الولايات المتحدة خلال الربع الأخير من عام 2008 واحدة من اخطر الأزمات الاقتصادية العالمية على الإطلاق، بالنظر إلي كونها نشأت في أكبر اقتصاديات العالم على الإطلاق لهذا فسيتم التطرق في هذا الفصل إلى أزمة الرهن العقاري والتطرق إلى :

المبحث الأول : ماهية الأزمات المالية .

المبحث الثاني: ماهية أزمة الرهن العقاري.

المبحث الثالث: تداعيات أزمة الرهن العقاري على الاقتصاديات العالمية والسبل المطروحة لمواجهتها.

المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية

لقد شكل تكرار الأزمات المالية في العالم لاسيما في اقتصاديات الدول الغربية ظاهرة مثيرة للقلق والاهتمام وهذا لأثارها السلبية والخطيرة وتأثيرها على اقتصاديات الدول. ويتم التطرق في هذا المبحث إلى مفهوم الأزمة المالية والخصائص التي تتميز بها الأزمات المالية، مع التطرق إلى أنواع الأزمات المالية .

المطلب الأول: مفهوم الأزمات .

لقد تعددت المفاهيم لمصطلح الأزمة **crisis** فوفقا **steve albert** عن الأزمة بأنها " تلك الحدث السلبي الذي لا يمكن تجنبه أيا كانت درجة استعداد المنظمة" ويعرف **أوران يونج -كاتب سياسي-** " الأزمة هي تداعي سريع للأحداث يؤدي إلى تنشيط عناصر عدم الاستقرار في النظام الدولي أو في نسقه على نحو غير مألوف يزيد من احتمالات اللجوء إلى العنف ".¹

ولقد حدد قاموس **webster** معنى الأزمة كما يلي:²

- فترة حرجة أو حالة غير مستقرة تنتظر حدوث تغيير جاسم ،هجمة مبرمجة من الألم ،الكرب أو خلل وظيفي وهي أيضا :
 - " نقطة تحول إلى الأحسن أو إلى الأسوأ في مرض خطير ،أو خلل في الوظائف أو تغيير جذري في حالة الإنسان وفي أوضاع غير مستقرة "
- وتتميز الأزمة بمجموعة من الخصائص:³

- تغيير حاد ومباغت في الظروف والقوى المؤثرة على عناصر الأزمة؛
 - وجود تهديد كبير وخطير للمصالح نتيجة تداعيات الأزمة ،ينذر بخسائر ضخمة؛
 - التلاحق السريع للأزمة ،بمعنى أنها تتطلب التدخل السريع لمواجهتها ،لأن الوقت في هذه الحالة يكون من ذهب ،فالتدخل السريع بإجراءات مناسبة يقلل كثيرا من حدة الأزمة.
- ويعتمد النجاح في إدارة أي أزمة على أمرين:
- الأول: اتخاذ إجراءات مناسبة لمواجهة السيناريوهات المحتملة.
- الثاني: التدخل السريع وفي الوقت المناسب .

¹ زرقاطة مريم ،دور الصناديق السيادية في تحقيق الاستقرار المالي العالمي (تجربة صناديق استثمار الثروات الخليجية)،مذكرة ماجستير في العلوم

الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،جامعة فرحات عباس سطيف (الجزائر)،2010-2011،ص.53.

²نعيم إبراهيم الظاهر ،إدارة الأزمات ،عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع ،عمان 2009،ص.4.

³ طارق عبد العال حماد،حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية،الدار الجامعية ،الإسكندرية،2009 ،ص.17.

المطلب الثاني: مفهوم وخصائص الأزمة المالية .

سننظر في هذا المطلب إلى مفهوم الأزمة المالية ومن ثم سنعطي أهم خصائص الأزمة المالية .

أولاً : مفهوم الأزمة المالية.

تطرق الباحثون إلى مفهوم الأزمة المالية من وجهات نظر عديدة يمكن تعريف الأزمة المالية بأنها: عبارة عن موقف تتعرض له هذه الدولة، ويستشعر صانع القرار فيها درجة عالية من التهديد للمصالح والقيم الجوهرية للدولة ويتسم هذا التهديد بالمفاجأة، وعدم التوقع من قبل صانع القرار، فيشعر بضيق الوقت المتاح للتفكير فيه، وأنه يجب عليه في نفس الوقت اتخاذ القرار المناسب بصدده، قبل تغير ذلك الموقف على نحو تصعب السيطرة عليه.¹ وتعرف أيضا بأنها: هو اضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية تمتد أثاره إلى القطاعات الأخرى.²

أو تعرف: بأنها تلك التذبذبات التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية حجم الإصدار وأسعار الأسهم والسندات، وكذلك اعتمادات الودائع المصرفية، وأسعار الصرف. وهذا الاختلاف في تقدير الظواهر الخاصة بالارتفاع والانخفاض يستغرق فترة طويلة لتفسيرها.³

وتعرف أيضا بأنها: هي اضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية تمتد أثاره إلى القطاعات الأخرى.⁴

وتعرف الأزمة المالية أيضا: هي الانخفاض المفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الأصول. والأصول إما رأس مال مادي يستخدم في العملية الإنتاجية مثل الآلات والمعدات والأبنية، وإما أصول مالية، هي حقوق ملكية لرأس المال المادي أو للمخزون السلعي، مثل الأسهم وحسابات الادخار مثلا، أو أنها حقوق ملكية للأصول المالية، وهذه تسمى مشتقات مالية، ومنها العقود المستقبلية (للفنط أو للعملة الأجنبية مثلا).⁵

وتعرف الأزمة المالية "انهيار مفاجئ في سوق الأسهم، أو في عملة دولة ما، أو في سوق العقارات، أو مجموعة من المؤسسات المالية، لتمد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد، ويحدث مثل هذا الانهيار المفاجئ في أسعار الأصول

¹ إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص.18.

² عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية (أزمة الرهن العقاري الأمريكية)، الدار الجامعية، الإسكندرية 2009، ص.189.

³ عيجولي خالد، فعالية تخفيض أسعار الفائدة من قبل البنوك المركزية في الحد من انهيار الأسواق المالية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة الملتقى العالمي الدولي الأول حول: "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، مرجع سابق، ص.9.

⁴ فريد كورتل، كمال رزق، الأزمة المالية: مفهومها، أسبابها، وانعكاساتها على البلدان العربية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 20، 2009، ص.6.

⁵ طالب دليلة، عياد سيدي محمد، وآخرون، الأزمة المالية الراهنة وأثرها على الاقتصاد الجزائري.

<http://www.iefpedia.com/.../le19-3-2015à22:33>.

الموقع الإلكتروني :

نتيجة انفجار فقاعة سعرية مثلا، والفقاعة المالية أو المادية كالأسهم أو المنازل بأسعار تفوق أسعارها الطبيعية أو الحقيقية".¹

وتعرف الأزمة المالية أيضا: هي حالة اضطراب مالي يفضي إلى تعرض المتعاملين في الأسواق المالية لمشكلات سيولة وإعسار، مما يستدعي تدخل السلطات لاحتواء تلك الأوضاع، وقد تأخذ الأزمة المالية شكل أزمة مديونية أو أزمة عملات أو أزمة مصرفية وتنطوي الأزمة المصرفية على التدافع على المصارف لسحب الودائع أو انهيار بعض البنوك أو وقف صرف الودائع لطالبيها، مما يقتضي تدخل السلطات لتنفيذ برنامج لدعم وإعادة هيكلة البنوك المتعثرة بتمويل من الخزنة العامة، وعادة ما يطالب صندوق النقد الدولي الدولة المأزومة بتطبيق إجراءات للإصلاح، مقابل ترتيب مساندة دولي لإنقاذ الأوضاع.²

ومن مجمل التعاريف المقدمة عن الأزمة المالية نستخلص هذا التعريف:

الأزمة المالية: هي تلك التذبذبات العميقة التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية، وعلى حجم إصدار وأسعار الأسهم والسندات، وإجمالي القروض والودائع المصرفية، ومعدل الصرف، وتعتبر على انهيار شامل في النظام المالي والنقدي.

ثانيا: خصائص الأزمة المالية .

تتميز الأزمات المالية بمجموعة من الخصائص أهمها:³

- المفاجأة العنيفة عند انفجارها واستقطابها لكل الاهتمام من جانب جميع الأفراد والمؤسسات المتصلة بها؛
- التعقيد والتشابك والتداخل في عناصرها وعواملها وأسبابها وقوى المصالح المتعلقة بها؛
- وجود نوع من الضبابية يمنع الرؤية بشكل واضح وهو ما يتمثل في نقص المعلومات المتوفرة لدى متخذ القرار، وبالتالي عدم قدرته على تحديد أي الاتجاهات يجب أن يسلك .
- سيادة حالة من الخوف قد تصل إلى حد الرعب من المجاهيل التي يضمها إطار الأزمة .

وتوجد عدة مؤشرات لحدوث أزمة مالية والتي تتصل بالسياسات الاقتصادية الكلية، وكذلك بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية والنقدية، ويترتب عنها عدم الثقة لدى المستثمرين في الدولة على تحقيق طموحاتهم الاستثمارية وندرج هذه المؤشرات فيما يلي :

- الارتفاع في معدلات البطالة ومعدلات التضخم والمستوى العام للأسعار .

¹ مفتاح صالح، معارفي فريدة، أزمة النظام المالي العالمي وبدل البنوك الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني حول: "الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية - النظام المصرفي الإسلامي نموذجا"، مرجع سابق، ص.4.

² عبد العزيز قاسم محارب، الأزمة المالية العالمية الأسباب والعلاج، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2011، ص.23.

³ ناصر مراد، الأزمة المالية العالمية: الأسباب، الآثار، وسياسات مواجهتها، الملتقى العلمي الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية و الحوكمة المالية"، مرجع سابق، ص.3.

- ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع والقروض المحلية.
- ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي قيمة القروض المحلية .
- انخفاض قيمة الاحتياطي النقدي من المعاملات الحرة.
- انخفاض نسبة النمو الاقتصادي، بتراجع الناتج المحلي الإجمالي.
- ارتفاع الرقم القياسي للعجز في الحسابات الجارية إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي.
- غلبة الأصول المالية عالية المخاطر كأصول العقارية على أسواق الائتمان.
- تسرب الضعف إلى الجهاز الإداري المنوط به الإشراف على أسواق المال وقطاعات البنوك.
- غياب الشفافية والإفصاح اللتان يستلزمهما التطبيق السليم لمعايير المحاسبة الدولية عند عرض، القوائم المالية للمؤسسات الاقتصادية، مما يحجب عن المستثمرين الظروف التي تساعدهم على تقييم، أصول هذه المؤسسات بصورتها الحقيقية .
- سيطرة بعض المؤسسات على الأسواق المالية، وما ينجم عن ذلك من سهولة تحكمها في هذه الأسواق.

المطلب الثالث: أنواع الأزمات المالية .

تتعدد وتتوغل الأزمات المالية حسب المؤسسات والأسواق التي تمسها، ويمكن التصنيف بين الأنواع التالية :

1- الأزمة المصرفية: تحدث هذه الأزمة عندما يقوم البنك بإقراض معظم الودائع التي لديه أو تشغيلها ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، ومن ثم فإنه لن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة، وبذلك يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك. وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت إلى بنوك أخرى، فتسمى في تلك الحالة أزمة مصرفية. وعندما يحدث العكس، أي تتوافر الودائع لدى البنوك وترفض تلك البنوك منح القروض خوفا من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة في الإقراض، وهو ما يسمى بأزمة الائتمان. وقد حدث في التاريخ المالي للبنوك العديد من حالات التعثر المالي مثل ما حدث في بريطانيا لبنك **Gumey** **&Over end** وما حدث في الولايات المتحدة عندما انهار بنك الولايات المتحدة في عام 1931 وبنك **"Bear Stearns"**.¹

2- أزمة أسواق الأوراق المالية: يقوم طالبو الأموال من خلالها بتحويل قسم من أموالهم مما لا يودون إنفاقه خلال فترة من الزمن، إلى أداة مالية عالية الربحية، وهي الأداة المالية ذات الدين أو الائتمان التي تطلب من المقترض أن يدفع فائدة دورية، وأن يعيد القرض في نهاية الفترة المتفق عليها، أو تعطي صاحبها حصة من الشركة ونصيبا من أرباحها.

¹نزهان محمد سهو، محمد جميل عمر، أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 26، العدد 2، 2010، ص.695.

ويحدث هذا النوع من الأزمات في أسواق الأوراق المالية نتيجة للتدهور الحاد والمفاجئ في أسعار الأسهم، والذي يعكس أثاره السلبية التي يتركها على قطاع الإنتاج والعمالة بحيث يؤدي إلى إعادة توزيع الدخل أو الثروات فيما بينها، وارتفاع الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، على نحو ارتفاع غير مبرر وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، والأصول أما رأس مال مادي يستخدم في العملية الإنتاجية مثل الآلات والمعدات والأبنية، وإما أصول مالية، هي حقوق ملكية لرأس المال المادي أو للمخزون السلعي مثل: الأسهم وحسابات الادخار مثلا، أو أنها حقوق ملكية للأصول المالية، وهذه تسمى مشتقات مالية، ومنها العقود المستقبلية (للفظ أو العملات الأجنبية مثلا)، وكلما زاد ارتفاع الأسعار أصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاه قويا لبيعه، فبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر المالي في الظهور.¹

3- أزمة الديون العالمية: تعرف المديونية على أنها تلك العملية التي تتميز بحركة توقعات رؤوس الأموال في اتجاه البلد المقترض من دولة دائنة وعند انقطاع حركة التدفقات تحدث أزمة مديونية ويكون سبب الانقطاع في أغلب الأحيان راجعا إلى عدم قدرة الطرف المدين على الوفاء بالتزاماته.²

4- أزمة العملة وأسعار الصرف: وتحدث عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أمخزن للقيمة، لذلك تسمى هذه الأزمة أيضا بأزمة ميزان المدفوعات، وتحدث تلك الأزمات لدى اتخاذ السلطات النقدية قرار بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، وبالتالي تحدث أزمة قد تؤدي لانهايار سعر تلك العملة، وهو شبيه بما حدث في تايلاند وكان السبب المباشر في اندلاع الأزمة المالية في شرق آسيا عام 1997 وعلى الرغم من أن قرار تعويم أو خفض سعر صرف العملة الوطنية يبدو قرارا تطوعيا من السلطة النقدية، إلا أنه في أغلب الحالات يكون قرارا ضروريا تتخذه في حال قصور في تدفقات رأس المال الأجنبي أو تزايد في التدفقات الخارجة. بعض تلك الأزمات لها أثر محدود على القطاع غير المالي، أما البعض الآخر فيلعب دورا أساسيا في تباطؤ النمو الاقتصادي وحدوث الانكماش بل قد تصل إلى درجة الكساد.³

5- أزمة أسواق المال - حالة الفقاعات - :

تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصاديا بظاهرة (الفقاعة)، حيث تتكون الفقاعة عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة على نحو ارتفاع غير مبرر، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل كالأسهم على سبيل المثال هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا

¹ عمر يوسف عبد الله عابنه، الأزمة المالية المعاصرة - تقدير اقتصادي إسلامي -، عالم الكتاب الحديث، الأردن، 2011، ص. 24.

² أمال قحايرية، أسباب نشأة أزمة المديونية الخارجية للدول النامية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، الشلف، العدد 3، 2005، ص. 136.

³ عبد المطالب عبد الحميد، مرجع سابق، ص. 190.

الأصل على توليد الدخل، وفي هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاه قويا لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتتهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأصول الأخرى سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى.¹

6- أزمة السيولة الدولية:

وتعرف أيضا بأزمة شح السيولة الدولية، وهي تنتج عن عدم الاتساق أو التوافق بين آجال استحقاق كل من الأصول والخصوم الدولية لهذا النظام، فإذا عجزت أصول البلد المقومة بالعملة الأجنبية قصيرة الأجل عن تغطية خصومه والتزاماته قصيرة الأجل المقومة بالعملة الأجنبية فان النظام المالي يفقد سيولته الدولية ويصبح عاجزا عن الاستجابة والتصدي لأي صدمة خارجية، ويرى العديد من الاقتصاديين أن أزمة شيلي عام 1982، وأزمة المكسيك عام 1994 والأزمة المالية الآسيوية عام 1997، تنسم جميعها بفقدان النظام المالي لسيولته الدولية، الشيء الذي يخلق أزمة ثقة ويدفع إلى سيادة الذعر المالي.²

¹نادية بلوغي، تداعيات أزمة منطقة اليورو على الشراكة الأوروبية ومتوسطة دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013-2014، ص.20.

²نادية عقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج 'دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية'، مذكرة لنيل شهادة دكتوراه كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2012-2013، ص.11.

المبحث الثاني: ماهية أزمة الرهن العقاري.

تعتبر الأزمات المالية عبارة عن محطات يمر بها الاقتصاد. وان كانت تدل عن شئ فهي تدل عن هشاشة وسوء النظام المالي لهذا البلد الذي عصفت به، وفي هذا المبحث سيتم التطرق إلى الأزمة المالية بصفة عامة ومن ثم سنتطرق إلى الأزمة المالية العالمية.

المطلب الأول: مفهوم أزمة الرهن العقاري .

قبل أن نتطرق إلى مفهوم أزمة الرهن العقاري ،يجب أن نوضح أولاً الرهن العقاري.

أولاً: مفهوم الرهن العقاري:

تعني كلمة (Mortgage) في اللغة الانجليزية (الرهن)، وأصلها في اللغة اللاتينية :مكونة من مقطعين (Mort)، وتعني: الموت ،و (gage)، وتعني: الرهن ،أي(الرهن المميت). ومن التعريفات البسيطة للرهن العقاري هو شراء عين عقارية بالأقساط ،لفترة من الزمن قد تصل حتى عشرين عاما بفائدة ،على ألا يجوز للمشتري التصرف في العقار حتى الانتهاء من تسديد قيمة الرهن بالكامل.¹

ويعرف أيضا بأنه هو عقد به يكسب الدائن على عقار مخصص لوفاء دينه حقا عينيا ،يكون له بمقتضاه أن يتقدم على الدائنين العاديين والدائنين التاليين له في المرتبة في استيفاء حقه من ثمن العقار في أي يد يكون وعليه فالرهن العقاري هو حق عيني تبعي ينشأ بمقتضى عقد رسمي على عقار ،ويخول للدائن التقدم على الدائنين العاديين والدائنين الآتيين له في المرتبة استيفاء حقه من ثمن ذلك العقار ،أو بصفة عامة من المقابل النقدي للعقار المرهون ،كالتعويض ومبلغ التأمين ،في أي يد يكون .²

الرهن العقاري هو عقد به يتحصل الدائن على عقار مخصص لوفاء دينه حقا عينيا،يكون له بمقتضاه أن يتقدم على الدائنين العاديين والدائنين التاليين له في المرتبة في استيفاء حقه من ثمن العقار في أي يد يكون. وعلى ذلك ،فالرهن العقاري هو حق عيني تبعي ينشأ بمقتضى عقد رسمي على عقار ،ويخول للدائن التقدم على الدائنين العاديين والدائنين التاليين له في المرتبة استيفاء حقه من ثمن ذلك العقار، أو بصفة عامة من المقابل النقدي للعقار المرهون ،كالتعويض ومبلغ التأمين ،في أي يد يكون.³

¹ محمد سعيد محمد الرملاوي، الأزمة الاقتصادية العالمية إنذار للأسمايلية ودعوة للشريعة الإسلامية، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، 2011، ص.ص. 132، 133.

² نصر أبو الفتوح فريد، الرهون العقارية والأزمة المالية العالمية ،دار الفكر والقانون ،المنصورة، 2011، ص.ص. 28، 29.

³ نصر أبو الفتوح فريد، الرهون العقارية والأزمة المالية العالمية، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول: "الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية " كلية الحقوق جامعة المنصورة (مصر) ، 1-2 أبريل 2009، ص. 24.

ثانياً: أزمة الرهن العقاري:

يمكن تعريفها بأنها هي أزمة اقتصادية ولدت أزمة سيولة في أسواق المال العالمية، والنظام البنكي، بعدم تقييم المخاطر الحقيقية لسوق القروض العقارية من الدرجة الثانية (Subprime mortgage market) بالشكل المطلوب، والاستهانة بانعكاساتها تسبب في إحداث انهيارات متوالية في أماكن مختلفة، والتي أثرت على الاقتصاد العالمي ككل.¹

ويمكن تعريفها أيضاً بأنها: أزمة الرهن العقاري أو - أزمة القروض العقارية عالية المخاطر - هي أزمة مالية خطيرة ظهرت على السطح فجأة، فجرها في البداية تهافت البنوك على منح قروض عالية المخاطر وبدأت الأزمة تكبر ككرة الثلج لتهدد قطاع العقارات في الولايات المتحدة ثم البنوك والأسواق المالية العالمية فأصبحت تمثل تهديداً للاقتصاد المالي العالمي أثرت الأزمة في الولايات المتحدة وتداعياتها التي تفاقمت شيئاً فشيئاً 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 وخصوصاً في أوروبا وآسيا بضخ مئات المليارات من الدولارات لمواجهة نقص السيولة الناجم عن خسائر المؤسسات المالية المقرضة، إضافة إلى تدخل الاحتياطي الفدرالي الأمريكي بخفض سعر الخصم الأساسي. جاء ذلك بعد فترة ازدهار عاشتها المؤسسات المالية وصناديق الاستثمار الأمريكية والأوروبية والآسيوية خصوصاً، مستفيدة من ارتفاع أسعار المساكن وزيادة الأرباح منها وانخفاض أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية.²

¹ محمد سعيد محمد الرملاوي، مرجع سابق، ص. 134.

² جبر محمود الفضيلات، الرهن العقاري وأثره في أزمة الاقتصاد العالمية المعاصرة، ص. 6، ص. 7.

المطلب الثاني : نشوء أزمة الرهن العقاري وتطورها .

لقد كان لظهور الأزمة المالية العالمية عواقب وخيمة على كافة اقتصاديات دول العالم ،فقد خلفت الأزمة وراءها إفلاس العديد من البنوك والمؤسسات المالية الكبيرة .

انطلاقاً من ماي 2004، قام البنك المركزي الأمريكي برفع معدلات الفائدة من 1% إلى 5.25%، مما أدى إلى زيادة أعباء القروض العقارية من حيث سداد أقساطها، خاصة في ظل التناقص عن السجل الائتماني للعملاء وقدرتهم على السداد حتى بلغت تلك القروض نحو 1.3 ترليون دولار في مارس 2007، هكذا ارتفعت ديون الأسر من 46% من الناتج المحلي الإجمالي سنة 1979 إلى 98% في ديسمبر 2007 ، في حين وصلت الديون الخارجية للولايات المتحدة الأمريكية إلى أكثر من 7000 مليار دولار ، أي ما يعادل 70% من الناتج المحلي الإجمالي ، ومنه بلغ مجموع الديون الأمريكية في ديسمبر 2007 نحو 350% من الناتج المحلي الإجمالي .¹ وتعود بداية الأزمة إلى أوت 2007 عبر ما يسمى بـ "أزمة الرهن العقاري" أو القروض السيئة ذي الفائدة القابلة للتغيير حين توسعت المؤسسات المالية الأمريكية في منح قروض سكنية لعدد كبير من الأفراد لتمويل شراء سكنات وارتفع معدل التمليك السكني في الولايات المتحدة من 64% سنة 1996 إلى 69.2% سنة 2004 وتم تشجيع هذه العملية من طرف الحكومة الأمريكية بمقتضى القانون الصادر سنة 1977 والذي ينص على إمكانية أن تحصل أي مؤسسة مالية على ضمانات لودائعها المالية من الهيئة الفدرالية للتأمين على الودائع إذا التزمت بالإفراض إلى أسر أمريكية من ذوي الدخل المتواضع ، ومع توسع البنوك والمؤسسات المالية في نسب التمويل العقاري دون ضمانات كافية ذلك أثر سلباً على قدرتها المالية رغم محاولاتها الاقتراض من بنوك أخرى عبر السوق النقدية ورفضها إقراضها، وتدخل البنوك المركزية في تقديم مليارات الدولارات كقروض للبنوك إلا أنه اتسعت رقعة البنوك التي تعاني من عجز في السيولة النقدية الأمر الذي أدى في مرحلة تالية إلى ظهور حالات الإفلاس التي يشهدها الاقتصاد الأمريكي والعالمي حيث بلغ عدد المؤسسات الأمريكية التي أفلست أو القريبة من الإفلاس بحوالي 120 مؤسسة مالية منها إفلاس مؤسستي "ليمان برذرز"، "ميرل لينش"، ووصلت أكبر مؤسسة تأمين أمريكية "AIG American International Group" حافة الإفلاس لولا تدخل الخزنة الأمريكية والاحتياطي الأمريكي الفيدرالي لإنقاذها ، ويكفي أن نشير إلى أن الأزمة المالية الحالية كلفت الاقتصاد الأمريكي فقط حتى تاريخه حوالي 1000 مليار دولار مما استدعى تدخلاً مباشراً من الإدارة الاقتصادية لإيجاد حل لهذه الأزمة ، وخصصت مبالغ ضخمة لتجاوزها قدرت بحوالي 800 مليار دولار ويقدر مجموع ما ضحى الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي حتى الآن حوالي 800 مليار دولار ويقدر مجموع ما ضحى الاحتياطي الفيدرالي

¹ عفيف هناء ، ضياف عليّة، معالم الاقتصاد الافتراضي بسبب الأزمة المالية العالمية، الملتقى العلمي الدولي الخامس حول: الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ،المركز الجامعي خميس مليانة(الجزائر)، 13-14 مارس 2012، ص.ص. 8، 9.

الأمريكي حتى الآن حوالي 180 مليار دولار، كما قامت الخزانة الأمريكية بطرح سندات الخزينة وشراء القروض المتعثرة لإنقاذ المصرف والمؤسسات المالية الأمريكية. وساهم تحرير أسواق التمويل العقاري بإلغاء الحد الأقصى للإقراض، ولأسعار الفائدة على الودائع، وإلغاء القيود على الائتمان في فتح المجال لزيادة التنافس بين البنوك والمؤسسات وسرعة نمو الائتمان العقاري.¹

المطلب الثالث: أسباب أزمة الرهن العقاري :

إن الحقيقة هي تدهور السياسات المالية الأمريكية فأدى إلى ازدياد حدتها وهذا طبعاً بعد انتقال عدواها إلى الدول الأوروبية خاصة. ويعود الفضل الكبير في هذا التطور الخطير إلى العولمة التي بواسطتها تم تصدير وول ستريت أزمة الرهن العقاري إلى الخارج عن طريق بيع الأوراق المالية المسمومة إلى أنحاء العالم. ويختزل خبراء المالية الدولية أهم الأسباب التي ساهمت في بروز الأزمة المالية بالآتي:

- قامت مؤسسات مالية والبنوك بإقراض أموال عقارية لأسر غير قادرة على التسديد ودون ضمانات كافية وشجعت الحكومة الأمريكية هذه العملية بمقتضى قانون يعود لعام 1977، وينص على إمكانية أن تطلب أية مؤسسة مالية من الدولة (وبالتحديد من الهيئة الفدرالية للتأمين على الودائع) ضمانات لودائعها المالية إذا التزمت هذه المؤسسة بإقراض أسر أمريكية من نوات الدخل المتواضع.²
- التوسع في التعامل بالمشتقات المالية لعل الكثير من المشتقات المالية أسهمت في تشكيل فقاعة سندات الرهن العقاري وانتشار الأزمة المالية خارج حدود السيطرة، إلا أن أبرز هذه المشتقات وأكثرها خطورة هي أدوات تبادل القروض غير القابلة للسداد التي أصبحت اليوم تسمى بالأصول المالية السامة واخترعت هذه الأخيرة عام 1997 من قبل فريق عمل يعمل في مصرف جي بي مورغن تشاس وقد نمت وتم تداولها عالمياً في النظام المالي بشكل خيالي، حيث بلغ التداول بها عام 2008 قرابة 55 تريليون دولار وذلك وفقاً لتقديرات لجنة الأصول المالية والتبادل الأمريكية، (ويمكن تعريفها بأنها عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد وهي عقود مالية مشتقة يتم التعاقدية عليها من قبل طرفين، الطرف المشتري لها يدفع للطرف البائع مدفوعات دورية ثابتة، ويتلقى من البائع مبلغاً من المال في حال تخلف المدين عن سداد سند الدين المضمون كلياً أو جزئياً.³
- ارتباط النظام الاقتصادي الرأسمالي بالفائدة الربوية كارتباط الأم بولدها، والفائدة الربوية من ضروريات قيام هذا النظام وبقيائه، قلت تلك الفائدة أو كثرت، فضلاً على أن هذا النظام لا يعرف إلا القرض بفائدة أخذاً أو إعطاءً، أو تسهيلاً، والفائدة الربوية ما هي إلا عصا سحرية في يد هذا النظام يتحرك بها كيفما

¹ فريد كرتل، كمال رزيق، مرجع سابق، ص.ص. 11، 12.

² علة مراد، الأزمة المالية العالمية.. تأمل ومراجعة، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، طرابلس (لبنان)، العددان

48، 49 خريف 2009 شتاء 2010، ص.ص. 10.

³ نبال محمود قصبه، حسين الفحل، تحليل الأزمة المالية الراهنة الأسباب والتداعيات والعلاج، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية

المجلد 28، العدد 1، 2012، ص.ص. 550، 551.

شاء، بل أن الفائدة الربوية قد تحدث تغييرا جذريا فيه عند الصعود أو الانخفاض، وينعكس أثر ذلك على كافة المؤسسات والقطاعات المالية العاملة فيه وهذا ما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية، فقد شهد قطاع الاستثمار العقاري فيها انتعاشا خلال الفترة من عام 2001 إلى عام 2006، حيث تميزت تلك الفترة بتوافر سيولة ضخمة في الاقتصاد الأمريكي نتيجة للارتفاع المتوالي في أسعار العقارات وانخفاض أسعار الفائدة، حيث كان سعر الفائدة 1% وهو ثاني أدنى انخفاض لسعر الفائدة في تاريخ الولايات المتحدة أدت هذه العوامل وغيرها إلى قيام الولايات المتحدة ليس فقط بالتوسع في الإقراض العقاري بل قامت بتخفيض معايير الإقراض دون النظر في مؤهلات المقترض، وبالتالي أدى هذا إلى زيادة حجم القروض الممنوحة وأطلق عليها (قروض الدرجة الثانية، والقروض الثانوية، والقروض عالية المخاطر).¹

- عدم التزام المؤسسات المالية الدولية (صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء- والتعمير) ، بالأهداف الأساسية التي أنشأت من أجلها والمتمثلة في مراقبة وعلاج التذبذب في أسعار صرف العملات للدول الأعضاء ومساعدة هذه الدول على معالجة الاختلافات في موازين مدفوعاتها وتنمية اقتصاديات الدول النامية، الأمر الذي أدى إلى التدخل غير المبرر في السياسات الاقتصادية والاجتماعية للدول الأخرى .
- الممارسات غير المنضبطة في الأسواق المالية الدولية ، تمثلت هذه الممارسات بالتوسع المفرط للمصارف الأمريكية المختصة في مجال العقار في منح القروض السكنية عالية المخاطر Subprimes لأعداد متزايدة من ذوي الجدارة الائتمانية الضعيفة دون الاشتراط بأن يكون للمقترض سجل مالي قوي دون ضمانات بقصد الحصول على الأرباح والمضاربات في الأسواق المالية.²
- ارتفاع سعر الفائدة أدى إلى التغيير في طبيعة سوق الولايات المتحدة الأمريكية ، فانخفضت أسعار المنازل، مما أدى إلى اللجوء إلى بيع العقارات المرهونة ، أو رهنها مقابل قرض جديد بفائدة جديدة وبالتالي أصبح العقار الواحد مرهونا بحقوق متعددة.
- زيادة استيلاء المقرضين على العقارات ، بسبب تزايد حالات العاجزين عن السداد، وكثرة المواجهات بين المقرضين والبنوك مما أدى إلى زيادة عدد المنازل المعروضة للبيع بالولايات المتحدة الأمريكية إلى 75% عام 2007 ، حيث بلغ عددها 2.2 مليون وهو ما يمثل نحو 1% من عدد سكان الولايات المتحدة الأمريكية . هذا أدى إلى قلة السيولة المالية ، وبالتالي ضعت قدرة البنوك على تمويل الشركات

¹ محمد ندا ندا لبد، الاستثمار العقاري ودوره في حدوث الأزمة المالية العالمية (دراسة فقهية اقتصادية مقارنة)، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية 2013، ص.ص. 165، 166.

² علي فلاح المناصير ، وصفي عبد الكريم الكسابية، "الأزمة المالية العالمية حقيقتها... أسبابها... تداعياتها.. وسبل العلاج" جامعة الزرقاء الخاصة ، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية ، الأردن، 2009، ص.ص. 13.

الموقع الإلكتروني :

والأفراد المتعثرين، الأمر الذي أدى إلى انخفاض الإنفاق الاستثماري والاستهلاكي، وهدد بحوث كساد كل هذا أدى إلى انتقال أزمة الرهن العقاري من الولايات المتحدة إلى قارة آسيا وأوروبا، ثم تطورت لتشمل معظم دول العالم.¹

- معظم قروض البنوك أصبح مشكوكا في تحصيلها؛
- انخفضت ملاءة البنوك نظرا إلى اضطرارها لتكوين مؤونات كبيرة لمواجهة هذه العجوزات في التسديد وازداد شح السيولة؛
- الأزمة أضحت أزمة ثقة أكثر من كونها أزمة سيولة مما أدى إلى انتشار الهلع؛
- لجوء المودعين لسحب ودائعهم لتوظيفها في عملات أخرى أو في سلع قابلة لكنز القيمة، إضافة إلى ذلك تآكل معظم رؤوس أموال البنوك في مواجهة الديون المشكوك في تحصيلها نظرا إلى انهيار قيمة الضمانات المقابلة لها.²
- إدراج شركات الرهن العقاري في البورصة هذا أدى إلى ارتباط هذه الشركات بشكل متسارع بأسواق المال، وأدى ذلك إلى انحرافها عن دورها في تأمين سيولة لمنح القروض العقارية لذوي الدخل المتوسط والمحدود من خلال تأمين هذه القروض أو عبر شرائها من المصارف وتشجيع الاقتراض من قبل العائلات مع إمكانية خصم الفائدة على الدين العقاري من ضريبة الدخل .

وعلى ذلك أضحت سندات المنازل المضمونة عقاريا والتي كانت تصدرها شركات الرهن العقاري لتمويل نشاطها من أكثر السندات تداولاً في البورصات العالمية لقناعة المستثمرين بضمان الحكومة الأمريكية لهذه السندات ولو بدون إعلان صريح.

- ضعف المؤسسات المانحة أو الضامنة للانتمان فمن أهم الأسباب التي قادت إلى مزيد من التعثر هي ضعف المؤسسات المانحة أو الضامنة للانتمان وشركات التأمين التي تعهدت بتغطية الديون وضمانها وعدم امتلاكها لأنظمة الرقابة والمتابعة السليمة للقروض خاصة، وأنها اتسعت لنطاق كبير من العملاء فاق القدرات الفعلية لهذه الشركات المانحة، وبالتالي لم تكن لديها القدرة للاكتشاف المبكر لبوادر الفشل المالي للعملاء، وإيجاد الحلول المناسبة له في الوقت المناسب وقبل تفاقم الأزمة.³
- تم ابتكار وتطوير أدوات مالية كثيرة (المشتقات المالية الحديثة) تتميز بربحية عالية، وبمظهر جذاب ساعد على انتشارها بسرعة كبيرة، واستحوادها على جزء كبير من بنية النظام المالي، إلا أن هذه الأدوات ساهمت بشكل كبير في الانهيار شبه الكامل لنظام الإقراض العقاري في الولايات المتحدة

¹ محمد سعيد محمد الرملاوي، مرجع سابق، ص.ص. 135، 136.

² مصطفى العبد الله الكفري، الأزمة المالية العالمية والتحديات الاقتصادية الراهنة في الدول العربية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت 2012، ص.ص. 80، 81.

³ نصر أبو الفتوح فريد، مرجع سابق، ص.ص. 92، 93.

الأمريكية وفي كثير من دول العالم، منها على سبيل المثال: أدوات ضمان الديون بأنواعها المختلفة
حزمة سندات الرهن العقاري.. الخ .

- الإفراط في عمليات توريق وبيع الديون حيث عملت المؤسسات المالية على جدولة الديون بطرق مباشرة أو غير مباشرة عن طريق عمليات التوريق، وذلك من خلال تحويل هذه الديون إلى أوراق مالية تستخدم مرة أخرى كأداة مصرفية تؤمن السيولة. وقد ساعدت الزيادة الكبيرة في حجم القروض والديون على ارتفاع حجم عمليات التوريق وكانت هذه الزيادة نتيجة لمجموعة من العوامل لعل من أهمها: تطور الأسواق المالية وبخاصة أسواق السندات منذ سبعينات القرن الماضي، أزمة المديونية الخارجية لمعظم الدول النامية في ثمانينيات القرن الماضي وتعثرها عن سداد ديونها في مواعيدها المحددة وبالتالي تقادم حجم هذه الديون بسبب الفوائد المركبة وغرامات التأخير، سهولة تحرك الأموال بين البنوك والأسواق المالية على مستوى العالم، تحرير أسعار الصرف، الإفراط في حجم الإصدار النقدي وارتفاع مستويات التضخم، ارتفاع أسعار الفائدة بصورة كبيرة وما ترتب عليه من ارتفاع خدمة القروض.¹

¹نبال قصبه، أسباب حدوث الأزمة المالية العالمية والحلول المقترحة، مؤتمر حول: "الأزمة الاقتصادية المعاصرة أسبابها وتداعياتها، وعلاجها"، جامعة جرش (الأردن)، 14-16 ديسمبر 2010، ص.ص. 8، 9.

المبحث الثالث: تداعيات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد العالمي والسبل المطروحة لمواجهتها.

تعتبر الأزمة المالية التي عصفت بالاقتصاد العالمي 2008 من أعنف الأزمات إذ أثرت على الاقتصاد العالمي وعلى الاقتصاد العربي، وخلفت خسائر مالية يصعب حصرها، مما أدى بهم إلى اتخاذ الإجراءات والتدابير اللازمة .

المطلب الأول: آثار أزمة الرهن العقاري على الاقتصاد الأمريكي .

من بين آثار الأزمة المالية العالمية 2008 على الاقتصاد الأمريكي في :

- انهيار شركتي (فاني ما وفريدي مارك) أكبر شركتين للتمويل العقاري في أمريكا ،وقيام الفيديريالي الأمريكي بتحمل ديونهما البالغة 5.4 تريليون دولار.
- انهيار بنك (ليمان برادر) أكبر بنك استثماري والملاعب الأكبر في مجال التمويل العقاري ،والناجي من مذبحة الكساد الكبير عام 1929.
- انهيار بنك (اندي ماك)،والذي تبلغ أصوله 32 مليار دولار وودائعه 19 مليار ، وإغلاق ثلاثة بنوك إغلاقاً تاماً وهم :بنك (دواني سيفنجر اندلون) في نيويورك ،وبنك (دف تراست)،وبنك (لوجان فيل).
- انخفاض معدل النمو في الولايات المتحدة من 1% إلى صفر.
- تعرضت كبرى شركات السيارات في أمريكا وهي جنرال موتورز ، وفورد ،وكرايسلر ،إلى أزمة حادة وتوقف حجم مبيعاتها داخليا وخارجيا إلى حد لم تشهده من قبل .
- انهيار بورصة وول ستريت بنيويورك،وخسارة أكثر من 50% من قيمة تعاملاتها .
- إفلاس شركة (سيتي جروب) للاستثمار العقاري وإعلانها عن تسريح حوالي 20% من عمالها.
- قررت جميع البنوك الأوروبية تجميد صناديقها العاملة في المجال العقاري بالولايات المتحدة ،حيث جمد بنك (بي آن باريبا) أكبر بنك فرنسي مدرج بالبورصات الأمريكية على سبيل المثال ما قيمته 2.3 مليار دولار ،وقال مسئولوه في حينها بأنه من الاستحالة تقييم هذه المحافظ ،حيث إن السوق العقاري في أمريكا قد اختفى .
- بلغ حجم الدين الحكومي الخارجي والداخلي للولايات المتحدة الأمريكية 11 تريليون دولار،وتأتي الصين في مقدمة الدول الدائنة للولايات المتحدة حيث قدمت ما يقرب من 450 مليار دولار ،وتليها بريطانيا ،ثم اليابان ،ثم السعودية.¹

¹ محمد ندا ندا ليدة،مرجع سابق،ص.175،176.

• واجهت شركة التأمين الأميركية (أميركان إنترناشونال غروب) (إيه إي جي)، والتي تعتبر من أكبر شركات التأمين في العالم، مخاطر جسيمة بعد الأزمة المالية التي ما زالت تعصف بالاقتصاد الأميركي إثر الإعلان عن إفلاس (ليمان برانرز) الاستثماري وفرض بيع بنك (ميريل لينش) المنافس، وذلك في أكبر صدمة للقطاع المالي منذ الكساد الكبير عام (1929)؛

• واستعان مجلس الاحتياطي الاتحادي (البنك المركزي الأميركي) ببنك (مورغان ستانلي) الاستثماري ليراجع الخيارات لشركة (إيه أي جي) للتأمين التي فقدت حوالي 90% من قيمتها منذ مطلع العام الجاري؛

وبحث المجلس إمكانية ترتيب قروض تتراوح بين 70 و 75 مليار دولار لدعم شركة (إيه أي جي) بالإضافة إلى خيارات مالية أخرى، وتحول إلى (غولدمان ساكس) و(جيبسي مورغان) المستشار المالي للشركة لبحث مجموعة من الخيارات مشيراً إلى أن التسهيل الائتماني الذي سيكون قرصاً مجمعاً من عدد من البنوك هو مجرد أحد الخيارات التي تم بحثها.

كما كشف الاحتياطي الاتحادي عن خطته لزيادة قروضه للبنوك والمؤسسات المالية، وتوسيع نطاق المؤسسات والشركات التي يمكنها الاستفادة من هذه التسهيلات.

وقال رئيس البنك الاتحادي (بن برنانكي) إنه يناقش مع مشاركين في السوق نقاط الضعف والهشاشة في السوق بعد انهيار مؤسسة مالية كبرى، والردود المناسبة من قبل القطاعين الرسمي والخاص على ذلك. وجاءت هذه المواقف في ظل مخاوف متزايدة من حصول انهيار مالي عالمي نتيجة الأزمة الاقتصادية الأميركية.

وذكر (مارك بادو) المحلل الإستراتيجي في (كانتور فيتزجيرالد آند كو) في مدينة (سان فرانسيسكو) أن القلق بالنسبة لبنك (أوف أميركا) يتمثل في الدين الذي يكتسبه، مضيفاً أن هناك خشية من أن يكون البنك قد قضم قطعة أكبر من قدرته.

ومع سقوط المزيد من الضحايا الجدد والأكبر للأزمة المتزايدة، قال مجلس الاحتياطي الاتحادي للمرة الأولى إنه سيقبل أسهماً مقابل قروض نقدية.

وكانت عشرة من أكبر بنوك العالم قد اتفقت على إنشاء صندوق طوارئ بحجم 70 مليار دولار، على أن يكون باستطاعة أي منهم الحصول على ما يصل ثلث هذا المبلغ.

وفي الأسواق المالية كان سهم بنك (أوف أميركا) الأكثر تراجعاً في وقت ما أثناء الأزمة رغم أن البنك سيتجاوز منافسه (سي تي غروب)، ليصبح أكبر بنك في البلاد من حيث الأصول من خلال الاستحواذ المقرر على (ميريل لينش).

وأغلق مؤشر (داو جونز) الصناعي وذلك أحد الأيام في خضم الأزمة منخفضاً بنسبة (4.4%)، في حين تراجع مؤشر (ستاندرد آند بورز) بنسبة 4.7%. وانخفضت أسهم (ليمان) بنسبة 95% إلى 18 سنتاً.¹

المطلب الثاني: آثار أزمة الرهن العقاري على الاقتصاد العالمي.

أكدت العديد من المؤسسات المالية والدولية وفي مقدمتها صندوق النقد الدولي والبنك الدولي أن أزمة الاقتصاد الأمريكي لن تتجو منها أي دولة من دول العالم، وأنها ستطول الاقتصاد العالمي خلال الفترة المنقضية من عام 2008 وبدايات عام 2009، بشكل يؤكد أن العالم سيدفع ثمن التعافي في هذه الأزمة مع الولايات المتحدة الأمريكية، وتمثلت تداعيات هذه الأزمة على الاقتصاد العالمي في الآتي:

- تضرر القطاع المصرفي العالمي تعد هذه الأزمة من أخطر الأزمات التي تعرض لها القطاع المصرفي فقد أدت إلى خسائر ضخمة و إفلاسات في العديد من البنوك من الإفراض، وتراجعت معدلات تقديم الائتمان في العديد من دول العالم، الأمر الذي دفع البنوك المركزية لضخ المزيد من الأموال في أسواق المال لتقليل حدة هذه الأزمة. فعلى سبيل المثال أعلن بنك يو بي أس السويسري في 1 أكتوبر أن خسائره تراوحت ما بين 600 و 800 مليون فرنك بسبب أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة، فضلاً عن خسارته لعدد كبير من موظفيه وقيامه بإلغاء نحو 1500 وظيفة.
- تراجع كبير في قيمة المحافظ والصناديق الاستثمارية، حيث انخفضت بشكل ملحوظ من 2.075 مليار دولار في 27 جويلية إلى 1.593 مليار دولار .
- تعرض سوق العمل الى هزة وتدهور الوضع المالي والإداري للشركات مما اضطرها للتخلي عن عدد كبير من موظفيها، فنجد على سبيل المثال أن شركة كانتري وايد فاينانشيال فقد أعدت خطة للاستغناء عن 12 ألف موظف من جراء انعكاسات الأزمة.
- انخفاض معدلات النمو الاقتصادي العالمي، حيث ألقت الأزمة الاقتصادية العالمية بظلال من الشك على أفاق النمو الاقتصادي في البلدان النامية في الأمد القصيرة، ومن المرجح أن ينكمش حجم التجارة العالمية للمرة الأولى منذ عام 1982 ويتوقع التقرير الآفاق الاقتصادية العالمية 2009 الصادرة عن البنك الدولي أن ينمو إجمالي الناتج المحلي العالمي بنسبة 2.5% في 2008 و 0.9% في عام 2009 .
- عدم الاستقرار والتذبذب في الأسواق المالية العالمية أدت الأزمة إلى نوع من عدم الاستقرار والتذبذب في الأسواق المالية العالمية، وإلى وجود حالة من الخوف الشديد في أوساط المستثمرين بشأن مستقبل الاقتصاد والاستثمار، ودفعت بالكثيرين منهم إلى عدم الرغبة في تحمل المخاطر، والبحث عن استثمارات آمنة في قطاعات أخرى.²

¹ جبر محمود فضيلات، **الرهن العقاري وأثره في أزمة الاقتصاد العالمية المعاصرة**، مؤتمر الأزمة الاقتصادية المعاصرة أسبابها وتداعياتها، وعلاجها، مرجع سابق، ص.ص. 11، 12.

² مصطفى يوسف كافي، **الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات (جذورها-أسبابها- تداعياتها- آفاقها)**، دار الرواد للنشر والتوزيع، عمان

2013، ص.ص. 119، 121.

- تباطؤ حاد في نمو الاقتصاد العالمي والذي أدى إلى تراجع أسعار السلع الأولية، منهيًا بذلك فترة من الانتعاش التاريخي امتدت لخمس سنوات.¹
- تعرض العديد من البنوك حول العالم وخاصة في آسيا وأوروبا لخسائر من جراء هذه الأزمة، الأمر الذي أدى إلى انتشار المخاوف بين البنوك من الإقراض، وتراجعت معدلات تقديم الائتمان في العديد من دول العالم، الأمر الذي دفع البنوك المركزية لضخ المزيد من الأموال في أسواق المال لتقليل حدة هذه الأزمة؛
- أدت هذه الأزمة إلى إيجاد نوع من عدم الاستقرار والتذبذب في الأسواق المالية العالمية، وإلى وجود حالة من الخوف الشديد في أوساط المستثمرين بشأن مستقبل الاقتصاد والاستثمار، دفعت بالكثيرين منهم إلى الرغبة في تحمل المخاطر، والبحث عن استثمارات آمنة في قطاعات أخرى، بل ودفعت البعض منهم للمطالبة بعلاوات عن المخاطر تفوق ما تقدمه الحكومات، علاوة على ما أحاط بعمليات الاندماج والاستحواذ من شكوك وغموض حيال الصفقات التي تتضمن مبالغ جديدة من أدوات الدين .
- نقص السيولة المتداولة لدى الأفراد والشركات والمؤسسات المالية، وقيام العديد من المؤسسات المالية بتجميد أو إيقاف منح القروض إلى الأفراد خوفاً من نقص السيولة وصعوبة استردادها، وهذا أدى إلى انكماش حاد في النشاط الاقتصادي وفي كافة نواحي الحياة مما أدى إلى توقف المقترضين عن سداد دينهم .
- أزمتي الثقة والسيولة التي خلفتها الأزمة لدى البنوك والمؤسسات الاستثمارية (خاصة في أمريكا وأوروبا واليابان) نتيجة الخسائر الفادحة التي حلت بها، مما أدى إلى تخوف هذه المؤسسات من بعضها خشية أن تكون متورطة في الأزمة بحيث لا تستطيع الوفاء بالتزاماتها مستقبلاً فانخفضت إلى حد كبير القروض البنينة **Intra-Banks loans** وزادت تكاليفها بشكل كبير مما أدى إلى تفاقم من مشكلة السيولة داخل النظام المالي والمصرفي كله.
- انخفاض مستوى التداولات في أسواق النقد والمال، بما أحدث ارتباكاً وخلافاً في مؤشرات الهبوط والصعود في الأسهم والأوراق المالية المختلفة، وهو ما يفسر تقلب مستوى التداولات التي ترتب عنها اضطراباً وخلافاً في مؤشرات البورصة بتراجع القيمة السوقية ثمانية مؤسسات مالية عالمية بحوالي 574 مليار دولار خلال العام.²
- هبوط الإنتاج الصناعي الأوروبي في ماي 2008 بمعدل 1.9 %، وهو الانخفاض الأكثر حدة في شهر واحد منذ أزمة سعر الصرف في عام 1992، وقد سجل الاقتصاد الأوروبي في الربع الثاني من عام 2008 انخفاضا قدره 0.2% على سبيل المثال ارتفعت البطالة في الاقتصاد البريطاني حسب إحصاءات

¹كمال بن موسى، عبد الرحمان بن ساعد، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على البنوك الإسلامية، الملتقى الدولي الأول حول: "الاقتصاد الإسلامي

الواقع... ورهانات المستقبل"، مرجع سابق، ص 13.

²علي فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم لكسابية، مرجع سابق، ص 17، 18.

"مكتب الإحصاءات القومية" إلى 904.900، بزيادة حوالي 32.500 حالة وذلك في أغسطس 2008، بينما شهد الاقتصاد الأيرلندي في الربع الأول من 2008 انكماشاً في إجمالي الناتج المحلي قدره 1.5% وهي السابقة الأولى لها منذ عام 1983 وكذلك انكماشاً قدره 0.5 % في الربع الثاني لتصبح بذلك أيرلندا أولى دول الاتحاد الأوروبي دخولا في الكساد الاقتصادي، أما إسبانيا فقد نجحت في تجنب الانكماش في النشاط الاقتصادي ولكنها بالرغم من ذلك قد عانت من ارتفاع شديد في معدلات البطالة حيث وصلت إلى 9.9%، فقد ازدادت حالات البطالة في الاقتصاد الإسباني بنحو 425 ألف حالة عن 2007، وكل تلك الظواهر الخاصة بالأزمة انتقلت بدورها إلى الدول الأخرى مثل بلجيكا والنمسا وألمانيا والسويد و الدانمارك وغيرهم من الدول الأوروبية.

- شهدت البورصات الآسيوية تراجعاً كبيراً جديداً متأثرة ببورصة نيويورك مع استمرار الأزمة المتعلقة بالقروض العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية، وبدأت الخسائر واضحة في بورصة طوكيو التي أفضت على تراجع كبير، وخسر مؤشر نيكاي 327.12 نقطة ليقل عند 16148.49 نقطة، وهو أدنى مستوى له منذ 29 نوفمبر 2006، كما أعلن المصرف المركزي الياباني أنه سيضخ 400 مليار ين بما يقدر بـ 2.5 مليار يورو في الأسواق المصرفية الداخلية، وانخفضت بورصة بورصة شنغاي 2.14 %، وفي سيول خسر مؤشر "كوسبي" 7.13% أي ما يعادل 130 نقطة، في أكبر تراجع في تاريخه، وفي بانكوك خسرت البورصة 4.09% في يوم واحد، كما تراجعت بورصات بورصات سنغافورة 3.46% وسيدني 3.34% وهونغ كونغ 2.50% ومانيلا 2.60% وكوالالمبور 1.94%¹. كما أدت الأزمة أيضاً إلى انهيار كبرى شركات التأمين اليابانية (ياموتو لايف) تحت وطأة ديون بلغت 2.7 مليار دولار جاء ليؤكد أن الأزمة المالية الحالية لم تعد أمريكية أو أوروبية بل أصبحت عالمية.²

¹ طيني مريم، واقع ومستقبل التجارة الخارجية للاتحاد الأوروبي في ظل الأزمات المالية (2002-2012)، مذكرة لنيل شهادة الماجستير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013-2014، ص.ص. 16، 17.

² إبراهيم خليل حيدر السعدي وآخرون، الأزمة المالية العالمية والأفاق المستقبلية، الجزء الثاني، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص. 322.

المطلب الثالث: أثار أزمة الرهن العقاري على الدول العربية .

انعكست الأزمة المالية الأمريكية على معظم اقتصاديات دول العالم وبما أن الدول العربية جزء من منظومة الاقتصاد العالمي فإنها سوف تتأثر سلبا بهذه الأزمة، بل في واقع الأمر قد تأثرت بالفعل، ومدى تأثر الدول العربية يعتمد على حجم العلاقات الاقتصادية المالية بين الدول العربية والعالم الخارجي، وفي هذا الإطار يمكن تقسيم الدول العربية إلى ثلاثة مجموعات من حيث مدى تأثرها بالأزمة وهي :

أولا: الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي :

انعكست تداعيات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي الست إذا انخفضت أسعار النفط بنسبة 50% من 150 دولار للبرميل في شهر جويلية إلى حوالي 77 دولار في بداية الأزمة وهو ما سيؤثر على صادراتها وينعكس سلبا على معدلات النمو الاقتصادي ، ومن المتوقع أن يستعيد ارتفاعه بنسبة 17.6% عام 2010 ليصل إلى نسبة 9.5% في عام 2011 بسبب تعافى الاقتصاد العالمي ، بالإضافة إلى ذلك شهدت المنطقة معدل تضخم مرتقعا الضغط التضخمي النسبي راجع بصفة عامة إلى التضخم المستورد وانخفاض قيمة الدولار الأمريكي مقابل العملات الرئيسية ، وبسبب السياسات الفعالة لحكومات المنطقة والتي تم اتخاذها على ضوء انخفاض الطلب العالمي على الطاقة وحدثت الأزمة المالية العالمية حيث وصل التضخم إلى نسبة 4.1% في عام 2010 .¹ ومن ناحية أخرى تشير بعض التقديرات إلى أن صناديق الثروات السيادية التي تستثمرها دول الخليج في الولايات المتحدة وأوروبا والتي قدرت أصولها بـ 1500 مليار دولار عرفت تراجعا في مدا خيلها بنسبة 30% وخسرت 450 مليار دولار وهي قيمة تساوي دخل دول الخليج من النفط لعام كامل ، كما ستتأثر الاستثمارات العربية بالخارج وتختلف درجة تأثرها بحسب الجهة التي يتم الاستثمار فيها.

ثانيا: أثار الأزمة على باقي الدول العربية :

وهي الدول العربية ذات درجة الانفتاح المتوسط وذات الانفتاح المنخفض ويمكن حصر أهم نقاط تأثر هذه الدول بالأزمة فيما يلي:²

- ارتفاع معدلات التضخم عن مستويات قياسية التي تناولت خصوصا أسعار العقارات والمساكن ، بسبب التضخم المستورد من الخارج وانعكس ذلك زيادة في أسعار المواد الغذائية ومواد البناء؛
- خسارة بعض هذه الدول التي لحقت بصناديقها السيادية المتواضعة نسبة لدول الخليج كليبيا والجزائر؛
- ضياع أموال هذه الدول المستثمرة في أمريكا وانعكاس ذلك على المواطن العادي في راتبه التقاعدي وفي مجالات الصحة والغذاء ، بحيث أن هذه الدول لا تمتلك مصدرا ثابتا يدر عليها أموالا كدول الخليج ؛
- توقع ضعف المعونات الخارجية من دول الغرب وصندوق النقد والبنك الدوليين ، التي تعتمد عليها عدد من هذه الدول ، كالمعونات المقدمة من الولايات المتحدة الأمريكية لكل م مصر والأردن وغيرهما .

¹ [http:// www.gulfbase.com/ar/gcc/aboutgcc?pageid=93,le15-05-2015,17:00.](http://www.gulfbase.com/ar/gcc/aboutgcc?pageid=93,le15-05-2015,17:00)

² طبني مريم، مرجع سابق ،ص.139.

إن تأثير الأزمة على أسواق العمل العربية كانت أكثر حدة مقارنة بالدول الأخرى، فهي من أهم التحديات التي واجهتها المنطقة العربية، نظرا لكون اقتصادياتها تعتمد على صادرات المواد الخام والبتروولية التي انخفضت أسعارها بمعدلات قياسية، وكذلك أنخفض الطلب العالمي عليها، كما تأثرت بعض البلدان العربية من تراجع الطلب على العقارات، وكذا عائدات السياحة، لهذا فقد كان من المتوقع أن تشهد الدول العربية تراجعا في مستويات التشغيل، بحيث وصل عدد العاطلين عن العمل إلى ما لا يقل عن 3.6 مليون خلال السنة 2010¹.

أما بالنسبة لاقتصاد الجزائر على وجه الخصوص فقد تمثلت آثار الأزمة أنها بقيت الآثار محدودة نسبيا بفعل وضعية مالية ونقدية داخلية وخارجية المريحة التي كانت ولا تزال تمر بها الجزائر من خلال مجموعة عوامل مثل توفرها على احتياطات صرف كبيرة قدرت بـ143.1 مليار دولار في بداية الأزمة، والتي تمكنها من تغطية ثلاث سنوات من الواردات، وحذر في توظيفها وابتعاد عن المخاطرة، وذلك بتوظيفها في شراء سندات الخزينة بنسبة 90%، وليس على شكل أسهم وسندات في الأسواق المالي². ولكن إذا دخل الاقتصاد العالمي في كساد سيؤدي حتما إلى تراجع الطلب العالمي على الطاقة والمحروقات بشكل حاد، خاصة وأن الاقتصاديات الآسيوية مرتبطة بشكل كامل مع الاقتصاد الأمريكي الذي دخل مرحلة ركود حسب تقديرات خبراء صندوق النقد الدولي³.

¹ فرطاس فتيحة، صدقاوي صورية، تداعيات الأزمة المالية العالمية على العمالة في الوطن العربي، الملتقى الدولي حول: استراتيجية الحكومة في القضاء على البطالة وتحقيق التنمية المستدامة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، يومي 16، 15 نوفمبر 2011، ص. 26.

² فانة زاكي، تداعيات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الجزائري، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 9 جوان 2011، ص. 184.

³ زايدي عبد السلام، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاديات المغربية (الجزائر - تونس - ليبيا - المغرب - مصر)، ص. 22.

المطلب الرابع: مواجهة أزمة الرهن العقاري.

لقد تعددت وتتنوع أساليب وخطط الحد من الأزمة المالية العالمية، وفي ما يلي سنتطرق إلى أهم الخطط التي اتبعتها دول العالم للحد من حدة الأزمة.

تدخلت أغلب الدول الصناعية الكبرى لوضع حد للمضاربة بالقروض والسندات، وكذلك تخصيص مئات المليارات من الدولارات لدعم البنوك المتعثرة على أساس حمايتها من الانهيار على غرار ما حل بالبنوك الاستثمارية الأمريكية وفي مقدمتها بنك ليمان براذرز. غير أن هذا الدعم لن يكون بدون مقابل، إذ ستقوم الحكومات بتملك حصص من البنوك التي يراد منه الحد من شراحتها للمضاربة وتحقيق الأرباح. هذه الأزمة التي أدت إلى تغيير بعض المواقف التي كانت تنتهجها بعض الدول التي تعرف بالاقتصاد الليبرالي الحر خلال السنوات العشرين الماضية، تمثلت هذه المواقف في عدم تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية.¹

أولا: الولايات المتحدة الأمريكية :

تعد خطة الإنقاذ المالي الأمريكية وتخصيص مبلغ 700 مليار دولار خطوة في سلسلة خطوات اتخذتها وزارة الخزانة الأمريكية لإنقاذ النظام المصرفي وسوق المال الأمريكي، وتحقيق قدر من الاستقرار في السوق الأمريكية أولى مراحل الخطة كان إنقاذ أميركان انترناشيونال جروب للتأمين عاجلة بقيمة تصل إلى نحو 85 مليار دولار وإعلان رقابة الحكومة الفيدرالية على مؤسستين للرهن العقاري وتقديم دعم مالي يبلغ مئة مليار دولار لكل منهما، وإعلان البنوك إنشاء صندوق لتمويل المؤسسات المالية التي تواجه مشكلات في السيولة برأسمال قيمته 70 مليار دولار. يقوم أساس الخطة على تصور لوزير الخزانة الأمريكي لشراء الأصول المتضررة المرتبطة بالرهن العقاري من الشركات المالية، مما يعطيها السيولة اللازمة لاستبدال الأصول السيئة التي وضعتها في خطر أو أورتتها عن الإقراض. ومن المؤمل أن تساعد هذه الخطة الشركات على استعادة أصول رؤوس أموالها والثقة التي تمكنها من الاقتراض بشروط معقولة.² وتمنح الخطة الأمريكية أيضا دفع تعويضات تشجع على مجازفات لا فائدة منها، أما عن تفاصيل خطة الإنقاذ الأمريكية:³

- السماح للحكومة الأمريكية بشراء أصول هالكة بقيمة 700 مليار دولار مرتبطة بالرهن العقاري؛
- يتم تطبيق الخطة على مراحل بإعطاء الخزينة إمكانية شراء أصول هالكة بقيمة تصل إلى 250 مليار دولار في مرحلة أولى مع احتمال رفع هذا المبلغ إلى 350 مليار دولار بطلب من الرئيس، ويملك

¹ عبد القادر بلطاس، **تداعيات الأزمات المالية العالمية أزمة sub-prime**، دارالأسطورة للنشر الجزائر، 2009، ص.71.

² مصطفى العبد الله الكفوي، مرجع سابق، ص.83، 84.

³ صباغ رقيقة، **الأزمة المالية العالمية وأثرها على الدول النامية دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري على اقتصاديات دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية**، مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2013-2014، ص.ص.117-119.

- أعضاء الكونغرس حق النقض على عمليات الشراء التي تتعدى هذا المبلغ مع تحديد سقفه بـ700مليار دولار ؛
- تساهم الدولة في رؤوس أموال وأرباح الشركات المستفيدة من هذه الخطة ، مما يسمح بتحقيق أرباح إذا تحسنت ظروف الأسواق؛
- يكلف وزير الخزانة بالتنسيق مع السلطات والمصارف المركزية لدول أخرى ،لوضع خطط مماثلة؛
- رفع سقف الحسابات للمودعين من 100000دولار إلى 2500000دولار لمدة عام واحد ؛
- منح إعفاءات ضريبية تبلغ قيمتها نحو مائة مليار دولار للطبقة الوسطى والشركات ؛
- تحديد التعويضات لرؤساء الشركات عند الاستغناء عنهم ؛
- استعادة العلاوات التي تم تقديمها على أرباح متوقعة لم تتحقق بعد؛
- يشرف مجلس المراقبة على تطبيق الخطة،ويضم هذا المجلس رئيس الاحتياطي الاتحادي ووزير الخزانة ورئيس الهيئة المنظمة للبورصة؛
- يحافظ مكتب المحافظة العامة التابع للكونغرس على الحضور في الخزانة لمراقبة عمليات شراء الأصول والتدقيق في الحسابات ؛
- تعيين مفتش عام مستقل لمراقبة قرارات وزير الخزانة ؛
- يدرس القضاء القرارات التي يأخذها وزير الخزانة.

ثانيا: جهود مجموعة الأورو: ¹

امتدت الأزمة إلى أوروبا بسبب عولمة الاقتصاد فانخفضت البورصات فيها بسبب الأزمة المالية ،لذلك قامت الدول الأوروبية مشتركة مع بعضها بالتحرك لمواجهة الأزمة ،حيث تم انعقاد قمة باريس في 2008/10/12 ضمت 15 دولة وهي اسبانيا ،وألمانيا وبلجيكا وفرنسا واليونان وجمهورية ايرلندا وايطاليا وكسمبورغ وهولندا ،النمسا البرتغال وسلوفينيا ومالطا وقبرص ،دعت من خلال القمة إلى أن تعمل كل دولة على ضمان الودائع وتضخ أموالا في البنوك المتضررة لتفادي أي إفلاس ،ومساهمة الدول في رأس مال البنوك.ولقد كان أمام دول الاتحاد الأوروبي منهجان في كيفية صياغة خطة موحدة يتمثل الأول في المنهج الأمريكي وهو الأكثر احتمالا ،ويعتمد هذا النهج على تأمين جزئي للمصارف أو المؤسسات المالية المتعثرة عبر ضخ أموال من الدول.

وحتى تعطي ألمانيا الثقة للدول الشريكة لها فإنها أبدت استعدادا لتخصيص خطة وطنية صرفة تتضمن ضخ ما يعادل 400مليار يورو من أجل دعم المؤسسات المالية .

¹ ضياء مجيد الموسوي ،الأزمة المالية العالمية الراهنة ،ديوان المطبوعات الجامعية ،بن عكنون ،الجزائر ،2010،ص.ص.97،98.

ومن جهة أخرى اشتملت حزمة الإنقاذ التي أقرتها الحكومة البريطانية على استثمار 25 مليار جنيه إسترليني مباشرة في حصص الأسهم، وتدخلت لإنقاذ بنك (أتشابي أو أس) عن طريق قيام بنك لويدز بشراؤه بمبلغ 12 مليار جنيه إسترليني، كما قام البنك البريطاني (Lloyds Tsb) باستحواذ على (HBOS) وهو أكبر البنوك العقارية المقرضة في بريطانيا، كذلك قامت بدعم مبادرة لإنعاش سوق العقارات من الركود بتكلفة تصل إلى مليار جنيه إسترليني. إلى جانب ذلك فقد أعلنت الحكومة الإسبانية عن خطة تتضمن مبلغ 100 مليار يورو كضمان للقروض بين البنوك. كما أعلن الرئيس الفرنسي نيكولا سركوزي أن الحكومة ستزود البنوك بمبلغ 360 مليار يورو لمساعدتها على تجنب الانهيار.

ومن خلال هذه الخطط الأوروبية التي تجاوزت الخطة الأمريكية البالغة 700 مليار دولار ستقوم الحكومات الأوروبية بتقديم مليارات الدولارات لإنقاذ بنوكها من الإفلاس عن طريق إعادة الرسملة أملا في تبديد عدم الثقة في أسواق المال.

وقد قدمت الدول الأوروبية مشروع للإنقاذ وهو كالتالي:

الجدول رقم 01: التدابير المعتمدة وخطط الإنقاذ الوطنية لاحتواء الأزمة المالية في الدول الأوروبية.

الدولة	مبلغ الخطة	التدابير المعتمدة
بريطانيا	640 مليار أورو	✓ صندوق إعادة رسملة البنوك إلى غاية 47 مليار أورو، ويمكن للدولة أن تملك إلى غاية 60% من رأسمال البنك الذي رفعت رأسماله؛ ✓ ضمان القروض ما بين البنوك بـ 321 مليار أورو؛ ✓ سيولة بمبلغ 256 مليار أورو؛
ألمانيا		✓ صندوق إعادة رسملة البنوك إلى غاية 80 مليار أورو؛ ✓ ضمان القروض ما بين البنوك بمبلغ 400 مليار أورو؛
فرنسا		✓ صندوق إعادة رسملة البنوك إلى غاية 40 مليار دولار؛ ✓ ضمان القروض ما بين البنوك إلى غاية 320 مليار أورو يطبق هذا الضمان على القروض المتعاقد عليها قبل 1 ديسمبر 2009 لمدة تصل إلى خمسة أعوام.
هولندا	200 مليار أورو	✓ صندوق إعادة رسملة البنوك إلى غاية 20 مليار أورو، ويستخدم المبلغ أيضا لضخ السيولة؛ ✓ ضمان القروض ما بين البنوك بـ 200 مليار أورو؛
إسبانيا	100 مليار أورو	✓ ضمان القروض ما بين البنوك بـ 100 مليار أورو. مع عدم وجود لرسملة بنكية.
إيطاليا	100 مليار أورو	✓ تلتزم الحكومة بإنفاق ما هو ضروري لمساعدة بنوكها

البرتغال	20 مليار أورو	✓ ضمان القروض ما بين البنوك ،ويستخدم المبلغ لضخ السيولة . وفي الحقيقة إن هذا الدعم المقدم من هذه الدول للبنوك ينطوي على شروط أهمها : - بعض المسيرين سوف يستبدلون ؛ - وضع سقف لمكافأتهم الشخصية ؛ - إلغاء المكافآت السنوية أو آخر الخدمة .
المجموع	1900 مليار أورو	

المصدر: عبد المجيد قدي، الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، بيروت، العدد 46 ربيع 2009، ص 16.

ثالثا: الجهود العربية .

لقد ساهمت الدول العربية بشكل عام في إيجاد حلول للأزمة المالية العالمية، إلا أن دول الخليج كان لها مساهمة أكبر لأنها تضررت أكثر من الدول العربية الأخرى.

1- البحرين:

أعلن بنك الاستثمار البحريني (انفستكورب) إطلاق صندوق بقيمة مليار دولار بالتعاون مع صندوق سيادي خليجي للاستثمار في الديون العقارية بالولايات المتحدة .وذكر البيان أن الصندوق سيشتري قروضا كاملة وأوراقا مالية مدعومة بضمانات رهن عقاري في الولايات المتحدة .كما أشار إلى صندوق سيادي خليجي آخر لم يسمه قد ساهم بمبلغ 850 مليون دولار في تمويل هذا الصندوق ،بحجة أن هناك فرصا كبيرة لتحقيق عائدات مريحة من خلال أسواق الإقراض العقاري في الولايات المتحدة ،حيث سيقترض الصندوق لرفع موارده إلى 2-3 مليارات دولار .

كما يهدف الصندوق لشراء أصول أمريكية تبدو جذابة بسبب الأزمة المالية وارتفاع سعر الدولار ،لأنه توقع أن تزيل السلطات بالولايات المتحدة الأصول الخطرة من كشوف حسابات البنوك بتحويلها للحكومة ودفعي الضرائب وستترك الأصول الجيدة فقط .وقدرت خسائر الدول العربية جراء الأزمة مقداره 2.50 تريليون دولار وقدرت مجلة الايكونوميست خسارة الصناديق السيادية الخليجية بحدود (400) مليون دولار¹.

¹ سامر مظهر قنطججي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار إحياء للنشر الرقمي، طبعة 4، لا توجد بلد النشر

قامت دول الخليج بمواجهة الأزمة المالية باتخاذ إجراءات عدة تحد من التوترات في الأسواق المالية حيث قرر مصرف الإمارات المركزي بمنح قروض قصيرة الأجل بقيمة 153.61 مليار دولار بهدف تخفيف من حدة الأزمة، أما بالنسبة للجهود الفردية التي قامت بها الدول الخليجية فتتلخص فيما يلي:¹

- 2- الإمارات: قام بنك دبي الوطني بالتقليل من القروض الكبيرة وخطط السداد الطويلة الأجل التي تؤدي إلى فرض ضغوط على المقرض إلى أقصى حد ممكن، كما استحدث خطة تسمح للعملاء بإمكانية إعادة القرض دون أن يتحصلوا على أي رسوم خلال أسبوع.
- 3- الكويت: قامت دولة الكويت بضخ مليار دينار كويتي كبسولة في الأسواق، وذلك بهدف التخفيف من حدة التوتر في أسواقها، كما قام البنك المركزي بعرض أموال لليلة واحدة، ولأسبوع واحد ولشهر واحد قصد توفير السيولة للبنوك، خاصة بعد هبوط أسعار البورصة في الفترة الأخيرة.
- 4- قطر: بهدف تعزيز ثقة الأسواق المالية، قامت هيئة الاستثمار بشراء ما بين 10% و20% من رأس مال البنوك المدرجة في سوق الدوحة، حيث تهدف هذه الخطوة إلى ضخ سيولة لتعزيز قدرة البنوك القطرية على تمويل مشروعات التنمية في المرحلة القادمة، واتخذ هذا القرار في اجتماع حضره رئيس وزراء قطر وممثلوا البنوك المدرجة في السوق ونائب محافظ البنك المركزي.
- 5- المملكة العربية السعودية: أعلن المصرف المركزي أنه سيوفر أي سيولة تحتاجها البنوك حيث تشير تقارير رسمية أن بنوك المملكة تمتلك أوراقا مالية حكومية قيمتها نحو 200 مليار ريال (53.1 مليار دولار) ولديها خيار اقتراض 75% من قيمة الأوراق أي نحو 150 مليار ريال.

¹ ديار حمزة، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الأمن الغذائي في الوطن العربي -دراسة تحليلية وفق نموذج swot-، مذكرة لنيل شهادة الماجستير كلية العلوم الاقتصادية والتجارة وعلوم التسيير، غير منشورة، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012-2013، ص.48.

خلاصة الفصل

لقد تطرقنا في هذا الفصل إلى: الأزمات المالية بما فيها المفهوم والخصائص و، أنواع الأزمات المالية، ومن تم التطرق إلى أزمة الرهن العقاري حيث تناولنا نشأتها ومفهومها وأسبابها، وفي الأخير تعرضنا عن تداعيات الأزمة على الاقتصاد العالمي والعربي والسبل المطروحة من قبل دول العالم والدول العربية لعلاجها وتوصلنا في هذا الفصل إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- الأزمة المالية هي اضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية تمتد آثاره إلى القطاعات الأخرى.
- هناك العديد من أنواع الأزمات المالية منها أزمة سعر الصرف وأزمة الديون، الأوراق المالية، أزمة الفقاعات وهي تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصاديا بظاهرة (الفقاعة)، حيث تتكون الفقاعة عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة على نحو ارتفاع غير مبرر، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل كالأسهم .
- أزمة الرهن العقاري أو أزمة القروض العقارية عالية المخاطر هي أزمة مالية خطيرة ظهرت على السطح فجأة، فجرها في البداية تهافت البنوك على منح قروض عالية المخاطر وهي أزمة اقتصادية ولدت أزمة سيولة في أسواق المال العالمية، والنظام البنكي، فعدم تقييم المخاطر الحقيقية لسوق القروض العقارية من الدرجة الثانية **Subprime mortgage market** بالشكل المطلوب والاستهانة بانعكاساتها تسبب في إحداث انهيارات متوالية في أماكن مختلفة، والتي أثرت على الاقتصاد العالمي ككل .
- من بين أسباب أزمة الرهن العقاري قيام مؤسسات مالية وبنوك بإقراض أموال عقارية لأسر غير قادرة على التسديد ودون ضمانات كافية، التوسع في التعامل بالمشتقات المالية ساهمت في تشكيل فقاعة سندات الرهن العقاري وانتشار الأزمة المالية، ارتباط النظام الاقتصادي الرأسمالي بالفائدة الربوية.
- من بين آثار الأزمة تضرر القطاع المصرفي العالمي حيث تعد هذه الأزمة من أخطر الأزمات التي تعرض لها القطاع المصرفي، فقد أدت إلى خسائر ضخمة وأدت إلى إفلاس العديد من البنوك وتراجعت معدلات تقديم الائتمان في العديد من دول العالم.
- لقد ساهمت دول العالم بمجهودات كبيرة لإيجاد حلول للأزمة الرهن العقاري.

الفصل الثالث:

دور أدوات الهندسة المالية الإسلامية

في علاج أزمة الرهن العقاري

- دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا-

تمهيد:

تأخذ الصناعة المالية الإسلامية حيزا كبيرا من اهتمامات المستثمرين المسلمين والتقليديين على المستوى العالمي خاصة بعد آخر أزمات النظام الرأسمالي ،حيث أثبتت هذه الصناعة قدرة كبيرة على مواجهة الأزمات ،ويعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي أهم مركز مالي لنشاط هذه الصناعة ،فهو يقدم نمط جديدا للاستثمار المالي ،حيث يعد سوق الصكوك الماليزي من أهم مكونات السوق الإسلامي الماليزي للأوراق المالية ،التي من أهم منتجاتها الصكوك الإسلامية .

ولتوضيح الدور البارز الذي تلعبه أدوات التمويل الإسلامي في مواجهة الأزمة مع التركيز على الصكوك الإسلامية في ماليزيا كنموذج فعال تم تقسيم هذا الفصل إلى :

المبحث الأول: الصكوك الإسلامية ودورها في علاج الأزمة المالية العالمية.

المبحث الثاني: ماهية سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

المبحث الثالث : الصكوك الإسلامية في ماليزيا.

المبحث الأول: الصكوك الإسلامية ودورها في علاج الأزمة المالية العالمية .

سننظر في هذا المبحث إلى نقاط قوة البنوك الإسلامية والتي مكنتها من تجاوز مشاكل وعواقب الأزمة المالية العالمية بالإضافة إلى التطرق إلى الصمام الذي تملكه الصكوك الإسلامية كأداة من أدوات الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية العالمية .

المطلب الأول: أسباب الأزمة المالية العالمية من منظور إسلامي:

1- الربا (الإقراض بالفائدة):

إن السبب الرئيسي للأزمة هو الإقراض بالفائدة، حيث أدت الارتفاعات المتتالية لأسعار الفائدة من قبل البنك الفيدرالي الأمريكي إلى زيادة أعباء القروض العقارية، إذ كان الرهن العقاري السبب الرئيسي للأزمة لأن البنوك أهملت التحقق من الجدارة الائتمانية للمقترضين وأغرتهم بداية بفائدة بسيطة، ثم تزايدت وتوسعت في منح القروض مما خلق طلبا متزايدا على العقارات إلى أن تشبع السوق فانخفضت أسعار العقارات وعجز المقترضون عن السداد وكانت البنوك قد باعت هذه القروض إلى شركات التوريق التي أصدرت بها سندات وطرحتها للاكتتاب العام وبالتالي ترتب على الرهن العقاري كم هائل من الديون مرتبط ببعضها ببعض في توازن هش أدى إلى توقف المقترضين وحدث الأزمة.¹

ومن منظور إسلامي فإن هذا الأسلوب للرهن العقاري غير جائز شرعا، وفي ذلك قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 52/1/6 في دورته المنعقدة في مارس 1999 ما يلي:

" إن السكن من الحاجات الأساسية للإنسان، وينبغي أن يوفر بالطرق المشروعة وبمال حلال، وإن الطريقة التي تسلكها البنوك العقارية والإسكانية ونحوها من الإقراض بالفائدة قلت أو كثرت هي طريقة محرمة شرعا لما فيها من التعامل بالربا، وهناك طرق مشروعة يستغني بها عن الطرق المحرمة لتوفير المسكن بالتملك".

2- إعادة بيع أو رهن العقار:

يقوم معظم المشترين للعقار ببيع العقار المرهون أو رهنه مقابل قرض جديد بفائدة، وبالتالي يتحمل العقار الواحد بحقوق رهن متعددة، وما حدث في الأزمة المالية أنه عند توقف المقترض عن السداد لم تكف قيمة العقار المرهون عن سداد القرض وهذه المسألة باطلة شرعا لأمرين هما :

¹ رياض المومني، الأزمة المالية والاقتصادية العالمية: أسبابها وإمكانية تجنبها من منظور إسلامي، المؤتمر العلمي الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي"، مرجع سابق، ص.7.

أولهما أنها معاملة تتطوي على فرض جديد بفائدة ربوية والربا محرم شرعاً وثانيهما أن الفقه الإسلامي لو رهن الشخص شيء المرهون بدين آخر غير الأول بدون إذن المرتهن لا يصح، ولو بإذن يصح الرهن الثاني ويبطل الرهن الأول، لأن الرهن حق على عين لا يجتمع حقان على عين واحدة، وكذا إذا باع الراهن الشيء المرهون يصير الثمن رهناً لا يجوز التصرف فيه، فإذا أذن المرتهن للراهن بالبيع والتصرف في الثمن سقط حقه في الرهن، وبالتالي يكون القرض خالياً من الرهن.¹

لذلك فإن الالتزام بالأحكام الشرعية في الاقتصاد الإسلامي المتعلقة بالرهن يقضي على هذا السبب، من حيث عدم جواز انتفاع الدائن المرتهن بالرهن، ولو بإذن الراهن، وعدم جواز انتفاع المدين الراهن (صاحب الرهن) إلا في حالات معينة بالرهن من خلال أخذ عمولة أو فائدة من المرتهن مقابل انتفاعه بالعين المرهونة، لأن ذلك يؤدي إلى الربا في الجملة، والنظر إلى الرهن على أنه مجرد وثيقة ضمان توضع عند المرتهن، إلى أجل الوفاء فإذا عجز الراهن عن وفاء دين المرتهن، فإنه يبيع المرهون ويستوفي دينه.

3- التوريق:²

وهي قيام البنوك وشركات التمويل العقاري ببيع دين القروض المتجمعة لديها على العملاء الذين اشتروا العقارات لإحدى الشركات المتخصصة، والتي تسمى قانوناً "شركات التوريق"، وهذا البيع يكون بمقابل معجل أقل من قيمة الدين، ثم تقوم الشركة التوريق بإصدار سندات بقيمة هذه الديون بقيمة اسمية لكل سند، وتطرحها للاكتتاب العام (بيعها) للأفراد والمؤسسات بقيمة أكبر و أقل من القيمة الاسمية، أي بعلاوة أو (خصم إصدار). ويحصل حملة السندات على فوائد القروض، وتتولى شركة التوريق مع شركة التمويل عملية تحصيل الأقساط والفوائد من المقترضين الأصليين وتوزيعها على حملة السندات، وبذلك تحصل شركة التمويل على سيولة وتكسب شركة التوريق الفرق بين قيمة القروض وبين مادفعته لشرائها ويكسب حملة السندات الفوائد، كما يمكنهم تداول هذه السندات في سوق المال بالبيع لغيرهم بأسعار أكثر من شرائهم لها في حالة ارتفاع سعر فائدتها عن سعر الفائدة السائدة، وقد يبيعونها بخسارة عندما يقل سعر الفائدة أو يحتاجون لسيولة عاجلة، وباستمرار تداول السندات تنتقل الملكية إلى عديدين في داخل البلاد وخارجها.

وفي المقابل فإنه عندما يقترض مشترو العقارات من مؤسسات مالية أخرى برهن نفس العقارات تقوم هذه المؤسسات ببيع هذه القروض لشركة توريق التي تصدر بها السندات وتطرحها في الأسواق، وبالتالي

¹ الموقع الإلكتروني:

<http://www.researchgate.net/.../00b4952d913d0b75150000...le02-05-2015;à10:00>.

² الموقع الإلكتروني:

<http://www.fr.slideshare.net/fatehfateh/ss-33171460.le02-05-2015;à19:30>.

يصبح للعديد من الناس والمؤسسات حقوق على العقار وبتزايد قيمة الأوراق المالية المصدرة عن قيمة العقارات، وإذا حدث وتحولت هذه القروض إلى قروض رديئة لتعثر مالكي العقارات عن السداد أو ينخفض سعرها، وتزيد الضغوط على كل من المؤسسات المالية والشركات التوريق، وهكذا يمكن القول أن التوريق بما ينتج من تضخم لقيمة الديون وانتشار حملة السندات الدائنين وترتيب مديونيات متعددة على العقار هو حجر الزاوية في حدوث الأزمة.

وتوريق الديون هذا في حد ذاته غير جائز شرعا للاتي :

إن عملية التوريق تكون ببيع الدين لشركة التوريق بأقل من قيمته، وهذا يعني أن تدفع الشركة أقل وتأخذ أكثر، وهو عين الربا، والسندات تدر دخلا عبارة عن فوائد، وهي الربا.

4- المشتقات المالية:

ازدادت الأسواق المالية هشاشة بالتوسع في تجارة المشتقات التي لا تتعلق بالإتجار في أسعار و دخول أصول مالية حاضرة، لكنها تشتق من أصول مالية وهمية لا يمتلكها أيا من الطرفين وقت العقد و تنطوي على وعود بالشراء أو البيع في المستقبل، و قد بدأ التعامل فيها في الأسواق الحقيقية ثم انتقل إلى الأسواق المالية الأولية والثانوية، وقد زاد التعامل فيها إلى 600 تريليون دولار أي ما يعادل عشر أضعاف الإنتاج الإجمالي العالمي، فتسببت في زيادة عنف تقلبات الأسواق، والتي تتمثل في مجموعة من عقود المستقبل والخيار والمبادلة.

حرمت الشريعة الإسلامية نظام المشتقات المالية الذي يقوم على معاملات وهمية يسودها الغرر والجهالة، إذ تعد من أشكال المقامرات المنهي عنها شرعا. فقيمة المشتقات المالية التي كانت سببا في تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية بلغت أكثر من 600 تريليون دولار، في حين تقدر قيمة الإنتاج العالمي بـ 60 تريليون دولار، أي أن القيمة المالية هي 10 أضعاف القيمة العينية.

وقد أكد مجمع الفقه الإسلامي بقراره رقم 7-1-65 في دورته السابعة بشهر ماي من سنة 1992 عدم انطباق وصف العقد الشرعي على المشتقات المالية لإندام شرطي التسليم و التسلم الحقيقيين و هو مالا يوجد العقد أصلا.

5- طبيعة مبادئ النظام الرأسمالي:

من المعلوم أن النظام الرأسمالي يقوم على مبادئ عامة، كالحرية الاقتصادية المطلقة، وما يتفرغ عنها من قضايا تتعلق بالإنتاج والاستهلاك، التداول، الاستثمار، الملكية، المعاملات المالية المطلقة... الخ كل ذلك أسهم في نشوء الأزمة، فالحرية الاقتصادية المطلقة بذرة أساس هذه الأزمة فقد أعطى قانون الذي صدر عام 1999 الذي سمي قانون (جلاس-ستيجال)، الحرية المطلقة للمصارف، وهذا القانون شكل أرضية قانونية الخصبة التي هيأت لحدوث الأزمة، فمقتضى القانون سمح للشركات المصرفية بحرية

التعامل في نشاط التأمين والأوراق المالية، كما سمح لها القيام بأعمال المصارف التجارية والاستثمارية، والاستثمار في العقارات والنشاطات المتممة لذلك، فبعد صدور هذا القانون عكف الموظفون والمستثمرون الذين تنقصهم الخبرة في المؤسسات المالية الكبرى إلى ابتكار أدوات ومشتقات مالية متطورة باستخدام جداول الإكسل وبرامج التحليل المالي، بغية مضاعفة أرباح مؤسساتهم دون النظر إلى المخاطر والآثار الاقتصادية التي يمكن أن تنتج عن هذه الأدوات، ثم تولت آليات السوق المختلفة عملها في نشر هذه الأدوات وتعميمها لتفاقم من الأزمة وتعمولها، في حين يقوم النظام الاقتصادي الإسلامي على مبادئ سمحاء تؤمن بالعدالة والمساواة والمعاملات المنضبطة والحقوق الشرعية، جميعها يشكل صمام أمان لمنع حدوث أزمات بهذا المستوى شكلاً ومضموناً.¹

6- الفصل بين الاقتصاد والأخلاق في النظام الرأسمالي:

إن انعدام الأخلاق في النظام الرأسمالي أدى إلى البحث عن المال والريح، وجعل الحصول عليه بأية وسيلة غاية أو هدف، ولو كانت هذه الوسيلة مدمرة للاقتصاد. فتهافت الأفراد والمؤسسات على تحصيل الثروة بأي طريقة كانت وبغض النظر عن مشروعيتها وآثارها المستقبلية. لقد أدى الطمع والجشع في الحصول على الثروة إلى انتشار الفساد الأخلاقي بكافة مظاهره في الحياة الاقتصادية من استغلال وكذب وغش وتدليس واحتكار ومعاملات وهمية... الخ لذلك فإن الانهيار الذي حدث ليس أزمة مالية واقتصادية فحسب، بل هو أزمة ضمير وأخلاق وسقوط لأفكار وإيديولوجيات قامت على باطل. لقد أظهرت الأزمة أن أهم أسبابها السلوكيات غير السوية من جانب المتعاملين في المجال المالي مثل الطمع والجشع.. الخ، والممارسات غير الأخلاقية التي انتشرت في المؤسسات والأسواق المالية مثل الفساد والمعلومات المضللة والكذب والاحتيال.²

¹ إبراهيم رسول هاني، كريم سالم حسين، الأزمة المالية العالمية.. أسبابها وسبل معالجتها من منظور إسلامي، مؤتمر الدولي الرابع بعنوان "الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، كلية العلوم الإدارية جامعة الكويت، يومي 15-16 ديسمبر 2010، ص.ص. 11، 12.

² الموقع الإلكتروني:

المطلب الثاني: البنوك الإسلامية وتجنب آثار أزمة الرهن العقاري.

منذ بداية الأزمة المالية العالمية ظهرت العديد من الدراسات والتقارير التي تبين بأن السوق الإسلامية لم تتأثر سلباً بالأزمة المالية العالمية كما هو الحال في المصارف التقليدية وخصوصاً في الفترة الأولى للأزمة، ويعود السبب في ذلك طبقاً للدراسات والتقارير إلى أن المصارف الإسلامية لم تتعامل بالفائدة ولا تتاجر بالدين وهذا ما يعطيها ميزة عن المصارف التقليدية، لأنها تتاجر بما تملك فعلاً من أصول مادية وهذا ما يجعلها بمنأى عن تأثيرات الأزمات المالية العالمية، إلا أن المصارف الإسلامية ليست محمية بالكامل، فحينما تتحول الأزمة المالية إلى أزمة اقتصادية ينخفض النشاط الاقتصادي إنتاجاً وتشغيلاً واستثماراً مما يؤدي إلى تأثر المصارف الإسلامية من جراء تقلص النشاط الاقتصادي في جانبه السلبي (الإنتاجي)، وهذا ينعكس على نشاط المصارف الإسلامية، إلا أنه رغم أن هذه المصارف تخسر بعض الشيء من جراء تقلص نشاطها لكنها لا تفقد كل شيء، كما يقول مدير مصرف استثمار يونيكورن في البحرين بالإضافة إلى دراسة أجراها صندوق النقد الدولي (بأن المصارف الإسلامية أظهرت قدرة أكبر على تجاوز آثار الأزمة المالية العالمية) ففي تلك الدراسة (التي قام بها اقتصاديان من الصندوق) تمت مقارنة تأثيرات الأزمة على الربحية والإقراض ونمو الأصول المالية في المصارف الإسلامية والمصارف التقليدية، وتؤكد الدراسة بأن المصارف الإسلامية كانت أفضل من المصارف التقليدية في تحمل آثار الأزمة المالية العالمية، وإن تلك الأزمة لم تؤثر سلباً على ربحيتها في عام 2008 كما هو الحال في المصارف التقليدية، وبشكل خاص فإن محافظتها الاستثمارية الأصغر والرافعة المالية الأدنى والتمسك بمبادئ الشريعة الإسلامية (والذي يمنعها من التمويل أو الاستثمار في نوع الأدوات المالية التي أثرت سلباً على منافسيها من المصارف التقليدية) قد ساعدتها على تحجيم التأثير السلبي للأزمة على المصارف الإسلامية.¹

وقد أيدت دراسة أخرى لصندوق النقد الدولي أفضلية المصارف الإسلامية على مقاومة الآثار السلبية للأزمة المالية العالمية والذي عزته إلى الحجم الأكبر لإحتياطيات رأس المال والسيولة بالمقارنة مع المصارف التقليدية إضافة إلى دور تقاسم المخاطر في العقود المطابقة للشريعة والتي تعزز الحماية لدى المصارف الإسلامية لأنها قادرة على تمرير و تحويل الخسائر إلى المستثمرين.

ينبغي القول هنا أن منهج الاقتصاد الإسلامي كان واضحاً في الرقابة من الوقوع في هذه الأزمات المالية العالمية ويمكن استنتاج هذا المنهج من الأحكام الشرعية :

¹مدحت كاظم القريشي، المصارف الإسلامية في مواجهة تحديات الأزمة المالية العالمية، ص. 13.

الموقع الإلكتروني:

<http://www.iraqieconomists.net/.../M.Ouraishi-Islamic-Banking-Final-for-publication...le20-04-2015> ; 9 : 00.

بالرغم من الأضرار التي تكبدتها البنوك الإسلامية جراء الأزمة المالية العالمية، إلا أنها تبقى طفيفة إذا ما قورنت بتلك الخسائر التي لحقت بالبنوك التقليدية وبالمنظومة المصرفية الرأسمالية، مما جعل البنوك الإسلامية خارج دائرة الخطر، وهذا يرجع إلى السياسات الائتمانية التي تتبعها والتي تتسم بالمحافظة وتجنب الدخول في أدوات الدين أو أدوات الاستثمار التقليدية، ولا تتعامل إلا بشكل بسيط فقط بالأدوات المعقدة التي كانت السبب وراء أزمة الرهن العقاري، مثل المشتقات والبيع على المكشوف، وعلى هذا الأساس تتمثل المناعة الوقائية للبنوك الإسلامية ضد الأزمات الحديثة فيما يلي:¹

1- الاستناد إلى الشريعة الإسلامية: يتمثل الأساس العام الذي تقوم عليه البنوك الإسلامية في عدم الفصل

بين أمور الدين وأمور الدنيا، إذ يجب مراعاة ما شرعه الله سبحانه وتعالى في المعاملات، بإحلال ما أحله وتحريم ما حرمه، والأصل في الدين هو المعاملة واعتماد الشريعة الإسلامية أساساً لجميع التطبيقات واتخاذها مرجعاً لا يمكن الحياد عنها.

إن فلسفة عمل البنوك الإسلامية تعتمد مبدأ ملكية الإنسان مقيدة بما حدده المالك المطلق لهذا الكون ويفهم من هذا بدهاءة، أنه ليس للإنسان حق التصرف المطلق في هذا المال، بمقتضى أنه مستخلف فيه فالمال أصلاً يعود إلى ملك الله "له ملك السماوات والأرض" (سورة البروج، الآية رقم 09)، وهي نظرية الاستخلاف التي تقوم على أساس أن المال مال الله " آمنوا بالله ورسوله وأنفقوا مما جعلكم مستخلفين فيه، فالذين آمنوا منكم وأنفقوا لهم أجراً كبيراً" (سورة الحديد، الآية 7)، والإنسان مطالب بإنفاق المال في المواقع أو المواطن التي يرضاها الخالق عز وجل، وكذلك مطالب بأن ينميها بالوسائل التي شرعها له، وأن لا ينسى حق الله فيه (المال).

2- استبعاد الفوائد الربوية في المعاملات المالية: إن الركيزة الأولى التي يبنى عليها الاقتصاد الإسلامي

ومن ثم البنوك الإسلامية هي تحريم الربا، فهي شرط أساسي وضروري للحكم على أن البنك إسلامياً للوهلة الأولى قبل المضي في الشروط الأخرى، ولقد أجمع الفقهاء والعلماء على أن الفوائد المصرفية هي الربا بعينه، والربا محرم في القرآن والسنة "يا أيها الذين آمنوا اتقوا الله ورسوله، إن تبتم فلکم رؤوس أموالکم لا تظلمون ولا تظلمون" (سورة البقرة، الآية 278، 279).

إن هذا الأساس (استبعاد الفوائد الربوية في المعاملات) يقوم على التصور الإسلامي في اعتبار المال وسيلة وليست غاية، وأن هناك أهدافاً سامية للتملك، فالنقود ليست سلعة ولا يمكنها أن تلد النقود من ذاتها، ولا تحمل قيمة زمنية إلا من خلال ارتباطها بالتعامل في السلع.

¹ موسى رحمانى، بن إبراهيم الغالى، البنوك الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمتطلبات الواقعية في مواجهة الأزمة المالية الحديثة، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الثامن ديسمبر 2010، ص.ص. 223-226.

3- الالتزام الأخلاقي في الأنشطة الاستثمارية: تمتع البنوك الإسلامية عن التمويل والاستثمار في المشروعات المنافية لتعاليم ومبادئ ديننا الحنيف، فهي تجتنب كل تعامل فيه جهالة أو غرر وأكل أموال الناس بالباطل، مصدقا لقوله تعالى "يا أيها الناس كلوا مما في الأرض حلالا طيبا" (سورة البقرة الآية 67)، ويدخل في هذا النطاق العام تحري الحلال في كسب المال، وأي خروج عن هذا النطاق فهو خروج عن طاعة الله، فلا يعقل أن يمول البنك الإسلامي أو أن يستثمر في مشروع يجلب المفسدة للمجتمع أكثر من نفعه له - كإنتاج الخمر مثلا-، عكس البنوك التقليدية .

4- الأخذ بمبدأ المشاركة في الربح والخسارة: تعتمد البنوك الإسلامية على الاستثمار بالمشاركة ربحا وخسارة، بدلا من فائدة ثابتة، وتستند هذه الآلية إلى قاعدة الخراج بالضمان، وقاعدة الغنم وبالغرم، بقدر الاستعداد لتحمل الخسارة، وعلى أساسها تتوقف عملية توزيع النتائج المالية .

عناصر مناعية أخرى :

تتمثل في :

- توجه الودائع في البنوك الإسلامية عادة إلى إستثمارات حقيقية، ولهذا فلا يقدم المصرف على استخدامها في منح الائتمان، وعليه فهي لا تؤدي إلى زيادة المعروض النقدي وإحداث التضخم.
- احتفاظ البنوك الإسلامية بأموال سائلة في خزائنها أكثر من البنوك التقليدية لمواجهة سحبيات المودعين وذلك راجع لعدم قدرتها على تحويل أصولها إلى أموال سائلة بسرعة كما هو حاصل في البنوك التقليدية.
- إن المصادر المالية الخارجية للبنوك الإسلامية تقتصر في الحصول على الأموال من الودائع التي في الغالب استثمارية غير ملزمة بردها في حالة الخسارة وعدم مشروعية حصولها على قروض بفائدة تحت أي ظرف كان.
- التشريع الإسلامي أولى اهتماما كبيرا بالمعاملات التجارية وكيفية بناء اقتصاد عالمي بدءا من عوامل الإنتاج. وما يجب أن يتحلى به الإنسان لبناء اقتصاد متين لا يقتصر فقط على الورع والتقوى، لكن الأخذ بالأسباب العملية واستغلال الطبيعة وما يوجد على الأرض وباطنها وكيفية كتابة العقود التجارية والحث على المتاجرة بما ينفع الناس سواء على مستوى الحاجات أو الرخاء الاجتماعي.¹

¹الهوري بن لحسن، طبيعة الأزمة المالية الراهنة وإشكالية الفكر التنموي البديل: رؤية إسلامية، المؤتمر العلمي الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي"، مرجع سابق، ص.15.

المطلب الثالث: دور الصكوك الإسلامية في علاج أزمة الرهن العقاري

يتمثل دور الصكوك الإسلامية في علاج الأزمة المالية من خلال ما يلي:

1- دور التصكيك في توفير السيولة لتمويل المؤسسات المتضررة من الأزمة:

أفرزت الأزمة المالية العالمية أزمة سيولة خانقة تضررت جراءها العديد من الشركات الغربية، وهنا توجهت الأنظار إلى أساليب التمويل الإسلامي التي باتت تحظى بقبول واسع من قبل الغربيين خصوصا ما يعرف بالصكوك الإسلامية التي تعد واحدة من أهم الأدوات التي باتت تعطي دعما قويا للصناعة المصرفية الإسلامية، في وقت قيدت فيه الأزمة العالمية وسائل التمويل التقليدية لتلك الشركات. هذا وترى وكالة ستاندرد أند بورز أن الدول الغربية تحاول الاستفادة من الطلب على المنتجات المالية الإسلامية في منطقة الخليج لإطلاق صكوك إسلامية بغية الحصول على السيولة لتمويل المؤسسات العالمية التي تضررت من أزمة الرهن العقاري، حيث أصدرت شركة التجزئة البريطانية "تيسكو" أول صكوك لها عام 2007 لصالح وحدتها الماليزية وباعت أيضا أوراقا مالية تقليدية، الأمر الذي سيساهم في حدوث توسع في التعامل بالصكوك الإسلامية عالميا مستقبلا.¹

2- دور الصكوك الإسلامية في تمتين أخلاقيات الرقابة:

يسود اعتقاد راسخ لدى كافة المحللين للأزمة المالية العالمية أن أحد أبرز أسباب الانهيارات المروعة و الإفلاسات المتتالية للعديد من البنوك والشركات العالمية العملاقة، هو ضعف الضوابط التشريعية التي تحكم عمل هذه المؤسسات، حيث تشير التقارير إلى أن صناديق الاستثمار والتحوط وشركات السمسرة لم تكن تخضع لرقابة البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (البنك المركزي)، كما أنها لم تتقيد بمعايير بازل 1 أو حتى بازل 2، وبعد انكشاف المستور وهذه التجاوزات الصارخة، بدأ ينادي الكثير من المختصين بضرورة الاستفادة من ضوابط الصكوك الإسلامية المستلهمة من الصيرفة الإسلامية، بحيث أصدرت الهيئة الفرنسية العليا للرقابة على سبيل المثال لا الحصر قرارا يقضى بمنع تداول الصفقات الوهمية والبيوع الرمزية التي هي شعار النظام الرأسمالي كما سمحت نفس الهيئة للمؤسسات والمتعاملين بالتعامل بالصكوك الإسلامية في السوق المنظمة الفرنسية.

3- قدرة الصكوك الإسلامية على إحداث التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي:

مما لا شك فيه أن النتيجة الطبيعية لآلية الفوائد المسبقة- الربا- المتواجدة في النظام الرأسمالي تؤدي إلى نمو الاقتصاد المالي في شكل متتالية هندسية بينما تجعل الاقتصاد الحقيقي ينمو على شكل متتالية حسابية، وهو ما تكون نتيجته تكرار حدوث الأزمات والتقلبات الاقتصادية الدورية سواء من خلال الانهيار أو الإفلاس. وإبان الأزمة المالية العالمية أكد المختصون على طغيان الاقتصاد المالي مقارنة بالحقيقي

¹ عبد القادر زيتوني، مرجع سابق، ص 16.

حيث نشأ ما يعرف بالهرم المقلوب فقد أصبحت الكتلة النقدية المتداولة مضافا إليها حجم الديون المقدمة من قبل المصارف التجارية المضاعفة في علاقة غير تناسبية مع حجم الثروة الحقيقية للدولة، وفي هذا المقام لابد من الإشارة أن المفكر والأكاديمي الفرنسي موريس من خلال آليه *Maurice Allais* قد حذر من تراكم الديون بوتيرة أكبر بكثير من زيادة الثروة، أما بالنسبة للتمويل الإسلامي فيربط بصفة دائمة بين معدلات المشاركة والاقتصاد الحقيقي، ولذلك فإن نسبة الديون إلى الثروة الحقيقية تكون محدودة، ولا يمكن أن تصبح أضعاف الثروة، وبذلك فإن صيغ المشاركات المتنوعة تضمن النمو المستدام لهرم التوازن الاقتصادي بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي والنقدي وإحدى أدوات التمويل الإسلامي الصكوك الاستثمارية التي تتمتع بقدرة تحقيق التوازن المنشود، نظرا لأن إصدارها يشترط وجود أصول قبل التصكيك، وابتعادها عن الربا واعتمادها على الربح، مما أكسبها إمكانات تجسيد المعادلة المفقودة بكل المقاييس في أدوات التمويل الربوية.¹

4- تمويل عجز الموازنة:

لقد بات عجز الموازنة واحدا من أهم المشاكل الاقتصادية التي أثقلت كاهل الحكومات، حيث تواجه العديد من الدول صعوبات كبيرة في الحصول على موارد لتمويل عجزها خصوصا في ظل الأزمة الحالية التي أفرزت شحا كبيرا في موارد التمويل، وهنا توجهت الأنظار إلى الصكوك الإسلامية كإحدى الفرص الهامة التي يمكن أن تستفيد منها تلك الحكومات لتوفير ما تحتاجه من موارد بغرض تمويل العجز، وعلى سبيل المثال تعترم الحكومة الأردنية إصدار صكوك إسلامية بقيمة 1.5 مليار دولار لتمويل العجز الموازني المقدّر بـ 1.7 مليار دولار، حيث أنه ببيع هذه الصكوك سيتيح للحكومة الأردنية الحصول على أموال من المؤسسات المالية الإسلامية وكذا جلب المزيد من المستثمرين من الشرق الأوسط والعالم الإسلامي للإستثمار في مشروعات الدولة بوسائل تتوافق مع الشريعة .

5- دور التصكيك في إعادة التوازن بين الاقتصادي الحقيقي والاقتصاد المالي:

لقد شهدت الدول الغربية تطورات هائلة في عملية التصكيك كانت في معظمها في مجال تصكيك الديون، وقد رافق ذلك موجة حادة من المضاربات أدت إلى إتساع الفجوة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي باعتبار أن عقود الربا تفصل الربح عن النشاط الاقتصادي الحقيقي، وعلى عكس التجربة الغربية فإن التصكيك الإسلامي يشترط وجود الأصول قبل تصكيكها الأمر الذي يحفظ لهذه

¹ شوقي جباري، أحمد طرطار، فعالية الصكوك الإسلامية في معالجة الأزمة المالية العالمية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، لا يوجد بلد النشر، مارس 2015. الموقع الإلكتروني: <http://www.giem.info/article/details/ID/403#.VS5RcPA2W6Q> 17-04-2015 ;à7: 53.

الأصول قيمتها، وبالتالي فهو يربط الاقتصاد الحقيقي بالإقتصاد المالي مما يخلق توازنا كبيرا بينهما ومن ثم فالتصكيك الإسلامي يشكل فرصة هامة لتصحيح المسار.¹

6- دور الصكوك الإسلامية في التحوط من المخاطرة:

تواجه البنوك والمؤسسات المالية مخاطر عديدة مثل مخاطر الائتمان، مخاطر السيولة، مخاطر السعر المرجعي، المخاطر القانونية، المخاطر الشرعية (اختلافات الفقهاء)، والمخاطر المتعلقة بالاقتصاد ككل. هذه المخاطر تمثل عراقيل حقيقية أمام المستثمرين والمقرضين، ونظرا لكون الهندسة المالية التقليدية تتميز بالاندفاع نحو المخاطر من أجل تحقيق الأرباح وإستغلال الآخرين، وما نتج عنها من إنتشار لقيم وعادات رذيلة وفساد أخلاقي، بات في ظلها المستثمرين والمقرضين في حالة مخاطرة شديدة ، والكل خائف على ممتلكاته وأصوله المالية، وما الأزمة المالية العالمية منا ببعيد، حيث تتميز الصكوك الإسلامية بالقدرة على التحوط من المخاطر باعتبار أنها أدوات تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية وتحقق الكفاءة الاقتصادية من خلال التقليل أو الحد من حجم المخاطر، فيصبح المقرضون والمستثمرون غير قلقين بشأن ممتلكاتهم، لأن الشريعة الإسلامية تدعو إلى عدم المخاطرة والقمار في المعاملات المالية بين البشر.²

¹ عبد القادر زيتوني، مرجع سابق، ص.ص. 16، 17.

² شوقي جباري، أحمد طرطار، مرجع سابق.

المبحث الثاني: ماهية سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

سنتعرف في هذا المبحث على سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا نشأته ومفهومه وخصائصه.

المطلب الأول: مفهوم ونشأة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

يعتبر سوق رأس المال الإسلامي جزءا هاما ومكملا في توسيع وتعميق السوق المالي الإسلامي في ماليزيا وستنطرق في هذا المطلب إلى مفهوم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ومن ثم نتحدث عن نشأته .

أولا: مفهوم سوق رأس المال الإسلامي:

لقد عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا أنها "السوق التي تتوفر فيها فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل، والمنتجات والخدمات المتوفرة فيها تلتزم التزاما تاما بأحكام الشريعة الإسلامية، إذ يجب أن تكون خالية من الأنشطة المحرمة شرعا مثل التعامل بالربا والمقامرة والغرر وما إلى ذلك".¹

إذن هو سوق مالي يتوفر فيه فرص لتمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، ولتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية . ويقوم السوق بدور بارز في تعبئة الموارد المالية وتوجيهها للمشروعات الاقتصادية وفقا لنظام المعاملات الإسلامية.²

ثانيا: نشأة السوق المالي الإسلامي في ماليزيا :

قبل أن نتكلم عن سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا نعطي نبذة عن سوق الأوراق المالية التقليدية فقد نشأ النظام المالي الماليزي المنظم بتأسيس البنك المركزي الماليزي **Bank Negara Malaysia** بتاريخ 24 جانفي 1959، وبدأت صناعة الأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية في الصناعات المطاطية، ويعود تاريخ سوق رأس المال الماليزي إلى عام 1930 أين أسست نقابة سماسرة بورصة سنغافورة، كنقابة منظمة للتعامل في الأوراق المالية³. وفي تاريخ 09 ماي 1960، تشكلت بورصة مشتركة بين سنغافورة وكوالالمبور، حيث يتم الربط بينهما بواسطة خطوط الهاتف، ولكن هذا الاندماج لم يدم ففي سنة 1964 انفصلت بورصة سنغافورة عن ماليزيا، وأنشأت هذه الأخيرة بورصة خاصة بها في سنة 1976 بكوالالمبور لتداول الأسهم، وتطورت سوق الأوراق المالية تطورا ملحوظا خاصة بعد سنة

¹ نصابة مسعودة، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال تجريبية ماليزيا نموذجا، مذكرة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012-2013، ص. 253.

² نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، 2007، ص. 99.

³ نصابة مسعودة، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال تجريبية ماليزيا نموذجا، مرجع سابق، ص. 237.

1993 بتأسيس هيئة الأوراق المالية وسوق المشتقات، كما اعتمدت السلطات الماليزية خطط رئيسية لتطوير البورصة الماليزية منذ فيفري 2001 ومن أهداف هذه الخطط: ¹

- جعل سوق الأوراق المالية الماليزية مركزا لتمويل وتطوير الشركات المحلية.
- إيجاد بيئة استثمارية مثلى للمستثمرين وخلق موقع تنافسي لمؤسسات السوق.
- تطوير خدمات الوساطة وتقوية أنظمة الرقابة.
- اعتبار ماليزيا مركزا دوليا لسوق الأوراق المالية الإسلامية، أما بالنسبة لسوق الأوراق المالي الإسلامي تعود نشأة إلى أوائل الستينات عندما تم إنشاء هيئة صندوق الحجاج في نوفمبر 1962، والتي تدير أموال الحجاج بشكل متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، أما البداية الحقيقية لتطور نظام العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا فكانت عام 1983 مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي " **Islamic Banking Act 1983**" والذي بدأ تطبيقه في 7 أبريل 1983 عبر مجموعة من الخدمات والمعاملات المصرفية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. تبع ذلك تأسيس شركة التأمين التكافلي الإسلامي الماليزي في عام 1984 بعد صدور قانون التأمين الإسلامي في العام نفسه .

أما التطور الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا فيعود إلى أوائل التسعينات من القرن الماضي عندما قامت شركة « **Shell MDS Sdn Bhd** » بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي في عام، 1990 تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه. وفي فيفري من عام 1994 أسست « **BIMB Securities Sdn Bhd** » (بنك اسلام ماليزيا برهاد)، وفقا لأحكام قانون صناعة الأوراق المالية لعام 1983 « **Securities Industry Act 1983** » وقد بدأت ممارسة عملياتها الرسمية في أوت للعام ذاته، ومن ثم بدأ تأسيس نوافذ السمسرة الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية .

مع بداية تأسيس سوق رأس المال الإسلامي، ظهرت تساؤلات كثيرة من قبل المتعاملين لاسيما المستثمرين المسلمين والشركات الخاصة عن مدى التزام السوق بأحكام الشريعة الإسلامية، مما دفع وزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية الماليزية الى تشكيل لجنة الأنشطة والمعاملات في هذا السوق بصورة معمقة، ومن الخطوات الجوهرية التي اتخذتها هذه الهيئة تشكيل قسم سوق رأس المال الإسلامي « **Islamic Capital Market Department -ICMD** » في عام 1994، بالإضافة للجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية « **Islamic Instrument Study -IISG** » في أواخر عام 1994، وبعد عام تحولت إلى

¹بوعبد الله علي، أهمية الصكوك المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامية، الموقع الالكتروني:

اللجنة الاستشارية الشرعية « Shariah Advisory Council -SAC »، وأصبحت مسؤوليتها أوسع وأشمل.¹

المطلب الثاني: أسس وأهمية سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

سنتطرق في هذا المطلب لأسس سوق الأوراق المالية الإسلامية وكذا أهميته.

أولاً: أسس سوق الأوراق المالي الإسلامي الماليزي .

يقوم سوق الأوراق المالية على عدة أسس أهمها:

1- الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية: وهي تعتبر ركيزة أساسية لقيام أي سوق للأوراق المالية الإسلامية.

2- المنافسة الحرة والعادلة: أي يجب أن تخلو هذه المنافسة مما يشوبها من شبهات تمس بالمبدأ الأول (الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية).²

3- حرية الأسعار: وتكون مبنية على آلية العرض والطلب، ومن المعلوم أن السوق التي تسودها المنافسة الكاملة فإن أسعارها تتحدد آلياً وفق آلية العرض والطلب .

4- الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي: ونعني بها عدم السماح للمضاربات بتجاوز دورها الاقتصادي في الترويج من حيث الوقت والمكان وتصبح غاية في حد ذاتها، وبالتالي تصبح العملية كلها لعبة حظ تضر بالاستثمار الحقيقي.

5- الإفصاح: لقد أعطى الإسلام أهمية كبيرة لدور المعلومات في السوق فحرم إعطاء معلومات صحيحة للمشتري وأمر بتوفير المعلومات الكاملة للمشتريين والبائعين عن جوانب المعاملة المختلفة التي هم بصدد القيام بها، ولا سيما إذا كانت تلك المعلومات في سعر السلعة .

ثانياً: أهمية سوق الأوراق المالي الإسلامي الماليزي .

تتعدد أهمية هذا السوق والتي نوجزها في النقاط التالية:

1- توفير الفرص الاستثمارية والأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية:

تتيح سوق الأوراق المالية الإسلامية فرصة الاستثمارات الممتازة للمستثمرين المسلمين في القطاعات التي لا تتعامل بالمحرمات، وتشرف على رقابة هذه الأنشطة لجنة شرعية تسهر على ضمان مطابقة أنشطة هذا السوق للأحكام الشرعية الإسلامية وهذا ما يعزز ثقة المستثمرين بالسوق، بالإضافة انه يتيح للجهات المصدرة إصدار الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية خاصة الأسهم والصكوك الإسلامية القابلة للتداول.

¹ نصبة مسعودة ، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال تجربة ماليزيا نموذجاً، مرجع سابق ،ص.ص.255،256.

² مفتاح صالح ،سلطان مونية ،الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية (دراسة حالة سوق ماليزيا)،مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية ،جامعة

محمد خيضر بسكرة ، العدد 13 جوان 2013، ص.ص.272.

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 ارس المال الإسلامي ولتحقيق هذا الهدف عملت على جذب المستثمرين الأجانب من خلال الترويج للأدوات المالية الإسلامية وذلك بمساعدة اللجنة الاستشارية.

3- تمويل الاقتصاد الماليزي وتطويره:

يساهم سوق رأس المال الإسلامي في التنمية الاقتصادية الماليزية لاسيما في المشاريع التنموية للقطاعات العام والخاص، وذلك من خلال تعبئة الأموال الفائضة لأصحاب الأموال، وتوجيهها إلى استثمارات نافعة ومتوافقة مع أحكام الشريعة، ومتماشية مع رغبة المستثمرين في توظيف أموالهم في المشاريع الاستثمارية الإسلامية التي تدر عليهم العوائد والأرباح المشروعة بعيدا عن الربا المحرم شرعا.¹ كما يساهم هذا السوق في جذب رؤوس الأموال الأجنبية لتوظيفها في المشاريع المحلية التي لا تتعامل بالمعاملات المحرمة شرعا، وهذه الحالة قد أدت إلى تطوير النظام المالي الإسلامي في ماليزيا حيث حقق الاقتصاد الماليزي معدلات مرتفعة في النمو الاقتصادي .

¹نصبة مسعودة، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال تجرية ماليزيا نموذجا، مرجع سابق، ص. 254.

المطلب الثالث: البنوك والمؤسسات المالية ومؤسسات البنية التحتية في ماليزيا .

تمتلك ماليزيا مؤسسات وتشريعات قوية وجدت من أجل ضمان نجاح الصناعة المالية الإسلامية ،وقد تجلّى ذلك في الاهتمام بالنواحي التشريعية والتنظيمية ،وتأسيس العديد من المؤسسات المالية والتعليمية والتدريبية والبحثية والمتخصصة في مجال التمويل .

1- البنك المركزي الماليزي :يمثل بنك ماليزيا المركزي بنك نيقارا المركزي BNM يمثل قمة الهيكل المالي والمصرفي في الدولة ،وتعد مهام البنك المركزي الماليزي حسب القانون الصادر عام 2009 فيمايلي:¹

- إصدار العملة وحفظ الاحتياطات التي تضمن قيمة العملة.
- القيام بدور صاحب البنك والمستشار المالي للحكومة .
- تعزيز الاستقرار المالي والهيكل المالي السليم.
- العمل كمستشار مالي، ووكيل بنكي ومالي للحكومة .
- تعزيز نظام مالي سليم، وتقديمي وشامل.
- التأثير على الوضع المالي الائتماني لصالح ماليزيا.

كما يقوم البنك المركزي بهذه المهام إضافة إلى المهام السابقة الذكر ومن العناصر الهامة في نمو الصناعة المالية الإسلامية في ماليزيا ويقوم بما يلي:²

- تعزيز المرافق الشرعية القانونية :حيث يعد وجود إطار شرعي ملائم وفعال مقترن بنظام قانوني سليم من أهم عنصر لنظام مالي إسلامي متكامل .
 - تعزيز المرافق المالية المؤسسية :من خلال تنوع المشاركين بما فيهم الأجانب وذلك بتعجيل عملية تحرير القطاع المصرفي الإسلامي .
 - تعزيز القطاع الشرعي والقانوني والتنظيمي والتشغيلي،بالإضافة إلى تنمية رأس المال الفكري.
- والجدول التالي يمثل عدد البنوك والمؤسسات في ماليزيا كما يلي:

¹ الموقع الرسمي لهيئة تنمية الصناعة الماليزية.الموقع الالكتروني:

<http://www.mida.gov.my/home/banking,-finance-&-exchange-administration/posts/?lg=ARB;le09-05-2015;9:00>

²حكيم براضية ،التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية،مذكرة ماجستير،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ،جامعة حسينية بن بوعلي ،الشلف(الجزائر)،2010-2011، ص. 155.

الجدول رقم 02: عدد البنوك والمؤسسات في ماليزيا ديسمبر 2013.

المؤسسات الماليزية	العدد الإجمالي
البنوك التجارية	8
البنوك الإسلامية	10
البنوك الإسلامية الدولية	0
البنوك الاستثمارية/الدولية	15
شركات التأمين	19
شركات التأمين الدولية (القائمون على التكافل)	9
القائمون الدوليون على التكافل	0
شركات إعادة التأمين	3
شركات إعادة التأمين الإسلامية (القائمون على إعادة التكافل)	1
المؤسسات المالية التنموية	6

المصدر: الموقع الرسمي لهيئة تنمية الصناعة الماليزية، الموقع الإلكتروني:

<http://www.mida.gov.my/home/banking,-finance-&-exchange-administration/posts/?lg=ARB;le09-05-2015.9:00>.

يمثل النظام البنكي الذي يضم البنوك التجارية والاستثمارية والإسلامية المحرك الرئيسي للموارد المالية و المصدر الرئيسي للتمويل من أجل دعم النشاطات الاقتصادية في ماليزيا .

أيضا تقوم المؤسسات المالية غير البنكية مثل شركات التأمين ، والقائمين على التكافل بدور مكمل للمؤسسات البنكية في تحريك المدخرات وتلبية الاحتياجات المالية للاقتصاد . وتتولى شركات التأمين والشركات إعادة التأمين أعمال التأمين على الحياة وأعمال التأمين العامة وبالمثل تتولى الشركات التأمين وشركات التكافل . والتي تعمل من خلال شبكة تتجاوز 900 مكتب و 12.000 وكيل مسجل ينتشرون في أنحاء البلاد. سبلا لإدارة المخاطر وحلول التخطيط المالي للأفراد والشركات .¹

2- رابطة المؤسسات المصرفية الإسلامية الماليزية "AIBIM" (Association Of Islamic

Banking Institutions Malaysia): تهدف إلى تشجيع إنشاء البنوك بنظام إسلامي وممارسته

في ماليزيا بالتعاون والتشاور مع البنك المركزي الماليزي والهيئات التنظيمية الرقابية بماليزيا .

¹ هيئة تنمية الصناعة الماليزية، الموقع الإلكتروني:

3- المعهد الماليزي للصيرفة والتمويل الإسلامي "IBFIM" Islamic Banking And Finance

Institute Malaysia: أسس في فيفري 2001 ويهدف إلى تعزيز تنمية رأس المال الفكري، وتعليم المستهلكين لتطوير صناعة مصرفية إسلامية ديناميكية ومتنافسة، بإيجاد مجموعة كبيرة من المصرفيين الجيدين.

4- مجلس الخدمات المالية الإسلامية: **Islamic Financial Service Board "IFSB"** وهو هيئة

دولية تم تأسيسه في عام 2002 ليضع معايير لتطوير صناعة الخدمات المالية الإسلامية، وذلك بإصدار معايير رقابية ومبادئ إرشادية لهذه الصناعة التي تضم قطاع البنوك، وسوق رأس المال والتأمين (التكافل) الإسلامي لضمان سلامة النظام المالي الإسلامي واستقراره. ومن بين أعضائه مؤسسات مثل البنك الآسيوي للتنمية وصندوق النقد الدولي وبنوك مثل بيت التمويل الكويتي ومصرف الشارقة الإسلامي.

5- الهيئة العالمية لإدارة السيولة الإسلامية: تم في نهاية 2010 إنشاء الهيئة العالمية لإدارة السيولة

الإسلامية، ومن أهدافها الأساسية إصدار الأدوات المالية التي تتفق مع الشريعة الإسلامية بغرض مساعدة البنوك الإسلامية على إدارة السيولة بكفاءة وفعالية، والتشجيع على المزيد من الاستثمارات المالية.

6- مركز تنمية صناعة الأوراق المالية "SIDC" ويهتم بالتعليم والتدريب في مجال الأسواق المالية وكذا

توفير الموارد تم إنشائه في 1994.

7- هيئة الأوراق المالية الماليزية "Securities Commission" SC: أنشأت هيئة الأوراق المالية

الماليزية بموجب قانون الأوراق المالية عام 1993، وتهدف إلى تعزيز وتطوير أسواق الأوراق المالية والعقود الآجلة بماليزيا وحماية المستثمرين، تعمل الهيئة على قيادة وتنمية سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.¹

¹ حكيم براضية، مرجع سابق، ص.156.

المبحث الثالث: الصكوك الإسلامية في ماليزيا .

تتنوع الصكوك الإسلامية المتواجدة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ،منها صكوك المضاربة المشاركة،الاستصناع ،البيع بثمن آجل ،المرابحة ،الإجارة .

المطلب الأول :الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

يوجد في سوق الإسلامية بماليزيا مجموعة من الصكوك الإسلامية وقبل التطرق إليها أولاً نقوم بتعرف الصكوك الإسلامية بماليزيا وتعرف بأنها :

"الصكوك التي يتم إصدارها وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية المسموح بها من اللجنة الاستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية الماليزية ، والصكوك التي تصدرها الشركات الخاصة تخضع لرقابة اللجنة الاستشارية ، أما الصكوك الإسلامية الحكومية فهي خاضعة لرقابة البنك المركزي الماليزي"¹.

وتصنف الصكوك الاستثمارية في ماليزيا حسب الجهة المصدرة إلى:

1- الصكوك الإسلامية الحكومية :

وهي الصكوك الحكومية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية التي أصدرتها الحكومة الماليزية بمثابة شهادات الاستثمار الحكومي « GIS » **Government Investement Sertificates** ، وتم إصدارها في أوائل عام 1983 ، وتعتبر هذه الشهادات أولى الشهادات دون فائدة صادرة عن الحكومة الماليزية ، في جوان 1983 . وتعرف بالإصدارات الاستثمارية الحكومية - **Government Investement Issues** « **GIH** » وهي شهادات استثمارية تم تطويرها والغرض من إصدار هذه الشهادات هو حصول الحكومة على الأموال اللازمة لتمويل إنفاقها على المشاريع التنموية وقيمة العائد على هذه الشهادات لا يحدد مقدماً .

2- الصكوك الإسلامية للشركات :

هي عبارة عن إحدى الأدوات المالية الاستثمارية متوسطة أو طويلة الأجل التي أصدرتها الشركات الخاصة ، وطرحت فكرة هذه الصكوك في ماليزيا عام 1990، وتعد هذه الصكوك أحد أشكال التعاملات البارزة في السوق ، و حالياً تصدر هذه الصكوك وفقاً لمبادئ البيع بثمن آجل، والمرابحة و الاستصناع الإجارة ، المضاربة والمشاركة .

وتنقسم هذه الصكوك من حيث عقودها إلى قسمين عقود مداينات وعقود المشاركات كما يلي:

¹ جعفر ساحسورياني صفر الدين ، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته، مذكرة ماجستير كلية الاقتصاد، جامعة اليرموك الأردن ، 2006-2007، ص.ص. 48، 49.

الجدول رقم 03: أنواع الصكوك الإسلامية في ماليزيا .

عقود المدائيات	عقود المشاركات
- صكوك البيع بثمن أجل.	- صكوك المضاربة.
- صكوك المرابحة.	- صكوك المشاركة.
- صكوك الاستصناع.	
- صكوك الإجارة.	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على :

- حكيم براضية، التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف (الجزائر)، 2010-2011، ص.159.

يحتوي سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا على مجموعة من الصكوك منها :

أولاً: تطور أنواع الصكوك الإسلامية في ماليزيا وتطورها من 2007-2013.

1- صكوك البيع بثمن أجل والمرابحة في التجربة الماليزية :

يعرف البيع بثمن أجل بأنه "العقد الذي يشير إلى بيع المبيع بثمن مؤجل ويزيد عن ثمنه نقداً وتسليمه حالاً ووقت معلوم لدفع القيمة والمتفق عليها مسبقاً بين المتعاقدين " والمرابحة "تمثل زيادة معلومة سواء أكانت منسوبة إلى رأس المال أو محددة بمبلغ معين، ويتم التسديد للشراء على دفعة واحدة أو تقسيط، والذي سيكون محدد في الاتفاق بين المتعاقدين"، وبما أن صكوك البيع بثمن أجل والمرابحة قائمة على عملية بيع العينة وبتاريخ 29 جانفي 1997، وافقت كل من اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية واللجنة الاستشارية الشرعية الوطنية للبنك المركزي على جواز ممارسة بيع العينة في الأدوات المالية الإسلامية

القابلة للتداول في ماليزيا خاصة على صكوك البيع بثمن الآجل والمرابحة.¹

والاختلاف الأساسي بين صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة هي من حيث أجال الاستثمار ومدة الاستحقاق لتلك الصكوك، إذ أن إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل يكون للاستثمارات طويلة الأجل وتكون مدة استحقاقها من خمسة سنوات فصاعداً، وأما إصدار صكوك المرابحة للاستثمارات فتكون متوسطة وقصيرة الأجل، وتكون مدة استحقاقها من ثلاثة أشهر إلى سنة تقريباً (قصيرة الأجل) ومن سنة إلى خمسة سنوات تقريباً (متوسطة الأجل).²

¹مفتاح صالح، سلطان مونية، مرجع سابق، ص.285.

²حكيم براضية، مرجع سابق، ص.160.

الفصل الثالث دور أدوات الهندسة المالية الإسلامية في علاج أزمة الرهن العقاري
-دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا-

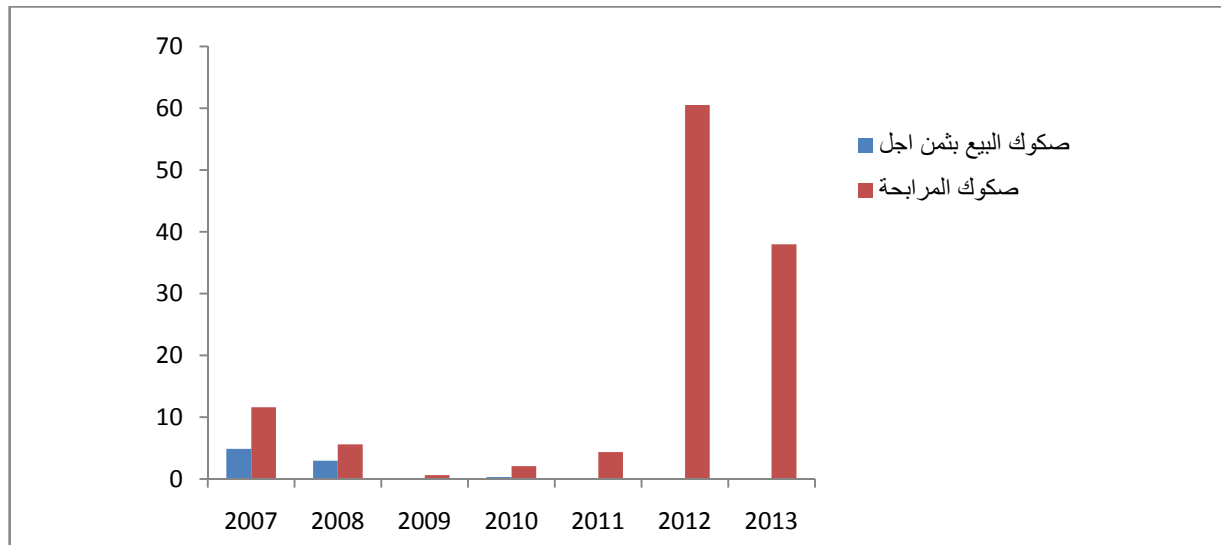
الجدول رقم 04: تطور صكوك البيع بئمن اجل/المربحة في ماليزيا من (2007-2013) نسبة مئوية .

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
صكوك البيع بئمن اجل %	4.86	2.975	-	0.3	-	-	-
صكوك المربحة %	11.62	5.62	0.6	2.05	4.33	60.5	38
النسبة من المجموع الصكوك المصدرة في سوق الأوراق المالية الإسلامية %	16.48	8.595	0.6	2.35	4.33	60.5	38

Source : Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market by the securities commission - 2007-2008-2009-2010-2011-2012-2013.

ويمكن ترجمة معطيات الجدول السابق إلى الرسم البياني التالي :

الشكل رقم 01:يمثل تطور صكوك البيع بئمن اجل /المربحة في ماليزيا خلال الفترة 2007-2013.



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول السابق.

تحليل المعطيات:

لقد سيطرت صكوك البيع بثمن آجل وصكوك المرابحة على سوق الصكوك الماليزية وذلك لسهولة إصدارهما وقدرتهما على خلق السيولة للمصدرين، إلى أن تم إصدار صكوك الاستصناع وذلك سنة 2003، ثم تعاود الارتفاع سنة 2004 م وذلك لاعتمادهما في مشاريع شبكة التنمية المستدامة الماليزية ليعاود هاذين الصكين انخفاضهما ابتداء من سنة (2005-2006) وهذا نتيجة لعزوف المصدرين عن إصدار هذه الصكوك.¹ فيما واصل إصدار صكوك المرابحة والبيع بثمن آجل انخفاضهما حتى سنة 2012، وذلك بسبب تأثير أزمة الرهن العقاري على سوق الصكوك الإسلامية، ومثلت سنة 2012 ارتفاع جديد لإصدار الصكوك لكلا النوعين .

2- صكوك الاستصناع في التجربة الماليزية

تعتبر صكوك الاستصناع إحدى منتجات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وتقوم على أساس التمويل بالبيع على حق الدين " Debt Financing " وتعرف صكوك الاستصناع حسب التجربة الماليزية بأنها "الوثائق أو الشهادات التي تمثل قيمة الأصول ويتم إصدارها على أساس بيع الاستصناع لإثبات المديونية من قبل الجهة المصدرة "المستصنع" للجهة الممولة، ولا يوجد تعريف دقيق لهذه الصكوك لأن التعليمات المتعلقة بعرض الصكوك الإسلامية الصادرة من الهيئة قد ركزت على تعريف الاستصناع فقط. وعرفته بأنه عقد شراء العين حيث يطلب المشتري لشراء العين التي ستسلم في المستقبل. كما يطلب المشتري من البائع أو المقاول لتسليمه بنائه الذي سينجز في المستقبل وفقا لمواصفات معينة تم الاتفاق بشأنها وبسعر وتاريخ تسليم محددين، وفي عقد الاستصناع لا يشترط الدفع المسبق عند العقد، بل يمكن تأخير الدفع أو الأقساط بحسب مراحل تصنيع المشروع الكامل، ولا يشترط في بيع الاستصناع أن يكون المستصنع هو الذي يقوم بنفسه فعلا بتنفيذ العمل المطلوب، إذ بإمكانه أن يعهد بذلك العمل أو بجزء منه إلى جهات أخرى تنفذه تحت إشرافه ومسؤوليته.²

وأول إصدار لصكوك الاستصناع في ماليزيا كان سنة 2003 من طرف شركة **SKS POWER Bhd Sdn** بقيمة 5.6 مليار رينجت ماليزي ومدة استحقاق هذه الصكوك من خمس إلى تسع سنوات.

¹نصبة مسعودة، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال تجربة ماليزيا نموذجا، مرجع سابق، ص.298.

²نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص.157 .

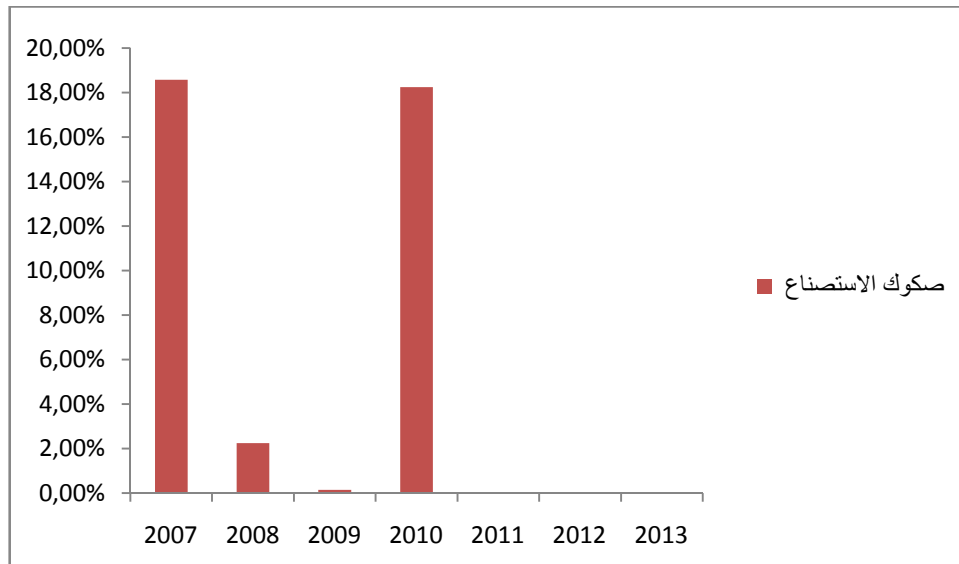
الجدول رقم 05: تطور صكوك الاستصناع في ماليزيا 2007-2013.

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
صكوك الاستصناع %	18.57	2.25	0.15	18.25	-	-	-

Source :Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market by the securities commission - 2007-2008-2009-2010-2011-2012-2013.

ويمكن ترجمة معطيات الجدول السابق إلى الشكل البياني التالي:

الشكل رقم 02: يمثل تطور صكوك الاستصناع في ماليزيا خلال الفترة 2007-2013.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول السابق.

تحليل المعطيات :

شهد عام 2007 ارتفاع مستمر في صكوك الاستصناع بلغ 18.57% وهذا بسبب حداثة إصدار هذا النوع من الصكوك، لكن سرعان ما انخفضت نسبة إصدار عامي 2008-2009 بسبب إصدار أنواع جديدة من الصكوك إضافة إلى تأثير الأزمة المالية العالمية على سوق إصدار الصكوك، ثم عاودت في الارتفاع سنة 2010، إلا أن إصدارها انعدم في السنوات الأخيرة وابتداء من 2011 وهذا لتحول المستثمرين لحيازة أنواع أخرى من الصكوك الإسلامية.

3- صكوك الإجارة في التجربة الماليزية :

تشير صكوك الإجارة في التجربة الماليزية إلى صكوك ملكية الموجودات المؤجرة، وهي "وثائق متساوية يصدرها مالك عين مؤجرة، أو عين موعود باستئجارها"، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، وتتيح لحاملها فرصة للحصول على دخل الإيجار وعائد رأس المال في العين المؤجرة، بالإضافة إلى تحمل

مخاطر الخسارة والضرر على العين المؤجرة، وإصدار هذه الصكوك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك، وقد قررت اللجنة الاستشارية الشرعية بأن صكوك الإجارة هي الصكوك الإسلامية المبينة على عقد الإجارة التي تعتبر موجودات أصلية في إصدارها، وإصدار هذه الصكوك من خلال عملية تصكيك عقد الإجارة.¹

ففي 3 يوليو 2002، كانت الحكومة الماليزية قد أصدرت صكوك الإجارة الدولية الماليزية **Malysian Global Sukuk** المتداولة في البورصة لابوان المالية العالمية **Labuan International Financial Exchange LFX** بعملة أجنبية بقيمة 600 مليون دولار أمريكي لمدة استحقاق خمس سنوات أي إلى غاية 2007، وهي الصكوك الإسلامية الدولية الرائدة على المستوى العالمي، وقد لاقت هذه الصكوك القبول من المستثمرين المسلمين على المستوى العالمي لاسيما المستثمرين المسلمين من الشرق الأوسط، وأشرف على تنظيم وترتيب هذه الصكوك شركة **Dubai's Hong Kong and Shanghai Banking Corporation (HSBC)**، وأدجت في بورصة لابوان المالية العالمية.²

جدول رقم 06: تطور صكوك الإجارة في ماليزيا من 2007-2013.

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
صكوك الإجارة %	21.72	13.5	6.7	46.5	22.33	4.5	9

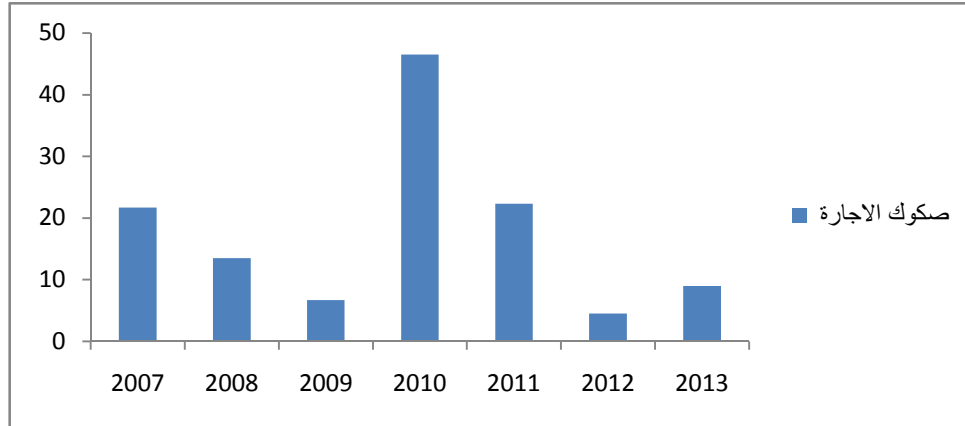
source: Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market by the securities : commission -2007-2008-2009-2010-2011-2012-2013.

وبالاعتماد على معطيات الجدول السابق تم رسم الشكل البياني التالي:

¹ نصبة مسعودة ، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال تجرية ماليزيا نموذجا ،مرجع سابق ، ص.ص.298،299.

² Securities Commission ,A nnuual Report2005 ,p24.

الشكل رقم 03: تطور صكوك الإجارة في ماليزيا خلال الفترة 2007-2013



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول السابق.

تحليل المعطيات :

لقد تميز إصدار صكوك الإجارة بالنمو سنة 2007 ثم تراجع نوعا ما سنتي 2008 و2009، ليعاود الإصدار في النمو ويبلغ أعلى مستوياته سنة 2010 حيث تزامنت هذه السنة مع مشاريع شبكة التنمية المستدامة في ماليزيا فازدادت المشاريع وازداد معها التأجير للمشاريع. ليعاود انخفاض إصدار صكوك الإجارة على مدى السنوات الثلاثة 2011، 2012، و2013 حيث بلغت نسبة إصدار الصكوك سنة 2013 نسبة 9%.

4- صكوك المشاركة في التجربة الماليزية:

تعرف صكوك المشاركة في سوق ماليزيا بأنها عقد استثمار وذلك في تعليمات عرض الأوراق المالية الإسلامية في جويلية 2004، حيث كان أول إصدار لصكوك المشاركة سنة 2005 من طرف Musyarkah One Capital Bhd بقيمة 2.05 مليار رينجت ماليزي .

الجدول رقم 07: صكوك المشاركة في ماليزيا من 2007-2013 .

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
صكوك المشاركة %	40.66	72.4	90.95	21.775	45.33	25	23

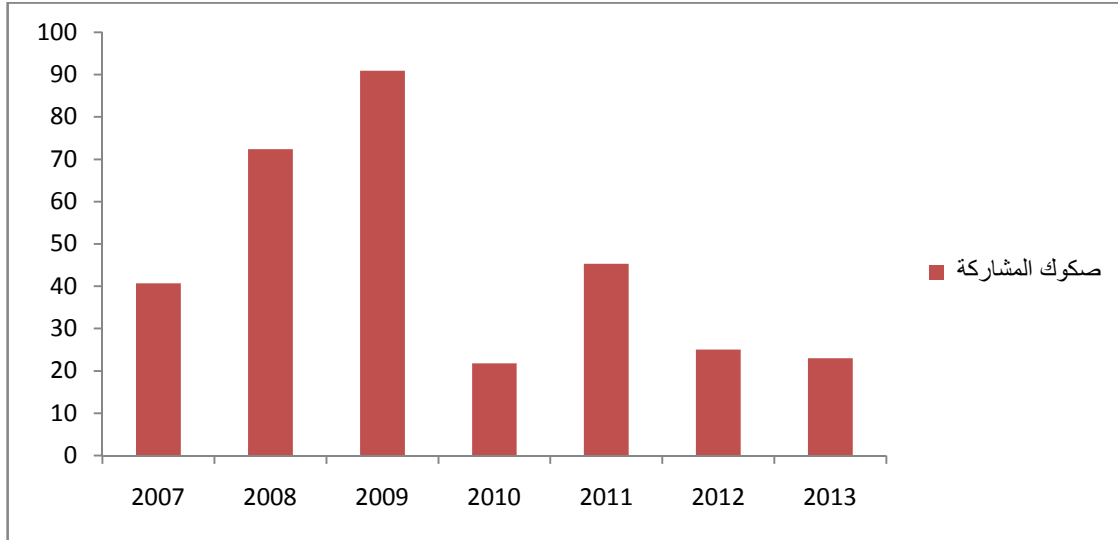
Source : Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market by the securities commission : -2007-2008-2009-2010-2011-2012-2013.

الفصل الثالث دور أدوات الهندسة المالية الإسلامية في علاج أزمة الرهن العقاري

-دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا-

بالاعتماد على معطيات الجدول السابق تم رسم الشكل البياني التالي:

الشكل رقم 04: يمثل تطور صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة 2007-2013.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول السابق.

تحليل المعطيات:

شهدت السنوات الأولى ابتداء من 2007 إلى غاية 2009 ارتفاع مستمر في إصدار صكوك المشاركة حيث بلغت سنة 2009 نسبة 90.95 % كأعلى نسبة لها، وهذا نظرا لإرشادات هيئة الأوراق المالية للمستثمرين والمصدرين إلا أن إصدار صكوك المشاركة عرف انخفاض ملحوظ على مدار الثلاث سنوات الأخيرة ابتداء من سنة 2010 إلى غاية سنة 2013 حيث بلغت نسبة إصدار صكوك المشاركة سنة 2013 نسبة 23% مقارنة بنسبة 25% سنة 2012.

5- صكوك المضاربة في التجربة الماليزية:

لا يوجد تعريف حقيقي سوى الموجود لعقد المضاربة الشرعية في تعليمات عرض الأوراق المالية الإسلامية لشهر 2004 المصادر من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية¹.
أول إصدار لصكوك المضاربة من طرف **PG Municipal Assete Bhd** بقيمة 80.0 مليون رينجت ماليزي².

¹مفتاح مفتاح، سلطان مونية، مرجع سابق، ص.ص. 298، 299.

²تصبة مسعودة، مرجع سابق، ص. 307.

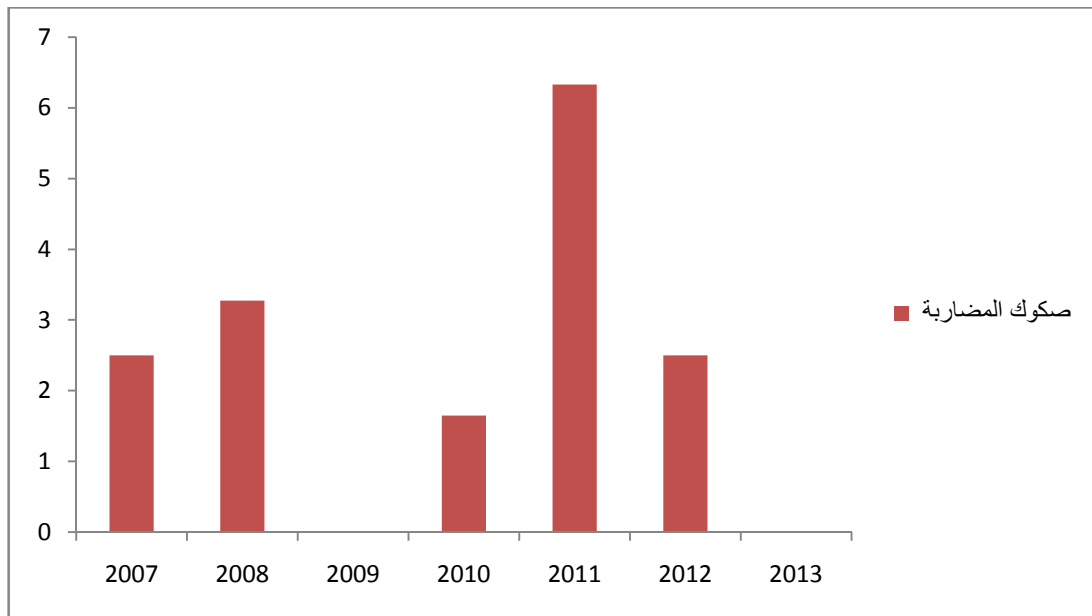
الجدول رقم 08: تطور صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة 2007-2013.

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
صكوك المضاربة %	45.33	3.275	0	1.65	6.33	2.5	0

Source: Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market by the securities :
commission -2007-2008-2009-2010-2011-2012-2013.

بالاعتماد على معطيات الجدول السابق تم رسم الشكل البياني التالي:

الشكل رقم 05: يمثل تطور صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة 2007-2013.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول السابق.

تحليل المعطيات :

كان أول إصدار لصكوك المضاربة سنة 2005، لهذا واصل إصدار هذه الصكوك في النمو بسبب قيام اللجنة الاستشارية الشرعية الاعتماد على هذا النوع من الصكوك القائمة على مقاسمة الربح والخسارة، إلا أن إصدار صكوك المضاربة عرف انخفاض م 2009 و 2010 لتعاود صكوك المضاربة ارتفاعها سنة 2011، ثم عاودت الانخفاض سنة 2012 و 2013.

الجدول التالي يوضح حجم إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا حسب النوع وذلك خلال الفترة 2007-2013 كالتالي:

الفصل الثالث دور أدوات الهندسة المالية الإسلامية في علاج أزمة الرهن العقاري
-دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا-

الجدول رقم 09: تطور حجم إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا حسب النوع خلال الفترة 2007-2013.

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
صكوك البيع بثلثين اجل %	4.86	2.975	-	0.3	-	-	-
صكوك المرابحة %	11.62	5.62	0.6	2.05	4.33	60.5	38
صكوك الاستصناع %	18.57	2.25	0.15	18.25	-	-	-
صكوك الإجارة %	21.72	13.5	6.7	46.5	22.33	4.5	9
صكوك المشاركة %	40.66	72.4	90.95	21.775	45.33	25	23
صكوك المضاربة %	45.33	3.275	0	1.65	6.33	2.5	-
صكوك الوكالة %	-	-	-	-	21.66	4	14
مجموعة %	-	0.5	-	14.9	-	3.5	16

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على إحصائيات هيئة الأوراق المالية الماليزية.

Source :Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market by the securities commission :2007,2008,2009,2010,2011,2012,2013.

تحليل المعطيات:

الجدول الآتي يوضح حجم إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا حسب النوع ابتداء من 2007 إلى غاية 2013 وهذا ما يوضحه الجدول السابق:

يتوضح لنا أن صكوك المضاربة هي المسيطرة بنسبة على مدار السنتين 2007 و2008 بنسب على التوالي 45.33 % و 72.4 % بالمقارنة مع الأنواع الأخرى للصكوك، لكن ابتداء من سنة 2009 نجد أن الصدارة كانت لصكوك المشاركة بنسبة 90.95 %، تليها صكوك الإجارة بنسبة 6.7 %، أما بالنسبة 2010 فكانت صكوك الإجارة المتصدرة بنسبة 46.5 % تليها صكوك المشاركة بنسبة 21.775 % ثم تعود صكوك المشاركة للصدارة مرة أخرى بنسبة 45.33 % لسنة 2011 وخلال السنتين الأخيرتين 2012 و 2013 احتلت صكوك المرابحة المرتبة الأولى بنسبتين على التوالي: 60.5 % و 38 % تليها أيضا على التوالي صكوك المشاركة بسبتي 25 % و 23 % خلال سنتي 2012-2013.

الجدول رقم 10: تطور تداول الصكوك الاستثمارية في السوق المالية الإسلامية في ماليزيا 2007-2011 (مليار رينجت ماليزي)

السنة	حجم إصدار الصكوك في ماليزيا (مليار رينجت ماليزي)
2007	227.147
2008	179.606
2009	162.915
2010	246.062
2011	546.062

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على المصادر التالية :

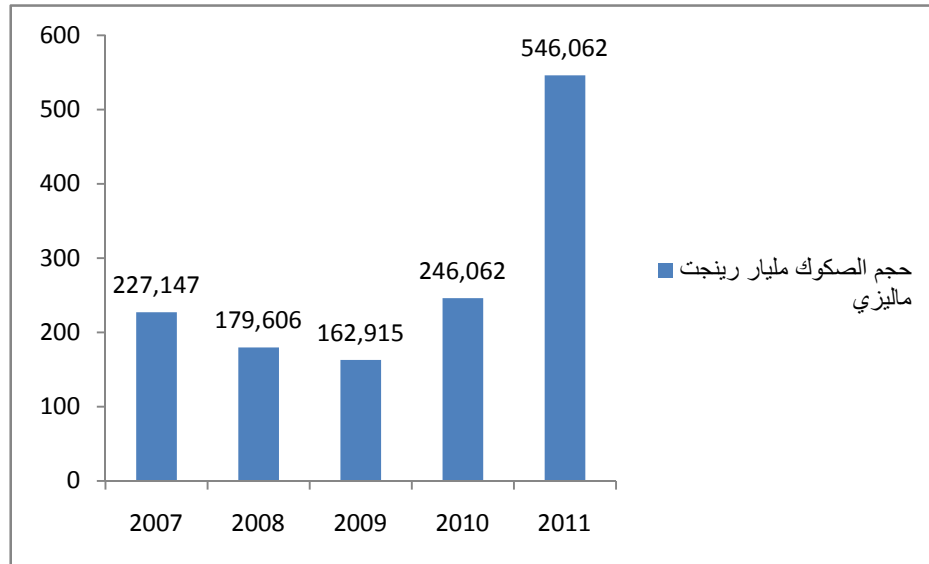
- Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market by the securities commission :2007,2008,2009,2010,2011,2012,2013.

- بوعبد الله علي, أهمية الصكوك المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامية, الموقع الإلكتروني :

<http://www.kantakji.com/media/175465/docx:le30-4-2015à16:00>.

بالاعتماد على معطيات الجدول السابق تم انجاز رسم البياني التالي:

الشكل رقم 06: تطور حجم تداول الصكوك الاستثمارية في ماليزيا من الفترة 2007-2011 رينجت ماليزي.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول السابق.

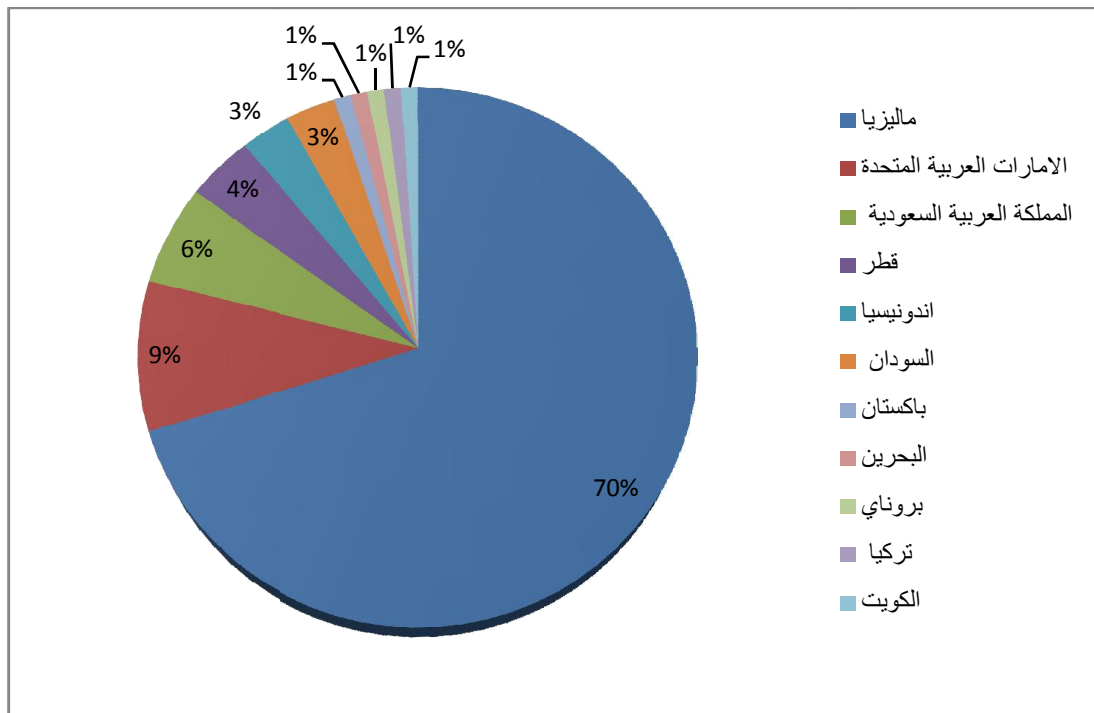
تحليل المعطيات :

من خلال الجدول والشكل السابق نلاحظ ارتفاع ملحوظ لحجم الصكوك في ماليزيا ابتداء من 2007 حيث بلغ نسبة الصكوك 227.147 مليار رينجت ماليزي، في حين انخفضت قيمة إصدار الصكوك خلال عامي 2008 و2009، ومن ثم عاودت الارتفاع عام 2010 حيث بلغت 246.062 مليار رينجت ماليزي وواصلت ارتفاعها حتى بلغت قيمة 546.062 مليار رينجت ماليزي عام 2011.

ثانيا: تطور إصدار الصكوك في العالم:

هنا سنتكلم عن إصدار الصكوك الإسلامية في العالم وهذا ما سنوضحه كالآتي :

الشكل رقم 07: تطور إجمالي إصدار الصكوك في الفترة جانفي 2001 إلى جانفي 2013.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على :

- بن زيد ربيعة ، ناصر سليمان، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، المؤتمر الدولي حول: "منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف (الجزائر)، يومي 05-06 ماي 2014، ص.10.

تحليل المعطيات:

يبين الشكل السابق تطور إصدار الصكوك في العالم في الفترة 2001 إلى جانفي 2013، حيث نلاحظ أن ماليزيا تحتل المرتبة الأولى عالميا بنسبة 70% بسبب الصدمة التي خلفتها الأزمة المالية العالمية، والتي أدت إلى أزمة سيولة أثرت على إصدارات هذه الصكوك، وبعد التعافي من الأزمة لاحظنا الارتفاع الكبير جدا في إصدار هذه الصكوك خاصة عامي 2011 و2012 حيث ارتفعت النسبة على التوالي بـ 75%، 49%، حيث صنفت السنوات الأخيرة ضمن أفضل سنوات إصدار الصكوك الإسلامية، ويرجع ذلك إلى ارتفاع الإصدارات في كل من المملكة العربية السعودية، قطر، تركيا، اندونيسيا والإمارات العربية المتحدة، فهذه المنطقة تشهد تحولات كبيرة تطلب المزيد من الإنفاق على البنى التحتية ومشاريع البناء والاعتماد فكانت الصكوك الإسلامية الأنسب لذلك.

الجدول 11: الصكوك المصدرة حسب الدول 2007 و2008 و2009 و2010 و2011.

الدولة	2007 مليون دولار	2008 مليار دولار	2009 مليار دولار	2010 مليار دولار	2011 مليار دولار
ماليزيا	13412.9	5470.4	13700	40755	58846
الإمارات	10807.5	5300.2	3100	913	4085
السعودية	5716.3	1873.2	3000	3004	2764
البحرين	1065	700.4	1700	8	2551
اندونيسيا	92.8	663.3	1800	3088	3096
باكستان	524.3	476.2	400	968	1908
قطر	300	300.9	لم تصدر صكوك	-	9278
الكويت	835	190	لم تصدر صكوك	-	432
بروناي	279.3	95.1	400	8	-
مجموع مليار دولار	33.0331	15.0697	24.1	48.744	82.960

المصدر: هناء محمد هلال الحنيطي، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي"، يومي 1-2 ديسمبر 2010، عمان، ص.16.

تحليل المعطيات

بالنسبة لحجم إصدار الصكوك الإسلامية، يبين الجدول أعلاه ما ورد في تقرير تصنيف موديز بأن سوق إصدار الصكوك الإسلامية، قد نمت في عام 2007 مقارنة مع 2008، حيث بلغ مجموع إصدار الصكوك (15.0697) مليار دولار مقارنة بحجم إصدار الصكوك لعام 2007 التي بلغت (33.0331) مليار دولار، وذلك راجع لتأثير الأزمة على هذه الدول، إلا أن السوق عاد ونمت بمعدلات عالية في عام 2009، بالرغم

من استمرار الأزمة ،حيث بلغ مجموع الإصدارات (24.1)مليار دولار كما واصل سوق إصدار الصكوك الإسلامية نموه خلال عامي 2010 و2011حيث بلغت نموه على التوالي : (48.744)و(82.960)مليار دولار .

المطلب الثاني :عوامل نجاح التجربة الماليزية في التصكيك وأهم الميزات التي تقدمها الصكوك في ماليزيا.

تجتمع مجموعة من العوامل التي جعلت من سوق الصكوك الماليزي ،مركز عالمي للتعامل بالصكوك وجعل سوق الأوراق الإسلامية الماليزية الأول في العالم حيث يمكن اختصارها في النقاط التالية :¹

- تقييم مدى التزام البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية بمبادئ الشريعة الإسلامية والإجراءات الرشيدة حيث يقوم البنك المركزي بالتأكد من قيام اللجان الشرعية بدورها بصورة فاعلة و تقديم النصائح المناسبة والتأكد من التزام العمليات المصرفية اليومية بالشريعة الإسلامية في إجراءاتها اليومية ؛

- سنت ماليزيا القوانين بما يسمح بوجود هيئة شرعية عليا تتبع للبنك المركزي الماليزي ، إضافة إلى أن عضو الهيئة الشرعية للبنوك المحلية لا يجوز لها أن يجلس على مجلس شرعي لبنك آخر ؛

- قامت ماليزيا بتطوير مراكز بحثية متخصصة في التمويل الإسلامي ،وقد أسس البنك المركزي الماليزي ذراعا بحثية متخصصة وهي الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية (ISRA)؛

- وجود سوق مالي إسلامي للتداول في نظام إعفاءات ضريبية جعل من البورصة الماليزية وجهة مفضلة لإدراج الصكوك الإسلامية المحلية والدولية؛

- يولي البنك المركزي الماليزي اهتمام نوعي لتوفير رأس المال البشري المؤهل من خلال المركز الدولي لتعليم التمويل الإسلامي (INSCEIF) ويضم بين جدرانه أو بالتعليم عن بعد تشكيلة طلابية من 60دولة حول العالم؛

- ماليزيا تعتبر الدولة الأولى من حيث الإصدارات الصكوك الإسلامية وفي عام 2007 حررت ماليزيا سوق الصكوك بما يسمح بالتداول مع مختلف أنحاء العالم وفي أي نوع من العملات ،إضافة إلى اهتمامها بأن تكون مركز تجميع السيولة عالميا.

ثانيا :أهم المميزات التي تقدمها الصكوك الإسلامية بماليزيا :

لقد ساهمت الصكوك الإسلامية بتطوير وتوفير بعض المرتكزات التي يجب أن تتوفر عليها البنوك الإسلامية أهمها:

- تنوع وتطوير الأدوات المالية الذي ساهم في إدارة السيولة ،ومواكبة تطور البنوك الإسلامية ،حيث أخذت ماليزيا المرتبة الأولى في هذا الجانب من حيث إصدارها للصكوك وتنوع منتجاتها المالية الذي ساهم في تسهيل إدارة السيولة بين البنوك الإسلامية.

¹خولة فريز النوباني ،الصكوك ..تجارب عالمية،ورشة عمل الصكوك الإسلامية ،تحديات ، تنمية وممارسات دولية ،عمان ،18-19جويلية2010،ص.17.

- ضمان الشفافية في السوق حيث غيابها يساهم في تضيق المجال على المستثمرين المجال على المستثمرين وضعف الإقبال على بعض الأوراق بسبب وجود معلومات لا تعكس السعر الحقيقي للورقة وبوجود البنك المركزي الماليزي وضع نظاما متكاملًا والية فعالة للعرض والتسويات المالية ونشر المعلومات .
- دعم الحكومة للسوق النقدية من خلال التسهيلات الضريبية والمشاركة و المشاركة الفعالة في هذه السوق من خلال إصدار الأوراق المالية المتطابقة مع الشريعة الإسلامية.¹

¹حكيم براضية، مرجع سابق، ص.164.

خلاصة الفصل الثالث

تطرقنا في هذا الفصل إلى: سوق الأوراق الإسلامية في ماليزيا من خلال التعريف بسوق الأوراق المالية الإسلامية، وأسسها... الخ وفي المبحث الثاني فقد تكلمنا عن تطور الصكوك الإسلامية في ماليزيا من 2007-2013 والأسباب التي أدت إلى نجاح التجربة الماليزية في التصكيك بالإضافة إلى تقديم أهم الأسس التي تعتمد عليها البنوك الإسلامية والتي خففت من حدة الأزمة على البنوك الإسلامية، مع التطرق إلى أهمية الصكوك الإسلامية ودورها في علاج الأزمة المالية العالمية وقد توصلنا إلى ما يلي:

- نجحت ماليزيا في تطوير سوق رأس المال الإسلامي من خلال الاستراتيجيات المطبقة وتبين ذلك من خلال تطور هذا السوق من حيث سوق الإصدار والتداول فيه، وأيضا محافظته على ريادته .
- لم تتضرر البنوك الإسلامية على غير نظيرتها التقليدية الأزمة المالية العالمية وذلك لأن البنوك الإسلامية تعتمد على **الاستناد إلى الشريعة الإسلامية** في جل معاملاتها، واستبعاد الفوائد الربوية في المعاملات المالية، استبعاد الفوائد الربوية في المعاملات المالية، بالإضافة إلى الأخذ بمبدأ المشاركة في الربح والخسارة... الخ.
- أصبح سوق رأس المال الإسلامي من أهم الأسواق المدعمة للتنمية الاقتصادية في ماليزيا، وخاصة بعد الأزمة المالية العالمية 2008.
- من أسباب الأزمة من منظور إسلامي هو : الربا(الإقراض بالفائدة)، الفصل بين الاقتصاد والأخلاق في النظام الرأسمالي، المشتقات المالية، إعادة بيع أو رهن العقار،... الخ.
- يقوم التصكيك بعلاج الأزمة المالية العالمية عن طريق قدرة الصكوك الإسلامية على إحداث التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي، دور الصكوك الإسلامية في تمتين أخلاقيات الرقابة، دور التصكيك في توفير السيولة لتمويل المؤسسات المتضررة من الأزمة... الخ.
- تتربع ماليزيا على سوق الصكوك الإسلامية باحتكارها لأكثر من 70 % من إجمالي الإصدارات في العالم.

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة

لقد تم من خلال هذا البحث الإجابة عن إشكالية البحث المتمثلة في ما هو الدور الذي يمكن أن تلعبه منتجات الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية العالمية؟

إن الشريعة الإسلامية كفيلة بتحسين القطاع المالي والمصرفي بشكل خاص والاقتصاد بشكل عام من التعرض للأزمات، إذا ما تم الالتزام بالشريعة بما تمثله من أسس ومفاهيم أخلاقية والتي تمثل القاعدة الفعالة لمنع الأزمات وتعد الهندسة المالية الإسلامية عملية تطويرية، وذلك انطلاقاً من الدور الذي تؤديه في تنشيط الأسواق المالية العالمية، وكذا بوصفها ابتكارات جديدة في المؤسسات الاستثمارية بصورة عامة. فضلاً عن الأثر الذي أحدثته في التفكير الاستراتيجي للمؤسسات المالية والمصرفية وظهور الأسواق المالية الناشئة والمراكز المالية العالمية.

وقد حضيت الهندسة المالية باهتمام بالغ من قبل المؤسسات المالية، وذلك لدورها الأساسي في ابتكار وتطوير المنتجات المالية التي تحتاجها هذه المؤسسات، لكي تحافظ على ديمومة نموها وزيادة تنافسيتها وربحياتها، بالإضافة إلى ضمان بقاءها في السوق، لكن الأزمة المالية العالمية 2008 غيرت المفاهيم وأظهرت فشل الهندسة المالية التقليدية هذا كله أدى إلى زيادة الاهتمام بالهندسة المالية الإسلامية، على اعتبارها أداة مناسبة لإيجاد منتجات مالية مبتكرة تجمع بين المصداقية والشرعية والكفاءة الاقتصادية لهذا تعتبر الهندسة المالية الإسلامية الأنسب للمحافظة على استقرار النظام المالي والمصرفي وكذا النظام العالمي.

وقد حاولنا في هذا البحث تسليط الضوء على الدور الذي تلعبه أدوات الهندسة المالية الإسلامية في علاج أزمة الرهن العقاري .

نتائج اختبار الفرضيات

الفرضية الأولى :

تتمثل أدوات الهندسة المالية في المشتقات المالية.

أثبتت الدراسة صحة هذه الفرضية لأن أدوات الهندسة المالية تتمثل في العقود المشتقة بكل أنواعها، وتعرف هذه الأخيرة على أنها أدوات مالية يعتمد العائد منها على أدوات مالية أخرى، أي مشتقة من أدوات مالية أخرى وتقوم بقياس وإدارة المخاطر المالية المشتقة .

وتحتوي المشتقات المالية على عقود الخيار والعقود الآجلة والعقود المستقبلية والمبادلات .

الفرضية الثانية :

الهندسة المالية الإسلامية هي مجموعة الأنشطة التي تتضمن ابتكار وتطوير أدوات واليات تمويلية وصياغة حلول إبداعية لحل مشكلة التمويل في إطار الضوابط الشرعية.

هذه الفرضية صحيحة فقد أثبتت الدراسة صحة هذه الفرضية فالهندسة المالية الإسلامية هي مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير للأدوات المالية المبتكرة، وصياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وذلك في إطار الشريعة الإسلامية .

الفرضية الثالثة:

يعد التعامل بالمشتقات المالية سبب أزمة الرهن العقاري.

أثبتت الدراسة صحة هذه الفرضية لأن التعامل بالمشتقات المالية يعد سبب من أسباب أزمة الرهن العقاري وأسهمت هذه الأخيرة في تشكيل فقاعة سندات الرهن العقاري وانتشار الأزمة المالية خارج حدود السيطرة، ضف إلى ذلك مجموعة من الأسباب الأخرى كالتعامل بالفائدة الربوية، وقيام المؤسسات المالية والبنوك بإقراض أموال عقارية لأسر غير قادرة على التسديد ودون ضمانات كافية كل هذه الأسباب وغيرها أدت إلى حدوث أزمة الرهن العقاري.

الفرضية الرابعة

لم تتجح التجربة الماليزية، بشكل كبير في مجال التصكيك الإسلامي. أثبتت الدراسة خطأ هذه الفرضية، وذلك استنادا إلى إحصائيات هيئة الأوراق المالية الماليزية، حيث تصدر الصكوك الإسلامية الماليزية وتحتل ماليزيا المرتبة الأولى عالميا في مجال التصكيك بنسبة 70% سنة 2013.

نتائج الدراسة

في ضوء ما عرض في هذه الدراسة توصلنا إلى ما يلي :

- الهندسة المالية هي العملية التي يتم من خلالها تصميم وتطوير وتنفيذ منتجات وأدوات مالية مبتكرة من أجل حل مشاكل التمويل .
- تكمن أهمية الهندسة المالية في إدارة المخاطرة وإدارة السيولة والمنافسة المالية وتجاوز القيود القانونية.
- من أهم منتجات الهندسة المالية عقود الخيارات والعقود الآجلة والعقود المستقبلية وعقود المبادلات وغرضها التحوط والمجازفة والمراجعة.

- الهندسة المالية الإسلامية هي مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل، وكل ذلك في إطار النظام الإسلامي.
- ظهرت الهندسة المالية الإسلامية لتطوير المعاملات المالية، ومنافسة المؤسسات الرأسمالية بكل أدواتها.
- ابتكرت الهندسة المالية الإسلامية العديد من الأدوات المالية المستحدثة التي تلبي الاحتياجات التمويلية كالتصكيك الإسلامي والصكوك الإسلامية بكل أنواعها لتغطية الاحتياجات الاستثمارية، إضافة إلى أدوات مشتقة كبيع العربون وخيار الشراء والمستقبليات في إطار عقد الاستصناع... الخ.
- الأزمة المالية هي اضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية تمتد آثاره إلى القطاعات الأخرى.
- هناك العديد من أنواع الأزمات المالية منها أزمة سعر الصرف وأزمة الديون، الأوراق المالية، أزمة الفقاعات وهي تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصادياً بظاهرة (الفقاعة)، حيث تتكون الفقاعة عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة على نحو ارتفاع غير مبرر، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل كالأسهم .
- أزمة الرهن العقاري هي أزمة الرهن العقاري أو أزمة القروض العقارية عالية المخاطر - هي أزمة مالية خطيرة ظهرت على السطح فجأة، فجرها في البداية تهافت البنوك على منح قروض عالية المخاطر، وهي أزمة اقتصادية ولدت أزمة سيولة في أسواق المال العالمية، والنظام البنكي، فعدم تقييم المخاطر الحقيقية لسوق القروض العقارية من الدرجة الثانية Subprime mortgage market بالشكل المطلوب، والاستهانة بانعكاساتها تسبب في إحداث انهيارات متوالية في أماكن مختلفة، والتي أثرت على الاقتصاد العالمي ككل .
- من بين أسباب أزمة الرهن العقاري قيام مؤسسات مالية وبنوك بإقراض أموال عقارية لأسر غير قادرة على التسديد ودون ضمانات كافية، التوسع في التعامل بالمشتقات المالية ساهمت في تشكيل فقاعة سندات الرهن العقاري وانتشار الأزمة المالية، ارتباط النظام الاقتصادي الرأسمالي بالفائدة الربوية.
- من بين آثار الأزمة تضرر القطاع المصرفي العالمي حيث تعد هذه الأزمة من أخطر الأزمات التي تعرض لها القطاع المصرفي، فقد أدت إلى خسائر ضخمة وأدت إلى إفلاس العديد من البنوك وتراجعت معدلات تقديم الائتمان في العديد من دول العالم.
- لقد ساهمت دول العالم بمجهودات كبيرة لإيجاد حلول للأزمة المالية العالمية .
- نجحت ماليزيا في تطوير سوق رأس المال الإسلامي من خلال الاستراتيجيات المطبقة وتبين ذلك من خلال تطور هذا السوق من حيث سوق الإصدار والتداول فيه، وأيضاً محافظته على ريادته .

- لم تتضرر البنوك الإسلامية على غير نظيرتها التقليدية الأزمة المالية العالمية وذلك لأن البنوك الإسلامية تعتمد على الاستناد إلى الشريعة الإسلامية في جل معاملاتها، واستبعاد الفوائد الربوية في المعاملات المالية، استبعاد الفوائد الربوية في المعاملات المالية، بالإضافة إلى الأخذ بمبدأ المشاركة في الربح والخسارة... الخ.
- أصبح سوق رأس المال الإسلامي من أهم الأسواق المدعمة للتنمية الاقتصادية في ماليزيا، وخاصة بعد الأزمة المالية العالمية 2008.
- من أسباب الأزمة من منظور إسلامي هو : الربا (الإقراض بالفائدة)، الفصل بين الاقتصاد والأخلاق في النظام الرأسمالي، المشتقات المالية، إعادة بيع أو رهن العقار... الخ.
- يقوم التصكيك بعلاج الأزمة المالية العالمية عن طريق قدرة الصكوك الإسلامية على إحداث التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي، دور الصكوك الإسلامية في تمتين أخلاقيات الرقابة، دور التصكيك في توفير السيولة لتمويل المؤسسات المتضررة من الأزمة... الخ.

التوصيات والاقتراحات:

يمكن تلخيص توصيات الدراسة فيما يلي:

1. العمل على تفعيل الأسواق المالية الإسلامية، من خلال الموازنة بين المصداقية الشرعية والكفاءة.
2. العمل على تسويق ونشر الوعي في استخدام الأدوات المالية الإسلامية.
3. التخلي عن التعامل بالفائدة لأن ذلك سيعيد توزيع الكتلة النقدية بين الناس، ويضيق فجوة الدخل وسيحرر الطلب على السلع والخدمات من التقلبات الحادة والمضرة بالاقتصاد، وبينما وضع الاقتصاد الإسلامي الريح كأداة لتحقيق التوازنات المطلوبة، وذلك لن يتجسد إلا من خلال نشر أدوات الهندسة المالية الإسلامية.
4. الابتعاد عن أدوات الهندسة المالية التقليدية، فقد بينت الأزمة المالية الراهنة عدم فعاليتها واحتواءها على معاملات غير مشروعة .
5. الأخذ بالنماذج والمنتجات المالية المبتكرة التي تتمتع بالمصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، لأنها تمثل فرص نمو كبيرة بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، وهذه الأخيرة تكتسب من خلال هذه النماذج مزايا تنافسية تمكنها من منافسة منتجات نظيرتها التقليدية.
6. ضرورة توعية العامة بمختلف منتجات الهندسة المالية الإسلامية ومدى توافقها مع الشريعة الإسلامية .
7. العمل على تطوير المنتجات المالية الإسلامية.

8. إن تجربة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا تعد تجربة هامة عن طريق بناء وتطوير التعامل في سوق رأس المال الإسلامي، والصناعة المالية الإسلامية.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

1. الكتب :

1. أبو الفتوح فريد نصر ،الرهون العقارية والأزمة المالية العالمية ، دار الفكر والقانون المنصورة، 2011.
2. براني عبد الناصر ، إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية ، دار النفائس ،الأردن ، 2013.
3. بلطاس عبد القادر،تداعيات الأزمات المالية العالمية أزمة sub-prime ، دارا لأسطورة للنشر الجزائر ، 2009.
1. بن الضيف محمد عدنان،مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية ، دار النفائس للنشر والتوزيع ،الأردن ، 2013.
4. حماد طارق عبد العال ،إدارة المخاطر، الدار الجامعية ،الإسكندرية، 2007.
5. الحناوي محمد صالح ، فريد مصطفى نهال ، وآخرون،تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية ،المكتب الجامعي الحديث،الإسكندرية، 2007 .
6. خليل إبراهيم ، السعدي حيدر، وآخرون،الأزمة المالية العالمية والأفاق المستقبلية ، الجزء الثاني مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع ،عمان ، 2011.
7. دباس العبادي هاشم فوزي،الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية الوراق للنشر والتوزيع ،عمان ، 2007.
8. الدماغ زياد جلال، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الثقافة للنشر والتوزيع ،عمان ، 2012.
9. الدوري مؤيد عبد الرحمان ، عقل سعيد جمعة ،إدارة المشتقات المالية ،إثراء للنشر والتوزيع الأردن ، 2012.
10. ربيعي حاكم، قتلوي ميثاق، وآخرون،المشتقات المالية عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ، 2011.
11. رضوان سمير عبد الحميد ،المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها ، دار النشر للجامعات ،مصر، 2000.
12. الرملاوي محمد سعيد محمد ،الأزمة الاقتصادية العالمية إنذار للرأسمالية ودعوة للتشريعة الإسلامية، دار الفكر الجامعي ،الإسكندرية، 2011.
13. السعدني هشام بدوي خليفة،عقود المشتقات المالية (دراسة فقهية اقتصادية مقارنة) ، دار الفكر الجامعي ،الإسكندرية ، 2011.

قائمة المراجع

14. السعدني هشام، بدوي خليفة، عقود المشتقات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011.
15. شقيري نوري موسى، محمود إبراهيم نور، وآخرون، إدارة المخاطر، دار المسيرة للنشر والتوزيع عمان، 2012.
16. حماد طارق عبد العال، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية الإسكندرية، 2009.
17. الظاهر نعيم إبراهيم، إدارة الأزمات عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، عمان (الأردن)، 2009.
18. عبابنه عمر يوسف عبد الله، الأزمة المالية المعاصرة - تقدير اقتصادي إسلامي، عالم الكتاب الحديث، الأردن، 2011.
19. عبادة إبراهيم عبد الحليم، مؤشرات الأداء في البنوك الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع عمان، 2008.
20. عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية (أزمة الرهن العقاري الأمريكية)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
21. عثمان محمد داود، إدارة وتحليل الائتمان ومخاطره، دار الفكر، عمان، 2013.
2. عرفه سيد سالم، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراجحة للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
22. قاسم محارب عبد العزيز، الأزمة المالية العالمية الأسباب والعلاج، دار الجامعة الجديدة الإسكندرية، 2011.
3. قنطجى سامر مظهر، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار إحياء للنشر الرقمي، طبعة 4، لا توجد بلد النشر، 2014.
23. الكفري مصطفى عبد الله، الأزمة المالية العالمية والتحديات الاقتصادية الراهنة في الدول العربية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، 2012.
24. محب خلة توفيق، الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011.
25. المصري رفيق يونس، بيع العربون وبعض المسائل المستحدثة فيه، دار المكتبي، دمشق ط2 2009.
26. الموسوي ضياء مجيد، الأزمة المالية العالمية الراهنة، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون (الجزائر)، 2010.
27. النجار إبراهيم عبد العزيز، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية الإسكندرية، 2009.
28. النجار فريد، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.

قائمة المراجع

29. ندا ندا لبددة محمد، الاستثمار العقاري ودوره في حدوث الأزمة المالية العالمية (دراسة فقهية اقتصادية مقارنة)، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، 2013.
30. هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر (الهندسة المالية باستخدام التوريث والمشتقات)، الجزء الأول، دار المعارف، الإسكندرية، 2000.
31. هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثاني، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003.
32. يوسف كافي مصطفى، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات (جذورها - أسبابها - تداعياتها - أفاقها)، دار الرواد للنشر والتوزيع، عمان، 2013.

II. المقالات والبحوث:

1. المقالات:

33. بلعزوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة (الجزائر)، العدد 9، 2009.
34. بن عمارة نوال، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية (تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية البحرين)، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة (الجزائر)، العدد 9، 2011.
35. رحمانى موسى، الغالى بن إبراهيم، البنوك الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمتطلبات الواقعية في مواجهة الأزمة المالية الحديثة، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة (الجزائر)، العدد الثامن ديسمبر 2010.
36. سهو نزهان محمد، جميل عمر محمد، أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 26، العدد 2، 2010.
37. صالح مفتاح، سلطان مونية، الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية (دراسة حالة سوق ماليزيا)، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة (الجزائر)، العدد 13 جوان 2013.
38. علة مراد، الأزمة المالية العالمية. تأمل ومراجعة، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، طرابلس، العددان 48، 49، خريف 2009، شتاء، 2010.
39. قانة زاكي، تداعيات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الجزائري، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة (الجزائر)، العدد 9 جوان، 2011.

قائمة المراجع

40. قحاييرية أمال، أسباب نشأة أزمة المديونية الخارجية للدول النامية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، الشلف (الجزائر)، العدد3، 2005.

41. قدي عبد المجيد، الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، بيروت، العدد46 ربيع، 2009.

42. قصبه نبال محمود، الفحل حسين، تحليل الأزمة المالية الراهنة الأسباب والتداعيات والعلاج، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد28، العدد1، 2012.

43. قندوز عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز المجلد 20، العدد02، 2007.

44. كورنل فريد، رزيق كمال، الأزمة المالية: مفهومها، أسبابها، وانعكاساتها على البلدان العربية مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد20، 2009.

2. البحوث:

45. الحربي خالد سعد محمد، عبد الغني عبيد الله محمد حمزة، حوار الأريعاء، مركز النشر العالمي جامعة الملك عبد الله، جدة، 2009.

46. الساعاتي عبد الرحيم عبد الحميد، مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة، مقال في مركز الأبحاث الاقتصاد الإسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة 2009.

47. السويلم سامي إبراهيم، التحوط في التمويل الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 2007.

48. السويلم سامي، صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي، مركز البحوث شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، بيت المشورة، الكويت، 2004.

49. النوباني خولة فريز، الصكوك.. تجارب عالمية، ورشة عمل الصكوك الإسلامية.. تحديات، تنمية وممارسات دولية، 18-19 جويلية 2010.

III. المداخلات:

50. بباس منيرة، الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف يومي 20-21 أكتوبر 2009.

51. بخاري لحلو، عايب وليد، آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وأثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية، الملتقى الدولي الأول حول: "الاقتصاد الإسلامي

الواقع... ورهانات المستقبل، جامعة غرداية، يومي 23-24 فيفري 2011.

قائمة المراجع

52. بن الضيف عدنان، المسعود ربيع، أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية، ملتقى الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل، جامعة غرداية (الجزائر)، يومي 23-24 فيفري 2011.
53. بن رجم خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها الملتقى العلمي الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009 .
54. بن موسى كمال، عبد الرحمان بن ساعد، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على البنوك الإسلامية، الملتقى الدولي الأول حول: "الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل"، جامعة غرداية (الجزائر)، يومي 23-24 فيفري 2011 .
55. بوعافية رشيد، الهندسة المالية كمدخل لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، ملتقى الدولي الثاني حول: "الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية المصرفية -النظام المصرفي الإسلامي نموذجا"، المركز الجامعي خميس مليانة، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير (الجزائر)، يومي 5-6 ماي 2009.
56. حمزة علي، نعجة عبد الرحمان، الضوابط الشرعية لاستخدامات الهندسة المالية كمدخل لتطوير المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 8-3 ديسمبر 2013.
57. خضيرات محمد ياسين، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمة الاقتصادية والمالية المعاصرة، الملتقى الدولي الأول حول: "الاقتصاد الإسلامي الواقع... ورهانات المستقبل"، جامعة غرداية، يومي 23-24 فيفري 2011.
58. دردوري لحسن، خاطر طارق، دور الأدوات المالية الحديثة في الصناعة المصرفية وانعكاساتها على النظام المصرفي، الملتقى الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية والحوكمة العالمية"، جامعة فرحات عباس سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009 .
59. صالح مفتاح، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، ملتقى العلمي الأول حول: "الأزمة المالية الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، جامعة فرحات عباس سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009.
60. صالح مفتاح، عمري ريمة، الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تحقيق التنمية المستدامة الملتقى الدولي حول "مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي"، قسم العلوم الاقتصادية جامعة قالمة، يومي 27-28 نوفمبر 2012 .

قائمة المراجع

61. صالح مفتاح، معارفي فريدة، أزمة النظام المالي العالمي وبديل البنوك الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني حول: "الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية - النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً"، المركز الجامعي خميس مليانة، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير (الجزائر)، يومي 5-6 ماي 2009.
62. عفيف هناء، ضياف عليّة، معالم الاقتصاد الافتراضي بسبب الأزمة المالية العالمية، الملتقى العلمي الدولي الخامس حول: "الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة (الجزائر)، 13-14 مارس 2012.
63. علي موسى حنان، خنيوة محمد الأمين، منتجات الهندسة المالية الإسلامية (الواقع والتحديات ومناهج التطوير)، الملتقى الدولي الأول حول: "الاقتصاد الإسلامي الواقع... ورهانات المستقبل" جامعة غرداية، يومي 23-24 فيفري 2011.
64. العمرابي حنان، فاعلية الهندسة المالية الإسلامية في تحقيق التنمية المستدامة، الملتقى الدولي حول: "مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي"، قسم العلوم الاقتصادية جامعة قالمة، يومي 27-28 نوفمبر 2012.
65. عيجولي خالد، فاعلية تخفيض أسعار الفائدة من قبل البنوك المركزية في الحد من انهيار الأسواق المالية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة، الملتقى العالمي الدولي الأول حول: "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، جامعة فرحات عباس سطيف يومي 20-21 أكتوبر 2009.
66. فرطاس فتيحة، صدقاوي صورية، تداعيات الأزمة المالية العالمية على العمالة في الوطن العربي، الملتقى الدولي حول: استراتيجيات الحكومة في القضاء على البطالة وتحقيق التنمية المستدامة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، يومي 15، 16 نوفمبر 2011، ص. 26.
67. قروف محمد كريم، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية الملتقى الدولي الأول حول "الاقتصاد الإسلامي الواقع... ورهانات المستقبل" جامعة غرداية يومي 23-24 فيفري 2011.
68. مراد ناصر، الأزمة المالية العالمية: الأسباب، الآثار، وسياسات مواجهتها، الملتقى العلمي الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية و الحوكمة المالية"، جامعة فرحات عباس سطيف (الجزائر)، يومي 20-21 أكتوبر 2009.

قائمة المراجع

69. معطى الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي حول: "مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، قسم العلوم الاقتصادية جامعة قلمة، يومي 27-28 نوفمبر 2012.
- IV. **المؤتمرات والندوات :**
70. أبو الفتوح فريد نصر، الرهون العقارية والأزمة المالية العالمية، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول: "الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية" كلية الحقوق جامعة المنصورة (مصر) ، 1-2 أبريل 2009.
71. أبو غدة عبد الستار، ضوابط وتطوير المشتقات المالية في العمل المالي (العربون - السلم - تداول الديون)، المؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية البحرين، 18-19 ماي 2009 .
72. أحمد أبو بكر صافية، الصكوك الإسلامية، مؤتمر " المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول" دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي 31 ماي -3 جوان 2009.
73. بن زيد ربيعة، ناصر سليمان، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، المؤتمر الدولي حول: "منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، يومي 05-06 ماي 2014.
74. بن لحسن الهواري، طبيعة الأزمة المالية الراهنة وإشكالية الفكر التنموي البديل: رؤية إسلامية المؤتمر العلمي الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، 1-2 ديسمبر 2010.
75. جباري شوقي، خميلي فريد، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي"، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، 1-2 ديسمبر 2010.
76. جلال أبو زيد عبد العظيم، الجراح معبد علي، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها ندوة الصكوك الإسلامية، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، يومي 24-26 ماي 2010.
77. حطاب كمال توفيق، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 ماي -3 جوان 2009.

قائمة المراجع

78. رسول هاني إبراهيم، حسين كريم سالم، الأزمة المالية العالمية .. أسبابها وسبل معالجتها من منظور إسلامي، مؤتمر الدولي الرابع لكلية العلوم الإدارية بعنوان "الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، جامعة الكويت يومي 15-16 ديسمبر 2010.
79. زيتوني عبد القادر، التصكيك الإسلامي، ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية المؤتمر العلمي الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي"، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، 1-2 ديسمبر 2010.
80. فضيلات جبر محمود، الرهن العقاري وأثره في أزمة الاقتصاد العالمية المعاصرة، مؤتمر الأزمة الاقتصادية المعاصرة أسبابها وتداعياتها، وعلاجها، جامعة جرش (الأردن)، 14-16 ديسمبر 2010.
81. قصبة نبال، أسباب حدوث الأزمة المالية العالمية والحلول المقترحة، مؤتمر حول: "الأزمة الاقتصادية المعاصرة أسبابها وتداعياتها، وعلاجها"، جامعة جرش (الأردن)، 14-16 ديسمبر 2010.
82. قندوز عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية ودورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الشرعية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات (الواقع والأفاق)، جامعة الإمارات العربية المتحدة (دبي)، 6-7 مارس 2007.
83. محمد هلال الحنيطي هناء، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية المؤتمر العلمي الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي"، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، 1-2 ديسمبر 2010.
84. المومني رياض، الأزمة المالية والاقتصادية العالمية: أسبابها وإمكانية تجنبها من منظور إسلامي، المؤتمر العلمي الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي"، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، 1-2 ديسمبر 2010.
85. ناصر سليمان، بن زيد ربيعة، دور الحوكمة في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، المؤتمر الدولي الثامن حول: "دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات"، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف (الجزائر)، يومي 19-20 نوفمبر 2011.

قائمة المراجع

v. الأطروحات:

86. احلاسه نصر رمضان، دور المعلومات المحاسبية والمالية في إدارة مخاطر السيولة، مذكرة ماجستير كلية العلوم التجارية، الجامعة الإسلامية، غزة، 2013.
87. براضية حكيم، التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، مذكرة ماجستير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2010-2011.
88. بلوغي نادية، تداعيات أزمة منطقة اليورو على الشراكة الأوروبية متوسطة دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013-2014.
89. بن حاسين بن أمر، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة قياسية، مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر قايد، تلمسان، 2012-2013.
90. بن زيد ربيعة، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها (دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة سوق الخرطوم للأوراق المالية (2005-2010))، مذكرة لنيل شهادة الماجستير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2011-2012.
91. بن عيسى عبد القادر، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهماتها في أحداث الأزمة المالية العالمية مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2012.
92. بوعكاز نوال، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية، مذكرة ماجستير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف (الجزائر)، 2010-2011.
93. دبار حمزة، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الأمن الغذائي في الوطن العربي - دراسة تحليلية وفق نموذج swot-، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012-2013.
94. زرقاطة مريم، دور الصناديق السيادية في تحقيق الاستقرار المالي العالمي (تجربة صناديق استثمار الثروات الخليجية)، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف (الجزائر)، 2010-2011.
95. ساحسورياني صفر الدين جعفر، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته، مذكرة ماجستير، كلية العلوم التجارية، جامعة اليرموك الأردن، 2006-2007.

قائمة المراجع

96. سمورنبيل خليل طه، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، 2007.
97. صباغ رقيقة، الأزمة المالية العالمية وأثرها على الدول النامية دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري على اقتصاديات دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2013-2014.
98. طبني مريم، واقع ومستقبل التجارة الخارجية للاتحاد الأوروبي في ظل الأزمات المالية (2002-2012)، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر بسكرة (الجزائر)، 2013-2014.
99. عقون نادية، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، مذكرة لنيل شهادة دكتوراه كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة الحاج لخضر باتنة، 2012-2013.
100. لعش أمال، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة فرحات عباس سطيف (الجزائر)، 2011-2012.
101. نصبة مسعودة، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال تجربة ماليزيا نموذجا، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012-2013.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

102. Robert c.Merton , "A Functional perspective of financial Intermediation ",a research in :financial Management ,vol24 ,1995
103. Sami Al-suwailem , Hedging in Islamic Finance ,occasional paper no10, Islamic Développement Bank ,Jeddah-kingdom saudi Arabia ,2006
104. .SALIHN.Netci :priciples of financial Engineering ; second Edition ;Elsevier ;canada ;2008.
105. Securities Commission ;A nnual Report.

قائمة المراجع

.VI المواقع الالكترونية:

- [.http://www.kantakji.com/media/175465/docx](http://www.kantakji.com/media/175465/docx) ;le30-4-2015à16 :00.
- [.http:// www.researchgate.net/.../00b4952d913d0b75150000...](http://www.researchgate.net/.../00b4952d913d0b75150000...)le02-05-2015;à10:00.
- [.http://www.fr.slideshare.net/fatehfateh/ss-33171460](http://www.fr.slideshare.net/fatehfateh/ss-33171460).le02-05-2015;à19: 30.
- [.http://www.iraqieconomists.net/.../M.Quraishi-Islamic-Banking-Final1-for-publication...](http://www.iraqieconomists.net/.../M.Quraishi-Islamic-Banking-Final1-for-publication...)le20-0-2015 ;9 :00
- [.http://www.giem.info/article/details/ID/403#.VS5RcPA2W6Q](http://www.giem.info/article/details/ID/403#.VS5RcPA2W6Q).le 17-04-2015 ;à7 :53.
- [.http://www.kamel_hattab.onfo/blog/wp-content/uploads/.../sook.pd](http://www.kamel_hattab.onfo/blog/wp-content/uploads/.../sook.pd).le 07-02-2015 ;à16 :30.
- http://www.giem.info/article/details/ID/312#.vi_acixInFA.le 16-12-2014.à8 :20.
- [http:// www.iefpedia.com/.../](http://www.iefpedia.com/.../) le :4-3-2015 ;à 9 :48
- [http:// www.boulemkahel.yolasite.com/.../](http://www.boulemkahel.yolasite.com/.../) le 8-3-2015 ;à 8 :30.
- [http:// www.iefpedia.com/arab/.../](http://www.iefpedia.com/arab/.../) le 10-3-2015 ; à 13 :26.
- <http://www.mida.gov.my/home/banking,-finance-&-exchange-administration/posts/?lg=ARB> ;le09-05-2015 ;9 :00.
- Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market by the securities commission -200.7
- [http:// www.gulfbase.com/ar/gcc/aboutgcc?pageid=93](http://www.gulfbase.com/ar/gcc/aboutgcc?pageid=93),le15-05-2015,17:00.