



الجمهورية العربية السورية

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم الاقتصاد والتخطيط

المرتكزات الأساسية لقيام سوق أوراق مالية (دراسة مقارنة)

The Main Basics for Establishing Stock Exchange

"Comparative Study"

قدمت هذه الأطروحة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة
الدكتوراه في الاقتصاد من كلية الاقتصاد في جامعة دمشق

إعداد الطالب

نبال محمود قصبة

إشراف الأستاذ الدكتور

حسين الفحل

2011/10/13

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنتُمْ مُؤْمِنِينَ﴾

فَإِنْ لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ وَإِنْ تُبْتُمْ فَلَكُمْ رُءُوسُ

أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلُمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ﴾ وَإِنْ كَانَ ذُو عُسْرَةٍ فَنَظِرَةٌ إِلَىٰ مَيْسَرَةٍ

وَأَنْ تَصَدَّقُوا خَيْرٌ لَّكُمْ إِن كُنتُمْ تَعْلَمُونَ﴾

سورة البقرة، آيات (278-279-280)

شكر و تقدير

أتقدم بجزيل الشكر والعرفان للدكتور حسين الفحل الذي أشرف على هذا العمل ولم يبخل بأي جهد أو نصيحة.

كما أشكر الأساتذة الكرام أعضاء لجنة الحكم المؤلفة من السادة:

الدكتور صالح العلي:

الأستاذ في قسم الاقتصاد- كلية الشريعة- جامعة دمشق

الدكتور يوسف محمود:

الأستاذ في قسم الاقتصاد- كلية الاقتصاد- جامعة تشرين

الدكتور عابد فضليه:

الأستاذ في قسم الاقتصاد- كلية الاقتصاد- جامعة دمشق

الدكتور حسين الفحل:

الأستاذ المساعد في قسم الاقتصاد- كلية الاقتصاد- جامعة دمشق

الدكتور مدين علي:

المدرس في قسم الاقتصاد- كلية الاقتصاد- جامعة دمشق

وذلك على تفضلهم بقراءة البحث وقبول التحكيم، راجياً المولى عز وجل أن يجزيهم عني خير الجزاء.

أيضاً أود أن أشكر الأخ العزيز المهندس سامر النفوري، وذلك لتقويمه قسماً كبيراً من البحث من الناحية اللغوية.

إهداء

إلى سيد العلماء والحكماء من تنزل عليه الوحي بما يفيض على الإنسانية حكمةً وأدباً
وتشريعاً متقناً خالداً .

إلى منيع الحب والحنان والعطاء الذي لا ينضب والدتي الحبيبة .

إلى روح والدي العزيز صاحب الأفضال الكثيرة .

إلى جميع إخوتي وأخواتي الأحبة .

إلى من قضيت برفقتها أجمل أيام حياتي زوجتي الغالية .

إلى مہجة قلبي ابنتي عفاف الصغيرة .

ملخص البحث

يتألف هذا البحث من ستة فصول، تتناول الفصول الأربعة الأولى منه بالدراسة المقارنة كلاً من الأسواق المالية التقليدية والأسواق المالية الإسلامية من منظور واسع نسبياً يشمل المصارف وشركات التأمين وصناديق الاستثمار بأشكالها المختلفة لكونها أهم اللاعبين الأساسيين في هذه الأسواق، وكذلك الأدوات المالية المتداولة فيها كالأسهم والسندات والصكوك والمشتقات المالية بمختلف أنواعها، مع التأكيد على أهم إيجابيات وسلبيات كل منها.

أما الفصل الخامس فقد خصص لدراسة وتحليل دور المؤسسات والأدوات المالية في الأزمة المالية العالمية الراهنة، ومن ثم إيراد مجموعة من الحلول التقليدية والإسلامية المقترحة لهذه الأزمة، وقد ميز بين الحلول العلاجية والحلول الوقائية لتجنب مثل هذه الأزمات مستقبلاً.

وأخيراً عقد الفصل السادس لكي يختبر رياضياً أثر الانتقال من نظام اقتصادي تقليدي إلى نظام اقتصادي يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية على الناتج المحلي الإجمالي المرغوب، وذلك بعد أن اقترح الباحث طريقة جديدة لقياس هذا الناتج Desirable Gross Domestic Production (DGDP) وأعاد تطبيق معادلات الناتج المحلي الإجمالي وفقاً لهذه الطريقة.

وقد تم ختام البحث باستعراض نتائج اختبار فرضياته، وتلخيص أهم المرتكزات الأساسية لقيام سوق أوراق مالية تقليدية و أخرى إسلامية مع أهم الفوارق الأساسية بينهما، و ذكر أهم النتائج التي توصل إليها الباحث. وأبرز هذه النتائج هي أن المؤسسات والأدوات والأسواق المالية بصورتها الحالية لا يمكن أن تكون منيعة ضد الأزمات المالية بأشكالها المختلفة، وأن الانتقال من اقتصاد تقليدي إلى اقتصاد إسلامي يمكن أن يجعل المؤسسات والأسواق المالية أكثر حصانة من هذه الأزمات، ويؤدي إلى زيادة في الناتج المحلي الإجمالي المرغوب.

Abstract

This research consists of six chapters. The first four compare between traditional and Islamic financial markets from wide perspective with all their main players, which contain financial companies (banks, insurance companies, and funds), financial instruments (stocks and bonds), financial derivatives (futures, options, and credit default swaps) and new Islamic financial instrument (sukuk). This research highlights pros and cons of the previous items as well.

The fifth chapter is devoted to study and analyze the role of financial institutions and instruments in the current global financial crisis, and provide a set of both traditional and Islamic solutions. Preventive and curing solutions to avoid such crises in the future were contrasted.

Finally, the six chapter experimented mathematically the effect of converting from traditional economic system to an Islamic one on Desirable Gross Domestic Production (DGDP) after the researcher had suggested a new method to measure this (DGDP), and reapplied the (DGDP) equations according to the new measuring method.

The research is concluded by reviewing the results of its hypotheses experimentations, and summarizing the most important basics of both traditional and Islamic financial markets evolving with the main differences between them, and mentioning The most important results that the researcher reached. The most prominent results are that the financial institutions, instruments and markets in their current form cannot be immune against different financial crises, and that converting from traditional economy into an Islamic one can make financial institutions and markets more resistant to these financial crises, and rise the (DGDP).

فهرس المحتويات	
الصفحة	المرتکزات الأساسية لقيام سوق أوراق مالية ((دراسة مقارنة))
أ	صفحة العنوان
ب	آية قرآنية
ج	شكر وتقدير
د	إهداء
هـ	ملخص البحث باللغة العربية
و	ملخص البحث باللغة الإنجليزية
ز-ص	الفهرس
ج	قائمة بالجداول
د	قائمة بالأشكال
1	مقدمة
3	مشكلة البحث
4	أهمية البحث
4	أهداف البحث
5	فرضيات البحث
5	الدراسات السابقة
9	منهج البحث
21-10	الفصل الأول الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد التقليدي دراسة مقارنة من حيث التعريف وأهم الفوارق الأساسية
11	المبحث الأول: تعريف
13	المبحث الثاني: الأحكام الشرعية التي تميز الاقتصاد الإسلامي
13	النوع الأول: الأحكام والمبادئ الثابتة
15	النوع الثاني: الأحكام والمبادئ المتغيرة
16	النوع الثالث: الأحكام والمبادئ المستجدة

16	المبحث الثالث: أهم ما يميز المبادئ التي تحكم النظام الاقتصادي الإسلامي
17	أ) تتفرد هذه الأحكام والمبادئ بصفة الكمال
17	ب) تتسم مبادئ الاقتصاد الإسلامي بصفة الوسطية
20	ج) تتصف مبادئ الاقتصاد الإسلامي بصفة الشمول
20	د) تتفرد مبادئ الاقتصاد الإسلامي بصفة الإعجاز
21	هـ) تجمع مبادئ الاقتصاد الإسلامي بين الثبات والتطور
21	و) تتصف مبادئ الاقتصاد الإسلامي بصفة الواقعية
21	ز) تراعي مبادئ الاقتصاد الإسلامي الجانب الإنساني
30-22	الفصل الثاني مفهوم الأسواق المالية وتقسيماتها
28-23	المبحث الأول الأسواق المالية تعريفها ووظائفها وتقسيماتها
23	أ) تعريف الأسواق المالية
24	ب) تعريف بورصة الأوراق المالية
25	ج) نشأة السوق المالية
26	د) وظائف السوق المالية
27	هـ) تقسيم الأسواق المالية
28	و) السياسات التي تحكم السوق
31-29	المبحث الثاني مؤشرات الأسواق المالية
29	أ) أهميتها
29	ب) أسلوب بناء المؤشر
30	ج) أنواعها
31	د) مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية

82-33	الفصل الثالث الأصول المالية المتداولة في الأسواق المالية التقليدية والإسلامية (دراسة مقارنة)
43-34	المبحث الأول الأسهم والسندات
34	المطلب الأول: الأسهم
34	أ) الأسهم التقليدية
34	ب) الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية
40	المطلب الثاني: السندات
40	أ) السندات التقليدية
43	ب) السندات غير التقليدية (بدون فوائد)
65-44	المبحث الثاني الصكوك الإسلامية
44	أ) التعريف بالصكوك الإسلامية
45	ب) آلية عملية التصكيك
46	ج) أسباب عملية التوريق
49	د) خصائص الصكوك
50	هـ) أوجه التشابه والفرق بين الصكوك والأسهم والسندات
51	و) أهم ما يميز الصكوك الإسلامية عن السندات التقليدية
51	ز) أنواع الصكوك الإسلامية وتصنيفها
59	ح) أهم عوائق انتشار الصكوك
64	ي) تطور الصكوك

80-68	المبحث الثالث المشتقات المالية
68	المطلب الأول: عقود المستقبلات وبدائلها الإسلامية
68	أ) عقود المستقبلات (Futures)
69	ب) البديل الإسلامي لعقود المستقبلات
73	المطلب الثاني: عقود الاختيارات وبدائلها الإسلامية
73	أ) عقود الاختيارات (Options)
74	1) أنواع عقود الاختيار
75	2) طرق تنفيذ عقود الاختيارات
76	3) سبب التعامل بعقود الاختيارات
76	4) عقود الاختيار على المؤشر
76	5) محاذير عقود الاختيار
77	ب) البديل الإسلامي لعقود الخيارات
79	المطلب الثالث: عقود المبادلات والبدائل الإسلامية
79	أ) عقود المبادلات (Swaps)
80	ب) البدائل الإسلامية لعقود المبادلات غير القابلة للسداد
82-81	المبحث الرابع عقود المضاربة بالهوامش والبيع على المكشوف
81	أ) عقود المضاربة بالهوامش و البيع على المكشوف
81	1) عقود البيع على المكشوف
81	2) عمليات المضاربة بالهوامش
82	ب) بدائل عقود البيع على المكشوف و المضاربة بالهامش

130-83	الفصل الرابع المؤسسات المالية التقليدية والمؤسسات المالية الإسلامية
114-84	المبحث الأول المصارف
84	المطلب الأول: المصارف التقليدية:
84	(أ) تعريف المصارف التقليدية
84	(ب) تاريخ المصارف التقليدية
85	(ج) آلية عمل المصارف التقليدية وطريقة خلقها للنقود
99	المطلب الثاني: المصارف الإسلامية
99	(أ) نشأة المصارف الإسلامية
100	(ب) تعريف المصارف الإسلامية
101	(ج) أهداف المصارف الإسلامية
101	(د) بواعث إنشاء المصارف الإسلامية
101	(هـ) القاعدتان الأساسيتان اللتان يلتزم المصرف الإسلامي بتحقيقهما
102	(و) أهم ما يميز المصارف الإسلامية
104	(ز) الأعمال والأنشطة التي تقوم بها المصارف الإسلامية
104	(ح) صيغ التمويل الإسلامي
107	(ط) مخاطر صيغ التمويل في المصارف الإسلامية
108	(ي) الخدمات المقدمة من قبل المصارف الإسلامية
109	(ك) أوجه الاتفاق والاختلاف بين المصارف الإسلامية و التقليدية

118-114	المبحث الثاني شركات التأمين
114	المطلب الأول: نشأة التأمين التقليدي وتعريفه ووظائفه
114	(أ) نبذة تاريخية عن التأمين
114	(ب) تعريف عقد التأمين
114	(ج) العناصر الأساسية لعقد التأمين وأبرز خصائصه وأركانه
115	(د) وظائف التأمين
115	(هـ) أنواع التأمين
116	(و) أنواع شركات التأمين من حيث الموضوع
116	(ز) مصادر أموال شركات التأمين واستخداماتها
117	المطلب الثاني: التأمين التعاوني
118	المطلب الثالث: التأمين الإسلامي
118	(أ) أركان عقد التأمين الإسلامي
118	(ب) الفوارق الأساسية بين التأمين التجاري والتأمين الإسلامي
130-121	المبحث الثالث صناديق الاستثمار
121	المطلب الأول: تعريف صناديق الاستثمار
123	المطلب الثاني: الفرق بين صناديق الاستثمار والشركات الاستثمارية وشركات الوساطة
123	المطلب الثالث: أنواع صناديق الاستثمار
128	المطلب الرابع: توزيع الصناديق الاستثمارية
129	المطلب الخامس: مزايا ومثالب صناديق الاستثمار
129	(أ) مزايا الصناديق الاستثمارية على مستوى المستثمرين
129	(ب) مزايا الصناديق الاستثمارية على مستوى الاقتصاد الوطني
130	(ج) مثالب الصناديق الاستثمارية على المستوى الوطني
130	المطلب السادس: صناديق الثروة السيادية (Sovereign Wealth Fund)

181-134	الفصل الخامس المؤسسات والأدوات المالية الإسلامية كبديل مقترح لنظيرتها التقليدية للوفاية من الأزمات المالية الأزمة المالية العالمية 2007-2011 "حالة عملية"
158-135	المبحث الأول حجم الأزمة المالية العالمية وتداعياتها
136	المطلب الأول: حجم الأزمة
136	المطلب الثاني: بداية الأزمة
140	المطلب الثالث: تشكل فقاعة أسعار العقارات وسندات الرهن العقاري
146	المطلب الرابع: ظهور بؤر الأزمة وتداعياتها وأبرز ضحاياها
153	المطلب الخامس: دور المشتقات المالية في الأزمة
175-159	المبحث الثاني الأسباب المباشرة لأزمة الرهن العقاري
159	(أ) الإفراط في حجم الإقراض العقاري
159	(ب) حزم وتداول السندات (Securitization Mortgages)
159	(ج) نزاع الملكية العقارية
162	(د) نقص الشفافية والرقابة عند إصدار وتصنيف وتداول سندات الرهن العقاري
162	(هـ) ملائمة الإطار القانوني والتشريعي
162	(و) إفلات المؤسسات المالية المتعاملة في سندات الرهن العقاري من الرقابة
163	(ز) صعوبة فهم الأدوات المالية (التعقيد)
163	(ح) تشجيع الحكومة الأمريكية سياسة التراخي في شروط منح القروض
163	(ط) الابتكار المالي
164	(ي) تجزئة الرقابة
164	(ك) تقدير متدن لدرجة المخاطر المرتفعة المرتبطة بسندات الرهن العقاري

164	ل) زيادة نسبة القروض إلى رأسمال المؤسسات المالية
168	م) فشل نظام إدارة المخاطر
168	ن) انتشار المشتقات المالية خارج حدود الرقابة
168	س) عدم دقة النماذج الرياضية المتبعة في التصنيف الائتماني
170	ع) منح سندات الرهن العقاري تصنيفات ائتمانية مرتفعة لا تستحقها
171	ف) الإفراط في عمليات توريق وبيع الديون
172	ص) دفع المكافآت كنسبة من الدخل بغض النظر عن المخاطر
173	ق) سياسة تخفيض الدولار التي اتبعتها الولايات المتحدة الأمريكية
181-174	المبحث الثالث الحلول الممكنة لأزمة الرهن العقاري
174	المطلب الأول: الحلول التقليدية للأزمة المالية العالمية
174	أ) منع تداول سندات الرهن العقاري
174	ب) تأمين المؤسسات المالية أو تركها تواجه مصيرها
175	ج) برنامج مشاركة تمويل الراهنين
175	د) إيقاف عمليات حجز الرهن العقاري
175	هـ) استخدام أموال الصناديق السيادية لشراء الأصول عالية المخاطرة
176	المطلب الثاني: الحلول الإسلامية للأزمة المالية العالمية
176	أ) ربط الدورة النقدية بالدورة السلعية عبر التخلي عن الربا في جميع المعاملات المالية وإحياء صيغ التمويل الإسلامي المختلفة
178	ب) منع المصارف من عملية خلق النقود الائتمانية من العدم
178	ج) إحياء نظام الحسبة على الأسواق
179	د) حظر المشتقات المالية و العقود التي يترتب عليها مقامرة أو غرر
179	هـ) منع عمليات توريق وبيع الديون
179	و) عدم السماح مجدداً لعملة أي دولة بأن تكون وطنية الإصدار وعالمية الانتشار بنفس الوقت

201-182	الفصل السادس التوازن الاقتصادي الكلي في الاقتصاد التقليدي والاقتصاد الإسلامي
190-183	المبحث الأول التوازن الاقتصادي التقليدي الكلي باستخدام معدلات الناتج المحلي الإجمالي
183	أ) مفهوم التوازن الاقتصادي وتطوره
183	ب) تطبيق نماذج التوازن على المستوى الكلي من وجهة نظر كنزوية
201-191	المبحث الثاني تطبيق نماذج التوازن على المستوى الكلي من وجهة نظر إسلامية
191	أ) مشكلة طريقة قياس الناتج المحلي الإجمالي (GDP)
192	ب) اقتراح مؤشر جديد لقياس الناتج المحلي الإجمالي (WGDP)
202	استعراض نتائج اختبار فرضيات البحث
204	المستلزمات الأساسية لإقامة سوق أوراق مالية
206	نتائج وتوصيات البحث والخاتمة
210	مراجع البحث
210	الكتب العربية
213	كتب اللغة والمعاجم
213	الموسوعات
213	الرسائل الجامعية
213	أبحاث المجالات والنشرات
215	أبحاث الندوات و المؤتمرات المحكمة
217	المواقع الإلكترونية باللغة العربية
218	المواقع الإلكترونية باللغة الإنجليزية
219	الكتب الإنجليزية
219	موسوعات باللغة الإنجليزية
219	تقارير ونشرات ودوريات بالإنجليزية
221	أبحاث وأوراق عمل و مقالات باللغة الإنجليزية
223	ملفات فيديو بالإنجليزية

رقم الصفحة	اسم الجدول	رقم الجدول
31	الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بتاريخ 15-6-2009	1
48	الفروق الجوهرية بين نموذج التوريق الإسلامي ونموذج التوريق التقليدي	2
70	عقد مستقبلات على مادة السكر	3
71	عقد سلم على مادة السكر	4
77	عقود اختيارات شراء على أصول عينية أو مالية أو مؤشرات	5
91	تكرار عمليات السحب والإيداع عندما يكون معدل الاحتياطي الجزئي 10/1	6
93	تخفيض معدل الاحتياطي الجزئي إلى 20/1	7
93	تخفيض معدل الاحتياطي الجزئي إلى 40/1	8
94	عدم وجود احتياطي جزئي	9
110	أهم الفروق الجوهرية بين البنك التقليدي والبنك الإسلامي	10
119	الفوارق الأساسية بين التأمين التجاري والتأمين الإسلامي	11
131	حجم أكبر خمسة عشر صندوقاً سيادياً وتوزعها الجغرافي لعام 2009	12
180	تلخيص لأهم أسباب الأزمة المالية العالمية والحلول التقليدية والإسلامية	13
193	مؤشر التقدم أو الرفاه الحقيقي (Genuine Progress Indicator)	14
205	مرتكزات إقامة سوق أوراق مالية تقليدية وإسلامية	15

رقم الشكل	اسم الشكل	رقم الصفحة
1	تقسيم الأسواق المالية	27
2	تقسم سوق رأس المال من حيث الإصدار	28
3	تصنيف الصكوك وفقاً لطبيعة عقد الإصدار	59
4	إصدار صكوك الحكومات والشركات بمليارات الدولارات الأمريكية خلال الأعوام 2001-2007	65
5	الصكوك التي أصدرت على مستوى العالم وفقاً لنوعها (2001-2007)	66
6	إصدار الصكوك على مستوى دول العالم خلال الأعوام (2001-2007)	66
7	نسبة الكتلة النقدية M1 والكتلة النقدية M3 إلى الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة خلال الفترة الممتدة من عام 1959 وحتى عام 2005	98
8	توضيح صيغة الاستصناع	105
9	توضيح صيغة السلم	105
10	توضيح صيغة المراجعة	106
11	توضيح صيغة الإجارة	106
12	أنواع التأمين	116
13	أبرز مصادر أموال شركات التأمين واستخداماتها	117
14	عدد صناديق الاستثمار وحجم أصولها الصافية حول العالم	122
15	توزع الصناديق حول العالم من حيث عددها وقيمة أصولها في عام 2009	128
16	حجم الصناديق السيادية وتوزيعها عالمياً بمليارات الدولارات لعام 2009	131
17	حجم الديون القومية المتوقع إنفاقها في العالم عام 2009 بمليارات الدولارات	136
18	عدد وحدات البناء الخاصة بالمنجرة والمرخصة كل ثلاثة أشهر في الولايات المتحدة الأمريكية	137
19	مكونات الكتلة النقدية M2 و M3 و MZM بمليارات الدولارات الأمريكية	139
20	تطور معدل أسعار الفائدة لبعض الأصول المالية خلال الفترة الممتدة من بداية عام 1997 وحتى بداية الشهر الثاني لعام 2009	139

21	معدلات الفائدة على قروض السكن التقليدية لمدة 30 عاماً في الولايات المتحدة	140
22	محتوى حزم السندات	143
23	عوامل تشكل فقاعة أسعار العقارات وسندات الرهن العقاري	144
24	معدل البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الأعوام 2009-2000	148
25	دورة التراجع المستمر لأسعار العقارات ودورة التراجع المستمر لحجم السيولة	151
26	حجم الخسائر المباشرة لمجموعة من المؤسسات المالية بمليارات الدولارات	152
27	حجم المشتقات المالية على مستوى العالم (نيسان 2009)	157
28	قيمة أصول أكبر خمسة بنوك أمريكية والمشتقات المالية التي تديرها (2009)	158
29	نزع ملكية العقارات المرهونة في أمريكا في الفترة الممتدة من الربع الأول عام 2006 وحتى الربع الأول عام 2008	160
30	أنواع الرهون العقارية المقدمة وفقاً لدرجة ملاءة المقرضين من عام 2008	161
31	نسبة الديون إلى الأصول المملوكة (Leverage)	167
32	دائرة تدفق الدخل في نموذج بسيط يحوي قطاع الأعمال وقطاع الأسر	184
33	دائرة تدفق الدخل في نموذج بسيط يحوي قطاع الأعمال وقطاع الأسر إضافة إلى الإنفاق الحكومي و كلاً من الاستثمار والادخار	185
34	مخطط توازن الناتج المحلي الإجمالي وفقاً لطريقة الإنفاق	187
35	نموذج الطلب والعرض الكلي مع نموذج المضاعف	189
36	الناتج المحلي مع نموذج المضاعف	190
37	مقارنة حصة الفرد الواحد من الناتج المحلي الإجمالي GDP ومؤشر الرفاه الحقيقي GPI في الولايات المتحدة (الأرقام بالدولار وبأسعار 1992 الثابتة)	194
38	مخطط توازن الناتج المحلي الإجمالي المرغوب وفقاً لطريقة الإنفاق	197
39	متوسط استهلاك الفرد البالغ من الكحول باللتر في عام 2003 في بعض الدول متقاربة الدخل من حيث القوة الشرائية	199
40	نموذج المضاعف الكنزي في اقتصاد لا ربوي	200

بسم الله الرحمن الرحيم

مقدمة:

يعتبر البحث في موضوع الأسواق المالية من الأبحاث الشائكة في الاقتصاد وذلك لحساسية الأسواق المفرطة تجاه أي من المتغيرات الاقتصادية وغير الاقتصادية التي تحدث بشكل مستمر، فالأسواق المالية تعكس عادةً معظم التغيرات الإيجابية والسلبية التي تترافق مع النشاط الاقتصادي ولذلك تسمى مرآة الاقتصاد. ولهذا قد يكون من غير المناسب أن تدرس الأسواق المالية بمعزل عن الأطراف الأخرى التي تؤثر وتتأثر بها بشكل كبير. ولذلك سيتناول هذا البحث الأسواق المالية من منظور واسع نسبياً يشمل المصارف وشركات التأمين وصناديق الاستثمار بأشكالها المختلفة بصفتهم أهم اللاعبين في هذه الأسواق، وكذلك الأدوات المالية المتداولة فيها من منظور تقليدي وإسلامي، مع التأكيد على أهم مزايا وسلبيات كل منها، يسبق ذلك التفريق بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد التقليدي من حيث التعريف وبيان أهم ما يميز الاقتصاد الإسلامي، وكذلك الاستفادة من تطور بعض نماذج الاقتصاد التقليدي وتطبيقها على الاقتصاد الإسلامي لاختبار أثر الانتقال من اقتصاد تقليدي إلى اقتصاد إسلامي على الناتج المحلي الإجمالي.

وقد تزامنت فترة إعداد هذا البحث مع أزمة الرهن العقاري الأمريكية والتي تفاقمت وأصبحت أزمة مالية عالمية كبيرة امتدت تداعياتها وآثارها السلبية حتى الآن لتشمل جميع دول العالم وأصبحت شاهداً جديداً على فشل النظام المالي و النقدي الحالي في التنبؤ بأوقات تشكل وانفجار فقاعات الأصول المالية بأنواعها المختلفة أو منع انتشارها أو حتى القدرة على تحديد أبعادها ومعرفة تداعياتها، وكذلك أصبحت مثلاً جديداً على فشل الأسواق المالية في أن تكون مرآة جيدة للاقتصاد إذ أن هذه المرآة لازالت تعاني حتى الآن من التحدب أحياناً والتقعير أحياناً أخرى، ودليلاً على أن بعض العقود و المعاملات التي تجري في الأسواق المالية و كذلك بعض الأصول المالية المتداولة فيها هي معاملات وأصول ضارة بالاقتصاد ومحفزة لحدوث الأزمات. لذلك تم إضافة فصل يحلل أسباب هذه الأزمة وسبل علاجها وأهم الدروس المستفادة منها.

شمل البحث جميع المسائل سالفة الذكر من خلال ستة فصول، بحث الفصل الأول الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد التقليدي واحتوى على ثلاثة مباحث، خصص المبحث الأول للتعريف والمقارنة النظرية، ومن ثم شرح مفهوم الاقتصاد الإسلامي من وجهة نظر الباحث. وتناول المبحث الثاني تقسيمات الأحكام الشرعية التي يتسم بها الاقتصاد الإسلامي. أما المبحث الثالث والأخير في هذا الفصل فميز الأحكام الشرعية سالفة الذكر والتي تحكم النظام الاقتصادي الإسلامي عن الأسس والمبادئ الخاصة بالأنظمة الرأسمالية والأنظمة الاشتراكية.

واحتوى الفصل الثاني كذلك مبحثين، تحدث المبحث الأول عن مفهوم الأسواق المالية وتعريفها ووظائفها وتقسيماتها، بينما تناول المبحث الثاني مؤشرات الأسواق المالية من حيث تعريفها وأهميتها وأنواعها، وطريقة حساب مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية.

وبحث الفصل الثالث أهم الأصول المالية المتداولة في الأسواق المالية التقليدية والأسواق المالية الإسلامية من خلال أربعة مباحث خصص المبحث الأول للتعريف بأسهم الشركات التقليدية مقارنة بأسهم الشركات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وأهم ضوابطها، وكذلك التعريف بالسندات التقليدية وأهم أنواعها. أما المبحث الثاني فخصص للتعريف بالصكوك الإسلامية وآلية عملية التصكيك، وأبرز الخصائص المميزة للصكوك، وأوجه التشابه والاختلاف بينها وبين الأسهم والسندات، وكذلك أنواعها وضوابطها الشرعية. أما المبحث الثالث فتحدث عن المشتقات المالية من خلال ثلاثة مطالب خصص المطلب الأول للتعريف بعقود المستقبلات وأهم بدائلها المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. وخصص المطلب الثاني للتعريف بعقود الاختيارات وأهم مزاياها وأنواعها وأسباب التعامل بها ومدى توفر بدائل متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. وتناول المطلب الثالث بالمبحث والتعريف بمبادلات القروض غير القابلة للسداد ومدى إمكانية وجود بدائل متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. أما المبحث الرابع والأخير فقد خصص للتعريف بأهم العقود التي تجري في أسواق المال التقليدية وهي البيع على المكشوف والمضاربة بالهامش، ومن ثم قدم بديلاً إسلامياً لها.

وتتناول الفصل الرابع بالدراسة المقارنة أهم المؤسسات المالية المؤثرة والمتأثرة بالأسواق المالية من خلال ثلاثة مباحث، خصص المبحث الأول للمقارنة بين المصارف التقليدية والمصارف الإسلامية من حيث تعريفها ونشأتها وآلية عملها وأهم أنشطتها وأهم سلبيات وإيجابيات كل منها، وأوجه الاتفاق والاختلاف بينها. وخصص المبحث الثاني للمقارنة بين شركات التأمين التقليدية والإسلامية من حيث تعريفها ونشأتها وأركان عقودها والفروق الأساسية بينها. وخصص المبحث الثالث والأخير في هذا الفصل للتعريف بصناديق الاستثمار وبأنواعها ومزاياها ومثالبها وكذلك التعريف بصناديق الثروة السيادية.

أما الفصل الخامس فقد خصص لدراسة وتحليل دور المؤسسات والأدوات المالية في الأزمة المالية العالمية الراهنة والبدائل الإسلامية المقترحة، وذلك من خلال ثلاثة مباحث خصص المبحث الأول للتعريف بالأزمة المالية العالمية من خلال تقدير حجمها ومدى تأثيرها. وتناول أيضاً أزمة الرهن العقاري وآلية تشكل فقاعة أسعار العقارات وطريقة حزم وتوريق سندات الرهن العقاري ومزايا حزم السندات ومصادر تمويلها وآلية وأسباب انتشارها وأبرز ضحاياها، وكذلك دور عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد في هذه الأزمة، بينما حلل المبحث الثاني أهم الأسباب المباشرة لأزمة الرهن العقاري. وأورد المبحث الثالث مجموعتين من الحلول التقليدية والإسلامية المقترحة لهذه الأزمة، وميز بين الحلول العلاجية والحلول الوقائية لتجنب مثل هذه الأزمات مستقبلاً.

وأخيراً عقد الفصل السادس من البحث لكي يختبر رياضياً أثر الانتقال من نظام اقتصادي تقليدي إلى نظام اقتصادي يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية أو بالعكس، وقسم لمبحثين تناول المبحث الأول مفهوم التوازن الاقتصادي الكلي وتطوره وفقاً للنظرية الكنزية وأهم النماذج الرياضية التي تقيس الناتج المحلي الإجمالي ممثلاً بالمخطط البسيط الذي يبين توازن الناتج المحلي الإجمالي وفقاً لطريقة الإنفاق، ومن ثم إدخال نموذج المضاعف في حسابات الناتج المحلي الإجمالي. أما المبحث الثاني فنناقش مثالب الطريقة التي يقاس فيها الناتج المحلي الإجمالي بشكله المعروف حالياً وأهم بدائل القياس المقترحة من قبل بعض الباحثين، ومن ثم اقترح الباحث طريقة جديدة لقياس الناتج المحلي الإجمالي (المرغوب) وأعاد تطبيق معادلات الناتج المحلي الإجمالي وفقاً لطريقة القياس الجديدة ليبين الفرق بين الانتقال من اقتصاد تقليدي إلى اقتصاد إسلامي أو العكس.

وتم ختام البحث باستعراض نتائج اختبار فرضياته، وتلخيص أهم المرتكزات الأساسية لقيام سوق أوراق مالية تقليدية وإسلامية مع أهم الفوارق الأساسية بينهما، و أهم النتائج التي توصل إليها الباحث.

مشكلة البحث:

يرى الاقتصاديون المؤيدون للاقتصاد الإسلامي أنه بعد الانتشار الواسع والنجاح الملحوظ الذي حققته الكثير من المنشآت المالية التي تعتمد في إدارة أعمالها على أسس ومبادئ الشريعة الإسلامية، وقدرة هذه المنشآت على مواكبة التطور الحاصل في معظم طرق وأساليب المبادلات النقدية، علاوة على ابتكارها مجموعة كبيرة من الخدمات المالية والنقدية المتميزة، يرون أنه أصبح من المهم جداً أن تعطى هذه المنشآت دوراً محورياً في الاقتصاد الوطني، خاصةً وأنها تلقى ترحيباً كبيراً من قبل شريحة واسعة من أفراد المجتمع. إلا أن اقتصاديين آخرين يعتقدون أنه لا مكان اليوم لاقتصاد يقوم على أسس ومبادئ إسلامية تعارض تياراً اقتصادياً عالمياً يشكّل فيه سعر الفائدة حجر الأساس، ومن الحكمة الاندماج في هذا الاقتصاد. ويمكن أن تلخص مشكلة البحث في السؤال التالي:

هل تطبيق مبادئ الاقتصاد الإسلامي على الأسواق والمؤسسات والأدوات المالية يجعلها تعمل بشكل أكثر كفاءة وحصانة ضد الأزمات المالية بأنواعها المختلفة ويؤثر إيجاباً على نمو الناتج المحلي الإجمالي؟

أهمية البحث:

من الواضح أن هناك شريحة من أفراد المجتمع ترفض التعامل مع أي منشأة أو سوق مالية تخالف في أي من معاملاتها مبادئ الشريعة الإسلامية، هذا يقتضي بالضرورة البحث عن خدمات مالية متميزة تلبي متطلبات هذه الشريحة بغض النظر عن مدى أهمية هذه الخدمات طالما أن لها سوقاً. ونظراً للدور الإيجابي الكبير الذي تلعبه المؤسسات والأسواق المالية في الاقتصاد، فقد يكون من الحكمة زيادة أشكال هذه المؤسسات والأسواق المالية فيما لو تبين أن هذا التوسع سيعود بالنفع على الاقتصاد الوطني ككل. وسيقدم هذا البحث تصوراً لدور المؤسسات والأسواق المالية التي تقوم على مبادئ الشريعة الإسلامية في زيادة النمو والاستثمار والصعوبات التي قد تواجه إقامة مثل هذه الأسواق، والمتطلبات الأساسية لقيام سوق أوراق مالية إسلامية ومدى أهمية هذه السوق مقارنة بالأسواق التقليدية.

ويرتقب من هذه الدراسة أن تكون مفيدة من حيث أنها تساهم في دعم الأساس الفكري الذي يستند إليه صناع السياسة المالية والنقدية عند رسمهم للخطط والأهداف الاقتصادية والاجتماعية، سيما وأن الأبحاث المقدمة في هذا المجال ليست كثيرة.

أهداف البحث:

لعل من أهم أهداف البحث ما يلي:

- تحديد أبرز نقاط القوة والضعف التي تميز كلاً من المؤسسات والأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية التقليدية من جهة والمؤسسات والأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية الإسلامية من جهة أخرى، تبعاً لآليات المقارنة المعللة.
- اقتراح الصكوك الإسلامية كأداة من أدوات التمويل في سورية إن تبين أنها أنسب من أدوات التمويل الأخرى .
- بيان أهم مكامن الخلل والقصور في بعض المعاملات والأدوات المالية التقليدية الضارة والتي تسبب الأزمات بأنواعها المختلفة ومحاولة تقديم بدائل أفضل.
- محاولة تشخيص أسباب الأزمة المالية العالمية وآلية انتشارها وذلك لاستخلاص أبرز الدروس المستفادة منها، واقتراح حلول تقليدية وحلول إسلامية مع التركيز على مزايا كل منها.
- تقديم مقترح لمؤشر جديد يقيس الناتج المحلي الإجمالي (المربوب) (DGDP) Desirable Gross Domestic Product يعمل بشكل رديف لمؤشر الناتج المحلي الإجمالي التقليدي المعروف (GDP) Gross Domestic Product.
- تقديم نموذج يختبر بشكل تفسيري نتائج الانتقال من اقتصاد تقليدي إلى اقتصاد إسلامي وبالعكس على الناتج المحلي الإجمالي.

فرضيات البحث:

الفرضية الأولى: يوجد بدائل مناسبة تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية لجميع الأصول والعقود المالية التقليدية الضارة .

الفرضية الثانية: تبدي المؤسسات والأدوات المالية الإسلامية قدرة أكبر من المؤسسات والأدوات المالية التقليدية على المساهمة في التخفيف من حدة الدورات الاقتصادية.

الفرضية الثالثة: تبدي المؤسسات والأدوات المالية الإسلامية قدرة أكبر على مواجهة الأزمات المالية مقارنةً بالمؤسسات والأدوات المالية التقليدية.

الفرضية الرابعة: يؤثر غياب بعض المؤسسات المالية التي تتعامل وفقاً لمبادئ وأسس الشريعة الإسلامية سلباً على تطور الناتج المحلي الإجمالي.

الفرضية الخامسة: تؤدي إقامة سوق أوراق مالية تتعامل وفقاً لأسس ومبادئ الشريعة الإسلامية، إلى زيادة معدلات النمو والاستثمار.

الدراسات والجهود السابقة:

يوجد مجموعة كبيرة من الأبحاث والكتب و الدراسات التي تناولت كلاً من المؤسسات والأسواق المالية التقليدية والمؤسسات والأسواق المالية الإسلامية، إلا أن الدراسات المقارنة ليست كثيرة، منها على سبيل المثال الكتب والأبحاث الآتية:

(1) تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، محمد وجيه حنيني، 2010¹:

مثل هذا البحث دراسة تطبيقية لإمكانية تحويل بورصة ما من العمل بالشكل التقليدي إلى العمل المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وقد طبقت على بورصة عمان للأوراق المالية، وتمت معالجة الموضوع من خلال إطار نظري متكامل تلاه جانب إحصائي، وخلصت إلى إمكانية تطبيق هذه الفكرة على الرغم من وجود بعض الصعوبات والمعوقات، وأن الآثار الإيجابية والمردود الاقتصادي والاجتماعي لمثل هذا التحول سوف يكون كبيراً. وقد تميز البحث بالشمول وبوجود جانب عملي تطبيقي اعتمد على الاستبيانات والاستمارات والدراسة الإحصائية.

¹ حنيني محمد وجيه، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، دار النفائس، عمان، ط1، 2010. (بالأصل أطروحة دكتوراه تمت مناقشتها في عام 2009 وقد أجيّزت).

2) سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، (دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا) نبيل خليل طه سمور، 2007¹:

قام الباحث من خلال هذه الرسالة بدراسة حالة البورصة الماليزية المحدودة "سوق رأس المال" كأحد البورصات العالمية التي طبقت أحكام الشريعة الإسلامية على معاملاتها، وقرنها بالبورصات التقليدية الأخرى، وقد احتوت على ثلاثة فصول وضحت أهم خصائصها وسماتها وعوامل نجاحها والأدوات المالية المتداولة فيها، وذلك من خلال الدراسة النظرية والتطبيقية وخلصت إلى وجود فروق جوهرية بين النظرية والتطبيق في إطار عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية، وأنها حققت نجاحاً ملحوظاً بفضل التزامها بمبادئ الشريعة الإسلامية. وقد أوصى الباحث بإعادة النظر ببعض الأدوات المالية المتداولة فيها لكي تصبح شرعية، ولاسيما بعض الصكوك التي تفضي إلى بيع العينة، وأكد على ضرورة استقلال البورصة الإسلامية عن البورصة التقليدية لضمان التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية مئة بالمئة.

3) تحول المصارف التقليدية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، يزن خلف العطيّات، 2007²:

اختبرت هذه الأطروحة إمكانية تحول المصارف التقليدية إلى مصارف إسلامية من خلال التحليل الإحصائي لرأي عينة منتقاة من مجتمع، وذلك لدراسة إمكانية إجراء مثل هذا التحول على بعض المصارف الأردنية، وقد أكدت على إمكانية التحول كلياً للعمل وفق مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية دون وجود آثار سلبية تذكر، والمهم في هذا الصدد هو رغبة كبار المساهمين الصادرة في المصارف التقليدية لإجراء مثل هذا التحول، وقد تعرضت لتجربة أربع مصارف أساسية كانت قد تحولت فعلاً من مصارف تقليدية إلى مصارف إسلامية، وهي تجربة مصرف الجزيرة السعودي، ومصرف الشارقة الإماراتي، ومصرف الإمارات، ومصرف الكويت الدولي.

4) أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مبارك آل سليمان، 2005³:

تناولت هذه الأطروحة نشأة وتعريف الأوراق المالية المعاصرة وأنواعها وأقسامها المختلفة، وطريقة الرقابة على الأسواق ببعديها الفني والشرعي، والأدوات المالية المتداولة فيها، وكذلك العقود والمعاملات التي تجري فيها ولاسيما المستقبلات والخيارات والمضاربة بالهامش والبيع على المكشوف، وقد اتسمت هذه الدراسة بالشمول وميزت الأدوات والعقود المالية المقبولة من الناحية الشرعية، وأهم أسباب تحريم بعض الأدوات والعقود المتداولة في البورصات، وقد خلصت إلى وضع إطار شرعي شامل لجميع العقود والأدوات المتداولة في الأسواق المالية مع أعمال الوساطة، وقد التزمت بقواعد وآراء الفقهاء الشرعية مع الترجيح في كل مسألة من المسائل المطروحة.

¹ نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، الجامعة الإسلامية بغزة، كلية التجارة، قسم إدارة الأعمال، 2007. (رسالة ماجستير تمت مناقشتها في عام 2007 وقد أجيّزت).

² يزن خلف العطيّات، تحول المصارف التقليدية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2007. (أطروحة دكتوراه أجيّزت عام 2007)

³ مبارك آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، ط1، دار كنوز إشبيلية، 2005. (بالأصل أطروحة دكتوراه تمت مناقشتها عام 2005 وقد أجيّزت)

(5) نحو سوق مالية إسلامية، كمال توفيق خطاب، 2005¹:

هو بحث مقدم إلى المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي المنعقد في جامعة أم القرى وذلك في عام 2005، تناول إمكانية إيجاد سوق مالية إسلامية للخيارات والمستقبليات والعقود الآجلة على مستوى المجتمع الإسلامي المحلي والدولي. ومن أجل الوصول إلى هذا الهدف بدأ الباحث بشرح مفهوم الأسواق المالية وأهم الأدوات المتداولة فيها، ومن ثم عرض آليات العمل بالخيارات والمستقبليات والعقود المؤجلة في الأسواق المالية المعاصرة، بغية تقييمها وتطويرها وتعديلها بما يتناسب مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، واستنتج أخيراً أنه من الممكن قيام سوق مالية إسلامية للعقود الآجلة تعمل بضوابط شرعية خاصة، وأن وجود مثل هذه السوق سوف يزيد في كفاءة استخدام الموارد وعدالة توزيعها.

(6) بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، شعبان محمد إسلام البرواري، 2005²:

تناول الباحث في هذا الكتاب طبيعة العمل في البورصة، ووظائفها، والعمليات الجارية فيها من منظور إسلامي، وذلك من أجل تنمية المعاملات التي توافق الشريعة الإسلامية، وبيان ما يمكن تعديله من المعاملات المخالفة. أما المنهج المتبع فيه فهو المنهج الوصفي التحليلي النقدي، حيث عرض آراء علماء الاقتصاد حول العمليات التي تجري في البورصة ومن ثم حل تلك الآراء ونقدها. وفي سبيل التوصل إلى ذلك، اهتم الباحث بالرجوع إلى المصادر والمراجع الأصلية في الفقه الإسلامي للتأصيل الشرعي، وكذلك المراجع المعاصرة التي تتعلق بالاقتصاد الإسلامي، وبعض المصادر الأجنبية، وبذلك جمعت هذه الدراسة بين الأصالة والمعاصرة، لتقديم نظرة إسلامية واعية ومنفتحة حول ما يجري في البورصة من معاملات لا يمكن الاستغناء عنها وفقاً لوجهة نظر الكاتب.

(7) أحكام الأسواق المالية: الأسهم والسندات (ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي)،

محمد صبري هارون، 1999³:

تناول هذا الكتاب مفهوم الأسواق المالية ونشأتها وتطورها وعملياتها ومكانتها في الإسلام وأهميتها في الاقتصاد الوطني والتنمية الاقتصادية من منظور إسلامي، كما عالج بشكل مفصل مفهوم الأسهم والسندات وأنواعها والفرق بينها بشكل عام، وما يوافق منها مبادئ الشريعة الإسلامية. وقد حدد الضوابط العامة للسوق من منظور إسلامي، وسبل وإمكانية تطوير الأدوات المالية المتداولة فيها، وتجربة بعض المؤسسات المالية نحو تطبيق السوق المالية الإسلامية. وقد راعى هذا الكتاب قواعد ومعايير البحث العلمي واتسم بالوضوح والشمول، وخلص إلى مجموعة من النتائج أكدت جميعها على أهمية وجود ضوابط للأدوات المالية بأشكالها المختلفة ولاسيما السندات، والاستفادة من آراء العلماء المسلمين المعاصرين في هذا الموضوع، إلا أنه لم يتعرض كثيراً لموضوع المشتقات المالية.

¹ كمال توفيق خطاب، نحو سوق مالية إسلامية، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي المنعقد في جامعة أم القرى، 2005. ويمكن

تحميله من موقع الباحث: <http://kamalhatab.info/blog/wp-content/uploads/2008/03/sook.pdf>

² محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، ط1، 2005.

³ محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات)، دار النفائس، عمان، ط1، 1999.

8 أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، سمير عبد الحميد رضوان، 1996¹:

تناول هذا الكتاب دور الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية، وناقش موضوع أسواق الأوراق المالية سواء من الجانب التنظيمي أو الجانب الوظيفي، ومساهمة هذه الأسواق في تمكين قوى الإنتاج من القيام بدورها في دفع عجلة التنمية الاقتصادية، وخاصة بعد تعاضد دور هذه الأسواق في الحياة الاقتصادية المعاصرة. وعرض لماهية البورصة ونشأة الأسواق وتطورها ومعايير الكفاءة فيها، وناقش أيضاً موقف الشريعة الإسلامية من مسألة الوسطاء الذين لهم حق التعامل في البورصات، وكذلك موقف الشريعة من بعض البيوع كبيع المزايدة والبيع على المكشوف. وخلص أخيراً إلى بيان أهمية تأسيس سوق إسلامية للأوراق المالية، مع تقديم بعض المقترحات المتعلقة بذلك.

9 الشروط النقدية لاقتصاد الأسواق من دروس الأمس إلى إصلاحات الغد، مورييس آلية، 1993²:

دعا الاقتصادي الفرنسي الشهير (الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد عام 1988) مورييس آليه في هذا البحث إلى ضرورة معالجة النظام النقدي والمالي المعاصر من خلال إصلاح النظام المصرفي، وإصلاح البورصات. حيث بين الآثار السلبية الحالية والمستقبلية المترتبة على الممارسات التي تجري في الأسواق المالية، كالإفراط في تمويل المراهقات، والتسعير المستمر في البورصات، والمراهنة على الأرقام القياسية لأسعار الأصول المالية والانعكاسات النفسية لتقلباتها. وكذلك قدم مقترحات لإصلاح العملة كأداة للتبادل، وانتقد بشدة الطريقة التي تصدر بها المصارف النقود الائتمانية من العدم، والآثار السلبية الكبيرة التي ترافق ذلك متمثلة بمعدلات الاستدانة المتصاعدة والتضخم وسوء توزيع الدخل. وما يميز الكثير من تلك الإصلاحات المقترحة هو أنها تتفق مع ما جاء به الإسلام.

10 إدارة المصارف التقليدية والإسلامية ((مدخل مقارنة))، محمد سويلم، 1987³:

يحتوي هذا البحث على قسمين خُصص قسمه الأول للتحديث بشكل مفصل عن هيكل المصرف التقليدي وسياساته المختلفة المتعلقة بالاستثمار والودائع والسيولة والإقراض ومعاملاته الخارجية ووظائف الإدارة المصرفية فيه. بينما تناول قسمه الثاني أنماط المصارف الإسلامية وسياساتها المختلفة المرتبطة بالاستثمار والودائع والخدمات الإنسانية. وقد بين هذا البحث أوجه التشابه والاختلاف بين أنشطة المصارف التقليدية والمصارف الإسلامية. واتسم بالموضوعية والحياد وقد عرضت فيه الأفكار بشكل واضح ومبسط، كما أرفق بمجموعة كبيرة من نماذج العقود الحقيقية لمجموعة من المصارف تربط الأساس النظري للبحث مع الواقع الفعلي للمعاملات. وقد بحث في مسائل اقتصادية وإدارية أخرى مهمة. أما المنهج المتبع في هذا البحث فهو مزيج من المنهج الوصفي والمنهج التاريخي.

¹ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996.

² مورييس آليه، الشروط النقدية لاقتصاد الأسواق، من دروس الأمس إلى إصلاحات الغد، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية، جدة، ط1، 1413 هـ - 1993 م. (البحث كان بالأصل محاضرة مقدمة من قبل الباحث مورييس آليه قام المعهد بترجمتها ونشرها تحت سلسلة محاضرات العلماء البارزين وذلك في عام 1993م)

³ محمد سويلم، إدارة المصارف التقليدية والمصارف الإسلامية مدخل مقارنة، دار الطباعة الحديثة، القاهرة، 1987.

أهم ما يميز الدراسة الحالية:

إن أهم ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة هو محاولتها التركيز على ضرورة وجود أسواق ومنشآت مالية إسلامية تقدم خدمات مالية ونقدية متميزة تلبي حاجة جميع شرائح المجتمع، طالما أن لهذه الأسواق والمنشآت قبولاً عاماً و أثراً إيجابياً أكبر على النمو الاقتصادي بغض النظر عن الأسباب الدينية التي تدفع هذه الشرائح إلى تفضيل سوق أو مؤسسة مالية ما عن سوق أو مؤسسة مالية أخرى، وقد تم إثبات ذلك في الفصل السادس من البحث من خلال نموذج رياضي مقترح من قبل الباحث يبين أثر الانتقال من اقتصاد تقليدي إلى اقتصاد إسلامي (أو بالعكس) على نمو الناتج المحلي الإجمالي.

كما أنها تتسم بالشمول فهي لم تكتف فقط بدراسة الأصول والعقود والمعاملات المالية التي تجري في الأسواق المالية، وإنما تطرقت أيضاً لدراسة المنشآت المالية الصانعة لمثل هذه الأصول أو المعاملات كالمصارف وشركات التأمين وصناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية مع بيان أوجه التوافق والاختلاف بينها، وذلك بصفتها أحد أهم المرتكزات و المتطلبات الأساسية لإقامة سوق أوراق مالية تقليدية أو إسلامية. كما أنها حللت كذلك أحداث الأزمة المالية العالمية الراهنة لتستخلص منها أهم الدروس والعبر المتعلقة بالموضوع. ولم تكتف بانتقاد بعض العقود والمعاملات والأدوات المالية الضارة المتداولة في الأسواق المالية التقليدية كـ بعض الأبحاث والدراسات سالفة الذكر، وإنما سعت إلى تقديم بعض البدائل المناسبة.

منهج البحث:

سيُتبع في هذا البحث المنهج الوصفي التحليلي، وسيتم جمع البيانات من خلال بعض الأبحاث المنشورة والمواقع الإلكترونية الرسمية لبعض المنشآت المالية، إضافة إلى مجموعة من المراجع العربية والأجنبية وأوراق البحث المحكمة المقدمة إلى بعض المؤتمرات، وكذلك بعض الأبحاث والمقالات المنشورة في المجالات المحكمة و المجالات الشهيرة.

الفصل الأول

الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد التقليدي

دراسة مقارنة من حيث التعريف وأهم والفوارق الأساسية

يأتي هذا الفصل كمقدمة نظرية قبل الدخول في موضوع المقارنة بين مكونات وأدوات الأسواق المالية التقليدية والإسلامية، وكذلك بيان بعض المفاهيم وأوجه التشابه والاختلاف بين الاقتصاد التقليدي والاقتصاد الإسلامي، ويتألف من ثلاثة مطالب:

تناول المطلب الأول مقارنة الاقتصاد التقليدي بالاقتصاد الإسلامي من خلال ذكر التعاريف والسمات المختلفة التي تميز كل منهما، ومن ثم شرح مفهوم الاقتصاد الإسلامي من وجهة نظر الباحث.

وفرق المطلب الثاني بين تقسيمات الأحكام الشرعية التي يتسم بها الاقتصاد الإسلامي وذلك إلى أحكام ثابتة وأحكام متغيرة وأحكام متجددة وأهم ما يميز كل منها.

وتناول المطلب الثالث والأخير في هذا الفصل أهم ما يميز الأحكام الشرعية سالف الذكر والتي تحكم النظام الاقتصادي الإسلامي عن الأنظمة الرأسمالية والاشتراكية.

الفصل الأول

الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد التقليدي

دراسة مقارنة من حيث التعريف وأهم الفوارق الأساسية

المبحث الأول: تعريف:

إن كلمة اقتصاد في اللغة مأخوذة من القصد وهو استقامة الطريق، يقال طريق قصد أي سهل مستقيم¹، والقصد في الشيء خلاف الإفراط، والقصد في المعيشة هو ترك الإسراف من غير تقتير².

أما تعريف علم الاقتصاد: فهو العلم الذي يبحث في كل ما يتعلق بالثروة، والمال، والتكسب، والتملك، والإنفاق. وعلم الاقتصاد يبحث أيضاً في مسائل الإنتاج والاستثمار، ومسائل الانتفاع والخدمات، ومسائل التوفير والادخار، ومسائل الغنى والفقر³.

كما يعرف على أنه العلم الذي يبحث في كيفية استغلال الموارد الاقتصادية النادرة لإنتاج أقصى ما يمكن إنتاجه من السلع والخدمات لإشباع الحاجات الإنسانية بمتطلباتها المادية التي تنسم بالوفرة والتنوع، في ظل إطار معين من القيم والتقاليد والتطلعات الحضارية للمجتمع، وهو أيضاً العلم الذي يبحث في الطريقة التي يوزع بها هذا الناتج الاقتصادي⁴.

أما من الناحية الاصطلاحية فهناك تعاريف متنوعة أخرى لعلم الاقتصاد منها على سبيل المثال أنه: "علم الثروة وقد جاء هذا التعريف على لسان آدم سميث، حينما قال عنه بأنه العلم الذي يبحث وسائل اغتناء الأمم"⁵.

إذاً فمهمة علم الاقتصاد تنصب على تحقيق هدفين أساسيين:

الهدف الأول هو تحقيق أعلى قدر مستطاع من الإنتاج المادي المقبول اجتماعياً وذلك من خلال الاستغلال الأمثل للموارد.

الهدف الثاني هو توزيع هذا الإنتاج للوصول بالرفاهية الإنسانية إلى أعلى مستوى ممكن، بالاستناد إلى نظام للقيم ومعايير للقياس.

¹ إبراهيم أنيس، وآخرون، المعجم الوسيط، مجمع اللغة العربية، دار الدعوة استانبول، ج1، 1989، ص738.

² الفيروز آبادي، مجد الدين محمد بن يعقوب، القاموس المحيط، مؤسسة الرسالة، بيروت، ط5، 1416 هـ - 1996 م، ص 396.

³ أحمد الشرباصي، المعجم الاقتصادي الإسلامي، دار الجيل، بيروت، 1981، ص36.

⁴ محمد أحمد صقر، الاقتصاد الإسلامي مفاهيم ومرتكزات، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، المركز العالمي لأبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، 1980، ص 25.

⁵ محسن بهجت جلال: مبادئ الاقتصاد، دار القلم، بيروت، 1993، ص 8.

تعتبر التعاريف السابقة تعاريف عامة تنطبق على كلمة علم الاقتصاد بجميع الصفات الاقتصادية أو السياسية المرافقة لها، فهي مناسبة تماماً كتعريف لعلم الاقتصاد الرأسمالي أو علم الاقتصاد الاشتراكي أو علم الاقتصاد الإسلامي، فعلم الاقتصاد كغيره من العلوم الإنسانية ما هو إلا نتاج لعلاقات اقتصادية اجتماعية مختلفة ومتشابكة تطورت عبر الزمن في مجتمع ما، وألهمت علماء الاقتصاد اكتشاف الضوابط والأسس التي تنظم هذه العلاقات وتطويرها فيما بعد لتحقيق المنفعة العظمى لهذا المجتمع. وبذلك يمكن أن توضع جميع مساهمات علماء الاقتصاد على اختلاف مشاربهم في خدمة هذا العلم، مع إجراء تعديلات مختلفة تناسب طبيعة المجتمع الذي يحتضن هذه العلاقات، فقد يفشل تطبيق نظام اقتصادي أو سياسة اقتصادية ما في مجتمع من المجتمعات إذا لم يراع طبيعة وتطور العلاقات الاجتماعية والاقتصادية السائدة فيه، مع أنه قد يكون ناجحاً جداً في مجتمع آخر، فالعلاقات الاقتصادية هي التابعة لطبيعة المجتمع وليس العكس، ولعل هذا ما يبرر عدم نجاح الوصفات الجاهزة لصندوق النقد الدولي في معالجة أزمات الدول النامية مثلاً، ويبرر أيضاً فشل بعض الخطط الاقتصادية التي وضعت لبعض دول الجنوب للنهوض باقتصادها، كالفشل غير المتوقع للخطط التنموية التي وضعها عالم الاقتصاد الألماني شخت* للنهوض بالاقتصاد الاندونيسي¹ بعد الحرب العالمية الثانية على الرغم من كل الدقة الفنية التي التزم بها، ووجود وسائل مادية وبشرية كفيلة بتحقيقه في بقعة من أخصب بلاد الأرض وأغناها بالموارد الطبيعية، والنجاح الباهر لهذه الخطط ذاتها عندما طبقت في ألمانيا قبل ذلك، إذ أنه وضع مخططة وفقاً لتجربته الشخصية بوصفه فرداً من المجتمع الألماني؛ بينما كانت تجري خططه في الواقع على أساس معادلة الفرد الاندونيسي.

أما علم الاقتصاد الإسلامي فهو ذلك الجزء من علم الاقتصاد الذي يتوافق مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية وينفذ تعاليمها**، وفيما يلي بعض التعاريف الأخرى المختلفة.

فقد عرفه محمد عبد الله العربي بأنه:

"مجموعة الأصول العامة الاقتصادية التي نستخرجها من الكتاب والسنة، والبناء الاقتصادي الذي نقيمه على أساس تلك الأصول بحسب كل بيئة وكل عصر"².

و عرفه محمد شبرا بأنه:

"ذلك الفرع من المعرفة الذي يساعد على تحقيق رفاهية الإنسان من خلال تخصيص وتوزيع الموارد النادرة بما ينسجم مع التعاليم الإسلامية، وبدون أن يؤدي ذلك بالضرورة إلى تكيل حرية الفرد أو خلق اختلالات مستمرة"³.

* عالم اقتصاد ألماني له فضل بالنهوض بالاقتصاد الألماني خلال الفترة ما بين 1933-1936.

¹ مالك بن نبي، المسلم في عالم الاقتصاد، دار الفكر، دمشق، ط7، 2006، ص ص: 90، 91.

** التعريف من قبل الباحث.

² أحمد العسال، فتحي عبد الكريم، النظام الاقتصادي في الإسلام مبادئه وأهدافه، مكتبة وهبة، القاهرة، 1994، ص 17.

³ محمد عمر شبرا، ما هو الاقتصاد الإسلامي، المعهد الإسلامي للتدريب والبحوث، جدة، 1996، ص 40.

و عرفه كمال خطاب بأنه:

"العلم الذي يبحث في الأحكام الشرعية والحلول الإسلامية للموضوعات والمستجدات والمشكلات الاقتصادية من جهة، ويدرس من جهة أخرى النظريات والقوانين الاقتصادية في ضوء التعاليم والقيم الإسلامية، ويعمل على توظيف ذلك كله من أجل استخدام الموارد بأعلى درجات الكفاءة، وتوزيع المنتجات بأعلى درجات العدالة، بما يؤدي إلى تحقيق أعلى درجات التنمية والرفاهية، والأمن والاستقرار"¹.

وعرفه إسماعيل إبراهيم البدوي بأنه:

" العلم الذي يبحث في نشاط الإنسان في المجتمع من حيث حصوله على الأموال، والخدمات، حسب المنهج الذي رسمته الشريعة الإسلامية للحصول عليها"².

المبحث الثاني: الأحكام الشرعية التي تميز الاقتصاد الإسلامي:

من الواضح أن جميع التعاريف السابقة ركزت على أهمية المبادئ والأحكام الشرعية التي تميز الاقتصاد الإسلامي عن الاقتصاد التقليدي، وهذه المبادئ والأحكام على ثلاثة أنواع³:

النوع الأول: الأحكام والمبادئ الثابتة:

هي الأحكام والمبادئ الثابتة بأدلة قطعية أو راجعة إلى أصل قطعي في الكتاب أو السنة أو الإجماع، وتتميز هذه الأحكام والمبادئ بأنها لا تتغير بتغير الأزمنة والأمكنة، أو بتغير درجة التطور الاقتصادي للمجتمع أو أشكال الإنتاج السائدة فيه، وتطبق على جميع المسلمين من غير عسر ولا مشقة، فهي حاکمة لتصرفاتهم وليست محكومة بأهوائهم⁴، وهي ذات أصول إلهية مؤيدة بنصوص القرآن والسنة التي لا شك بكمالها: «ذَلِكَ الْكِتَابُ لَا رَيْبَ فِيهِ هُدًى لِّلْمُتَّقِينَ»⁵ ومن ثم فإنه لا يجوز الاختلاف فيها أو الخروج عنها، وما عدا ذلك من الأحكام مما لا يرجع إلى أصل قطعي أو ظني فهي من الأحكام غير الشرعية، وأما ما يخالف هذه الأحكام أو يناقضها فهو غير شرعيّ لأنه سيكون من هوى البشر، كتحليل الربا، وبيع الخمر وغير ذلك. ومن هذه الأحكام والمبادئ الثابتة مايلي⁶:

¹ كمال توفيق خطاب، منهجية البحث في الاقتصاد الإسلامي وعلاقته بالنصوص الشرعية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، جدة، م16، عدد2، 2003، ص 10.

² إسماعيل إبراهيم البدوي، عناصر الإنتاج في الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، مجلس النشر العلمي، الكويت، 2006، ص34.

³ غازي غناية، الأصول العامة للاقتصاد الإسلامي، دار الجيل، بيروت، ط1، 1991، ص ص1-3.

⁴ مسفر علي القحطاني، النظام الاقتصادي في الإسلام، بحث اقتصادي مقدم لجامعة الملك فهد للبترول والمعادن، 2003، ص2.

⁵ سورة البقرة، آية رقم 2.

⁶ محمد شوقي الفنجري، المذهب الاقتصادي في الإسلام، الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة، 1986م، ص ص 31-34.

أ) الحرية الاقتصادية المقيدة:

وذلك بتحليل كل أوجه النشاط الاقتصادي التي لا تتعارض مع المصلحة العامة، وتحريم كل ما يلحق الضرر بالغير كحرمة الربا والقمار والغصب والسرقه والخيانة وشهادة الزور والاحتكار.

كما في قوله تعالى: «وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا»¹، وفي قوله تعالى: «يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِنْكُمْ»². وفي قول رسول الله صلى الله عليه وسلم: ((مَنْ اخْتَكَرَ فَهُوَ خَاطِئٌ))³.

ب) المال مال الله والبشر مستخلفون فيه:

وردت في ذلك الكثير من الآيات، منها قوله عز وجل: «وَلِلَّهِ مَا فِي السَّمَاوَاتِ وَمَا فِي الْأَرْضِ»⁴ وكذلك قوله: «وَأَنْفَقُوا مِنْ مَّا جَعَلَكُمْ مُسْتَخْلَفِينَ فِيهِ»⁵. وهذا يؤكد أن ملكية المال الحقيقية لله عز وجل والإنسان ليس سوى مستأمن عليه ومسؤول ممّ اكتسبه وفيه أنفقه.

ج) ضرورة تحقيق العدالة الاجتماعية وضمان حد الكفاية لكل فرد في المجتمع:

وذلك من خلال جعل الزكاة فريضة على كل مسلم ودليها قوله تعالى: «وَالَّذِينَ فِي أَمْوَالِهِمْ حَقٌّ مَعْلُومٌ لِلْسَّائِلِ وَالْمَحْرُومِ»⁶ وفي قوله صلى الله عليه وسلم: ((فَاعْلَمُوهُمْ أَنَّ اللَّهَ افْتَرَضَ عَلَيْهِمْ صَدَقَةً فِي أَمْوَالِهِمْ تُؤْخَذُ مِنْ أَغْنِيَائِهِمْ وَتُرَدُّ عَلَى فُقَرَائِهِمْ))⁷.

د) احترام الملكية الخاصة:

بدلالة آيات وأحاديث كثيرة ومنها قوله تعالى: «لِلرِّجَالِ نَصِيبٌ مِمَّا تَرَكَ الْوَالِدَانِ وَالْأَقْرَبُونَ وَلِلنِّسَاءِ نَصِيبٌ مِمَّا تَرَكَ الْوَالِدَانِ وَالْأَقْرَبُونَ مِمَّا قَلَّ مِنْهُ أَوْ كَثُرَ نَصِيبًا مَفْرُوضًا»⁸ وقوله عليه الصلاة والسلام: ((كُلُّ الْمُسْلِمِ عَلَى الْمُسْلِمِ حَرَامٌ دَمُهُ وَمَالُهُ وَعِرْضُهُ))⁹.

ه) الدعوة إلى التنمية الاقتصادية الشاملة:

سخر الله تعالى السماوات والأرض للإنسان ليستغلها وينعم بخيراتها حتى أنه اعتبر ذلك واجباً على الإنسان ودليل ذلك قوله تعالى:

«هُوَ أَنْشَأَكُمْ مِنَ الْأَرْضِ وَاسْتَعْمَرَكُمْ فِيهَا فَاسْتَغْفِرُوهُ ثُمَّ تُوبُوا إِلَيْهِ إِنَّ رَبِّي قَرِيبٌ مُجِيبٌ»¹⁰

¹ سورة البقرة: آية رقم 275.

² سورة النساء: آية رقم 29.

³ مسلم بن الحجاج أبو الحسين القشيري النيسابوري، صحيح مسلم، تحقيق: محمد فؤاد عبد الباقي الناشر، دار إحياء التراث العربيه، بيروت، ج3، 1991، ص 1227. الحديث رقم (1605).

⁴ سورة النساء: آية رقم 131.

⁵ سورة الحديد: آية رقم 7.

⁶ سورة المعارج: الأيتان رقم 25، 24.

⁷ محمد بن إسماعيل أبو عبد الله البخاري الجعفي، صحيح البخاري، تحقيق: محمد زهير بن ناصر الناصر، دار طوق النجاة، ط1، 1422هـ، ج2، ص104، رقم الحديث (1395).

⁸ سورة النساء: آية رقم 7.

⁹ مسلم بن الحجاج أبو الحسين القشيري النيسابوري، صحيح مسلم، مرجع سابق، ج20، 1991، ص 261. الحديث رقم (12981).

¹⁰ سورة هود: آية رقم 61.

وقوله تعالى:

﴿إِذَا قُضِيَتِ الصَّلَاةُ فَانْتَشِرُوا فِي الْأَرْضِ وَابْتَغُوا مِنْ فَضْلِ اللَّهِ وَاذْكُرُوا اللَّهَ كَثِيرًا لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ¹﴾

وقد تجلى ذلك أيضاً بوضوح في قول الرسول عليه الصلاة والسلام:

((إِنْ قَامَتِ السَّاعَةُ وَبَيَدِ أَحَدِكُمْ فَسِيلَةٌ فَإِنْ اسْتَطَاعَ أَنْ لَا يَقُومَ حَتَّى يَغْرِسَهَا فَلْيَفْعَلْ))².

(و) واجب ترشيد الاستهلاك والإنفاق:

نهى الله عز وجل عباده عن إمساك أيديهم عن الإنفاق في شتى سبل الخير كما نهاهم عن أن يكون هذا الإنفاق فوق ما تطيقه أنفسهم حيث قال:

﴿وَالَّذِينَ إِذَا أَنْفَقُوا لَمْ يُسْرِفُوا وَلَمْ يَقْتُرُوا وَكَانَ بَيْنَ ذَلِكَ قَوَامًا³﴾

وجاء تأكيد ذلك أيضاً في السنة المطهرة فقال صلى الله عليه وسلم:

((ثَلَاثَةٌ مَنْ جَمَعَهُنَّ فَقَدْ جَمَعَ الْإِيمَانَ: الْإِنْفَاقُ مِنَ الْإِقْتَارِ، وَالْإِنْصَافُ مِنَ النَّفْسِ، وَبَذْلُ السَّلَامِ لِلْعَالِمِ))⁴.

وحضّ القرآن الكريم على العطاء الذي يرتقي بالنفس إلى مراتب البرّ بعيداً عن الشح والأناية في قوله

تعالى: ﴿لَنْ تَنَالُوا الْبِرَّ حَتَّى تُنْفِقُوا مِمَّا تُحِبُّونَ⁵﴾

وقوله تعالى: ﴿وَيُؤْثِرُونَ عَلَى أَنْفُسِهِمْ وَلَوْ كَانَ بِهِمْ خَصَاصَةٌ⁶﴾

وينطبق ذلك على الدول مثلما ينطبق على الأفراد.

النوع الثاني: الأحكام والمبادئ المتغيرة:

وهي الأحكام الثابتة بالأدلة الظنية في سندها أو في دلالتها والمتغيرة تبعاً لمقتضيات المصلحة. وهذه الأحكام والمبادئ قد تتغير باختلاف أحوال النظر فيها، بحسب الأشخاص والأزمان والأمكنة، فيجوز لولي الأمر المجتهد أو العلماء المجتهدين أن يختاروا من الأحكام ما يروونه مناسباً لمستجدات الحياة وفق مقاصد الشريعة المعتبرة⁷. ومن أمثلتها إيقاف الخليفة عمر بن الخطاب رضي الله عنه صرف سهم المؤلفه قلوبهم من الزكاة معللاً ذلك بأن النبي صلى الله عليه وسلم إنما كان يعطيهم ليؤلف قلوبهم حيث لم يكن الإسلام قوياً، أما وقد أعزّ الله دينه فلا حاجة لتأليفهم، وأقرّه الصحابة على ذلك فكان إجماعاً. وقد علل الإمام الشافعي إلغاء سهم المؤلفه قلوبهم من الزكاة لانتهاه علة الاستحقاق وهي ضعف المسلمين في ذلك الوقت⁸.

¹ سورة الجمعة: آية رقم 10.

² أبو عبد الله أحمد بن محمد بن حنبل بن هلال بن أسد الشيباني، تحقيق شعيب الأرنؤوط - عادل مرشد، وآخرون، مسند أحمد بن حنبل، ط1، مؤسسة الرسالة، ج3، 1421هـ-2001م، ص 193. رقم الحديث (13004).

³ سورة الفرقان: آية 67.

⁴ أبو بكر أحمد بن الحسين البيهقي، تحقيق محمد السعيد بسيوني زغلول، شعب الإيمان، ج6، دار الكتب العلمية، بيروت، 1410هـ، ص463، حديث رقم (8797).

⁵ سورة آل عمران: آية 92.

⁶ سورة الحشر: آية 9.

⁷ مسفر علي القحطاني، النظام الاقتصادي في الإسلام، مرجع سابق، ص 3، 2.

⁸ شمس الدين محمد بن أحمد المنهاجي الأسيوطي، جواهر العقود ومعين القضاة والموقعين والشهود، حققها وخرج أحاديثها مسعد عبد الحميد محمد السعدني، الجزء الأول، دار الكتب العلمية، بيروت، ط1، 1996م، ص 384.

النوع الثالث: الأحكام والمبادئ المستجدة:

- هي الأحكام والمبادئ النازمة لقضايا ومسائل مستجدة والتي لا تخالف نصاً أو قاعدةً شرعية، أو كما اصطلح البعض على تسميتها بالمصالح المرسل¹، كالمبادئ والنظم التي تتبناها السلطة الحاكمة في مجتمع إسلامي ولا تخالف مبادئ الشريعة الإسلامية، وقد عرفها شيخ الإسلام ابن تيمية أن يرى المجتهد أن هذا الفعل يجلب منفعة راجحة وليس في الشرع ما ينفيه، وهي كثيرة منها على سبيل المثال:
- ❖ بيان مقدار حد الكفاية، أي المستوى اللائق للمعيشة، مما يختلف باختلاف الزمان والمكان.²
 - ❖ وضع سياسة مالية أو نقدية معينة، كوضع سياسة إنفاق عام توسعية لمعالجة حالة ركود ما (أداة مالية)، أو زيادة الإصدار النقدي (أداة نقدية).
 - ❖ وضع الموازنات العامة للدولة وإقرارها من قبل مجلس الشعب، مع كل ما يرافق ذلك من خطط وسياسات مختلفة مثل سياسة تحديد الرواتب وتحديد حجم الموازنات الجارية والاستثمارية.
 - ❖ تبني الخطط الاقتصادية المختلفة لزيادة الإنتاج أو دعم قطاع اقتصادي ما.
 - ❖ وضع القوانين والتشريعات الاقتصادية التي تضبط الأسواق المالية وآلياتها وأدواتها المختلفة.
 - ❖ وضع القوانين والأسس الضابطة لكل من شركات الأشخاص وشركات الأموال، وكذلك القوانين الخاصة بالاستثمار والمحافظة على البيئة.

المبحث الثالث: أهم ما يميز الأحكام الشرعية التي تحكم النظام الاقتصادي الإسلامي:

لم يكن علماء الشريعة والاقتصاد الإسلامي المعاصرون سباقين لاكتشاف القوانين والمعادلات المختلفة التي تربط المتغيرات الاقتصادية ببعضها البعض كما كان أسلافهم، إلا أنهم استطاعوا أن يكتفوا معظم الأدوات المالية والنقدية التي ابتكرها علماء الاقتصاد الغربيين بشكل يتلاءم مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، ويكفي أن تتوافق أي أداة أو معاملة اقتصادية مع مبادئ الشريعة الإسلامية حتى نطلق عليها صفة المعاملة الاقتصادية الإسلامية، فالإقتصاد الإسلامي ليس فقط نظاماً ابتكره المسلمون يختلف جذرياً عن الاقتصاد الوضعي، بل هو أي نظام اقتصادي يتوافق بشكل كامل مع مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية، وقد أطلق عليه مسمى اقتصاد إسلامي لتمييزه عن الاقتصاد الوضعي، وبالتالي يمكن للباحثين في الاقتصاد الإسلامي أن يستفيدوا من أية نظرية أو نموذج اقتصادي طالما أنه لا يخالف أيّاً من مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية. فالمصارف الإسلامية مثلاً تقوم بالكثير من الأعمال التي ابتكرتها المصارف التقليدية والتي لا تخالف أحكام الشريعة الإسلامية مع أنّ تلك الأخيرة قامت على أساس ربوي، علاوة على ابتكارها مجموعة أدوات مالية ونقدية أخرى كثيرة. ولعل أهم ما يميز معظم هذه الأحكام والمبادئ الاقتصادية الإسلامية عن مبادئ أي اقتصاد وضعي هو ما يلي¹:

¹ أحمد بن تيمية، مجموع فتاوى شيخ الإسلام، جمع وترتيب عبد الرحمن بن قاسم، وابنه محمد، مطابع الرياض، ط1، ج11، 1381هـ، ص 342.

² محمد شوقي الفنجري، المذهب الاقتصادي في الإسلام، مرجع سابق، ص 35.

أ) تتفرد هذه الأحكام والمبادئ بصفة الكمال:

الأحكام والمبادئ الاقتصادية الإسلامية مستمدة من كتاب الله وسنة رسوله وهي كاملة بكمالها لا يشوبها نقص أو عيب فالذي شرعها سبحانه وتعالى أعلم بشؤون العباد وما يصلح لهم في كل زمان ومكان، قال تعالى: ﴿أَلَا يَعْلَمُ مَنْ خَلَقَ وَهُوَ اللَّطِيفُ الْخَبِيرُ﴾².

ب) تتسم مبادئ الاقتصاد الإسلامي بصفة الوسطية:

إن من أهم ما يميز مبادئ الإسلام المختلفة ولاسيما الاقتصادية منها هو الاعتدال والتوسط بين الإفراط والتفريط على عكس مبادئ النظم الوضعية الأخرى وقد ورد ذلك في قوله عز وجل: ﴿وَكَذَلِكَ جَعَلْنَاكُمْ أُمَّةً وَسَطًا﴾³، وتظهر الوسطية في قضايا كثيرة منها على سبيل المثال:

1) مبدأ الملكية المزدوجة:

يؤمن المجتمع الرأسمالي بالملكية الخاصة، كقاعدة عامة. فهو يسمح للأفراد بالملكية الخاصة لمختلف أنواع الثروة في البلاد تبعاً لنشاطاتهم وظروفهم، ولا يعترف بالملكية العامة إلا حين تفرضها الضرورة الاجتماعية، وقد برهنت التجربة على وجوب تأميم هذا المرفق أو ذاك، فتكون هذه الضرورة حالة استثنائية. وعلى العكس تماماً من ذلك فالملكية الاشتراكية هي المبدأ العام في النظام الاشتراكي، الذي يجب أن يطبق على كل أنواع الثروة في البلاد.

أما المجتمع الإسلامي فلا تنطبق عليه الصفة الأساسية لكل من المجتمعين. لأن المذهب الإسلامي لا يتفق مع الرأسمالية في القول بأن الملكية الخاصة هي المبدأ، ولا مع الاشتراكية في اعتبارها للملكية الاشتراكية مبدأ عاماً، بل إنه يقرر الأشكال المختلفة للملكية في وقت واحد، فيضع بذلك مبدأ الملكية المزدوجة بدلاً عن مبدأ الشكل الواحد للملكية والذي أخذت به الرأسمالية والاشتراكية. فهو يؤمن بالملكية الخاصة، والملكية العامة، وملكية الدولة. ويخصص لكل واحد من هذه الأشكال الثلاثة للملكية حقلاً خاصاً تعمل فيه، ولا يعتبر شيئاً منها علاجاً مؤقتاً اقتضته الظروف. ومع أن النظام الاقتصادي الإسلامي ليس وحده من يتبنى مبدأ الملكية المشتركة* إلا أنه كان سباقاً في المناداة بهذا المبدأ.

ولهذا كان من الخطأ أن يعتبر النظام الاقتصادي الإسلامي نظاماً رأسمالياً أو نظاماً اشتراكياً، وكذلك من الخطأ أيضاً أن يعتبر مزاجاً مركباً من هذا وذاك، لأن تنوع الأشكال الرئيسية للملكية في النظام الاقتصادي الإسلامي لا يعني أن الإسلام مزج بين كلا المذهبين الرأسمالي والاشتراكي، وأخذ من كل منهما جانباً. وإنما يعبر ذلك التنوع في أشكال الملكية عن تصميم مذهبي أصيل قائم على أسس وقواعد فكرية، وموضوع ضمن إطار خاص من القيم والمفاهيم التي تناقض الأسس والقواعد والقيم والمفاهيم التي قامت عليها الرأسمالية والاشتراكية⁴.

¹ مسفر علي القحطاني، مرجع سابق، ص4. أيضاً محمد شوقي الفنجري، المذهب الاقتصادي في الإسلام، مرجع سابق، ص ص 33-37. وآخرون.

² سورة الملك: آية 14.

³ سورة البقرة: آية 143.

* يوجد أيضاً نظام اقتصاد السوق الاجتماعي، والأنظمة الاقتصادية للدول الاسكندنافية، وغيرها.

⁴ محمد باقر الصدر، اقتصادنا، دار التعارف للطبوعات، ط1، 1991، ص ص 296-297.

(2) توزيع الثروة والدخل:

كان النظام الرأسمالي مسؤولاً عن التوزيع غير عادل للثروة والدخل والمآسي الاجتماعية التي حدثت نتيجة لذلك، وعلى الرغم من التطور الكبير الذي حدث في الإنتاج نتيجة الثورة الصناعية، إلا أن سوء توزيع الثروة والدخل أبقى معظم أفراد المجتمع في فقر مدقع وتركزت الثروة في يد ثلة قليلة من الأفراد¹.

يقول كينز في الفصل الرابع والعشرين والأخير من كتابه الشهير النظرية العامة²، إن أهم الأخطاء في اقتصادنا المعاصر اثنان هما:
الأول هو الفشل في تحقيق العمالة الكاملة*.
والثاني هو التوزيع الحكمي لكل من الثروة والدخل على نحو لا يحقق العدالة.

ونتيجة المغالاة في انتهاج المذهب الفردي فقد لاقت أفكار النظام الاشتراكي بيئة خصبة للانتشار. إلا أن النظام الاشتراكي ذهب بعيداً في دعوته لإقامة مجتمع طوباوي تلغى فيه جميع أشكال التفاوت الطبقي ولم يأخذ بعين الاعتبار محبة الإنسان الطبيعية للثروة والتملك وسعيه الدائم لرفع مستوى دخله، مما أدى إلى انخفاض قدرته على الإبداع، وهو بذلك لم يحقق الحد الأدنى من أهدافه التي سعى إليها.

أما النظام الإسلامي فقد أخذ بعين الاعتبار تطلعات الأفراد الطبيعية إلى زيادة حجم الثروة والدخل إلا أنه في الوقت ذاته جعل للفقراء حقاً في مال الأغنياء ممثلاً بالزكاة، وحرّم الاكتناز وحارب الاحتكار وكل ما يؤدي إلى زيادة التمايز الطبقي الناجم عن أي شكل من أشكال الاستغلال، كما أنه دعم الفقراء بسياسات مختلفة منها نظام الوقف والقرض الحسن. وقد شهد زمن عمر بن عبد العزيز للمرة الأولى في تاريخ البشرية أناساً يخرجون بأموال الزكاة ليعطوها للفقراء فلا يجدون أحداً.

(3) الرقابة على الأسواق:

أصر النظام الاشتراكي على التدخل الحكومي الشامل في تنظيم الأسواق وكان لذلك التدخل آثار سلبية على الاقتصاد الوطني سواء على قوى العرض، أو على قوى الطلب، وتحملت الاقتصاديات الاشتراكية، و الموجهة تكاليف كبيرة بفعل سياساتها الاقتصادية المتعلقة بتنظيم السوق.

كما دلت التجربة بأن آلية السوق في النظام الرأسمالي غير قادرة على منع الآثار السلبية الناتجة عن عدم تدخل الدولة متمثلةً بسوء توزيع الدخل المحلي وتجدد الأزمات المالية والنقدية، وتطور التكتلات الاحتكارية التي تهدد المنافسة الاقتصادية.

¹ عبد السميع المصري، مقومات الاقتصاد الإسلامي، مكتبة وهبة، القاهرة، ط4، 1990، ص188.

² John Maynard Keynes, The General Theory of Employment, Interest and Money, Harbinger edition, Harcourt, Brace & World, New York, 1964, P (372) available at:

<http://homepage.newschool.edu/het/texts/keynes/gtcont.htm>

* العمالة الكاملة عند كينز ليست نسبة توظيف كامل بنسبة 100% وإنما هو يعتقد أنه يوجد دائماً بطالة ولو بنسبة قليلة، يسميها بطالة متعمدة.

أما الرقابة على السوق في النظام الاقتصادي الإسلامي فيتم عن طريق مؤسسة الحسبة التي تعتبر من أهم مؤسسات الاقتصاد الإسلامي*، وتتبع أهميتها من كونها الوسيلة الفعالة لرفع مستويات الأداء التي تتطلبها عمليات التغيير الجذري والإصلاح الشامل لتحقيق أهداف التنمية وتجسيد أولوياتها وربط النشاط الاقتصادي والاجتماعي بالضوابط الشرعية والأخلاقية ويبرز دورها الرقابي في ميادين متنوعة منها¹:

- ✓ مراقبة مدى الالتزام بمقاييس الجودة والإتقان و مواصفات السلامة العامة.
 - ✓ مراقبة كفاءة القيام بالمهن، وضوابط أداء الحرف المجتمعية المتنوعة.
 - ✓ مراقبة و تنظيم الأسواق و توجيه المعاملات المرتبطة بها .
 - ✓ مراقبة عمليات جباية و تحصيل و إنفاق الموارد المالية العامة.
 - ✓ مراقبة عمليات إقامة القاعدة الهيكلية وتنمية البنية الأساسية المؤسسية والقانونية.
- وهكذا نجد أن نظام الرقابة على الأسواق في الاقتصاد الإسلامي يتسم بمنهج وسطي فهو يترك آلية السوق أن تتحكم بكمية الإنتاج والأسعار وكيفية التوزيع طالما خلا ذلك من أي شكل من أشكال الغش أو الغرر أو التدليس أو الاحتكار.

(4) التسعير:

يتصور النظام الرأسمالي أن لليد الخفية التي تكلم عنها آدم سميث وقانون ساي للتوازن الآلي ونظرية المنافذ قدرة كبيرة على تنظيم الأسواق والوصول إلى السعر الأمثل من خلال آلية السوق، إلا أن هذا التصور غير صحيح فالأزمات المالية المتوالية تؤكد أن آلية السوق المفترضة غير قادرة وحدها على ضبط الأسعار بالشكل الأمثل.

أما النظام الاشتراكي فقد حدد الأسعار وفقاً لرؤية الدولة وخططها الاقتصادية، إلا أن هذه الخطط لا يمكن أن تتنبأ بمستوى تطور منحنى العرض والطلب لكل سلعة من السلع الأساسية مهما اتسمت بالدقة والموضوعية، وهذا ما قد يجعل بعض المنتجين والتجار يخفون السلع فراراً من السعر الإلزامي المفروض عليهم، وينشأ عن ذلك انخفاض في عرض السلع قد يؤدي إلى رفع السعر الطبيعي للسلعة، فتنشأ السوق السوداء ويختفي فعلياً السعر الرسمي، ويصبح السعر الجديد أعلى من السعر الرسمي وأعلى من السعر الطبيعي للسلعة، وذلك لكي يعوض البائع ثمن المخاطرة التي يتحملها لمخالفة قانون البيع بالسعر الاسمي، وبذلك تنشئ الجهة المسعرة مشكلة لا مبرر لوجودها.

أما النظام الاقتصادي الإسلامي فكان له موقفٌ معتدلٌ من قضية التسعير حيث فرق معظم علماء المسلمين ومنهم شيخ الإسلام ابن تيمية بين حالتين²:

* تم التوسع في تعريف مؤسسة الحسبة في نهاية الفصل الخامس.

¹ صالح صالحي، مكانة مؤسسة الحسبة في الاقتصاد الإسلامي ودورها في القضاء على الفساد الاقتصادي، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، مكة، 1426هـ - 2005م، ص 15-30.

² محمد بن أحمد الصالح، التسعير في نظر الشريعة الإسلامية، مجلة البحوث الإسلامية، الرئاسة العامة لإدارات البحوث العلمية والإفتاء والدعوة والإرشاد، الرياض، العدد الرابع، 1398 هـ، ص 251.

الحالة الأولى:

إذا كان الغلاء ناتجاً عن قلة العرض وكثرة الطلب دون أن يكون للتجار دخل في ذلك، فهنا لا يرى الأخذ بالتسعير بل يرون فيه ظلماً للبائع. ومن شواهدهم على ذلك أن أناساً أتوا النبي صلى الله عليه وسلم فقالوا: سعر لنا يا رسول الله، فقال رسول الله صلى الله عليه وسلم¹: ((إِنَّ غَلَاءَ أَسْعَارِكُمْ وَرُخْصَهَا بِيَدِ اللَّهِ عَزَّ وَجَلَّ، إِنِّي لَأَرْجُو أَنْ أَلْقَى اللَّهَ عَزَّ وَجَلَّ، وَلَيْسَ لِأَحَدٍ مِنْكُمْ قِلي مَظْلَمَةٌ فِي مَالٍ وَلَا دَمٍ)).

أما الحالة الثانية:

إذا كان الغلاء ناتجاً عن جشع التجار واستغلالهم للناس أو احتكارهم السلع، فهنا يرون أن التسعير حلالٌ بل واجبٌ، ويتعين على ولي الأمر تحديد الأسعار حمايةً للناس من جشع التجار واستغلالهم، ومن شواهدهم على ذلك قول رسول الله صلى الله عليه وسلم²: ((مَنْ دَخَلَ فِي سِعْرِ مَنْ أَسْعَارِ الْمُؤْمِنِينَ لِيُغْلِيَهُ عَلَيْهِمْ كَانَ حَقًّا عَلَى اللَّهِ أَنْ يُعَذِّبَهُ فِي عَظْمِ جَهَنَّمَ)). ويمثل المحتسب ولي الأمر في القيام بمهمة مراقبة الأسواق ويعتبر هو المختص بالأمر بالمعروف والنهي عن المنكر، ولا شك أن مخالفة التسعير والعلو في الأسعار من المنكرات التي يناط بالمحتسب إنكارها والنهي عنها والعقاب عليها. وهذا ما يتفق مع سماحة الشريعة الإسلامية وعدالتها لما فيه من جلب المصالح ودفع المفساد ورفع الظلم عن الناس.

ج) تتصف مبادئ الاقتصاد الإسلامي بصفة الشمول:

تتصف مبادئ الاقتصاد الإسلامي بالشمول فقد تناولت ضبط الإنفاق العام والإيراد العام والسياسات الضريبية المختلفة كما فرضت مجموعة من الأدوات المالية لم تكون موجودة من قبل كنظام الزكاة من جانب الإيراد العام، ونظام الإعانات الغذائية المنتظمة من جانب الإنفاق العام، كما حددت مجموعة من الأسس والقواعد التي تضبط جميع البيوع والمعاملات المالية بين الناس على المستوى الجزئي والكلي، وأتاحت ابتكار أدوات مالية متطورة تشابه الأدوات التقليدية وتتميز عنها بنفس الوقت كالصكوك الإسلامية بأنواعها المختلفة، وهذا ما أعطى هذه المبادئ صفة الشمول.

د) تتفرد مبادئ الاقتصاد الإسلامي بصفة الإعجاز:

تتجلى مظاهر الإعجاز الاقتصادي في القرآن الكريم الذي يشكل أهم مصادر الاقتصاد الإسلامي في عدة مواضع منها على سبيل المثال طريقته الفريدة في توزيع أموال الزكاة في مصارفها الثمانية في قوله جل وعلى:

﴿إِنَّمَا الصَّدَقَاتُ لِلْفُقَرَاءِ وَالْمَسْكِينِ وَالْعَامِلِينَ عَلَيْهَا وَالْمُؤَلَّفَةِ قُلُوبُهُمْ وَفِي الرِّقَابِ وَالْغَارِمِينَ وَفِي سَبِيلِ اللَّهِ وَابْنِ السَّبِيلِ فَرِيضَةً مِّنَ اللَّهِ وَاللَّهُ عَلِيمٌ حَكِيمٌ﴾¹.

¹ سليمان بن أحمد بن أيوب أبو القاسم الطبراني، تحقيق حمدي بن عبد المجيد السلفي، المعجم الكبير، مكتبة العلوم والحكم، الموصل، ج 1، 1404 هـ- 1983 م، ص 261، حديث رقم (761).

² سليمان بن أحمد بن أيوب أبو القاسم الطبراني، مرجع سبق ذكره، ج 20، ص 209، حديث رقم (479).

ولاسيما استخدامه كلمة في الرقاب والتي كانت تدل وقت نزولها على تحرير العبيد، أما الآن وبعد إن ولى زمن العبيد منذ عام 1948 فإن الكلمة ذاتها لازالت تحمل مدلولات لغوية أخرى صحيحة في إعطاء الحق في الزكاة لمن دُلت رقبته أياً كان، كالأسرى أو من هم تحت الاحتلال، مع أن الله عز وجل استخدم كلمة عبد في أكثر من موضع في القرآن الكريم ولو أنه استخدمها في الآية السابقة لُعطل سهم كامل من أسهم الزكاة.

كذلك تتجلى مظاهر الإعجاز في تحريمها كثيراً من المعاملات المالية التي لم يتضح أثرها السلبي إلا حديثاً كالعقود الآجلة التي تجري على المكشوف أي على الأسهم والسلع التي ليست في ملك البائع بالكيفية التي تجري في الأسواق المالية وذلك لأنها تشتمل على بيع الشخص ما لا يملك اعتماداً على أنه سيشتريه فيما بعد وبسلمه في الموعد المحدد، وهذا منهي عنه شرعاً لما صح من قول رسول الله صلى الله عليه وسلم: ((لَا تَبِعْ مَا لَيْسَ عِنْدَكَ))² وقد ظهرت حالياً الآثار السلبية في عمليات البيع على المكشوف على عدم استقرار أسواق المال والانهيارات المتلاحقة لها، وكذلك هي الحال في مسألة بيع الديون والتي سيأتي تفصيلها لاحقاً في الفصل الخامس.

هـ) تجمع مبادئ الاقتصاد الإسلامي بين الثبات والتطور:

تجمع مبادئ الاقتصاد الإسلامي بين الثبات والتطور فهي ثابتة من حيث المقاصد والغايات ومتطورة في قدرتها على استيعاب أي من التطبيقات أو المعاملات الاقتصادية المستجدة.

و) تتصف مبادئ الاقتصاد الإسلامي بصفة الواقعية:

تتسم مبادئ الاقتصاد الإسلامي بصفة الواقعية فهي تراعي تطلعات النفس البشرية إلى حب المال والتملك، وتعطي الناس حرية التصرف به لإشباع حاجاتهم المختلفة، إلا أنها تذكر دائماً أن المال مال الله والناس مستخلفون فيه وقد ورد ذلك في آيات كثيرة منها قوله تعالى:

﴿أَمْنُوا بِاللَّهِ وَرَسُولِهِ وَأَنْفِقُوا مِمَّا جَعَلَكُمْ مُسْتَخْلَفِينَ فِيهِ فَالَّذِينَ آمَنُوا مِنْكُمْ وَأَنْفَقُوا لَهُمْ أَجْرٌ كَبِيرٌ﴾³.

ز) تراعي مبادئ الاقتصاد الإسلامي الجانب الإنساني:

ولهذا أمثلة كثيرة نذكر منها محاربتها كل أشكال الفقر والحاجة حيث تعطي للفقير حقاً في مال الغني يتوجب دفعه من خلال الزكاة، بدليل قوله تعالى:

﴿وَأَقِيمُوا الصَّلَاةَ وَآتُوا الزَّكَاةَ وَمَا تُقَدِّمُوا لِأَنْفُسِكُمْ مِنْ خَيْرٍ تَجِدُوهُ عِنْدَ اللَّهِ إِنَّ اللَّهَ بِمَا تَعْمَلُونَ

بَصِيرٌ﴾⁴.

¹ سورة التوبة: آية 60.

² أبو عبد الله أحمد بن محمد بن حنبل، مسند أحمد بن حنبل، مرجع سابق، ج24، ص26، رقم الحديث (15311).

³ سورة الحديد: آية 7.

⁴ سورة البقرة: آية 110.

الفصل الثاني

مفهوم الأسواق المالية وتقسيماتها

تناول هذا الفصل تعريف الأسواق المالية و نشأتها وتقسيماتها وأهم وظائفها، وهو مؤلف من مبحثين:

المبحث الأول: الأسواق المالية: تعريفها ووظائفها وتقسيماتها

بدأ بتعريف السوق وتعريف المال ومجموعة من التعاريف الأخرى المختلفة لأسواق المال وبورصة الأسواق المالية، تُبع ذلك التعريف بشكل مختصر بنشأة الأسواق المالية ووظائفها وتقسيماتها المختلفة، وأخيراً التعريف بالسياسات التي تحكم هذه الأسواق.

المبحث الثاني: مؤشرات الأسواق المالية

بحث المؤشرات المالية المستخدمة في الأسواق المالية من حيث تعريفها ومدلولاتها المتنوعة وأهميتها وأنواعها، ومن ثم طريقة بناء وحساب المؤشر، والتعرف أخيراً على مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية.

المبحث الأول

الأسواق المالية: تعريفها ووظائفها وتقسيماتها

أ) تعريف الأسواق المالية:

السوق بالمعنى الاقتصادي هو أسلوب لإتمام العمليات التجارية على النطاق المحلي أو الدولي، أما بالمعنى التجاري فهو المكان الذي يجتمع فيه التجار لتداول الأصول المالية والسلعية¹.

أما المال فيعرفه بعض الفقهاء اصطلاحاً بأنه:

كل ما له قيمة مادية بين الناس وجاز الانتفاع به في حال السعة والاختيار لا في حال الضيق والاضطرار².

للسوق المالية عدة تعاريف منها ما جاء في قانون التجارة الفرنسي في المادة (71) بأنها:

مجتمع التجار، وأرباب السفن، والسماسرة، والوكلاء بالعمولة، تحت رعاية الحكومة³.

كذلك تُعرف بأنها⁴:

سوق منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين، من أجل بيع وشراء مختلف الأوراق المالية أو المحاصيل الزراعية أو السلع الصناعية، وتؤدي كلمة البورصة معنيين هما:

1 - المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون للبيع والشراء.

2 - مجموع العمليات التي تنعقد فيه.

و بأنها المكان الذي يتم فيه تبادل الأصول المالية المختلفة بين مالكيها. أو هي مجرد موقع تتم فيه تجارة الأوراق المالية بحيث تبقى هذه الأوراق ثابتة في عددها لا تتغير وهي تعبير يقصد به الأسهم والسندات وغيرها من أدوات الاستثمار الأخرى⁵.

وبأنها: المنطقة التي يكون فيها البائعون والمشترون على اتصال وثيق ببعضهم بحيث يكون للأثمان التي تدفع في أي جزءٍ من السوق أثر على الأثمان التي تدفع في أجزائه الأخرى⁶.

¹ أشرف محمد دوابة، نحو سوق أوراق مالية إسلامية، ط1، دار السلام للطباعة والنشر، القاهرة، 2006، ص13، (مع تعديل).

² عبد السلام العبادي، الملكية في الشريعة الإسلامية، مكتبة الأقصى، عمان، 1977، ص171.

³ الموسوعة العربية العلمية، مؤسسة إعمال الموسوعة، السعودية، ط1، ج1، 1416هـ، ص430.

⁴ مروان عطوان، الأسواق المالية والنقدية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996، ص216.

⁵ بشر الموصلي، البورصة كيفية المضاربة والاستثمار، شعاع للنشر والعلوم، حلب، ط1، 2003، ص10.

⁶ أحمد صفى الدين عوض، السوق في الإسلام، بحوث في الاقتصاد الإسلامي، طباعة إدارة الثقافة والنشر بجامعة محمد بن سعود الإسلامية، 1989، ص205.

وعُرِّفَتْ أيضاً بأنها:

سوق يلتقي فيه كل من البائع والمشتري لإتمام عملية تبادل من المبادلات المختلفة، ومن ثم فإنَّ نشاط البورصة يتسع ليشمل كافة أنواع المعاملات والأنشطة التي يمارسها البشر ويحتاجون إليها لإشباع حاجاتهم ورغباتهم¹.

وتوجد عدة أنواع من البورصات، مثل بورصة الأوراق المالية، وبورصة العملات، وبورصة البضائع وهي التي يجري التعامل فيها ببيع وشراء المنتجات الزراعية والصناعية، مثل السكر، والقطن، والقمح، والمطاط، والبترو، والنحاس ونحو ذلك².

ب) تعريف بورصة الأوراق المالية:

لبورصة الأوراق المالية أيضاً عدة تعاريف منها أنها: السوق التي تنتقل عبرها الأموال من الأفراد والشركات إلى المؤسسات المستثمرة من خلال أدواته المالية طويلة الأجل، فهي إطار لتنظيم وتسيير العمليات فيما يخص القيم المتداولة أو المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القطاع العام والشركات ذات الأسهم³.

وعُرِّفَتْ بأنها:

سوق ثابتة المكان، تقام في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال، والسماسرة، ومساعدوهم، وذلك للتعامل في الأوراق المالية وفقاً لنظم ولوائح محددة⁴.

وبأنها:

أسواق منظمة لها مكانها ونظمها وتقاليدها التي تحكمها، يتم فيها تداول السلع، والأدوات المالية التي سبق إصدارها⁵.

وعُرِّفَتْ كذلك بأنها:

سوق منظمة تقام في مكان ثابت، يتولى إدارتها والإشراف عليها هيئة مستقلة لها نظامها الخاص، تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليدها، ويؤمها المتعاملون في الأسهم والسندات من الراغبين في الاستثمار، وتنعقد جلساتها يومياً، حيث يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البائعين والمشتريين⁶.

¹ شمعون شمعون، البورصة: دار همة للنشر والتوزيع، الجزائر، ط2، 1999، ص 7.

² علي شلبي، بورصة الأوراق المالية، مكتبة النهضة المصرية، القاهرة، ط1، 1962 م، ص 32.

³ صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، مكتبة الإشعاع الفني، القاهرة، 2000، ص 21.

⁴ محمد سويلم، إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 1995، ص 267.

⁵ محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 29.

⁶ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، ط1، 1417 هـ، ص 27.

ج) نشأة السوق المالية:

تعود كلمة بورصة إلى القرن الخامس عشر الميلادي نسبة إلى عائلة Vander Bourse التي كانت تملك فندقاً يجتمع فيه التجار القادمون من فلورنسا إلى مدينة بروج البلجيكية، وكان يُزَيَّن واجهته شعار على شكل ثلاثة أكياس من النقود، دلالة على مهنة صاحب الفندق¹. ويقال أيضاً أن لفظة بورصة فرنسية تعني كيس النقود وسميت بذلك نسبةً إلى التجار الذين كانوا يأتون إلى السوق حاملين معهم أكياساً من النقود للتجار بها².

ونظراً لعدم اصطحاب التجار بضائعهم معهم كانت تتم الارتباطات في شكل عقود وتعهدات بالدفع، ومن ثم استبدلت بالبضائع الحاضرة التزامات مستقبلية قائمة على الثقة المتبادلة بين المتعاملين. بالطبع كانت هناك أماكن أخرى يجتمع فيها التجار قبل هذا التاريخ ولم تكن قد سميت بالبورصات بعد، فعلى سبيل المثال كان الفراعنة في مصر يسمحون للتجار بعرض بضائعهم والاتفاق عليها وتحديد أسعارها لدى عزيز مصر حيث كان يجتمع كل التجار لديه وتتم الصفقات أمامهم، كما عرف تجار العرب نظام بورصات السلع من خلال الشيخ "بندر التاجر" وتمويلها والاتفاق لأجل عليها³.

يعتبر عام 527 قبل الميلاد البداية الرسمية لمهنة الصرافة من قبل اليونان القدماء، وفي منتصف القرن الرابع عشر عرفت مدينة بروج البلجيكية ازدهاراً اقتصادياً مميزاً بحيث أصبحت المركز الأوروبي الأول للمعاملات الاقتصادية. هذا بالإضافة إلى ظهور مدينة انفرس كمركز للتبادلات المالية. وبدأت مدينة ليون الفرنسية عام 1595 مع ظهور بورصة ليون باحتلال الصدارة من حيث حجم ونوع التداولات المالية في أوروبا.

ومع بداية عام 1626 بدأت منطقة وول ستريت بالظهور كمركز للتبادل الهولندي. وبدأت ملامح السوق المنظم بالظهور عام 1792 حيث تم توقيع اتفاقية وول ستريت ووضع الضوابط والقيود على المعاملات المالية والتجارية وعقد الصفقات الفورية والآجلة. وفي عام 1817 تم إنشاء بورصة نيويورك تلاه إنشاء السوق الأمريكية عام 1921 والذي تبعه صدور عدة قوانين عام 1933-1934 منها قانون الأوراق المالية في الولايات المتحدة، وجميعها تهدف إلى تنظيم عملية الاستثمار وحماية المستثمر وذلك تجنباً لانهيارات اقتصادية عنيفة كتلك التي حدثت أثناء فترة الكساد أواخر العشرينات⁴. وفي عام 1975 كانت فرصة الكثير من شركات السمسرة والاستثمار للدخول في سوق الأوراق المالية حيث صدر قانون تنظيم العملات والتبادلات في الولايات المتحدة الأمريكية. وشهد عام 1987 صدور عدة قوانين جديدة لتنظيم عمل السوق ووضع الضوابط اللازمة لها، وذلك على خلفية انهيار الأسواق المالية الأمريكية في ذلك العام، وذلك لمحاولة منع تكرارها⁵.

¹ أحمد محي الدين، عمل الشركات الإسلامية في السوق العالمية، بنك البركة الإسلامي للاستثمار، البحرين، ط1، 1417هـ، ص89.

² قيصر عبد الكريم الهيتي، أساليب الاستثمار الإسلامي، دار رسلان، دمشق، ط1، 2006، ص205.

³ شمعون شمعون: مرجع سبق ذكره، ص29.

⁴ نضال الشعار، سوق الأوراق المالية وأدواتها (البورصة)، الجندي للطباعة والنشر، حلب، ط3، 2006، ص15.

⁵ المرجع السابق، ص15.

د) وظائف السوق المالية:

للأسواق المالية مجموعة كبيرة من الوظائف الاقتصادية أهمها ما يلي¹:

- 1) إمكانية تسهيل الاستثمارات الموظفة في الأسواق المالية على شكل أوراق مالية بسرعة كبيرة وبدون تحمل كلف كبيرة، على عكس الاستثمار المباشر في المشاريع الأخرى بصورها المختلفة.
- 2) توفير جو من المنافسة الضرورية لتأمين حرية المبادلات، وذلك بفضل النظام الإداري والمعلوماتي المتطور والذي يتيح معرفة جميع المعلومات المتعلقة بالاستثمارات المختلفة لجميع المتعاملين في نفس الوقت، وهو ما يتيح زيادة حجم الاستثمارات في البدائل الأفضل، ويرفع من حجم وكفاءة الإنتاج.
- 3) تسمح بتبادل المعلومات حول فرص الاستثمار وهو ما يزيد من كفاءة قرارات المستثمرين.
- 4) منح صغار المستثمرين وسيلة فعالة للدخار والاستثمار، وذلك لأنه قد يتعذر عليهم القيام بمشاريع استثمارية خاصة بهم لانخفاض رأسمالهم المخصص للاستثمار، أو لعدم معرفتهم بأصول إدارة الاستثمارات بأنواعها المختلفة.
- 5) التخفيف من حجم الممارسات غير المشروعة لبعض الشركات عندما تدرج أسهمها في البورصة، وذلك لأن أنشطتها سوف تخضع لرقابة المساهمين ولرقابة الحكومة.
- 6) توفير فرصة استبدال الأوراق المالية في السوق في أي وقت كان عن طريق القيام بعمليات البيع والشراء دون تحمل كلف مالية كبيرة، مع إمكانية تنويع الاستثمار وبالتالي توزيع المخاطر وحماية المستثمر وكذلك إمكانية إعادة الاستثمار بشكل مستمر مما يزيد من كفاءة رأس المال².
- 7) يعطي نشاط السوق المالي مؤشراً عاماً للوضع الاقتصادي الكلي في الدولة، ويساعد على اتخاذ القرارات المتعلقة بالسياسات المالية والنقدية³.
- 8) تمثل سوق الأوراق المالية حلقة اتصال بين جميع الفعاليات الاقتصادية⁴.
- 9) تعمل الأسواق المالية على إظهار السعر العادل للأوراق المالية من خلال آلية العرض والطلب إضافة إلى توفر جميع المعلومات الخاصة بالاستثمار والحد من التلاعب والغش والتدليس⁵.
- 10) تحقيق المواءمة بين تفضيلات المدخرين والمستثمرين، حيث تمنح السوق المالية للمدخرين إمكانية الحصول على عوائد استثماراتهم (الجديدة)، وفي المقابل تمنح المستثمرين فرصة الحصول على الموارد اللازمة لتمويل أنشطتهم المختلفة⁶.

¹ محمد علي القرني، نحو سوق مالية إسلامية دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المجلد الأول، العدد الأول، رجب 1414/ كانون الأول 1993، ص 13. (مع إضافة وتعديل).

² نضال الشعار، سوق الأوراق المالية وأدواتها، مرجع سبق ذكره، ص 22.

³ صلاح الدين حسن السبيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، القاهرة، 2003، ص 21.

⁴ منذر الفحف، تعقيب على بحوث الأسواق المالية، مجلة المجمع الفقه الإسلامي، جدة، العدد السادس، ج2، 1990، ص 1670.

⁵ نفس المرجع، ص 1670.

⁶ هيثم صاحب عجام، علي محمد سعود، التمويل الدولي، دار الكندي، الأردن، 2002، ص 82.

11) تتيح الأسواق المالية إمكانية تخصيص الموارد وتوجيهها للاستثمارات المختلفة بطريقة تحقق الاستخدام الأمثل، حيث يساعد حسن أداء الأسواق المالية لدورها بين المدخرين والمستثمرين من جهة، والمؤسسات المالية من جهة ثانية، على تخصيص الموارد في الاقتصاد الوطني بشكل يجعل تحركاتها بين مختلف الاستخدامات على قدر من الكفاءة الاقتصادية¹.

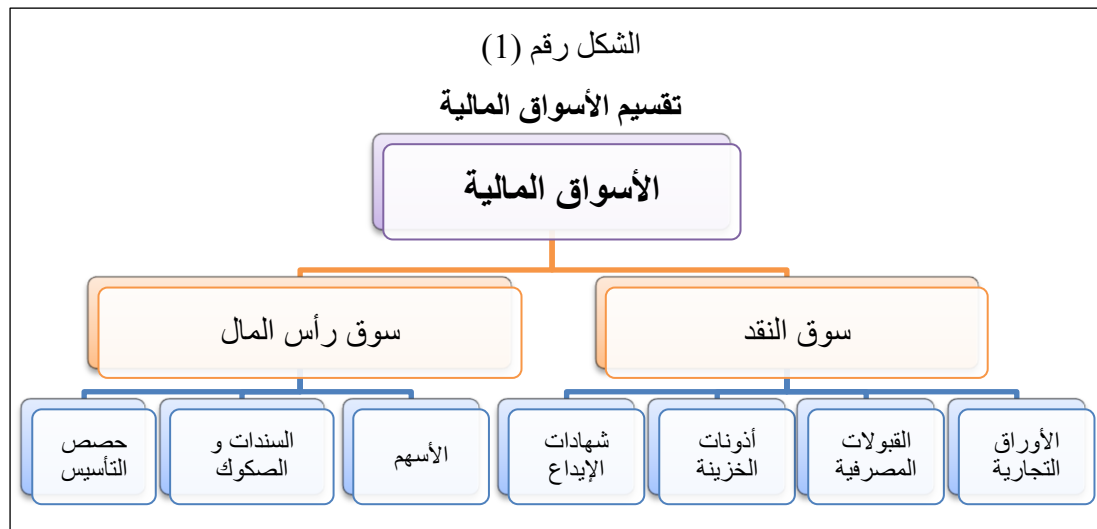
12) إمكانية الحصول على تمويل لمشاريع ضخمة يعجز عن تمويلها الأفراد، من خلال إصدار أسهم جديدة في الأسواق الأولية.

13) تتيح السوق المالية التعرف على المراكز المالية للشركات المدرجة فيها بسبب إجبارها على تقديم معلومات كاملة عن جميع أنشطتها وحساباتها المختلفة².

14) توفر البيانات والمعلومات عن الفرص الاستثمارية المتاحة ومواقعها وتكاليفها، حيث يساعد وجود سوق مالي ناجح ومتطور على جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في مشروعات محلية، وذلك ضمن المدى الذي تسمح به قوانين الاستثمار والشركات والإجراءات التنظيمية للنشاط الاقتصادي³.

هـ) تقسيم الأسواق المالية⁴:

تقسم الأسواق المالية إلى أسواق النقد وأسواق رأس المال، حيث يتم في سوق النقد إصدار وتداول الأوراق التجارية قصيرة الأجل (سنة أو أقل) والقبولات المصرفية وأذونات الخزينة وشهادات الإيداع قصيرة الأجل. أما سوق رأس المال فيتم فيها إصدار وتداول الأصول المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات والصكوك وشهادات الإيداع طويلة الأجل كما يبين الشكل رقم (1).



¹ معبد علي الجارحي، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام، الإدارة المالية في الإسلام، المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية، مؤسسة آل البيت، عمان، ج1، 1989، ص 112.

² محمد علي القرني، الأسواق المالية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي، العدد السادس، ج2، جدة، 1420هـ، 1990م، ص 1982.

³ أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وأثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دلة البركة، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، الكتاب الثاني، 1415هـ-1995م، ص 51.

⁴ محمد صالح محمد، إدارة الأسواق المالية والبورصات، دار النهضة العربية، مصر، 2001، ص 9.

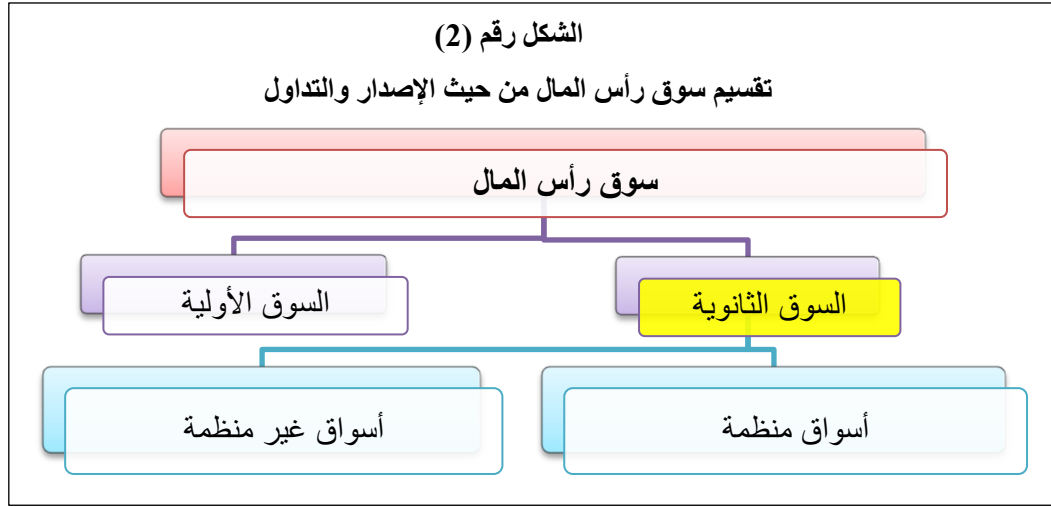
وتقسم سوق رأس المال من حيث الإصدار كما يبين الشكل التالي رقم (2) إلى¹:

(1) السوق الأولية:

هي السوق التي يتم من خلالها عرض الأوراق المالية على الجمهور لأول مرة، سواء ما يتعلق منها بأدوات الدين أو حقوق الملكية، وذلك عن طريق ما يسمى بالاكنتاب العام.

(2) السوق الثانوية:

هي السوق التي يتم من خلالها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتم الاكتتاب بها من المالكين الأصليين أو غير الأصليين.



وتقسم الأسواق المالية الثانوية من حيث مكان التداول إلى قسمين²:

(1) الأسواق المنظمة:

وتدعى البورصة، ولها مكان مادي ملموس يعمل فيه وكلاء كل من مشتري وبائعي الأصول المتداولة في هذه الأسواق كالأسهم والسندات.

(2) الأسواق غير المنظمة:

يطلق هذا المصطلح على ما يجري من معاملات خارج البورصات المنظمة، وليس لهذا النوع من الأسواق عادةً مكان مادي ملموس، فهي عبارة عن شبكة اتصالات تجمع ما بين السماسرة والتجار والمستثمرين.

(و) السياسات التي تحكم السوق:

يعمل السوق في ظل مجموعة من السياسات الحكومية التي تضبط وتوجه المعاملات فيه، وأهم هذه السياسات هي السياسات النقدية و السياسات المالية و سياسات الصرف الأجنبي.

¹ حسام الدين محمد السيد، البورصة والأسهم، مكتبة ألفا، مصر، ط 2005، ص 15-16.

² أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مركز جامعة القاهرة، 1998، ص 11.

المبحث الثاني

مؤشرات الأسواق المالية

يعرف المؤشر بأنه تلك القيمة الوسطية المعبرة عن السلوك الجماعي لعينة منتقاة من الأسهم المتداولة في السوق في لحظة زمنية معينة. إذ يعتمد مبدأ المؤشر على اختيار عينة من الأوراق المالية والتي يعتقد أنها تقدم أكبر تمثيل للسوق المراد قياس مستوى أدائه ثم إجراء التمثيلات الرياضية اللازمة لإظهار المستوى الوسطي لسلوك عناصر العينة، وفيما يلي عرض مختصر لأهمية المؤشرات المالية وأسلوب بناء المؤشر وأنواع هذه المؤشرات.

(أ) أهميتها:

تعتبر المؤشرات من أهم الأدوات التي يعتمد عليها المستثمر في تقييم حالة السوق من خلال قياس مستوى الأسعار ومستوى الأداء.

(ب) أسلوب بناء المؤشر:

تمر عملية بناء المؤشر عبر ثلاث مراحل هي¹:

(1) مرحلة اختيار العينة:

تتضمن دراسة كُُلِّ من حجم العينة من حيث عدد الأسهم أو الأوراق المالية التي سيتم إدخالها في العينة، بالإضافة إلى اختيار مفردات العينة وذلك بالاعتماد على أسس معينة مدروسة.

(2) مرحلة اختيار طريقة تحديد أوزان مكونات العينة، وهناك ثلاث طرق:

- ❖ طريقة تساوي الأوزان، وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.
- ❖ طريقة الوزن بحسب السعر السوقي للسهم، نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر.
- ❖ طريقة الوزن بحسب القيمة و يحسب على أساس القيمة السوقية، حيث يعطي لكل شركة وزناً يتناسب مع قيمة أسهمها السوقية، وهي المتبعة حالياً في معظم الأسواق المالية وتعتبر هذه الطريقة من أفضل الطرق وأكثرها تعبيراً عن تطور أوضاع السوق.

(3) مرحلة حساب المؤشر:

يتم فيها اعتماد طريقة حساب المؤشر إما على شكل زمني متقطع أو آني مستمر.

¹ نضال الشعار، سوق الأوراق المالية وأدواتها، مرجع سبق ذكره، ص ص 156-157.

ج) أنواعها:

يوجد عدة أنواع من المؤشرات:

- 1) مؤشرات شاملة تقيس حالة السوق ككل وذلك للحصول على فهم متكامل لحالة السوق ومستوى أدائه، كمؤشر سوق دمشق للأوراق المالية (DWX).
 - 2) مؤشرات انتقائية مثل مؤشر كاك 40 (CAC40) الخاص ببورصة فرنسا والذي يقيس أداء أكبر 40 شركة فرنسية تعمل في قطاعات متنوعة.
 - 3) مؤشرات قطاعية تقيس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين، كقطاع الصناعة أو قطاع صناعة النقل أو قطاع الخدمات أو غيره من القطاعات، ومن الأمثلة على هذه المؤشرات مؤشر داو جونز الصناعي ومؤشر ستاندرد أند بورز للخدمات.
 - 4) مؤشرات إسلامية تقوم على احتساب الأسهم التي تصدرها شركات لا تتعامل في أعمال أو مواقع تتنافى مع أحكام الشريعة الإسلامية، مثل التعامل بأي شكل من الأشكال في الخمر أو الكحول أو التبغ أو لحوم الخنزير أو البنوك التقليدية أو شركات التأمين التقليدية أو الفنادق أو شركات الطيران التي تقدم الخمر أو التي بها صالات قمار، أو الشركات التي تتعامل في الأدب والفن المكشوف، وهي ما يطلق عليها عموماً (أسهم الخطيئة)، كما تشمل تلك المؤشرات الصكوك الإسلامية التي تصدرها المؤسسات المالية الإسلامية¹.
- تعتبر مؤشرات داو جونز الإسلامية (Islamic Dow Jones Indexes) من أبرز هذه المؤشرات وأكثرها انتشاراً، فقد بلغت حتى الآن حوالي ستين مؤشراً، منها مؤشرات عامة أو مؤشرات قطاعية موزعة على أسواق العالم التي يتم التعامل فيها إسلامياً، وهي من تصميم مؤسسة داو جونز الأمريكية، ومنها:
- مؤشر داو جونز الإسلامي الأمريكي والياباني والإنجليزي والأوروبي والكندي والآسيوي والماليزي. وتتميز الشركات المحتسبة في مثل هذا النوع من المؤشرات بتنوع أنشطتها، وتنوع هويتها فهي ليست موجودة فقط في الدول الإسلامية، وإنما منتشرة حالياً من 69 دولة من دول العالم². كما تعد هذه المؤسسة أيضاً (مؤسسة داو جونز الأمريكية) مؤشرات إسلامية حسب النشاط الاقتصادي ومنها مؤشرات داو جونز الإسلامية للتكنولوجيا والاتصالات والصناعة والنفط والغاز والخدمات المالية³. وأهم أسباب ابتكار مثل هذه المؤشرات الإسلامية هي تلبية رغبة بعض المستثمرين بالاستثمار في أصول مالية وسلعية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

¹ زيد عبيدات، مجلة المصرفية الإسلامية: التجربة الماليزية نموذجاً للمصرفية الإسلامية، 2010/1 العدد 9:

http://www.ibtesama.com/vb/showthread-t_108757.html

² موقع مؤشر داو جونز الإسلامي: <http://www.djindexes.com/islamicmarket>

³ زيد عبيدات، مجلة المصرفية الإسلامية، مرجع سبق ذكره.

بما أن نشاط الشركات المدرجة في السوق المالية يمثل عادةً الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، فإن المؤشر المصمم بعناية يقيس حالة السوق ككل ويساعد المستثمرين بإعطائهم فكرة سريعة عن العائد المتولد عن محفظة الأوراق المالية للمستثمر ووضع تصور عن حالة السوق في المستقبل، إلى جانب استخدامه لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية¹.

د) مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية:

تم احتساب مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية كما يلي²:

أولاً: تم اعتماد كافة الشركات المدرجة في السوق النظامي والموازي، وكانت قيم الأساس بتاريخ 2009/06/15 كالتالي:

الجدول رقم (1)

الشركات المدرجة في السوق النظامي والموازي لسوق دمشق للأوراق المالية عند الافتتاح

اسم الشركة	نوع الشركة	رمز الشركة	عدد الأسهم	سعر الأساس بتاريخ 15/06/2009	القيمة السوقية للشركة بناءً على سعر الأساس
البنك العربي	بنك	ARBS	6,000.000	1.116.00	6.696.000.000
السورية الدولية للتأمين أروب	تأمين	AROP	2.000.000	736.00	1.472.000.000
بنك عودة سورية	بنك	BASY	5.350.000	2.696.26	14.424.991.000
بنك بيمو السعودي الفرنسي	بنك	BBSF	6.500.000	1.607.00	10.445.500.000
بنك سورية والمهجر	بنك	BSO	7.200.000	1.677.33	12.076.776.000
المصرف الدولي للتجارة والتمويل	بنك	IBTF	10.000.000	1.220.59	12.205.900.000
المجموعة المتحدة للتسويق	خدمات	UG	3.000.000	527.00	1.581.000.000
الشركة المتحدة للتأمين	تأمين	UIC	1.700.000	883.00	1.501.100.000
الشركة الأهلية للنقل	خدمات	AHT	400.000	1.173.15	469.260.000
الشركة الأهلية لصناعة الزيوت	صناعي	AVOC	3.000.000	692.20	2.076.600.000
الشركة الهندسية الزراعية	زراعي	NAMA	560.000	704.00	394.240.000
مصرف سورية الدولي الإسلامي	بنك	SIIB	10.000.000	1.101.08	11.010.800.000
بنك بيبيلوس	بنك	BBS	8.000.000	672.75	5.382.000.000
بنك قطر الوطني	بنك	QNBS	10.000.000	541.50	5.415.000.000
القيمة السوقية للشركات ككل بتاريخ 2009/06/15					85.151.167.000

¹ الموقع الإلكتروني لسوق دمشق للأوراق المالية، والكلام للدكتور محمد الجليلاتي: http://dse.sy/user/?page=index_explanation

² المعلومات من الموقع الإلكتروني لسوق دمشق للأوراق المالية: http://dse.sy/user/?page=issuers_company

ثانياً: اعتمدت جلسة تداول 2009/12/31 يوم بداية احتساب المؤشر (يوم الأساس)، كما تم تحديد عدد نقاط البداية للمؤشر في هذا التاريخ بقيمة أساس بلغت 1000 نقطة وهي تمثل المعامل وكانت قيمة أسهم الشركات تساوي 58.841.220.000 ل.س.

ثالثاً: تم احتساب المؤشر باستخدام المعادلة التالية بافتراض أن عدد نقاط البداية للمؤشر هو 1000 نقطة:

قيمة المؤشر في 2009/12/31 هي: $1000 = 1000 * 58.841.220.000 / 58.841.220.000$

وتتغير قيمة المؤشر نتيجة لتغير القيمة السوقية للأسهم المدرجة في الجلسة التالية أي في يوم 2010/1/4 ليصبح كالتالي: $1002.42 = 1000 * 58.841.220.000 / 58.9836.157.752$

وبذلك تكون قيمة المؤشر في هذه الجلسة قد زادت عن قيمة المؤشر في الجلسة السابقة بمقدار $1002.42 - 1000 = 2.42$ نقطة.
و بنسبة تغير قدرها $0.24\% = 1000 / (1000 - 1002.42)$

وبنفس طريقة الحساب تكون قيمة المؤشر قد ازدادت منذ جلسة 2009/12/31 وحتى جلسة 2010/8/18 لتصبح 1524.67، أي زادت بمقدار 524.67 نقطة وبنسبة تغير مقدارها 52.47%.

تعتبر هذه الطريقة الشاملة لحساب المؤشر مناسبة تماماً لسوق دمشق للأوراق المالية، ولا داعي حالياً لتصميم مؤشرات جزئية، وذلك لضآلة عدد الشركات المساهمة المدرجة في السوق وبالتالي عدم قدرتها على تمثيل القطاعات المختلفة العاملة فيها باستثناء قطاع المصارف وشركات التأمين.

إلا أنه من الممكن إدراج مؤشرات جزئية لاحقاً لأي قطاع في سوق دمشق للأوراق المالية، بشرط زيادة عدد الشركات العاملة في هذا القطاع وإدراجها في السوق، وتعبيرها عن معظم حجم النشاط فيه على مستوى سورية، ومنها على سبيل المثال:

مؤشر سوق دمشق للمصارف وشركات التأمين.

مؤشر سوق دمشق الصناعي.

مؤشر سوق دمشق الإسلامي، وذلك بنفس طريقة قياس مؤشر السوق الحالي على أن تكون العينة هي فقط الشركات المتعاملة وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية والمصرحة بذلك في نظامها الأساسي، وذلك بعد التحقق من قبل هيئة السوق بأن هذه الشركات تعمل فعلاً وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، ومراجعة أنشطتها بشكل دوري.

الفصل الثالث

الأصول والعقود المالية المتداولة في الأسواق المالية التقليدية والإسلامية

تختلف الأصول المالية المتداولة في الأسواق المالية التقليدية عن نظيراتها في الأسواق المالية الإسلامية، فهناك أدوات مالية مشتركة بين الأسواق المالية التقليدية والإسلامية كأسهم الشركات ذات الأنشطة غير الضارة والتي لا تتعامل في الربا، أو بعض الصكوك التي تلتزم بضوابط الشريعة الإسلامية والتي تصدر أحياناً في بعض أسواق المال التقليدية. وهناك أدوات تتعامل بها الأسواق المالية التقليدية فقط كأسهم الشركات ذات الأنشطة الضارة والسندات ذات الفوائد بمختلف أنواعها، وهناك أدوات مالية حديثة تتعامل بها الأسواق المالية الإسلامية فقط كالصكوك المالية الإسلامية بمختلف أنواعها. في هذا الفصل شرح مختصر لأهم هذه الأدوات المتداولة في كل من الأسواق المالية التقليدية والأسواق المالية الإسلامية مع المقارنة و ذكر مزايا وسلبيات كل من هذه الأدوات، وفيه ثلاثة مباحث:

المبحث الأول: الأسهم والسندات

انقسم إلى مطلبين تناول المطلب الأول التعريف بالأسهم التقليدية مقارنة مع الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وأهم ضوابطها، والقواعد الشرعية المتبعة للحكم على مدى توافقها مع أدلة المجيزين والمانعين لبعض أنواعها. وتناول المطلب الثاني التعريف بالسندات التقليدية وأهم أنواعها.

المبحث الثاني: الصكوك الإسلامية

خصص للتعريف بالصكوك الإسلامية وآلية عملية التصكيك، وأبرز الخصائص المميزة للصكوك، وأوجه التشابه والاختلاف بينها وبين الأسهم والسندات، وكذلك أنواعها وضوابطها الشرعية، وأهم عوائق انتشارها وتطورها والفروق الأساسية بين عملية التوريق التقليدية والإسلامية، وذلك بوصفها أهم الأصول المالية المسموح تداولها وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، وأهم البدائل الكاملة لكثير من أنواع السندات التقليدية والمشتقات المالية غير المتوافقة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

المبحث الثالث: المشتقات المالية

تحدث عن المشتقات المالية وقسم إلى ثلاثة مطالب، خصص المطلب الأول للتعريف بعقود المستقبلات مع ذكر أبرز خصائصها وسلبياتها وإيجابياتها وأهم البدائل المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. أما المطلب الثاني فخصص لمبحث عقود الاختيارات ومدى توفر بدائل متوافقة مع الشريعة الإسلامية لمثل هذه العقود. أما المطلب الثالث والأخير في هذا المبحث فقد تناول بالشرح والتعريف بمبادلات القروض غير القابلة للسداد ومدى إمكانية وجود بدائل متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

المبحث الرابع: عقود المضاربة بالهوامش والبيع على المكشوف

وخصص للتعريف بأهم العقود التي تجري في أسواق المال التقليدية وهي البيع على المكشوف والمضاربة بالهامش، وقدم بديلاً إسلامياً مقترحاً لمثل هذه العقود.

المبحث الأول

الأسهم والسندات

المطلب الأول: الأسهم:

أ) الأسهم التقليدية:

يمكن تعريف الأسهم العادية بأنها أنصبة متساوية من رأس مال الشركة، وأهم ما تتميز به هو أنها أصول مالية قابلة للتداول وتعطي حاملها حق المشاركة والتصويت على قرارات الشركة من خلال أحقيته في تلقي الدعوة لحضور اجتماعات الهيئة العامة وحق الرقابة، وحق الحصول على نصيب من الأرباح والاحتياطات وحق التنازل عن الأسهم والتصرف بها وحق الأولوية في الاكتتاب، وحق اقتسام موجودات الشركة عند تصفيتها¹.

أما الأسهم الممتازة فهي الأسهم التي تختص بمزايا لا تتمتع بها الأسهم العادية كحق الأولوية في الحصول على الأرباح أو التمتع في حصة من الأرباح لا تقل عن نسبة معينة من قيمتها، أو حق استعادة قيمة الأسهم بكاملها عند تصفية الشركة قبل إجراء القسمة بين سائر المساهمين، أو أن يكون للسهم ممتاز أكثر من صوت واحد في الجمعية العمومية، علماً أن الأسهم الممتازة عادة تحرم من حق التصويت، وتصدر الشركات عادة أسهماً ممتازة لرفع رأس المال وليس عند التأسيس.

يحقق الاستثمار في الأسهم فوائد كثيرة فهو غالباً ما يمنح المستثمر عوائد دورية ناتجة عن توزيع الأرباح، وعوائد أخرى ناتجة عن ارتفاع قيمة الأسهم، ويتميز الاستثمار في الأسهم عن الاستثمار في معظم الأصول الأخرى بقابليته العالية للتسييل.

ب) الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية*:

لا يوجد أي مانع في اقتناء الأسهم العادية وتداولها ما لم يكن أصل نشاط الشركات الممثلة بها محرماً لضرره، كشركات تصنيع التبغ والخمور والمقامرة أو المصارف التقليدية التي تتعامل بالفائدة أخذاً أو عطاءً. أما إن كان نشاطها كذلك فلا يجوز اقتناء أسهمها أو التعامل بها بإجماع الفقهاء.

أما اقتناء الأسهم الممتازة التي تميز أصحابها بحد أدنى من الأرباح أو بضمان رأس المال عند التصفية أو غير ذلك من امتيازات مشابهة فهو أمر غير جائز حتى ولو كان مجمل نشاط الشركة مباحاً، أما تمييزهم ببعض الميزات الإدارية فهو أمر مباح، وقد جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره السابع بجدة في المملكة العربية السعودية من 7 إلى 12 ذي القعدة 1412 هـ الموافق 9 إلى 14 أيار 1992م، في الفقرة رقم (5) ما يلي:

¹ علي محيي الدين القره داغي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، العدد السابع، 1412 هـ، 1991، ص37.

* يتناول هذا الفصل الأدوات المالية من حيث توافقها أو عدم توافقها مع الشريعة الإسلامية أما الأثر الاقتصادي المحسوب بطريقة رياضية فسوف يناقش في الفصل السادس.

(لا يجوز إصدار أسهم ممتازة لها خصائص مالية تؤدي إلى ضمان رأس المال أو ضمان قدر من الربح أو تقديمها عند التصفية، أو عند توزيع الأرباح. ويجوز إعطاء بعض الأسهم خصائص تتعلق بالأموال الإجرائية أو الإدارية).

كما أنه من الممكن تداول الأسهم العادية في الأسواق بالقيمة السوقية* بشرط أن تتحول الأثمان المدفوعة مقابل الأسهم إلى أصول مختلفة، وإلا فإنه لا يجوز بيعها أو شراؤها بغير القيمة الاسمية، إذ أن التداول في هذه المرحلة يكون قبل المباشرة في العمل والمال لا يزال نقوداً ويشترط فيه المثلية والتقابض الفوري، وبذلك تطبق عليه أحكام الصرف.

أي لا يجوز بيع الأسهم قبل أن يتحول رأسمال الشركة من مال إلى أصول إلا بقيمتها الاسمية فقط، أما إن كانت نقوداً وأصولاً فإنه يجوز تداولها بخلاف قيمتها الاسمية كما يجوز تأجيل الثمن. وقد اشترط مجمع الفقه الإسلامي¹ أن تكون الغلبة للأصول والمنافع حتى يتم التداول بخلاف القيمة الاسمية، بينما لم يشترط آخرون ذلك ومنهم مجموعة دلة البركة²، وقد استشهدوا بحديث رسول الله صلى الله عليه وسلم³: ((مَنْ بَاغَ عَيْدًا وَلَهُ مَالٌ فَمَالُهُ لِلْبَائِعِ إِلَّا أَنْ يَشْتَرِطَهُ الْمُبْتَاعُ))

ماذا لو كانت الأعمال الأساسية للشركات المراد المساهمة بها غير ضارة، إلا أنها تقوم ببعض الأعمال الممنوعة شرعاً كإيداع المبالغ الفائضة لديها في مصارف ربوية، أو الاقتراض من الغير عن طريق تحرير السندات ذات الفوائد، أو تعاملها في عقود المستقبلات والاختيارات الممنوعة شرعاً؟
اختلف الفقهاء في هذه الحالة بين مؤيد ومعارض ولكل منه حجة ودليله، فالمبيحون يرون أنه يمكن الاستثمار في مثل هذه الشركات وفق مجموعة من الضوابط وهي⁴:

الضابط الأول: (تحديد نسبة الاقتراض الربوي)

ألا تزيد نسبة القروض الربوية في مثل هذه الشركات عن حد معين من موجودات الشركة بحيث لا تتجاوز مثلاً:

(1) 25% من موجودات الشركة وفقاً لقرارات بعض الهيئات الشرعية كقرار الهيئة الشرعية

لشركة الراجحي رقم 485 المتخذ بتاريخ 1422/8/23 هـ 2001/11/8 م.

* تأخذ الأسهم قيمة متعددة، فالقيمة الاسمية هي القيمة التي تكون مدونة على قسيمة السهم وينص عليها عادة في عقد التأسيس وتمثل إجمالي رأس مال الشركة المملوك عند التأسيس مقسماً على عدد أسهمها، والقيمة الدفترية تمثل القيمة المحسوبة للسهم في دفاتر الشركة وتحسب من خلال قسمة إجمالي رأسمالها المدفوع مضافاً إليه الاحتياطات والأرباح على مجمل أسهم الشركة. أما القيمة السوقية فتتمثل سعر السهم في السوق، وتتوقف على سمعة الشركة ومعدل أرباحها ومشاريعها المستقبلية، وأسعار الأسهم والسندات الأخرى والتنبؤات والأوضاع الاقتصادية العامة، وتغير القيمة السوقية لأصول الشركة التي تمثلها وغير ذلك من أمور أخرى كثيرة.

¹ قرار رقم (5) من الدورة الرابعة سنة 1408 هـ، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، العدد الرابع، ج3، 1408 هـ، ص2161.

² عبد الستار أبو غدة، الأجوبة الشرعية في التطبيقات المصرفية، مجموعة دلة البركة، إدارة التطوير والبحوث، جدة، ج1، 1993، فتوى رقم 41.

³ تصنيف الإمام أبي عبد الرحمن أحمد بن شعيب النسائي، تحقيق دكتور عبد الغفار سليمان البنداري، سيد كسروي حسن، السنن الكبرى للنسائي، دار الكتب العلمية، بيروت، حديث رقم 4990، ج3، 1991، ص190.

⁴ أشرف محمد دواية، الاستثمار والمضاربة في أسهم البنوك والشركات التقليدية رؤية إسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون والعمل الخيري في دبي، 31 تموز-3 حزيران 2009، ص30.

(2) 30% من القيمة السوقية لمجموع أسهم الشركة وفقاً لما أخذت به هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في البحرين.

(3) 30% من إجمالي موجودات الشركة وفقاً لرأي بعض الهيئات الشرعية في المصارف السعودية.

(4) 33% من إجمالي موجودات الشركة وبذلك أخذ مؤشر داو جونز الإسلامي.

الضابط الثاني: (تحديد نسبة العنصر المحرم)

ألا تزيد نسبة العنصر المحرم (الاستثمار المحرم) عن نسبة معينة:

(1) 15% من إجمالي موجودات الشركة وقد أخذت بذلك الهيئة الشرعية لشركة الراجحي ثم قامت بعد ذلك بإلغاء هذا الضابط مطلقاً، وكذلك لم يعتبر داو جونز هذا الضابط.

(2) ألا يتجاوز المبلغ المودع في الربا 30% من القيمة السوقية لمجموع أسهم الشركة، وبه أخذت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية في البحرين.

الضابط الثالث: (تحديد نسبة الإيرادات المحرمة)

ألا تتجاوز نسبة الإيراد الناتج عن عنصر محرم:

(1) 5% من مجمل إيرادات الشركة وبذلك أخذت الهيئة الشرعية لشركة الراجحي وكذلك هيئة المعايير المحاسبية في البحرين.

(2) ألا تتجاوز الإيرادات غير التشغيلية المحرمة 9% من الإيرادات التشغيلية وبهذا أخذ الداو جونز الإسلامي.

الضابط الرابع: (تحديد نسبة النفقات المحرمة)

ينبغي وفقاً لهذا الضابط ألا تتجاوز نسبة المصروفات المحرمة 5% من إجمالي مصروفات الشركة، وقد أخذت به مؤخراً العديد من الهيئات الشرعية.
أما القواعد الشرعية التي استند إليها المجيزون فهي¹:

(1) قاعدة رفع الحرج:

وردت قاعدة رفع الحرج في القرآن الكريم والسنة في أكثر من موضع، قال تعالى:

((وَمَا جَعَلَ عَلَيْكُمْ فِي الدِّينِ مِنْ حَرَجٍ))²

وقد ورد عن النبي صلى الله عليه وسلم أنه استثنى الإذخر من النهي عن قطع الأشجار والنبات في مكة لاعتیاد الناس على استعماله في تغطية سقوف بيوتهم ووضعه على قبورهم، فقد قال يوم فتح مكة:

¹ الاستثمار والمضاربة في أسهم البنوك والشركات التقليدية رؤية إسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 32-42.

² سورة الحج الآية رقم (78).

((إِنَّ هَذَا الْبَلَدَ حَرَمَهُ اللَّهُ يَوْمَ خَلَقَ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضَ، فَهُوَ حَرَامٌ بِحُرْمَةِ اللَّهِ إِلَى يَوْمِ الْقِيَامَةِ، وَإِنَّهُ لَمْ يَجَلِ الْقِتَالُ فِيهِ لِأَحَدٍ قَبْلِي، وَلَمْ يَجَلِ لِي إِلَّا سَاعَةً مِنْ نَهَارٍ، فَهُوَ حَرَامٌ بِحُرْمَةِ اللَّهِ إِلَى يَوْمِ الْقِيَامَةِ، لَا يُعْصَدُ شَوْكُهُ، وَلَا يُنْفَرُ صَيْدُهُ، وَلَا يُلْتَقِطُ لُقْطَتُهُ إِلَّا مَنْ عَرَفَهَا، وَلَا يُخْتَلَى خَلَاهُ. فَقَالَ الْعَبَّاسُ: يَا رَسُولَ اللَّهِ، إِلَّا الْإِذْخَرَ فَإِنَّهُ لِقَيْنِهِمْ وَلِبُيُوتِهِمْ، قَالَ إِلَّا الْإِذْخَرَ))¹.

وقد أكد العلماء على هذه القاعدة فيقول ابن تيمية² مثلاً: ((الشرعية جميعها مبنية على أن المفسدة المقترضة للتحريم إذا عارضتها حاجة راجحة أبيح المحرم)) ويقول العز ابن عبد السلام³:

((لو عم الحرام الأرض بحيث لا يوجد حلال جاز أن يستعمل من ذلك ما تدعو إليه الحاجة)) من خلال هذه القاعدة يرى المبيحون أن ترك التملك والتعامل في أسهم الشركات المساهمة وإن لم تكن جميع أعمالها مضبوطة بالضوابط الشرعية سوف يكون فيه مشقة على الناس، ولا مانع من التعامل معها طالما أن أصل نشاطها والغالب فيه مباح.

(2) قاعدة التبعية:

تقول هذه القاعدة أنه يجوز تبعاً ما لا يجوز استقلالاً، ومن أدلتها حديث رسول الله صلى الله عليه وسلم: ((من باع عبداً فماله للبائع إلا أن يشترط المبتاع))⁴.

وعلى ضوء تلك القاعدة فهذا النوع من الأسهم وإن كان فيه نسبة بسيطة من الحرام لكنها جاءت تبعاً، وليست أصلاً مقصوداً بالتملك والتصرف، فما دامت أغراض الشركة وأنشطتها مباحة غير أنها قد تودع بعض أموالها في البنوك الربوية، أو تقترض منها، فهذا العمل بلا شك عمل محرم يؤثم فاعله (مجلس الإدارة) لكنه لا يجعل بقية الأموال والتصرفات المباحة الأخرى محرمة، وهو أيضاً عمل تباعي وليس هو الأصل الغالب الذي لأجله أنشئت الشركة⁵.

(3) قاعدة الكثرة والقلّة والغلبة:

وهي قاعدة معروفة ولها تطبيقاتها في البيوع والطهارة، وملخص هذه القاعدة بأنه إذا اختلط جزء محرم من المال مع جزء مباح فإن ذلك لا يعني أن المال المختلط كله أصبح حراماً، وهذا ينطبق على حكم التعامل في أسهم الشركات ذات الأنشطة المختلطة إذ أن أغلب عوائد أسهمها كانت نتيجة الأنشطة المباحة، وبالتالي يمكن تملكها والاستفادة من عوائدها بعد تطهيرها من الجزء المحرم عن طريق التخلص منه ووضعه في أعمال الخير، يقول الكاساني⁶:

((كل شيء أفسده الحرام والغالب عليه الحلال فلا بأس ببيعه))

¹ محمد بن إسماعيل أبو عبد الله البخاري الجعفي، مرجع سبق ذكره، ج4، ص104، رقم الحديث (3189).

² ابن تيمية، مجموع الفتاوى، تحقيق: عامر الجزار، وأنور الباز، دار الوفاء، المنصورة، ط3، ج29، 2005، ص227.

³ العز ابن عبد السلام، تحقيق عبد الغني الفقر، قواعد الأحكام في مصالح الأنام، دار الطباعة والنشر، دمشق، 1413 هـ، ص641.

⁴ مصنف ابن أبي شيبة في الأحاديث والآثار: دار الفكر، بيروت، ج8، 1409 هـ، 1988 م، ص406.

⁵ علي محيي الدين القره داغي، الاستثمار في الأسهم، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، العدد التاسع، ط2، 1425 هـ، 2004 م، ص273.

⁶ الكاساني، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، المكتبة الحبيبية، باكستان، ط1، ج6، 1409 هـ - 1989 م، ص144.

4) قاعدة ما لا يمكن التحرز منه فهو عفو:

يمكن القول وفقاً لهذه القاعدة بأن الحاجة الكبيرة للتعامل في أسهم مثل هذه الشركات المختلطة غلبت الجزء اليسير المحرم من نشاطها، وبالتالي فإنه لا يمكن ترك الخير الكثير من وراء المساهمة في مثل هذه الشركات من أجل الابتعاد عن جزء صغير محرم، مع أنه تم وضع الضوابط المناسبة على ألا يتجاوز هذه الجزء قدرًا معيناً وأن يتم التخلص من العوائد الناتجة عنه في أوجه الخير المختلفة.

5) قاعدة العرف:

يقول المالكية في العرف وما يبنى عليه¹:

((فمهما تجدد في العرف فاعتبره، ومهما سقط فألغ، ولا تجمد على المنقول في الكتب طول عمر، بل إذا جاءك رجل من غير إقليمك يستفتيك فلا تجره على عرف بلدك، وسله عن عرف بلده فأجره عليه)) وبذلك استدل المبيحون بالعرف عند تحديد ضبط التعامل في اليسير من المعاملات المحرمة، وهذا العرف يبيح التعامل في مثل أسهم هذه الشركات.

أما المحرمون للمساهمة أو تداول أسهم الشركات المختلطة فقد استدلوا بالكثير من الأدلة الشرعية المعتبرة في القرآن الكريم والسنة النبوية حول التحذير من التعامل في الأمور المحرمة دون التفريق بين قليلها وكثيرها، إذ يحرم على الإنسان أن يستثمر جزءاً من ماله في أمور محرمة حتى ولو كان هذا الجزء يسيراً، وتملك الإنسان بعض أسهم الشركات المساهمة يعني تملكه حصة شائعة في موجودات الشركة بكل ما فيها، وبالتالي لو أقرضت الشركة أو اقترضت برأياً فكأنما أقرض المساهم أو اقترض بما يوازي حصته من رأس المال وهذا مخالف للقاعدة الفقهية التي تقول:

"إذا اجتمع الحلال والحرام غلب الحرام" كما أن درء المفاسد مقدم على جلب المصالح، ويقول الرسول صلى الله عليه وسلم:

((الحلال بين والحرام بين وبينهما مشتبهات لا يعلمها كثير من الناس، فمن اتقى الشبهات فقد استبرأ لدينه وعرضه...))²

أما القواعد الشرعية التي استند إليها المبيحون فهي قواعد صحيحة بدون أدنى شك إلا أنها قد لا تنطبق على حال المساهمة في الشركات المختلطة، فالحاجة في قاعدة رفع الحرج يجب أن تكون حاجة ماسة لا يمكن الاستغناء عنها إلا مع مشقة كبيرة قد تفضي إلى مضرة كبرى، وهذه المشقة غير موجودة بهذه الصورة أبداً عند التعامل بمثل هذه الأسهم، إذ أنه يوجد مجموعة غير منتهية من بدائل الاستثمار الأخرى، والمجتمع لا يعاني اليوم من عموم الحرام وانعدام الحلال، بل على العكس تماماً فجميع المستثمرين باتوا يجدون اليوم الكثير من وسائل الادخار والتمويل المباحة بإجماع الفقهاء دون عسر أو مشقة.

¹ ابن القيم، تحقيق طه عبد الرؤوف، إعلام الموقعين عن رب العالمين، مكتبة الكليات الأزهرية، القاهرة، ج3، دت، ص 78.

² محمد بن إسماعيل أبو عبد الله البخاري الجعفي، مرجع سبق ذكره، ج1، ص19، رقم الحديث (52).

أما الاستدلال بالقاعدة الثانية التي تقول أنه يجوز تبعاً ما لا يجوز استقلالاً وأنه يغتفر في التابع ما لا يغتفر في المتبوع فهي لا تنطبق على حال شراء مثل هذه الأسهم وتداولها إذ أن المسألة لم تنته عند الاكتتاب أو الشراء فقط وإنما تخطى ذلك إلى استمرار المالك في توظيف جزء من ماله في الحرام مع الإرادة التامة في ذلك ومن هنا يظهر الفارق الكبير في القياس.

وكذلك لا يصح الاستدلال بقاعدة القلة والكثرة والغلبة والتي تقول أن الجزء المحرم من المال إن اختلط بكثير مباح لا يجعل مجموع المال حراماً، إذ أنها تنطبق فقط على من وقع في ماله جزء من الحرام إما من غير عمد، أو بعمد وتاب بعد ذلك وأراد أن يبرئ ذمته منه فيخرج من المال ما يظن أنه حرام، كما أن هذه القاعدة لا تصح على إطلاقها وإلا فيمكن من خلالها أن نعتبر أن خلط الحليب بقليل من الماء قبل بيعه ومن ثم التصديق بمقدار الجزء المغشوش جائز !.

أما قاعدة ما لا يمكن التحرز منه فهو عفو فلا يمكن أن يستدل بها على المساهمة في الشركات المختلطة، إذ أن تلك المساهمة ليست فرضاً أو واجباً ويوجد من بدائل الاستثمار ما لا يمكن حصره وبذلك يمكن عدم المساهمة في هذه الشركات دون أدنى مشقة.

وأخيراً لا يصح الاستدلال بالعرف على تحديد نسبة اليسير المعفو عنه من المعاملات المحرمة في الشركة، إذ أن الاعتراض الشرعي هو على هذه النسبة ذاتها بغض النظر عن حجمها، ولا يمكن الأخذ بالعرف أصلاً لو تعارض مع النصوص التشريعية.

وقد تبنت قرارات مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي رأي المانعين إذ جاء في توصيات الندوة الثانية للأسواق المالية المنعقدة في دورته السابعة ما يلي¹:

((الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحياناً بالمحرمات، كالربا ونحوه، بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة .

أما من يساهم في الشركات التي تتعامل أحياناً بالمحرمات مع إرادة تغيير جميع أنشطتها بحيث لا تخالف الشريعة الإسلامية، فإن كان قادراً على التغيير بمجرد إسهامه فيها فذلك أمر مطلوب منه، لما فيه من زيادة مجالات التزام المسلمين بأحكام الشريعة الإسلامية. وإن كان غير قادر عند الإسهام ولكنه يسعى للتغيير مستقبلاً، بأن يحاول ذلك من خلال اجتماعات الجمعية العمومية ومجلس الإدارة وغيرهما من المجالات فالإسهام في هذه الحالة مختلف في جوازه بين المشاركين في الندوة.))

ولابد في الحالتين من التخلص مما يؤول إلى المساهم فيها من كسب التصرفات المحرمة في أنشطة الشركة بصرفه في وجوه الخير.

¹ مجلة المجمع الفقهي الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، توصيات الندوة الثانية للأسواق المالية، العدد السابع، المجلد الثالث، جدة، القرار الأول، فقرتين ج، د، 1992، ص 135.

لعل من أبرز الأسباب التي دفعت الفريق الأول إلى إباحة الاستثمار في الشركات المختلطة سابقاً هو عدم وجود هذا الكم الكبير من بدائل الاستثمار في مؤسسات وأدوات مالية متوافقة تماماً مع أحكام الشريعة الإسلامية، أما اليوم فربما الغرض من الإباحة هو دعم التيار المعارض للتعاملات المحرمة في الهيئة العامة ومجالس إدارات هذه الشركات، إلا أن المرجح أن يحدث العكس، فأبي الأقلية سوف يخضع لرأي الأغلبية.

والمرجح والله أعلم أنه يسمح بالمساهمة في الشركات المختلطة فقط في حال كون المساهم متأكداً أنه سوف يغير من أنظمة هذه الشركات من خلال مساهمته فيها، على أن يعود للخروج منها فيما لو لم يستطع.

المطلب الثاني: السندات

يمكن أن نقسم السندات من الناحية الشرعية إلى قسمين أساسيين هما السندات التقليدية والسندات غير التقليدية وفيما يلي التعريف بكل منهما:

أ) السندات التقليدية:

يعد السند وثيقة مالية قابلة للتداول ويمثل قرضاً على الجهة المصدرة له، وعادةً ما تصدره الشركات بأنواعها المختلفة والمؤسسات المالية عن طريق الاكتتاب العام. ويعتبر حامل سند الشركة دائناً لها وليس شريكاً فيها، على خلاف حامل السهم. و للسند خصائص مميزة، منها أنه¹:

1) يمثل ديناً على الشركة، فإن أفلسست سقط أجل الدين، واشترك حامل السند مع باقي الدائنين للشركة بديونها.

2) يستوفي حامل السند فائدة ثابتة سواءً أربحت الشركة أم خسرت، ويمكن أن يُخصص بنسبة مئوية من الأرباح، ولا يعتبر مساهماً لأنه لا يحق له التدخل في الإدارة.

3) لحملة السندات حق الأولوية في استيفاء قيمتها عند التصفية قبل حملة الأسهم.

4) عادةً ما يكون السند قابلاً للتداول كالسهم.

5) قرض السندات قرض جماعي، فالشركة تتعاقد مع مجموع المقرضين لأن القرض مبلغ إجمالي مقسم إلى أجزاء متساوية هي السندات.

وللسندات التقليدية أنواع كثيرة وفي ما يلي تعريف مختصر بأهمها:

1) سندات الشركات:

هي السندات التي تصدرها الشركات لتمويل أحد أنشطتها المختلفة وتكون عادة بمقابل نسبة ثابتة من قيمتها تدفع بصورة دورية لحاملتها. وتُمكن الشركة من زيادة رأسمالها دون زيادة في عدد مالكيها أو عدد أسهمهم.

¹ أحمد محي الدين حسن، عمل شركات الاستثمار الإسلامية، طبع بنك البركة الإسلامي، البحرين، ط1، 1407هـ، ص101. وكذلك عبد العزيز عزت الخياط، الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي، مؤسسة الرسالة، بيروت، ط2، 1403هـ-1983م، ص102.

(2) سندات الهيئات الدولية:

هي سندات تصدرها الهيئات الدولية لتمويل مشاريعها المختلفة مقابل القروض التي تحصل عليها.

(3) سندات الخزينة (Treasury Bonds):

تُصدر هذه السندات من قبل الحكومات وهي تشبه السندات التي تصدرها الشركات إلى حد بعيد، إلا أنها غالباً ما تصدر بمعدلات فائدة أقل نظراً لملاءة الدولة وقدرتها على رد قيم السندات في مواعيدها المحدد، وخاصةً عندما تكون مصدرة بعملتها الوطنية، وتعتبر سندات الخزينة الأمريكية من أشهر أنواع السندات الحكومية وأكثرها انتشاراً، فقد استحوذت¹ حتى الآن على ما يزيد عن نصف محفظة الاستثمار المصرفي.

ويمكن أن تعرف بأنها²: أوراق مالية قابلة للتداول ومضمونة من قبل الحكومة المصدرة لها، وهي من الأدوات المالية التي يُقبل عليها المستثمرون لأنها وسيلة فعالة لتوظيف الفائض النقدي المتوفر لديهم وتتميز بسرعة تسيلها.

وتتراوح آجال هذه السندات عادةً بين الخمس سنوات إلى ثلاثين سنة، ومن حق الحكومة استدعاء هذه السندات مرة واحدة أو على فترات مختلفة بقيم وآجال محددة تذكر في نشرة الاستحقاق وتاريخ الاستدعاء وحامل هذا السند من حقه تحويله إلى طرف ثالث ويتم تداوله هكذا حتى تاريخ الاستحقاق.

وتختلف سندات الخزينة عن أدونات الخزينة (Treasury Bills) والتي تعرف بأنها³:

أدوات مالية تساعد الحكومة على الإقراض قصير الأجل وعادة ما تكون مدة هذه الأدونات بين ثلاثة أشهر وحتى اثني عشر شهراً وتباع بسعر أقل من السعر الاسمي.

(4) سندات الرهن العقاري (Mortgages):⁴

يعرف القرض الرهني بأنه ملكية مرهونة لضمان سداد دين ما. ويكون المرهون أصلاً عينياً أو مالياً و عندما نقول رهنًا عقاريًا فيكون الرهن هو العقار والراهن هو مالك العقار المرهون. أما الدين فهو عبارة عن القرض الممنوح من أحد المقرضين (ويسمى المرتهن) إلى مشتري ذلك المسكن لمساعدته في امتلاكه. وفي حال لم يتمكن مالك المسكن من سداد القرض إلى المقرض فإن الأخير الحق في حجز الرهن ومن ثم بيعه لكي يضمن استعادة القرض. وتقسم العقارات التي يمكن أن تكون موضع رهن إلى فئتين:

العقارات السكنية: مثل البيوت أو المساكن الخاصة، المساكن المشتركة، الشقق السكنية.. الخ.

¹ عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، الإدارة الإستراتيجية في البنوك الإسلامية، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، بحث رقم 66، جدة، ط1، 1425هـ-2004م، ص 82.

² عبد اللطيف عبد الرحيم جناحي، الصكوك الإسلامية بدائل للسندات التقليدية، المجمع الفقهي الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دورة المؤتمر التاسعة عشرة، الشارقة، 2009، ص1. الأبحاث موجودة على موقع الفقه الإسلامي:

<http://www.islamfeqh.com/Nawazel/NawazelItem.aspx?NawazelItemID=240>

³ المرجع السابق، ص5.

⁴ نضال الشعار، سوق الأوراق المالية وأدواتها، مرجع سبق ذكره، ص ص 221-224.

العقارات غير السكنية: وتشمل الملكيات التجارية والزراعية.
هذا ويطلق على المقرض الأصلي اسم منشئ القرض الرهني

تبدأ عملية إنشاء قروض الرهن عندما يحتاج شخص ما إلى الاقتراض لتمويل شراء مسكن، حيث يقدم طلباً إلى إحدى المؤسسات المنشئة للقروض الرهنية. وهذا يتطلب منه أن يملأ استمارة يعطي فيها كافة المعلومات المالية المتعلقة بوضعه المالي ومصادر دخله، و من ثم يدفع رسوم تقديم الطلب. وهنا يأتي دور المؤسسة المنشئة للقروض للقيام بدراسة وتقويم الوضع الائتماني للمتقدم والذي يتحدد بعاملين أساسيين يلعبان دوراً كبيراً في قبول هذا الطلب أو رفضه وهما:

نسبة المدفوعات إلى الدخل (Payment To Income Ratio PTI)

نسبة قيمة القرض إلى قيمة العقار المرهون (Loan To Value LTV)

وفي حال القبول يمكن عادةً لطالب القرض أن يختار بين نوعين من قروض الرهن، القروض ذات المعدل الثابت والقروض ذات المعدل المتغير. ففي النوع الأول يعطي المقرض عادةً إلى المتقدم (طالب القرض) خياراً بتحديد الموعد الذي سيجدد فيه الطرفان سعر الفائدة على القرض. وبإمكان منشئ القرض أن يتصرف بقرض الرهن وفقاً لواحدة من الاستراتيجيات التالية:

- ❖ أن يجعله جزءاً من محفظته الاستثمارية.

- ❖ أن يبيعه إلى أحد المستثمرين الراغبين في حيازته ضمن محفظته الاستثمارية أو إلى أحد المستثمرين الراغبين في إضافته إلى مجموعة من قروض الرهن (Pool) التي تستخدم كضمان في إصدار الأوراق المالية.

- ❖ أن يستخدم القرض الرهني نفسه كضمان في إصدار الأوراق المالية، وهنا يقال بأن هذا القرض قد تحول إلى ورقة مالية قائمة بذاتها وهو ما يمثل أحد أنواع التوريق.

و يوجد عدة أنواع لسندات الرهن العقاري أهمها¹:

❖ سندات دفع الفوائد فقط (Interest Only Sub-Prime Mortgages):

يُرتب هذا النوع من السندات على المقترضين فوائد فقط لمدة من الزمن (خمس سنوات مثلاً) بعد ذلك ينبغي عليهم أن يدفعوا فوائد يضاف إليها أقساط الحصول على المنزل، وطبعاً يُقوَّم المنزل بسعر أعلى من قيمته الحقيقية عند منح القرض.

❖ سندات الفوائد المتغيرة (ARM) (Adjustable Rate Mortgages):

يربط هذا النوع من السندات معدل الفائدة التي يدفعها المقرضون بمعدل الفائدة التي يفرضها المصرف المركزي، فإذا رفع هذا المصرف معدل الفائدة على الإقراض ارتفعت معدلات الفائدة على السندات، وهو تماماً ما حدث عند بداية أزمة الرهن العقاري، والتي ستبحث لاحقاً بشيء من التفصيل في الفصل الخامس.

¹ David Waring, A Simple Explanation of the Subprime Crisis, 12-03-2007:

<http://www.informedtrades.com/2699-simple-explanation-subprime-crisis-part-1-a.html>

❖ سندات ذات فوائد أولية قليلة (Low Initial Fixed Rate Mortgages):

يدفع المدينون بهذه السندات للدائنين فوائد قليلة في الفترة الأولى ثم بعد ذلك تزداد هذه الفوائد بالتدريج لتصبح كبيرة، ويرافق هذه الفوائد أقساط تملك العقارات.

تعتبر السندات التقليدية من أهم الأصول المالية التي يتم تداولها في الأسواق المالية، وتشكل أكبر مصادر تمويل الشركات والحكومات. إلا أنه من الواضح أن هذه السندات تعتبر قروضاً تجر منفعة ومن هنا فمن غير المباح التعامل بها وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، وهذا ما أكدته مجمع الفقه الإسلامي في مؤتمره السادس بجدة إذ أنه قرّر ما يلي¹:

- (1) إن السندات التي تمثل التزاماً بدفع مبلغها مع فائدة أو نفع مشروط محرمة شرعاً من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول، لأنها قروض ربوية سواء أكانت الجهة المصدرة لها خاصة أو عامة ترتبط بالدولة ولا أثر لتسميتها شهادات أو صكوكاً استثمارية أو ادخارية أو تسمية الفائدة الربوية الملتزم بها ربحاً أو ربيعاً أو عمولة أو عائداً.
- (2) تحرم أيضاً السندات ذات الكوبون الصفري باعتبارها قروضاً يجري بيعها بأقل من قيمتها الاسمية، ويستفيد أصحابها من الفروق باعتبارها حسماً لهذه السندات.
- (3) كما تحرم أيضاً السندات ذات الجوائز باعتبارها قروضاً اشترط فيها نفع أو زيادة بالنسبة لمجموع المقرضين، أو لبعضهم لا على التعيين، فضلاً عن شبهة القمار.

(ب) السندات غير التقليدية (بدون فوائد):

إن النوع الوحيد من السندات المتوافق مع الشريعة الإسلامية هو السندات التي تصدر مع تعهد بالوفاء بأصل المبلغ من دون أي مقابل كسندات القرض الحسن، ومثل هذه السندات غير شائعة كثيراً لأنها لا تمثل أداة استثمارية وإنما فقط أداة مالية لإثبات الحقوق وابتغاء ثواب الإقراض من دون مقابل من الله عز وجل.

إلا أنه تم تطوير بدائل مالية مشابهة للسندات التقليدية، وهي الصكوك الإسلامية والتي تعد من أفضل ابتكارات الاقتصاد الإسلامي الحديثة.

في المبحث التالي تعريف بهذه الصكوك وإشارة إلى أهم أوجه الشبه والاختلاف مع الأصول المالية الأخرى وشرح مختصر لأهم أنواعها ومدى انتشارها.

¹ مجلة المجمع الفقهي الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، العدد السابع، دورة المؤتمر السادس بجدة من 17 - 23 شعبان 1410 هـ، الموافق 20-24 آذار / مارس 1990م، قرار رقم (6/11/62) بشأن السندات، ص ص 1293-1294.

المبحث الثاني

الصكوك الإسلامية

أ) التعريف بالصكوك الإسلامية*:

تعد الصكوك الإسلامية بأنواعها المختلفة أهم البدائل المقترحة للسندات والقروض وبعض الأصول المالية الضارة، وتعتبر سندات المقارضة** (صكوك المضاربة***) من أهم هذه الصكوك وأكثرها شهرة، ومع أن الصكوك تشابه السندات التقليدية كثيراً من حيث قابلية معظم أنواعها للتداول ومنح حاملها عوائد دورية، إلا أنها لا تتمتع بميزة ضمان رأس المال والحصول على عوائد ثابتة، ومع ذلك فهناك أنواع لصكوك إسلامية أخرى تلبي نسبياً مثل هذا الغرض وهي صكوك الإجارة والتي تتمتع بقدر كبير من الأمان وتمنح حاملها عوائد مقدرة مسبقاً، كما أنه يمكن تداولها. فيما يلي تعريف مختصر بهذه الصكوك:

عرفت الصكوك الإسلامية من قبل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها¹: ((وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله)).

كما عرفت بأنها²:

وثيقة بقيمة مالية معينة تصدرها مؤسسة ما بأسماء من يكتتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، وتستثمر حصيلة البيع سواء بنفسها أو بدفعها إلى الغير للاستثمار نيابة عنها، وتعمل على ضمان تداوله وتنقيضه****، ويشارك المكتتبون في الصكوك في نتائج هذا الاستثمار حسب الشروط الخاصة بكل إصدار.

قبل التعريف بخصائص الصكوك وأنواعها وأهميتها، لا بد أولاً بالتعريف بآلية عملية التصكيك والفرق بين التوريق التقليدي والتوريق (التصكيك) الإسلامي.

* من الجدير بالذكر أنه ليس المقصود بوصف الصكوك بصفة الإسلامية هو الإشارة إلا أنها أصول مالية من ابتكار وتطوير المسلمين فذلك موضوع آخر، وإنما المقصود بهذه الصفة هو ألا تخالف مثل هذه الصكوك أي من مبادئ الشريعة الإسلامية.

** عبارة سندات المقارضة هي عبارة من ابتكار الدكتور سامي حسن حمود، وكان قد استحدثها عند بدء العمل لوضع مشروع قانون البنك الإسلامي الأردني خلال عام 1397 هـ، وهو القانون الذي ناقشت مواده لجنة الفتوى الأردنية في الفترة الواقعة بين العشرين من رجب والثامن والعشرين من رمضان عام 1397 هـ، الموافق للسّادس من تموز والحادي عشر من أيلول من عام 1977م:

سامي حسن حمود، تصوير حقيقة سندات المقارضة والفرق بينها وبين سندات التنمية وشهادات الاستثمار والفرق بينها وبين السندات الربوية، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي بجدة، العدد الرابع، المجلد الثالث، جدة، 1988، ص 1486.

*** تسمية صكوك المضاربة أدق من سندات المقارضة أو سندات المضاربة، إذ أن كلمة سند توحي بقرض مضمون القيمة وصكوك المضاربة لا يمكن أن تكون مضمونة القيمة من الناحية الشرعية.

¹ المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2007، ص 288.

² محمد سراج، النظام المصرفي الإسلامي، دار الثقافة، القاهرة، 1989، ص 272.

**** تصفية موجودات المضاربة العينية وتحويلها إلى نقد ليتم توزيعه على الدائنين وحملة الصكوك.

(ب) آلية عملية التوريق:

تتم عملية التوريق التقليدية من خلال قيام مؤسسة ما بتجميع أصولها غير السائلة الممثلة غالباً بالديون وتحويل ملكيتها إلى صندوق أو مؤسسة مالية ذات غرض خاص (SPV) Special Purpose Vehicle لتقوم بدورها بإصدار سندات تساندها تلك الأصول، ومن ثم تقوم بإتاحتها للتداول في الأسواق المالية بعد أن يتم تصفيتها ائتمانياً¹، وذلك وفقاً للخطوات التالية²:

(1) تقوم المؤسسة المالية التي لها ديون مضمونة بالرهون، ونحوها ببيعها جزئياً أو كلياً إلى مؤسسة، أو شركة أخرى ذات غرض خاص تتحدد غايتها بشراء هذه الأصول، ونقلها من الذمة المالية للمؤسسة البائعة إلى ذمة الشركة ذات الغرض الخاص حتى تكون هذه الأصول بمنأى عن المطالبات الأخرى، وعن إفلاس المؤسسة البائعة، وغالباً ما تكون الشركة ذات الغرض الخاص منشأة من قبل المؤسسة المالية المورقة وتنتهي غايتها عندما ينتهي أجل السندات وتصفى نهائياً.

ويمكن نقل هذه الأصول (الديون) بطرق أخرى غير البيع، ولكن البيع هو الأشهر حتى تكون بمنأى عن الصورية أو العقود الأخرى التي يمكن التشكيك فيها، وهذه الشركة ذات الغرض الخاص هي التي تقوم بعملية الإصدار، وهي يمكن أن تكون مملوكة بالكامل للمؤسسة البائعة، أو لا تكون كذلك.

(2) تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بعد ذلك بإصدار سندات بعلاوة إصدار وقيمة تعادل قيمة الديون محل التوريق للحصول على السيولة من خلال بيعها للمستثمرين، أو تقوم بحزم هذه السندات ووضعها مع بعضها البعض وبيع كل حزمة من هذه الحزم ككتلة واحدة، بعد منحها تصنيفاً ائتمانياً من قبل شركات التصنيف الشهيرة، وتكون فوائد هذه السندات متوافقة مع فوائد الديون نفسها، وغالباً ما تلجأ الشركة ذات الغرض الخاص إلى الحصول على القروض المصرفية لتمويل شراء السندات وذلك بضمان السندات المورقة أو حزم السندات ذاتها.

(3) تقوم الشركة بدفع ثمن سندات الرهن المشتراة من حصيلة بيع هذه السندات أو من خلال القروض المصرفية إلى المؤسسة المالية البائعة.

(4) يتعين على البنك البائد للتوريق والمؤسسة المصدرة ذات الغرض الخاص ضرورة الاتفاق وتحديد المسؤول عن آلية تحصيل السندات القديمة المستحقة ودفع فوائد السندات الجديدة، والإجراءات الواجب اتخاذها تجاه المتخلفين عن السداد، والمصاريف اللازمة لتصنيف السندات القديمة والجديدة والتأمين على هذه السندات، وغالباً ما يقوم بكل هذه المهام المصرف المصدر.

¹ حسين مظفر، التوريق، ورقة مقدمة إلى مؤتمر التوريق وأسواق رأس المال، بيروت، آذار - 2008، ص3.

² علي محيي الدين القره داغي، الصكوك الإسلامية " التوريق " وتطبيقاتها المعاصرة دراسة فقهية اقتصادية.

و سعيد عبد الخالق، توريق الحقوق المالية، كتاب منشور خلاصته في موقع البوابة القانونية، دت:

أما عملية التصكيك الإسلامية فيشترط فيها على ضرورة ألا تكون الأصول المراد تصكيكها ديوناً، إذ أن الشريعة الإسلامية نهت عن بيع الديون بالديون. وقد أكد مجمع الفقه الإسلامي على ذلك¹:

((أنه لا يجوز بيع الدين المؤجل من غير المدين بنقد معجل من جنسه أو من غير جنسه لإفضائه إلى الربا، كما لا يجوز بيعه بنقد مؤجل من جنسه أو من غير جنسه لأنه من بيع الكالئ بالكالئ المنهي عنه شرعاً. ولا فرق في ذلك بين كون الدين ناشئاً عن قرض أو بيع آجل.))

ومن أبرز تجارب التصكيك الإسلامية عبر التاريخ كانت تجربة صكوك الطعام التي أشار إليها الإمام النووي في شرحه لصحيح مسلم² عندما قال أبو هريرة لمروان ابن الحكم أحلت بيع الصكاك وقد نهى رسول الله عن بيع الطعام حتى يستوفي فنهى مروان عن بيعها.

ج) أسباب عملية التوريق³:

انتشرت ظاهرة التوريق في أوروبا وأمريكا في ثمانينات القرن الماضي (جنون الثمانينات) (The Frenzy of the 1980's) إذ تؤكد الإحصائيات أن سوق التوريق في أوروبا وحدها تزداد بمعدل 200 مليار دولار سنوياً⁴.

من أشهر عمليات توريق الديون على سبيل المثال خطة وزير الخزانة الأمريكي السابق (نيكولاي برادي) التي نصت على ضرورة شطب 20% من الديون الخارجية القديمة لمجموعة من الدول النامية وتحويل القسم الأكبر المتبقي من هذه الديون إلى سندات متداولة، أي توريق هذه الديون وذلك بعد تخفيض معدلات الفائدة عليها لكي تتمكن هذه الدول من السداد⁵. أما بداية عمليات توريق سندات الرهن العقاري فقد انطلقت من الولايات المتحدة الأمريكية عام 1970 عندما قامت الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري بإصدار صكوك تستند على القروض المضمونة بالرهن العقاري⁶.

و يسعى القائمون بعمليات التوريق بشكل عام إلى تحقيق عدة أهداف، من أهمها ما يلي:

¹ مجلة المجمع الفقهي الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي بجدة، العدد الحادي عشر، جدة، في دورة مؤتمره الحادي عشر في الفترة الممتدة من 25 إلى 30 رجب 1419 هـ - 14 - 19 تشرين الثاني 1998م، والمقام بمدينة المنامة، قرار رقم 92 (11/4)، ص 213.

² مسلم بن الحجاج أبو الحسين القشيري النيسابوري، صحيح مسلم، مرجع سبق ذكره، ج3، 1991، ص 1162. الحديث رقم (1528).

³ علي محيي الدين القره داغي، الصكوك الإسلامية " التوريق" وتطبيقاتها المعاصرة دراسة فقهية اقتصادية، بحث مقدم في الدورة التاسعة عشرة لمجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، إمارة الشارقة، 2008، ص 6-7. الأبحاث موجودة على موقع الفقه الإسلامي:

<http://www.islamfeqh.com/Nawazel/NawazelItem.aspx?NawazelItemID=240>

⁴ حسين فتحي عثمان، التوريق المصرفي للديون، الممارسة والإطار القانوني، بحث مقدم في مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات المنعقد في دبي، سنة 2007م، ص4. والبحث منشور في الدليل الإلكتروني للقانون العربي: www.arablawnof.com

عدنان الهندي، التوريق كأداة مالية حديثة، بحث منشور في مؤلف اتحاد المصارف العربية، 1995، ص22.

⁵ النشرة الاقتصادية للبنك الأهلي المصري، العدد3، المجلد 42 عام 1989، ص ص 199-201.

⁶ بدوي عبد المطلب، التوريق كأداة من أدوات تطوير البورصة المصرية، بحث مقدم في مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات المنعقد في دبي، سنة 2007 م.

أولاً: بالنسبة للمؤسسات المالية المورقة :

تهدف عمليات التوريق التي تقوم بها المؤسسات المالية إلى:

- (1) زيادة الأموال المتاحة للاستثمار وتوفير السيولة النقدية التي تمكنها من الدخول في عمليات تمويل جديدة، أو التوسع في أنشطتها القائمة دون اللجوء إلى خيار زيادة عدد الأسهم الذي يؤدي إلى توسيع نطاق الملكية والمشاركة في الأرباح.
- (2) مساعدة الشركات ذات العجز المالي في تحسين هيكلها التمويلي عن طريق تحويل الالتزامات قصيرة الأجل إلى التزامات متوسطة أو طويلة الأجل.
- (3) تحسين قوائمها المالية، وذلك بالتححرر من قيود الميزانية العمومية، حيث تقضي القواعد المحاسبية مراعاة مبدأ كفاية رأس المال، ووضع مخصصات للديون المشكوك في تحصيلها. بينما يمكن من خلال عملية التوريق فصل محفظة التوريق وما يلحقها من ضمانات عن غيرها من الأصول المملوكة للشركة المنشئة للأصول المالية المورقة.
- (4) استخدام آلية الرفع المالي، من خلال تحويل الأصول المالية غير السائلة (الديون) إلى أصول سائلة يعاد توظيفها مرة أخرى.
- (5) تخفيض درجة التعرض لمخاطر السيولة نظراً لأن معظم الأصول المورقة قابلة للتداول.
- (6) توزيع المخاطر الائتمانية على قاعدة عريضة من المكتتبين على منتجات التوريق المختلفة وهو ما يقلل من مخاطر الائتمان.

ثانياً: بالنسبة للشركة ذات الغرض الخاص:

تهدف الشركات المورقة إلى الاستفادة من رسوم الإصدار ورسوم التحصيل والحفظ المحصلة من الشركة البائعة ومن المكتتبين في السندات، إضافة إلى الفروق بين قيمة شراء الديون وقيمة توريقها. فإن كانت هذه الشركة مملوكة بالكامل للمؤسسة المالية المورقة فتكون هذه الفوائد مضافة إلى الأهداف والدوافع السابقة، وإلا فتكون لملاك آخرين.

ثالثاً: بالنسبة للمؤسسات المالية والمستثمرين المشترين:

تشجع عملية حيازة الأصول المالية المورقة المؤسسات المالية على الدخول في عمليات الاستثمار طويلة الأجل، وكذلك الأمر بالنسبة للمستثمرين، إضافة إلى الاستفادة من سرعة تسيلها من خلال بيعها، وبالتالي توفير السيولة في وقت قصير.

رابعاً: بالنسبة للأسواق المالية :

تساعد عملية التوريق البورصات العالمية والمحلية على تنشيط حركتها من خلال زيادة حجم الأوراق المالية المتداولة وتنوع الأدوات الاستثمارية المتوفرة للمضاربة فيها. إضافة إلى ذلك فإن توسيع دائرة التوريق يسمح بوجود سوق ثانوية لسندات الرهن العقاري التي ترغب المؤسسات المالية على اختلاف أنواعها بشرائها.

ويمكن تلخيص أبرز الفروق الجوهرية بين نموذجي التوريق الإسلامي والتقليدي من خلال الجدول التالي¹:

الجدول رقم (2)

الفروق الجوهرية بين نموذج التوريق الإسلامي ونموذج التوريق التقليدي

أوجه الاختلاف	النموذج الإسلامي	النموذج التقليدي
1. نوعية الموجودات	تكون الموجودات المورقة ذات طابع شرعي فهي أصول ومنافع تصدر وفق عقد شرعي	تمثل الموجودات المورقة ديوناً مثل القروض العقارية والسندات والذمم المدينة
2. عدد الأوراق المصدرة	ورقة واحدة ذات قيم وحقوق متساوية	في الغالب عدة أوراق مالية مشتقة بفئات مختلفة وفقاً للتصنيف الائتماني
3. عائد الورقة المالية المصدرة	عائد الصك المالي بمعظم أنواعه يتبع لقاعدة الغنم بالغرم (باستثناء صكوك الإجارة التي يكون فيها العائد معلوماً ومحددًا مسبقاً)	العائد المالي معلوم ومحدد مسبقاً ولا يتبع لقاعدة الغنم بالغرم
4. مخاطر الورقة المالية المصدرة	آمن من مخاطر انخفاض قيمة النقود وأقل أمناً من مخاطر الائتمان	آمن من مخاطر الائتمان وغير آمن من مخاطر انخفاض قيمة النقود
5. وجود هيئة رقابة شرعية	وجود هيئة رقابة شرعية شرط رئيس لإصدار الصكوك	غالباً ما يشترط التصنيف الائتماني للمشتقات المالية المصدرة
6. استثمار فائض السيولة لدى الشركة المورقة ذات الغرض الخاص SPV	تستثمر الفائض النقدي في استثمار متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية	تستثمر الفائض النقدي في سندات تقليدية مقابل الفوائد
7. تملك الحصص في الشركة ذات الغرض الخاص SPV	لا يسمح غالباً للمورق الأصلي أن يمتلك حصة في الشركة لتعارض المصالح	يمكن أن يساهم المورق الأصلي في الشركة
8. تمويل عجز السيولة لدى SPV	تمويل بدون فائدة	اقتراض بفائدة لدفع قيمة الموجودات المراد توريقها لحين إصدار السندات
9. الصيغة العامة للهيكل	صيغ متعددة بحسب صيغ التمويل الإسلامية	صيغة وحيدة (عادةً) قرض مقابل فوائد
10. رد أصل المبالغ المستثمرة بعد نهاية التوريق	يعطى المورق أولوية (خيار) الشراء، ويتم البيع له بسعر السوق أو حسب الوعد في بعض الصكوك (كصكوك الإجارة)	يتم الرد من قبل المورق الأصلي وبالقائمة الأولى للشراء
11. تغطية الإصدار	ترد المبالغ للمكتتبين إذا لم يتم تغطية الإصدار	يتم توفير المبالغ التي تقل عن الاكتتاب من خلال قروض ربوية

¹ فؤاد محمد أحمد محيسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم للمجمع الفقهي الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دورة المؤتمر التاسعة عشرة، الشارقة، 2009. ص 50. مع إضافة وتعديل. جميع أبحاث المؤتمر موجودة على موقع الفقه الإسلامي:

<http://www.islamfeqh.com/Nawazel/NawazelItem.aspx?NawazelItemID=240>

أيضاً: صالح عبد الرحمن فتح علي، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، اتحاد المصارف العربية، بيروت 2008، ص 16-17. مع إضافة وتعديل.

12.	التداول	إمكانية تداول معظم الصكوك عدا تلك التي تمثل ديوناً كصكوك المراجعة والسلم	إمكانية التداول مع الارتباط بالبائع لتحقيق الأقساط
13.	المعلومات حول الموجودات المورقة	يجب تقديم معلومات شاملة عن الموجودات المراد توريقها لأنها تمثل المبيع في عقد البيع	يكفي تقديم معلومات عن السندات بالقدر الكافي لطمأنة المشتريين إلى وجود تدفقات نقدية
14.	تكييف العلاقة	علاقة مشاركة بين حملة الصكوك	لا يوجد علاقة بين حملة السندات
15.	أثر العملية على عدالة توزيع الدخل على مستوى الاقتصاد الكلي	أثر إيجابي متمثل بمشاركة أكبر شريحة ممكنة من الناس بالغرم والغنم وبالتالي المساهمة في توزيع الثروة و الدخل بصورة أكثر عدالة	سوء توزيع للثروة و الدخل غالباً ما يكون لصالح أصحاب السندات المورقة الذين يحصلون على دخل محدد بغض النظر عن نتائج الأعمال
16.	أثر العملية على استقرار قيمة النقود	أثر إيجابي بسبب عدم الحاجة إلى عملية الاقتراض لزيادة عمليات الرفع المالي وربط الاقتصاد المالي بالاقتصاد العيني وبالتالي عدم الحاجة إلى الزيادة الكبيرة للإصدار النقدي	زيادة معدلات التضخم وانخفاض قيمة النقود نتيجة لعملية خلق النقود التي تقوم بها المصارف والمؤسسات المالية الأخرى المستفيدة من فوائد القروض والسندات

د) خصائص الصكوك:

للصكوك الإسلامية مجموعة كبيرة من الخصائص المميزة لعل من أبرزها أنها¹:

- 1) من أفضل الصيغ لتمويل المشاريع الضخمة التي لا تقدر على تحملها جهة واحدة.
- 2) تمثل وثائق تصدر باسم مالكيها بفئات متساوية القيمة لإثبات حقه فيما تمثله من حقوق في الأصول والمنافع الصادرة مقابلها.
- 3) تقدم قناة استثمارية جيدة للمستثمرين الذين يريدون استثمار جزء من أموالهم، ويرغبون في الوقت نفسه في أن يستردوها بسهولة عندما يحتاجون إليها، لأن لمعظم هذه الصكوك سوق ثانوية تباع فيها وتشتري. فكلما احتاج المستثمر إلى أمواله المستثمرة أو إلى جزء منها، أمكن له أن يبيعها ويحصل على ثمنها الذي يمثل الأصل والربح معاً، بشرط ألا تكون مرتبطة بديون كصكوك السلم أو المراجعة، وإلا فإن عليه الانتظار إلى نهاية أجلها المحدد في نشرة الإصدار.
- 4) تقدم أسلوباً جيداً لإدارة السيولة في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، فإن كان لديها فائض من السيولة اشترت هذه الصكوك، وإن احتاجت إلى السيولة باعتها في السوق الثانوية.
- 5) تمثل معظم أنواع الصكوك حصة شائعة في ملكية أصول أو منافع أو خدمات موجودة، ولا تمثل ديناً لحاملي الصكوك على مصدرها، وبذلك فهي محصنة من مخاطر انخفاض قيمة العملة.

¹ محمد علي التسخيري، الصكوك المعاصرة وحكمها، المجمع الفقهي الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دورة المؤتمر التاسعة عشرة، الشارقة، 2009، ص1.

6) تشكل وسيلة للتوزيع العادل للثروة، فهي تمكّن جميع المستثمرين من الانتفاع بالربح الحقيقي الناتج من المشروع بنسبة عادلة في حال وجوده وتتحمل مع مصدري الصكوك الخسائر فيما لو وجدت وتحقق بذلك مبدأ الغنم بالغرم.

7) تصدر بعقد شرعي بضوابط شرعية عند إصدارها وتداولها و تحصيل العائد عليها. كما يتم تداولها أيضاً بناء على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها.

8) تعتبر من أكثر الأصول المالية أماناً إذ إنها غالباً ما تكون مدعومة بشكل مباشر بأصول عينية لها قيمة استعمالية حقيقية.

9) تعتبر من أفضل أدوات توزيع المخاطر بين أصحاب العمل وأصحاب رأس المال فلا يستأثر أي منهما على الجانب الأكبر من الأرباح فيما لو وجدت مقابل تحمل جميع فوائد التمويل وخسائر الشركة فيما لو وقعت، وإنما تَبْسُط نتائج الأعمال على الجميع سلباً أو إيجاباً.

هـ) أوجه التشابه والفرق بين الصكوك والأسهم والسندات:

تشبه الصكوك الأسهم في بعض الأوجه وتختلف معها في أوجه أخرى¹، فالشبه فيها يرجع إلى أن كليهما يمثل:

- 1) ملكية أصول مدرة للدخل.
 - 2) مشاركة في رأسمال المشروع.
 - 3) أصول قابلة للتداول (باستثناء الصكوك المرتبطة بديون كصكوك المراجعة والسلم).
- أما الاختلاف فهو أن:

- 1) كلاً من العائد على الصكوك وقيمتها في السوق أقل تقلباً وأكثر قابلية للتوقع.
- 2) لا يتحدد أجل الصكوك بأجل الشركة كما هي عليه حال الأسهم، بل إن لها أجلاً محدداً يجري تصفيته فيها بالطرق المنصوص عليها في نشرة الإصدار.
- 3) لحامل الأسهم نصيب من أصول الشركة عند تصفيته وعليه ما عليها من ديون، وذلك بالمقدار الممثل لنسبة هذه الأسهم من مجمل أسهم الشركة، أما الصكوك فإنها مصممة بحيث تمكن حاملها من استرداد رأسماله أو أقل أو أكثر منه عندما يحين أجلها، وغالباً ما يكون رأس المال الممثل بالصكوك محدداً بأصل معين من أصول الشركة ولا يتعلق بديونها أو بقية أصولها الأخرى.
- 4) يشترك ملاك الأسهم في إدارة الشركة، أما ملاك الصكوك فلا يشتركوا في إدارتها أو إدارة أي من مشاريعها، إلا أن لهم أن يعينوا مجلس مراقبة يرعى مصالحهم، ويحمي حقوقهم.

¹ معبد علي الجارحي، عبد العظيم جلال أبو زيد، الصكوك قضايا فقهية واقتصادية، المجمع الفقهي الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دورة المؤتمر التاسعة عشرة، الشارقة، 2009، ص1.

و) أهم ما يميز الصكوك الإسلامية عن السندات التقليدية¹:

- 1) الصكوك الإسلامية ورقة مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، بينما السندات التقليدية التي تولد منفعة محرمة في الشريعة الإسلامية بجميع أنواعها.
- 2) يمثل صك الاستثمار الإسلامي حصة في ملكية موجودات مشروع أو نشاط استثماري خاص، فحق صاحب الصك هو حق عيني يتعلق بموجودات المشروع أو الشركة، في حين أن السند يمثل دينا في ذمة الشركة التي تصدره ولا يتعلق بموجودات عينية، أي أن الصك يمثل ملكية أصول أما السند فيمثل مديونية نقود.
- 3) لا يتأثر حامل السند بنتيجة أعمال الشركة، ولا بمرکزها المالي، لأن مالكة يستحق القيمة الاسمية لسنده في مواعيد الاستحقاق المدونة فيه، مضافاً إليها الفوائد المحددة سلفاً، بخلاف صك الاستثمار الذي يتأثر بنتيجة أعمال المشروع ويشارك في تحمل المخاطر، فله الغنم الذي يحققه المشروع، وعليه الغرم الذي يتعرض له، فالصك يشارك في الأرباح المتحققة، ويتحمل الخسارة التي قد يتعرض لها المشروع.

ز) أنواع الصكوك الإسلامية وتصنيفها:

يمكن تصنيف الصكوك وفقاً لعدة اعتبارات:

❖ حسب التخصيص:

وتصنف الصكوك وفقاً لهذا الاعتبار إلى صكوك عامة وأخرى مخصصة، والصكوك المخصصة هي التي تصدر لتمويل مشروع معين، أما العامة فتوزع حصيلتها على جميع الاستثمارات التي تقوم بها الجهة المصدرة².

❖ حسب القطاع الاقتصادي:

صكوك تستثمر في القطاع الزراعي أو القطاع الصناعي أو في قطاع التجارة أو قطاع الخدمات.

❖ حسب قابليتها للتداول:

يمكن تصنيف الصكوك الإسلامية وفقاً لمدى شرعية تداولها فمنها صكوك قابلة للتداول كصكوك المشاركة والإجارة وأخرى غير قابلة للتداول وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية كصكوك المرابحة والسلم.

¹ فؤاد محمد أحمد محيسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مرجع سبق ذكره، ص19.

² معبد الجارحي، نحو نظام نقدي ومالي إسلامي الهيكل والتطبيق، مطبوعات الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، القاهرة، 1981، ص 74.

❖ حسب أجلها:

يمكن أن تصدر الصكوك بصورة دائمة وذلك عندما يتصف النشاط الاستثماري بالاستمرارية، أو تصدر إلى أجل محدد، ويمكن أن تكون الصكوك متناقصة بمعنى أنه يتم استرداد جزء من قيمة الصك سنوياً، وصكوك متزايدة حيث يعاد استثمار العائد.

❖ وفقاً لجهة الإصدار:

تصدر الصكوك عادةً إما من قبل جهات حكومية، أو من خلال الشركات الإنتاجية أو المصارف الخاصة.

❖ وفقاً لطبيعتها:

يمكن أن تصنف الصكوك وفقاً لطبيعة عقد الاستثمار الممثل لها إلى عدة أنواع لعل من أهمها¹:

1) صكوك المضاربة:

هي أوراق مالية تعرض للاكتتاب العام على أساس قيام الشركة المصدرة بإدارة العمل على أساس المضاربة فتمثل الشركة عامل المضاربة ويمثل مالكو الصكوك أصحاب رأس المال، ولها عدة أنواع²:

❖ صكوك مضاربة طويلة الأجل (عشر سنوات أو عشرين سنة مثلاً) غير مخصصة لمشروع معين، وإنما تخول مستثمرها (المضارب) حق الاستثمار المطلق (المضاربة المطلقة) ويبين في كل سنة مثلاً الأرباح التي تحققت، أو الخسارة التي لحقت، فينال كل صك حصته من الأرباح أو الخسائر، وفي حالة تحقق الأرباح فيمكن صرفها، أو يعطى في مقابلها صكوك جديدة، وذلك حسب الاتفاق. وقد يكون مصدرها الحكومة، أو شركة معينة، أو مصرفاً إسلامياً فيكون هو المضارب والمسؤول عن الأعمال، ويكون صاحب الصك هو صاحب رأس المال، ويأخذ كل واحد منهما نسبته من الأرباح المتفق عليها وفقاً لنشرة الإصدار.

❖ صكوك المضاربة المستردة بالتدرج. وذلك بأن ترد قيمة الصكوك مع أرباحها (إن وجدت) في مدة زمنية محددة.

❖ صكوك المضاربة المنتهية بتمليك المشروع. وذلك بأن تطرح فكرة مشروع معين كبناء عمارة، ويصدر له مجموعة من الصكوك (أو شهادات الاستثمار) بحصص متساوية. ويكون رد قيمتها من خلال تمليك المشروع لأصحاب هذه الصكوك حسب حصصهم وشهاداتهم. ولا شك أن المصرف المصدر يأخذ نسبته من الأرباح السنوية.

¹ الصكوك الإسلامية مالها وما عليها، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، مركز أخبار الصناعة المالية الإسلامية، بحث منشور في

الموقع، الأربعاء - 2008/07/09: www.cibafi.org

² علي محبي الدين القره داغي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص ص 97-99.

❖ صكوك المضاربة لمشروع معين (سواء أكان صناعياً، أم زراعياً، أم تجارياً) وتكون محددة بمدة معينة حسب عمر المشروع. وذلك بأن يقسم ما يحتاج إليه المشروع إلى صكوك متساوية محددة القيمة، فيصدرها المصرف مثلاً ثم تطرح في الأسواق، فيقوم (المضارب) باستثمار قيمة هذه الصكوك في المشروع نفسه، ويمكن أن توزع الأرباح كل سنة حسب الميزانية، ويمكن ترحيل جزء منها للاحتياطي الذي سوف يوزع على أصحاب الصكوك والمصرف حسب النسب المتفق عليها. ويمكن أن تكون هذه الصكوك محددة بمدة طويلة أو قصيرة حسب قدرة المصرف (أو الشركة) فيمكنها أن تصدر صكوك المضاربة أو شهادات الاستثمار لمدة ثلاثة أشهر، وحينئذ يمكن استثمارها في المراجحات والمعاملات قصيرة الأجل.

❖ صكوك المضاربة المستردة في آخر المشروع. وذلك بأن يكون رد ثمن الصك مع تحميله الأرباح أو الخسائر في آخر المشروع. ويمكن أن توزع الأرباح، ويبقى أصل المال لآخر المشروع.

إن أول محاولة لصياغة هيكل للصكوك كانت على أساس المضاربة ومع ذلك ما أقل الصكوك التي صدرت على هذا الأساس. وقد أصدرت مثل هذه الصكوك الإدارة المصرفية الإسلامية في البنك السعودي الهولندي حيث يكون فيها حملة الصكوك أرباب مال في عقد مضاربة يكون فيه البنك عاملاً وتجمع هذه الأموال في وعاء ويجري استخدامها في عمليات تمويل بالمراجحة والاستصناع والتأجير وغيرها. حيث يحصل حملة الصكوك على جزء محدد كنسبة مئوية من الربح بينما يحصل البنك باعتباره مضارباً على الجزء الآخر منه، وقد حدد لعقد المضاربة مدة خمس سنوات يجري بعدها التتضيض حكماً ورد رأس المال إلى حملة الصكوك ثم يدخل الطرفان في مضاربة جديدة، ولا يتضمن هذا الإصدار وعداً بالشراء ولا ضماناً للعائد أو رأس المال. وتتمتع هذه الصكوك بقابلية التداول¹.

(2) صكوك الاستصناع:

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة ما، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك. ومثال عليها صكوك الدرة بالبحرين، المخصصة لتمويل الاستصلاح والبنية التحتية الأساسية للمرحلة الأولى لإنشاء أكبر مدينة سكنية وترفيهية على الطراز العالمي بكلفة مليار دولار أمريكي.

(3) صكوك المراجحة:

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لتمويل شراء سلعة مربحة، وتصبح سلعة المراجحة مملوكة لحامل الصكوك.

¹ محمد القري، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم للمجمع الفقهي الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دورة المؤتمر التاسعة عشرة، الشارقة، 2009. ص17.

وقد طرح هذه الفكرة الدكتور سامي حمود في ندوة البركة الثانية التي عقدت بتونس بين 4 - 7 من شهر تشرين الثاني عام 1984م، حيث قال¹:

" وقد كان بيع المرابحة من أبرز الأمثلة المختارة لبيع الحصص الاستثمارية باعتبار أن بيع المرابحة بعد أن يتم يمكن فيه تماماً معرفة الربح وموعد تحققه، ونسبة ما يستحق من الزمن، وما يتبقى لما هو باق من الأيام، وإذا كانت الديون بحد ذاتها لا تباع إلا مثلاً بمثل فإن هذه الديون إذا كانت جزءاً من موجودات مختلطة مع النقود والأصول فإنها تصبح قابلة للبيع، ولذا جاز في المخارجة "

وقد كانت هذه الفكرة متمثلة في إنشاء شركة تابعة لبنك البركة الإسلامي في البحرين تكون متخصصة في تمويل المرابحة، وتكون أسهمها قابلة للبيع والشراء وفق أسعار معلنة مقدماً على أساس محسوب تبعاً للعمليات المنفذة، والأرباح المستحقة في بيوع المرابحة القائمة، وذلك باعتبار أن السهم في الشركة التابعة يمثل جزءاً شائعاً في موجودات الشركة بكاملها، وقد صدر قرار وزاري بالبحرين لإنشاء شركة إسلامية مساهمة تمارس الإصدارات المختلفة في صناديق المرابحة، والإيجار والسلم، وإيجاد أدوات مالية إسلامية تتمتع بالسيولة، والربحية، والقابلية للتسويق المنظم على أساس السعر المعلن والمكشوف².

ومثال على صكوك المرابحة ما قام به مصرف أيركايتا من تنظيم صكوك مدعومة بالمرابحة متعددة العملات³.

4) صكوك المشاركة:

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تمويل نشاط على أساس المشاركة، ويصبح المشروع ملكاً لحامل الصكوك، وتدار صكوك المشاركة على أساس الشراكة أو على أساس المضاربة.

عندما تكون المشاركة أساساً لإصدار الصكوك تكون آلية الإصدار على الشكل التالي⁴:

- ❖ يقوم المصدر بتأسيس شركة ذات غرض خاص، ثم تقوم بإصدار الصكوك بقيمة اسمية لكل صك.
- ❖ تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بالدخول في عقد مشاركة مع المصدر وذلك بشراء حصة من أصول يملكها مصدر الصكوك (كالعقارات أو المعدات... الخ)، أو بخلط المالكين ثم تملك أصول أو شراء سلع ثم المتاجرة بالبيع أو الإجارة.

¹ سامي حسن حمود، تطبيقات بيوع المرابحة للأمر بالشراء من الاستثمار البسيط إلى بناء سوق رأس المال الإسلامي مع اختيار تجربة بنك البركة في البحرين كنموذج عملي، بحث مقدم إلى ندوة عن خطة استراتيجية الاستثمار في البنوك الإسلامية في عمان، بتاريخ 22 - 25 شوال 1407هـ، منشور في مجلة المجمع الفقهي الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دورة المؤتمر الخامسة، ص 1060.

² علي محيي الدين القره داغي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 104.

³ الصكوك الإسلامية مالها وما عليها، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره.

⁴ محمد القري، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مرجع سبق ذكره، ص 16-17.

- ❖ يجري توزيع الأرباح المستحقة لحملة الصكوك بصفة دورية بناء على مؤشر معتمد كما يحصل الشريك (مصدر الصكوك) على نصيبه من الأرباح بالنسبة المتفق عليها.
 - ❖ يمكن أن يكون التوزيع على شكل دفعات متساوية على الحساب و يودع فائض الربح في حساب احتياطي لدى المصدر لكي يستخدم في حال انخفاض معدل الربح المتحقق في المستقبل، ويستخدم الحساب في تحقيق الاستقرار في التوزيعات الدورية، على أن يوزع الرصيد المتبقي في هذا الحساب على حملة الصكوك في نهاية المدة.
- ومثال عليها صفقة صكوك طيران الإمارات بمبلغ 550 مليون دولار أمريكي وذلك لتطوير وإنشاء مبنى جديد للشركة¹.

(5) صكوك الإجارة:

- هي صكوك ملكية شائعة في أصول مؤجرة مملوكة لمالكي الصكوك ويتم توزيع عائد الإجارة على الملاك حسب حصص ملكيتهم، وهي قابلة للتداول وتقدر قيمتها حسب قيمة الأصول السوقية. ويندرج تحتها عدة أنواع منها:
- ❖ صكوك ملكية منافع الأصول، هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة بغرض إجارة منافعها، واستيفاء أجرتها من حصيللة الاكتتاب وتصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك.
 - ❖ صكوك ملكية المنافع الموصوفة في الذمة: هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة موصوفة في الذمة (مستأجر) بغرض إعادة إيجارها واستيفاء أجرتها من حصيللة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك.
 - ❖ صكوك ملكية الخدمات من طرف معين أو (من طرف موصوف في الذمة): هي وثائق متساوية القيمة تصدر بغرض تقديم الخدمة من طرف معين واستيفاء الأجرة من حصيللة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.
- ومثالاً على صكوك الإجارة² تلك التي طرحتها حكومة إمارة دبي ممثلة في دائرة الطيران المدني للاكتتاب العام لجمع 750 مليون دولار بهدف تمويل أعمال المرحلة الثانية من مشروع تطوير مطار دبي الدولي التي تقدر تكلفتها الإجمالية بنحو 4.1 مليار دولار.
- وتعتبر صكوك الإجارة من أشهر الصكوك وأكثرها انتشاراً. عندما ترغب الجهة المصدرة بإصدار صكوك إجارة فإنها تقوم بالخطوات التالية³:

¹ الصكوك الإسلامية مالها وما عليها، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره.

² كمال توفيق خطاب، الصكوك الوقفية ودورها في التنمية، بحث مقدم إلى المؤتمر العالمي الثاني للأوقاف في جامعة أم القرى 10-12-2006،

ص7. يمكن تحميل البحث من موقع الكاتب: <http://www.kamalhatab.info>

³ محمد القرني، (التوريث) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مرجع سبق ذكره. ص12-13.

❖ تقوم بتعيين أصل مملوك للشركة يمكن أن يكون محلاً للتصكيك مثل مبانٍ أو معدات مملوكة للشركة...الخ. ثم يجري فرزها وإثبات ذلك في وثائق جرد يحصل معها تعيّن هذه الأصول واستقلالها عن بقية ممتلكات الشركة.

❖ تقوم الجهة المصدرة بتأسيس شركة ذات غرض خاص حسب ما تنص عليه القوانين في بلد المصدر ثم تقوم بإثبات نقل هذه الأصول من دفاترها إلى دفاتر تلك الشركة ذات الغرض الخاص على أساس البيع بعد أن يجري تقويمها من قبل جهة متخصصة مستقلة.

❖ يقوم المصدر باستئجار هذه الأصول من الشركة ذات الغرض الخاص لعدد من السنين (5 سنوات أو 10 سنوات...الخ) بعد أن تصير مملوكة لهذه الشركة بواسطة عقد إجارة يتضمن الوعد بالشراء، وصفة هذا الوعد أن المستأجر يَعدُّ المؤجر بأن يشتري منه تلك الأصول عند نهاية عقد الإجارة بثمن محدد هو في غالب الأحوال نفس ثمن الشراء.

❖ يجب أن يتولد عن عقد التأجير علاقة مؤجر بمستأجر فحملة الصكوك يملكون هذا الأصل وعليهم أن يتحملوا كل ما يتعلق بالصيانة الأساسية (الهيكليّة) للأصل المؤجر. أما الصيانة الدورية فهي من مسؤولية المستأجر. وليس هناك معايير صارمة للتفريق بين ما يعد صيانة أساسية وما يعد صيانة تشغيلية (دورية)، ولكن بصفة عامة لما كان عقد الإجارة محله المنافع فكل ما أدى إلى انقطاع المنافع لأسباب هيكليّة فصيانته على المؤجر، أما ما ارتبط بالتشغيل والاستعمال فهو على المستأجر.

❖ ثم يجري تقسيم مبلغ تقويم الأصل إلى وحدات (صكوك) متساوية القيمة، وهي بهذا أشبه ما تكون بالأسهم.

❖ تصدر الصكوك بكامل القيمة الاسمية وربما صدرت بعلاوة إصدار، فإذا اشتراها المستثمرون تحصل الشركة ذات الغرض الخاص -والتي أصبحت الآن مملوكة لحملة الصكوك- على ثمن بيع الأصول وتدفعها للشركة المصدرة.

❖ يجري التصنيف الائتماني للصكوك من قبل جهة متخصصة قبل إدراجها في السوق.

❖ يقوم مصدر الصكوك بدفع الأجرة المتفق عليها بصفة دورية وتمثل هذه الإيجارات العائد على الصكوك. ولما كانت الأصول التي هي محل الصكوك مؤجرة بأجرة محددة لمدة متفق عليها، صار الربح الذي يدفع على الصكوك معلوماً مقدماً فهو ليس مرتبطاً بنشاط الشركة المصدرة وأرباحها.

❖ هذه الصكوك قابلة للتداول وربما أدرجت في البورصة لأن كل صك يمثل حصة مشاعة في الأصول القابلة للبيع والتي هي محل التصكيك. يترتب على قابلية التداول تحقق السيولة لحملة الصكوك حيث يمكنهم بيعها في السوق متى شاؤوا.

❖ يتقدم مصدر الصكوك إلى الشركة ذات الغرض الخاص بطلب الشراء عند تمام مدة الإيجار (خمس سنوات مثلاً) وانتهاء عقد الإجارة، فإذا حصل القبول تبيع الشركة ذات الغرض الخاص إلى مصدر الصكوك الأصول بنفس السعر الذي تعهد المصدر بالشراء به ثم يجري توزيع ثمن المبيع على حملة الصكوك فيتمكنوا بذلك من استرداد رأسمالهم.

وقد بحث مجمع الفقه الإسلامي في دورته الخامسة عشرة في سلطنة عمان بتاريخ 19/14 محرم 1425هـ، الموافق 11/6 آذار 2004م. موضوع صكوك الإجارة وقد قرر مايلي¹:

(1) تقوم فكرة صكوك الإجارة على مبدأ التصكيك (أو التسنيد أو التوريق) الذي يقصد به إصدار أوراق مالية قابلة للتداول، مبنية على مشروع استثماري يدرّ دخلاً. والغرض من صكوك الإجارة تحويل الأصول والمنافع التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية (صكوك) يمكن أن تجري عليها عمليات التبادل في سوق ثانوية. وعلى ذلك عُرِّفت بأنها:

"سندات ذات قيمة متساوية، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أصول أو منافع ذات دخل"

(2) لا يمثل صك الإجارة مبلغاً محدداً من النقود، ولا هو دين على جهة معنية – سواء أكانت شخصية طبيعية أم اعتبارية – وإنما هو ورقة مالية تمثل جزءاً شائعاً (سهماً) من ملكية عين استعمالية، كعقار أو طائرة أو باخرة، أو مجموعة من الأصول الاستعمالية – المتمثلة أو المتباينة – إذا كانت مؤجرة، تدرّ عائداً محدداً بعقد الإجارة.

(3) يمكن لصكوك الإجارة أن تكون اسمية، بمعنى أنها تحمل اسم حامل الصك، ويتم انتقال ملكيتها بالقيّد في سجل معين، أو بكتابة اسم حاملها الجديد عليها، كلما تغيرت ملكيتها، كما يمكن أن تكون سندات لحاملها، بحيث تنتقل الملكية فيها بالتسليم.

(4) يجوز إصدار صكوك تُمثل ملكية الأصول المؤجرة وتداولها – إذا توافرت فيها شروط الأصول التي يصح أن تكون محلاً لعقد الإجارة – كعقار وطائرة وباخرة ونحو ذلك، ما دام الصك يمثل ملكية أصول حقيقية مؤجرة، من شأنها أن تدرّ عائداً معلوماً.

(5) يجوز لمالك الصك – أو الصكوك – بيعها في السوق الثانوية لأي مشترٍ، بالثمن الذي يتفقان عليه، سواء كان مساوياً أم أقل أم أكثر من الثمن الذي اشترى به، وذلك نظراً لخضوع أثمان الأصول لعوامل السوق (العرض والطلب).

(6) يستحق مالك الصك حصته من العائد – وهو الأجرة – في الآجال المحددة في شروط الإصدار منقوصاً منها ما يترتب على المؤجر من نفقة ومؤونة، وفقاً لأحكام عقد الإجارة.

(7) يجوز للمستأجر الذي له حق الإجارة من الباطن أن يصدر صكوك إجارة تمثل حصصاً شائعة في المنافع التي ملكها بالاستئجار بقصد إجارتها من الباطن، ويشترط لجواز ذلك أن يتم إصدار الصكوك قبل إبرام العقود مع المستأجرين، سواء تم الإيجار بمثل أجرة الإجارة الأولى أو أقل منها أو أكثر. أما إذا أبرمت العقود مع المستأجرين، فلا يجوز إصدار الصكوك، لأنها تمثل ديوناً للمصدر على المستأجرين.

(8) لا يجوز أن يضمن مصدر الصكوك أو مديرها أصل قيمة الصك أو عائده، وإذا هلكت الأصول المؤجرة كلياً أو جزئياً فإن عُرْمها على حملة الصكوك.

¹ مجلة المجمع الفقهي الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي بجدة، العدد الخامس عشر، جدة، 2004، موجود على موقع مجمع الفقه الإسلامي

الدولي: <http://www.fiqhacademy.org.sa/qarat/15.htm>

6) صكوك المزارعة:

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع للمزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول.

7) صكوك المساقاة:

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في سقي أشجار مثمرة، ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة.

8) صكوك المغارسة:

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في غرس أشجار على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض و الغرس.

9) صكوك السلم:

هي صكوك تمثل ملكية شائعة في رأس مال السلم لتمويل شراء سلع يتم استلامها في المستقبل ثم بيعها للعملاء بعد ذلك، ويكون العائد على الصكوك هو الربح الناتج عن الفرق بين سعر بيع السلع بعد استلامها وتكلفة الصكوك، ولا يتم تداول هذه الصكوك إلا بعد أن يتحول رأس المال إلى سلع وذلك بعد استلامها وقبل بيعها، وتمثل الصكوك حينها ملكية شائعة في هذه السلع. و المثال العملي على صكوك السلم هو ما قامت به حكومة البحرين من اختيار الألومونيوم ليكون أصل عقد السلم، وذلك بتقويض مصرف البحرين الإسلامي بإعطاء وعود لبيع الألومونيوم إلى المشتري بتاريخ مستقبلي.

10) صكوك القرض الحسن:

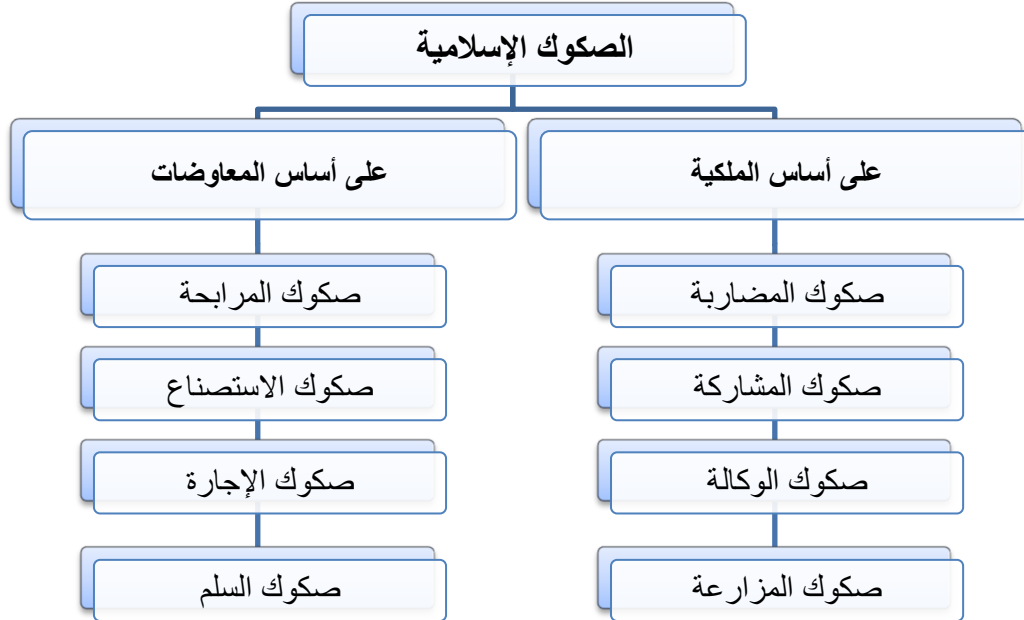
هي صكوك متساوية القيمة تستخدم حصيلاتها لتمويل قروض لأجل مختلفة دون الحصول على أي مقابل مادي، وإنما ابتغاء ثواب من الله عز وجل، إلا أنها تمثل النوع الوحيد من الصكوك الإسلامية الذي يمكن أن يكون مضمون القيمة من قبل المقترض، وعادة ما تصدر مثل هذه القروض عن الحكومات أو المصارف المركزية¹ لدعوة الأفراد أو المؤسسات للقيام بدور خيري أو تنموي.

❖ تصنف الصكوك أيضاً وفقاً لطبيعة عقد الإصدار:

يمكن أن يكون عقد إصدار الصكوك إما على الأساس الملكية أو على أساس المعاوضات كما يبين الشكل التالي:

¹ معبد الجارحي، نحو نظام نقدي ومالي إسلامي الهيكل والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 74.

الشكل رقم (3)
تصنيف الصكوك وفقاً لطبيعة عقد الإصدار



المصدر:

صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون والعمل الخيري في دبي، 31 تموز-3 حزيران 2009، ص 13. يمكن الحصول على جميع أبحاث المؤتمر من الموقع التالي:

<http://www.kt-b.com/articles-action-show-id-364.htm>

ح) أهم عوائق انتشار الصكوك:

لعلّ من أهم عوائق انتشار الصكوك ما يلي:

أولاً: المخالفات الشرعية لبعض الصكوك:

يحاول بعض مصدري الصكوك بذل كل ما في وسعهم لكي تظهر هذه الصكوك بمظهر البديل الكامل عن السندات وأن تحمل جميع خصائصها لكي يسهل تسويقها، سيما وأن بعض أسواق المال تشترط مثلاً أن تُصنف هذه الصكوك انتمائياً قبل تداولها، وهذا ما يستلزم ضمان رد رأس المال، وهو ما لا يمكن اشتراطه على معظم أنواع الصكوك من ناحية شرعية. وكذلك الحال في ميزة اشتراط إمكانية التداول لبعض أنواع الصكوك الأخرى التي تمثل ديوناً، وغير ذلك من ميزات أخرى يحاول البعض إقحامها في الصكوك مع أنها قد تخالف أحكام الشريعة الإسلامية. وأهم المآخذ المسجلة على بعض إصدارات الصكوك هي ما يلي:

1) الاشتراط على المصدر إعادة شراء الموجودات المتمثلة بالصكوك من حملتها عندما يحين أجل تصفية الصكوك، وهذا الاشتراط غير جائز بإجماع الفقهاء عندما يكون الواعد بالشراء شريكاً بالصكوك كما هي حال صكوك المشاركة فتصبح عملية الوعد بالشراء غير جائزة.

أما صكوك الإجارة فوعد الشراء فيها جائز عند معظم الفقهاء كون الجهة المصدرة للصكوك ليست في شركة مع مالكي الصكوك، وقد اتجهت الكثير من الهيئات الشرعية إلى إجازة الوعد بالشراء، أي أن يعد المستأجر بشراء الأصل المؤجر في مثل هذه الصكوك وهذا هو سبب انتشارها الكبير مقارنة مع بقية أنواع الصكوك، إذ أن وعد الشراء يكون بمثابة الضمان من المخاطر الائتمانية.

2) تنازل حملة الصكوك عما زاد عن نسبة معينة من الدخل لمدير العمليات كحافز له على حسن الإدارة (سواء أكان هذا المدير مضارباً أو شريكاً أو وكيلاً للاستثمار)، كأن يقال أن أي دخل محقق يزيد عن 5% مثلاً يعود للمدير كحافز على حسن الإدارة، وهو ما قد يسبب غرراً لأصحاب الصكوك إذ أن العائد الحقيقي على الصكوك قد يتخطى أضعاف العائد الموزع¹.

3) اشتراط ضمان المصدر لشركة التأمين في بعض الأصول التي هي محل الإجارة، حيث يجري التأمين عليها من قبل المالك وهم حملة الصكوك ويعين المصدر وكيلاً لمباشرة عملية التأمين ودفع أقساطها وكالة عن حملة الصكوك وتحصيل التعويض من شركة التأمين في حال وقوع المكروه. وذلك لا بأس به ولا غبار على مشروعيته عندما يكون التأمين لدى شركة للتأمين التعاوني الإسلامي، لكن يحدث الإشكال عندما يُشترط على المصدر في حال وقوع الهلاك الكامل أن يقوم بتسليم التعويض المنصوص عليه في بوليصة التأمين من شركة التأمين خلال مدة كذا (شهر في الغالب)، وإيداعه في حساب حملة الصكوك خلال المدة المذكورة سواء دفعت شركة التأمين ذلك التعويض أم لم تدفع. وبهذه الطريقة أصبح المصدر ضامناً لشركة التأمين. والغرض من هذا النص هو استيفاء شرط التصنيف الائتماني لجعل الصكوك ذات تصنيف مماثل لتصنيف المصدر، ولا ريب أن مثل هذا الشرط يؤول إلى تعهد المصدر بتعويض حملة الصكوك في حال هلاك الأصل المؤجر (والحال أنه مستأجر) بأفة سماوية لا يد له فيها، وفي هذا مشكلة شرعية عند الكثير من الفقهاء².

4) اشتراط القرض عند نقص الربح عن نسبة معينة على أساس سعر الفائدة عند التوزيع، حيث يدفع مدير العمليات قرضاً إلى حملة الصكوك بمقدار النقصان. ويرد إليه هذا القرض فيما بعد إما من الربح الفعلي الزائد عن تلك النسبة في فترات لاحقة، أو من ثمن شرائه للأصول في نهاية العملية³.

¹ محمد تقي العثماني، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم للمجمع الفقهي الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دورة المؤتمر التاسعة عشرة، الشارقة، 2009، ص 3-6. الأبحاث موجودة على موقع الفقه الإسلامي:

<http://www.islamfeqh.com/Nawazel/NawazelItem.aspx?NawazelItemID=240>

² محمد القري، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مرجع سبق ذكره، ص 21-22.

³ محمد تقي العثماني، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مرجع سبق ذكره، ص 3-6.

وهنا تبرز مشكلة أخرى، وهي أن هذا القرض مرتبط بمنفعة قبول أصحاب الصكوك بالتنازل عن جزء أكبر من الربح كمكافأة لمدير العمليات، إذ أن المدير لا يرضى بتقديم مثل هذا القرض إلا لأنه يحوز أكثر من حصته الحقيقية من الربح الفعلي وذلك من خلال الحافز الذي اشترط له عند ما يتجاوز الربح الفعلي النسبة المبنية على سعر الفائدة، وهنا تبرز علة تحريم هذا القرض بأنه قرض جر منفعة. إن أصل المشكلة نابع من مصدرين أساسيين:

- (1) الإصرار غير المبرر على محاكاة المنتجات التقليدية وتقديم الصكوك كبديل مشابه تماماً للسندات، وهذا قد يتعارض مع مطابقة هذه الصكوك لأحكام الشريعة الإسلامية.
 - (2) الخضوع لمتطلبات شركات التصنيف الائتماني في اشتراط ضمان رد الصكوك حتى تتمكن من منحها تصنيفاً ائتمانياً. مع أن هذا التصنيف بصيغته التقليدية غير ضروري أصلاً وغير شائع، إذ أن الصكوك لا تمثل ديوناً حتى تصنف ائتمانياً وإنما تمثل أصولاً.
- وقد أكد مجمع الفقه الإسلامي على عدم شرعية تلك الممارسات الأربعة السابقة في القرار رقم 178 (19/4) الخاص بشأن الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها¹.

ثانياً: التصنيف الائتماني *

أما العائق الثاني من عوائق انتشار الصكوك فهو التصنيف الائتماني ويقصد بالتصنيف الائتماني للسندات والمشتقات المالية التقليدية قياس الجودة الائتمانية أي قدرة المدين على الوفاء بأقساط الدين في التواريخ المحددة. وتقوم بالتصنيف الائتماني مؤسسات متخصصة تعمل على جمع وتحليل المعلومات المتعلقة بمؤسسة مالية أو ورقة مالية قابلة للتداول ومن ثم تمنحها تصنيفاً ائتمانياً معيناً.

تتضمن سندات الدين التقليدية قياس مخاطرة أساسية واحدة هي المخاطرة الائتمانية فالتصنيف الائتماني يقيس قدرة المقترض (المصدر) على تسديد الفوائد وأصل القرض في الأوقات المحددة. ويستند تصنيف السند التقليدي بصفة أساسية إلى تصنيف مُصدره فإذا كان المُصدر في وضع ائتماني ممتاز كانت الورقة مصنفة تصنيفاً يعكس هذا الوضع الائتماني والعكس صحيح. وتتبع أهمية التصنيف بالنسبة للمستثمرين من حقيقة أنه لا يمكنهم التحقق بأنفسهم من الوضع الائتماني للمصدر (إلا بتكلفة عالية)، ولذلك هم يعتمدون بصورة شبه تامة على التصنيف الصادر من جهات التصنيف الائتماني المتخصصة في جمع المعلومات وتحليلها وتقويم مخاطر الائتمان².

¹ الدورة التاسعة عشرة لمجمع الفقه الإسلامي الدولي إمارة الشارقة (دولة الإمارات العربية المتحدة)، 1-5 جمادى الأولى 1430 هـ/ 26-30 نيسان (إبريل) 2009 م ص 9-11. والأبحاث الكاملة مع القرارات والتوصيات موجودة على موقع الفقه الإسلامي الإلكتروني:

<http://www.islamfeqh.com/Nawazel/NawazelItem.aspx?NawazelItemID=240>

* من المفضل ألا تستخدم كلمة تصنيف ائتماني للصكوك لأن الصكوك لا تمثل ديوناً ووصف الائتمان يختص بالديون، ويمكن أن تستخدم كلمة تصنيف مالي بدلاً من تصنيف ائتماني.

² محمد القري، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مرجع سبق ذكره. ص 8-9.

أما تصنيف الصكوك فليس ببساطة تصنيف السندات إذ أنه يعتمد على عدة عناصر ولا يختص بالمخاطر الائتمانية فحسب وإنما ينبغي أن يتضمن تصنيف مطابقة هذه الصكوك لمبادئ الشريعة الإسلامية بشكل كامل، و ضرورة تقويم الأصول المراد تصكيكها بالقيمة الحقيقية.

على الرغم من أن التصنيف الائتماني للسندات (أو المشتقات المالية المرتبطة بها) التي تصدرها المؤسسات المالية ذات السمعة الحسنة أو سندات الخزينة العامة للدولة بعملتها المحلية قد تكون ذات تصنيف ائتماني أكبر من التصنيف الائتماني لبعض الصكوك، إلا أن هذا التصنيف لا يأخذ بعين الاعتبار التراجع الدوري وشبه الدائم لقيمة العملة التي يعاد سداد السندات بها، في الوقت الذي تحتفظ فيه الصكوك بقيمتها عندما يحين أجل السداد، فهي تمثل أصولاً أو منافع لا تتأثر قيمتها بانخفاض قيمة العملة. وذلك يعطي الصكوك حصانةً كاملةً ضد أي انهيار أو تراجع في قيمة العملة المقومة بها عند الإصدار، بشرط أن يتم تقويمها منذ البداية بصورة دقيقة وذلك على خلاف السندات، و بذلك تأخذ الصكوك أهم مزايا الأسهم.

يرجع تجاهل المستثمرين في السندات وشركات التصنيف الائتماني لتقويم مخاطر انخفاض العملة إلى صعوبة هذا التقويم واعتماد قيمة العملات على عوامل كثيرة لا حصر لها، و افتراض أن جميع مصادر التمويل التقليدي للقروض والسندات تتم بوسائل متشابهة وبعملات متشابهة ممثلة بأكثر العملات ثباتاً، وبالتالي تفترض شركات التصنيف أن انخفاض قيمة العملة يؤثر سلباً بنفس النسبة في القيم الحقيقية لجميع القروض والسندات وبالتالي يمكن إهماله عند مقارنة فرص الاستثمار بين بدائل الإقراض التقليدي المختلفة. بينما تحمي الصكوك المستثمرين فيها من مخاطر التضخم وانخفاض قيمة العملة بصورة تلقائية، وذلك لأن الصكوك ببساطة ليست نقوداً ولا تمثل نقوداً كما هي حال القروض والسندات وإنما تمثل أصولاً أو منافع.

ومع ذلك يوجد بعض الصكوك التي تضمن نسبياً القيمة الاسمية عند السداد كما هي عليه حال السندات، كصكوك الإجارة، حيث يتأثر تصنيفها بالوضع الائتماني للمصدر بصورة مشابهة للسندات التقليدية نظراً لأن هذا المصدر مدين لحملتها بالأجرة التي تمثل العائد الدوري، كما أنه ملتزم بوعده بالشراء في نهاية العقد والوفاء بهذا الالتزام مرتبطاً أيضاً بالوضع الائتماني للواعد (مصدر الصكوك) أي المستأجر، وهذا هو وجه الشبه بالسندات من ناحية التصنيف، ولذلك نجد الصكوك تصنف بحسب تصنيف مصدرها كما هي عليه حال صكوك البنك الإسلامي للتنمية الإصدار الأول التي كانت علامة تصنيفها AAA وهو تصنيف البنك لأنها تضمنت ضمان البنك للمدين في عقود المرابحة والإجارة.

قد يقول البعض أن ميزة امتلاك حملة الصكوك للأصل المولد للعائد (كالعقار المؤجر) يرتب عليهم تحمل أعباء تقلبات الأسعار، فلو انفسخ عقد الإجارة قبل أجله وكان على حملة الصكوك بيع الأصل المؤجر وانخفضت قيمته في السوق لواجهوا انخفاضاً كبيراً في العوائد المتوقعة. لذلك فالصكوك تتضمن مخاطر تقلبات الأسعار (أي المخاطر السوقية)، وهذه نقطة في غير صالح الصكوك مقارنة بالسندات. إلا أن هذا التحليل ليس دقيقاً، فاحتمال انخفاض الأجرة أو القيمة الاسمية للأصل المؤجر يقابله احتمال أكبر لارتفاع هذه الأجرة أو القيمة سيما وأن الاتجاه العام لقيمة العملات التي تدفع بها الأجرة هو الانخفاض، كما أنه يمكن وضع شروط في عقد الإجارة تحمي حاملي الصكوك من مخاطر فسخ العقد، وبذلك تصبح مثل هذه الصكوك بشكل عام بديلاً أفضل للمستثمرين من السندات التقليدية من حيث العائد أو المخاطرة.

حتى لو لم تكن الصكوك مصنفة أصلاً فهذا لا ينفي منافستها القوية لأن تكون بديلاً مناسباً للسندات، إذ أن السندات ذات التصنيف الائتماني المرتفع كسندات الخزينة العامة تكون منخفضة المردود مقارنة بالصكوك، كما أن هذا التصنيف لا يأخذ بعين الاعتبار مخاطر انخفاض قيمة العملة، فما هي فائدة رد قيمة السند الاسمية إن كانت قيمته الحقيقية عند أجل السداد تساوي مثلاً نصف قيمته الحقيقية عند الإصدار!.

وبذلك ليس من الضروري أن تكون الصكوك مشابهة تماماً للسندات أو المشتقات المالية المرتبطة بالديون من حيث المظهر وطريقة الإصدار والتصنيف والتداول وتحصيل العوائد. وإنما يكفي أن يصل المستثمر في النهاية إلى هدفه من الاستثمار والمصدر إلى غايته من الإصدار. أما على مستوى الاقتصاد الكلي فإن للقروض والسندات والمشتقات المالية المرتبطة بها أثراً تدميرية لا يمكن تصور حدودها من حيث المساهمة في تشويه منحنيات توزيع الثروة والدخل وزيادة حجم الفقاعات السعرية وزيادة حدة الدورات الاقتصادية وانخفاض قيم العملات وزيادة مستويات المديونية، ونمو الاقتصاد المالي على حساب الاقتصاد العيني، وحدوث الأزمات المالية بكل أنواعها.

بينما تتميز الصكوك بأنها أدوات مالية تعبر وبكل صدق عما تمثله من أصول وتعكس واقع الاقتصاد بكل أمانة وتحصل من العوائد ما هو موجود فعلاً، وبذلك فهي تجنب الاقتصاد انفلات العلاقة بين الأصول والنقود وبالتالي حدوث فقاعات الأصول، والأزمات المالية وأزمات المديونية التي تسببها عمليات خلق النقود لوفاء التزامات الدين وغرامات التأخير.

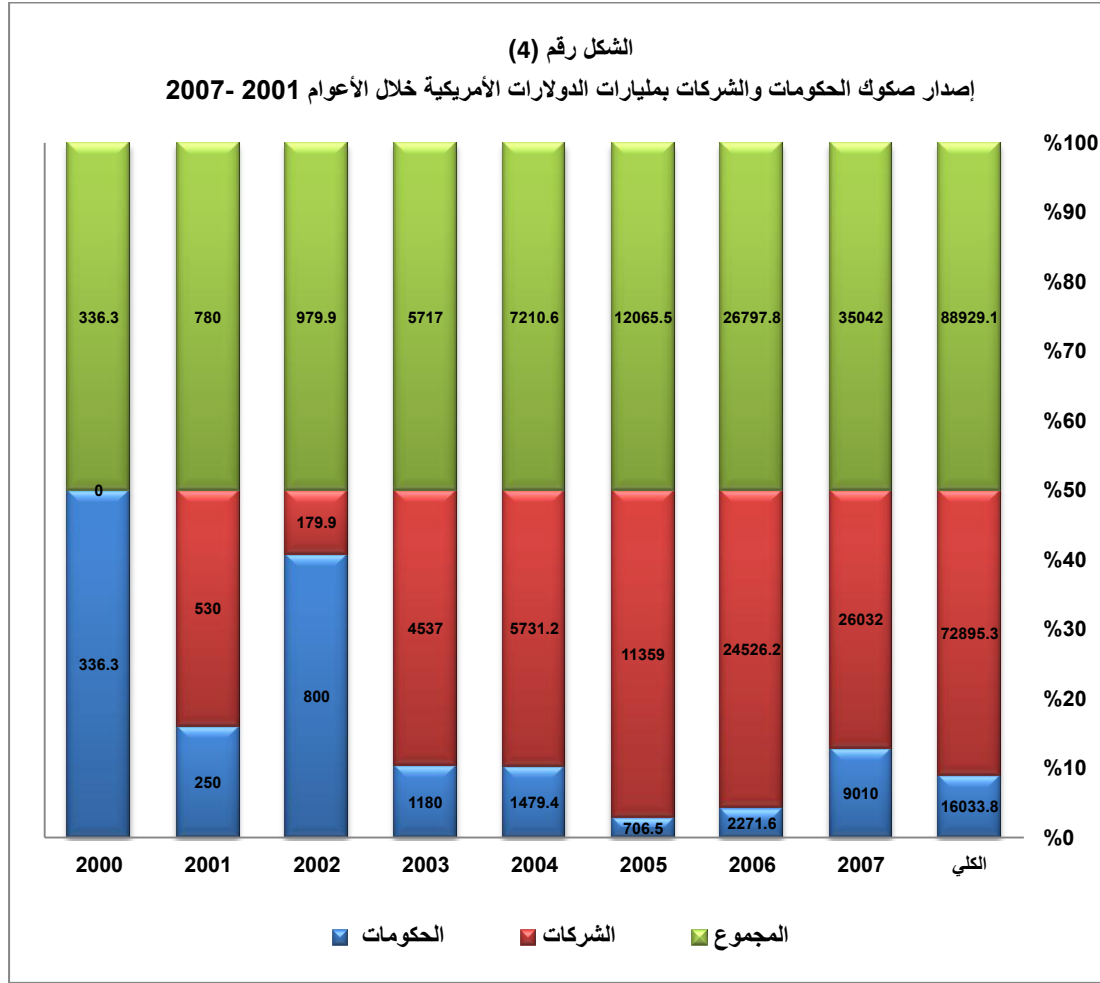
إن الاستفادة من فكرة التصنيف الائتماني للسندات وتطبيقها على الصكوك فكرة في غاية الأهمية، إذ أن عملية إصدار الصكوك وتسويقها تتطلب من المصدرين قدراً عالياً من المهنية والمصادقية، ووجود علامات التصنيف تساهم بشكل فعال في تقويم الصكوك بقيمتها الحقيقية والإحاطة بالمخاطر المختلفة التي قد تعترضها. إلا أن آلية تصنيف الصكوك يجب أن تختلف عن آلية تصنيف السندات، فالصك منتج مالي مختلف تماماً عن السند على الرغم من أنه يمكن أن يقدم كبديل عنه، فشركات التصنيف الائتماني تدرس ملاءة مصدري السندات وتاريخهم الائتماني وعقود التأمين على هذه السندات و غيرها من عوامل أخرى مرتبطة بمدى قدرة المصدرين على السداد. بينما يتطلب تصنيف الصكوك دراسة الأصول العينية التي تمثلها ومدى مطابقة هذه الصكوك لمبادئ الشريعة الإسلامية مع المراجعة الدائمة لها وتغير درجة تصنيفها بشكل دوري. وهذا يتطلب الاعتماد على جهات تصنيف غير تقليدية لديها العلم والمعرفة الشرعية الكافية إلى جانب المعرفة الفنية، لاسيما وأن مؤسسات التصنيف الشهيرة قد أخفقت في تصنيف الكثير من السندات التقليدية المتمرسه بالتعامل معها فكيف هو حال الصكوك التي قد لا تعرف عنها سوى القليل.

قد يكون من المناسب أن يشترط لإصدار أي صك من الصكوك السيادية أو صكوك الشركات موافقة هيئة تصنيف شرعي موثوقة ومعتمدة، تجمع بين الخبرة الفنية والمعرفة الشرعية، ولا مانع من أن تستعين الجهة المصدرة أو هيئة التصنيف المقترحة بخبرات شركات تصنيف عالمية في بعض الجوانب الفنية. إلا أنه ليس من الضروري أن يركز التصنيف على ضمان عودة رأس المال عند أجل السداد حتى تحظى الصكوك بتصنيف مرتفع كما هو حال السندات، إذ أن هذا الشرط بالأصل غير شرعي في معظم أنواع الصكوك وفقاً لأراء الكثير من الفقهاء. وإنما يجب أن ينصب التركيز على مطابقة الصكوك لأحكام الشريعة الإسلامية بصورة كاملة وعدالة تقويم الأصول الممثلة للصكوك عند الإصدار، ودقة دراسة الجدوى الاقتصادية للإيرادات المتوقعة ومقارنة هذه الإيرادات مع فرص الاستثمار البديلة.

قد تكون الصكوك أقرب للأسهم منها إلى السندات، والأسهم لا تحتاج إلى تصنيف ائتماني بطبيعتها فذلك التصنيف مخصص فقط للسندات، فملاك الأسهم يعتمدون في تحديد سعرها على قوائم الشركات المالية وقوى العرض والطلب في الأسواق المالية عند التداول، وذلك يجب أن يكون حال الصكوك من الناحية الاقتصادية، بعد التأكد بأن هذه الصكوك تعمل وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

ط) تطور الصكوك:

نمت الصكوك بصورة كبيرة خلال السنوات القليلة الماضية من 336 مليون دولار عام 2000 عند أول إصدار للصكوك، إلى أكثر من 35 ملياراً في عام 2007 ليصبح مجموع الصكوك المصدرة خلال ثمانية أعوام حوالي 90 ملياراً كما يبين الشكل رقم (4) وقد شمل النمو الصكوك السيادية وصكوك الشركات على حد سواء.



(مصدر البيانات)

الصكوك الإسلامية مالها وما عليها، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره. للسنوات الممتدة من عام 2000 وحتى 2006 أما أرقام عام 2007:

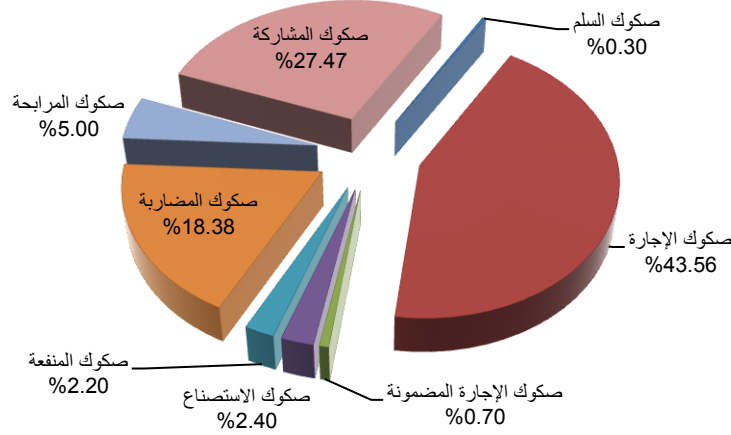
Mohamed Damak, Emmanuel Volland, The Sukuk Market Continues To Soar And Diversify, Held Aloft By Huge Financing Needs, Standard & Poor's. March 11, 2008. P(8).

<http://www.standardandpoors.com/ratingsdirect>

أما أكثر أنواع الصكوك انتشاراً فهي صكوك الإجارة إذ أنها تشكل ما نسبته 43.6% من مجمل حجم الصكوك المصدرة وذلك لأنها تلبي شروط التصنيف الائتماني التي تطلبها مؤسسات التصنيف الائتماني الشهيرة من حيث التحديد الدقيق لنسبة العوائد المتوقعة وتعهد المصدر بتقديم وعد بالشراء وهو ما يضمن لحملة هذه الصكوك استعادة رأسمالهم الاسمي. يليها صكوك المشاركة بنسبة 27.5% ثم صكوك المضاربة بنسبة 18.4% وهذه الأنواع الثلاثة تشكل حوالي 90% من مجمل الصكوك المصدرة كما يبين الشكل رقم (5) والجدير بالذكر هو أن صكوك المشاركة والمضاربة بدأت بالزيادة خلال الأعوام الأخيرة على حساب صكوك الإجارة سواء من حيث القيمة أو من حيث عدد الإصدارات.

الشكل رقم (5)

الصكوك التي أصدرت على مستوى العالم وفقاً لنوعها خلال الأعوام 2001-2007



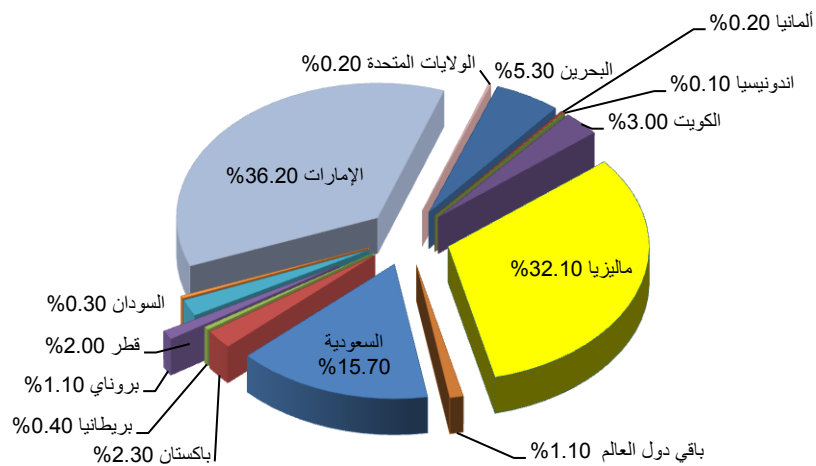
(مصدر البيانات)

Omar M. El-Quqa, Faisal Hasan, Bikash Routm, Abdelkarim Joubailim, Sukuks – A new dawn of Islamic finance era....., GCC: Global Research – GCC: Global Investment House, Strategy, January 2008. P19. The main resource is Zawya.com

أما التوزيع الجغرافي لمصدري هذه الصكوك فقد تركز في آسيا كما يظهر الشكل رقم (6) وتحديداً في الإمارات العربية المتحدة بعد أن سبقت ماليزيا في حجم الإصدارات لتصل إلى 36.2% تلتها ماليزيا بمعدل إصدارات بلغ 32.1% ثم السعودية بمعدل 15.7% ثم الكويت بمعدل 3% ومن الملاحظ أن 63% من حجم الإصدارات على مستوى العالم تركزت في دول مجلس التعاون الخليجي.

الشكل رقم (6)

إصدار الصكوك على مستوى دول العالم خلال الأعوام 2001-2007



(مصدر البيانات)

Omar M. El-Quqa, Faisal Hasan, Bikash Routm, Abdelkarim Joubailim, Sukuks
A new dawn of Islamic finance era....., Op.cit, P17.

من المتوقع أن يزيد مجمل إصدارات الصكوك في نهاية عام 2010 عن 150 مليار دولار¹، كذلك من المتوقع أن يزيد إصدار الصكوك بصورة كبيرة جداً خلال الفترة اللاحقة ولاسيما الصكوك السيادية الموجهة إلى المشاريع الحكومية التنموية، وذلك مع زيادة اهتمام الاقتصاديات الكبرى بهذه الأداة التمويلية الرائعة، خاصة بعد أن أصبح تمويل عجز الموازنات عن طريق سندات الخزينة العامة يشكل عبئاً كبيراً على هذه الدول بسبب مستويات المديونية المرتفعة فيها، فقد فاقت مديونية الولايات المتحدة الأمريكية الخارجية مثلاً 13.75 تريليون دولار أمريكي في عام 2010 وهو ما يشكل حوالي 94% من ناتجها المحلي الإجمالي². وذلك حال الكثير من دول العالم بما فيها الدول الأوروبية واليابان. ومن المعلوم أن ارتفاع مستويات المديونية بشكل عام في أي دولة يُضعف من قيمة عملتها الوطنية ومن رغبة الآخرين في اقتنائها، ليس فقط بسبب الخوف من عدم القدرة على السداد وإنما أيضاً بسبب زيادة مخاطر انخفاض قيمتها مع الوقت، إذ أن الوسيلة الوحيدة المتاحة لخدمة الدين في مثل هذه الحالات هو المبالغة في زيادة الإصدار النقدي، وهذه الزيادة سوف تؤدي بلا أدنى شك إلى زيادة التضخم وانخفاض قيمة العملة.

لذلك سوف تزيد رغبة المستثمرين في الحصول على استثمار سهل التسييل ويضمن الحماية من مخاطر انخفاض قيمة العملة، وكذلك تزيد في ذات الوقت رغبة المصدرين في الحصول على تمويل لا يرتب على الممول أعباء إضافية في حال فشل المشروع سواء أكانوا حكومات أو شركات، ولو كان ذلك بمعدل عائد أقل استقراراً من السندات التقليدية وبمخاطر ائتمانية أكبر قليلاً، وسوف يجد كلا منهما ذلك في الصكوك بجميع أنواعها.

سيساعد على زيادة إصدار الصكوك والتعامل بها أيضاً انتشار المؤسسات المالية الإسلامية المتنوعة كالمصارف وشركات الاستثمار وصناديق الاستثمار وشركات التأمين التكافلي وغيرها من مؤسسات أخرى، ووضع الضوابط والمعايير المتعلقة بعملياتها المختلفة، والحرص على المتميزة من العقود والأدوات المالية التي توفرها، وزيادة القناعة التي أصبحت سائدة عند الكثير من الاقتصاديين بالمزايا الكبيرة التي تتمتع بها مثل هذه المؤسسات وبآلية الحماية الذاتية التي توفرها ضد الأزمات المالية بأنواعها المختلفة، ولاسيما بعد الأزمة المالية العالمية الراهنة*.

¹ مجلة المصرفية الإسلامية، ندوة الصكوك وإدارة الأموال الإسلامية، العدد 13، الصادر يوم السبت الموافق 1 أيار 2010.

http://www.almasrifiah.com/2010/05/01/article_387360.html

² Bureau of the Public Deb: <http://www.treasurydirect.gov/NP/BPDLogin?application=np>

* بحث الفصل الخامس هذا الموضوع بشيء من التفصيل.

المبحث الثالث

المشتقات المالية

تعرّف المشتقات المالية بأنها عقود تشتق قيمتها من قيمة أصول مالية أو عينية أخرى (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد)، وهذه الأصول تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية وغيرها. وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر، اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد¹.

تعتبر المشتقات المالية التقليدية بشكل عام (عقود المستقبلات والاختيارات) والمشتقات الانتمانية بشكل خاص (Credit Default Swaps CDs) أحد أهم أسباب حدوث الأزمات المالية في رأي كثير من الاقتصاديين*، إذ أنها تعمل على تضخيم المعاملات المالية بشكل كبير، وفصل الاقتصاد المالي عن الاقتصاد العيني، وهو ما يؤدي إلى حدوث التضخم، وانخفاض قيم العملات، وسوء توزيع للدخل وتشكل فقاعات الأصول وغير ذلك من آثار ضارة أخرى، وفيما يلي تعريف مختصر بأهم هذه المشتقات.

المطلب الأول: عقود المستقبلات والبائيل الإسلامية:

أ) عقود المستقبلات (Futures):

باتت عقود المستقبلات تشغل حيزاً كبيراً من مجمل حجم العقود التي تجري في معظم أسواق المال العالمية، والأرجح أنها قديمة حتى في الغرب، ولكنها لم تظهر كأداة للاستثمار والمضاربة في سوق منظمة إلا في أواخر القرن التاسع عشر في مناطق الغرب الأوسط الزراعية في الولايات المتحدة الأمريكية²، وقد تكوّنت لهذا النوع من العقود بورصات مستقلة، وكان أول ظهورٍ منظمٍ لها³ في بورصة شيكاغو (Chicago Board Of Trade).

يعرف العقد المستقبلي بأنه⁴ التزام متبادل بين طرفين يفرض أحدهما على الآخر أن يسلمه أو يستلم منه كمية محددة من سلعة معينة، في مكان وزمان محددين وبسعر محدد، ويتم ذلك بواسطة طرف ثالث (الوسيط).

أو أنه¹ عقد للشراء أو البيع يتم بضمان من هيئة سوق السلع، يقع هذا العقد على كمية محددة وموصوفة ولا يشترط أن تكون مملوكة، وذلك لقاء ثمن معلوم يؤدي عند تسليم المبيع ما لم تقع التصفية، مع اشتراط إيداع الطرفين تأميناً لدى إدارة السوق أو خطاب ضمان أو نحوه.

¹ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة) الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 6.

* ستبحث بعض هذه الآراء بهذه الأداة بشيء من التفصيل في الفصل الخامس.

² محمد القري، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 1217-1221.

³ محمد تقي العثماني، عقود المستقبلات في السلع في ضوء الشريعة الإسلامية، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، العدد السابع، المجلد الأول، جدة، 1992، ص 266.

⁴ محمد مطر، أدوات الاستثمار، مؤسسة الوراق، عمان، ط1، 1999م، ص 272.

وتُغطي الأرباح والخسائر اليومية من الهوامش التي يكون المشتري قد دفعها منذ البداية، وهي نوعان:

النوع الأول: هامش ابتدائي لضمان تنفيذ الشروط.

النوع الثاني: هامش لتغطية الخسائر المبدئية التي قد تنتج عن تحركات أسعار البورصة، فإذا وصل الانخفاض في تحركات الأسعار إلى أقل من هامش تغطية الخسائر المدفوع فإن مؤسسة التقاص تطلب من المشتري دفع هامش إضافي لكي يتم تعويض هذا الانخفاض في الأسعار².

يوجد لكل بورصة مستقبليات مؤسسة تسوية أو تقاص، تقوم بضمان كل عقد يتم تداوله داخل البورصة، بما يحافظ على المصداقية المالية للبورصة، ويقوم مشتري وبائع العقد المستقبلي بالاتفاق على سعر العقد المعني من خلال مزاد تنافسي يتم في البورصة، ويكون سعر المزاد أكثر شفافية بحيث يستطيع كل المشتري رؤية كل البائعين على كل سعر، ويكون الهامش بين أفضل سعر للشراء وأفضل سعر للبيع ضيقاً لمعظم المستقبليات المالية. وتتغير الأسعار عادة وفقاً لعوامل العرض والطلب، ويستطيع أي شخص التعامل بالمستقبليات، وذلك من خلال أحد السماسرة (تجار المستقبليات بالعمولة) والذي يكون في العادة أحد أعضاء بورصة المستقبليات، ومع ذلك فإن معظم التعامل بالمستقبليات المالية يتم بواسطة المصارف أو صناديق الاستثمار أو المؤسسات المالية المتخصصة³.

بدأ التعامل في هذه العقود في السلع الحقيقية كالبن والسكر والقطن والذرة والنفط والمعادن الثمينة من الذهب والفضة، ثم تطور ليشمل الأصول المالية كالسندات والأسهم والودائع والعملات الأجنبية، ثم المؤشرات المختلفة كمؤشرات الأسواق المالية.

تتميز عقود المستقبليات بأنها تمكن مستخدميها من تجميد الأسعار وفقاً لتوقعاتهم. مثلاً، قد يتوقع الزارع لمحصول القمح وجود انحراف لسعر القمح عن واقعه الحالي بعد ستة أشهر، أي عند موسم الحصاد، فإذا أراد أن يحمي نفسه من هبوط الأسعار يلجأ إلى بيع محصوله فوراً بسعر متفق عليه على أن يكون تسلم النقود وتسليم القمح بعد ستة أشهر⁴.

ب) البديل الإسلامي لعقود المستقبليات:

العبرة في اشتراط تسلم البضاعة قبل بيعها في الاقتصاد الإسلامي هي في ضمان ربط المعاملات المالية بالسلع والخدمات والأصول الحقيقية التي تحمل قيمة في ذاتها، لكي لا تتحول مثل هذه العقود إلى وسيلة للمقامرة، مع كل ما يترتب عليها من غرر وتلاعب في قيم الأصول من خلال التحكم في العرض والطلب. يمكن الاستدلال على ذلك من خلال المثال التالي:

¹ توصيات الندوة الثانية للأسواق المالية، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، العدد السابع، المجلد الأول، جدة، 1992، ص 428-429.

² حسني خريوش، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار زهران، عمان، 1999، ص 226-227.

³ وجدي مخامرة، الكيفية التي تعمل بها أسواق المستقبليات، مجلة البنوك في الأردن، العدد الثالث، المجلد 19، نيسان، 2000، ص 69-71.

⁴ طارق الله خان، حبيب أحمد، إدارة المخاطر، ترجمة عثمان بابكر أحمد، ورقة رقم (5) البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 2003، ص 175.

لو افترضنا أن عقداً من عقود المستقبلات أبرم بين طرفين (أ) و(ب) على أن يؤمن الطرف البائع (أ) طن من السكر للطرف المشتري (ب) و يكون التسليم بعد ستة أشهر من تاريخ العقد (أ-ب) مقابل نصف دولار للكيلو غرام الواحد، وبعد يومين من تاريخ العقد أبرم المشتري الأول (ب) مع مشترٍ ثانٍ (ج) عقداً مستقبلياً آخر (ب-ج) يتضمن بيع نفس كمية السكر في العقد (أ-ب) وب نفس المواصفات مع إلزام نفسه بالتسليم في نفس موعد العقد (أ-ب) مقابل 55 سنتاً للكيلو غرام الواحد، ومن ثم باع الطرف (ج) ما اشتراه من الطرف (ب) بنفس الطريقة للطرف (د) بموجب العقد المستقبلي (ج-د) وتكررت هذه العملية 20 عشرين مرة أخرى، بغض النظر عن سعر السكر عند إبرام كل عقد، كما يوضح الجدول رقم (3). وعند قدوم موعد التسليم تم تصفية العقود بدفع الفرق بين كل طرف من الأطراف البائعة أو المشتريّة للطرف الآخر.

الجدول رقم (3) عقد مستقبلات على مادة السكر							
رقم العقد	اسم عقد المستقبلات	الكمية / كغ	سعر الكيلو غرام بالدولار	قيمة العقد	تاريخ استحقاق العقد	قيمة العقد بتاريخ 2011/12/31	نتائج تصفية العقد
1	أ-ب	2000000	0.5	1000000	31/12/2011	1000000	0
2	ب-ج	2000000	0.55	1100000	31/12/2011	1000000	-100000
3	ج-د	2000000	0.56	1120000	31/12/2011	1000000	-120000
4	د-هـ	2000000	0.57	1140000	31/12/2011	1000000	-140000
5		2000000	0.58	1160000	31/12/2011	1000000	-160000
6		2000000	0.59	1180000	31/12/2011	1000000	-180000
7		2000000	0.6	1200000	31/12/2011	1000000	-200000
8		2000000	0.61	1220000	31/12/2011	1000000	-220000
9		2000000	0.54	1080000	31/12/2011	1000000	-80000
10		2000000	0.43	860000	31/12/2012	1000000	140000
11		2000000	0.42	840000	31/12/2013	1000000	160000
12		2000000	0.41	820000	31/12/2014	1000000	180000
13		2000000	0.42	840000	31/12/2015	1000000	160000
14		2000000	0.43	860000	31/12/2011	1000000	140000
15		2000000	0.44	880000	31/12/2011	1000000	120000
16		2000000	0.45	900000	31/12/2011	1000000	100000
17		2000000	0.46	920000	31/12/2011	1000000	80000
18		2000000	0.47	940000	31/12/2011	1000000	60000
19		2000000	0.48	960000	31/12/2011	1000000	40000
20		2000000	0.49	980000	31/12/2011	1000000	20000
مجمّل الكمية المتداولة من السكر بالكغ		40000000	قيمة العقود	20000000			

من الناحية الحسابية وعلى العقود وفي أسواق المال سجل تداول ل 40 ألف طن من السكر بأسعار مختلفة، ويعقود مختلفة، وبقيمة إجمالية للمبادلات بلغت 20 مليون دولار أمريكي، أما على أرض الواقع ومن الناحية الفعلية فحجم المبادلات الورقية لا يعبر عن حجم المبادلات الحقيقية، ولا عن كمية السلعة التي تمت عليها المبادلات، إذ أنه قد لا يوجد حبة سكر واحدة من وراء كل هذه التعاملات وإنما فقط اتخذ سعرها كمؤشر لعمليات التبادل.

لو قارنا مثل هذه العمليات مع البديل المقدم من قبل الاقتصاد الإسلامي والمتمثل في بيع السلم* لوجدنا أنه لا يمكن لمشتري السكر بموجب العقد (أ-ب) أن يبيعه للمشتري (ج) قبل استلام البضاعة وتسديد ثمنها كاملاً مع أنها دخلت في ملكيته منذ لحظة إبرام العقد. كما أنه لا يمكن تصفية العقد بدفع هوامش تغيير الأسعار للطرف المستفيد من هذا التغير وبالتالي يبقى حجم التعامل المالي مرتبطاً بكمية البضاعة المتداولة فعلياً كما يوضح الجدول رقم (4):

الجدول رقم (4) عقد سلم على مادة السكر							
رقم العقد الأول	اسم عقد السلم	الكمية / كغ	سعر الكيلو غرام بالدولار	قيمة العقد	تاريخ إبرام العقد	قيمة العقد بتاريخ التسليم	نتائج تصفية العقد
1	أب	2000000	0.5	1000000	31/12/2011	1000000	X
رقم العقد الثاني	اسم عقد السلم	الكمية / كغ	سعر الكيلو غرام بالدولار	قيمة العقد	تاريخ إبرام العقد	قيمة العقد بتاريخ التسليم	نتائج تصفية العقد
2	هـ	2000000	0.55	1100000	1/1/2012	1100000	X
مجموع العقود		الكمية / كغ	سعر الكيلو غرام بالدولار	قيمة العقد	تاريخ إبرام العقد	قيمة العقد بتاريخ التسليم	نتائج تصفية العقود
مجموع الكمية المتداولة من السكر		4000000	قيمة العقود	2100000		تسليم فعلي	X

تشبه عقود المستقبلات عقد السلم المباح وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية كثيراً من حيث الشكل إلا أنها تختلف عنه من عدة أوجه أهمها ما يلي¹:

* يعرف عقد السلم بأنه: بيع أجل بعاجل، فالسلم نوع من البيع يتأخر فيه المبيع، ويسمى المسلم فيه، ويتقدم فيه الثمن، ويسمى رأس مال السلم، فهو عكس البيع بثمن مؤجل، ويسمى البائع المسلم إليه، ويسمى المشتري المسلم:

محمد أمين الضريب، الصديق، السلم وتطبيقاته المعاصرة، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، العدد التاسع، المجلد الأول، جدة، 1993. ص (257).

¹ محمد تقي العثماني، عقود المستقبلات في السلع في ضوء الشريعة الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 276.

- (1) يجب في السلم شرعاً أن يعجل الثمن بكامله، وهو الذي يسمى رأس مال السلم، وبهذا قال أبو حنيفة والشافعي، وقال مالك يجوز أن يتأخر قبضه يومين وثلاثة وأكثر ما لم يكن ذلك شرطاً¹.
- (2) بما أن الثمن لا يدفع إلى البائع عند إبرام عقد المستقبلات، فالثمن دين على المشتري كما أن المبيع دين على البائع، فصار هذا بيع الكالئ بالكالئ الممنوع شرعاً.
- (3) من المتعارف عليه في عقود المستقبلات أن تسليم السلعة إلى المشتري لا يقع عموماً، بل غالباً ما يكون الاختيار بيد المشتري الأخير بين المطالبة بتسليم السلعة أو الحصول على ثمن التصفية على أساس دفع الفرق بين سعري البيع والشراء، وغالباً ما يكون هذا الأمر مشروطاً في العقد منذ البداية، ومن المعروف أن العقد الواحد من عقود المستقبلات تجري عليه مبادلات كثيرة قبل وقت التسليم، ولاشك أن مثل هذا الشرط مفسد لعقد السلم، وقد جاء في المغني لابن قدامة²:
(وبيع المسلم فيه من بانه أو من غيره قبل قبضه فاسد).

إلا أنه يوجد مشكلة في عقود السلم قد تحول دون الاعتماد عليه كبديل مشابه تماماً لعقود المستقبلات، وهو أنه يجب على المشتري بموجب عقد السلم أن يدفع كامل ثمن السلعة المشتراة عند إبرام العقد وهو ما قد لا يكون متاحاً لدى المشتري، في هذه الحالة يمكن أن يلجأ المشتري إلى بديل آخر متمثل في البيع الآجل عندما تتوفر السلعة ولا يتوفر ثمنها، أما في حال عدم توفر السلع وعدم توفر الثمن يمكن اللجوء إلى أحد عقدي الاستصناع أو التوريد وجميع هذه العقود مباحة وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

وقد جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم: 107 (1 / 12) في دورته الثانية عشرة بالرياض في المملكة العربية السعودية، من 25 جمادى الآخرة 1421 هـ إلى غرة رجب 1421 هـ (23 - 28 سبتمبر 2000 م) في موضوع عقود التوريد والمناقصات ما يلي:

(1) عقد التوريد:

أولاً: عقد التوريد: عقد يتعهد بمقتضاه طرف أول بأن يسلم سلعاً معلومة، مؤجلة، بصفة دورية، خلال فترة معينة، لطرف آخر، مقابل مبلغ معين مؤجل كله أو بعضه.

ثانياً: إذا كان محل عقد التوريد سلعة تتطلب صناعة، فالعقد استصناع تنطبق عليه أحكامه، وقد صدر بشأن الاستصناع قرار المجمع رقم: 65 (7/3).

ثالثاً: إذا كان محل عقد التوريد سلعة لا تتطلب صناعة، وهي موصوفة في الذمة يلتزم بتسليمها عند الأجل، فهذا يتم بإحدى طريقتين:

¹ موفق الدين عبد الله بن أحمد بن محمد بن قدامة، تحقيق عبد الله التركي، عبد الفتاح الحلو، المغني، دار هجر، القاهرة، ط1، 1406 هـ، ج4، ص334.

² موفق الدين عبد الله بن أحمد بن محمد بن قدامة، المغني، مرجع سبق ذكره، ج4، ص341.

أ- أن يعجل المستورد الثمن بكامله عند العقد، فهذا عقد يأخذ حكم السلم فيجوز بشروطه المعتبرة شرعاً المبينة في قرار المجمع رقم 85 (9/2).

ب- إن لم يعجل المستورد الثمن بكامله عند العقد، فإن هذا لا يجوز لأنه مبني على المواعدة الملزمة بين الطرفين، قد صدر قرار المجمع رقم (40 - 41) المتضمن أن المواعدة الملزمة تشبه العقد نفسه فيكون البيع هنا من بيع الكالئ بالكالئ. أما إذا كانت المواعدة غير ملزمة لأحد الطرفين أو لكليهما فتكون جائزة على أن يتم البيع بعقد جديد أو بالتسليم.

ويتميز عقد التوريد بإمكانية مطابقة السلع قبل التسليم لشروط العقد، كما يمكن أن تتم الصفقات وفقاً لسعر السوق وليس عند العقد، و يمكن للطرف المشتري أن يضع شروطاً جزائية فيما لو لم يلتزم الطرف الآخر بتنفيذ الصفقة أو فيما لو خالف المواصفات، أما الشروط الجزائية على غرامات التأخير فهي غير جائزة.

أما لو أراد المتعاقدون أن يبرموا اتفاقاً ملزماً لكلا الطرفين ويكون مشابهاً كثيراً للعقود المستقبلية فيمكن لهم اللجوء إلى عقد الاستصناع.

وكذلك يمكن أن نستفيد من عقد الجعالة¹، بأن يجعل فيه الشروط والمواصفات، ويصاغ العقد على شكل " الجعالة " بأن ينص فيه: " من أتى بكمية كذا من السلع الصناعية (كذا) في زمن (كذا) فإنه يعطى له مقابل كل طن (مثلاً) مبلغ كذا " .

من الواضح بأن هذه البدائل تلبي حاجة المتعاملين في التحوط وترتبط بالمعاملات العينية بالنقدية وتمنع فقاعات الأصول السعرية الناتجة عن المضاربات الوهمية والتي قد تؤدي في النهاية إلى حدوث أزمات مالية شديدة كما حدث في أزمة أسواق المال الأمريكية في ثمانينيات القرن الماضي.

المطلب الثاني: عقود الخيارات والبدائل الإسلامية:

أ) عقود الاختيارات* (Options):

تعطي هذه العقود لحاملها اختيار الشراء أو البيع المستقبلي للأصول المالية أو السلعية بسعر وتاريخ محددين سلفاً، ولا يترتب على مشتري الاختيار التزام ببيع أو شراء، وإنما يمنحه مجرد حق يستطيع أن يمارسه أو أن يتركه، ويصبح المشتري (المخاطر) مالكا للاختيار بمجرد دفع قيمته، وتشكل هذه الاختيارات أهم نشاطات الأسواق المالية في البيوع الآجلة في الوقت الحاضر.

¹ علي محيي الدين القره داغي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 140.

* تم استعمال كلمة الاختيارات وليس الخيارات لأن كلمة الخيارات مستخدمة في الاقتصاد الإسلامي بمعنى البيع أو الشراء على أن يكون لأحد العاقدين أو لكليهما حق إمضاء العقد أو فسخه، وهي مختلفة تماماً عن الاختيارات (Options) التي تجري في الأسواق المالية التقليدية جاء ذلك في: توصيات ندوة الأسواق المالية من الوجهة الإسلامية، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، العدد السادس، جدة، 1989، ص1254.

يعتبر سوق شيكاغو للاختيارات (Chicago Board Options Exchange (CBOE) أول سوق منظمة تتداول اختيارات الشراء على الأسهم وقد كان ذلك في عام 1973م. كما تم إدراج اختيارات البيع على الأسهم في معظم أسواق الاختيارات الأمريكية في عام 1977م، وفي الثمانينات أدرجت أنواع جديدة من الاختيارات تشمل سندات الخزينة الأمريكية والعملات الأجنبية، والسلع والبضائع ومؤشرات قياس الأداء في أسواق الأسهم، وأسواق السلع¹.

وقد ازداد التعامل بعقود الاختيارات في الولايات المتحدة حتى أصبحت تزيد عن مليون عقد يومياً تتضمن مئات المليارات من الدولارات، ولم ينتشر التعامل بها خارج الولايات المتحدة إلا في عقد الثمانينات حيث أصبحت متداولة في أكثر من أربعين سوقاً على مستوى العالم².

1) أنواع عقود الاختيار:

هناك أنواع متعددة من الاختيارات من أهمها الأنواع الثلاثة التالية³:

النوع الأول: عقد اختيار الطلب (Call Option):

يصدر هذا الاختيار بعض المتعاملين في الأسواق ويحول مشتريه الحق القانوني بشراء أصل مالي أو عيني بسعر محدد خلال فترة محددة. يتضمن هذا العقد التزام البائع (المصدر) بتقديم هذا الأصل إلى المشتري عند طلبه خلال تلك الفترة*. ويدفع المشتري إلى البائع ثمناً يتحدد من خلال العرض والطلب في السوق مقابل التزام هذا البائع بالبيع، وهو ثمن الاختيار.

يشترى اختيار الطلب من يتوقع ارتفاع الأسعار، فإذا توقع هذا المشتري أن ترتفع أسعار أسهم شركة ما مثلاً فبإمكانه شراء اختيار طلب يتضمن حقاً مستقبلياً في شراء مجموعة من أسهمها بسعر محدد (أقل من السعر الذي يتوقع أن يرتفع السهم ليصل إليه) فإذا تحقق توقعه خلال المدة التي يسري فيها العقد فبإمكانه أن يمارس حق الاختيار ويحصل على الأسهم بالسعر المتفق عليه ثم يبيعها بالسعر السائد ويربح الفرق بين السعرين. وقد يكتفي المشتري لاختيار الطلب بالحصول من البائع على الربح دون الحاجة إلى الحصول على الأسهم ثم بيعها (أي على المقابل النقدي فقط).

¹ محمد حبيب الجرابية، الأدوات المالية التقليدية، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، جدة، العدد السادس، المجلد الثالث، 1990، ص 1117.

² محمد علي القري، نحو سوق إسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 21.

³ محمد علي القري، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 1213.

* لا تختلف عقود الاختيارات في الأسواق المالية بين أوروبا والولايات المتحدة، باستثناء نقطة واحدة، ففي الولايات المتحدة يعتبر حق المشتري حالاً خلال مدة الاختيار، فهو يستطيع ممارسته في أي وقت يشاء قبل الساعة الثامنة مساءً من آخر يوم فيه. أما في أوروبا فلا يجوز له ممارسته إلا في آخر المدة المحددة أي في الساعات الأخيرة من تلك الفترة.

لا يحتاج البائع أن يكون مالكا للأسهم عند بيعه للاختيار. فإذا كان مالكا لها سمي اختياراً مغطى (Covered Option)، وإن لم يكن كذلك سمي اختياراً مكشوفاً (Naked Option). ويلاحظ أن المشتري لن يمارس حق الاختيار إلا إذا ارتفع سعر السهم بالقدر الذي يغطي تكاليف نقل الملكية (التكاليف الإدارية) ويحقق له عائداً.

النوع الثاني: عقد اختيار الدفع (Put Option):

يعطي هذا الاختيار حامله الحق في بيع أصل مالي أو عيني بسعر محدد خلال فترة محددة، فإذا مارس الاختيار توجب على الطرف الآخر أن يقبل هذا الأصل عند السعر المتفق عليه، فعندما يشتري المستثمر عقد اختيار دفع لسلعة ما يكون من حقه أن يبيعها عند سعر محدد خلال المدة التي يسري فيها الاختيار. ويقوم بمثل هذا الإجراء كي يحمي نفسه من خسائر محتملة إذا ما انخفض سعر هذا الأصل. فهو يستفيد من ارتفاع سعر الأصل لأنه غير ملزم بالبيع ولكنه يحول الخسارة (عند الانخفاض) على الجهة المصدرة لذلك الاختيار. فكأنه حصل على تأمين مقابل سعر الاختيار.

النوع الثالث: الاختيار المركب (Straddle Option):

ويتضمن هذا الاختيار حقاً في الشراء وحقاً في البيع في ذات الوقت، حيث يشتري المستثمر هذا الاختيار ثم يتربح ما سيحدث في السوق، فيبيع إن وجد البيع هو الأجدى وإلا فيقوم بالشراء، فيكون متأكداً بهذه الطريقة من الحصول على حد أدنى من العائد مقابل تحمله سعر الاختيار إن تغيرت قيمة الصفقة نتيجة تغير الأسعار بمقدار يزيد عن قيمة الاختيار زيادةً أو نقصاناً.

2) طرق تنفيذ عقود الاختيارات:

يتم تنفيذ الاختيارات بثلاث طرق هي¹:

الاختيار الأمريكي:

هو الذي يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع عدد من الأسهم أو الأوراق المالية خلال فترة محددة، وبسعر محدد مسبقاً، ويمتاز هذا الأسلوب بالمرونة الكبيرة لصاحب الاختيار فهو ليس محصوراً بتاريخ محدد وإنما خلال فترة محددة.

الاختيار الأوروبي:

وفيه يكون حامل حق الاختيار محصوراً في تاريخ محدد هو آخر مدة الاختيار، ولا يستطيع تنفيذ الاختيار إلا في هذا التاريخ.

طريقة برمودا:

ومن خلال هذه الطريقة يتم وضع عدة محطات محددة يمكن فيها تنفيذ الاختيار، ومن الملاحظ أن هذه الطريقة تجمع بين الطريقتين السابقتين.

¹ إسماعيل الطراد و جمعة عباد، التشريعات المالية والمصرفية في الأردن، دار وائل، عمان، 1999، ص ص 165-166.

(3) سبب التعامل بعقود الاختيارات:

تشكل الاختيارات عائداً مالياً لبائعها، وتأميناً ضد جزء من مخاطر المضاربات بالنسبة لمشتريها. فمشتري اختيار الطلب (Call) يحصل على فرصة تحقيق الربح عند ارتفاع أسعار الأسهم ولا يتحمل خسارة في حالة انخفاضها، (باستثناء ما دفعه كسعر للاختيار). والمشتري لاختيار الدفع (Put) يحمي نفسه من الخسارة المتوقعة عند انخفاض الأسعار ويحتفظ بفرصة تحقيق ربح فيما لو ارتفعت، ويدفع مقابل ذلك قيمة الاختيار. ويرى البعض أن في عقود الاختيارات استخداماً أكثر كفاءة للموارد المالية، فيستطيع من يمتلك مبلغاً مالياً صغيراً مثلاً أن يعقد صفقات كثيرة يتجاوز حجمها أضعاف هذا المبلغ من خلال شراء الاختيار بدلاً من شراء الأصل المالي أو العيني ذاته، فيستفيد بذلك من فروق الأسعار دون الحاجة إلى شراء الأصل ذاته.

(4) عقود الاختيار على المؤشر:

مع مرور الوقت أصبح معظم المتعاملين في عقود الاختيارات يصفونها نقداً، فيدفع مصدر الاختيار إلى المشتري الفرق بين السعر الجاري وسعر الاختيار دون الحاجة إلى بيع الأصول أو شرائها كما أن بعضها أصبح يتداول في الأسواق المالية، وقد أدى هذا إلى تطور جديد في العقود حيث ظهرت أنواع من الاختيارات لا تتضمن أصلاً مالياً أو سلعياً بعينه، ولكنها تتضمن قيمة مؤشر ما كمؤشر ستاندرد أند بورص 500 الذي يقيس التغير في سعر خمسمائة شركة تتداول أسهمها في بورصة نيويورك. فعندما يصدر الاختيار على المؤشر المذكور فإنه يتضمن مجموع تلك الأسهم (بدلاً من سهم شركة واحدة)، ولكن لا يحتاج المتعاملون فيه إلى قبض أو تسليم أي شيء بل يكفي تصفية العقد نقدياً عند انتهاء مدته معتمدين على اتجاه قيمة المؤشر، فإن ارتفعت قيمته سوف يربح من قامر على ارتفاعها، وإن انخفضت فسوف يخسر من قامر على ارتفاعها والعكس صحيح.

وقد تنوعت الاختيارات أكثر لتشمل مراهنات على مؤشرات ليس لها أية علاقة مباشرة بأسعار أسهم الشركات المتداولة في البورصات كالمراهنات على مؤشر مستوى الإنفاق الاستهلاكي.

(5) محاذير عقود الاختيار:

على الرغم من الفوائد الناتجة عن عقود الاختيارات، إلا أنها معاملات ضارة في أغلب الأحوال فهي تؤدي إلى تضخيم حجم المعاملات المالية و انفصالها عن الاقتصاد الحقيقي كونها تباع وتشتري بذاتها، كما تسبب خللاً في التقويم العادل لأسعار الأصول، ويعتمد الربح فيها في كثير من الأحيان على الصدفة والمخاطرة والمقامرة.

على سبيل المثال لا يكاد يصل القبض الفعلي في بورصة نيويورك إلى اثنين في المائة في عقود الاختيارات¹، معنى هذا أن معظم الداخلين إلى سوق البيع الآجل لا يريدون الشراء ولا البيع وليسوا بحاجة إلى أسهم أو سلع، وإنما يدخلون السوق من أجل المقامرة، بمعنى أنه إذا رأى المستثمر أن السعر سيرتفع من وجهة نظره اشتري، وإذا رأى أنه سينخفض باع. فالهدف الرئيس لمعظم المتعاملين في عقود الاختيار هو تحقيق الربح عند أي تغير في مستويات الأسعار، فالأصول المالية والعينية بأشكالها المختلفة لم تعد تقصد لذاتها وإنما باتت تستخدم كمؤشرات للمضاربات المحمومة ولتحقيق الأرباح.

(ب) البديل الإسلامي لعقود الخيارات:

المشكلة الكبيرة التي تنتج عن عقود الاختيارات هي أنها تؤدي إلى فصل نتائج العقود عن العقود وتحويل المعاملات إلى ما يشبه المقامرة، من خلال لجوء معظم المتعاملين بها إلى تصفيتها دون تسليم أو تسلم الأصول المالية أو الأصول التي جرت عليها العقود في معظم الأحيان، وكأنهم يستخدمون أسعار السلع المستقبلية كمؤشر لعمليات المراهنة.

يمكن توضيح الطريقة التي تتم من خلالها تصفية عقود الاختيارات من خلال الجدول التالي الذي يظهر بعض الأمثلة على عقود اختيار حق الشراء عندما يكون التنفيذ في نهاية أجل الاختيار (على الطريقة الأوروبية). ويمكن أن نلاحظ منه أن أيًا من هذه العقود لا يستلزم وجود الأصل عند تاريخ الاستحقاق سواءً أكانت على الأسهم أو السندات أو الأصول المالية أو العينية الأخرى.

الجدول رقم (5) عقود اختيارات شراء على أصول عينية أو مالية أو مؤشرات								
رقم العقد	اسم عقد الاختيارات	الكمية	الوحدة	قيمة الوحدة بتاريخ العقد بالدولار	قيمة العقد بتاريخ العقد بالدولار	قيمة الوحدة بتاريخ الاستحقاق بالدولار	قيمة العقد بتاريخ الاستحقاق بالدولار	نتائج تصفية العقد بالدولار
1	أسهم	10000	دولار	100	1000000	110	1100000	100000
2	مؤشر سوق	100	نقطة	10549	1054900	8320	832000	-222900
3	عملات	500000	جنيه	1.65	825000	1.85	925000	100000
4	ذهب	1000	أونصة	811	811000	1011	1011000	200000
5	سندات	5	دولار	100000	500000	98000	490000	-10000
6	حديد	20000	طن	600	12000000	870	17400000	5400000
7	سكر	100000	طن	511	51100000	661	66100000	15000000
8	مؤشر البطالة	1000000	نقطة مئوية	9.8	9800000	11.3	11300000	1500000
9	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....
المجموع				79030900	99158000	22067100		

¹ علي أحمد السالوس، مداخلة محفوظة في وثائق ندوة الأسواق المالية، البيان الختامي والتوصيات، حكم أعمال البورصة في لفقه الإسلامي، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، جدة، العدد السادس، المجلد الثالث، 1990، ص 1248.

إذا صدقت مراهنه المشتري لحق الشراء على زيادة الأسعار كما هو عليه حال العقود ذوات الأرقام (1,3,4,6,7,8) كان أمامه أحد الاختيارين التاليين:

إما أن يطالب البائع لحق الاختيار بأن يدفع له مباشرة الفرق بين قيمة العقد في تاريخ التعاقد وقيمتها في تاريخ الاستحقاق، وهو ما يحدث عادة عند تاريخ الاستحقاق (العمود الأخير من الجدول).

أو أن يجبر البائع لحق الاختيار على شراء الأصل محل التعاقد وبيعه إياه بالسعر الذي أبرم عند التعاقد (سعر شراء حق الشراء) إذ أن البائع لا يمتلك عادةً الأصل المذكور في عقد الاختيار.

أما إن لم تصدق توقعات المضارب بارتفاع الأسعار كما هي حال العقدان (2,5) فيكون قد خسر فقط قيمة عقد الاختيار.

يبين الجدول أيضاً أن مجموع قيم عقود الاختيار المفترضة قد بلغت حوالي 79 مليون دولار مع العلم أن الأصول التي يتم التعاقد عليها قد تكون غير موجودة أصلاً.

إن إمكانية التوسع في مثل هذه العقود هو ما يضخم حجمها مرات ومرات، فهي تشتري وتباع يومياً في الأسواق المالية، وتتغير أسعارها وفقاً لتطور أسعار الأصول المرتبطة بها، فلو افترضنا أنه تم إجراء اثني عشر عقداً مماثلاً لكل عقد من العقود المفترضة في الجدول السابق في الفترة الزمنية الممتدة بين تاريخ العقد وحتى تاريخ الاستحقاق، لتخطت القيمة الاسمية لحجم المبادلات المرتبطة بهذه العقود مبلغ المليار دولار. ويبدو أن وصف عقد الاختيارات بأنه عقد مقامرة بات أمراً بديهياً، فهو لا يندرج في العقود المالية المباشرة لتملك وتمليك السلع ومع ذلك يجعل من الإرادة والرغبة محلاً للتعاقد، ويقوم على أخذ بدل حق الشراء أو حق البيع وهي حقوق غير مالية وبذلك يفقد كل معنى المتاجرة، ولا ينبغي أن تكون مثل هذه العقود موجودة في الأسواق حتى ولو كانت تتم برضى بائع حق الاختيار ومشتريه. وتشابه عقود اختيار حق البيع عقود اختيار حق الشراء السابقة تماماً لكن المشتري يلزم البائع بشراء الأصول فيما لو انخفضت الأسعار وبذلك فهو يراهن على انخفاضها.

لعل من أهم البدائل المقترحة لعقد الاختيار سالف الذكر هو بيع الخيار المسموح به وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية وهو طلب خبر الأمرين، ويعني في المفهوم الفقهي أن يكون لأحد العاقدين أو لكليهما حق إمضاء العقد أو فسخه، وحكمته الوصول إلى كمال الرضا، ويعني أن البائع عندما يبيع السلعة يسلمها للمشتري ويشترط هذا المشتري الخيار مدة يوم أو يومين أو ثلاثة مثلاً، لكي يتسنى له التأكد من جودة السلعة وملاءمة السعر، وقد يكون اشتراؤه لغيره فيسأله عن رأيه فيه.

كذلك قد يجعل البائع خياراً لنفسه، وخيار الشرط يعني أن المدة إذا انقضت ولم ينفسخ البيع فإن البيع يكون قد تم كما هو بلا زيادة أو نقصان أو تعويض، فإذا جاء المشتري في مدة الاختيار وفسخ البيع أخذ البائع سلعته وأخذ المشتري الثمن، وإذا جاء البائع وكان له حق الاختيار - اختيار الشرط - وأراد أن يسترد سلعته أخذها ورد الثمن¹.

¹ علي أحمد الثالث، حكم أعمال البورصة في الفقه الإسلامي، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، جدة، العدد السادس، المجلد الثالث، 1990، ص 1002.

وأهم الاختلافات الأخرى بين عقود الاختيارات التقليدية وبيع الخيار هو الاختلاف في محل العقد، فالثمن وفقاً لعقود الاختيار التقليدية معلوم ولكن المبيع هو شيء مجرد قد لا يكون موجوداً بل مفترضاً، كما أن للاختيار عقد مستقل عن عقد البيع والأغلب أن يبيع الاختيار من لا يملك المبيع، فالصيغة تتضمن انفصال البيع عن الاختيار فيكون للاختيار ثمن وللأصل المرتبط به ثمن آخر. ومع أن البديل المقترح لا يشبه كثيراً عقد الاختيار التقليدي إلا أنه لا يؤدي إلى حدوث الفقاعات أو المقامرة أو سوء توزيع الدخل وانفصال الاقتصاد المالي عن الاقتصاد الحقيقي كما هي حال عقود الاختيارات التقليدية. ومن الضروري التأكيد على ضرورة تصميم بدائل أخرى أكثر محاكاة لعقود الخيارات التقليدية لتحل محلها، أو منع التعامل بهذه العقود بشكل كامل وذلك لتفادي آثارها الضارة.

المطلب الثالث: عقود المبادلات والبدائل الإسلامية:

(أ) عقود المبادلات (Swaps):

تعرف عقود المبادلات بأنها اتفاقيات على تبادل مؤقت لعدد معين من الأصول المالية أو العينية أو معدلات الفوائد، وذلك من خلال وسيط، ومن أبرز هذه العقود ما يسمى المشتقات الائتمانية، ومن أهم هذه المشتقات وأكثرها خطورة على الاقتصاد ما تدعى مبادلات القروض غير القابلة للسداد (Credit Default Swaps CDs) ولذلك سنتناولها بشيء من التفصيل:

اخترعت هذه الأدوات (مبادلات القروض غير القابلة للسداد) في عام 1997 من قبل فريق يعمل في مصرف جي بي مورغن تشاس¹ (JP Morgan Chase) وقد نمت وانتشرت و تم تداولها عالمياً في النظام المالي بشكل خيالي يعتبر الأسرع مقارنة بجميع المشتقات المالية الأخرى، من حوالي 900 مليار دولار عام 2000 إلى حوالي 55 تريليون دولار عام 2008 وذلك وفقاً لتقديرات لجنة الأصول المالية والتبادل الأمريكية* (U.S. SEC: Securities & Exchange Commission) وذلك بعدما استبعدتها الكونجرس الأمريكي من قوانين المقامرة في عام 2000.

تنتم هذه الأدوات بأنها غير منظمة بشكل كامل، وكان يتم التعاقد على الكثير منها من خلال الهاتف وبدون طلب لمستندات تثبت ملاءة المدينين أو تاريخهم الائتماني أو حتى مصادر دخلهم²، وقد كان لهذه الأدوات دور سلبي كبير في حدوث الأزمة المالية العالمية، كما هو مبين في الفصل الخامس.

¹ Tett Gillian, "The dream machine: invention of credit derivatives" (24/3/2006). *Financial Times*:

http://us.ft.com/ftgateway/superpage.ft?news_id=fto032420061036262088&page=2

* يوجد تقديرات أخرى تقول أن هذه المشتقات (CDS) كانت قد ارتفعت من حوالي 10 تريليون دولار في الشهر السادس من عام 2005 إلى حوالي 62 تريليون دولار في نهاية عام 2007:

Orlowski, Lucjan T, Stages of the 2007/2008 Global Financial Crisis: Is There a Wandering Asset-Price Bubble? Sacred Heart University, Halle Institute for Economic Research, 10. December 2008. p11: The research is on Economics E-Journal Discussion Paper No. 2008-43. Available at SSRN Website: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1326649

² E. Simon. Meltdown 101: What are Credit Default Swaps?. Kansas City Star (26/10/2008):

Available at: http://www.usatoday.com/money/economy/2008-10-21-2778456512_x.htm

على الرغم من أن عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد مشابهة كثيراً لعقود التأمين التقليدية من حيث دفع الأقساط الثابتة مقابل احتمالية تلقي تعويض مقابل إلا أنها تختلف عنها بما يلي¹:

❖ ليس بالضرورة أن يكون البائع شركة تأمين أو مؤسسة مالية وذلك يزيد من درجة مخاطر هذه العقود.

❖ يمكن تداول هذا العقد في الأسواق المالية كأبي أصل مالي آخر.

❖ ليس بالضرورة أن يمتلك المشتري لعقد تبادل القروض غير القابلة للسداد هذا الأصل وليس بالضرورة أن يكون متضرراً أصلاً من جراء عدم قدرة المدين بسند الدين المضمون على السداد.

وبالتالي يمكن أن نستنتج أن عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد* ما هي إلا عقود مقامرة وليست عقود تأمين.

(ب) البدائل الإسلامية لعقود المبادلات غير القابلة للسداد:

لا يوجد بدائل متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية مشابهة لعقود المبادلات غير القابلة للسداد سألقة الذكر وذلك لأن هذه العقود هي عقود مقامرة بامتياز وخاصة عندما يكون المشتري لهذه العقود ليس مالكا للأصول المضمونة. أما لو كان المشتري لعقد الضمان هو نفسه المالك للأصول المضمونة ويقصد من هذه العملية التحوط أو التأمين فيمكن أن يكون البديل الإسلامي المناسب لهذه العملية هو التأمين عليها من خلال شركة تأمين تعمل وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

¹ Mark Garbowski United States: Credit Default Swaps: A Brief Insurance Primer, (2008-10-4)
<http://www.andersonkill.com/webpdfext/publications/pha/pdf/PolicyHolderAdvisor-SeptOct08.pdf>
& Fair Game Credit default swap market under scrutiny. Available at:
[http://www.nytimes.com/2008/08/10/business/worldbusiness/10iht-morgen11.1.15138610.html?](http://www.nytimes.com/2008/08/10/business/worldbusiness/10iht-morgen11.1.15138610.html?pagewanted=all)
<http://www.iht.com/articles/2008/08/10/business/morgen11.php>.
Karel Frielink: Credit Default Swaps and insurance issues under Dutch Caribbean Law (2008-08-10)
Available at:
<http://www.curacao-law.com/2008/06/17/credit-default-swaps-and-insurance-issues-under-dutch-caribbean-law/>.

* يوجد شرح أوفى حول عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد (Credit Default Swaps CDs) في الفصل الخامس من هذا البحث، المطلوب الرابع، فقرة أ، ص 154-157.

المبحث الرابع

عقود المضاربة بالهوامش والبيع على المكشوف

أ) عقود البيع على المكشوف والمضاربة بالهوامش:

تعتبر عقود البيع على المكشوف والمضاربة بالهوامش من أهم العقود وأكثرها انتشاراً في الأسواق المالية ولاسيما أسواق العملات، وفيما يلي تعريف مختصر بهذه العقود وبعض البدائل المقترحة.

1) عقود البيع على المكشوف:

تعرف عملية البيع على المكشوف بأنها بيع المستثمر ما لا يملك، فعندما يتوقع هذا المستثمر انخفاض سعر سهم أو سند أو عملة ما يقامر على هبوطها فيقترض من طرف ثانٍ عدداً من هذه الأسهم أو السندات لبيعها حالاً لحسابه بالسعر الحالي، وذلك من خلال طرف ثالث عادةً ما يكون شركة وساطة مالية، ويظل المبلغ لدى هذه الشركة لتستثمره دون أن تدفع مقابلته فوائد، وبعد مدة قصيرة إن صدق توقع المضارب وانخفض السعر تقوم شركة الوساطة بطلب من المستثمر بشراء كمية مماثلة للأصول التي باعها وتسلمها للمقرض وتعطي المستثمر ما تبقى من أرباح بعد تحصيل عمولتها وعمولة المقرض، أما في حال ارتفاع الأسعار فيتحمل المستثمر (المقرض) جميع العمولات مع فروق الأسعار اللازمة لشراء كمية مماثلة من الأصول المباعة وردها إلى المقرض.

2) عمليات المضاربة بالهوامش:

إن معظم العقود التي تبرم في الأسواق المالية وخاصة أسواق العملات (FOREX) تمول جزئياً عن طريق ما يسمى المضاربة بالهوامش، فالمرهن (الممول الهامشي) يدخل أحياناً برأسمال يساوي 1% من قيمة الصفقة أو أقل من ذلك ويتحمل بمفرده نتيجتها، بينما يحصل الممول الأكبر لهذه الصفقة أو الضامن لها بنسبة 99% (الممول أو الضامن الأساسي) على فوائد ربوية بغض النظر عن نتيجة هذه الصفقة سواءً أكان ممولاً حقيقياً للصفقة أو ضامناً لها. يوضح ذلك المثال التالي:

لو افترضنا أن ممولاً هامشياً اشترى بقيمة \$100000 مئة ألف دولار أمريكي سلعة أو عملة ما ولتكن جنيته إسترليني (بهامش تمويل مقداره 1%) و ارتفع الجنية مقابل الدولار بمقدار 3% وكان معدل الفائدة والعمولات على المبلغ المقرض 12% سنوياً خلال مدة الصفقة (شهر مثلاً) فإن هذا المرهن سيحقق عائداً عند بيع الجنيه بعد شهر من شرائه مقداره \$2010 دولار أمريكي أي أكثر من 200% من رأسماله البالغ 1000 دولار أمريكي:

$$100000 \$ * 3\% - 99000 \$ * 12\% = 3000 - 990 = 2010 \$$$

أما لو انخفض الجنيه مقابل الدولار بمقدار 3% فتكون خسائره بمقدار \$3990 أي 399%

$$100000 \$ * 3\% + 99000 \$ * 12\% = 3000 + 990 = 3990 \$$$

أما الجهة الممولة للجزء الأكبر من الصفقة والبالغ 99000 دولار فسوف تحقق أرباحاً مضمونة من خلال الفوائد والعمولات المتحصلة خلال مدة الصفقة:

$$990000 \$ * 12\% / 12 = 990 \text{ دولار أمريكي وذلك بغض النظر عن فروق الأسعار.}$$

المشكلة الأخرى المرتبطة بمثل تلك العقود هي أن المشتري (المراهن) لا يستلم البضاعة ولا يسلمها وذلك لأنه لم يدفع معظم ثمنها، وبذلك يمكن أن تتم في اليوم الواحد آلاف الصفقات على سلعة واحدة قد لا تكون موجودة أصلاً، كما هو عليه حال المشتقات المالية بأنواعها المختلفة، والتي هي في معظمها عقود غالباً ما يكون الهدف منها المراهنة أكثر من البيع أو الشراء.

ب) بدائل البيع على المكشوف و المضاربة بالهامش:

تتعارض عملية البيع على المكشوف و المضاربة بالهامش مع مبادئ الاقتصاد الإسلامي وذلك لعدة أسباب أهمها عدم جواز بيع الإنسان ما لا يملك وقد جاء في البيان الختامي والتوصيات للندوة الثانية للأسواق المالية المنعقدة بدولة البحرين عام 1991 في الفقرة الخامسة¹:

"إن العقود الآجلة بأنواعها، التي تجري على المكشوف، أي على الأسهم والسلع التي ليست في ملك البائع، بالكيفية التي تجري في السوق المالية (البورصة) غير جائزة شرعاً لأنها تشتمل على بيع الشخص ما لا يملك، اعتماداً على أنه سيشتريه فيما بعد ويسلمه في الموعد. وهذا منهى عنه شرعاً لما صح عن رسول الله صلى الله عليه وسلم أنه قال: ((لا تبع ما ليس عندك))".

وكذلك ما رواه الإمام أحمد وأبو داود بإسناد صحيح عن زيد بن ثابت رضي الله عنه:

((إن النبي صلى الله عليه وسلم نهى أن تباع السلع حيث تتباع حتى يحوزها التجار إلى رحالهم)).

البديل المقترح لعقد البيع على المكشوف هو بيع المضارب للسلع المتوقع انخفاض أسعارها سلباً للطرف المشتري ومن ثم يتحين الفرصة المناسبة للشراء قبل التسليم في الوقت المناسب، إلا أنه يجب أن يراعى جميع شروط صحة بيع السلم وأهمها أنه يجب أن يستلم ثمن المبيع في مجلس العقد وأن يكون المسلم فيه مما يمكن ضبطه بالوصف الذي تختلف فيه الأغراض، بحيث تنتفي الجهالة عنه، وأن يكون معلوم الجنس والنوع والقدر والصفة للمتعاقدين، وأن يكون المسلم ديناً أي شيئاً موصوفاً في الذمة غير معين، وأن يكون مقدوراً على تسليمه بأن يغلب على الظن وجود نوعه عندما يحين وقت استحقاقه وكذلك تعيين الأجل الذي يجب عنده تسليمه، وتعيين موضع تسليمه.

أما بدائل المضاربة بالهامش فهو مشاركة الممول الأساسي في نتيجة العملية من ربح أو خسارة بموجب عقد مضاربة، يقدم فيه هذا الممول كامل رأس المال المعد للمضاربة بينما يقدم المضارب خبرته وعمله مقابل حصة من الأرباح فيما لو وجدت بينما يتحمل الممول كامل الخسائر المالية فيما لو وقعت. أو مشاركة طرفين أو أكثر في التمويل مقابل حصة لكل منهما من الأرباح تتوافق مع نسب تمويلهم وفقاً لعقد مشاركة، وهو ما يضمن لكل منهما هامشاً أقل من الأرباح أو الخسائر عند تصفية العقود وبذلك تبقى هذه العملية ضمن إطار المتاجرة وليس المقامرة.

¹ توصيات الندوة الثانية للأسواق المالية، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، الوثيقة رقم (4) العدد السابع، المجلد الأول، جدة، 1992، ص422.

الفصل الرابع

المؤسسات المالية التقليدية والمؤسسات المالية الإسلامية

تناول هذا الفصل بالدراسة المقارنة أهم المؤسسات المالية المؤثرة والمتأثرة بالأسواق المالية من خلال ثلاثة مباحث:

المبحث الأول: المصارف

قسّم إلى مطلبين خصص المطلب الأول للتعريف بالمصارف التقليدية وتاريخها وطريقة خلقها للنقود. أما المطلب الثاني فخصص للتعريف بالمصارف الإسلامية ونشأتها وأهدافها وبواعث إنشائها وأعمالها وأهم صيغ التمويل التي تتبعها، وأهم ما يميزها عن المصارف التقليدية.

المبحث الثاني: شركات التأمين

احتوى على ثلاثة مطالب خصص المطلب الأول للتعريف بالتأمين التقليدي ونشأته ووظائفه، وكذلك العناصر المكونة لعقد التأمين وأنواع شركات التأمين، أما المطلب الثاني فخصص للتعريف بالتأمين التعاوني، وتناول المطلب الثالث التأمين الإسلامي من حيث أركان عقد التأمين والفوارق الأساسية بينه وبين التأمين التجاري.

المبحث الثالث: صناديق الاستثمار

درس هذا المبحث صناديق الاستثمار، وذلك من خلال ستة مطالب عرف المطلب الأول هذه الصناديق، وفرق المطلب الثاني بينها وبين الشركات الاستثمارية وشركات الوساطة المالية، وفرق المطلب الثالث بين أنواعها، وتناول المطلب الرابع توزيعها، وعرض المطلب الخامس مزاياها ومثالبها، فيما خصص المطلب السادس والآخر في هذا المبحث للتعريف بصناديق الثروة السيادية.

المبحث الأول المصارف

المطلب الأول: المصارف التقليدية:

(أ) تعريف المصارف التقليدية:

الصرف لغةً: بيع النقد بالنقد، والمصرف: المكان الذي يباع فيه النقد¹. وقد عرف المصرف بأنه: هيئة محلية يتعلق عملها بالمال، ويخول لها سلطة حسم وتداول السندات والكمبيالات، وغيرهما من مستندات الديون الأخرى، وكذلك أعمال قبول الودائع المالية والأوراق التجارية، وإقراض النقود بالضمان العقاري أو الشخصي، وشراء وبيع السبائك الذهبية والفضية والعملة الأجنبية المعدنية، أو الكمبيالات². وبإضافة كلمة مصرف إلى كلمة تجاري يصبح المصرف التجاري بأنه: مؤسسة ائتمانية غير متخصصة تضطلع أساساً بتلقي ودائع الأفراد القابلة للسحب لدى الطلب، أو بعد أجل قصير، والتعامل بصفة أساسية في الائتمان قصير الأجل³. كما يعرف بأنه:

منشأة مالية غرضها الرئيس تجميع المدخرات وتوظيفها أو اقتراض الأموال بمعدل فائدة معين لإقراضها هي ورأسمالها واستثمارها بمعدل أعلى من معدل الاقتراض كما يقوم البنك بعدة خدمات تتعلق بالنقود أو ما يماثلها⁴.

(ب) تاريخ المصارف التقليدية:

إن الحاجة الإنسانية لأعمال الصرافة ظهرت منذ القدم وتطورت تبعاً لاستعمال النقود كوسيلة في المبادلات، وقد كانت الأعمال المصرفية، تزدهر في المجتمعات الآمنة، ويغلب عليها الصفة الخدمية لا الاستثمارية، ولكن تلك الأعمال انتهت دون أن يبقى لها أثر على الحضارات المتعاقبة⁵. وهكذا فقد حصل انقطاع بين العصر القديم والعصر الحديث في التنظيم المصرفي، ولم يظهر إلا بعد ازدهار الصناعة والتجارة في إيطاليا حيث أنشئ أول مصرف بمدينة البندقية عام 1157م، ثم مصرف برشلونة بإسبانية عام 1401م⁶. وتدرج النشاط المصرفي حتى وصل إلى ما هو عليه من الاعتماد على سعر الفائدة في المعاملات، بعد أن كان ذلك غير مقبول دينياً أو أخلاقياً.

¹ محمد عثمان شبير، المعاملات المالية المعاصرة، دار النفائس، عمان، ط1، 1996، ص213.

² محمد مصلح الدين، حسين محمود صالح، أعمال البنوك والشرعية الإسلامية، دار البحوث العلمية، الكويت، ط1، 1976، ص12.

³ محمد زكي شافعي، مقدمة في النقود والبنوك، دار النهضة العربية، القاهرة، 1964، ص178.

⁴ محمد عبد العزيز عبد الكريم، محاسبة البنوك، دار النهضة العربية، القاهرة، 1969، ص9.

⁵ علاء الدين زعتر، الخدمات المصرفية، دار الكلم الطيب، دمشق، ط2، 2008، ص40.

⁶ محي الدين إسماعيل علم الدين، موسوعة أعمال البنوك من الناحيتين القانونية والعملية، دار النهضة، القاهرة، 1993، ص21.

(ج) آلية عمل المصارف التقليدية وطريقة خلقها للنقود¹:

ليس من الغريب حقاً ألا يفهم معظم الناس آلية إصدار النقود* ويستبعدون أصلاً فكرة أن المصارف تخلق النقود من العدم، وهذا لأن الجميع يستبعد أن يكون أساس عمل المصارف غير قانوني، وذلك من الناحية المنطقية على أقل تقدير. فالجميع يعلم أن مهمة إصدار النقود والتحكم بكميتها حكرٌ على الحكومة وحدها وواجبٌ من أهم واجباتها. ومن هنا يعتقدون أن المصارف تقوم بإقراض المقترضين من بعض أموال المودعين وتستفيد من فروق أسعار الفائدة، إلا أن ذلك غير صحيح بالمطلق، فالمصارف تقرض أموالاً قد لا تكون موجودة أصلاً. فبمجرد أن يفتح المصرف حساباً لأي عميل ويودع فيه مبلغاً من المال فهو يستطيع أن يقرض العملاء الآخرين تسعة أعشار هذا المبلغ أو أكثر (وفقاً لنسبة التغطية الجزئية التي يفرضها المصرف المركزي) وطبعاً تكون هذه المبالغ مسجلة على حسابات العملاء المقترضين ورقياً أو إلكترونياً، وهم غالباً لا يطلبونها نقداً وعلى دفعة واحدة وإنما يحتفظون بالإشعار المصرفي الذي يثبت دائنيته للمصرف بالمبلغ المقرض لفترة زمنية، مقابل تعهدهم بأداء هذا المبلغ بضمان أصل ما، وبذلك تبقى معظم النقود المقرضة من قبل المصارف على شكل وعود بالدفع، وحتى عندما يسحب العملاء ما اقترضوه نقداً لأداء التزاماتهم المالية على شكل نقود ورقية أو شيكات فإن المستفيد منها سيقوم غالباً بإعادة إيداعها في أحد المصارف على شكل وديعة مصرفية تتيح لهذا المصرف التوسع ثانية في الإقراض وطرح المزيد من النقود، والحصول مقابل ذلك على فوائد ربوية.

يعتبر تعهد المصارف بدفع النقود بمثابة نقود وذلك لثقة الناس بها، وهذا ما يفسر مديونية الجميع للمصارف أفراداً ومؤسسات وحكومات، مع أن المصارف هي الوحيدة التي لا تنتج، أي أن المصارف تخلق الأموال التي تقرضها ليس عن طريق الأموال التي تودع لديها ولا عن طريق الأموال التي تربحها وإنما من خلال الوعود التي تتعهد بموجبها بالسداد للمودعين. لم ترافق هذه العملية المصارف منذ نشأتها وإنما تطورت تدريجياً لتصبح كما هي عليه اليوم وذلك وفقاً لتطورها التاريخي²:

(1) تحول الصاغة إلى صيارفة:

بعد أن أصبحت المعادن الثمينة أهم النقود المتداولة وأكثرها قبولاً لدى الناس بسبب خصائصها الرائعة التي تميزها عن أي نقود أخرى، بدأ بعض الصاغة بسبك هذه المعادن وتوحيدها من حيث المظهر والوزن والنقاوة وهو ما رفع من قيمتها الاستعمالية، ولكي يحفظوا ما لديهم من ذهب بدؤوا ببناء الخزائن.

¹ Money as Debt: is a short animated documentary film 5-hour video by Paul Grignon, 2002: video.google.com

* عندما تذكر كلمة نقود يتبادر إلى ذهن الإنسان النقود الورقية التي تصدرها المصارف المركزية، إلا أن هذه النقود ما هي إلا جزء صغير جداً نسبة إلى النقود التي تصدرها المصارف التجارية، والتي تدعى بالنقود الائتمانية.

² Money as Debt, Op.cit.,: video.google.com

بعد فترة من الزمن بدأ الناس باستئجار مساحات في هذه الخزائن لحفظ نقودهم الذهبية وممتلكاتهم الثمينة مقابل مبالغ صغيرة ضمنت للصائغ دخلاً إضافياً. كان الصائغ يعطي لكل من زبائنه شيكات استحقاق لهذا الذهب المودع، ولقيت هذه الشيكات قبولاً لدى الناس وأصبحت تتداول وكأنها الذهب نفسه لثقة الناس بالصائغ وقناعتهم بأن كلاً من هذه الشيكات يقابلها رصيد ذهبي من النقود أو السبائك المحفوظة في خزائنه.

وبدلاً من عد قطع النقود في كل مرة وتحمل عناء حملها ومخاطر حفظها، كان يتم كتابة قيمة الذهب على أوراق مميزة من حيث الشكل واللون وتحمل ختم الصائغ المصدر، وتتميز عن قطع الذهب بأنها أخف وزناً وأسهل استخداماً، وأكثر أماناً، إذ أن اللصوص سيجدون صعوبة في تحويلها إلى نقود (كما هي عليه حال الشيكات وبطاقات الائتمان في هذه الأيام) وذلك على العكس من النقود والسبائك الذهبية التي من الممكن أن يعيد اللصوص صياغتها بعد سرقتها، وكان الصائغ يحصل على دخلٍ ثانٍ من خلال تأجير الذهب الذي يملكه مقابل فوائد معينة وذلك بموجب شيكات استحقاق.

بعد مدة من الزمن لاحظ الصائغ أن المودعين نادراً ما يأتون لأخذ ذهبهم، ولم يحصل أبداً أن حضروا جميعاً في وقت واحد. فأخذ يؤجر ذهب المودعين لديه بموجب شيكات استحقاق أيضاً ويحصل على فوائد إضافية علاوة على الفوائد الناجمة عن تأجير ذهبه الخاص. وطالما أن القروض سيتم سدادها في النهاية والذهب سيبقى في معظمه ضمن خزائنه فلن يعلم المودعون بذلك ولن يؤثر سلباً عليهم، وبذلك أصبح الصاغة صيارفة أكثر من كونهم حرفيين. وباتوا يحققون أرباحاً طائلة لسنوات عديدة من خلال إقراضهم أموال المودعين، وازدادت بذلك ثروتهم.

بدأت شكاوى المقرضين تزداد واعتقدوا أن غنى الصائغ ناتجٌ عن إنفاق أموالهم، فاجتمعوا وهددوا بالمطالبة بسحب أرصدهم الذهبية المودعة فيما لو لم يثبت بأنه يحتفظ بها في خزائنه. وعلى العكس من كل التوقعات لم تكن تلك الخطوة كارثية بالنسبة للصائغ، فعلى الرغم من أنه أقرض سندات الاستحقاق التي اعتمدت قيمتها على ذهب المودعين إلا أن الذهب ذاته كان آمناً في خزائنه، وقيل معظم المودعين أن يُبقوا الذهب عند الصائغ مقابل أن يدفع لهم جزءاً من الفوائد، وهذه كانت بداية المعاملات المصرفية. فالمصرفي يدفع فوائد منخفضة على أموال المودعين ثم يقرضها بفوائد أعلى للمقرضين، ويغطي الفرق تكاليف تشغيل المصرف إضافةً إلى أرباحه. يبدو مفهوم هذا النظام البسيط معقولاً لتلبية احتياجات التمويل المتزايدة، ويعتقد معظم الناس أن المصارف الحالية تعمل وفقاً لهذه الطريقة، إلا أن هذا الاعتقاد غير صحيح، فالصاغة الذين أصبحوا مصرفيين لم يكونوا مقتنعين بالدخل المتبقي لهم بعد حسم نفقات التشغيل وحصص المودعين من فوائد المقرضين، وذلك لأن قدرتهم على الإقراض كانت محدودة بما لديهم من ذهب وكانت الحاجة إلى التمويل تزداد يوماً بعد يوم بسبب انتشار الأوروبيين في جميع أنحاء العالم، فخطرت لهم فكرة أكثر جرأة، فكوّن كل مصرفي يعلم وحده حجم الذهب الموجود في خزنه فبإمكانه إصدار شيكات استحقاق لذهب غير موجود أصلاً طالما أن حملة الشيكات لن يأتوا لقبض شيكاتهم دفعةً واحدة، وبذلك لن يكتشف أحد الأمر.

حصد المصرفيون ثروات طائلة من وراء الفوائد على الذهب غير الموجود، وكانت فكرة أن المصرفيين يصدرون أموال من لاشيء فكرة شنيعة ومستهجنة لدرجة يصعب تصديقها، لذلك لم تُثر اهتمام الناس.

أصبحت فكرة إصدار النقود من لاشيء تدور بأذهان المصرفيين إلى درجة فاقت التصور وباتوا يقدمون القروض بكميات كبيرة، وأدى تعاظم ثرواتهم وتفاخرهم بها إلى إثارة مخاوف المودعين مجدداً، فجاء الكثير منهم للمطالبة بنقودهم الذهبية المودعة، دعم هذه المخاوف أيضاً رفض البعض لشيكات الاستحقاق الورقية وطلبهم الذهب الحقيقي بدلاً عنها، إلا أن ما يوجد في خزائن المصرف من ذهب وفضة أقل بكثير من التزاماته تجاه المودعين والمقترضين. ولذلك فقد المصرف ثقة الجميع عندما لم يتمكن من الوفاء بكامل التزاماته للمودعين والمقترضين مقابل شيكات الإقراض والإيداع. اجتاحت ظاهرة فقدان الثقة كثيراً من المصارف الأوروبية ودمرت ثقة الناس بجميع المصرفيين.

كان من المتوقع أن يحاكم المصرفيون بتهمة التزوير والتدليس وتضليل المتعاملين و أن يُحملوا الأضرار الناجمة عن فقدان الكثير من المودعين لجزء كبير من ثرواتهم، وأن تعتبر عملية إصدار النقود من لاشيء عملية غير قانونية، تماماً كعملية تزوير العملة. إلا أن ذلك لم يحدث، فخلاًفاً لكل التوقعات فقد تم تنظيم هذه العملية واعتبارها قانونية وذلك نتيجة لسببين أساسيين:

السبب الأول: هو الحاجة الماسة إلى الأرصدة الضخمة التي يوفرها المصرفيون لأغراض التوسع التجاري الأوروبي في جميع أنحاء العالم.

السبب الثاني: هو قرب المصرفيين من الملوك والحكام والقضاة وأصحاب السلطة، وقدرتهم على التأثير في مراكز القرار بما يناسب مصالحهم.

وافق المصرفيون على الالتزام بحد معين من الإقراض، وهذا الحد يفوق بكثير كمية الذهب والفضة المودعة من قبلهم في المصرف المركزي كشرط من شروط إنشاء المصرف وذلك وفقاً لما يعرف بنظام الاحتياطي الجزئي The Fractional Reserve System الذي بدأ بتسع دولارات افتراضية مقابل كل دولار ذهبي. وقد أقر مبدأ التفتيش المفاجئ من قبل السلطات النقدية، كما تم إعداد خطة للطوارئ عند حدوث حالة فقدان للثقة في أحد المصارف التجارية، حيث يقوم المصرف المركزي بموجب هذه الخطة بإمداده بالذهب المخصص للطوارئ. أما إن لم يَكفِ الذهب المخصص للطوارئ لإنقاذ المصرف المنهار فإن حالة فقدان الثقة سوف تمتد لتتأثر عدداً كبيراً من المصارف الأخرى في نفس الوقت، وقد تؤدي في النهاية إلى حدوث أزمة مصرفية تسبب انهيار النظام المالي بأكمله.

(2) الاختفاء التدريجي لوظيفة النقود كمخزن للقيمة:

كانت شبكة المصارف المدعومة والموجهة من المصرف المركزي بواسطة نظام الاحتياطي الجزئي تزود الاقتصاد بكتلة نقدية ضخمة، وفي الوقت نفسه كانت نسبة الغطاء الذهبي من الأموال المعدة للإقراض والموجودة في كل من المصارف التجارية والمصارف المركزية تنقل تدريجياً إلى أن اختفت تقريباً واختفت معها السمة الأساسية للنقود بوصفها مخزناً للقيمة ومقياساً دقيقاً لها، كان المال في الماضي تقابله قيمة:

- ❖ نقود سلعية أو قطع ذهبية أو فضية تحمل قيمة في ذاتها.
- ❖ سند مختوم بختم الصائغ مكتوب عليه 10 قطع ذهب يصرف مقابل 10 قطع ذهب.
- ❖ أو سند بنك نوت من فئة الجنيه مكتوب عليه 1 جنيه يصرف من قبل المصرف المركزي إلزامياً مقابل جنيه ذهبي، وبقي مصرف إنجلترا المركزي ببديل الجنيه الذهبي بالجنيه الورقي حتى عام 1931م¹.

أما مال اليوم فيقابل بالديون:

فالجنيه الإسترليني يصرف مقابل جنيه إسترليني والدولار الورقي يصرف مقابل دولار ورقي. في الماضي كان الائتمان المصرفي موجوداً فقط في صورة أوراق مصرفية خاصة تحمل رمز الصائغ أو المصرف وتثبت ديناً على شكل سبائك أو قطع نقود ذهبية أو فضية لصالح حاملها على المصرف، ويمكن لأي شخص قبولها أو رفضها كما هو حال الشيك اليوم. أما الآن فالمصارف المركزية تلزم الجمهور وبشكل قانوني بقبول النقود الورقية غير المغطاة إلا بنقود ورقية غير مغطاة أيضاً. كما أن المصارف التجارية تستطيع أن تمنح أيّاً من متعاملاتها وعوداً ائتمانية بإقراضهم نقوداً ورقية.

في الماضي كانت كمية الأموال المتداولة محددة بكمية المعادن الثمينة المكونة لهذه الأموال فلو أرادت الدولة زيادة الأموال المتداولة فيها، فإن عليها استخراج المزيد من هذه المعادن من المناجم أو اقتراضها من الخارج.

أما اليوم فكمية الأموال المتداولة محددة بقدرة المطابع على إصدار النقود وبقدرة المصارف على منح الائتمان، وبما أن حجم الائتمان يقدر بعدة أضعاف حجم الوديعة الأولية التي يودعها المصرف التجاري في المصرف المركزي، وبما أن هناك قسماً كبيراً من الإيداعات المصرفية تأتي من تكرار القروض المصرفية ذاتها فيمكن القول بأن حجم الكتلة النقدية التي تستطيع أن تخلقها المصارف من لا شيء، محدد بحجم القروض التي تستطيع أن تمنحها للغير، أي أن النقود تصدر فعلياً كديون. بمعنى أن هناك أموالاً جديدة تصدر بمجرد أن يمنح أي مصرف تجاري قرضاً ما ونتيجة لذلك فإن كمية الأموال التي يمكن إصدارها لها سقف واحد فقط، وهو المستوى الإجمالي للديون.

¹ Sufyan Ismail, Why Islam Has Prohibited Interest & Islamic Alternative for Financing, P (12): 1st Ethical Ltd, www.1stethical.com

(3) تخفيض سقف متطلبات الاحتياطي الجزئي:

بدلاً من أن تفرض الحكومات قيوداً صارمة على المصارف التجارية للحد من قدرتها على منح قروض جديدة تتجاوز حجم الودائع التي لديها، وضعت لها سقفاً مطاطياً وذلك بإلزامها بما يسمى بمتطلبات الاحتياطي الجزئي (The Fractional Reserve System). تختلف متطلبات الاحتياطي الجزئي من دولة لأخرى ومن وقت لآخر، في الماضي كان من المعتاد أن يطلب من المصارف بأن تمتلك دولاراً من الذهب الحقيقي في خزائنها لتغطية كل 10 دولارات يمكن إصدارها عن طريق الديون. أما في الوقت الحاضر فلم يعد مشروطاً أن تمتلك المصارف الذهب في خزائنها لتغطية قروضها المقدمة ولا حتى النقود الورقية، وإنما أصبح الحد الأعلى للإقراض متعلقاً بحجم الإيداعات المصرفية التي لديها مضافاً إليه إيداعات هذا المصرف التجاري في المصرف المركزي (جزء من رأسماله)، ونسبة واحد من عشرة 10/1 أو واحد من عشرين 20/1 أو أكثر.

يمكن إيضاح الطريقة التي تصدر بها المصارف أموالاً من لا شيء بأن نتخيل أن مصرفاً بدأ عمله بعد أن اشترى أصولاً وأودع في المصرف المركزي وديعة احتياطية إلزامية كأموال سائلة بقيمة افتراضية ولتكن \$100000 مائة ألف دولار وكان معدل الاحتياطي الجزئي 10%. وبعد أن فتح المصرف أبوابه أمام المتعاملين دخل طالب القرض الأول فقدم له المصرف قرصاً مقداره 900000 تسعمائة ألف دولار لشراء صفقة سيارات بناءً على قدرة المصرف على منح قروض بمعدل تسعة أضعاف ما لديه من احتياطيات $9 \times \$100000 = \900000 . على أساس التزام العميل بسداد القرض. هذا القرض لم يؤخذ من أي مكان فهو مال جديد تم تسجيله في حساب المقرض كسلفة مصرفية.

يستطيع صاحب القرض بأن يحصل من المصرف على دفتر شيكات ويحرر لشركة تصنيع السيارات شيكاً بمبلغ \$900000 تسعمائة ألف دولار مقابل حصوله على صفقة السيارات. قد لا تصرف الشركة الشيك المحرر لصالحها وإنما تقوم بإيداعه في حسابها في المصرف، وهذا يزيد من قدرة المصرف على الإقراض إذ أن قوانين الاحتياطي الجزئي تسمح له بأن يقرض تسعة أضعاف المبلغ المودع. فالمصرف يستطيع أن يقدم قروضاً جديدة بما يساوي حجم المبالغ المودعة مقسماً على نسبة الاحتياطي الجزئي أي مضروباً بـ 90%: $900000 \times 0.9 = \$810000$

أي يمكن إصدار قرض جديد بقيمة ثمانمائة وعشرة آلاف دولار مقابل التسعمائة ألف دولار التي تم إيداعها من قبل شركة تصنيع السيارات، وتذهب التسعين ألف دولار المتبقية إلى الاحتياطي الجزئي وتضاف على الوديعة الأولية، ليبقى معدل الإقراض مساوياً أو أقل من تسعة أضعاف الاحتياطي الجزئي: مجموع القروض = تسعة أضعاف الاحتياطي الجزئي وفقاً لمعدل 10%

$$(90000 + 100000) \times 9 = 810000 + 900000$$

$$1710000 = 1710000$$

لو افترضنا أن مجموعة من الطلاب حصلوا على القرض الثالث وسحبوا هذا القرض نقداً ودفعوا به أقساط جامعة ما عن طريق إيداعه في حسابها لدى نفس المصرف، فإن قدرة المصرف على الإقراض سوف تزداد بقيمة القرض الجديد مضروباً بـ 90% أي $810000 * 90\% = 729000$ \$ بينما يذهب المبلغ المتبقي والبالغ 81000 \$ إلى الاحتياطي الجزئي، ليبقى حجم القروض مساوياً أو أقل من تسعة أضعاف الاحتياطي: مجموع القروض = تسعة أضعاف الاحتياطي الجزئي وفقاً لمعدل 10%

$$(81000 + 90000 + 100000) * 9 = 729000 + 810000 + 900000$$

$$2439000 = 2439000$$

لو تكررت عملية الإيداع والإقراض بهذه الصورة فإن حجم القروض المتولدة عن الوديعة الابتدائية للمصرف ستبلغ تسعين ضعفاً من حجم هذه الوديعة، فكل إيداع جديد يحتوي على إمكانية قرض جديد أقل حجماً بقليل كسلسلة متناقصة غير متناهية:

مجموع القروض = تسعة أضعاف الاحتياطي الجزئي وفقاً لمعدل 10% كما يوضح الجدول التالي:

$$= \dots 478296 + 531441 + 590490 + 656100 + 729000 + 810000 + 900000$$

$$(\dots 47829.6 + 53144.1 + 59049 + 65610 + 72900 + 81000 + 90000 + 100000) * 9$$

$$= 9000000 (1000000) \text{ الخ } \dots$$

يسمى معامل التوسع في الودائع مضاعف النقود البسيط وهو يساوي مقلوب نسبة الاحتياطي

القانوني المفروض من قبل المصرف المركزي وهو في المثال السابق 10/1% ويساوي 10:

الجدول رقم (6) تكرار عمليات السحب والإيداع عندما يكون معدل الاحتياطي الجزئي 10/1

معدل الاحتياطي الجزئي	الوديعة	المودع	القرض	طالب القرض	نسبة القروض إلى الودائع	مخصص الاحتياطي الجزئي
10/1	100000.00	وديعة المصرف الأولية	900000.00	تاجر السيارات	9	-800000.00
10/1	900000.00	شركة السيارات	810000.00	مجموعة طلاب	90%	90000.00
10/1	810000.00	الجامعة	729000.00	.....	90%	81000.00
10/1	729000.00	.....	656100.00	.....	90%	72900.00
10/1	656100.00	.....	590490.00	.....	90%	65610.00
10/1	590490.00	.....	531441.00	.....	90%	59049.00
10/1	531441.00	.....	478296.90	.....	90%	53144.10
10/1	478296.90	.....	430467.21	.....	90%	47829.69
10/1	430467.21	.....	387420.49	.....	90%	43046.72
10/1	387420.49	.....	348678.44	.....	90%	38742.05
10/1	348678.44	.....	313810.60	.....	90%	34867.84
10/1	313810.60	.....	282429.54	.....	90%	31381.06
10/1	282429.54	.....	254186.58	.....	90%	28242.95
10/1	254186.58	.....	228767.92	.....	90%	25418.66
10/1	228767.92	.....	205891.13	.....	90%	22876.79
10/1	205891.13	.....	185302.02	.....	90%	20589.11
10/1	185302.02	.....	166771.82	.....	90%	18530.20
10/1	166771.82	.....	150094.64	.....	90%	16677.18
10/1	150094.64	.....	135085.17	.....	90%	15009.46
10/1	135085.17	.....	121576.65	.....	90%	13508.52
10/1	121576.65	.....	109418.99	.....	90%	12157.67
10/1	109418.99	.....	98477.09	.....	90%	10941.90
10/1	98477.09	.....	88629.38	.....	90%	9847.71
10/1	88629.38	.....	79766.44	.....	90%	8862.94
10/1	79766.44	.....	71789.80	.....	90%	7976.64
10/1	71789.80	.....	64610.82	.....	90%	7178.98
10/1	64610.82	.....	58149.74	.....	90%	6461.08
10/1	58149.74	.....	52334.76	.....	90%	5814.97
10/1	52334.76	.....	47101.29	.....	90%	5233.48
10/1	47101.29	.....	42391.16	.....	90%	4710.13
10/1	42391.16	.....	38152.04	.....	90%	4239.12
10/1	38152.04	.....	34336.84	.....	90%	3815.20
10/1	34336.84	.....	30903.15	.....	90%	3433.68
10/1	30903.15	.....	27812.84	.....	90%	3090.32
10/1	27812.84	.....	25031.56	.....	90%	2781.28
10/1	25031.56	.....	22528.40	.....	90%	2503.16
10/1	22528.40	.....	20275.56	.....	90%	2252.84
10/1	20275.56	.....	18248.00	.....	90%	2027.56
10/1	18248.00	.....	16423.20	.....	90%	1824.80
10/1	16423.20	.....	14780.88	.....	90%	1642.32
.....						
.....						
	9100000		9000000			100000

إذا نظرنا إلى حجم الودائع والقروض المتولدة عن وديعة المصرف الأولية التي لا تزال مودعة في المصرف المركزي والبالغة \$100000 في هذا المثال، سنجد أن حجم هذه الودائع والقروض وفقاً لنسبة الاحتياطي الجزئي المفروض والبالغة 10% قد بلغ 9000000 تسعة ملايين دولار. وهي حالياً نقود مسجلة في قيود جميع الشركات والأشخاص المقترضين والمقرضين كحسابات جارية أو ودائع تحت الطلب أو ودائع إلى أجل أو قروض قصيرة أو طويلة الأمد.

إذا سألنا شركة تصنيع السيارات أو الجامعة أو أيّاً من المقرضين الآخرين عن حجم الأموال التي لديهم سيشيرون إلى المال الموجود في المصرف في حساباتهم الجارية أو الاستثمارية، إلا أنه يظهر بوضوح أن خزائن المصرف فارغة نسبياً وأن جميع هذه الأموال قد تم إصدارها عن طريق الإقراض وهي ليست موجودة فعلياً، وإنما هي مجرد تعهدات بالدفع أي بمعنى آخر ديون. جميع هذه الأموال الجديدة تعتبر قانونية وفقاً لآلية عمل الاحتياطي الجزئي.

إن لم يتم إعادة إيداع أي من القروض المسحوبة نقداً في المصرف مرة أخرى فستقطع سلسلة الإيداع والإقراض وهو ما تحاول المصارف دائماً أن تمنع حدوثه، لذلك فهي تسوق لزيادة الودائع لكي تستطيع أن تخلق نقوداً أكثر. إذ أن الرقابة على المصارف تشترط أن يكون مجموع الودائع أكبر من حجم القروض بمعدل مقلوب نسبة الاحتياطي الجزئي، أي أن تكون نسبة القروض إلى الودائع أقل أو تساوي 90%. ولكن ما يحصل غالباً هو أن الأموال الجديدة يتم إيداعها في المصارف وبذلك تتكرر عملية الإقراض والاقتراض مرة بعد مرة وتزيد من حجم الودائع والقروض، وحتى لو لم تتم عملية الإيداع في المصرف نفسه فهذا لن يؤثر على مدى قدرة المصارف مجتمعة على خلق النقود، فالقرض المالي الذي يصدر من أي مصرف يصبح إيداعاً في مصرف آخر والعكس صحيح، وتتم مجمل حالات التبادل كما لو كانت في مصرف واحد، سيما وأن المصارف لديها قدرة كبيرة على الاقتراض من بعضها البعض.

تمكن عملية خلق النقود هذا المصرف من الحصول على فوائد ربوية على مبلغ غير موجود مقداره \$9000000 تسعة ملايين دولار، علماً أنه أودع في المصرف المركزي وديعة أولية قيمتها \$100000 مئة ألف دولار فقط لم تستخدم في أي من هذه القروض أو الودائع سائلة الذكر.

لم تكتفِ المصارف بإقراض هذه الكمية الكبيرة من الأموال غير الموجودة أصلاً، وإنما واصلت الضغط على السلطات النقدية لتقليص نسب الاحتياطي الجزئي فيها، وأصبحت تساوي على بعض أنواع الحسابات 20/1 أو 40/1 حتى أنها اختفت تماماً في بعض الدول مثل هونج كونج¹، وهذا يعني قدرة غير محدودة على إصدار النقود كما توضح الجداول ذوات الأرقام (8) و (9) و (10) ولو عدنا إلى المثال السابق لوجدنا أنه كلما انخفضت متطلبات الاحتياطي الجزئي كلما استطاعت المصارف إقراض كميات أكبر من الأموال:

¹ R. Glenn Hubbard, Anthony Patrick O'Brien, Economics, Prentice Hall Business, Chapter 13, 2006, P(35): Available at: http://www.econ.hku.hk/~jyetman/Econ1002/Econ1002_Lecture7.pdf

تخفيض معدل الاحتياطي الجزئي إلى 20/1 :

الجدول رقم (7) تخفيض معدل الاحتياطي الجزئي إلى 20/1						
معدل الاحتياطي الجزئي	الوديعة	المودع	القرض	طالب القرض	نسبة الودائع إلى القروض	مخصص الاحتياطي الجزئي
20/1	100000	وديعة المصرف الأولية	1900000	تاجر السيارات	19	-1800000
20/1	1900000	شركة السيارات	1805000	مجموعة طلاب	95%	95000
20/1	1805000	الجامعة	1714750	.....	95%	90250
20/1	1714750	.....	1629012.5	.....	95%	85737
20/1	1629012.5	.....	1547561.88	.....	95%	81450.63
						
المجموع	38100000	.....	38000000	.....		100000

تخفيض معدل الاحتياطي الجزئي إلى 40/1:

جدول رقم (8) معدل الاحتياطي الجزئي إلى 40/1						
معدل الاحتياطي الجزئي	الوديعة	المودع	القرض الأول	طالب القرض	نسبة القروض إلى الودائع	مخصص الاحتياطي الجزئي
1/40	100000.00	وديعة المصرف الأولية	3900000.00	تاجر السيارات	39	-3800000.00
1/40	3900000.00	شركة السيارات	3802500.00	مجموعة طلاب	97.5%	97500.00
1/40	3802500.00	الجامعة	3707437.50	.....	97.5%	95062.50
1/40	3707437.50	.....	3614751.56	.....	97.5%	92685.94
1/40	3614751.56	.....	3524382.77	.....	97.5%	90368.79
المجموع	156100000	.....	156000000	.....	97.5%	100000

عدم وجود احتياطي جزئي:

جدول رقم (9) عدم وجود احتياطي جزئي						
معدل الاحتياطي الجزئي	الوديعة	المودع	القرض الأول	طالب القرض	نسبة القروض إلى الودائع	مخصص الاحتياطي الجزئي
0	100000.00	وديعة المصرف الأولية	100000.00	تاجر السيارات	%100	0
0	10000000	شركة السيارات	10000000	مجموعة طلاب	%100	0
0	10000000	الجامعة	10000000	.....	%100	0
المجموع	لانهاية	.....	لانهاية	.....	%100	0

حتى لو وضعت قيود على مستويات الاحتياطي الجزئي فالأمر المهم هو أن المصارف تستطيع أن تصدر كميات من النقود بقدر ما تستطيع أن تقرض.

يعتقد معظم الناس أن معظم الأموال تأتي عن طريق مطابع العملة وأن الحكومات تمنح الأموال مقابل خدمات أو مساعدات أو منافع عينية أو قروض من خلال الإنفاق من الموازنات العامة ومن ثم يودع الناس بعض هذه الأموال في المصارف مقابل فوائد على الودائع الآجلة فتعيد المصارف إقراضها لطلاب القروض مقابل فوائد أكبر بينما تبقى الحسابات الجارية مجمدة في المصارف تحت طلب المودعين إلا أن هذا غير صحيح، فالنقود التي تصدرها المصارف تفوق حجم النقود التي تصدرها الحكومات بعشرات الأضعاف.

على سبيل المثال بلغ مجمل حجم النقود المعدنية والورقية المصدرة في بريطانيا في تشرين الثاني من عام 2002 حوالي 29.6 مليار جنيه إسترليني¹، بينما فاق الحجم الكلي للودائع التريلليون جنيه إسترليني (1.001 تريليون) وذلك للمرة الأولى وبنفس التاريخ وفقاً لإحصائيات مصرف إنجلترا المركزي، أي أن الحكومة أصدرت فقط 2.95% من مجمل حجم النقود الموجودة في التداول، في حين أن أكثر من 97% من الأموال المتداولة تظهر عند توقيع شخص ما على وثيقة اقتراض من المصرف. كذلك كان مجموع العملة المصدرة في الولايات المتحدة الأمريكية في آخر عام 2005 حوالي 725.2 تريليون دولار وهو يشكل ما نسبته 7.1% فقط من مجمل الكتلة النقدية M3 والبالغة 10.2014 تريليون دولار أمريكي خلال نفس العام².

¹ David Chaytor, Publicly Created Money and Monetary Reform, A New Finance Initiative, House of Commons Early Day Motion 854, Forum for Stable Currencies, London, 2003, P6.

<http://www.intraforum.net/money/forum/main.htm>

² Board of Governors of the Federal Reserve System: M3 Money Stock (DISCONTINUED SERIES)

Available at: <http://www.federalreserve.gov/releases/h6/hist/>

& Currency (Component of M1) Available at: <http://research.stlouisfed.org/fred2/categories/24>

(4) وقوف الحكومات إلى جانب المصارف:

تمكنت المصارف تدريجياً من إرساء دعائم هذا النظام المالي من خلال التعاون الفعال مع الحكومات المتعاقبة والتي بدورها عملت على خدمة المصارف بمجموعة من الإجراءات، أهمها ما يلي:

- ❖ أجازت للمصارف إقراض الأموال للناس مقابل الحصول على فوائد ربوية وهو الحافز الوحيد من وراء إصدارها، بعد أن كان التعامل الربوي جريمة يعاقب عليها القانون.
- ❖ جردت النقود تدريجياً من أهم وظائفها كمخزن للقيمة ومقياس دقيق لها، وألزمت الناس بالتعامل بها، وبذلك ألغت حدود إصدار النقود.
- ❖ ألزمت الحكومات المقترضين بسداد قروض المصارف مع تحميلهم فوائد وغرامات تأخير ضخمة، دون الرجوع إلى القضاء، وذلك من خلال عملية حبس ومصادرة الأصول المرهونة.
- ❖ استثنيت الحكومات المصارف من المحاسبة والمقاضاة وعاملتها معاملة تفضيلية، بل سوقت لها من خلال ضمان ودائعها، ومنحتها غطاءً قانونياً لإصدار النقود (متطلبات الاحتياطي الجزئي)، فعندما يحرر أحد ما شيئاً من غير رصيد يتحمل تبعات هذا العمل من الناحية القانونية، ولا يقوم المصرف المركزي مثلاً أو أي جهة أخرى بضمان صرف هذا الشيك، أما المصارف فتقوم بذلك كعمل من أهم أعمالها، بدعم كامل من الحكومات والمصارف المركزية.
- ❖ لم تلتزم الحكومة أو تلزم المصارف على الأقل، بأن تبين للمتعاملين طريقة عملها.

على المقرض أن يمتلك شيئاً ما ليقرضه ومن ثم يقرضه فعلياً للمقرض لكي تسمى هذه العملية إقراضاً بالمعنى الصحيح، أما في عالم المال الافتراضي فإن وعد المصارف بإقراض نقود قد لا تدخل في ملكيتها في أغلب الأحيان يتم اعتباره نقوداً، وإلا فمن أين أتت جميع هذه الأموال التي فاقت ما تصدره الدول بعشرات الأضعاف؟!

(5) زيادة دائنية المصارف تجاه الغير:

على الرغم من زيادة الإنتاج المادي في جميع القطاعات، نتيجة كثرة الموارد والابتكارات وتخفيض كلف الإنتاج الزراعي والصناعي إلا أن معظم المستثمرين والمصنعين والتجار والمستهلكين مدينون للمصارف، سواءً أكانوا شركات أو حكومات أو أفراداً، علماً أن المصارف هي الوحيدة التي لا تنتج وإنما فقط تقرض الآخرين أموالاً قد لا تمتلكها، بل تُنشئها من خلال الديون. يؤيد هذه الفكرة الاقتصادي إرفنج فيشر وذلك بقوله¹:

"إن الأصول المتداولة للأمة أصبحت تحت رحمة عمليات الإقراض من المصارف التي لا تقرض الأموال وإنما تقدم وعداً بتوفير أموال هي أصلاً لا تمتلكها."

¹ David R. Henderson The popular Concise Encyclopedia of Economics. Available at:

<http://www.econlib.org/library/Enc/bios/Fisher.html>

حتى لو استطاع المدينون سداد جميع القروض المترتبة عليهم فإن النتيجة سوف تكون سلبية خلافاً لما يعتقد معظم الناس إذ أن وفاء الديون سيعني بالتأكيد مجتمعاً بلا أموال، وذلك لأن معظم الأموال هي قروض مصرفية متجددة، وهذا ما حصل خلال فترة الكساد العظيم 1929-1933 عندما تقلص المعروض النقدي بشدة إلى 73% فقط مما كان عليه من قبل¹. أما افتراض أن تسديد القروض سوف يعني مزيداً من القدرة على الإنفاق وهو ما سوف يحفز النمو الاقتصادي بشكل عام فهو افتراض يصح فقط على المستوى الجزئي.

بمجرد أن يوقع المقرض على وثيقة القرض، يقوم المصرف بإصدار مبلغ القرض وإيداعه في حساب المقرض إلكترونياً فقط، وبما أن النظام اعتبر القرض المقدم إلى المقرض نقوداً تقليدية قابلة للتداول حتى لو لم يستلمها فعلياً، فيجب على الجميع اعتبارها أموالاً وقبولها، وبدون وثيقة القرض لن يكون لدى المصرفيين شيء ليقرضوه.

إذاً المصارف لا تقرض الأموال وإنما تنشئها من القروض وبما أن القدرة على الإقراض غير محدودة فذلك القدرة على إنشاء الأموال غير محدودة، وهذا يفسر وجود كل هذا الحجم الضخم من الديون المترتبة على الأفراد والشركات والحكومات والتي تفوق بكثير ما أصدرته المصارف المركزية من نقود. وفي هذا السياق يمكن الإشارة إلى قول السيد مارينر إكلز Marriner S.Eccles رئيس ومحافظ مجلس الاحتياطي الفدرالي السابق في 30 أيلول عام 1941 أثناء شهادته أمام الكونجرس الأمريكي²:

"هذا هو نظامنا المالي إن لم يكن هناك ديون في هذا النظام فلن يكون هناك أي أموال"

وكذلك قول مدير الائتمان في المصرف الاحتياطي الفدرالي (فرع أتلنتا جورجيا) روبرت همفل Robet H.Hemphill في 24 كانون ثاني عام 1939:³

"إنه تصور مرعب، نحن معتمدون بشكل كامل على المصارف التجارية، فلا بد أن يقترض كل دولار متداول سواء أكان على شكل سيولة أم على شكل ودیعة، إذا ضخت المصارف التجارية الكثير من الأموال فإن الاقتصاد سوف يزدهر وإلا فسوف نجوع، نحن بكل تأكيد بدون نظام مالي مستدام."

"عندما يستوعب الشخص الصورة كاملةً فسيصدم باللامنطقية المخزية لوضعنا اليائس غير المعقول، ولكنه الواقع"

¹ Ivan Pongracic Jr. The Great Depression According to Milton Friedman, Foundation for Economic Education, September 2007:

<http://www.thefreemanonline.org/featured/the-great-depression-according-to-milton-friedman/>

² G. Edward Griffin, The Creature From Jekyll Island, Westlake Village, CA: American Media, 2002, pp. 187-188.

³ Famous Quotes website: http://quotes.liberty-tree.ca/quote_blog/Robert.Hemphill.Quote.CA66

6) تخلي الحكومات لصالح المصارف عن حقها في إصدار النقود والتحكم في حجم الكتلة النقدية:

يتوجب على المقترضين إعادة القروض مع الفوائد المترتبة عليها، وبما أنه لا يوجد مصدر آخر للحصول على الأموال غير الاقتراض فيبقى مبلغ الفوائد على القروض غير مسدد ولا يمكن من ناحية عملية أو حتى نظرية أن يسدد أبداً إذ أنه غير موجود فعلاً، فمعظم الإصدارات النقدية تتم من خلال قروض تسدد بأكبر من قيمتها سواء أكانت حكومية أم خاصة، وبما أن المصارف سوف تستعيد قروضها مع الفوائد وغرامات التأخير إن وجدت عاجلاً أم آجلاً، فأصبح المصدر الوحيد لتغطية هذه الفوائد والغرامات هو حجز الرهون المقدمة من المقترضين لضمان الديون، وإن زيادة حالات حجز الرهن يضع الاقتصاد في حالة الركود وهو ما حدث تماماً خلال أزمة الرهن العقاري التي بدأت في عام 2007 والتي تحولت إلى أزمة مالية عالمية.

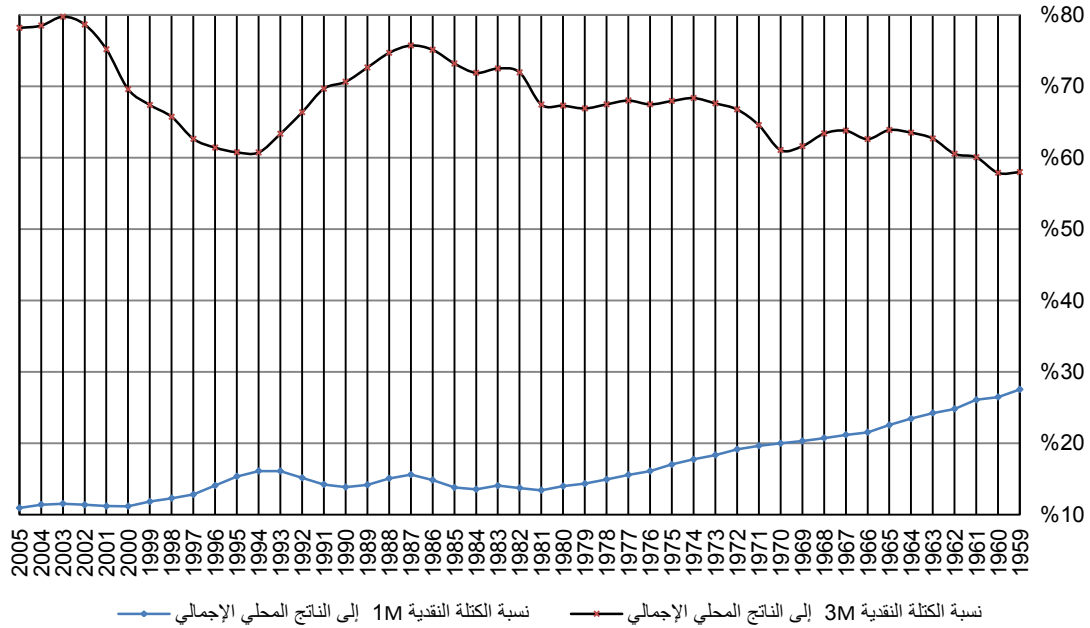
لا يمكن تجنب مثل هذه الأزمات في النظام المالي الراهن وإنما يمكن فقط تأجيلها من خلال التوسع في الإقراض، إلا أن ذلك سوف يزيد من مديونية المقترضين تجاه المصارف وبالتالي تزيد الفجوة بين حجم الأموال المقدمة كقروض والأموال الواجب إعادتها إلى المصارف والمتمثلة بحجم القروض مضافاً إليها الفوائد وغرامات التأخير، وهو ما يدفع المصارف إلى تقديم قروض جديدة لمرات ومرات وذلك لتغطية القروض السابقة مع الفوائد وغرامات التأخير، وبالتالي تتعمق هذه الأزمات مع الوقت كلما سعت الحكومات إلى حلها أو تأجيلها من خلال السياسة النقدية التوسعية، إذ أن الفارق الزمني بين وقت إصدار المال من خلال القروض الجديدة ووقت سدادها هو العامل الوحيد الذي يمنع العجز المالي العام من اللحاق بالنظام المالي وإفلاسه بالكامل.

المشكلة الأساسية في حصول المقرضين على فوائد في حال سداد القروض في موعدها المحدد، وعلى فوائد أعلى مع غرامات تأخير عند عدم تمكن المقرضين من سداد القروض في الوقت المحدد، وعلى أصول المقرضين المرهونة لتغطية القروض مع الفوائد مع غرامات التأخير في حال عجز المقرضين عن السداد بعد جدولة ديونهم، هي أن سرعة نمو المعروض النقدي لتلبية كل هذه المتطلبات على المستوى الكلي قد تخطى بكثير سرعة نمو الإنتاج الكلي من السلع والخدمات، ولا ينطبق ذلك على الولايات المتحدة الأمريكية فقط كما يوضح الشكل رقم (7) وإنما ينطبق على جميع دول العالم، وهو ما يؤدي إلى انخفاض قيمة النقود لكي تتناسب مع تطور حجم الإنتاج.

كذلك يمكن أن نلاحظ من خلال الشكل بأن زيادة الكتلة النقدية M3 حوالي 20% كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة الممتدة بين عامي 1959 و 2005 قد ترافق مع انخفاض الكتلة النقدية M1 حوالي 18% كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي وهو ما يؤكد فكرة أن حق الدولة بإصدار النقود قد تراجع لصالح قدرة المصارف على خلق النقود.

الشكل رقم (7)

نسبة الكتلة النقدية M1 والكتلة النقدية M3 إلى الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة الممتدة من عام 1959 وحتى عام 2005



(مصدر البيانات)

Board of Governors of the Federal Reserve System: M3 Money Stock Op.cit. Available at:

<http://www.federalreserve.gov/releases/h6/hist/>

لعل من أهم الآثار السلبية لزيادة حجم المعروض النقدي من خلال التوسع في الإقراض هو ما يلي:

- (1) انخفاض قيمة العملة وعدم مقدرتها على أن تكون مقياساً دقيقاً للقيم ومخزناً لها.
- (2) حدوث التضخم مع كل ما يرافقه من آثار سلبية.
- (3) زيادة احتمالية حدوث الأزمات بكل أنواعها.
- (4) إعادة توزيع الناتج المحلي الإجمالي والثروة بشكل عام لصالح الدائنين.
- (5) التسبب في الكثير من حالات إفلاس الشركات والأفراد نتيجة عدم القدرة على السداد.
- (6) زيادة حدة الدورات الاقتصادية.
- (7) التسبب في عدم الاستقرار الاقتصادي.

أما أهم أسباب زيادة حجم المعروض النقدي فهو الحصول على فوائد من خلال التوسع في عمليات الائتمان، إذ أنه يعتبر المحفز الوحيد الذي يدفع المصارف التقليدية إلى خلق النقود.

في وقت ما كان الحصول على مثل هذه الفوائد يسميه الجميع ربا وقد حرّمته جميع الديانات السماوية، وكانت أية محاولة للحصول على المال من المال تعتبر لا أخلاقية ولا قانونية. إلا أن الضغط المتواصل للصيرفة وأصحاب السلطة والنفوذ وتغييب التعاليم الإلهية لصالح القوانين الوضعية، أدى إلى اعتبار الحصول على نقود من خلال إقراض النقود أمراً ضرورياً ومبرراً!

ينتقد السيد جوزيف ستامب Sir Josiah Stamp مدير مصرف إنجلترا في الفترة الممتدة من عام 1928 وحتى عام 1941 وثاني أغنى رجل في ذلك الوقت إصدار المصارف التقليدية للأموال بالكلمات التالية¹:

"إن النظام المصرفي الحديث يصنع الأموال من لاشيء، وهذا الإجراء يعتبر واحداً من أكثر ألعاب الخفة إذهالاً حتى الآن، لقد تم حمله بالإثم وولادته بالخطيئة. المصرفيون يمتلكون الأرض، خذها منهم، واترك لهم القدرة على إصدار الأموال، وبجرة قلم بسيطة سيصدرون من النقود ما يكفي لشرائها مرةً أخرى، جردهم من هذه القوة العظيمة وستجد أن كل الثروات الكبيرة كثرتي ستختفي، وهم أيضاً سيختفون، ليصبح العالم بعد ذلك مكاناً أكثر سعادةً، أما إن أردت أن تستمر في العيش عبداً للمصارف وتدفع ثمن عبوديتك لهم، فاتركها تستمر في إصدار الأموال والتحكم في الائتمان."

كذلك يقول موريس آليّة العالم الفرنسي الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد في عام 1988:²
"إذا ما أردنا إصلاح العيوب الرئيسية في النظام الائتماني، فلا بد أن يكون هذا الإصلاح جذري و عميق يستند إلى مبدئين أساسيين:

- 1) مجال خلق النقود يجب أن ينحصر بالدولة، والدولة فقط، فمن المناسب إذاً أن يُعطى المصرف المركزي السلطة الكاملة للسيطرة على الكتلة النقدية.
- 2) يجب منع أي خلق للنقود سوى النقود الأساسية، بحيث أن أحداً سوى الدولة لا يمكنه الاستفادة من الحقوق المزيفة التي تنشأ حالياً من خلق النقود المصرفية."

المطلب الثاني: المصارف الإسلامية:

أ) نشأة المصارف الإسلامية:

ظهرت فكرة المصارف اللاربية في مصر ثم انتشرت في العالم الإسلامي بعد فترة وجيزة. وكانت البداية عام 1963 بمحاولة من الدكتور أحمد النجار لإنشاء مصارف الادخار المحلية³، وذلك بمدينة ميت غمر حيث قامت فكرة هذه المصارف على جمع الأموال من المزارعين المصريين واستثمارها في بناء السدود. واستصلاح الأراضي بغية تقاسم الأرباح بين الأطراف المشاركة⁴. تلاه بنك ناصر الاجتماعي وذلك عام 1971، ثم أسس البنك الإسلامي بجدة عام 1975 وكان مؤسسة دولية للتمويل الإنمائي، تلاه إنشاء بنك دبي الإسلامي بمرسوم من الحكومة في العام ذاته، وبعدها أخذت المصارف الإسلامية بالانتشار في الدول الإسلامية كافة⁵.

¹ Famous Quotes website: http://quotes.liberty-tree.ca/quotes_by/sir+josiah+stamp

² موريس آليّة، الشروط النقدية لاقتصاد الأسواق، من دروس الأمس إلى إصلاحات الغد، مرجع سبق ذكره، ص 27-28.

³ رفيق المصري، مصرف التنمية الإسلامي، مؤسسة الرسالة، ط3، 1987، ص 325-327.

⁴ محمد بو جلال، البنوك الإسلامية: مفهومها، نشأتها، تطورها، نشاطها، مع دراسة على مصرف إسلامي، الجزائر: المؤسسة الوطنية للكتاب، 1990، ص 46.

⁵ صالح عبد الله كامل، ندوة البنوك الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، دبي، عدد 196، 1997، ص 42.

ب) تعريف المصارف الإسلامية:

للمصارف الإسلامية تعاريف متعددة منها أنها:

مؤسسات مصرفية لا تتعامل بالفائدة أخذاً أو عطاءً¹.

مؤسسات مالية استثمارية ذات رسالة تنموية وإنسانية واجتماعية، تستهدف تجميع الأموال وتحقيق الاستخدام الأمثل لمواردها بموجب قواعد وأحكام الشريعة الإسلامية².

مؤسسات مالية تقوم بعمليات الصرافة واستثمار الأموال بما يتفق وأحكام الشريعة الإسلامية³.

مؤسسات نقدية مالية تعمل على جلب الموارد النقدية من أفراد المجتمع وتوظيفها وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية بشكل يضمن نموها ويحقق هدف التنمية الاقتصادية والتقدم الاجتماعي للشعوب والمجتمعات⁴.

المصارف الإسلامية هي تلك المصارف أو المؤسسات التي ينص قانون إنشائها ونظامها الأساسي صراحة على الالتزام بمبادئ الشريعة، وعلى عدم التعامل بالفائدة أخذاً وعطاءً، وقد جاء هذا التعريف في الفقرة الأولى من المادة الخامسة من اتفاقية إنشاء الاتحاد الدولي للمصارف الإسلامية⁵.

مؤسسة مصرفية هدفها تجميع الأموال والمدخرات من كل من لا يرغب في التعامل بالربا (الفائدة) ثم العمل على توظيفها في مجالات النشاط الاقتصادي المختلفة، وكذلك توفير الخدمات المصرفية المتنوعة للعملاء بما يتفق مع الشريعة الإسلامية ويحقق دعم أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية في المجتمع⁶.

وأخيراً تعريف الدكتور عبد الرحمن يسري بأنها: مؤسسات مصرفية تلتزم في جميع معاملاتها وأنشطتها الاستثمارية وإدارتها لجميع أعمالها بالشريعة الإسلامية ومقاصدها وكذلك بأهداف المجتمع الإسلامي داخلياً وخارجياً⁷.

بالنظر إلى التعاريف السابقة يمكن أن نلاحظ بأن المصارف الإسلامية ليست مجرد مصارف لا تتعامل بالفائدة أخذاً أو عطاءً فقط كما جاء في التعريف الأول، وإنما هي مصارف تلتزم بجميع أسس ومبادئ الشريعة الإسلامية في جميع معاملاتها، وكذلك تلتزم بالمساهمة بتحقيق أهداف المجتمع.

¹ محمود عبد الكريم أحمد أرشيد، الشامل في معاملات وعمليات المصارف الإسلامية، دار النفائس، عمان، ط2، 2007، ص14.

² محمود حسن الصوان، أساسيات العمل المصرفي الإسلامي، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، 2001، ص 90.

³ عوف محمود الكفراوي، النقود والمصارف في النظام الإسلامي، دار الجامعات المصرية، الإسكندرية، ط2، 1407 هـ، ص124.

⁴ علي قنديل شحادة، دور البنوك الإسلامية في تطوير التبادل التجاري بين الدول الإسلامية، جدة، ط2001، ص197.

⁵ اتفاقية إنشاء الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، مطابع الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، مصر الجديدة، القاهرة، 1977، ص10.

⁶ عبد المنعم محمد مبارك، محمود يونس: اقتصاديات النقود والصيرفة والتجارة الدولية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1996، ص173.

⁷ فادي محمد الرفاعي، المصارف الإسلامية، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2004، ص 20.

ج) أهداف المصارف الإسلامية:

تسعى المصارف الإسلامية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف لعل أبرزها ما يلي¹:

1) تحقيق الربح:

إذ أنه بدون الربح لا يمكن للمصرف الإسلامي الاستمرار أو البقاء، أو تحقيق الأهداف التي يبتغيها، كما أن الربح هو الحافز الأساسي لحملة أسهم المصرف للاحتفاظ بأسهمهم أو الاستغناء عنها.

2) تحقيق الأمان:

وذلك باختيار مشاريع استثمارية ذات درجة مخاطرة مقبولة.

3) تحقيق النمو:

وهو أهم هدف للمصرف الإسلامي ويقصد به نمو الموارد الذاتية للمصرف المتمثلة في رأسماله والأرباح المحتجزة والاحتياطيات، وكذلك نمو الموارد الخارجية المتمثلة في الودائع بمختلف أنواعها.

وتسعى المصارف التقليدية أيضاً إلى تحقيق تلك الأهداف سالفة الذكر إلا أن المصارف الإسلامية تسعى من حيث المبدأ إلى تحقيق مجموعة من الأهداف الاجتماعية الإضافية من خلال بعض برامج التمويل الموجهة لذوي الدخل المحدود كصناديق الزكاة والقروض الحسن.

د) بواعث إنشاء المصارف الإسلامية:

لعل من أبرز بواعث إنشاء المصارف الإسلامية ما يلي²:

- 1) حل المشكلات الاقتصادية والاجتماعية بحلول مستمدة من الشريعة الإسلامية.
- 2) التحرر من الربا.
- 3) توافق معاملات المصرف مع أحكام الشريعة الإسلامية باتباع قاعدتي الغرم بالغنم والخراج بالضمان، وترك الغرر والجهالة والقمار.
- 4) إتاحة فرصة الرجوع إلى أحكام الشريعة وخاصة المتعلقة منها بالمعاملات المالية والمصرفية.
- 5) القيام بجميع الأعمال المصرفية على أسس إسلامية.
- 6) استثمار الفرد أمواله في سبل آمنة يطمئن لها، والبعد عن كنزها وتجميدها.

هـ) القاعدتان الأساسيتان اللتان يلتزم المصرف الإسلامي بتحقيقهما:

القاعدتان الأساسيتان في استثمار وتشغيل الأموال في المصرف الإسلامي هما³:

¹ محمد جلال سليمان، الودائع الاستثمارية في البنوك الإسلامية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996، ص ص 40-41.

² محمد الزحيلي، المصارف الإسلامية، دار المكتبي للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، 1998، ص ص 49-50.

³ محمود حسن صوان، أساسيات العمل المصرفي الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 94-95.

1) قاعدة الغنم بالغرم:

أي أن الحق في الحصول على الربح يكون بقدر تحمل المشقة (كالمخاطر أو الخسائر) وباعتبار أن عميل البنك هو شريك في أعماله، فإن الحق في الربح (الغنم) يكون بقدر الاستعداد لتحمل الخسارة (الغرم).

وتعتبر هذه القاعدة الأساس الفكري لكل المعاملات القائمة على المشاركة أو المعاوضة، فالمتعامل مع البنك يكون شريكاً في الربح وفي الخسارة أيضاً.

2) قاعدة الخراج بالضمان:

أي أن الذي يضمن أصل شيء جاز له أن يحصل على ما تولد عنه من عائد، فمثلاً يقوم البنك الإسلامي بضمان أموال المودعين لديه في شكل ودائع أمانه تحت الطلب، ويكون الخراج المتولد عن هذا المال (أي ما خرج من المال) جائز الانتفاع لمن ضمن (وهو البنك) لأنه يكون ملزماً باستكمال النقصان الذي يحتمل حدوثه وتحمل الخسارة في حالة وقوعها، أي أن الخراج غنم والضمان غرم.

و) أهم ما يميز المصارف الإسلامية:

إن أهم ما يميز المصارف الإسلامية عن المصارف التقليدية هو قدرتها الفائقة على ربط الاقتصاد الحقيقي (العيني) بالاقتصاد المالي، وذلك لاستبدالها بعملية الإقراض مقابل فائدة والتي تقوم بها المصارف التجارية، عقود شراكة حقيقية كالمشاركة أو المضاربة أو عقود بيع حقيقي كالمرابحة والاستصناع والسلم. وهو ما يؤدي إلى الاستقرار النقدي.

إذ أن سعي المصارف التجارية اللامحدود إلى توليد النقود للاستفادة من فروق أسعار الفائدة بين الودائع والقروض يؤدي إلى انخفاض قيمتها وحدوث التضخم، وذلك لأن وحدات النقود في محيط تداول ما، تمثل حقوقاً شائعة لحاملها على وحدات الناتج في ذلك المحيط، وإن أحداً من الناس لا يريد النقود لذاتها، بل لما تحزره لحاملها من سلع وخدمات، أي أنها تتراد لقوتها الشرائية حصراً، مهما اختلفت دوافع الطلب عليها. ولذلك فلا معنى للنظر إلى كمية النقود الكلية بمعزل عن النظر إلى الناتج، فقيمة الوحدة النقدية هي نصيبها من الناتج، وأية عمليات إصدار جديدة يفوق معدل نمو الناتج تعني تناقص نصيب الوحدة النقدية من وحداته¹. وهذا يعني أن الإصدار الجديد سيشارك الإصدار القديم في الطلب على الناتج وهو ما يؤدي بدون أدنى شك إلى انخفاض قيمة وحدة النقد وبالتالي حدوث التضخم.

لقد تسامح بعض الاقتصاديين بنسبة من التضخم (انخفاض قيمة النقد) اعتقاداً منهم أن ذلك يحفز الاستثمار والنمو، لكن هذا الاعتقاد يتعارض مع ضرورة استقرار قيمة النقد، وذلك لأن انخفاض قيمة النقد يمثل قيداً على النمو وليس شرطاً من شروطه².

¹ عبد الجبار حمد عبيد السبهاني، النقود الإسلامية كما ينبغي أن تكون، مجلة الاقتصاد الإسلامي، م10، 1418 هـ، ص 27-28.

² نفس المرجع، ص 28.

إن عملية الإصدار الجديدة تعني أن الجهة المصدرة قد ملّكت نفسها جزءاً شائعاً من الناتج المحلي والأصول الحقيقية للمجتمع، طالما أنه قبل بهذه الإصدارات، ومن المعلوم أن الكتلة النقدية M3 والتي تمثل عرض النقود تضم جميع أنواع ودائع البنوك التقليدية، وجزء كبير من هذه الودائع هي قروض من قبل المصرف للعملاء بقي في رصيد العميل ضمن المصرف وهو غير موجود فعلياً وإنما إلكترونياً فقط على شكل تعهدٍ بالدفع.

بينما لا تعطي المصارف الإسلامية أي نوع من أنواع القروض عدا القروض الحسنة وبنسب قليلة جداً، ويبقى الجزء اليسير من النقود المولدة من قبل المصرف الإسلامي من خلال الودائع تحت الطلب عن طريق منح العملاء دفاتر شيكات أو من خلال فتح بعض الاعتمادات، (إلا أن هذا الإنشاء لنقود جديدة يعد من النوع المرغوب طالما لم يستهدف منه الاسترباح)، ومع ذلك فمن الأفضل أن يكون التحكم الكامل لجميع عمليات إصدار النقود بجميع أنواعها من قبل الحكومات ودون استرباح من عملية توليد الودائع وليس من قبل المصارف الخاصة، وذلك من خلال اشتراط نسبة تغطية 100%.

يؤكد تلك النتيجة أيضاً مجموعة من الباحثين ومنهم الباحث محمد نجاة الله صديقي الذي يرى بأن أساليب التمويل الإسلامية قد ينتج عنها توسعاً نقدياً محدوداً جداً، وأحياناً إقلال من عرض النقود، إذ أن ودائع الاستثمار لدى البنوك الإسلامية ليست مضمونة الأصل كما هي الودائع لأجل والودائع الادخارية لدى البنوك التقليدية، فيمكن للمودع في البنك الإسلامي أن يحصل في نهاية المدّة على مبلغ أقل ممّا أودعه، الأمر الذي يقلل من عرض النقود لاحقاً، ففي حالة فشل المشروع فإن المبلغ الذي يرده العميل المستثمر إلى المصرف يكون أقل ممّا استلمه، ممّا يؤدي إلى الإقلال من عرض النقود¹.

كما يرى الباحث محمد عمر شابرا بأنه يمكن الاعتراف للمصارف التجارية بإنشاء الودائع في النظام الإسلامي بشرطين²:

(1) اتخاذ الإجراءات المناسبة لضمان إنشاء الودائع المشتقة طبقاً لاحتياجات الاقتصاد التمويلية غير التضخمية.

(2) أن يعود الربح المتحقق من الودائع المشتقة للمجتمع ككل، لا إلى أصحاب النقود فقط.

¹ محمد نجاة أحمد صديقي، دور البنك المركزي بالنسبة للمصرف الإسلامي، بحث مقدم إلى حلقة النقاش الأولى لاستكمال تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية، المؤتمر الاقتصادي الأول، المحور الرابع، الكويت، 1413 هـ - 1993 م، ص84.

البحث موجود على موقع موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي: <http://iefpedia.com/arab/?p=9167>

² محمد عمر شابرا، ترجمة سيد محمد سكر، نحو نظام نقدي عادل، سلسلة إسلامية المعرفة رقم 3، ط3، المعهد العالمي للفكر الإسلامي (مكتب القاهرة)، القاهرة، 1992م، ص 212-211.

ز) الأعمال والأنشطة التي تقوم بها المصارف الإسلامية:

تشابه بعض الأعمال التي تقوم بها المصارف الإسلامية نظيرتها في المصارف التقليدية، ويمكن تلخيص أبرز هذه الأعمال على سبيل المثال لا الحصر بما يلي¹:

- 1) فتح حسابات الودائع النقدية الجارية، وإصدار الشيكات.
- 2) فتح الاعتمادات و تقديم خطابات الضمان.
- 3) قبول الودائع الاستثمارية بغرض تشغيلها من قبل المصرف بصفته مضارباً.
- 4) حفظ الأمانات في الصناديق المخصصة لذلك مقابل أجر.
- 5) القيام بعمليات الصرف الأجنبي.
- 6) قبول الكفالات الشخصية والرهون العينية كضمان لاستعادة القروض الحسنة أو فتح الاعتمادات أو إلزام العميل بشروط الاستثمار في حال دخوله مع المصرف بصفته مضارباً.
- 7) إصدار الأسهم لحساب المؤسسات والشركات ومعاونتها في عمليات الاكتتاب.
- 8) تقديم الاستشارات والخدمات المتعلقة بدراسات الجدوى الاقتصادية و بإنشاء أو اندماج الشركات أو شرائها.
- 9) المقايضة والاتجار بالسلع وفق حدود معينة من قبل المصرف المركزي.
- 10) تأجير المعدات والآلات.
- 11) المساهمة في المقاولات والتعهدات.
- 12) إدارة الأوقاف وتنفيذ الوصايا.
- 13) الدخول في العمليات الاستثمارية التي تجيزها أحكام الشريعة الإسلامية ويسمح بها المصرف المركزي كعمليات المrabحة والسلم والمزارعة واستئجار وتأجير وتملك وتمليك المنافع، وعقود الإجارة المنتهية بالتملك وغيرها من المعاملات الأخرى.

ح) صيغ التمويل الإسلامي:

تختلف طبيعة التمويل باختلاف الصيغة المطبقة، بحيث تنقسم صيغ التمويل التي تتعامل بها المصارف الإسلامية إلى²:

- ❖ صيغ قائمة على فقه المشاركة كالمشاركة المنتهية بالتملك، والمساقاة و المزارعة والمغارسة والمضاربة وشركة العنان.
- ❖ صيغ قائمة على فقه البيوع كالمrabحة للأمر بالشراء و بيع السلم وبيع الخيار و عقد الاستصناع.
- ❖ وصيغ قائمة على فقه الإجارة كالإجارة المنتهية بالتملك، وصيغ قائمة على فقه القرض.

¹ جعفر الجزار، البنوك في العالم: أنواعها وكيف تتعامل معها، دار النفائس، بيروت، ط3، 1993، ص ص 145-146. و حرك أبو المجد: البنوك الإسلامية... مالها... وما عليها، دار الصحوة للنشر، القاهرة، ط1، دت، ص ص 49-51.

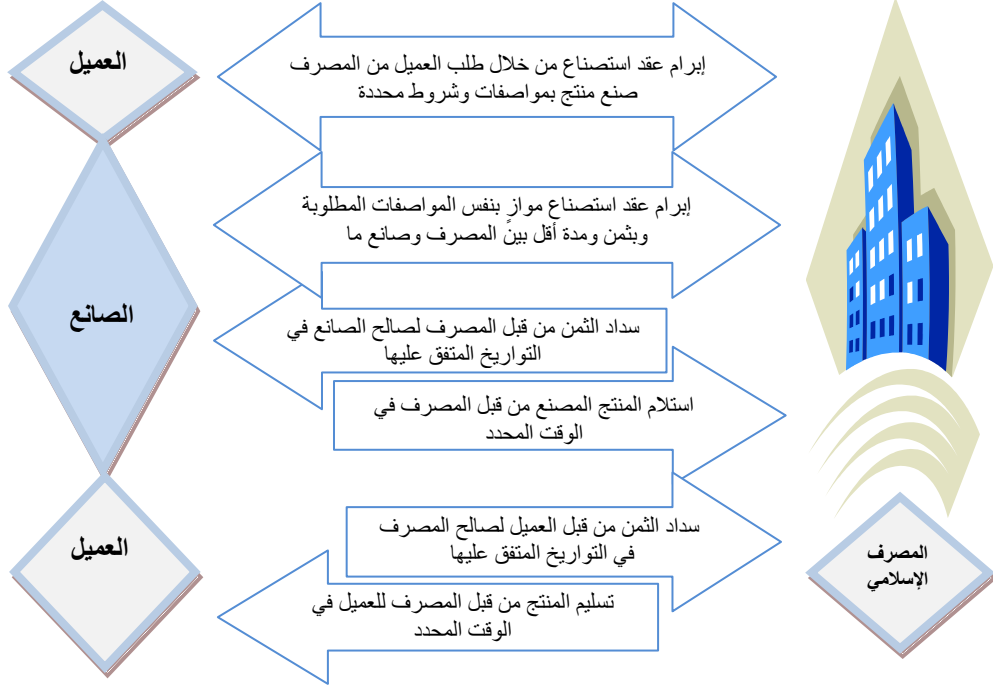
² منذر القحف، تمويل التنمية في الاقتصاد الإسلامي: وسائله ومؤسساته، بحث مقدم لندوة التنمية من منظور إسلامي المنعقدة في عمان، مؤسسة آل البيت، عمان، ج 2، 1994، ص ص 795-796.

توضح الأشكال الأربعة التالية أبرز هذه الصيغ التي تجري في المصارف الإسلامية*:

(1) الاستصناع و الاستصناع الموازي:

الشكل رقم (8)

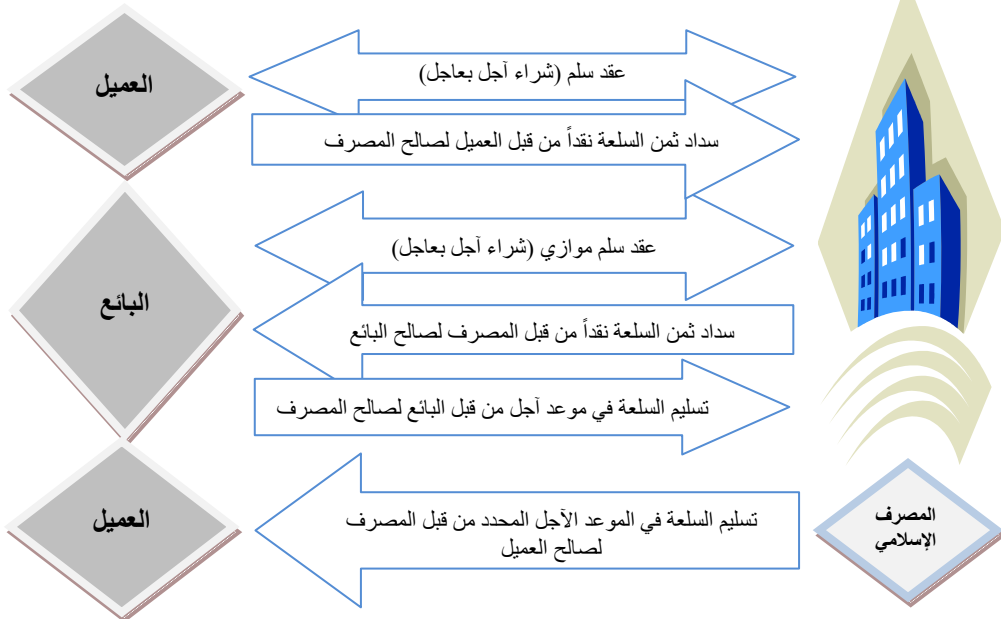
توضيح لصيغة الاستصناع والاستصناع الموازي



(2) السَّلم والسَّلم الموازي:

الشكل رقم (9)

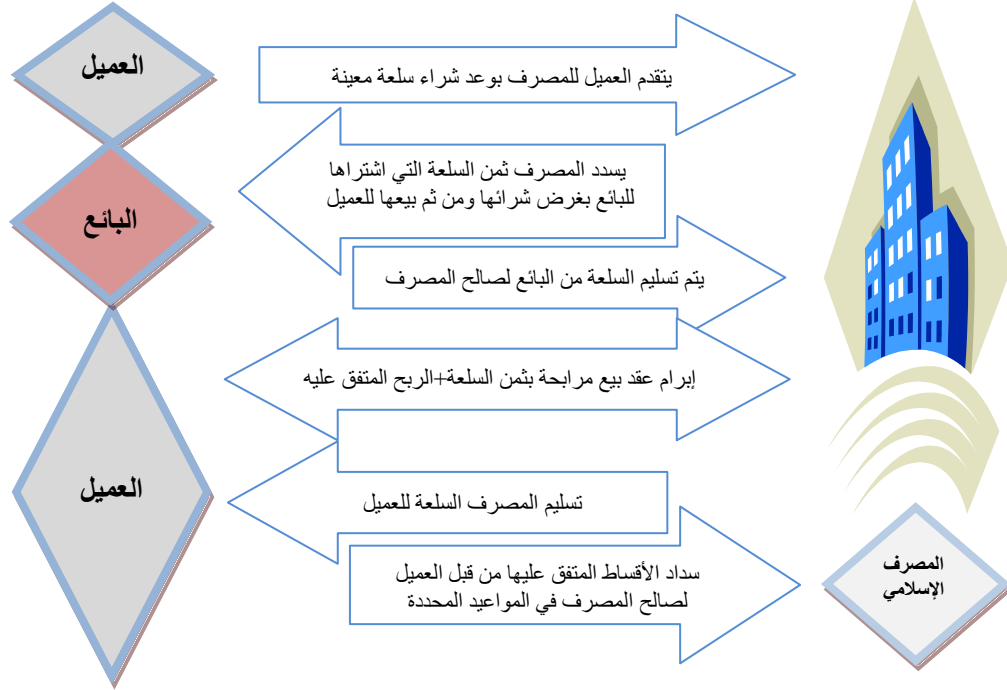
توضيح لصيغة السَّلم و السَّلم الموازي



* الأشكال من إعداد الباحث.

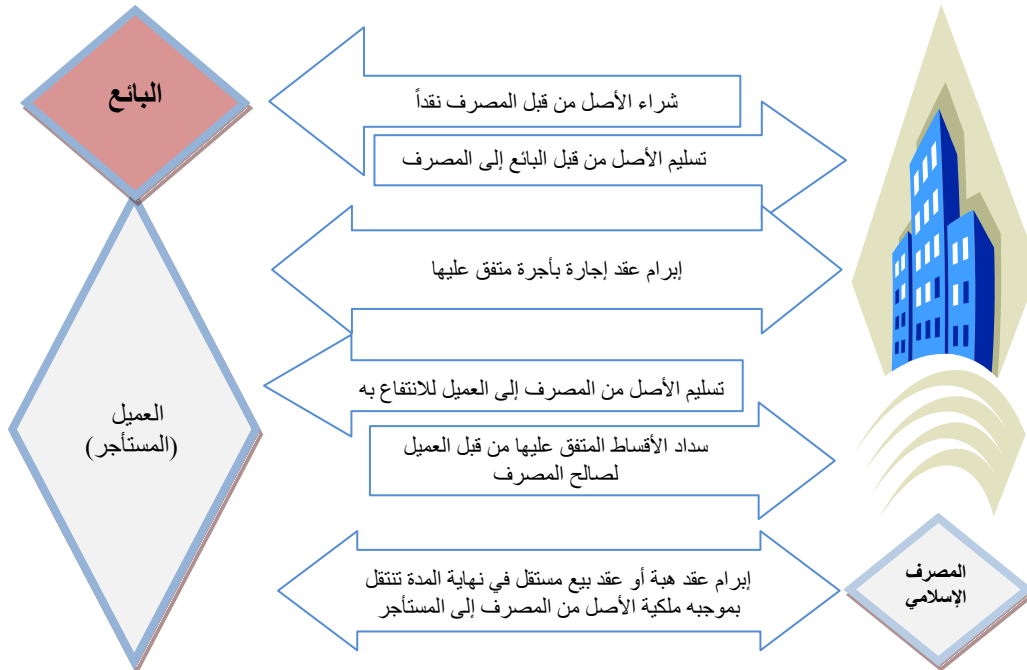
(3) المراجعة:

الشكل رقم (10)
توضيح لصيغة المراجعة



(4) الإجارة والإجارة المنتهية بالتملك:

الشكل رقم (11)
توضيح صيغة الإجارة والإجارة المنتهية بالتملك



ط) مخاطر صيغ التمويل في المصارف الإسلامية:

1) مخاطر التمويل بالمربحة:

يرى بعض الفقهاء والهيئات الشرعية أن عقد المربحة ملزم للبائع فقط وليس للمشتري، وهناك فقهاء آخرون يرون أنه ملزم للطرفين، وتأخذ معظم المصارف الإسلامية بالرأي الثاني في معاملاتها مع المتعاملين وفق صيغة المربحة¹.

ويمكن إيجاز أهم مخاطر المربحة في النقاط التالية²:

- ❖ تأجيل السداد عمداً لعدم وجود عقوبات تأخير أو عدم التسديد لإفلاس أو إعسار العميل.
- ❖ مخاطر الرجوع في الوعد نتيجة عدم إلزامية وعود الأمر بالشراء في حالة الأخذ بعدم إلزامية الوعد على المشتري، علماً بأن معظم المصارف الإسلامية تأخذ بإلزامية الوعد.
- ❖ مخاطر رفض السلعة لوجود عيب فيها.
- ❖ مخاطر تعرض السلعة للتلف وهي لا تزال ملكاً للمصرف.

2) مخاطر التمويل بالسلم:

يمكن إيجاز أهم مخاطر التمويل عن طريق السلم في النقاط التالية³:

- ❖ عدم التزام العميل بتسليم السلعة في الوقت أو الكمية وبالمواصفات المتفق عليها في العقد.
- ❖ عدم تغطية العائد من السلم للتكلفة.
- ❖ مخاطر الاحتفاظ بالسلعة عند تسليمها قبل الوقت المتفق عليه والمصرف ملزم بالاستلام، وهنا يحمل المصرف المخاطر المترتبة على ذلك، تكلفة التخزين، التأمين، التلف.
- ❖ مخاطر ناتجة عن الكوارث الطبيعية التي قد تؤدي إلى عدم قدرة العميل على تسليم السلعة.
- ❖ مخاطر وجود عيب في السلعة عند التسليم.

3) مخاطر التمويل بالاستصناع:

عند إبرام عقود استصناع مع أطراف أخرى، يقوم المصرف الإسلامي بدور البناء والمقاول والصانع والمورد، ولما كان المصرف غير متخصص في هذه المجالات كلها، فهو يعتمد على مقاولين من الباطن، وهو ما يعرضه إلى مخاطر من ناحيتين: إحداها التخلي عن السداد من عميل المصرف على غرار ما يحدث في المربحة، والخطر الآخر هو الخطر الخاص بتسليم السلع المباعة استصناعاً والتي تشبه مخاطر عقد السلم، وإذا اعتبر عقد الاستصناع عقداً جائزاً غير ملزم وفق بعض الآراء الفقهية، فقد تكون هناك مخاطر الطرف الآخر الذي قد يعتمد على عدم إلزامية العقد فيتراجع عنه، علماً أن المصارف الإسلامية لا تأخذ بعدم إلزامية العقد⁴.

¹ محمد عمر شابرا، طارق الله خان، الرقابة والإشراف على المصارف الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، ط1، 2000، ص 77.

² أحمد سليمان خصاونة، المصارف الإسلامية، علم الكتب الجديدة للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2008، ص 149-150.

³ المرجع السابق، ص 152.

⁴ محمد عمر شابرا، طارق الله خان، الرقابة والإشراف على المصارف الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 78.

ومن أهم مخاطر الاستصناع ما يلي¹:

- ❖ تقلبات الأسعار بعد تحديدها في عقد الاستصناع.
- ❖ تأخر الصانع في تسليم البضاعة إذا كان المصرف مستصنعاً.
- ❖ تأخر المقاول أو المنتج في تسليم البضاعة إذا كان المصرف صانعاً.
- ❖ تلف البضاعة تحت يد المصرف قبل تسليمها للمستصنع.

(4) مخاطر التمويل بالمشاركة و المضاربة:

تتردد الكثير من المصارف الإسلامية في استخدام التمويل عن طريق المضاربة أو المشاركة، وذلك يعود للمخاطر العالية المرتبطة بهذه الصيغ، نظراً لأنه لا يتوفر في أغلب الأحيان الكثير من المعايير الضرورية في الجهة التي تطلب التمويل، منها مثلاً المعرفة الكاملة بحجم ملاءته وتاريخه الائتماني ووضع مشروعه من الناحية الاقتصادية².

ومن أهم مخاطر صيغ المضاربة والمشاركة مايلي³:

- ❖ المخاطر الناتجة عن عدم دفع الشريك نصيب المصرف من الأرباح أو التأخير في دفعها.
- ❖ المخاطر الناتجة عن ضعف الأداء من جانب الشريك أو عدم دراسة المشروع دراسة جيدة.
- ❖ مخاطر عدم التزام الشريك بالضوابط الشرعية.
- ❖ المخاطر الناتجة على تلف البضاعة تحت يد المضارب.
- ❖ المخاطر الناتجة عن خسارة الشركة أو كون الربح الفعلي أقل من المتوقع.
- ❖ المخاطر الناتجة عن تجاوز المدة الكلية للتمويل دون إتمام الصفقة.

(ي) الخدمات المقدمة من قبل المصارف الإسلامية:

تقوم المصارف الإسلامية، بجميع الخدمات والأنشطة المصرفية التي لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتتمثل أهم هذه الخدمات بالوكالة والكفالة والضمان والإجارة والجعالة:

(1) الوكالة:

تعريفها في اللغة القائم بالمصالح، وقيل الحافظ. أما تعريفها شرعاً، فهي لا تخرج عن كونها إقامة شخص جائز التصرف لآخر مثله مقامه في تصرف مملوك له معلوم، قابل للنيابة⁴.

¹ أحمد سليمان خصاونة، المصارف الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 152-153.

² عائشة الشرفاوي، البنوك الإسلامية بين الفقه القانوني والتطبيق، المركز الثقافي العربي، بيروت، ط1، 2000، ص 340.

³ أحمد سليمان خصاونة، المصارف الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 151.

⁴ عبد الله عبد الرحيم العبادي، موقف الشريعة من المصارف الإسلامية المعاصرة، المكتبة العصرية، بيروت، ط1، 1981، ص 303.

(2) الكفالة والضمان :

يرى علماء اللغة أن الكفالة والضمان بمعنى واحد، فقد أوردوا بأن الكفيل هو الضامن. والكفالة هي ضم ذمة الكفيل إلى ذمة الأصيل في المطالبة بنفس أو عين أو دين، ويمكن بذلك تقسيم الكفالة وفقاً لجمهور الفقهاء إلى قسمين إما كفالة بالمال أو كفالة بالنفس، وهم متفقون على الكفالة بالمال¹.

(3) الإجارة:

الأجر لغة، هو الجزاء على العمل، وجمعه أجور، أما الأجر في الاصطلاح، فهو ثمن المنفعة المعينة في العقد المتفق عليه بين طرفيه، وهو العقد المعروف باسم الإجارة، وهي عقد يفيد تملك المنفعة بعوض كما يعرفها بعض الفقهاء².

كما يمكن أن يعرف عقد الإجارة بأنه عقد يوجب فيه أحد الأطراف أصلاً معيناً لطرف آخر خلال فترة محددة، بأجرة معينة، ويمكن التفاوض على شراء كل دفعة منه جزءاً من قيمة الأصل، وعندئذٍ تتحول ملكيته للمستأجر³.

وهي جائزة لكل مال قابل للانتفاع به مع بقاء عينه، أما إجارة ما تستهلك عينه بالاستعمال فباطلة، كما أنها ترد على منافع الأعيان كالعقار، والدواب، والعروض كالألبيسة والأسلحة والخيام وأمثالها من المنقولات، كما ترد على عمل الإنسان كاستئجار العمال والموظفين وغيرهم، ويقال لواحد منهم أجبر، وهو إما أن يكون خاصاً يعمل للمستأجر فقط كالخادم، وإما أن يكون مشتركاً كالخياط والنجار⁴.

(4) الجعالة:

هي عقد يتعهد بموجبه طرف ما بدفع مال لطرف آخر لتقديمه خدمة معينة وهذا الأسلوب يسهل التعامل في مجالات متعددة كالمقاولات والأنشطة الإنمائية⁵.

(ك) أوجه الاتفاق والاختلاف بين المصارف الإسلامية والمصارف التقليدية:

يبين الجدول التالي أهم أوجه الاتفاق والاختلاف بين المصارف التقليدية والمصارف الإسلامية⁶.

¹ عبد الرزاق رحيم الهيتي، المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار أسامة للنشر، عمان، ط1، 1998، ص ص 382-385.

² سامي حسن أحمد حمود، تطوير الأعمال المصرفية بما يتفق والشرعية الإسلامية، دار الاتحاد العربي للطباعة، القاهرة، ط1، 1976، ص 260.

³ محسن خان، عباس ميراخور، الإدارة النقدية في الاقتصاد الإسلامي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، م14، 2002، ص9. مترجم عن بحث نشر باللغة الإنجليزية في عدد سابق من نفس المجلة وقام بالترجمة فريد بشير طاهر.

وذلك في المجلد السادس القسم الإنجليزي: Monetary Management in an Islamic Economy، 1994، ص ص 3-22.

⁴ عمر زهير حافظ، فقه الاقتصاد لرجال الأعمال والاقتصاديين، الكتاب الثاني - أحكام الإجارة، دار حافظ للنشر والتوزيع، ط1، جدة، 2003، ص5.

⁵ محسن خان، عباس ميراخور، الإدارة النقدية في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 9.

⁶ عبد الحميد البعللي، أدوات الاستثمار في المصارف الإسلامية، إصدار اللجنة الاستشارية العليا للعمل على تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية الديوان الأميري - الكويت، د ت، ص 319-322. والبحث موجود على موقع اللجنة: <http://sharea.gov.kw>

جمال الدين عطية، البنوك الإسلامية بين الحرية والتنظيم والتقليد والاجتهاد والنظرية والتطبيق، كتاب الأمة، الدوحة، 1986، ص65.

عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، الإدارة الاستراتيجية في البنوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص ص 96-100.

محمد عثمان شبير، المعاملات المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص317.

جدول رقم (10)

أهم الفروق الجوهرية بين البنك التقليدي والبنك الإسلامي

عنصر المقارنة	المصرف التقليدي	المصرف الإسلامي
1 الاسم	مصرف أو بنك ترجمة لكلمة بنك الانجليزية	مصرف أو بنك ترجمة لكلمة بنك الانجليزية
2 النشأة	نزعة فردية مادية للإتجار في النقود وتعظيم الثروة.	أصل شرعي لتطهير العمل المصرفي من الفوائد الربوية والمخالفات الشرعية.
3 التبعية	للمصرف المركزي	للمصرف المركزي
4 المفهوم	أحد مؤسسات السوق النقدي التي تتعامل في الائتمان النقدي وعمله الأساسي هو قبول الودائع لاستعمالها في عمليات مصرفية كحسم الأوراق التجارية وشرائها وبيعها ومنح القروض وغير ذلك من عمليات الائتمان .	مؤسسة مالية مصرفية تتقبل الأموال على أساس قاعدتي الخراج بالضمان والغرم بالغنم للاتجار بها واستثمارها وفق مقاصد الشريعة الإسلامية وأحكامها التفصيلية .
5 حجم رأس المال المملوك للمصرف	ليس بالضرورة أن يكون كبيراً جداً نظراً لدخول المصرف في معاملات آمنة نسبياً	يجب أن يكون أكبر نظراً لدخول المصرف في استثمارات مباشرة حقيقية ذات معدل مخاطرة أكبر
6 تحديد نسب ومجالات الاستثمار	مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيون	هيئة الرقابة الشرعية و مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيون
7 الضمان	يضمن عادة ودائع العملاء مع العوائد المتفق عليها (أسعار الفائدة) ويشترط عليهم ضمان القروض مع دفع أسعار الفائدة وذلك من خلال رهن الأصول	يدخل المصرف بصفته مضارباً بعمل، أو صاحب رأس مال، ولا يمكن له من الناحية الشرعية ضمان الربح لصاحب رأس المال، أو أن يشترط على العميل ضمان رأسماله في حال دخوله كصاحب رأسمال في عملية المشاركة أو المضاربة أو في أي عقد من عقود يقصد من ورائه الاسترباح، ويمكن للمصرف ضمان رأس المال فقط في حال التعهد بإعادته إلى العميل دون أي عائد وفقاً لقاعدة الخراج بالضمان.
8 طبيعة الدور	مؤسسات مالية وسيطة بين المدخرين (المودعين) والمستثمرين.	لا يتسم دوره بحيادية الوسيط بل يمارس المهنة المصرفية وأحياناً الإنتاجية، والوساطة المالية بأدوات استثمارية متنوعة يكون فيها بائعاً أو مشترياً أو شريكاً.
9 أساس التمويل	يقوم على أساس القاعدة الاقتراضية بسعر فائدة.	يقوم على أساس القاعدة الإنتاجية والمشاركة وفقاً لمبدأ الربح أو الخسارة.

عنصر المقارنة	المصرف التقليدي	المصرف الإسلامي
10	صفة المتعامل معه	- صاحب حساب جارٍ على أساس القرض الحسن أو الخراج بالضمان. - صاحب حساب استثماري فهو رب مال. - مشترٍ أو بائع في جميع أنواع البيوع المباحة وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية. - مستأجر لبعض الخدمات المصرفية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.
11	المحظور والجائز	- يحظر عليه ممارسة التجارة أو الصناعة أو أن يمتلك البضائع إلا سداداً لدين له على الغير على أن يبيعه خلال مدة معينة. - يحظر عليه شراء عقارات غير التي يحتاج إليها لممارسة أعماله، أو أن يملكه سداداً لدين له فيما لو لم يبيعه خلال مدة معينة. - يجوز له أن يشتري لحسابه الخاص أسهم الشركات التجارية الأخرى في حدود نسبة محددة من أمواله الخاصة أو بناء على موافقة مسبقة من المصرف المركزي.
12	الموارد المالية الذاتية	لا يستطيع إصدار أسهم ممتازة .
13	الموارد المالية الخارجية	لا يقرض ولا يقترض بفائدة ويوجد به حسابان للاستثمار : حساب الاستثمار العام وحساب الاستثمار الخاص، ويؤسس الأول على قواعد المضاربة المطلقة ويؤسس الثاني على قواعد المضاربة المقيدة.
14	الاحتياطي العام	يستقطع من صافي ربح المصرف.
15	استخدامات الأموال	الجزء الأكبر من الأموال يتم توظيفه على أساس صيغ التمويل الإسلامية من البيوع والمشاركات والمضاربات والمرابحات وغيرها من صيغ التمويل الأخرى.

	عنصر المقارنة	المصرف التقليدي	المصرف الإسلامي
16	الوظيفة الرئيسة	يقوم بصفة أساسية ومعتادة بقبول الودائع وتقديم القروض للغير على أساس الفائدة .	مضارب في مضاربة مطلقة باعتبار المودعين في مجموعهم رب مال، أو العكس. ويمكن أيضاً أن يدخل المستثمر في حسابات استثمارية مقيدة
17	المتاجرة على الملكية (الرافع المالي)	تغطي الملكية إجمالي الأموال التي يستطيع البنك التجاري أن يحصل عليها من خلال القروض، ويمكنه إعادة إقراض معظم تلك الأموال المقترضة على أساس سعر الفائدة لتحقيق أكبر عائد لأصحاب البنك.	لا يعتمد على المتاجرة على الملكية ومن ثم على الفرق بين الفائدة الربوية الدائنة والمدنية كما هي عليه حال المصرف التقليدي وإنما يعتمد على استثمار الأموال والاتجار بها وفق الصيغ والأدوات الشرعية بصفته مضارباً أو صاحب رأس مال.
18	الربح	يتحقق (بشكل أساسي) من الفرق بين الفائدة الدائنة والمدنية في عمليات المصرف.	يتحقق من خلال الفرق بين نفقات المصرف وصافي أعمال استثماراته المختلفة ممثلة بالمشاركة والمضاربة والمراوحة وغيرها من صيغ التمويل والاستثمار الأخرى.
19	الخسارة	يتحملها المقرض وحده حتى ولو كانت لأسباب لا دخل له فيها.	يتحملها المصرف إذا كان رب مال في المضاربة أو في البيوع وبقدر رأس المال دائماً في المشاركات.
20	تقرير مدى أهلية المتعامل	الأهمية النسبية للضمانات أكثر من الاهتمام برأس المال وبالقدرة الإيرادية وجدوى المشروع.	الأهمية النسبية لشخصية المتعامل وجدوى المشروع ومدى قدرته الإيرادية. وكذلك طبيعة أعماله ونشاطاته ومدى مطابقتها لأحكام الشريعة الإسلامية.
21	خلق النقود	تعمل على خلق النقود بمعدلات كبيرة جداً يحددها معدل الاحتياطي الجزئي وأسعار الفائدة ويتحكم بها جزئياً المصرف المركزي	تعمل على خلق النقود بمعدل أقل بكثير من المصارف التقليدية وبذلك تجنب الاقتصاد السلبيات الكبيرة المترتبة عن هذه الظاهرة
22	تملك الأصول	لا تتطلب المصارف التقليدية تملك أصول إنتاجية ثابتة أو منقولة.	قد تتطلب المصارف الإسلامية تملك أصول إنتاجية ثابتة أو منقولة.
23	الخدمات المصرفية	لا تتقيد بطبيعة الخدمة ولا بالحلال والحرام.	تتقيد بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.
24	طريقة احتساب الفائدة	تحتسب الفائدة ضمن عناصر تكلفة رأس المال ومن ثم تؤثر على الربح.	الربح أو الخسارة بعد حسم المصروفات والنفقات فقط والربح وقاية لرأس المال وجابر له من الخسران.
25	الرقابة	نوعان من الرقابة: من قبل الجمعية العمومية، والسلطات النقدية.	ثلاثة أنواع من الرقابة: الرقابة الشرعية، والجمعية العمومية، والسلطات النقدية.

عنصر المقارنة	المصرف التقليدي	المصرف الإسلامي
26	إعسار المدين	إن كان غير مماطلٍ فلا يسمح له بمهلة سداد، ويلتزم بفوائد وغرامات التأخير، وإن كان مماطلاً فنكون المقاضاة إضافة إلى ما تقدم.
27	صندوق الزكاة	لا مكان له فيه.
28	تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية	الهدف الأول لجميع أنشطتها هو تعظيم الأرباح من خلال خلق المزيد من النقود والحصول على فروق أسعار الفائدة بين الإقراض والاقتراض بغض النظر عن الآثار السلبية التي قد تخلفها على المجتمع
29	مقاصد الشريعة وأولوياتها	ليس لها مكان فيه و إن حصل بعض التوافق فهو جزئي.
		من أهم محددات آلية العمل وممارسة النشاط.

المبحث الثاني

شركات التأمين

المطلب الأول: نشأة التأمين التقليدي وتعريفه ووظائفه:

(أ) نبذة تاريخية عن التأمين:

ظهر عقد التأمين المنظم في القرن الرابع عشر الميلادي في إنكلترا ليغطي الخطر البحري الذي كان كبيراً في تلك الأيام، تبعه صدور مراسيم برشلونة عام 1435 التي جعلت من التأمين البحري نظاماً مستقراً. ثم ظهر التأمين من الحريق عام 1666، وتلا ذلك انتشار التأمين على الحياة في كل أوروبا منذ القرن الثامن عشر، ثم ظهرت أنواع التأمين الأخرى التي رافقت ظهور وتطور الصناعات الجديدة وانتشار وسائل المواصلات والاتصالات¹.

(ب) تعريف عقد التأمين:

يعرف عقد التأمين بأنه عقد يلتزم المؤمن بمقتضاه بأن يؤدي إلى المؤمن له أو إلى المستفيد الذي اشترط التأمين لصالحه، مبلغاً من المال أو إيراداً مرتباً، أو أي عوض آخر في حالة وقوع الحادث أو تحقق الخطر المبين بالعقد، وذلك في نظير قسط، أو أية دفعة مالية يؤديها المؤمن له للمؤمن، ويتحمل بمقتضاه المؤمن تبعة مجموعة من المخاطر².

(ج) العناصر الأساسية لعقد التأمين وأبرز خصائصه وأركانه³:

العناصر الأساسية لعقد التأمين هي:

- 1) وجود الإيجاب والقبول من المؤمن له والمؤمن.
- 2) وجود عين هي محل التأمين.
- 3) دفع المؤمن له مبلغاً من المال للمؤمن.
- 4) ضمان المؤمن لكل ضرر يتعرض له محل التأمين.

أما أبرز خصائص عقد التأمين فهي:

- 1) عقد من عقود التراضي.
- 2) عقد ملزم لطرفيه.
- 3) عقد من عقود المعاوضة.
- 4) عقد احتمالي: إذ أن المال المدفوع على شكل بدل تأمين أو على شكل تعويض مجهول لكلا الطرفين.

¹ عبد المنعم البدر، التأمين، دار وهبة، القاهرة، 1963، ص33.

² المادة رقم 713 من القانون المدني السوري الصادر بالمرسوم رقم 84 لعام 1949، الموقع الإلكتروني لشبكة المعرفة الريفية، قسم القانون: <http://www.reefnet.gov.sy/reef/content/Law/index.htm>

³ علي القره داغي، التأمين الإسلامي، دار البشائر الإسلامية، بيروت، ط3، 2009، ص23-26.

- (5) عقد مستمر: إذ لا بد من زمن ليتم فيه تنفيذ التزامات الطرفين.
- (6) عقد من عقود الإذعان، إذ يخضع المؤمن له لشروط وقيود متشابهة ومطبوعة مسبقاً وموحدة بين شركات التأمين في بلاد العالم.

وأما أركان عقد التأمين فهي ثلاثة:

- (1) العاقدان: وهما المؤمن والمؤمن له، ويشترط في كل منهما أهلية الأداء الكاملة (الرشد والتمييز). وقد يتوسط بين هذين الطرفين وسطاء هم: الوكيل المفوض، والمندوب ذو التوكيل العام، والسمسار.
- (2) الصيغة: وهي الإيجاب والقبول، وحيث أن عقد التأمين عقد رضائي وليس عقداً شكلياً فإن النصوص المتعلقة بالتأمين خالية من أي نص يستلزم وجود وثيقة تأمين لانعقاد عقد التأمين. ولكن يحق للطرفين جعل عقد التأمين شكلياً لا يتم انعقاده إلا بالكتابة وتوقيع طرفيه عليه لتترتب عليه آثاره القانونية¹.
- (3) المعقود عليه، أي محل العقد ويتضمن عناصر ثلاث هي:
- القسط:** وهو محل التزام المؤمن له، و**مبلغ التأمين:** وهو محل التزام المؤمن، و**الخطر:** وهو أهم تلك العناصر إذ أن المقصود به هو الحادثة الاحتمالية السيئة أو الطيبة التي ستتحقق مستقبلاً، والتي تميز عقد التأمين عن بقية العقود².

د وظائف التأمين³:

- (1) جلب الأمان: وذلك على المستويين الفردي والاجتماعي.
- (2) تجميع رؤوس الأموال المتحصلة من أقساط التأمين وتوظيفها.
- (3) تشجيع قطاع الأعمال على الإقدام على المشاريع، لإمكانية التأمين عليها ضد مجموعة كبيرة من المخاطر المتنوعة.
- (4) تقنين وتوزيع المخاطر على أكبر رقعة جغرافية ممكنة.

ه أنواع التأمين:

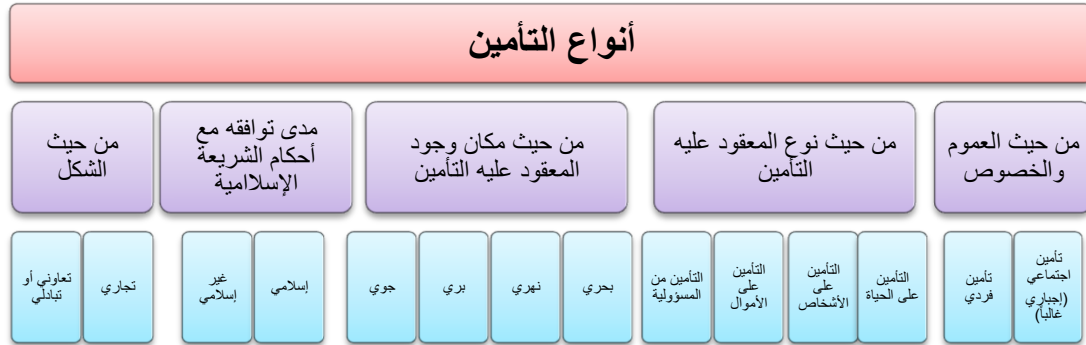
يمكن أن نصنف التأمين من حيث العموم والخصوص ومن حيث نوع المعقود عليه ومكان وجوده، ومن حيث المضمون والشكل، ومن حيث مدى توافقه مع أحكام الشريعة الإسلامية كما يبين الشكل التالي:

¹ عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، دار النهضة العربية، القاهرة، ج7، 1968، ص 1174.

² علي القره داغي، التأمين الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص45.

³ المرجع السابق، ص 22.

الشكل رقم (12)



و) أنواع شركات التأمين من حيث الموضوع:

يوجد ثلاثة أنواع لشركات التأمين من حيث الموضوع (المعقود عليه التأمين)¹:

1) شركات التأمين على الأشخاص:

وهو التأمين من الأخطار التي تهدد حياة الشخص أو صحته أو قدرته على العمل أي أن الخطر فيه مرتبط بالشخص من حيث صحته وسلامته².

2) شركات التأمين على الحياة:

هي شركات تقدم فائدة للمستفيد من بوليصة التأمين عند وفاة حامل البوليصة بغض النظر عن أسباب الوفاة، وهي تفرض على حاملي بوليصات التأمين أقساطاً تعكس احتمال دفع مبلغ التأمين إلى المستفيد إضافةً إلى حجم وتوقيت عملية الدفع.

3) شركات التأمين على الملكية والتأمين على الحوادث:

يحمي هذا النوع من التأمين أصحابه من حوادث الحريق أو السرقة أو الأعطال أو المسؤولية التجارية أو غيرها من الحوادث التي تتسبب بالأضرار المادية بأنواعها المختلفة.

ز) مصادر أموال شركات التأمين واستخداماتها:

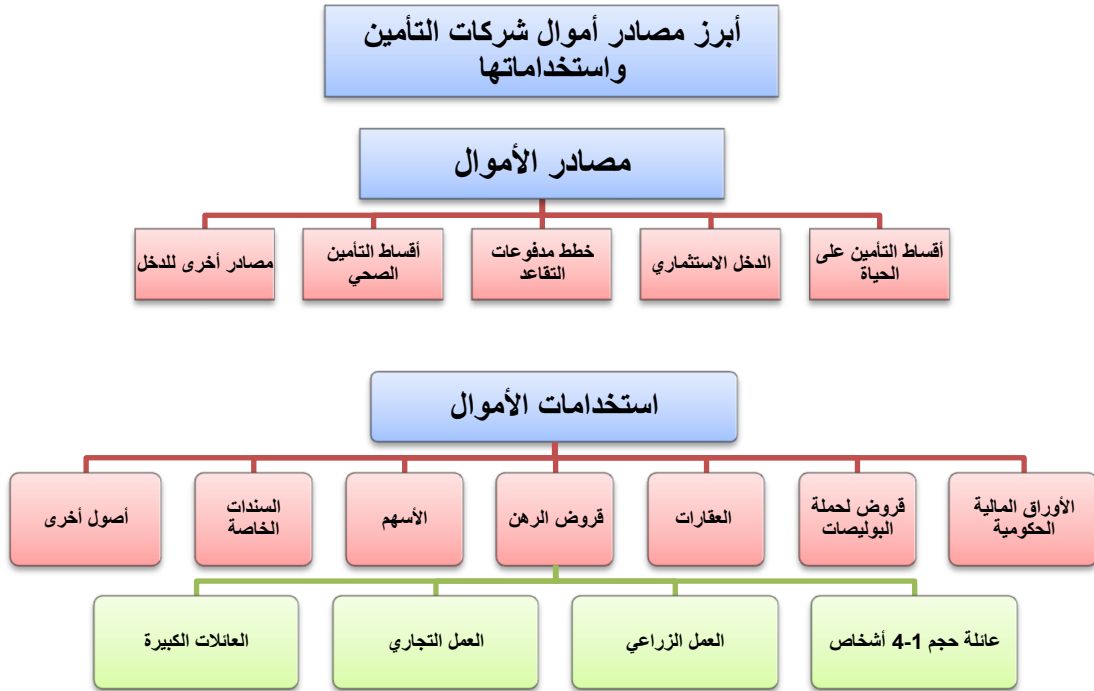
تتنوع مصادر أموال شركات التأمين واستخداماتها كما يبين الشكل التالي³:

¹ محمد نضال الشعار، أسس العمل المصرفي، دار الجندي، حلب، 2005، ص 307-322.

² حسين حامد حسان، حكم الشريعة الإسلامية في عقود التأمين، دار الاعتصام، القاهرة، 1977، ص 34.

³ محمد نضال الشعار، أسس العمل المصرفي، مرجع سابق، ص 307-322.

الشكل رقم (13)



المطلب الثاني: التأمين التعاوني:

شهد التأمين التعاوني مرحلتين:

المرحلة الأولى وهي مرحلة التأمين التعاوني البسيط، ويمكن تعريفه بأنه:

تعاون مجموعة من الأشخاص ممن يتعرضون لنوع من المخاطر على تعويض الخسارة التي قد تصيب أحدهم، وذلك عن طريق اكتتابهم بمبالغ نقدية يمكن التعويض منها لأي مكتتب عندما يقع الخطر المؤمن منه¹.

والمرحلة الثانية وهي مرحلة التأمين التعاوني المركب ويمكن تعريفه بأنه:

شركة متخصصة بأعمال التأمين التعاوني ويكون جميع المستأمنين مساهمين في هذه الشركة، ويتكون منهم الجمعية العمومية ثم مجلس الإدارة².

وهذا النوع من التأمين جائز وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية طالما أن شركاته لا تتعامل بالربا أو المحرمات الأخرى وحكمه مشروع، بل يدخل في المأمور به من باب التعاون على البر والتقوى³.

¹ مصطفى الزرقا، نظام التأمين، مؤسسة الرسالة، بيروت، 1987، ص ص 42-43.

² غريب الجمال، التأمين التجاري والبديل الإسلامي، دار الاعتصام، ط1، 1977، ص 270.

³ علي القره داغي، التأمين الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص196.

المطلب الثالث: التأمين الإسلامي:

هو اتفاق بين شركة التأمين الإسلامي باعتبارها ممثلة لهيئة المشتركين (حساب صندوق التأمين) وبين الراغبين في التأمين (شخص طبيعي أو قانوني) على قبوله عضواً في هيئة المشتركين والتزامه بدفع مبلغ معلوم (القسط) على سبيل التبرع به وبعوائده لصالح حساب التأمين على أن يدفع له عند وقوع الخطر طبقاً لوثيقة التأمين والأسس الفنية والنظام الأساسي للشركة¹.

(أ) أركان عقد التأمين الإسلامي²:

(1) العاقدان وهما:

هيئة المشتركين، وتسمى أيضاً حساب التأمين أو صندوق التأمين: والعلاقة بينها وبين الشركة الإسلامية هي علاقة وكالة، أو عقد إدارة، تقوم الشركة بموجبه بالقيام بجميع أعمال التأمين من إبرام للعقود والاتفاقيات ودفع للتعويضات نيابة عن الصندوق بأجر أو بدون أجر. المشترك أو المستأمن: ويدخل الهيئة أو الصندوق بمجرد توقيع العقد، والعلاقة بينهما هي علاقة تبرع من حيث المبدأ.

(2) محل التأمين الإسلامي: وهو أمران:

الأمر الأول هو القسط المتبرع به من قبل المشترك (المستأمن): ويسمى قيمة الاشتراك، ويكون دفعة واحدة أو أقساطاً يحددها المشترك.

والأمر الثاني هو مبلغ التأمين: وتدفعه الشركة الإسلامية نيابة عن حساب (صندوق) التأمين من أمواله هو للمشارك عند تحقق الخطر المؤمن منه.

(3) الصيغة:

أي الإيجاب والقبول وقد جرى العرف التأميني بكونه مكتوباً في عقود ولا مانع شرعاً من هذا العرف.

(ب) الفوارق الأساسية بين التأمين التجاري والتأمين الإسلامي:

الشركة في التأمين التجاري هي العاقد الأساسي وهي الجهة المؤمنة التي تلتزم بدفع التعويض المتفق عليه. أما في التأمين الإسلامي فليست ركناً وإنما هي وكيلة عن حساب التأمين، وتقوم بدور المنظم والمدير لعمليات التأمين بأجر أو بدون أجر. وفيما يلي جدول يبين أهم الفروق الأخرى³:

¹ علي القره داغي، التأمين الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 203.

² المرجع السابق، ص 235.

³ علي القره داغي، التأمين الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 211. وكذلك عبد السميع المصري، التأمين الإسلامي بين النظرية والتطبيق، مكتبة وهبة، القاهرة، ط2، 1987، ص 16. (مع زيادة وتعديل)

الجدول رقم (11)

الفوارق الأساسية بين التأمين التجاري والتأمين الإسلامي

من حيث:	التأمين التجاري	التأمين الإسلامي
1	التكليف والتنظيم	الشركة طرف أصيل تعقد باسمها، وتتملك الأقساط بالكامل، وتتحمل المسؤولية الكاملة في مواجهة المستأمنين.
2	الشكل	الشركة هي وحدها المؤمنة والمستأمنون هم طرف مقابل للشركة.
3	العقود	العقد المنظم هو عقد واحد بين الشركة المؤمنة والمستأمنين، ويقوم على المعاوضة الحقيقية بين الأقساط ومبالغ التأمين.
4	ملكية الأقساط وعوائدها	تدخل الأقساط (والعوائد) مباشرة في ملكية الشركة.
5	الحسابات	لا يوجد فصل بين أقساط التأمين وحساب المساهمين وإنما تكون أقساط التأمين بمثابة دخل غير صافي للمساهمين، تطرح منه النفقات الإدارية ونفقات مسؤولية التأمين وصولاً إلى الربح الصافي
6	الهدف:	تحقيق الربح الناتج عن زيادة أقساط التأمين عن المصاريف. لذا من مصلحتها زيادة الأقساط.
		الشركة وكيلة عن حساب التأمين، فهي لا تعقد العقد باسمها أصالة، ولا تملك الأقساط كلها ولا بعضها ولا تدفع من مالها شيئاً إلا على سبيل القرض الحسن المسترد.
		المستأمنون هم المؤمنون
		ثلاثة وهي: عقد الوكالة بين الشركة وحساب التأمين. عقد المضاربة لاستثمار أموال حساب التأمين. عقد الهبة بعوض الذي ينظم العلاقة بين المشتركين المستأمنين.
		الأقساط والعوائد ملك لحساب التأمين، والشركة تأخذ نسبتها من الربح بالمضاربة.
		يوجد حسابان منفصلان فصلاً كاملاً هما: حساب التأمين (وهو وعاء لأنشطة التأمين من أقساط وعوائد وتعويضات) وحساب المساهمين (حساب الشركة).
		التعاون بين المشتركين وليس تحقيق الربح من التأمين نفسه وبالتالي لا توجد مصلحة للشركة في زيادة تقدير أقساط التأمين.

7	مسألة الفائض والربح التأميني:	لا وجود للفائض وإنما يسمى ربحاً تأمينياً وإيراداً يدخل في ملكية الشركة.	الفائض يصرف للمشاركين فهو ملك لحساب التأمين*.
8	تعدد العاقدين وانتهاء العقد:	يقوم على تعدد حقيقي بين طرفين متساومين هما المؤمن والمؤمن له، والعقد ينتهي بالتعاقد.	المؤمن والمستأمن في حقيقتهما واحد يمثلهما حساب التأمين. ولا تنتهي التزامات المشترك بدفع الأقساط وإنما له نصيب من الباقي، كذلك فإن حدث أن الأقساط غير كافية فإن حساب التأمين يستقرض فيرده المشتركون في السنة القادمة وهكذا.
9	مكونات الذمة المالية والاستثمار:	للشركة ذمة مالية واحدة مسؤولة عن كل التزاماتها. وتتكون من رأس المال المدفوع، وعوائد رأس المال وفوائده، والأرباح التأمينية.	له ذمتان: 1 - ذمة الشركة وتتكون من رأس المال المدفوع وعوائده المشروعة، والمخصصات والاحتياطيات المأخوذة من عوائد أموال المساهمين فقط، وأجرة الشركة لإدارتها حساب التأمين (في الوكالة المأجورة) والربح الناتج عن عقد المضاربة. 2 - ذمة حساب التأمين وتتكون من أقساط التأمين وعوائد وأرباح الاستثمارات والاحتياطيات والمخصصات المأخوذة من حساب التأمين.
10	الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية:	لا تلتزم لا في العقود ولا في الاستثمارات أو التعامل مع البنوك.	تلتزم بكل أنشطتها.

* هو الفرق المتبقي من الأقساط وعوائدها بعد التعويضات والمصاريف والمخصصات.

المبحث الثالث

صناديق الاستثمار

المطلب الأول: تعريف صناديق الاستثمار:

لصناديق الاستثمار (Mutual Funds) تعريف متعددة منها أنها¹:
أوعية للاستثمار لها ذمة مالية مستقلة، تهدف إلى تجميع الأموال واستثمارها في مجالات محددة.

كما عرفت بأنها²:
وعاء مالي لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية.

كذلك عرفت من قبل هيئة السوق المالية في المملكة العربية السعودية بأنها³:
محفظة استثمارية مشتركة تسمح لأي عدد من المستثمرين وفقاً لرغبتهم وقدرتهم المالية بالاشتراك فيها. وتستثمر هذه الصناديق في الأسهم والسندات والنقد والعملات وغيرها من الأدوات الاستثمارية الأخرى.

وكذلك عرفت بأنها⁴:
أوعية استثمارية تشمل على مجموعة من الأوراق المالية يتم اختيارها وفقاً لأسس ومعايير محددة تحقق فائدة التنوع الذي يؤدي إلى خفض مستوى المخاطرة الإجمالية للاستثمار.

ووفقاً لهذا التعريف تكون القيمة الإجمالية للصندوق مساوية لمجموع قيم الأوراق المالية التي يمتلكها. وتُجزأ القيمة المالية الإجمالية للصندوق إلى وحدات محددة تتبع قيمتها لأداء الأوراق المالية التي تحتوي عليها، وذلك وفق مبدأ صافي قيم وحدة أصول الصندوق والذي يعني ما تساويه كل وحدة أو حصة من حصص الصندوق في نهاية كل يوم تداول، ويمكن معرفة صافي قيمة وحدة أصول الصندوق من خلال قسمة القيمة السوقية الإجمالية للأوراق المالية التي يشتمل عليها الصندوق (بعد طرح الإلتزامات المترتبة عليه) على عدد وحداته أو حصصه.

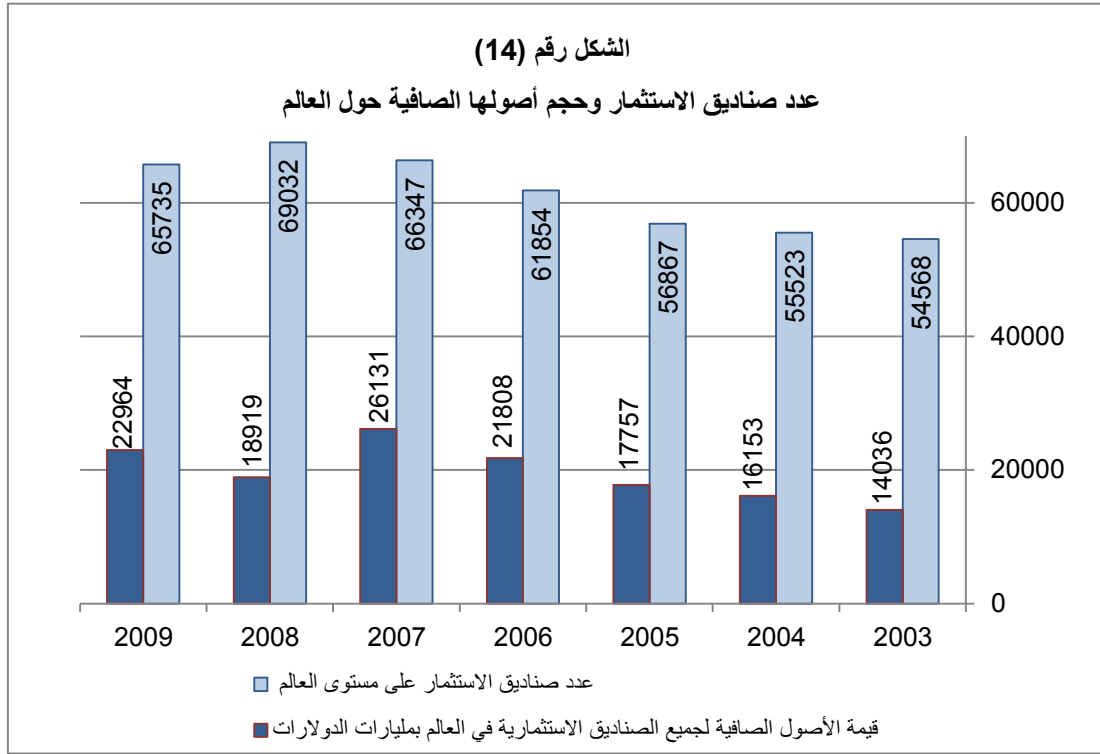
¹ عبد الستار أبو غدة، الاستثمار في الأسهم و الوحدات الاستثمارية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، إصدار بنك دبي الإسلامي، السنة السادسة عشرة، العدد 190، أبو ظبي، 1416هـ، ص 64.

² منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، ط1، 1995، ص45.

³ هيئة سوق المال السعودية، صناديق الاستثمار، الإصدار الثالث، الرياض، دت، ص 1. (www.cma.org.sa)

⁴ المرجع السابق، ص 3.

ظهرت فكرة أول صندوق استثماري على مستوى العالم في هولندا وذلك في عام 1822، ثم في إنجلترا عام 1870. غير أن البداية الحقيقية للصناديق الاستثمارية بالمفاهيم القائمة الآن كانت في الولايات المتحدة عام 1924، وذلك حينما أنشئ أول صندوق في بوسطن باسم Masochists Investment Trust على يد أساتذة جامعة هارفرد الأمريكية¹. استمرت الصناديق الاستثمارية بعد ذلك في التوسع والتنوع حتى وصل عددها* في عام 2008 إلى 69032 صندوقاً مقارنةً بعددها البالغ 54568 في عام 2003، إلا أن هذا العدد تراجع في عام 2009 ولأول مرة إلى 65753 نتيجة لتصفية كثير من الصناديق بسبب الأزمة المالية العالمية. كما وصل صافي أصولها الاستثمارية في عام 2009 إلى 22.964 تريليون دولار أمريكي، وكانت قد تراجعت من أعلى قيمة تاريخية لها في نهاية 2007 (26.13 تريليون دولار أمريكي)، كما يبين الشكل رقم (14). وتعد البنوك السعودية صاحبة التجربة الأولى في منطقة الشرق الأوسط في مجال إنشاء الصناديق الاستثمارية، حيث بدأت بتأسيسها وإدارتها في عام 1979².



(مصدر البيانات)

جميع الأرقام موجودة على الموقع العالمي للشركات الاستثمارية:

The investment Companies Institute: <http://www.ici.org>

¹ عبد الحميد العمري، الصناديق الاستثمارية خيارات أوسع أمام المستثمرين، مجلة تداول، العدد 27، كانون الثاني 2009، مجلة شهرية تصدر عن شركة السوق المالية السعودية، الرياض، ص 38.

* لا تشمل هذه الأرقام الصناديق السيادية إذ أن هذه الصناديق لا تعتبر شركات استثمارية كما هي حال صناديق الاستثمار.

² المرجع السابق، ص 38.

المطلب الثاني: الفرق بين صناديق الاستثمار والشركات الاستثمارية وشركات الوساطة المالية:

يلاحظ أنه يوجد بعض الاختلاف في تعريف صناديق الاستثمار والشركات الاستثمارية وشركات الوساطة المالية، فقد عرف البعض شركات الاستثمار بأنها¹:

الشركات التي تقوم بدور وسيط مالي بين هيئة سوق الأوراق المالية وجمهور المستثمرين.

مع أن هذا التعريف ينطبق تماماً على شركات الوساطة المالية، وعرفت أيضاً بأنها²:
الشركات التي تقوم بعمل وحيد وهو استثمار الأرصدة المالية التي تملكها والمودعة لديها من قبل مستثمرين آخرين.

أو بأنها مؤسسة مالية هدفها تمكين المستثمرين من ضم الأموال التي لديهم إلى أموال الغير لاستثمارها في أنواع مختلفة من أسهم الاستثمار، إضافة إلى أنها تصدر أسهماً برأسمالها وتبيعها إلى جمهور المستثمرين.³

وهذا التعريف يشابه تعريف الصناديق الاستثمارية إلا أنه أشمل، وبذلك يمكن أن تنطوي الصناديق الاستثمارية وشركات الوساطة المالية و اتحاد شركات إدارة الأموال (business trust) تحت هذا التعريف.

وقد وسَّعت لجنة الأصول المالية الأمريكية (Securities & Exchange Commission) SEC نطاق التعريف السابق ليشمل أيضاً أي شركة أشخاص أو أموال تستثمر في أصول مالية كالأسهم والسندات.⁴

وبذلك يمكن القول بأن صناديق الاستثمار بأنواعها المختلفة و شركات الوساطة المالية هي أحد أنواع الشركات الاستثمارية وليس العكس.

المطلب الثالث: أنواع صناديق الاستثمار:

تختلف أنواع الصناديق الاستثمارية حسب رغبات وأهداف المستثمرين وحاجاتهم، وهناك عدة تقسيمات منها⁵:

¹ محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2006، ص40.

² بشر الموصلي، البورصة كيفية المضاربة والاستثمار، شعاع للنشر والعلوم، حلب، ط1، 2003، ص131.

³ نبيه غطاس، معجم مصطلحات الاقتصاد والمال وإدارة الأعمال، بيروت، مكتبة لبنان، طبعة جديدة، 2000، ص301.

⁴ U.S. Securities & Exchange Commission :SEC <http://www.sec.gov/answers/mfinvco.htm>

⁵ عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة، صناديق الاستثمار الضوابط الشرعية والأحكام النظامية، عمان، دار النفائس، ط1، 2010، ص93.

أ) أنواع الصناديق الاستثمارية حسب سياسة الشراء والاسترداد:

1) صناديق الاستثمار المغلقة:

هي صناديق تقتصر على فئة محددة من المستثمرين وتصدر عدداً ثابتاً من الوحدات يتم توزيعها على المستثمرين، ولها هدف وفترة زمنية محددة، حيث يتم في نهاية تلك الفترة تصفية الصندوق وتوزيع عوائده المتحققة على المشتركين فيه، وتقوم إدارة هذه الصناديق بتوزيع عوائد استثماراتها وأرباحها الاستثمارية على حملة وحداتها وفقاً لشروط مبينة في نشرة الإصدار، وتتصف هذه الصناديق بأنها متوسطة أو طويلة الأجل تتراوح بين 3-5 سنوات أو أكثر. وقد كانت نسبة 67% من هذه الصناديق والذي بلغ عددها 627 عام 2009 تتعامل بالسندات¹.

2) صناديق الاستثمار المفتوحة End Funds Open:

هي صناديق الاستثمار المفتوحة أمام دخول وخروج المستثمرين ومعظم صناديق الاستثمار من هذا القبيل، ولا يوجد سقف أعلى لحجم أصولها، وبالتالي فإنها تحتوي على عدد غير ثابت وغير محدد من الوحدات، ويخضع حجم أصول الصندوق لعمليات البيع والشراء والاسترداد حيث ترتفع أصوله في حالة البيع وتنخفض في حالة الاسترداد.

ب) أنواع الصناديق حسب الأصول الممثلة فيها²:

1) صناديق الأسهم:

هي الصناديق التي تستثمر أصولها إما في أسهم الشركات المدرجة في الأسواق المالية فتكون صناديق محلية. أو تستثمر أموالها في أسهم الشركات غير المحلية فتكون صناديق أسهم دولية، وغالباً ما ينحصر عملها في سوق دولة واحدة، وتتميز بارتفاع العائد وارتفاع المخاطرة نسبياً.

2) الصناديق القطاعية:

تستثمر هذه الصناديق أصولها في أسهم شركات تتعامل في قطاعات معينة كقطاع الصناعة أو النقل أو التأمين، ويتسم هذا النوع بالعوائد العالية في مقابل ارتفاع درجات المخاطرة بسبب افتقارها إلى التنوع في الاستثمارات.

3) صناديق النقد:

هي صناديق تستثمر أصولها بشكل خاص في الأصول المالية قصيرة الأجل (الودائع المصرفية وأذونات الخزنة والأوراق التجارية)، وعادةً ما يتسم هذا النوع بانخفاض المخاطرة والعائد عليها.

¹ Edward C. Bernard, Investment Company, Face Book, 50Th Edition: A Review of Trends and Activity in the Investment Company Industry, 2010 by the Investment Company Institute, P(52):

http://www.ici.org/about_ici/annuals

² عبد الحميد العمري، الصناديق الاستثمارية خيارات أوسع أمام المستثمرين، مرجع سبق ذكره، ص40.

(4) صناديق السندات:

هي الصناديق التي تستثمر أصولها في السندات بكافة أشكالها وبأجل مختلف، وتتسم بعائد ومخاطرة منخفضين نسبياً.

(5) الصناديق المتنوعة:

هي صناديق تستثمر أصولها في مجموعة من الأصول المالية المتنوعة المحلية أو الخارجية وتسمى أيضاً بالصناديق المتوازنة.

(6) صناديق المؤشرات:

هي تلك الصناديق التي تعتمد قيمة وحداتها على مؤشر من المؤشرات العامة أو المؤشرات القطاعية، وذلك من خلال شراء مجموعة من جميع أسهم الشركات الداخلة في تركيبة المؤشر وبنفس النسبة.

(7) صناديق السلع:

تختص هذه الصناديق بالاستثمار في عقود السلع بأنواعها المختلفة كالنفط والقمح والذهب والحديد وغيرها وقد تكون تداولاتها بعقود كاملة أو من خلال المضاربة في الهوامش أو على المكشوف وقد تعمل في أسواق الاختيارات وأسواق المستقبلات.

(8) صناديق المؤشرات المتداولة:

هي صناديق استثمارية مقسمة إلى وحدات متساوية يتم تداولها في سوق الأوراق المالية خلال فترات التداول كتداول أسهم الشركات، وتجمع هذه الصناديق مميزات كل من صناديق الاستثمار والأسهم. وهي كغيرها من الصناديق تتكون من سلة من أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي والقابلة للتداول، وتتميز بشكل رئيسي بشفافيتها حيث تتبع هذه الصناديق دائماً حركة المؤشرات وتتطابق استثماراتها مع مكونات هذه المؤشرات. بالتالي يسهل على ملاك وحدات هذه الصناديق معرفة أداء هذه الصناديق من خلال متابعة أداء المؤشرات التي تتبعها أو تحاكيها، ويتم شراء وبيع الوحدات عن طريق عروض البيع والشراء خلال فترات التداول. كما تتميز بوجود صانع سوق يعمل على محاكاة أداءها لأداء المؤشرات التي تتبعها وذلك عن طريق أوامر بيع وشراء الوحدات¹.

(9) صناديق المراجحات:

هي صناديق تتعامل في جميع السلع غير المحرمة من خلال شراء هذه السلع نقداً وبيعها بالتقسيط. ولا تتعامل بالذهب والفضة والعملات لأنه يجب فيها التقابض، وتتميز هذه الصناديق بانخفاض المخاطر فيها بشكل كبير، وتصنف ضمن الصناديق المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

<http://www.tadawul.com.sa/static/pages/ar/ETF/aboutETF.html>

¹ الموقع الإلكتروني لسوق المال السعودية تداول:

ج) أنواع الصناديق حسب سياستها في الحصول على العائد¹:

1) صناديق النمو العالي:

يهدف هذا النوع إلى تنمية قيمة رأس المال المستثمر وتحقيق أعلى نمو رأسمالي ممكن، وتعمل إدارات مثل هذه الصناديق على جعل الزيادة المطردة في رأسمالها مقدمة على توزيعاتها الربحية وتستثمر في أسهم وسندات ومشتقات مالية تحقق هذا الغرض.

2) صناديق الدخل:

تركز مثل هذه الصناديق على الأصول المالية التي تدر دخلاً تشغيلياً جيداً، من خلال الأرباح الدورية الموزعة، كبعض أنواع الأسهم أو السندات عالية المخاطر أو غيرها من الأصول الأخرى.

3) صناديق الدخل والنمو²:

يستهدف هذا النوع من الصناديق محاولة تحسين القيمة السوقية لأصول الصندوق، ولذا فإنها عادةً ما تستثمر أصوله الاستثمارية في الأسهم العادية أو السندات أو المشتقات المالية العائدة لشركات وقطاعات تجمع بين نمو رأس المال طويل الأجل وزيادة الدخل الجاري.

4) صناديق إدارة الضريبة:

يقصد بها تلك الصناديق التي لا تجري توزيعات على المستثمرين، بل تقوم بإعادة الإيرادات مرة أخرى للاستثمار في الصندوق مقابل منح المكنتبين فيها وحدات إضافية.

5) صناديق التحوط:

هي مؤسسات مالية مخصصة للأثرياء فقط. كل صندوق يمكن أن يستوعب 500 مستثمر كحد أقصى، يدفع كل منهم رسوم اشتراك بقيمة مليون دولار كحد أدنى. ويصل أجر مدير الصندوق إلى 1-2% من قيمة الأصول و20% من الأرباح. وهذه الصناديق تستحوذ على ثلث مداورات الأسهم وتخضع للرقابة مثل صناديق الاستثمار العادية. تعمل هذه الصناديق على أساس الاقتراض من مؤسسات مالية كالبنوك بأسعار فائدة منخفضة، ثم تستثمر هذه الأموال مقابل فوائد مرتفعة وتربح الفرق بين القيمتين، ويتضح من تسميتها أنها تهدف على حماية رأسمال الصندوق من الانخفاض³.

د) أنواع الصناديق من حيث توافقها مع الشريعة الإسلامية:

1) صناديق استثمار متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية:

يجب أن تنص نشرة الإصدار على ذلك صراحةً، وبذلك تلتزم بعدم التعامل مع أي من الأصول المالية أو السلعية غير المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وفقاً لهيئة الفتوى الشرعية التابعة للمؤسسات المالية المصدرة لمثل هذه الصناديق، وبذلك فهي لا تتعامل بالسندات أو المستقبلات أو المشتقات المالية المخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية.

¹ هيئة سوق المال السعودية، صناديق الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 7-8.

² إبراهيم عبد العزيز المزني، تقييم أداء صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية والعوامل المؤثرة عليها في المملكة العربية السعودية، جامعة الملك سعود، الرياض، 1425 هـ، ص 36.

³ حازم الببلاوي، الأزمة المالية الحالية محاولة للفهم، مجلة المصري اليوم المصرية، عدد 4-10-2008:

<http://www.almasry-alyoum.com/article2.aspx?ArticleID=180945>

2) صناديق استثمار غير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية:

هي الصناديق التي تتعامل بسلع أو أصول مالية غير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية كصناديق السندات وصناديق النقد والصناديق التي تمتلك أسهم شركات تقدم سلعاً أو خدمات مضرّة، أو التي تتعامل بمشتقات مالية يترتب عليها ربا أو غرر أو مقامرة.

هـ) أنواع الصناديق من حيث سياستها المتبعة في تحمل المخاطر:

يجب أن يذكر مدير الصندوق سياسته في إدارة الاستثمارات، هل هو متحفظ أم هجومي أم متوازن، وذلك لكي يدرك المستثمر مسبقاً حجم المخاطر التي سوف يتعرض لها الصندوق وحجم الأرباح المقدرة، إذ أن العائد في أي استثمار يتناسب مع حجم المخاطرة، والدخول في صندوق متحفظ يعني ضماناً أكبر لرأس المال ولكن عوائد أقل، وبذلك تقسم الصناديق من حيث سياسته الاستثمارية إلى¹:

1) صناديق الاستثمار المتحفظة:

تتبع هذه الصناديق سياسات استثمارية دفاعية تجاه المخاطر الاستثمارية، وبذلك فهي تتميز بقلّة المخاطر، كما أن بعضها قد يضمن استرداد رأس المال، وتكون معظم أصولها مؤلفة من السندات الحكومية وأذونات الخزينة وسندات الشركات ذات السمعة الحسنة ووثائق الاستثمار الحكومية ذات الفوائد المعلنة وغيرها من أصول مالية مشابهة.

2) صناديق الاستثمار الهجومية:

تتسم بقدر كبير من المخاطر لتحقيق عوائد أعلى من الصناديق المتوازنة أو المتحفظة، إلا أن ذلك يعرض وحداتها إلى تقلبات سعرية أكبر وتستثمر في الأسهم وعقود الخيار والمستقبلات وبعض المشتقات المالية الأخرى عالية المردود وكبيرة المخاطرة.

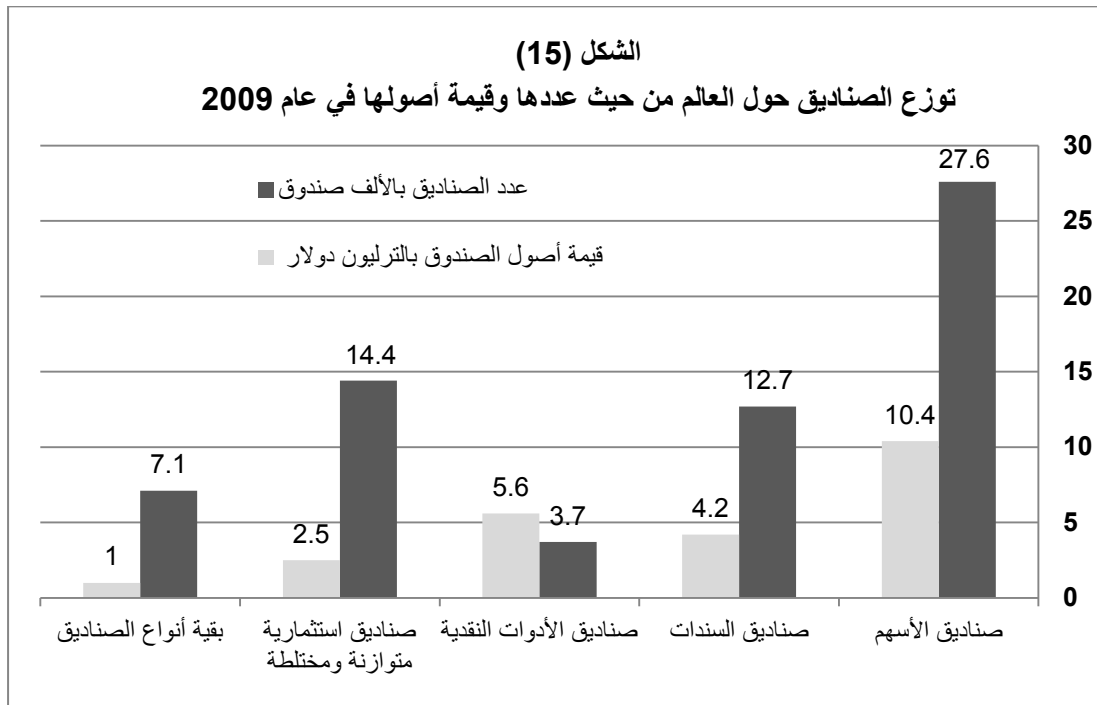
3) صناديق الاستثمار المتوازنة:

هي الصناديق التي توازن بين هدفي التحفظ وتقليل المخاطر الاستثمارية، وتحقيق عوائد كبيرة نسبياً ولو باستقرار أقل في أسعار الأصول، ولذلك فهي تستثمر في مجموعة من الأصول ذات الطبيعة المختلفة كالأسهم والسندات والأدوات النقدية والمشتقات المالية.

¹ أماني عبد العزيز سدي، دور المراجعة في تحسين كفاءة وفعالية صناديق الاستثمار، رسالة ماجستير، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 1424 هـ، 2003، ص 33.

المطلب الرابع: توزيع الصناديق الاستثمارية:

بالنظر إلى توزيع الصناديق الاستثمارية حسب نوع الاستثمار حتى الربع الأول من عام 2010 يُلاحظ سيطرة الصناديق الاستثمارية المستثمرة في الأسهم والبالغ عددها حوالي 24 ألف صندوق استثماري على ما يقارب 43% من صافي أصولها العالمية، أي ما يعادل 9.833 تريليون دولار أمريكي، ثم تأتي الصناديق الاستثمارية في الأدوات النقدية البالغ عددها أكثر من 2900 صندوق استثماري في المرتبة الثانية بما يقارب 21.5% من صافي الأصول، أي ما يعادل حوالي 4.9 تريليون دولار أمريكي، وحل في المرتبة الثالثة الصناديق الاستثمارية الموظفة في السندات التي يناهز عددها نحو 11.447 ألف صندوق استثماري بما يقارب 21.3% من صافي الأصول، أي ما يعادل 4.851 تريليون دولار أمريكي، بينما جاءت الصناديق الاستثمارية المتوازنة والمختلطة التي يبلغ عددها 13.395 ألف صندوق استثماري في المرتبة الرابعة بنحو 10% من صافي الأصول وهو ما يعادل 2.312 تريليون دولار أمريكي، وأخيراً استحوذت بقية أنواع الصناديق الاستثمارية الأخرى التي يبلغ عددها 6.504 ألف صندوق استثماري على 4% من صافي الأصول، أي ما يعادل حوالي 1 تريليون دولار أمريكي ويوضح هذا التوزيع الشكل رقم (15).



(مصدر البيانات)

The Investment Company Institute, national association of U.S:

www.ici.org/research/stats/worldwide

المطلب الخامس: مزايا ومثالب صناديق الاستثمار:

تعود صناديق الاستثمار بمزايا عديدة على مستوى المستثمرين والاقتصاد الوطني فيما يلي أهمها¹:

أ) مزايا الصناديق الاستثمارية على مستوى المستثمرين:

- (1) تمكين المستثمرين من الحصول على الفرص الاستثمارية الجيدة:
تتيح صناديق الاستثمار لصغار المستثمرين فرصة الدخول في مجالات استثمارية لا يستطيعون دخولها بمفردهم، بسبب قلة خبرتهم أو عدم قدرتهم المالية على تنويع استثماراتهم.
- (2) وجود إدارة استثمارية متخصصة:
يمكن للصناديق الاستثمارية توظيف مجموعة كبيرة من الكفاءات المتخصصة في مجالات متنوعة وإدارة واستثمار مدخراتها بأحدث وأفضل الطرق المتاحة، مقارنة بالأفراد أو الشركات الصغيرة.
- (3) الاستفادة من اقتصاديات الحجم:
تتوافر لدى صناديق الاستثمار أصول استثمارية كبيرة تمكنها من إبرام الصفقات الكبيرة بعمولات متدنية والحصول على المعلومات بتكلفة حدية منخفضة، وهو ما يوفر الكثير من التكاليف والأعباء على المستثمر وذلك بسبب قدرتها على الاستفادة من اقتصاديات الحجم.
- (4) توزيع المخاطر الاستثمارية:
إذ أن معظم الصناديق الاستثمارية تنوع في أصولها المملوكة وتوزعها على قطاعات مختلفة وهذا يخفف من درجة المخاطرة.

ب) مزايا الصناديق الاستثمارية على مستوى الاقتصاد الوطني:

- (1) تمثل صناديق الاستثمار أحد قنوات تحويل مدخرات الأفراد من أموال معطلة في الاقتصاد إلى أموال نشطة، تساهم في رفع مستوى الاستثمارات.
- (2) مساعدة المستثمرين على ترشيد قراراتهم الاستثمارية بما يرفع كفاءة الاستثمار الوطني، بفضل تمتع مدراء المحافظ الاستثمارية بخبرات مالية واقتصادية تدعمها الممارسات العملية والدراسة الواسعة بمتغيرات السوق.
- (3) تساهم صناديق الاستثمار في دعم الأسواق المالية وتنشيطها من خلال جذب صغار المستثمرين إليها، كما توفر الحماية لكل من الأسواق و صغار المستثمرين.
- (4) تلعب صناديق الاستثمار دوراً هاماً في الترويج لأسهم الشركات المخصصة، وامتصاص فائض السيولة لدى الأفراد.
- (5) الحث على إنشاء شركات جديدة سواء شركات تقوم بإدارة هذه الصناديق أو شركات تحصل على التمويل اللازم لعملها، وهذا يساعد على اتساع قاعدة السوق المالية بشكل عام.

¹Zvi Bodie, Alex Kane, Alan Marcus and Stylianos Perrakis. Investments, 6th edition, McGraw-Hill Ryerson, 2005, P(108). &:

عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة، صناديق الاستثمار الضوابط الشرعية والأحكام النظامية، مرجع سبق ذكره، ص ص 109-112.

ج) مثالب الصناديق الاستثمارية على المستوى الوطني:

(1) تسعى في الغالب إلى جمع مبالغ ضخمة واستثمارها في الأسواق الثانوية في الوقت الذي كان من المفترض أن يذهب جزء من هذه الأموال للاستثمار في الأسواق الأولية (سوق الإصدار)، ومن المعلوم أن جدوى الاستثمار في الأسواق الأولية على المستوى الوطني هي أعلى بكثير من جدوى الاستثمار في الأسواق الثانوية.

(2) تعمل صناديق الاستثمار ولاسيما الضخمة منها بعيداً عن جو المنافسة الكاملة أحياناً إذ أنه يتاح لها من البيانات والمعلومات ما قد لا يتاح لغيرها، كما أن مقدرتها المالية الضخمة تتيح لها أحياناً تحريك أسعار بعض الأصول المالية بشكل متعمد من خلال التأثير في مستوى العرض أو الطلب.

المطلب السادس: صناديق الثروة السيادية (Sovereign Wealth Fund):

هي مؤسسات تابعة للحكومات وتستخدم الأموال العامة في عمليات الاستثمار ذات الأمد الطويل خارج دول المنشأ. وقد ارتفع عدد الصناديق السيادية في العالم، وازدادت موجوداتها، وتوسعت استثماراتها، على أثر تطور الاقتصاد العالمي منذ منتصف تسعينيات القرن الماضي.

ففي عام 1969 كان عددها ثلاثة صناديق فقط، ثم أصبح 21 صندوقاً عام 1999، وارتفع ليصل إلى 52 صندوقاً في تشرين الثاني عام 2009، وبلغت موجودات هذه الصناديق 3874 مليار دولار، ويتوقع صندوق النقد الدولي ارتفاعها إلى 10 تريليون دولار عام 2015 والصناديق الثمانية الكبرى التي تزيد موجوداتها عن 150 مليار دولار تملكها سبع دول هي الإمارات والصين وسنغافورة والنرويج والسعودية والكويت وروسيا¹.

وتبلغ موجودات الصناديق العربية 1779 مليار دولار، أي 44% من موجودات الصناديق في العالم. ويعتبر مركز أبو ظبي للاستثمار أكبر صندوق في العالم، إذ تبلغ قيمة موجوداته حوالي 627 مليار دولار. كما يعد صندوق الأجيال القادمة الكويتي أقدم صندوق سيادي في العالم. وتبرز ضخامة موجودات الصناديق الخليجية عند مقارنتها بالصناديق الأخرى اعتماداً على مؤشر الناتج المحلي الإجمالي، حيث تشكل موجودات صناديق النرويج وروسيا والصين 70% و 29% و 21% من الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول على التوالي، في حين تعادل موجودات صناديق السعودية والكويت والإمارات 106% و 261% و 590% من الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول على التوالي. يبين الجدول التالي رقم (12) أكبر خمسة عشر صندوقاً على مستوى العالم.

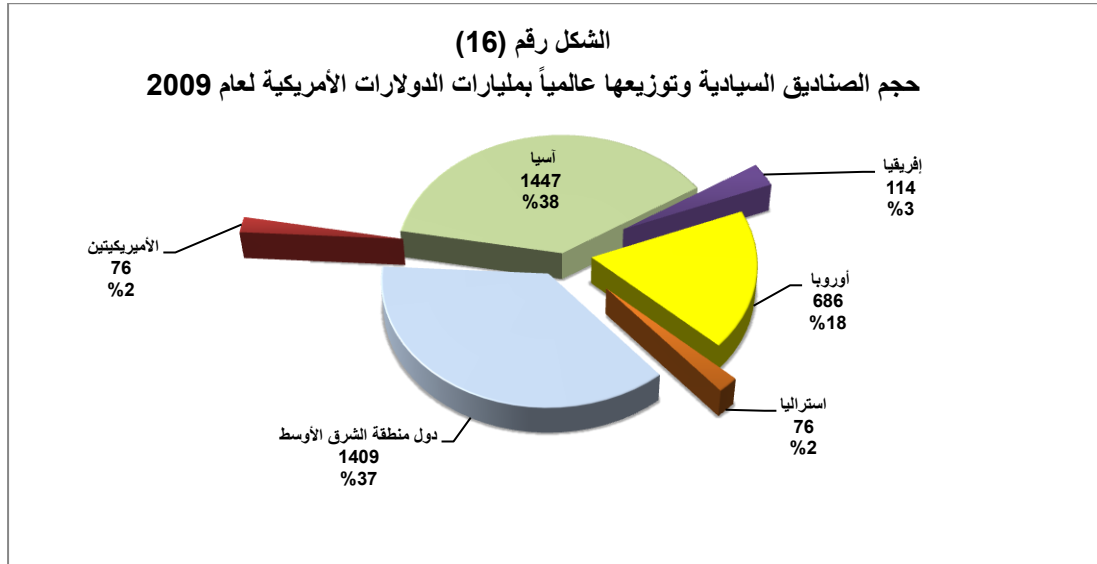
¹ خالد حنفي، أيمن رجب، إسلام عبد الباري، الاقتصادات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، (المائدة المستديرة) النظام النقدي العالمي بعد الأزمة العالمية (رؤية عربية)، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، المؤتمر العلمي العاشر، بيروت، 20-21/12/2009، ص (5).

الجدول رقم 1 (12)

حجم أكبر خمسة عشر صندوقاً سيادياً وتوزعها الجغرافي لعام 2009

الدولة	اسم الصندوق السيادي	الأصول بمليارات الدولارات	تاريخ الإنشاء	أصل أموال الصندوق
الإمارات العربية المتحدة	Abu Dhabi Investment Authority	\$627	1976	نفط
النرويج	Government Pension Fund – Global	\$474	1990	نفط
المملكة العربية السعودية	SAMA Foreign Holdings	\$432	غير معروف	نفط
الصين	SAFE Investment Company	\$347.10		لا يرتبط بالسلع
الصين	China Investment Corporation	\$288.80	2007	لا يرتبط بالسلع
سنغافورا	Government Investment Corporation	\$247.50	1981	لا يرتبط بالسلع
الكويت	Kuwait Investment Authority	\$202.80	1953	نفط
روسيا	National Welfare Fund	\$168.00	2008	نفط
الصين	National Social Security Fund	\$146.50	2000	لا يرتبط بالسلع
الصين هونغ كونج	Investment Portfolio	\$139.70	1993	لا يرتبط بالسلع
سنغافورا	Temasek Holdings	\$122	1974	لا يرتبط بالسلع
ليبيا	Libyan Investment Authority	\$70	2006	نفط
قطر	Qatar Investment Authority	\$65	2005	نفط
أستراليا	Australian Future Fund	\$59.10	2004	لا يرتبط بالسلع
الجزائر	Revenue Regulation Fund	\$47	2000	نفط

أما التوزيع الجغرافي للصناديق السيادية فيظهر تركزها في آسيا ودول منطقة الشرق الأوسط إذ أنها تشكل أكثر من 75% من قيمة هذه الصناديق كما يبين الشكل رقم (16) علماً أن 60% من قيمة الصناديق السيادية على مستوى العالم ناتجة من عوائد النفط والغاز.



(مصدر البيانات)

Sovereign Wealth Fund Institute (SWF): <http://www.swfinstitute.org/>

¹ Sovereign Wealth Fund Institute (SWF): <http://www.swfinstitute.org/>

المصدر الأول والوحيد لصناديق الثروة السيادية في الدول العربية هو صادرات النفط والغاز الطبيعي، حيث تظهر الإحصاءات الزيادة المرتفعة في حجم دخل دول الخليج من صادرات النفط والغاز خلال الفترة النفطية الأخيرة. فقد ارتفع دخل السعودية من صادرات النفط والغاز في العام 2007 إلى أكثر من 206 مليارات دولار، تلتها الإمارات بقيمة تفوق 84 مليار، والكويت بدخل تجاوز 60 مليار دولار، ثم قطر التي تجاوز دخلها 40 ملياراً، وعمان التي زاد دخلها على 18 ملياراً، فالبحرين، وهي أقل دولة خليجية إذ تجاوز دخلها 10 مليارات. وتتكون تلك الاحتياطيات بالدرجة الأولى من عملات أجنبية يغلب عليها الدولار الأمريكي، وبالتالي يمكن استخدامها في أنشطة الصناديق السيادية دون إحداث آثار سلبية في مصالح الغير، بل على العكس من ذلك إذ أن تجميعها في هذه الصناديق سوف يكون له أثر إيجابي على قيمة الدولار الأمريكي.

أما مصدر دعم الصناديق السيادية الصينية فهو الفوائض التجارية الناتجة عن عمليات التصنيع، فقد ارتفعت ارتفاعاً كبيراً في فترة قصيرة، إذ انتقلت من 233 مليار دولار عام 2002 إلى 1906 مليار دولار في النصف الثاني من عام 2009. كما أن أكثر من 75% منها هي عبارة عن سندات خزينة أمريكية متراكمة في الصين نتيجة اتفاق بين الولايات المتحدة والصين يسمح للصين بتصدير سلعها إلى الولايات المتحدة مقابل التزام الصين بتمويل عجز الميزانية الفدرالية الأمريكية بشراء سندات الخزينة الأمريكية¹.

تنطوي صناديق الثروة السيادية على مجموعة من المنافع الاقتصادية والمالية المختلفة في البلدان المالكة لها منها أنها²:

- (1) تفيد في كسر حدة الدورات الاقتصادية عندما تستخدم جزءاً من فوائضها المالية أو جزءاً من أصولها بعد تسهيلها كأداة مالية.
- (2) تسهل ادخار عائدات الفوائض التي تحققها من صادرات السلع والخدمات.
- (3) تسمح بالحصول على أرباح جيدة في حال إدارتها بطريقة صحيحة، مقارنة بما يحدث عادة في حالة الأصول الاحتياطية التي يديرها المصرف المركزي.
- (4) تمكن الدولة من الحصول على دخول لتغطية عجزها المالي عندما تهبط إيراداتها وترتفع نفقاتها لسبب أو لآخر.
- (5) تتيح إمكانية ادخار الأصول المالية وتحويلها إلى الأجيال القادمة.

أما إيجابيات الصناديق السيادية للدول المستثمرة فيها فهي كثيرة، إذ إن استثمارات هذه الصناديق تؤدي مباشرة إلى تحريك الاقتصاد المتلقي وإنعاشه، حيث تقوم بما يلي:

¹ خالد حنفي، أيمن رجب، إسلام عبد الباري، الاقتصادات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، (المائدة المستديرة) النظام النقدي العالمي بعد الأزمة العالمية (رؤية عربية)، مرجع سبق ذكره، ص (5).

² المرجع السابق، ص (6).

- (1) توفير مدخرات إضافية تسهم في رفع مستويات الاستثمار لديها، وهو ما يؤدي إلى زيادة مضاعفة في مستويات الدخل والإنفاق لتلك الدول، ويعتمد ذلك على قيمة مضاعف الإنفاق الاستثماري فيها.
- (2) تؤدي إلى خلق فرص وظيفية مباشرة وغير مباشرة لمواطني تلك الدول، نتيجة للحركة الانتشارية التي تحدثها تلك الاستثمارات في الاقتصاد الوطني.
- (3) تعمل على تحقيق عوائد إضافية للشركات المساهمة بتلك الدول تسهم في زيادة مستويات الدخل القومي الإجمالي فيها.

إن الأقطار العربية عامة، ودول مجلس التعاون خاصة، ليست دولاً صناعية، بل مستهلكة تستورد ما تحتاج إليه من المنتجات الزراعية والمواد الصناعية، ولا تتأتى الأهمية التجارية الخليجية من حجم صادراتها بقدر ما تنجم عن طبيعة المادة التي تصدرها، وهي النفط. وقد بلغت صادرات الإمارات التي تملك أكبر الصناديق السيادية في العالم 177 مليار دولار، أي 1% فقط من الصادرات العالمية عام 2007، ويمكن حصر أهم الفرص البديلة لتكاليف إنشاء وتمويل صناديق الدول العربية السيادية التي تمتلك أصولاً مالية مختلفة خارج الدول العربية بما يلي¹:

- (1) الفرصة الضائعة في صورة الناتج المحلي الضائع، وبصفة خاصة الناتج غير النفطي، الذي كان من الممكن الحصول عليه لو تم استثمار تلك الأموال داخل الأقطار العربية.
- (2) فرص التوظيف التي كان من الممكن تأمينها لو تم استثمار هذه الأموال داخلياً، حيث لا يستفيد العرب من الوظائف التي تخلقها تلك الاستثمارات، و من ثم فإنها تحل مشكلة البطالة في الخارج، بينما تتعمق هذه المشكلة في الداخل.
- (3) تدني العوائد التي تحصل عليها الأقطار العربية من تلك الاستثمارات، حيث تحصل على نسبة مئوية من الربح لا تتناسب مع تكلفة الفرصة البديلة لتلك الاستثمارات، مقارنة بالعوائد الكبيرة التي يمكن أن تعود عليها إذا ما تم استثمار هذه الأموال بكفاءة في الداخل.
- (4) الخسائر الناجمة عن تقلبات أسعار العملات، وهو ما يطلق عليه مخاطر الصرف الأجنبي، والمتمثل في ميل عملات الدول المستقبلية لهذه الاستثمارات نحو الانخفاض، ومن ثم تدهور القوة الشرائية لتلك الأصول سيما وأن الكثير من أصول هذه الصناديق تكون عادة على شكل سندات وعملات أجنبية.
- (5) المخاطر التي تصاحب استثمار تلك الأموال في الخارج، والناجمة عن تعرض أصول تلك الصناديق للانهايار مع انهيار أصول المؤسسات التي يتم الاستثمار فيها، خصوصاً في أوقات الأزمات الاقتصادية، حيث قدرت² نسبة الخسائر التي لحقت بالصناديق السيادية في العالم من جراء الأزمة المالية العالمية الحالية بحوالي 45% من حجم رأسمالها.

¹ The International Monetary Fund (IMF): <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=22870.0>

² Bryan J. Balin, The Impact of the Global Financial Crisis on Sovereign Wealth funds, Crawford School of Economics and Government, The Australian National University, Canberra, 2010, P(2): <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467-8411.2010.01246.x/pdf>

الفصل الخامس

المؤسسات والأدوات المالية الإسلامية كبديل مقترح لنظيرتها التقليدية للوفاية من الأزمات المالية "حالة عملية"

الأزمة المالية العالمية 2007-2011

في هذا الفصل دراسة وتحليل لدور المؤسسات والأدوات المالية في الأزمة المالية العالمية 2007-2011 وذلك لاستخلاص أهم الدروس المستفادة ومحاولة تقديم حلول وبدائل أفضل وذلك من خلال أربعة مباحث:

المبحث الأول: حجم الأزمة المالية العالمية وتداعياتها

خصص للتعريف بالأزمة المالية العالمية من خلال تقدير حجمها ومدى تأثيرها. و تناول أزمة الرهن العقاري وآلية تشكل فقاعة أسعار العقارات وطريقة حزم وتوريق سندات الرهن العقاري ومزايا حزم السندات ومصادر تمويلها وآلية وأسباب انتشارها وأبرز ضحاياها، وكذلك دور عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد في هذه الأزمة.

المبحث الثاني: الأسباب المباشرة لأزمة الرهن العقاري

حلل أهم الأسباب المباشرة لأزمة الرهن العقاري.

المبحث الثالث: الحلول الممكنة لأزمة الرهن العقاري

أورد مجموعتين من الحلول التقليدية والإسلامية المقترحة لحل هذه الأزمة وميز بين الحلول العلاجية والحلول الوقائية لتجنب مثل هذه الأزمات مستقبلاً. وقد ختم هذا الفصل بتلخيص لأبرز أسباب هذه الأزمة ومدى قدرة الاقتصاد على الوفاية أو العلاج.

المبحث الأول

حجم الأزمة المالية العالمية وتداعياتها

المطلب الأول: حجم الأزمة:

تعتبر الأزمة المالية العالمية 2007-2011 من أسوأ الأزمات التي مر بها الاقتصاد العالمي منذ الكساد العظيم، بل وتعتبر الأخطر في تاريخ الأزمات المالية، خاصةً بعدما ثبت عجز النظام الاقتصادي العالمي عن احتوائها والتخفيف من آثارها بشكل سريع وفعال، إذ أنه لم تكفٍ لحلها الكامل والجذري جميع التعديلات الهيكلية التي حدثت في بنية النظام الرأسمالي وتخليه عن أهم مبادئه، ولا المبالغ الخيالية التي رصدت لذلك، فعلاوةً على إقرار خطة الإنقاذ المالي الأمريكية المقدرة بقيمة 787 مليار دولار، يحاول مصرف الاحتياطي الفدرالي¹ أن ينفذ المؤسسات والأسواق المالية بمبالغ كبيرة تقدر بقيمة 1.3 تريليون دولار، وذلك من خلال شراء أصول متنوعة عالية المخاطر، وتقديم القروض لشركات متعثرة، وضمان مشتقات ديون الرهن العقاري، ومن المفترض أيضاً أن يقدم لشركات كبرى أخرى مبالغ تقدر بحوالي 900 مليار دولار، وأن يشتري كمية كبيرة من سندات الخزينة طويلة الأمد*، وبذلك يصبح مجموع هذه الأموال في الولايات المتحدة وحدها حوالي 3 تريليون دولار أمريكي دون ذكر القروض الكثيرة التي منحتها الحكومة الأمريكية للشركات في عام 2007. وتأتي خطورة هذه الأزمة من أنها انطلقت من الولايات المتحدة الأمريكية ذات الاقتصاد الأكبر على مستوى العالم، إذ يبلغ ناتجها المحلي حوالي 14 تريليون دولار، وهو ما كان يشكل أكثر من 17% من الناتج المحلي العالمي في عام 2008. وتشكل وارداتها حوالي 14.35% من إجمالي واردات العالم كما تشكل صادراتها حوالي 8.4% من إجمالي صادرات العالم².

من ناحية أخرى تؤثر السوق المالية الأمريكية بالأسواق المالية العالمية الأخرى³، لذا فإن أية مخاطر تتعرض لها هذه السوق تنتشر آثارها إلى باقي الأسواق المالية بسرعة كبيرة. ولم تقتصر خطط الإنقاذ المالي على الولايات المتحدة وحدها، وإنما شملت معظم دول العالم، وهو ما أدى إلى تضخيم حجم ديونها القومية في عام 2009، كما يبين الشكل رقم (17).

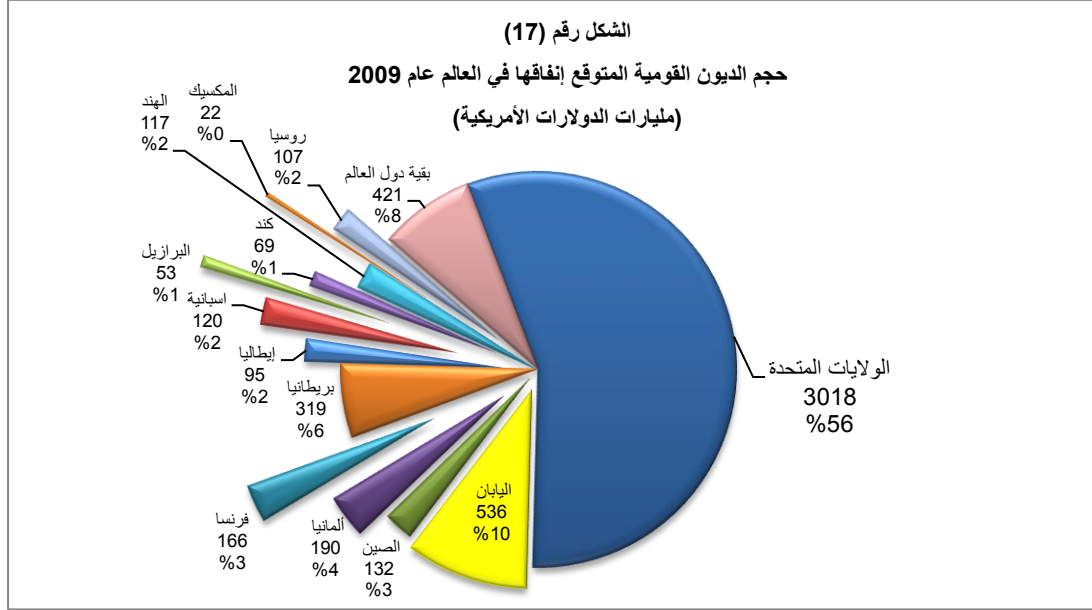
¹ Austin Murphy, An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes & Solution, Oakland University, 2008, P 2. (Electronic copy available at: <http://ssrn.com>)

* تضخمت موازنة البنك الاحتياطي الفدرالي من حوالي تريليون دولار عام 2006 إلى أكثر من 3 تريليون دولار عام 2009.

Tomas M.Hoenig, An Economy at Risk: The Tough Decisions Ahead (President of Federal Reserve Bank of Kansas City), Embargoed Until Presentation, Sheidan, 3 June 2009, p (3): <http://www.kansascityfed.org/SpeechBio/HoenigPDF/SheridanWyo.06.03.09.pdf>

² UNCTAD HANDBOOK OF STATISTICS, New York and Geneva, United Nation Publication, 2008. Different Pages: http://www.unctad.org/en/docs/tdstat33_en.pdf

³ الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد السعودي، إدارة البحوث الاقتصادية، مجلس الغرف السعودية، تشرين أول 2008، ص 4.



(مصدر البيانات)

Toby Birch, The Role of Derivatives in Creating the Financial Crisis, Managing Director Birch Assets Limited, www.birchassets.com, paper was written to Al-Baraka Group in their conference in 6-7 September 2008, P(30) .*

المطلب الثاني: بداية الأزمة:

كانت البداية من سوق رهن العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية فقد زاد حجم الرهون العقارية بشكل كبير قبل عدة أعوام من الأزمة، وذلك بعد انفجار فقاعة أسهم شركات الانترنت وهبوط مؤشر ناسداك إلى مستويات قياسية، والإفلاس المفاجئ لشركة إنرون للطاقة وضياح حقوق المساهمين فيها، والانخفاض الحاد في أسواق المال الأمريكية بعد أحداث 11 أيلول، وهو ما أدى بالكثير من المستثمرين إلى تجنب المخاطرة واللجوء إلى التعامل في الأصول العقارية كونها تعد من أكثر أنواع الأصول أماناً، سبب ذلك ارتفاعاً كبيراً في أسعارها وتشكلاً لفقاعة عقارية بين عامي 2001 و2005، حيث ارتفعت أسعار المساكن في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا¹ من 30 تريليون دولار عام 2001، إلى 70 تريليوناً في منتصف عام 2005².

ترافقت هذا الزيادة في الأسعار مع زيادة كبيرة في المعروض من العقارات، وزيادة كبيرة في حجم سندات الرهن العقاري المرتبطة بها على اختلاف أنواعها وخاصة السندات ضعيفة الجدارة الائتمانية (Sub-Prime Mortgages).

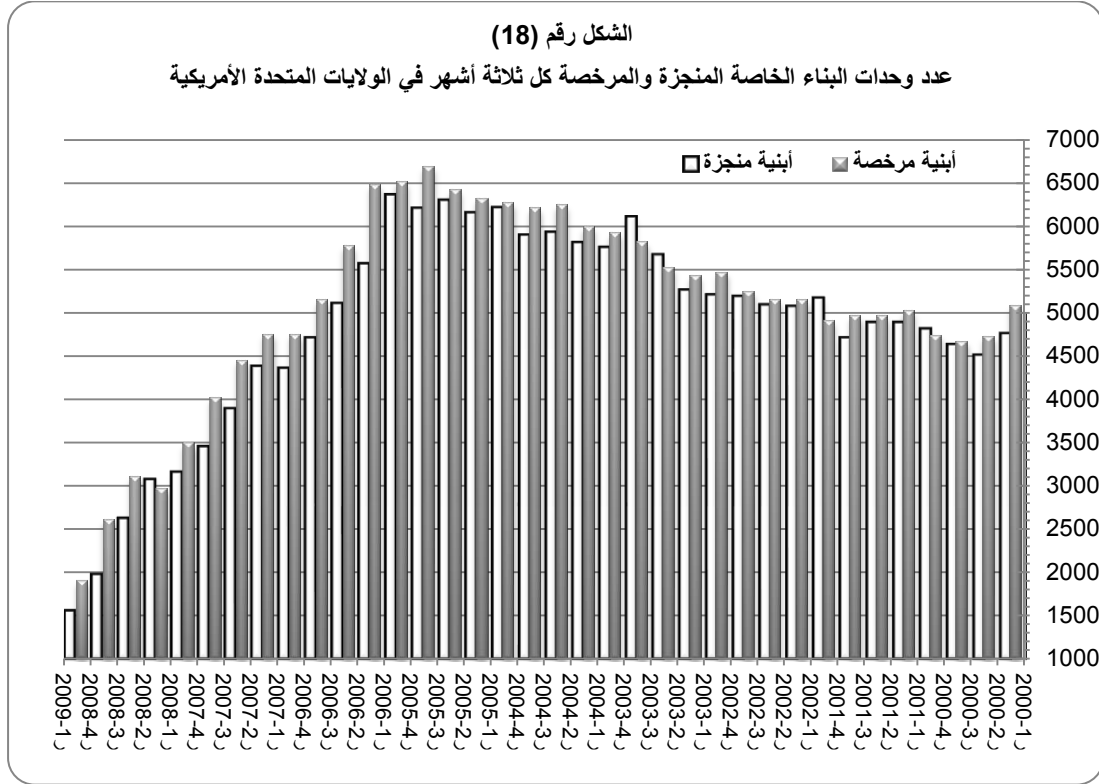
* يمكن الحصول على أبحاث المؤتمر من موقع الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل: <http://www.iifef.org/node/1063>

¹ عبد الفتاح العموص، الأزمة الاقتصادية العالمية الأسباب والتداعيات والآثار في الاقتصادات العالمية (دراسة الحالة التونسية)، (بحث مؤتمر) الاقتصادات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، المؤتمر العلمي العاشر، بيروت،

20-2009/12/21، ص (5)، نقلاً عن الإيكونومست: The global housing boom, June 2005, the Economist.

² تؤكد مؤسسة ستاندر أند بورز (Standard & Poors) صحة هذه الأرقام إذ أنها قدرت الزيادة الحقيقية في أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية بين عامي 2000 و2006 بمقدار الضعف: <http://www.homeprice.standardandpoors.com>

يوضح الشكل رقم (18) كيف ارتفع عدد وحدات البناء المنفذة والمرخصة بصورة غير مسبقة في الفترة التي سبقت أزمة الرهن العقاري بين عامي 2000 و2005 تبع ذلك انخفاض شديد في حركة البناء لم تشهد الولايات المتحدة مثله من قبل.



(مصدر البيانات)

U.S. Department of Commerce: Census Bureau. Federal Reserve Bank of St. Louis website:

<http://research.stlouisfed.org/fred2/categories/97/downloaddata>

ازدهار أسعار العقارات خلال تلك الفترة* جعل الكثير من شركات الرهن العقاري والمصارف الاستثمارية يتوجهون بقروضهم إلى شريحة أكبر من العملاء لا تتمتع بسجل ائتماني جيد أو قدرة مستقبلية على السداد، وذلك لسببين أساسيين:

أولاً: وصول سوق الرهن العقاري التقليدي إلى مرحلة الإشباع، فمعظم من يرغبون بالحصول على قروض تقليدية ممن يتمتعون بسجل ائتماني جيد، كانوا قد حصلوا بالفعل على مثل هذه القروض.

ثانياً: أن هذه التسهيلات الائتمانية الممنوحة للعملاء الجدد، لم تكن بالمجان بل خضعت لأحد أهم قواعد السوق، فالاستعداد لتحمل مخاطرة أكبر لا بد له من طلب عائد أكبر. ولذلك كان معدل الفائدة على مثل هذه السندات أكبر من معدل الفائدة على السندات التقليدية، وهو ما يزيد من أرباح مصدري القروض والمتعاملين فيها.

* ازدهار أسعار العقارات خلال تلك الفترة لم يكن فقط سبباً في التوسع في حجم الإقراض، وإنما كان أيضاً نتيجة له.

كانت تلك القروض تقدم بدعم من شركات التأمين والمضاربين في السندات، فلم يعد منحها مقتصرًا فقط على من يملكون تاريخاً ائتمانياً جيداً كما جرت عليه العادة، وإنما أصبح بمقدور أي مواطن أمريكي تقريباً أن يحصل على قرض لشراء عقار مقابل رهن هذا العقار، وقد عرف هذا النوع من السندات العقارية بالسبرايم أو السندات الثانوية أو السندات ضعيفة الجدارة الائتمانية، وكمثال¹ للتأكيد على مدى عمق المخاطر المرتبطة بمثل هذه السندات يكفي أن نقول أن بعض الأفراد من ذوي الدخل السنوية التي لا تتجاوز 13 ألف دولار حصلوا على قروض رهن عقاري لشراء منازل بقيمة فاقت 750 ألف دولار وبدون دفعة أولى مع فترة سماح من تسديد الأقساط لمدة عامين!

وقد ساعد على تسويق مثل هذه السندات تكلفة الإقراض التقليدي المنخفضة خلال الفترة الممتدة من عام 2000 وحتى عام 2005 نتيجة لعاملين أساسيين:

أولاً: زيادة قدرة المؤسسات المالية بأشكالها المختلفة على منح القروض نتيجة لتوفر معروض نقدي كبير كما يوضح الشكل رقم (19).

إذ أن الكتلة النقدية M3 قد ارتفعت في الولايات المتحدة الأمريكية خلال ثمان سنوات من 5224.8 مليار دولار عام 1997 إلى 9785.6 مليار دولار عام 2005 أي بمعدل زيادة مقداره 87.31%، بينما لم تتخط الزيادة في الفترة الممتدة بين عامي 1988 و 1996 وخلال ثماني سنوات أيضاً معدل 24.25%، هذا الإفراط الكبير في الائتمان والإصدار النقدي دفع الإدارة الأمريكية إلى التوقف عن نشر بيانات الكتلة النقدية M3 بتاريخ 2006/3/23*، كما يبين الشكل رقم (19).

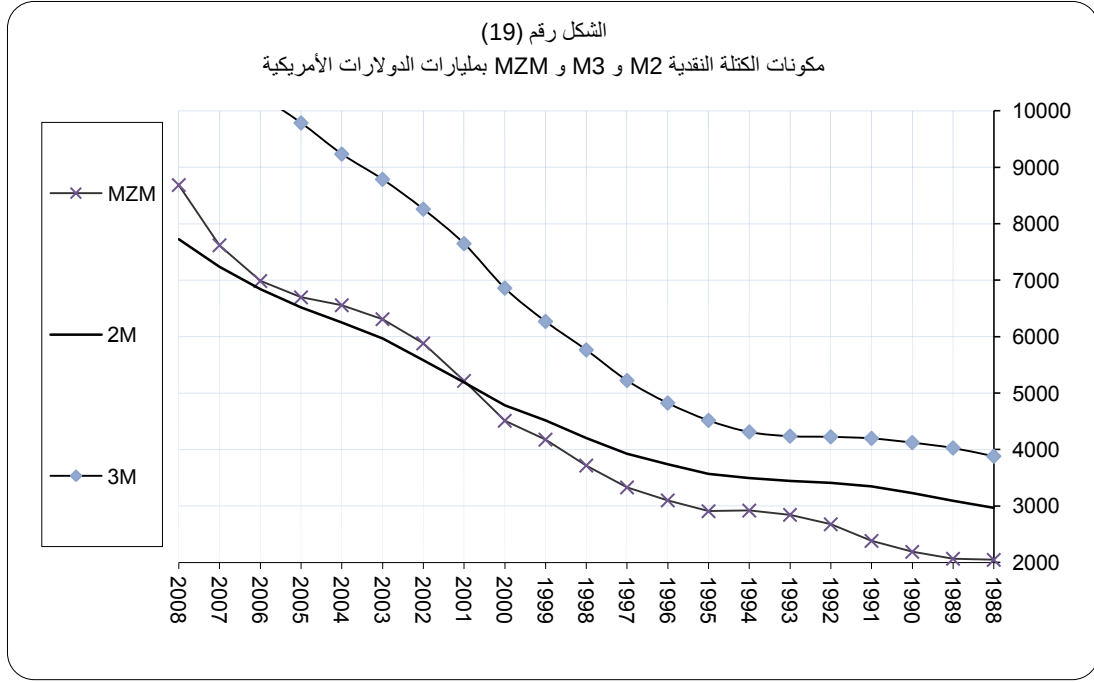
ثانياً: الانخفاض الشديد في أسعار الفائدة** بمختلف أنواعها إذ أنها وصلت على بعض الأوراق التجارية في عام 2003 إلى معدل 1% وهو أدنى معدل فائدة في الولايات المتحدة منذ خمسين عاماً²، كذلك انخفض معدل الفائدة الأساسية على القروض والودائع المصرفية بشكل ملموس كما يبين (الشكل رقم 20)) وكذلك انخفضت معدلات الفائدة على قروض السكن التقليدية لمدة 30 عاماً كما يبين الشكل رقم (21).

¹ H. Friedman, Linda W. Friedman, The Global Financial Crisis of 2008: What Went Wrong? Hershey University of New York, 2009, P (10). There is available electronic copy on: <http://ssrn.com/abstract=1356193>

* توقف مجلس الاحتياطي الفدرالي عن نشر بيانات الكتلة النقدية M3 بتاريخ 2006/3/23. بحجة أنها أصبحت معلومات غير مفيدة! إلا أن السبب الحقيقي وراء ذلك (برأي الباحث) هو إخفاء الحجم الضخم من النقود المصدرة دون أي تغطية من أي نوع، وذلك لحماية الدولار من الانهيار: <http://www.federalreserve.gov/releases/h6/discm3.htm>

** حرص البنك الفدرالي الأمريكي على زيادة المعروض النقدي وتخفيض أسعار الفائدة بعد انفجار أسهم شركات التقنية عام 2000 التي أدت إلى انخفاض مؤشر ناسداك، وذلك لحماية الاقتصاد الأمريكي من الركود.

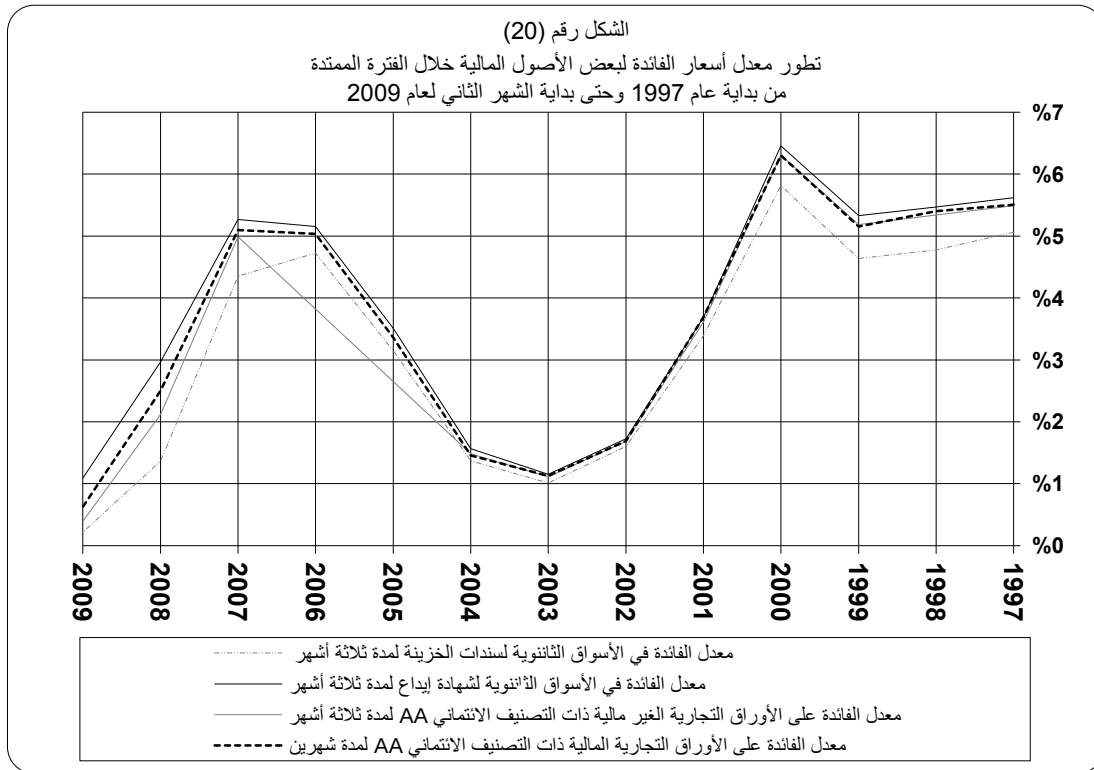
² Lombardi and E. S. Sgherri 'Un)naturally Low? Sequential Monte Carlo Tracking of the US. Natural Interest Rate'. (2007), ECB Working Papers, No. 794 (August) ECB, P(6): Available at <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp794.pdf>



(مصدر البيانات)

بيانات الشكل مأخوذة من موقع المصرف الاحتياطي الفيدرالي في سان لويس:

Federal Reserve Bank of St. Louis website: <http://research.stlouisfed.org/fred2>



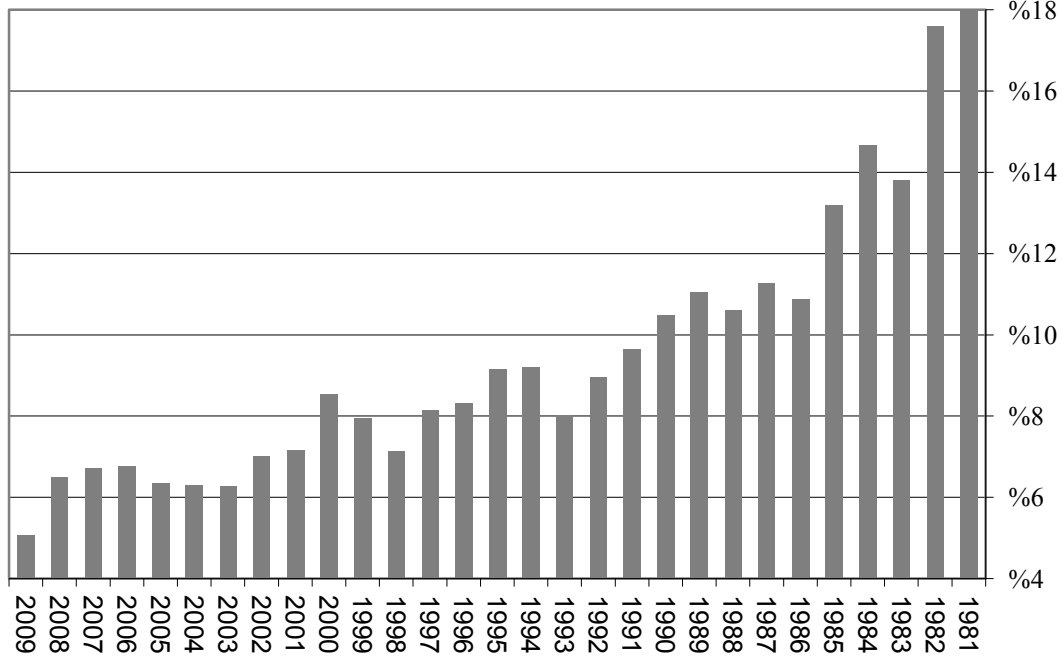
(مصدر البيانات)

بيانات الشكل مأخوذة من موقع المصرف الاحتياطي الفيدرالي في سان لويس:

Federal Reserve Bank of St. Louis website: <http://research.stlouisfed.org/fred2>

الشكل رقم (21)

معدلات الفائدة على قروض السكن التقليدية لمدة 30 عاماً في الولايات المتحدة الأمريكية



(مصدر البيانات)

بيانات الشكل مأخوذة من موقع المصرف الاحتياطي الفيدرالي في سان لويس:

Federal Reserve Bank of St. Louis website: <http://research.stlouisfed.org/fred2>

المطلب الثالث: تشكل فقاعة أسعار العقارات وحزم سندات الرهن العقاري:

في البداية كانت الأمور تسير على أحسن حال إذ أن أسعار العقارات كانت في ارتفاع متواصل، وصافي ربح المؤسسات المالية المتمثل بالفارق بين تكلفة الإقراض وعوائد القروض كان كبيراً، والعدد القليل من المقترضين الذين لم يستطيعوا السداد لم يؤثر سلباً على أصحاب هذه القروض بل على العكس من ذلك، فحملة هذه السندات كانوا يحصلون على فوائد إضافية نتيجةً لتأخر المقترضين عن سداد بعض الأقساط المترتبة عليهم، وفي النهاية كانوا يحصلون على كامل مستحقاتهم المالية من خلال بيع العقارات المرهونة.

أدى نجاح هذه التجربة إلى توسع كبير في هذا النوع من الإقراض وإعطاء تسهيلات ائتمانية أكبر لاستهداف شريحة أوسع من المقترضين، حتى أن عدداً كبيراً من المؤسسات المالية حصرت نشاطها في إصدار وتسويق هذه السندات، أو بلعب دور الوسيط في التعامل بها، وما كان عليها سوى أن تستفيد من الفارق بين أقساط القروض التي تحصل عليها من أصحاب السندات، وأقساط القروض التي تدفعها لصالح المؤسسات المالية الدائنة لها.

لم يتردد المقترضون في محاولة دفع الأقساط المترتبة عليهم قبل بداية الأزمة وذلك بسبب تزايد أسعار العقارات بمعدل أعلى من تزايد أعباء الديون، وحتى أولئك الذين كانوا لا يملكون دخلاً كافياً لدفع الأقساط كانوا يلجؤون إلى إعادة تقويم منازلهم المرهونة للحصول على قرض آخر، غالباً ما يتم الحصول عليه من المؤسسات الدائنة ذاتها، وذلك لدفع أقساط وفوائد القرض السابق أملين أن يحققوا ربحاً من خلال بيع المنازل لاحقاً فيما لو لم يستطيعوا أن يسددوا ما تبقى عليهم من أقساط. أما التعامل في هذه السندات (Sub-Prime Mortgages) فلم يكن مقتصرًا فقط على نوع واحد من الشركات كبنوك الاستثمار، وإنما شمل مجموعة كبيرة من المستثمرين كشركات التأمين وشركات الوساطة المالية، وصناديق التحوط، وصناديق التقاعد، والصناديق السيادية، وبعض المصارف التجارية.

أ) حزم وتوريق سندات الرهن العقاري:

لم يكن لهذه السندات هوية وإنما انتشرت في معظم دول العالم، ومما زاد المشكلة تعقيداً اجتهد بعض بنوك الاستثمار في جمع كمية كبيرة من هذه السندات التي تحمل علامات تصنيف ائتمانية متفاوتة وبيعها كتلة واحدة لأحد كبار المستثمرين، بعد فرزها إلى شرائح وفقاً لدرجة قوة تصنيفها الائتماني وهو ما يعرف بلغة الأسواق:

✓ توريق السندات Mortgages Securitization

✓ وحزم السندات (MBS) Mortgage Backed Securities

الهدف من هذه العملية هو منح هذه المصارف قدرة أكبر على توزيع المخاطر وخلق الائتمان، فلو افترضنا أن هذه المصارف اكتفت بتقديم القروض التقليدية، فإن حجم هذه القروض سوف يكون مقيداً بما لديها من سيولة نقدية، كما أنها ستتحمل جميع المخاطر المتعلقة بالائتمان والسيولة والسوق، أما إن جمعت كمية كبيرة منها Collateralized Debt Obligations (CDO) أو Asset Backed Securities (ABS) وباعتها إلى مؤسسة مالية أخرى عن طريق الأسواق الثانوية، فهي بذلك ستستفيد من فروق أسعار الفائدة وتقلص المخاطر وتولد عدداً كبيراً جداً من هذه السندات مرات ومرات، وتحقق بذلك مزيداً من الأرباح، لاسيما وأن هذا النوع الجديد من الأصول كان يتم التعامل به وفقاً لحسابات خاصة مستقلة عن حسابات المؤسسات المالية المتاحة للنشر، وبدعم وتشجيع من الوكالات الاتحادية للإسكان.

لم يكن من السهل في البداية إقناع المؤسسات المالية الكبرى والمستثمرين، الآخرين المحتملين بشراء هذا النوع من حزم السندات، وذلك لأنها تنضوي على مخاطر ائتمانية عالية، لذلك طلبت المصارف الاستثمارية من شركات التصنيف الشهيرة بأن تصنف هذه السندات في كل مجموعة إلى عدة مستويات ائتمانية (Tranches) (AAB)، (A)، (AA)، (AAA) الخ وقد استخدمت جميع الوسائل المتاحة أمامها للمبالغة في رفع درجات تصنيفها وإظهار هذه الحزم بمظهر جذاب، كما أقنعت الكثير من شركات التأمين كشركة التأمين العملاقة (AIG) بالتأمين على بعض هذه السندات.

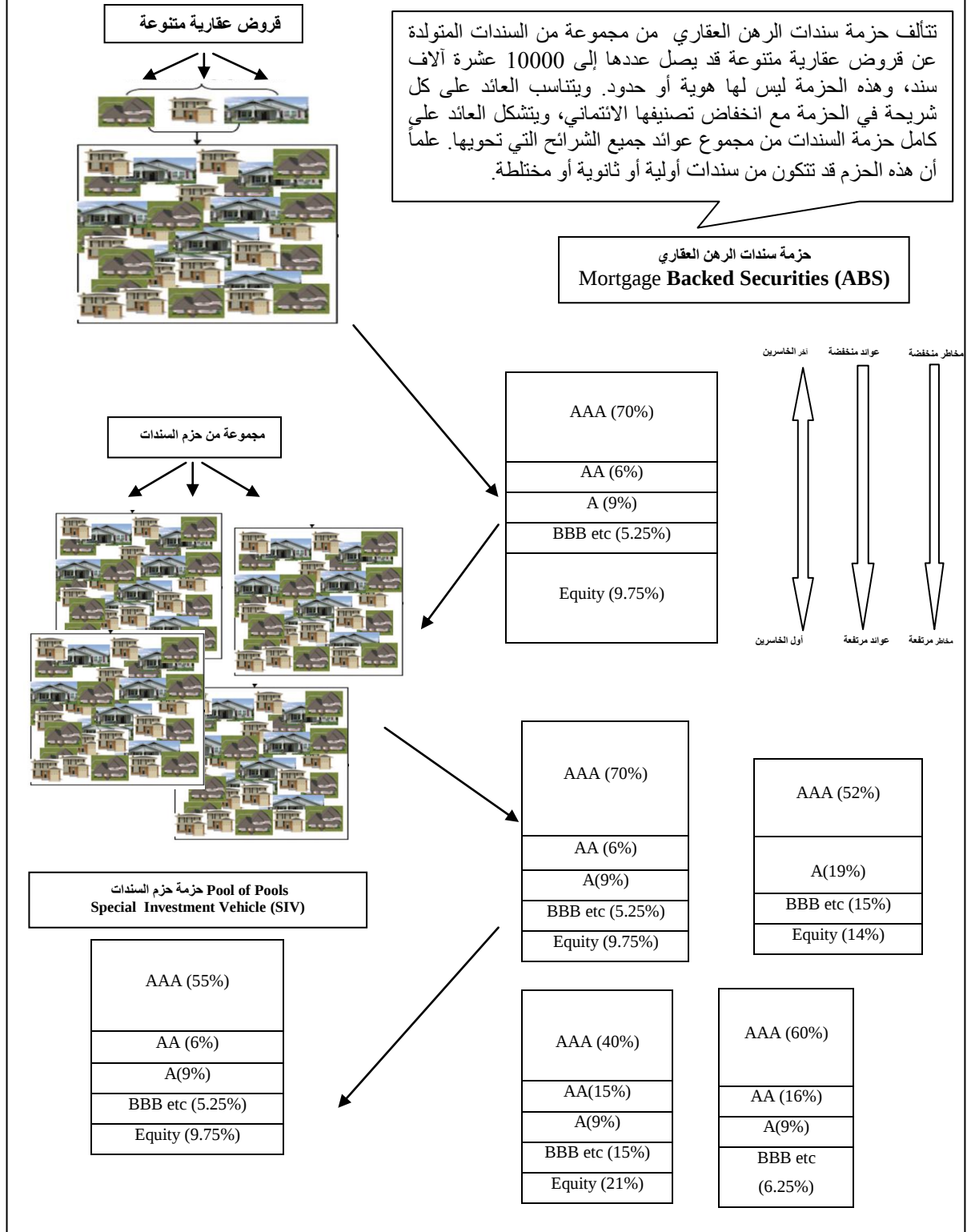
ب) مزايا حزم السندات:

رأى معظم المستثمرين في حزم السندات أصلاً مالياً يحمل مجموعة كبيرة من المزايا فهو:

- (1) عالي المردود مقارنة بمعظم الأصول المالية الأخرى المشابهة.
- (2) يمكن تسويله بسهولة، عن طريق بيعه في الأسواق الثانوية في معظم أنحاء العالم.
- (3) مؤمن عليه ضد مخاطر عدم الدفع من قبل شركات تأمين ذات سمعة ممتازة.
- (4) فيه تنوع كبير للمخاطر فهو يحتوي على مجموعة من سندات ذات تصنيفات ائتمانية متنوعة ممنوحة من قبل أفضل شركات التصنيف في العالم.
- (5) مضمون بأصول عقارية تعد من أقوى الأصول العينية وأكثرها احتفاظاً بقيمتها.

هذا ما دفع الكثير من المؤسسات المالية المختلفة أو ما يسمى الشركات ذات الهياكل الاستثمارية الخاصة *Special Purpose Vehicle (SPV)* إلى شراء مجموعة من حزم السندات *Mortgage Backed Securities* ووضعها مع بعضها البعض بعد تصنيفها من قبل واحدة من كبريات شركات التصنيف الائتماني وفقاً لدرجة المخاطر، لكي تشكل ما يسمى بحزمة السندات *Pool* وبيعها بعد ذلك في الأسواق المالية المختلفة. كذلك عملت هذه الشركات (SPV) على تجميع مجموعة من حزم السندات ووضعها مع بعضها البعض وتسويقها ككتلة كبيرة تسمى حزمة الحزم *Pool of Pools* والتي قد تبلغ قيمة الواحدة منها مليار دولار أمريكي أو أكثر. وذلك بعد فصل بياناتها المحاسبية عن حسابات هذه الشركات، لكي تتمتع بمزيد من المرونة بعيداً عن الرقابة. يبين الشكل رقم (22) محتوى حزم السندات.

الشكل رقم (22)
محتوى حزم السندات

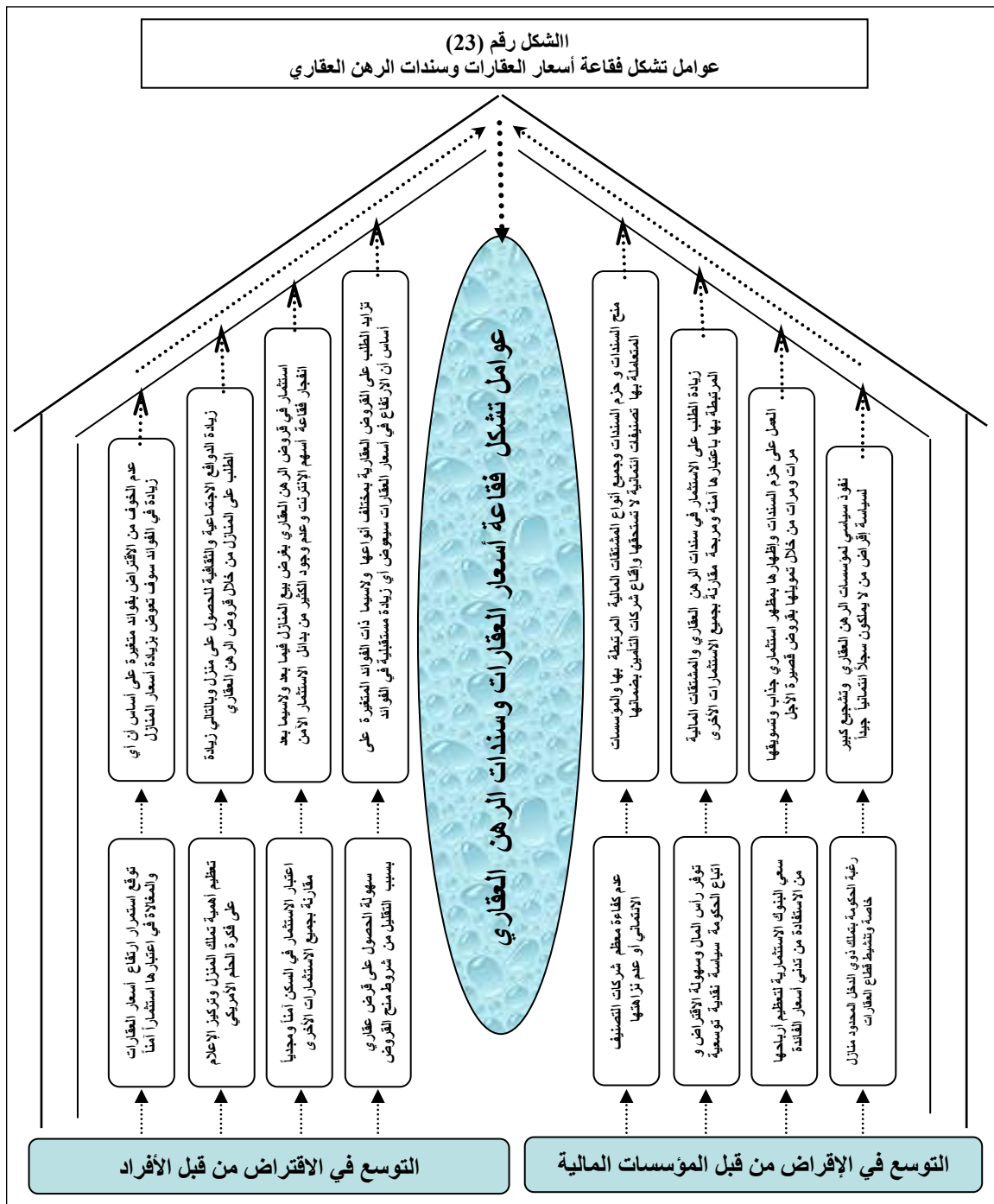


(مصدر الشكل)

Martin Neil Bailly, Robert E. Litan, and Matthew S. Johnson, The Origins of the Financial Crisis, The Initiative on Business and Public Policy, The Brookings Institution Massachusetts Ave, NW, Washington, DC. FIXING FINANCE SERIES – PAPER 3, NOVEMBER 2008 P (23).

ج) مصادر تمويل سندات الرهن العقاري:

إن التمويل الضخم المطلوب لمثل هذه الأصول المالية (حزم السندات) غالباً ما كان يتم من خلال الاقتراض قصير الأجل، حيث تصدر المؤسسات المالية سندات تقليدية بمعدلات فائدة منخفضة بضمان أصولها الضخمة وقوة مركزها الائتماني، وتشتري بقيمة هذه السندات حزماً من سندات الرهن العقاري ذات معدلات فائدة أعلى محققةً بذلك عائداً كبيراً يتمثل بالفرق بين أسعار الفائدة مضروباً بقيمة تلك السندات. ويخلص الشكل رقم (23) آلية تشكل فقاعة أسعار العقارات والسندات والناتج عن توسع كلاً من المؤسسات المالية المختلفة والأفراد في الاقتراض، والأسباب والعوامل المحرصة على ذلك:



د) أسباب انتشار سندات الرهن العقاري:

انتشرت سندات الرهن العقاري بأشكالها المختلفة بسرعة خلال السنوات الممتدة من عام 2000 وحتى عام 2007 وازداد حجمها وقيمتها، فأسعار الفائدة كانت في حدودها الدنيا منذ عام 2000 وحتى عام 2005 وأسعار العقارات كانت تزداد بصورة مضطربة، والوضع الاقتصادي العام كان جيداً، كان الجميع يحقق أرباحاً كبيرة و يعتقد أنه على الطريق الصحيح وأنه بمنأى عن أي مخاطر محتملة، وبالفعل بدت للوهلة الأولى قرارات جميع من تورط بالتعامل في هذه السندات عقلانية وصائبة:

أولاً: المصرف الاستثماري:

استطاع أن ينقل جزءاً كبيراً من المخاطر إلى المؤسسات المالية الأخرى ويولد الكثير من هذه السندات محققاً أرباحاً كبيرة من خلال فروق أسعار الفائدة بين قروض الرهن العقاري التي يقدمها للمقترضين و القروض التقليدية التي يحصل عليها من المؤسسات المالية الأخرى، وهو أيضاً ضامنٌ للمخاطرة المالية المترتبة على ارتفاع أسعار الفائدة الفدرالية وبالتالي ارتفاع تكلفة قروضه التقليدية من خلال اشتراطه على المقترض لقرضه العقاري بأن يتحمل هو ذاته مثل هذا الارتفاع (سندات الفوائد المتغيرة (Adjustable Rate Mortgages)). كما أنه ضامنٌ لقيمة هذه السندات من خلال قدرته على استملاك أي عقار يتخلف أصحابه عن دفع الأقساط المترتبة عليهم، علاوة على ضمان شركات التأمين للكثير من هذه السندات.

ثانياً: المقترض:

اعتقد أنه يمتلك منزلاً جيداً، تزداد قيمته مع الوقت و لم يدفع من ثمنه سوى القليل، وهو يستطيع في أسوأ الأحوال أن يبيع هذا المنزل ليسدد ما تبقى عليه من أقساط، ويحصل على المبلغ المتبقي من ثمنه مضافاً إليه الأرباح المحققة من الزيادة في قيمته.

ثالثاً: وكالات الرهن العقاري (الاتحادية):

كانت جميع أنشطتها مدعومة من الحكومة الأمريكية وبتشجيع من المصرف الاحتياطي الفدرالي، فهي تشجع عمليات الحصول على قروض ميسرة لشراء منازل مقابل رهنها وكذلك تقوم بشراء السندات من المصارف الاستثمارية وإعادة بيعها أو الاستفادة من عوائدها، وتحقق بذلك مجموعة من الأهداف منها:

- 1) دفع الاقتصاد الأمريكي عن طريق تنشيط أعمال البناء.
- 2) الحصول على مردود كبير من خلال شراء السندات لصالح مصارف الاستثمار مقابل عمولات أو من خلال تمويلها المباشر لمثل هذه السندات، عن طريق قروض قصيرة الأجل.
- 3) تلبية مطالب الحكومة الأمريكية بتسهيل قروض الإسكان لجميع المواطنين الأمريكيين، بتكاليف معقولة، ولفترات زمنية طويلة.

رابعاً: شركات التأمين:

ضمنت هذا النوع من السندات لكونه صادراً عن بنوك استثمارية عريقة ويحمل تصنيفاً ائتمانياً جيداً ممنوحاً من قبل أفضل وكالات التصنيف في العالم، علاوة على أنه مضمون بأفضل الأصول العقارية، ويدر عائداً جيداً. وقد استطاع المؤمنون على سندات الرهن العقاري كشركة (AIG) أن يحققوا أرباحاً كبيرة خلال عدة سنوات، من خلال برامجهم التأمينية إلا أن هذه الأرباح لا تقارن بحجم الخسائر الضخمة التي لحقت بهم بعد الأزمة¹.

خامساً: المستثمرون في شراء مثل هذه السندات:

كانوا على قناعة بأن هذه السندات بأنواعها المختلفة كانت عبارة عن أصول مالية صادرة عن بنوك استثمارية ذات سمعة ائتمانية حسنة، أو عن وكالات فدرالية تابعة للحكومة الأمريكية وبالتالي مدعومة من قبلها، وهي قابلة للتداول في أسواق المال الثانوية على مستوى العالم وتدر عائداً معقولاً، وهي غير عالية المخاطر كونها تحمل تصنيفاً ائتمانياً جيداً وضماناً عقارياً مباشراً، علاوة على أنها مضمونة من قبل بعض أكبر مؤسسات التأمين في العالم.

كانت الأمور تجري على ما يرام ولم تكن أزمة الرهن العقاري (بالشكل الذي حدثت به) تخطر في بال أشد الاقتصاديين تشاؤماً، وحتى أولئك الذين تنبؤوا بحدوث الأزمات لم تكن تنبؤاتهم على مستوى الحدث. وقد أكدت سلامة الوضع الائتماني أيضاً جميع النماذج الرياضية التي كانت متبعة لحساب المخاطر، والتي كانت معظم المؤسسات المالية الكبرى تتبنى نتائجها. إلا أن فقاعة سندات الرهن العقاري والمشتقات المالية المرتبطة بها قد انفجرت وسببت سلسلة من الأزمات المالية الأخرى في الولايات المتحدة الأمريكية وفي مناطق أخرى كثيرة من العالم.

المطلب الرابع: ظهور بواذر الأزمة وتدايها وأبرز ضحاياها:

أ) ظهور بواذر الأزمة:

لاحق أولى بواذر الأزمة عندما قرر مصرف الاحتياطي الفدرالي بأن يرفع أسعار الفائدة لمواجهة التضخم والحد من تدفق الكتلة النقدية، وبالفعل فقد رفع أسعار الفائدة بشكل متواصل ومتدرج من 1% إلى 5.25% (من أواخر عام 2004 وحتى بداية عام 2007) كما يبين الشكل السابق رقم (20) وقد أدى ذلك إلى:

- (1) ارتفاع تكلفة القروض وهو ما حد كثيراً من رغبة المواطنين في التعاقد مع البنوك الاستثمارية للحصول على قروض عقارية جديدة.
- (2) ارتفاع الأقساط المطلوبة من المقترضين الملتزمين بسداد سندات الرهن العقاري ذات الفوائد المتغيرة سالفة الذكر (Mortgages Adjustable Rate).

¹ G.Morgenson, "Behind Insurer's Crisis: Blind Eye to a Web of Risk.", New York Times (9/28/2008):

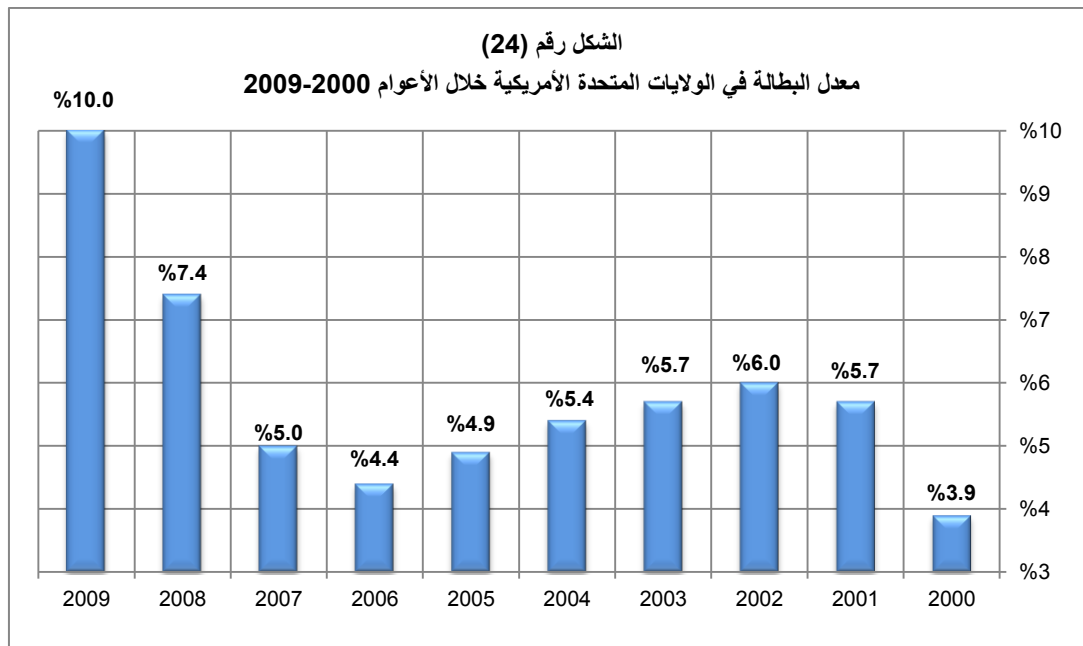
http://www.nytimes.com/2008/09/28/business/28melt.html?_r=1&ref=michael_r_milken

- (3) حدوث انخفاض تدريجي في أسعار العقارات، نتيجة للانخفاض التدريجي في الطلب على العقارات الجديدة، بسبب الارتفاع التدريجي لتكاليف الاقتراض، والارتفاع التدريجي في عرض العقارات القديمة بسبب فشل بعض المقترضين في دفع الأقساط المترتبة عليهم، وإصرار أصحاب هذه السندات على نزع ملكية العقارات وعرضها للبيع لاسترجاع قيم سنداتهم.
- (4) شعور المقترضين بالغبن الذي وقع عليهم عند توقيع اتفاقية سند الرهن وتخلف بعضهم عن السداد طوعاً أو كرهاً، ففي الوقت الذي يطلب منهم أن يدفعوا أقساطاً متزايدة بسبب ارتفاع أسعار الفائدة، يرون أن أسعار عقاراتهم تتجه نحو الانخفاض، إذ أن الأقساط المترتبة على بعض العقارات أصبحت أكبر من قيمة العقارات نفسها.
- (5) تدني أسعار سندات الرهن العقاري نتيجة لزيادة عرضها وانخفاض الطلب عليها وذلك بسبب زيادة حالات التخلف عن السداد. وتقلص الهامش بين أسعار الفائدة على هذه السندات وأسعار الفائدة على سندات أخرى ذات تصنيفات ائتمانية أعلى كسندات الخزينة الأمريكية، لاسيما وأن هذه السندات كانت منتشرة في جميع أنحاء العالم ولا أحد يعلم ما هو حجم الخسائر المتوقعة من الاستثمار في اقتنائها.
- (6) بداية ظهور خسائر حقيقية لجميع من يمتلكون سندات رهن عقاري بما في ذلك شركات التأمين التي ضمنت هذه السندات.
- (7) سعي المؤسسات الاستثمارية للتخلص مما لديها من سندات رهن عقاري بأي ثمن.
- بدأت نتيجة لذلك زيادة حالات عدم تسديد أقساط القروض، ولاسيما القروض ضعيفة الجدارة الائتمانية، وهبوط أسعار العقارات، و تنامي الإحساس بعدم الثقة في البنوك والمؤسسات المالية المانحة للقروض، وبدأ بعض المودعين بسحب أرصدهم، وبدأت الأزمة بالتفاقم. ففي تموز 2007 تم حجز الرهن (Foreclosure) لأكثر من 180000 مالك بسبب عدم قدرتهم على سداد القروض العقارية، أي بزيادة 93% عن العام السابق، وفي كانون الثاني 2008 قام مصرف بانك أوف أميركا (Bank of America) بالاستحواذ على مصرف كنتري وايد فاينانشال (Country Wide Financial) وهو أحد أكبر مقرضي الرهون العقارية. ثم أعلنت شركة فاني ماي (Fannie Mae) أكبر وكالات الرهن العقاري في الولايات المتحدة عن خسائر بقيمة 3.55 مليار دولار في الربع الأخير من عام 2007، وهو ثلاثة أضعاف ما كان متوقعاً، حتى جاء الحدث الأكبر في هذه الأزمة وهو الإعلان عن إفلاس مصرف ليمان براذرز (Lehman Brothers) وهو المصرف الاستثماري الخامس في العالم بعد فشل جهود المسؤولين الأمريكيين في وزارة الخزانة والاحتياطي الفيدرالي لإنقاذه. وشكل هذا الحدث بداية رمزية للأزمة المالية العالمية، وقد كان هذا المصرف العريق من المؤسسات المالية القليلة التي نجت من كساد عام 1929.

وقد منح مصرف الاحتياطي الفدرالي في الشهر نفسه تسهيلات ائتمانية تقدر قيمتها بـ85 مليار دولار لأكبر شركة تأمين في العالم AIG (American Internal Group) وذلك لانتشالها من إفلاس محقق، مقابل تملكه أسهماً بقيمة 79.9% من حقوق ملكية الشركة وهو ما يشبه عملية التأمين. ونتيجة لهذه الأحداث انخفض مؤشر داو جونز المعبر عن أكبر 30 شركة صناعية في الولايات المتحدة من 14198 نقطة في تشرين الأول من عام 2007، ليصل في آذار 2009 إلى 6547 نقطة، أي بانخفاض 54%، كما انخفض مؤشر الأس آند بي 500 (S&P 500) المعبر عن أسهم أكبر 500 شركة في الولايات المتحدة من 1565 نقطة ليصل إلى 676 خلال الفترة نفسها بانخفاض 57%¹.

كما انخفض الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بمعدل 0.7% في الربع الأول من عام 2008، ولكن عاد ليزداد في الربع الثاني بنسبة 1.5%. إلا أنه اعتباراً من الربع الثالث من عام 2008 وحتى نهاية الربع الثاني من عام 2009 عاد للانخفاض المتواصل وأدى إلى دخول الاقتصاد الأمريكي في حالة الكساد.

ونتيجة لذلك، فقد أخذت معدلات البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية تزداد بصورة كبيرة، حيث تضاعفت خلال أقل من عامين من 5% في كانون الثاني من عام 2008 حتى 10% في كانون أول من عام 2009. كما يبين الشكل رقم (24).



(مصدر البيانات)

قاعدة بيانات مكتب العمل الأمريكي (مسجلة في نهاية شهر كانون الأول من كل عام):

Data extracted on: May 9, 2010 (Labor Force Statistics from the Current Population Survey:

Bureau of Labor Statistics, <http://www.bls.gov>

¹ خالد حنفي، أيمن رجب، إسلام عبد الباري، الاقتصادات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، (المائدة المستديرة) النظام النقدي العالمي بعد الأزمة العالمية (رؤية عربية)، مرجع سبق ذكره، ص (8-9).

ب) التحول إلى أزمة سيولة ثم إلى أزمة عدم قدرة على السداد*:

دفعت أزمة شح السيولة والتوقعات السلبية المبررة إلى زيادة تردي أوضاع بعض المؤسسات المالية الكبرى مثل (AIG, Bear Stearns, Lehman Brother) ثم إلى إعلان إفلاسها أو الاندماج في شركات أخرى أو طلب المساعدة الحكومية خوفاً من الانهيار. هذا الفشل كان نتيجةً لانخراط هذه المؤسسات في عقود إقراض أو مبادلات سببت لها خسائر كبيرة. على سبيل المثال حصلت أزمة سيولة في شركة التأمين العملاقة (AIG) بعد أن أمنت على كمية كبيرة من سندات الرهن العقاري بواسطة مبادلات القروض غير القابلة للسداد (CDS) Credit Default Swaps.

أدى تفاعل هذه الأحداث وبداية ظهور حالات إفلاس إلى حدوث أزمة سيولة، فلا أحد من المقرضين يثق بقدرة طالب القرض على السداد خوفاً من أن يكون من المستثمرين الكبار في سندات الرهن العقاري المتعثرة أو المشتقات المالية المرتبطة بها، لاسيما وأن معظم المتعاملين في مثل هذه الأصول لا يصرحون عنها في حسابات شركاتهم المخصصة للنشر وإنما يفردون لها حسابات خاصة.

لم تكن تلك حال المؤسسات المالية الصغيرة فقط بل شملت أيضاً معظم المصارف والمؤسسات المالية الكبيرة على مستوى العالم. فمعظم هذه المؤسسات تتبادل القروض قصيرة الأجل لتغطية نفقاتها قصيرة الأجل، وذلك مقابل فوائد قليلة جداً لقدرتها الكبيرة على الوفاء، ووجود حالة الشك هذه أدت إلى صعوبة الإقراض وبالتالي ارتفاع تكلفته أكثر، وأصبح المقرض يطلب معدلات فائدة أعلى و ضمانات سداد أكثر بكثير مما جرت عليه العادة، وهو ما شكل بداية خلل في آلية انسياب السيولة في النظام المالي العالمي برمته، ودفع بالكثير من المصارف المركزية في العالم إلى التدخل وذلك باستخدام جميع أدوات السياسة النقدية المتاحة لديها كزيادة الإصدار النقدي، وتخفيض الاحتياطي الإلزامي للمصارف التجارية، وضمان الودائع، وتخفيض أسعار الفائدة، وضخ مئات المليارات من عملاتها الوطنية في شرايين اقتصادها لمواجهة أزمة شح السيولة، إلا أن كل ذلك لم يجد نفعاً فالأزمة لم تكن فقط أزمة سيولة وإنما رافق هذه الأزمة أيضاً أزمة عدم قدرة على السداد كما ورد سابقاً، إذ أن المستثمرين لم يكونوا فقط غير قادرين على تسهيل أصولهم، وإنما فقدت هذه الأصول الكثير من قيمتها.

وقد زادت أزمة الثقة من حدة أزمة السيولة بين المؤسسات المالية نتيجةً لشك المقرضين بعدم قدرة طلاب القروض على السداد بسبب احتمال أن يكون لديهم الكثير من الأصول المالية المسمومة. كلما تراجع أداء المؤسسات المالية أكثر وحقت خسائر أكبر، كلما زادت تكلفة اقتراضها، فالجهة القادرة على الإقراض تفضل عدم التخلي عن السيولة إلا بطلب فوائد عالية وصلت إلى أكثر من 8% في أواخر عام 2008¹ وذلك مقابل تحمل مخاطر أكبر، وعدم القدرة على الاقتراض، أو الاقتراض بمعدلات فائدة عالية يزيد من حجم خسائر المؤسسات المالية.

* تحدث أزمة السيولة في مؤسسة ما عند عدم قدرتها على تسهيل أصولها المالية أو العينية بسبب الركود أو انعدام الثقة. أما أزمة عدم القدرة على السداد فتحدث في مؤسسة ما عندما تصبح قيمة أصولها السوقية أدنى من قيمة ديونها.

¹ Moses A, Harrington S. Company Bond Risk Surges on Argentina Default Concerns, Bloomberg (23 October 2008).

أدت هذه الدورة الانكماشية المتواصلة إلى أزمة سيولة (Liquidity Crisis)، ما لبثت أن تحولت إلى أزمة عدم قدرة على السداد (Insolvency Crisis)، وذلك على الرغم من تدخل مصرف الاحتياطي الفدرالي من خلال تخفيض أسعار الفائدة، و ضخ كمية ضخمة من الأموال في شرايين الاقتصاد، فأصول بعض المؤسسات المالية لم تعد تكف لسداد ديونها حتى لو بيعت بأسعار السوق، وهو ما أدى إلى تباطؤ النمو الاقتصادي، وزيادة حالة الركود، وارتفاع معدلات البطالة بسبب زيادة حالات تسريح العمال كنتيجة لإفلاس الشركات أو سعيها لتخفيض نفقاتها.

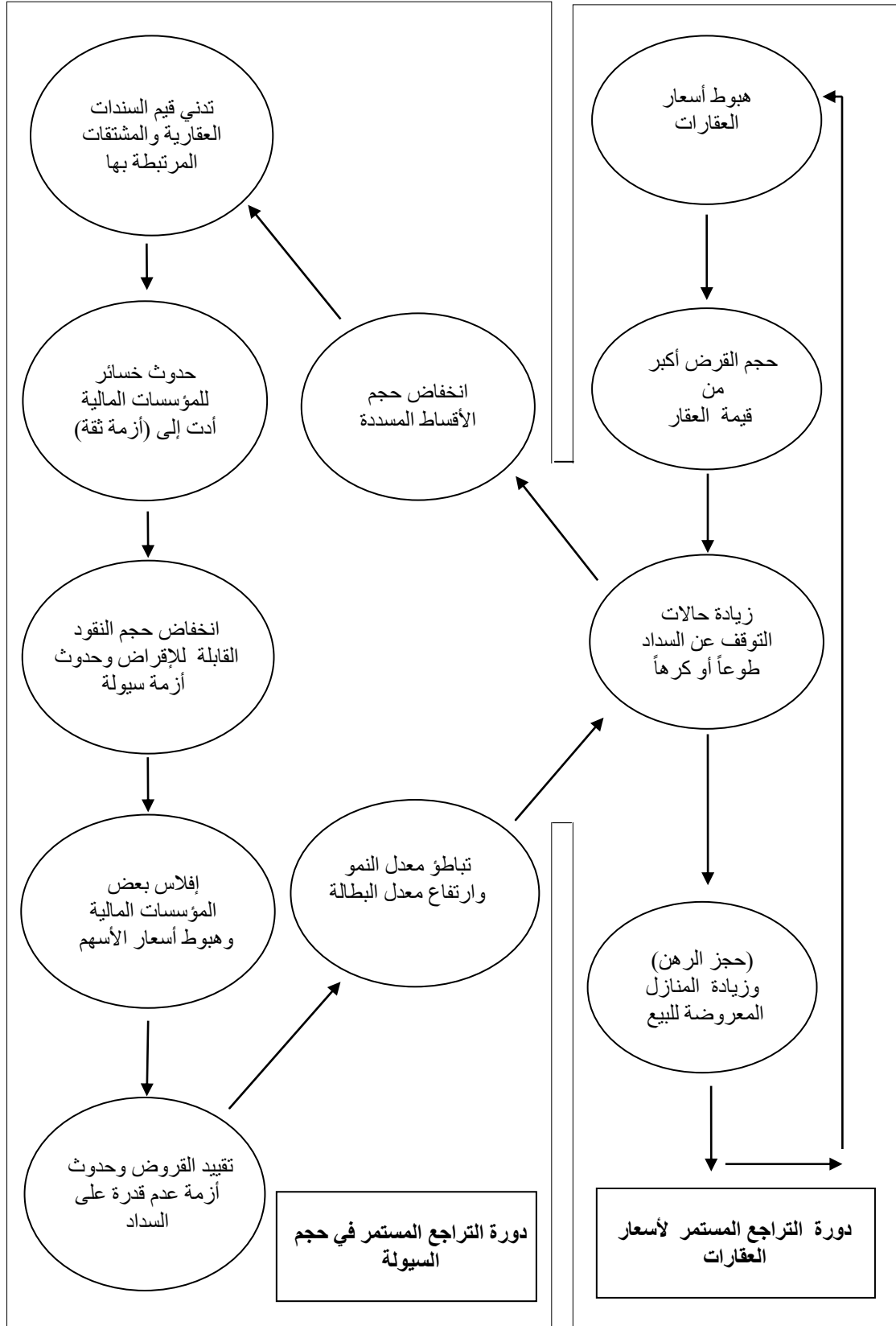
بعد أن كانت أزمة شح السيولة نتيجة لأزمة الرهن العقاري، وتردي أوضاع معظم المؤسسات المالية الكبرى وحصول أزمة ثقة بين المصارف، وركود في النشاط الاقتصادي، عاد التأثير السلبي العكسي لأزمة السيولة وأزمة عدم القدرة على السداد في أزمة الرهن العقاري، من خلال الزيادة الكبيرة في عرض العقارات المرهونة من قبل المؤسسات المالية، وهو ما يؤدي إلى انخفاض أسعارها، هذا الانخفاض يؤدي إلى عدم قدرة أو رغبة المقترضين على سداد أقساط بفوائد أعلى مقابل أصول عقارية ذات قيمة أدنى، وبالتالي عدم قدرة المؤسسات المالية على تحصيل كامل قيم السندات وهو ما يؤدي إلى تعميق أزمة السيولة، وبالتالي استمرار هذه الدورة الانكماشية. يوضح الشكل رقم (25) دورة التراجع المستمر لأسعار العقارات وكيف تتفاعل سلباً مع دورة شح السيولة وعدم القدرة على السداد.

تزداد حالات التوقف عن سداد القروض في مرحلة الركود ويزداد الوضع سوءاً فيما لو كانت العلاوة المقدرة لمخاطرة عدم السداد في أدوات الدين الجديدة أكبر، إذ أن المدينين سوف يشعرون بالإحباط والغبن نظراً لارتفاع الأقساط الواجب عليهم دفعها مقارنة عما كان عليه الحال في السابق، علاوة على تأثر قدرتهم على الإنفاق الاستهلاكي وهذا يعمق حالة الركود أكثر فأكثر، حالة الركود هذه ستزيد من أزمة الائتمان وهذه الدورة المتواصلة قد تؤدي إلى حالة كساد.

في حالة الكساد تزداد معدلات الإفلاس والتوقف عن سداد القروض أكثر فأكثر، مما يدفع المقرضين وضامني القروض إلى رفع علاوة المخاطرة وزيادة الفوائد مقابل الإقراض مجدداً وهذا بالطبع سيزيد من احتمالات الإفلاس والتوقف عن الدفع، ويصبح في النهاية الكساد خارجاً عن حدود السيطرة ما لم تتدخل الحكومة بمجموعة كبيرة من الإجراءات المالية والنقدية الاستثنائية.

الشكل رقم (25)

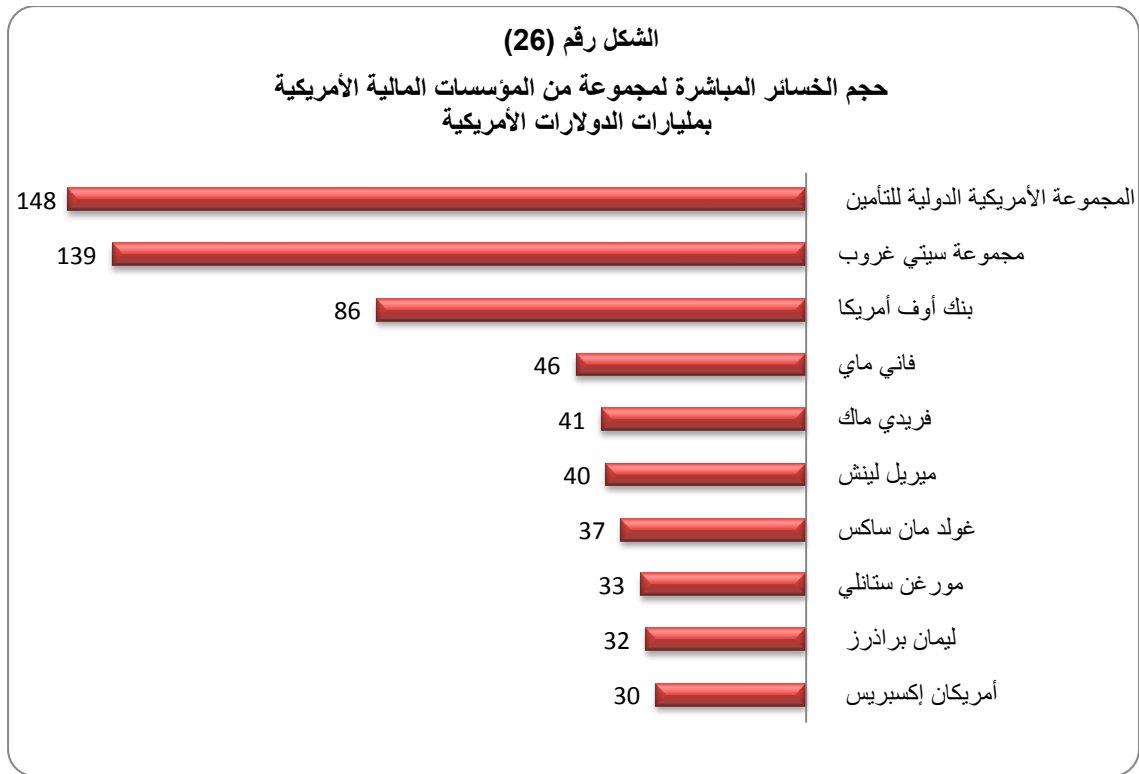
دورة التراجع المستمر لأسعار العقارات ودورة التراجع المستمر لحجم السيولة (والتفاعل بينهما)



ج) أبرز ضحايا الأزمة:

لم يقتصر التأثير السلبي لأزمة الرهن العقاري على المصارف الاستثمارية ووكالات الرهن العقاري وحملة سندات الرهن العقاري بأنواعها المختلفة، وإنما طال أيضاً صناديق التحوط والصناديق السيادية وشركات التأمين، ثم انتقلت عدوى الخسائر والإفلاس إلى قطاع الاقتصاد العيني.

كانت حزمة حزم سندات الرهن العقاري Pool of Pools والتي تقدر قيمتها بمئات المليارات من الدولارات تمول بقروض قصيرة الأجل، وعدم قدرة المؤسسة المالية الحاملة لمثل هذه الحزم على تجديد هذه القروض يعني القضاء على معظم أصولها، فهي لن تستطيع أن تبيعها بسرعة وبسعر معقول، في الوقت الذي يتوجب عليها سداد قروضها قصيرة الأجل والتي تعتبر ديوناً ممتازة مضمونة بأصول المؤسسات المالية ذاتها. وهذا ما دعا الكثير منها إلى تصفية أصولها والاندماج في مصارف أخرى (تم شراء مصرف الأعمال الأمريكي بيرن ستيرن من قبل مصرف جي بي مورغان) أو إشهار إفلاسها (مصرف ليمان براذرز)، أو طلب دعم حكومي (مجموعة سيتي غروب)، يبين الشكل رقم (26) الخسائر الضخمة التي منيت بها بعض المصارف والمؤسسات المالية الأمريكية.



(مصدر البيانات)

فؤاد حمدي بسيسو، إصلاح النظام النقدي والمالي الدولي، الاقتصادات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، بيروت، 19-20 كانون الأول 2009، ص20:
نقلاً عن مجلة الاقتصاد والأعمال لشهر تشرين الأول، العدد 346، ص56.

المطلب الخامس: دور المشتقات المالية في الأزمة:

أ) تبادل القروض غير القابلة للسداد (Credit Default Swaps):*

لكي تستطيع المصارف الاستثمارية بيع سندات الرهن العقاري ضعيفة الجدارة الائتمانية أقنعت هذه المصارف شركات التأمين بالتأمين على هذه السندات بأشكالها المختلفة، وذلك بموجب اتفاقيات تؤمن شركات التأمين من خلالها على تلك السندات وتضمن سدادها مقابل فوائد من خلال أدوات تدعى تبادل القروض غير القابلة للسداد (Credit Default Swaps) CDs والتي تعتبر من أهم هذه الأدوات وأكثرها سُمِيَّةً، وبذلك يتحقق للمستثمر في مثل هذه الأدوات هدفان مهمان:

أولاً: يحصل المشتري لعقد تبادل القروض غير القابلة للسداد على تعويضات مالية من شركات التأمين قد تماثل أو تفوق بكثير قيمة السندات المضمونة في حال تخلف المدينين بهذه السندات عن السداد (وفقاً لشروط عقد التأمين CDS).

ثانياً: تعطي هذه العقود قوة ائتمانية أكبر للسندات وبالتالي تصنيفاً ائتمانياً أعلى يقنع الآخرين بشرائها (فقط عندما يكون المشتري للعقد هو نفسه الدائن بالسند). وبذلك يمكن القول بأن عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد هي عقود مالية مشتقة يتم التعاقد 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 المضمن كلياً أو جزئياً¹.

لتوضيح مفهوم مبادلات القروض غير القابلة للسداد بصورة أكثر تفصيلاً يمكن الاستعانة بالمثل التالي:

لنفترض أن مستثمراً ما أبرم عقداً لتبادل القروض غير القابلة للسداد (CDS) مع مؤسسة مالية ما (المستثمر هو المشتري للعقد وشركة التأمين هي البائع لهذا العقد)، وهذا العقد مرتبطٌ بسند يثبت ديناً على شركة ما لصالح هذا المستثمر أو لصالح أي دائن آخر.

يلزم هذا العقد المستثمر بدفع أقساط شهرية ثابتة لشركة التأمين، ويتلقى منها دفعة نقدية كبيرة في حال عدم قدرة الشركة المدينة على سداد أي من أقساط الدين المطلوبة منها، وينتهي بذلك هذا العقد.

فإن كان المستثمر هو الدائن للشركة بهذا الدين فيمكن أن نعتبر العقد بمثابة حماية حقيقية من مخاطر عدم السداد التي قد يتعرض لها المستثمر وهو مشابه جداً لعقود التأمين التقليدية. أما إن لم يكن المشتري للعقد دائناً للشركة فيكون عقد ضمان الدين في هذه الحالة عقد مقامرة لتحقيق أرباح من جراء المراهنة على فشل الشركة في أداء ديونها، ومعظم التزامات الدين المضمونة هي من هذا القبيل.

* تم التعريف بهذه الأداة في الفصل الثالث من هذا البحث، وتحديداً في المطلب الثالث من المبحث الثالث.

¹ Derivatives and Alternative Investments: CFA Institute. Pearson Custom Publishing, Boston, 2008. P.11

فلو كانت قيمة سند القرض مساوية لـ \$1200000 مليون ومائتي ألف دولار ومجموع دفعات المستثمر لعقد تبادل القروض غير القابلة للسداد (CDS) 1% سنوياً (مئة نقطة أساس) فإن عليه أن يدفع سنوياً مبلغ: \$12000 (\$1200000 * 1% = \$12000)

فلو كانت مدة العقد سنة واحدة وعدد الأقساط الشهرية 12 اثنا عشر قسطاً فإن على المشتري للعقد أن يدفع 1000 دولار شهرياً لمدة سنة واحدة دون أي مقابل فيما لو لم يتعثر المدين بموجب سند القرض عن السداد.

أما لو تعثر المدين عن السداد في منتصف الشهر الثامن مثلاً فإن المستثمر في العقد سيتوقف عن دفع الأقساط وسيتلقى من شركة التأمين والتي تمثل الطرف البائع للعقد مبلغاً مساوياً لقيمة سند القرض محسوماً منه الأقساط المدفوعة، فلو افترضنا أن قيمة هذه الأقساط حتى تاريخ التعثر عن الدفع كانت \$800000 ثمانمائة ألف دولار أمريكي فيكون من حق المستثمر في العقد أن يحصل من البائع على مبلغ أربعمائة ألف دولار أمريكي:

$$\$400000 = \$800000 - \$1200000$$

وهو المبلغ الذي لازال مستحقاً بموجب سند القرض.

ويحصل بذلك على عوائد صافية مقدارها:

$$\$392000 = \$8000 - \$400000$$

وينتهي بذلك عقد تبادل القروض غير القابلة للسداد عند توقف المدينين بسند القرض عن السداد (منتصف الشهر الثامن).

لا تكمن الخطورة في هذا النوع من المشتقات المالية فقط في أنها عمليات مقامرة يترتب عليها غرر وإنما يتعدى ذلك إلى سعي المراهنين على إفلاس بعض الشركات إلى بذل كل ما يستطيعون في سبيل إفلاسها فعلاً، فلو أن مجموعة من 1000 مراهن بينهم عدد من الشركات المالية الكبيرة وصناديق التحوط اشتروا من شركة التأمين العالمية (AIG) عقود ضمان سند لمصرف أمريكي إكسبريس تضمن أن يسدد المصرف قيمة هذا السند على 10 دفعات شهرية بدءاً من تاريخ العقد، ففي حال انتهاء مدة العقد دون أن يتخلف المصرف عن سداد أي من هذه الدفعات العشرة فإن شركة التأمين سوف تتلقى مبالغ نقدية من 1000 مستثمر تشكل مجملها إيرادات شبه صافية، أما في حال تخلف هذا المصرف عن سداد أي من هذه الدفعات الشهرية المترتبة على السند فهي بذلك سوف تلتزم بأن تعيد إلى كل مراهن مبلغاً يعادل مجمل الدفعات التي تخلف المصرف عن سدادها، وهذا يعني أن هؤلاء المراهنين سوف يكونون في غاية السعادة فيما لو أعلن المصرف إفلاسه، وقد يساهم بعضهم وبشكل متعمد في تسريع إفلاسه لاسيما إن كان مضارباً يتمتع بقدرة مالية كبيرة جداً كـ بعض صناديق الاستثمار أو التحوط الضخمة.

أي أنه في حال رهن كل من الألف مستثمر على سند بقيمة مئة ألف دولار مقابل عقد تبادل قروض غير قابلة للسداد لمدة عشرة أشهر بقيمة مئة دولار شهرياً، ولم يتخلف المصرف عن تسديد جميع دفعات هذا السند فإن شركة التأمين سوف تحصل على مبلغ مليون دولار كدخلٍ شبه صافٍ:
القسط الشهري الذي ستحصل عليه * عدد الأشهر * عدد المستثمرين =

$$\$1000000 = 1000 * 10 * \$100$$

أما إن تخلف المصرف عن سداد القسط الخامس مثلاً فإن شركة التأمين عليها أن تدفع لكل من الألف مرهن جميع الدفعات الشهرية المتبقية للإيفاء بكامل قيمة السند والبالغة ست دفعات، وذلك من تاريخ توقف المصرف عن السداد :

$$\text{قيمة أقساط سند الدين غير المسددة} * \text{عدد المستثمرين} =$$

$$\$60000000 = 1000 * \$60000$$

وبذلك تكون خسائرها الصافية من جراء هذه العقود ستاً وخمسين مليون دولار:

$$\$56000000 = (1000 * \$60000 \text{ مستثمر} - (100 \$ (\text{قسط شهري}) * 4 (\text{أشهر}) * 1000 \text{ مستثمر}))$$

وإيرادات كل مستثمر ست وخمسون ألف دولار:

$$\$60000 - (100 \$ * 4 \text{ أشهر}) = \$56000$$

تَظَوُّرُ حجم عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد ووصولها إلى أرقام فلكية يعني بالتأكيد أن مجموع قيم هذه العقود قد أصبحت أكبر بكثير من مجموع قيم ديون السندات المرتبطة بها ذاتها، على سبيل المثال¹ قدرت الديون المستحقة على مصرف ليمن برانرز عند إشهار إفلاسه بتاريخ 14 أيلول 2008 بمبلغ 155 مئة وخمس وخمسين مليار دولار، في الوقت الذي بلغت فيه عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد المتعلقة بهذه الديون 400 أربعمائة مليار دولار أمريكي، ذلك لأن الكثيرين ممن اشتروا هذه الأصول لم يكونوا دائنين بتلك الديون وإنما اشتروها فقط لغرض المقامرة.

لعل السبب الرئيس للانفصال بين الاقتصاد العيني والاقتصاد المالي هو نمو هذا النوع من المشتقات المالية بصورة متسارعة لم يسبق لها مثيل، وقد أصبح من الواضح جداً أن هذه المشتقات تسبب أضراراً فادحة للاقتصاد ووقوداً فعالاً للتضخم والأزمات المالية وسوء التوزيع، وهذا ما دعى المضارب الشهير وارن بوفت (Warren Buffet) إلى وصفها بأنها أسلحة دمار شامل مالية كما جاء في خطابه عام 2002 إلى حملة أسهم شركة بيركشير هاثواي (Berkshire Hathaway)²:

¹ Michael Edwards, Settlement Auction for Lehman CDS: Surprises Ahead? (10/10/2008), Available:

<http://seekingalpha.com/article/99286-settlement-auction-for-lehman-cds-surprises-ahead>

² Toby Birch, The role of derivatives in the credit crisis, paper was written to Al-Baraka Group in there conference in 6-7 September 2008, P(46).

((من وجهة نظرنا أن المشتقات عبارة عن أسلحة مالية للدمار الشامل، تحمل في طياتها أخطاراً كبيرة هي الآن غير مرئية ولكنها مميتة.))

كما حذر الخبير المالي والمضارب جورج سوروس (George Soros) من التعامل بالمشتقات لأن طريقة عملها حتى الآن لا يمكن فهمها، وكذلك وصفها المصرفي الشهير فيليكس جي روتيان (Felix G. Rohatyn) بأنها قنابل هيدروجينية كامنة¹.

لم يكن الجميع مع هذا الرأي فقد كان لمدير المصرف الاحتياطي الفدرالي الأمريكي السابق ألن جرينسبان (Alan Greenspan) وجهة نظر أخرى فقد كان يرى أن مشتقات الائتمان عبارة عن آليات ممتازة في توزيع المخاطر و تجعل الوصول للائتمان سهلاً و ميسراً، وقد اعترف بأنه أبعد سوق المشتقات المالية عن التحكم والرقابة الحكومية خلال فترة توليه لمنصبه، وقد صرح في حديث له عام 2004²:

" المشتقات و الأدوات المالية المركبة الأخرى قد أسهمت في تطوير نظام مالي أكثر مرونة وكفاءة و فعالية مما كان عليه الوضع قبل ربع قرن." وقد مضى قائلاً و في نفس الحديث:

"إن آلية تفتيت المخاطر قد مكّنت أكبر المصارف المتقدمة من التخلص من كثير من مخاطر الائتمان عن طريق نقلها إلى مؤسسات ليس لها روافع مالية كافية، أي ذات موارد مالية قليلة."

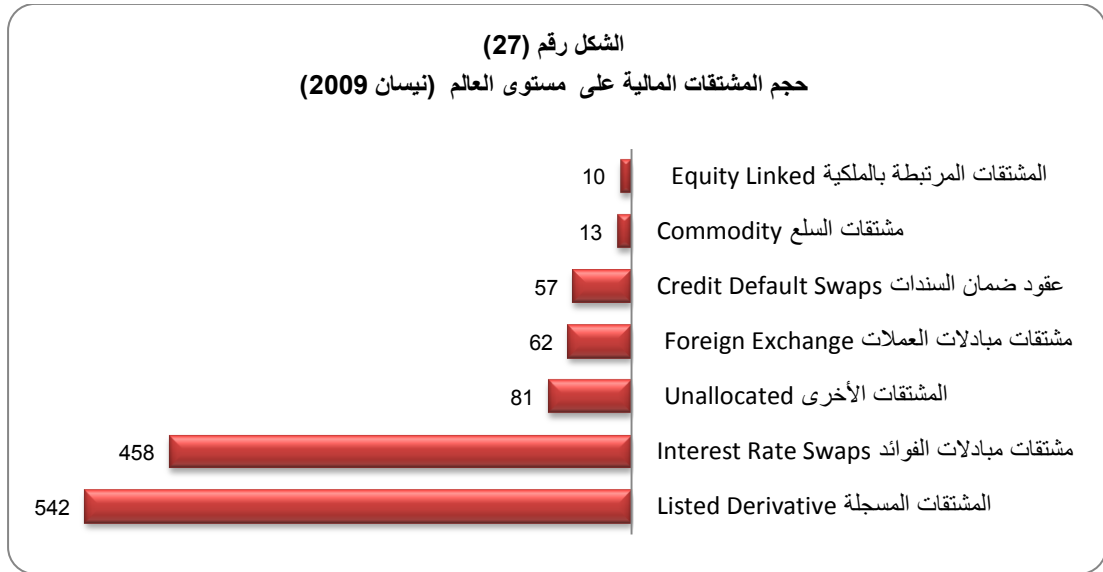
إلا أن الأزمة المالية العالمية قد أثبتت أن هذه الأدوات قد ركزت المخاطر ولم تفتتها، فتمكّن المصارف من نقل هذه المخاطر إلى الآخرين قد مكنها من زيادة حجم الروافع المالية بصورة غير مسبقة، ومن المعلوم أنه كلما زاد حجم الرفع المالي لمؤسسة مالية ما كلما تركزت المخاطر فيها. ومع أن للمشتقات المالية فوائد كثيرة لبعض المتعاملين إلا أن هذه الفوائد تبقى فقط على المستوى الجزئي بينما تسبب أضراراً فادحة على المستوى الكلي كعمليات المقامرة تماماً. وقد أثبتت الأزمة صحة مقولة وارن بوفت بأن المشتقات الائتمانية كانت بالفعل أسلحة دمار شامل مالية على المستوى الكلي مع أنها حققت للبعض وفي أشد أيام الأزمة عوائد خيالية.

¹ Hershey H. Friedman, Linda W. Friedman, The Global Financial Crisis of 2008: What Went Wrong? The University of New York, 2009, P(15).

² Toby Birch, The role of derivatives in the credit crisis, Op.cit, P(45).

(ب) عقود الاختيار والمستقبلات*:

مع أن المشتقات المالية الأخرى غير الائتمانية كعقود الاختيار والمستقبلات وعقود المبادلات غير الائتمانية أقل خطورة على الاقتصاد من المشتقات الائتمانية، إلا أن هذا لا ينفي مقدار الضرر الكبير الذي تسببه للاقتصاد على المستوى الكلي. للدلالة على خطورة المشتقات المالية المتمثلة بعقود الاختيار والمستقبلات وعقود المبادلات، يكفي الإشارة إلى أن حجم هذه العقود تضاعف بصورة كبيرة حيث وصل إلى حوالي 330 تريليون دولار في عام 2005 بعد أن كان حوالي 100 تريليون في عام 1998 وإلى أكثر من 600 تريليون في عام 2008 على أقل تقدير** وهو ما يشكل أكثر من عشرة أضعاف إنتاج العالم (علماً أن نسبة 97% من هذه العقود هي عقود مراهنات)¹ وهذا التضخم الكبير يشكل أحد أهم عوامل انفصال الاقتصاد المالي عن الاقتصاد المادي وتشكل فقاعات الأصول بأنواعها المختلفة. لو أضفنا هذه المشتقات إلى المشتقات الأخرى غير المسجلة لتخطى الرقم الألف تريليون دولار كما يوضح الشكل رقم (27)، علماً أن حصة الولايات المتحدة وحدها تقارب الربع، وأن قيمة المشتقات المتداولة عن طريق البنوك الخمسة الكبرى فيها تقدر بحوالي 277.5 تريليون دولار كما يبين الشكل رقم (28) ويشكل هذا الرقم الضخم 35.76 ضعفاً من قيمة أصولها البالغة 7.76 تريليوناً.



(مصدر البيانات)

Toby Birch, The Role of Derivatives in Creating the Financial Crisis, Op.cit, P(26)

* تم تعريف هذه العقود في الفصل الثالث.

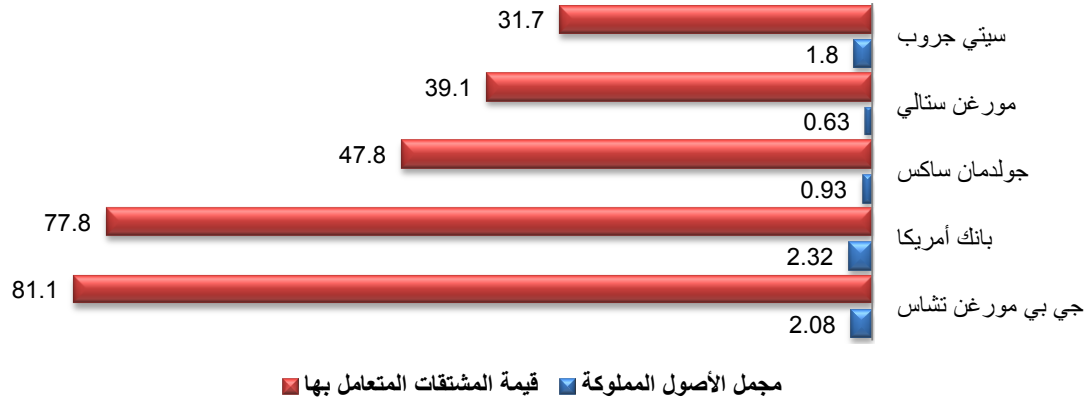
** قد فاق حجم المشتقات المالية في عام 2008 الألف تريليون دولار أمريكي (كوادر ليون دولار) وفقاً لتقرير لبنك التسويات الدولية بينما لم يتخط الناتج المحلي الإجمالي لجميع دول العالم 60 تريليون دولار:

Joseph George Caldwell, The Late Great United States, The Decline and Fall of the United States of America, 17 December 2008, P(171) Posted at Internet web sites: <http://www.foundationwebsite.org> and <http://www.foundation.bw>

¹ أحمد مهدي بلوافي، أزمة عفار أم أزمة نظام؟ مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جدة، 2008، ص 7.

الشكل رقم (28)

قيمة أصول أكبر خمسة بنوك أمريكية والمشتقات المالية التي تديرها
في الربع الأول من عام 2009 (تريليون دولار أمريكي)



(مصدر البيانات)

The Role of Derivatives in Creating the Financial Crisis, Ibid, P(33).

هذا النمو في حجم المشتقات لا يوازيه أي نمو في أي قطاع من قطاعات الاقتصاد الحقيقي إذ أن هذه المشتقات تضاعفت خلال عشر سنوات بمقدار ستة أضعاف بينما زاد الناتج المحلي الإجمالي العالمي بمقدار الضعف تقريباً، كما أصبحت تحركات رأس المال في العالم تساوي أكثر من مئة ضعف لقيمة الإجمالية لحركة التجارة الدولية والاستثمارات المباشرة التي لا تتجاوز 14 تريليون دولاراً سنوياً¹. ضخامة هذه الأرقام المعبرة عن حجم المبادلات المالية مبررة من الناحية الحسابية إذ أنه يمكن للمقامرين أن يراهنوا بمقدار ما يريدون!

لم تتركز هذه الزيادة الضخمة في كمية و قيمة عقود المستقبلات والاختيارات في الولايات المتحدة الأمريكية ودول أوروبا الغربية فقط، بل شملت أيضاً جميع الدول التي تتعامل في مثل هذه العقود، فقد ارتفع عدد عقود المستقبلات المتبادلة بشكل يومي في مؤشر كوريا الجنوبية للمستقبلات (KOSPI 200 Futures) من حوالي 11000 عقداً عام 1996 إلى أكثر من 195000 عقداً في عام 2007 أي بمقدار 16 ضعفاً.

كذلك ارتفع عدد عقود الاختيارات المتبادلة بشكل يومي في مؤشر كوريا الجنوبية للاختيارات (KOSPI 200 Options) بمقدار 318 ضعفاً من حوالي 32000 عقداً في نهاية عام 1997 إلى أكثر من 11076000 عقداً في نهاية عام 2007².

¹ عبد الحليم فضل الله، الجذور الاجتماعية لأزمة السوق العالمية، عالم التجارة، عدد12، 2008، ص 36.

² Byung Chan Ahn, Capital flows and effects on financial markets in Korea: developments and policy responses: Director General, International Department, Bank of Korea, BIS Papers No 44,P(310).

The research is available in The Bank for International Settlements (BIS) website:

<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap44p.pdf>

المبحث الثاني

الأسباب المباشرة لأزمة الرهن العقاري

يوجد خلاف وجدل متواصل حول الأسباب المباشرة لأزمة الرهن العقاري، فيما يلي أبرز هذه الأسباب:

أ) الإفراط في حجم الإقراض العقاري:

أدى انخفاض تكلفة الإقراض في الفترة التي سبقت حدوث الأزمة المالية إلى التوسع في منح القروض لمن لا يستطيعون الوفاء، وهو ما أدى في ما بعد إلى حدوث الكثير من حالات التخلف عن السداد، ولم تقتصر هذه الحالات على الدائنين بسندات الرهن العقاري من الدرجة الثانية (Sub-Prime Mortgages) والتي تقدر قيمتها بين 1 و 1.5 تريليون دولار أمريكي وإنما بدأت تظهر حالات تخلف عن الدفع من المدينين بسندات الرهن العقاري التقليدية والتي تقدر قيمتها بين 9.5 و 10 تريليون دولار أمريكي، علماً أن سندات الرهن العقاري تشكل حوالي 20% فقط من مجمل سوق ديون الولايات المتحدة الأمريكية¹.

ب) حزم وتداول السندات (Securitization Mortgages):

أدت عملية حزم السندات (جمع هذه السندات في مجموعات بعد إعطاء كل سند تصنيفاً ائتمانياً معيناً عن طريق وكالات التصنيف، ثم تقسيم كل مجموعة إلى عدة شرائح وفقاً لتصنيفها الائتماني) و زيادة سرعة تدويلها وتداولها إلى زيادة تركيز المخاطر فيها وفقدان جزء كبير من قيمتها عند التصفية، مقارنة بمجموع السندات قبل حزمها وبيعها ككتلة واحدة، إذ أن بيع أو تصفية أو إعادة جدولة عشرين ألف سند بقيمة خمسين ألف دولار للسند الواحد من قبل مجموعة كبيرة من المستثمرين أسهل بكثير من بيع أو تصفية أو إعادة جدولة حزمة سندات بقيمة مليار دولار من قبل مستثمر واحد، ولا سيما في أوقات الأزمات، وذلك لاتساع حجم سوق وشريحة المتعاملين في السندات قبل الحزم بينما يبقى التعامل في السندات بعد الحزم محصوراً بالمؤسسات المالية وصناديق التحوط، والصناديق السيادية، وقلة قليلة من كبار المستثمرين.

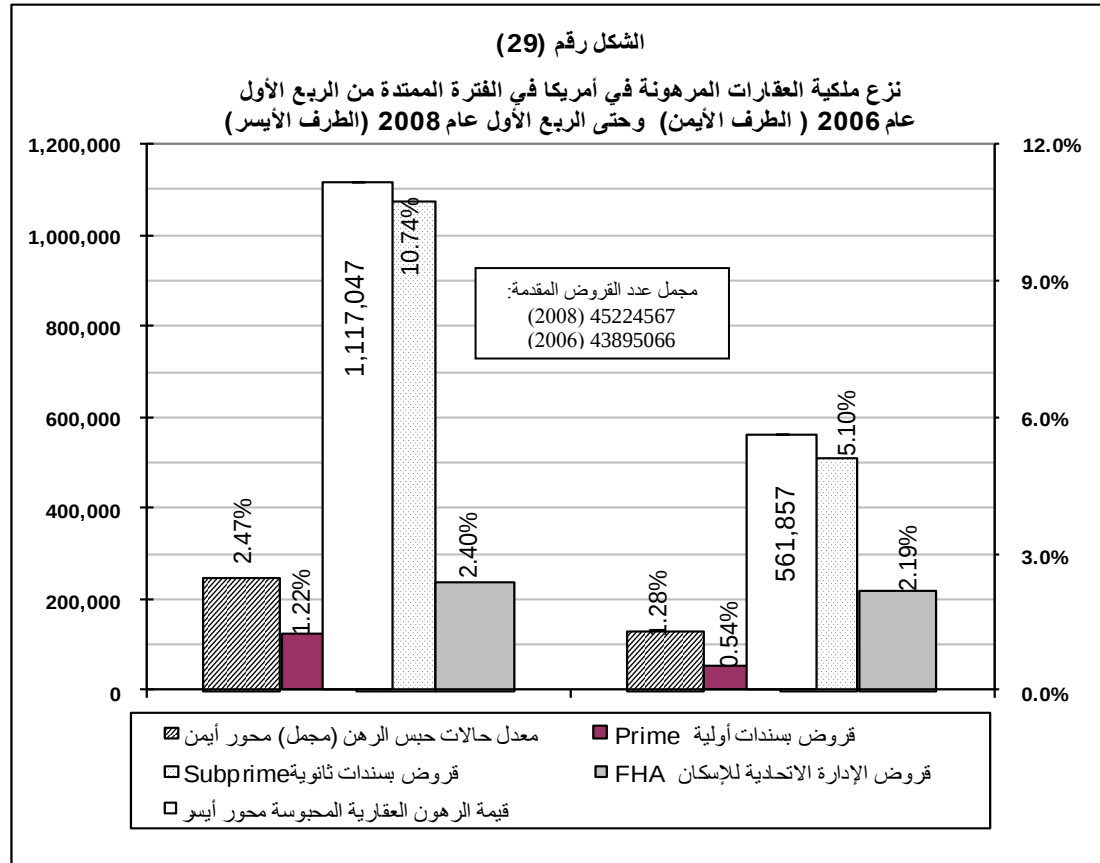
ج) نزع الملكية العقارية:

أدت زيادة عدد حالات التخلف عن سداد أقساط سندات الرهن العقاري إلى زيادة الفوائد المترتبة على المدينين بهذه السندات وذلك وفقاً لشروط العقد، وبالتالي زيادة الأقساط المترتبة عليهم. هذه الزيادة في الأقساط أدت إلى زيادة حالات التخلف عن السداد مرة أخرى، وبالتالي زيادة حالات نزع الملكية العقارية من المدينين لصالح الدائنين وعرض العقارات المرهونة للبيع.

¹ Mark Jacking, Causes of Financial Crisis, Prepared for Members of Committees of Congress, 29/1/2009, The research is available on Air University Web site: <http://www.au.af.mil/au/awc/awcgate/crs/r40173.pdf>

زيادة عرض العقارات أدت إلى انخفاض أسعارها، كما أدت أيضاً إلى تخلي بعض المدينين عن عقاراتهم بشكل متعمد أحياناً (لأن ديونهم أصبحت أكبر من قيمة عقاراتهم)، وأحياناً أخرى لعدم قدرتهم على السداد، أدى ذلك أيضاً إلى زيادة أكبر في المعروض من المنازل وبالتالي انخفاض أكبر في أسعارها، وقد سبب ذلك خسائر كبيرة لكثير من المؤسسات المالية وشركات التأمين والمستثمرين في هذه السندات.

يظهر الشكل رقم (29) الارتفاع الكبير في معدل نزع الملكية العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية والذي واكب حدوث أزمة الرهن العقاري إذ أن هذا المعدل تضاعف خلال عامين (من 1.28% من مجموع القروض المقدمة في الربع الأول من عام 2006 إلى 2.47% في الربع الأول من عام 2008).

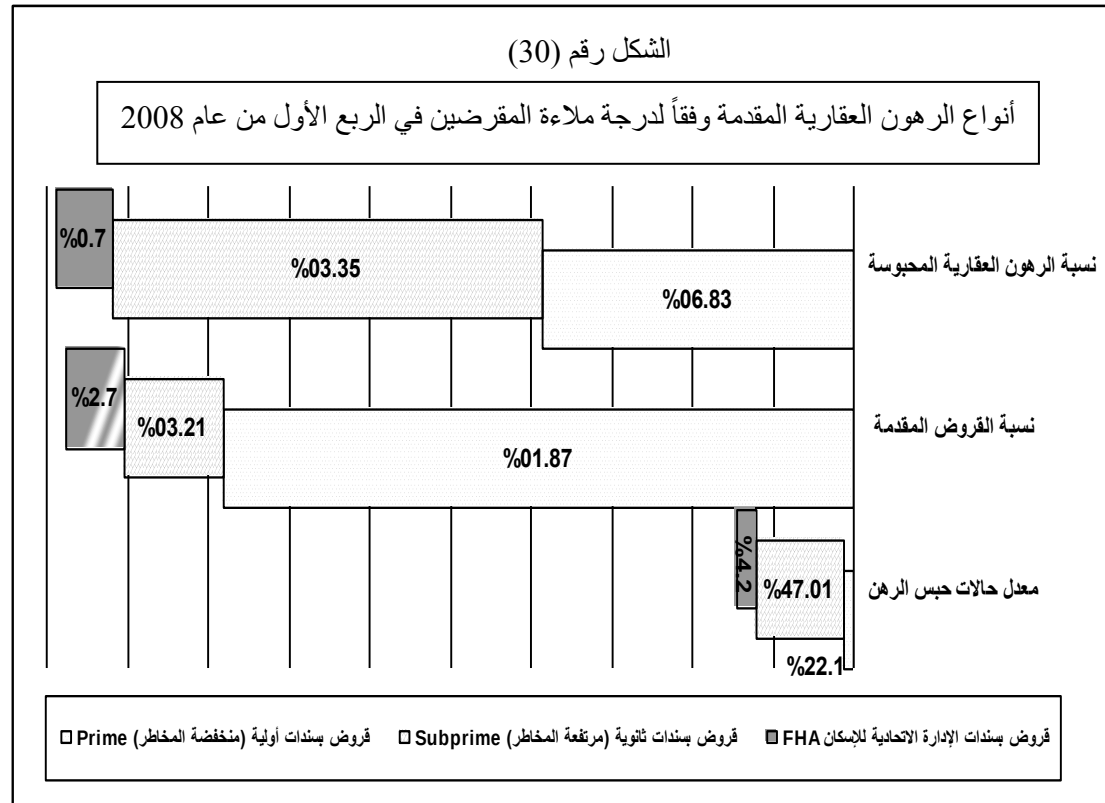


(مصدر البيانات)

Tatom, John, Why is the foreclosure rate so high in Indiana? Networks Financial Institute at Indiana State University, 28 August 2007, p(4), Online at:
<http://mpa.ub.uni-muenchen.de/4674/> (Munich Personal RePEc Archive) MPRA Paper No. 4674.&
 Tatom, John, The U.S. foreclosure crisis: a two-pronged assault on the U.S. economy: Networks Financial Institute at Indiana State University, 31. July 2008, p(3), Online at:
<http://mpa.ub.uni-muenchen.de/9787/> (Munich Personal RePEc Archive) MPRA Paper No. 9787

ومع أن حالات حجز الرهن العقاري كانت تتزايد بقوة في العقارات المضمونة بسندات ثانوية (Sub-Prime Mortgages) من 5.1% إلى 10.74% كما يبين الشكل السابق رقم (29) إلا أن ذلك لم يكن استثناءً، فقد شهدت قروض الرهن العقاري المضمونة بسندات من الدرجة الأولى أيضاً (Prime Mortgages) الكثير من حالات التوقف عن الدفع، تتبعها عملية حجز للرهن، إذ أن حالات حجز الرهن هذه ازدادت في عام 2008 إلى 1.22% بعد أن كانت حوالي 0.54% عام 2006 ولحسن الحظ لم تكن نسبة القروض العقارية الثانوية (عالية المخاطر) من حجم القروض العقارية الكلية كبيرة، فقد بلغت 12.3% فقط.

وبذلك تكون مجمل حالات حجز الرهن العقاري قد ازدادت من الربع الأول لعام 2006 وحتى الربع الأول لعام 2008 من 561857 حالة إلى 1117047 حالة، 53% منها سندات ثانوية (عالية المخاطر) كما يبين الشكل رقم (30).



(مصدر البيانات)

Tatom, John, Why is the foreclosure rate so high in Indiana? Networks Financial Institute at Indiana State University, 28 August 2007, p (4), Online at:

<http://mpira.ub.uni-muenchen.de/4674/> (Munich Personal RePEc Archive) MPRA Paper No. 4674.&

Tatom, John, The U.S. foreclosure crisis: a two-pronged assault on the U.S. economy: Networks Financial Institute at Indiana State University, 31. July 2008, p (3), Online at:

<http://mpira.ub.uni-muenchen.de/9787/> (Munich Personal RePEc Archive) MPRA Paper No. 9787

د) نقص الشفافية والرقابة عند إصدار وتصنيف وتداول سندات الرهن العقاري:

بالنظر إلى السلسلة التي تم من خلالها تسويق بعض قروض الرهن العقاري والمشتقات المالية المرتبطة بها بأشكال غريبة وكميات ضخمة، دون الخوف من عدم قدرة المقترضين على السداد، ومن ثم منحها درجات ائتمانية عالية لا تستحقها بالتعاون مع شركات تصنيف شهيرة، والتأمين عليها ضد مخاطر عدم الدفع عن طريق شركات تأمين عالمية، ومن ثم جمعها على شكل حزم وبيعها في الأسواق العالمية، بالنظر إلى ذلك كله يمكن أن نلاحظ أنّ جميع من ساهموا في هذه العملية كانت تنقصهم الشفافية والرقابة والمحاسبة، إذ أن كلاً منهم كان يحاول أن يحقق أقصى قدر ممكن من الربح بعد أن يلقي بعبء المخاطر على الطرف الآخر، وكان من الواضح تماماً أن مصلحة الفرد لم تخدم مصلحة المجتمع وفقاً لمنطق اقتصاد السوق وفرضية اليد الخفية.

هـ) ملاءمة الإطار القانوني والتشريعي:

قامت الجهات التشريعية في الولايات المتحدة بسن الكثير من القوانين والتشريعات التي تشجع المؤسسات المالية على إبرام عقود واتفاقيات تحمل الكثير من المخاطر، وذلك لإيمانها بقدرة الأسواق اللامحدودة على تنظيم نفسها، من هذه القوانين:

1) قانون العقود الآجلة (CFMA) (Commodity Futures Modernization).

2) قانون غرام ليش بليلي (GLBA) (Gramm - Leach-Bliley).

وقد جاء في هذا القانون مثلاً ما يلي¹:

((لا يوجد في تاريخنا ما يؤكد صحة الفكرة الشائعة في الأسواق والتي تقول إنه كلما ازداد التنظيم كلما قلت الأخطاء، كما أنه لا يوجد أحد يمكن أن يبرهن على صحتها)).

و) إفلات المؤسسات المالية المتعاملة في سندات الرهن العقاري من الرقابة:

تخضع العمليات الائتمانية عادةً للرقابة الحكومية من قبل المصرف الاحتياطي الفدرالي وذلك بمنعها من تمويل قروض طويلة الأجل بقروض قصيرة الأجل، أو من خلال فرض سقف أعلى لحجم الإقراض محددًا بحجم الودائع المصرفية، أو من خلال التحكم بالاحتياطي الإلزامي للمصارف، إلا أن هذا مطبق فقط على المصارف التجارية (مصارف الإقراض) أما مصارف الاستثمار ووكالة الرهن العقاري فهي بمنأى عن مثل هذه الرقابة. كذلك عمدت بعض الشركات إلى نقل كيائها القانوني إلى ما يسمى بالولايات الضريبية* علماً أن كيائها الفعلي يبقى في نفس البلد وتعمل كمستثمر أجنبي، وذلك للاستفادة من الإعفاء الضريبي الذي يتيح مثل هذه الولايات والتكتم على جميع أعمال الشركات سواءً أكانت أعمالاً شرعية أم غير شرعية كعمليات غسيل الأموال.

¹ Eric Lipton and Sephen Labaton, The Reckoning Deregulation Looks Back, Unswayed. New York Times, 16/11/2008.

* بلدان صغيرة أو جزر تتمتع بحكم ذاتي وقوانين خاصة كجزيرة برمودا.

ز) صعوبة فهم الأدوات المالية (التعقيد):

يعتبر التعقيد وصعوبة الفهم أحد أهم محاذير الأدوات المالية التي تم ابتكارها وتداولها¹، وقد أدى إلى عدة نتائج سلبية منها:

- 1) عدم قدرة المستثمرين على إعطاء تقييم دقيق حول مدى كفاءة أدواتهم المالية.
- 2) حيرة المنظمين وعدم قدرتهم على ضبط ومراقبة هذه الأدوات.
- 3) غموض المخاطر المرتبطة بهذه الأدوات.

ح) تشجيع الحكومة الأمريكية سياسة التراخي في شروط منح القروض:

عملت الحكومة الأمريكية على حث المؤسسات المالية على منح القروض لأصحاب الدخل المحدود، وقد ارتبط ذلك بمجموعة أهداف منها:

- 1) زيادة حجم نشاط القطاع العقاري الذي يشغل حيزاً كبيراً من اقتصاد الولايات المتحدة.
- 2) اتباع سياسة نقدية توسعية تعمل على تحفيز الاقتصاد وزيادة معدل النمو من دون أن تؤدي إلى آثار تضخمية.
- 3) تحفيز المقترضين على العمل أكثر لوفاء ديونهم وبالتالي زيادة إنتاجيتهم.
- 4) السعي نحو تحقيق حلم كل مواطن أمريكي في الحصول على منزل لائق.
- 5) تحفيز المؤسسات المالية المختلفة والسعي نحو زيادة نشاطها.
- 6) زيادة حجم النشاط الاقتصادي العام من خلال السياسة النقدية التوسعية.

كما سنت الحكومة أيضاً قانوناً يضمن لمثل هؤلاء المقرضين تعويضاً لبعض الخسائر التي قد يتكبدها من جراء سياسة الإقراض (Community Reinvestment Act) كذلك تحملت الوكالات الاتحادية لتسهيل الائتمان وبدعم من الحكومة الخسائر المالية الكبرى التي حدثت بسبب تبنيها لهذه السياسة التوسعية.

ط) الابتكار المالي:

تم ابتكار وتطوير أدوات مالية كثيرة (المشتقات المالية الحديثة) تتميز بربحية عالية، وبمظهر جذاب ساعد على انتشارها بسرعة كبيرة، واستحوذها على جزء كبير من بنية النظام المالي، إلا أن هذه الأدوات ساهمت بشكل كبير في الانهيار شبه الكامل لنظام الإقراض العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية وفي كثير من دول العالم، منها على سبيل المثال:

- 1) أدوات ضمان الديون بأنواعها المختلفة (Credit Default Swaps) (CDS).
- 2) حزمة سندات الرهن العقاري (Mortgage Backed Securities) (MBS).
- 3) حزمة حزم سندات الرهن العقاري (Pool of Pools).

¹ Lee Buchheit, We Made it Too Complicated, international financial Law review, 3/2008:

<http://www.iflr.com/Article/1976692/Home/We-made-it-too-complicated.html>

(ي) تجزئة الرقابة:

يعتمد نظام الرقابة في الولايات المتحدة الأمريكية على عدة وكالات تصنيف ائتمانية، كل وكالة من هذه الوكالات متمرسه بالتنبؤ بالمخاطر المحدقة بأداة من الأدوات المالية، وتمنحها تصنيفاً ائتمانياً معيناً. لكن على الرغم من الميزات الكبيرة التي ترافق هذا التخصص إلا أنه بالنتيجة لا يوجد أي وكالة تصنيف أو أي جهة أخرى تراقب الوضع العام لجميع المخاطر وتعطي تقويماً شاملاً لمجمل النظام الائتماني العام والمشتقات المالية المرتبطة به عدا المصرف الاحتياطي الاتحادي، وذلك لإيمان الجميع بالحرية الاقتصادية وآلية عمل السوق. وحتى هذه الجهة الوحيدة (مصرف الاحتياطي الاتحادي) لا تمتلك سلطة رقابية كافية على البنوك الاستثمارية أو صناديق التحوط، أو الكثير من المتعاملين في المشتقات المالية بأنواعها المختلفة¹.

(ك) تقدير متدن لدرجة المخاطر المرتفعة المرتبطة بسندات الرهن العقاري:

ارتبط تقدير مخاطر سندات الرهن العقاري بالنماذج الرياضية التي وضعها الضامنون، والتي لم تأخذ بعين الاعتبار ارتفاع معدلات عدم السداد التي تحدث عادةً نتيجة لارتفاع أسعار الفائدة على السندات بسبب رفع مصرف الاحتياطي الاتحادي لأسعار الفائدة الأساسية على الإقراض (وفقاً لشروط عقد سند الرهن العقاري). ساهمت في ذلك أيضاً التوقعات غير الواقعية من قبل الجميع بأن أسعار المنازل في الولايات المتحدة ستبقى في حالة ارتفاع، وبأن هذا الارتفاع سوف يعوض (أو يتخطى) الزيادة التي ممكن أن تحدث في أسعار الفائدة على سندات الرهن العقاري، كانت فرضية هبوط أسعار المنازل وعدم قدرة أصحابها على السداد وانهيار أسعار هذه السندات، فرضية أشبه بالخيال لاسيما وأنه لا يوجد أمثلة كثيرة مشابهة في تاريخ الأزمات المالية².

(ل) زيادة نسبة القروض إلى رأسمال المؤسسات المالية:

تسعى المؤسسات المالية وغير المالية بأشكالها المختلفة إلى زيادة أرباحها من خلال التوسع في عملية الاقتراض وإعادة توظيف المبالغ المقترضة، فهي ممكن مثلاً أن تعيد إقراض ما تقترضه للاستفادة من فروق أسعار الفائدة، و نسبة ديون هذه المؤسسات إلى أصولها المملوكة تسمى بمعدل الرفع المالي (Leverage).

يعتبر مصطلح الرفع المالي أو الرافعة المالية من المصطلحات التي ابتدعتها الذهنية المؤسساتية لتغليف الأشياء غير المحببة³ أو السلبية وإعطائها مظهراً جميلاً، فبدل أن نقول استدانة أو مديونية وهو مصطلح يوحي بالمخاطرة والضعف نقول رافعة مالية وهو مصطلح يوحي بالثقة والقوة.

¹ Mark Jacking Causes of Financial Crisis, Op.cit, P 8.

² U.Rajun, A. Serun, and V. Vig, The Failure of Models that Predict Default: Distance, Incentives, and Default, Chicago GSB Research Paper No. 08-19 p (11): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1296982

³ Toby Birch, The Role of Derivatives in Creating the Financial Crisis, Op.cit, P(7)

آلية الرفع المالي بسيطة جداً تتلخص في قيام الأشخاص أو الشركات بالاقتراض لتعظيم أرباحهم. فلو افترضنا أن شركة مساهمة ما كانت تدير مشروعاً معيناً وتحقق معدل أرباح سنوياً وسطياً يساوي 14% من مجمل قيمة رأسمالها الموزع على 1000 سهم، والبالغ مليون دولار، وأرادت أن تفتتح مشروعاً مشابهاً تتوقع أن يعود عليها بنفس معدل الربح السابق، فهي أمام خيارين تقليديين:

الخيار الأول:

أن تطرح ألف سهم أخرى للاكتتاب العام و وبذلك يصبح رأس المال المملوك للشركة مليوني دولاراً و لا يتغير في هذه الحالة معدل ربح حملة الأسهم:

معدل الربح = (صافي أرباح المشروع الأول + صافي أرباح المشروع الثاني) / رأس المال

$$\text{معدل الربح} = (1000000 * 14\% + \$1000000 * 14\%) / \$2000000$$

$$\text{معدل الربح} = (\$140000 + \$140000) / \$2000000$$

$$\text{معدل الربح} = \$280000 / \$2000000$$

$$\text{معدل الربح} = 14\%$$

الخيار الثاني:

أن تقترض الشركة المبلغ المطلوب من أحد المصارف أو عن طريق طرح سندات بمعدل فائدة 8% فيبقى حجم رأس المال المملوك للشركة \$1000000 مليون دولار وتحقق بذلك معدل أرباح لحملة الأسهم يساوي 20% من قيمة رأس المال:

معدل الربح = (صافي أرباح المشروع الأول + صافي أرباح المشروع الثاني) / رأس المال

$$\text{معدل الربح} = (1000000 * 14\% + \$1000000 * 14\% - (\text{تكلفة القرض})) / \$1000000$$

$$\text{معدل الربح} = (\$140000 + \$140000 - (\$1000000 * 8\%)) / \$1000000$$

$$\text{معدل الربح} = (\$280000 - \$80000) / \$1000000$$

$$\text{معدل الربح} = \$200000 / \$1000000$$

$$\text{معدل الربح} = 20\%$$

يمكن التأكيد بأن حملة الأسهم وجميع الموظفين في الشركة سوف يفضلون الخيار الثاني وذلك لارتفاع حجم العائد على الاستثمار بالنسبة للمساهمين، وارتفاع حجم المكافآت المتغيرة بالنسبة للموظفين، وبذلك تختار الشركة هذا الخيار الذي يتيح لها استخدام الرفع المالي (Leverage) بمعدل 1/1 لتحقيق زيادة في معدل الأرباح.

ماذا لو كان رأس المال المطلوب للمشروع الثاني مساوياً عشرين ضعف حجم رأسمال المشروع الأول، في هذه الحالة يصبح الخياران السابقان كما يلي:

الخيار الأول:

أن تطرح الشركة عشرين ألف سهم أخرى للاكتتاب العام و وبذلك يصبح رأسمال الشركة \$21000000 واحداً وعشرين مليون دولار ولا يتغير معدل ربح حملة الأسهم:

معدل الربح = (صافي أرباح المشروع الأول + صافي أرباح المشروع الثاني) / رأس المال

$$\text{معدل الربح} = (\$21000000 / (\$20000000 * \%14 + \$1000000 * \%14))$$
$$\text{معدل الربح} = (\$21000000 / (\$2800000 + \$140000))$$
$$\text{معدل الربح} = \$21000000 / \$2940000$$
$$\text{معدل الربح} = \%14$$

الخيار الثاني:

أن تقترض المبلغ المطلوب من أحد المصارف أو عن طريق طرح سندات بمعدل فائدة 8% (بضمان بعض أصول الشركاء الشخصية المختلفة) وتحقق بذلك معدل أرباح لحملة الأسهم يساوي 134% من قيمة رأس المال:

معدل الربح = (صافي أرباح المشروع الأول + صافي أرباح المشروع الثاني) / رأس المال

$$\text{معدل الربح} = \$1000000 * \%14 + \$20000000 * \%14 - (\text{تكلفة القرض}) / \$1000000$$
$$= (\$1000000 / ((\$20000000 * \%8) - \$2800000 + \$140000)) =$$
$$= (\$1000000 / (\$1600000 - \$2940000)) =$$
$$= \$1000000 / \$1340000 =$$
$$= \%134$$

بمقارنة عائد الربح المحقق بالطريقة الأولى الممثلة بزيادة رأس المال المملوك والبالغ 14% مع الطريقة الثانية الممثلة بزيادة المديونية أو معدل الرفع المالي والبالغ 134% يمكن أن نستنتج أن الخيار الثاني أفضل بكثير من حيث العائد، إلا أن ذلك الخيار لم يأخذ حتى الآن معدل المخاطر المتوقع في الحسبان. ماذا لو لم يبلغ الربح المتوقع من المشروع الثاني 14% وكان فقط 4% يصبح بذلك الخياران السابقان كما يلي:

الخيار الأول:

معدل الربح = (\$21000000 / (\$20000000 * 4% + \$1000000 * 14%))

$$\text{معدل الربح} = (\$21000000 / (\$800000 + \$140000))$$
$$\text{معدل الربح} = \$21000000 / \$940000$$
$$\text{معدل الربح} = 4.48\%$$

الخيار الثاني:

$$\text{معدل الربح} = \frac{\$1000000}{\$200000000 * \%4 + \$1000000 * \%14} = 14\%$$

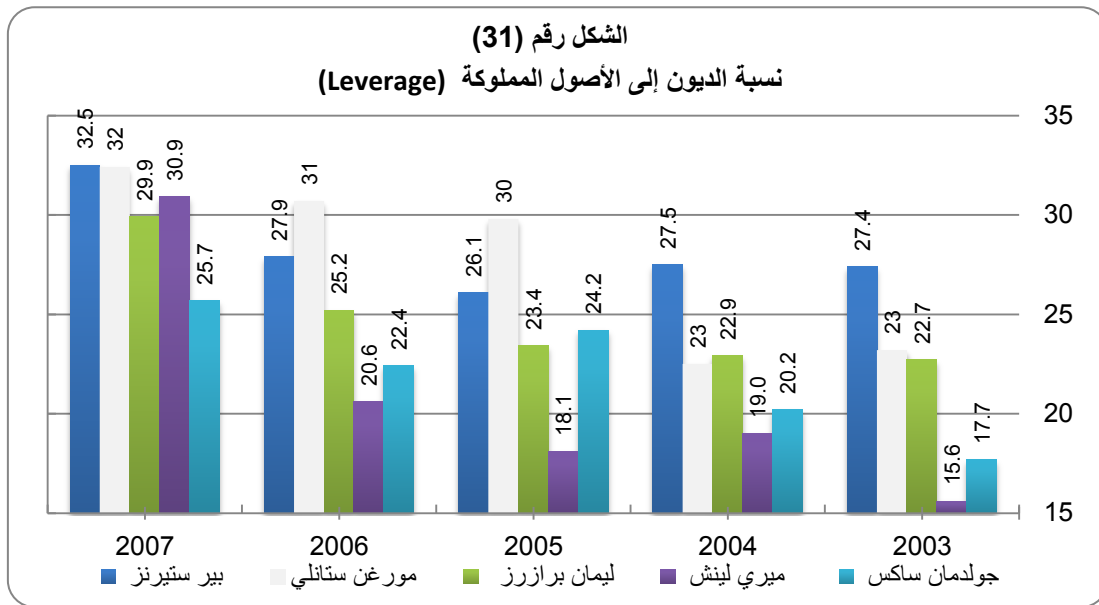
$$\text{معدل الربح} = \frac{\$1000000}{(\$200000000 * \%8) - \$800000 + \$140000} = 8\%$$

$$\text{معدل الربح} = \frac{\$1000000}{(\$1600000 - \$940000)} = 66\%$$

$$\text{معدل الربح} = \frac{\$1000000}{\$660000} = 66\%$$

الخيار الثاني يبين أن الشركة خسرت حوالي ثلثي رأسمالها مع أن كلا المشروعين قد حققا أرباحاً، إلا أن معدل الرفع المالي (1/20) أدى إلى إدخال المنشأة في دائرة الخطر وأصبحت حساسيتها تجاه العوامل الطارئة وغير المتوقعة مرتفعة جداً. بينما حافظ الخيار الأول على كامل رأسمال الشركة وبقي يدر عائداً على أصحاب الأسهم وإن كان صغيراً.

لو نظرنا إلى المؤسسات المالية الكبرى على مستوى العالم ولاسيما المصارف الاستثمارية لوجدنا أن معظمها زاد كثيراً من حجم الرفع المالي وهو ما أدى إلى تحمل هذه المؤسسات مخاطر ائتمانية كبيرة، يوضح الشكل رقم (31) كيف ارتفع هذا المعدل بشكل غير مسبوق في بعض المؤسسات المالية التي كانت إحدى ضحايا الأزمة.



مصدر البيانات

Crisis: Is There a Wandering Asset-Price Bubble? Orlowski, Lucjan T, Stages of the 2007/2008 Global Financial
Sacred Heart University, Halle Institute for Economic Research, 10. December 2008: The research is on
Economics E-Journal Discussion Paper No. 2008-43: SSRN Website: <http://www.papers.ssrn.com>

عادةً ما تفرض الحكومة قيوداً على معدل الرفع المالي لكي تتحكم في سياسة الائتمان وحجم المخاطر المتوقعة في المصارف التجارية، إلا أن تلك الرقابة غير مفروضة على الكثير من المؤسسات المالية الأخرى المتعاملة في سندات الرهن العقاري، ولاسيما البنوك الاستثمارية التي لا تقبل الودائع أصلاً وإنما تُموّل عملياتها من خلال الاقتراض.

م) فشل نظام إدارة المخاطر:

فرقت بعض المؤسسات المالية في التحليل بين إدارة مخاطر الائتمان وإدارة مخاطر السيولة وإدارة مخاطر السوق*، وهذا الفصل ليس صحيحاً عندما يطبق على منتجات معقدة كالمشتقات المالية بأنواعها المختلفة، لاسيما المرتبطة منها بسندات الرهن العقاري، وهو ما أدى إلى تحمل هذه المؤسسات آثاراً سلبية مركبة لم تكن في الحسبان¹.

ن) انتشار المشتقات المالية خارج حدود الرقابة:

أدى الانتشار الكبير الخارج عن حدود الرقابة للكثير من المشتقات المالية سائلة الذكر² إلى قصور المعلومات المتعلقة بحجم المخاطر لدى جميع اللاعبين في الأسواق المالية سواء كانوا منظمين أو متعاملين، ولم يكن أحد قادراً على التنبؤ بحجم الأضرار ومدى انتشارها في حال إفلاس أو عدم قدرة أحد كبار المستثمرين على السداد.

أدى تجاهل الوضع الائتماني الهش لمعظم المدينين وعدم التحقق من البيانات المدخلة على النماذج الرياضية في الكثير من الأحيان إلى خداع وتضليل المتعاملين، على سبيل المثال نمت سندات الرهن العقاري من النوع A (Alternative A-Mortgages) بسرعة كبيرة في الأسواق المالية وكان يتم تداولها بتشجيع من الدائنين والضامين فهي ذات تكلفة زهيدة للمدينين وتعطي دخلاً كبيراً للدائنين والضامين، مع أن هذه السندات لا تتطلب من المدين وثائق إثبات دخل أو أصول، وقد أصبحت معروفة بما يسمى القروض الكاذبة³ (Liar Loans).

س) عدم دقة النماذج الرياضية المتبعة في التصنيف الائتماني للأصول المالية عالية المخاطر ولاسيما مبادلات الديون غير القابلة للسداد:

تختلف طبيعة الاستثمار في الديون (كالسندات) عن الاستثمار في مبادلات القروض غير القابلة للسداد، فالدائن يسعى في مقابل دينه إلى الحصول على ثمن التخلي عن استخدام النقود مضافاً إليه الثمن المتوقع لانخفاض قيمة النقود، مضافاً إليه أيضاً القيمة المقدرة كثمن لتحمل مخاطرة عدم تحصيل الديون.

* مخاطر الائتمان: خطر التعرض لخسارة بسبب عدم قدرة المدين على السداد. مخاطر السيولة: عدم القدرة على تحويل الأصول المالية إلى نقد بسعر السوق (صعوبة البيع). مخاطر السوق: الخسائر المتوقعة بسبب تغير أسعار الفائدة.

¹ Confession of Risk Manager, A Personal View of the Crisis, the Economist, 9/11/2009

http://www.economist.com/node/11897037?story_id=11897037

² Walter Lukken, How to Solve the Derivative Problem, Wall Street Journal. 10/10/2008. P (A15):

<http://online.wsj.com/article/SB122360669809922065.html>

³ Alan Zibel. "Liar Loans Threaten to Prolong the Crisis." Huffington Post (August/18/2008):

http://www.huffingtonpost.com/2008/08/18/liar-loans-threaten-to-po_n_119650.html

أما المستثمر في ضمان الديون (كالبائع لمبادلات القروض غير القابلة للسداد (CDS)) فيسعى في مقابل ضمانه إلى الحصول على عائد يعوض المخاطر التي يتعرض لها نتيجةً لاحتمال عدم سداد السندات المضمونة. إلا أن حساب العائد المناسب مقابل الضمان هو أعقد بكثير من حساب عوائد أصحاب الديون التقليدية، وغالباً ما يُعتمد في حساب هذه المخاطر على الكثير من النماذج الرياضية الشهيرة¹، لكن هذه النماذج لازالت قاصرةً عن تقدير حجم المخاطر الحقيقية مع أنها مصممة من قبل أناسٍ محترفين. ويرى البعض بأنه من الأفضل عدم وجودها أصلاً²، لأنها أوصلت الشركات المالية التي اتبعتها إلى نتائج كارثية، فعلى سبيل المثال تكبدت شركة التأمين الأمريكية العملاقة (AIG) خسائر فادحة كادت أن تؤدي إلى إشهار إفلاسها، بعد اتباعها الأعمى للنماذج الرياضية التي وضعها نخبة من المختصين، والتي أدت في البداية إلى أرباح كبيرة، تبعها بعد ذلك انهيار شبه كامل³.

أما التوقعات المتشائمة لبعض الاقتصاديين قبل سنوات من الأزمة، فقد تم تهيمشها وتجاهلها بالكامل من قبل معظم المؤسسات المالية التي أصبحت الآن إما مفلسة أو موضوعة ضمن برامج الإنقاذ الحكومية.

على سبيل المثال سبق الفشل الكبير لكلتا الوكالتين الاتحاديتين لتسهيل عمليات الرهن العقاري (فاني ماي وفريدي ماك) (Fannie Mae & Freddie Mac) بحملة ناجحة من قبل فريدي ماك (Freddie Mac) بقيمة مليوني دولار أمريكي للضغط على الكونجرس كي لا يصنف استثماراتها في سندات الرهن العقاري على أنها أصول عالية المخاطر⁴، كما عملت الوكالات المشابهة والمصارف والمؤسسات الأخرى أيضاً على تصنيف بعض أنشطة الإقراض والرهن فيها على أنها استثمارات آمنة، مستندةً بذلك إلى بيانات إحصائية قديمة.

بعض المستثمرين في عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد كانوا ينظرون فقط إلى التصنيف الائتماني الممنوح من قبل بعض وكالات التصنيف الشهيرة مثل موديز (Moody's) و ستاندرد أند بورز (Standard & Poors) (S&P) والتي كانت تُقوّم مدى خطورة الوضع الائتماني باستخدام النماذج الرياضية سالفة الذكر، والتي تستخدم البيانات الإحصائية المختلفة لكي تظهر العلاقة بين عدم القدرة على سداد الدين وبعض المتغيرات القليلة الأخرى، وتبني على هذه المعطيات تنبؤاتها المستقبلية. هذا الخلل في التنبؤ كان ناجماً عن قصور النماذج الرياضية، وذلك لعدة أسباب:

¹ J. Callaghan and A. Murphy, "An Empirical Test of a Stochastic Cash Flow Theory of Evaluating Credit" Advances in Financial Planning and Forecasting: (8/1998), PP(31-51).

² M. Buchanan. Crazy Money: New Scientist (19 July 2008), PP(32-35):
<http://www.newscientist.com/article/mg19926680.100-crazy-money.html>

³ G.Morgenson. Behind Insurer's Crisis: Blind Eye to a Web of Risk: New York Times (28/ 9/2008):
http://topics.nytimes.com/topics/reference/timestopics/people/m/michael_r_milken/index.html

⁴ Austin Murphy, An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes & Solution, Op.cit, P5.

(1) كثرة المتغيرات غير المحسوبة في هذه النماذج والمؤثرة في القدرة المستقبلية على سداد القروض. لاسيما وأن محاولة إقحام مثل هذه المتغيرات في هذه النماذج لن يؤدي في الغالب إلى نتائج أفضل، وذلك لأن العلاقة بينها معقدة للغاية ولا يمكن التنبؤ بها بدقة، وإنما تبقى احتمالية وغير قابلة للقياس الكمي بشكل دقيق.

(2) انطلاقها من فرضيات غير واقعية كمبدأ أن السوق يكون دائماً في حالة توازن.

(3) اعتمادها في تحليل الأداء على بيانات تاريخية قديمة، متجاهلة ما يجري على أرض الواقع¹.

من الصعب على النماذج الرياضية التنبؤ بمخاطر هذا النوع من الائتمان مع إهمال توقعات الإنسان، فهذه التوقعات تبنى على مجموعة واسعة من المتغيرات التي تعالج بسرعة وببساطة وفاعلية. وهي بذلك قد تساعد على استبعاد أخطاء النماذج الرياضية الصافية المبنية على افتراضات غير واقعية تأخذ في الاعتبار فقط مجموعة من المتغيرات المرتبطة بالموضوع، والتي قد لا تسلك في المستقبل نفس سلوكها في الماضي. وهذا ما يفسر التقدير الاحتمالي المنخفض للأحداث المفاجئة عند استخدام مثل هذه النماذج الرياضية لتقدير مخاطر الائتمان.

ع) منح سندات الرهن العقاري تصنيفات ائتمانية مرتفعة لا تستحقها:

لقد حصلت بعض سندات الرهن العقاري على تصنيفات ائتمانية مرتفعة جداً وصل بعضها إلى (AAA) وهذا التصنيف مساوٍ لتصنيف سندات الخزينة الأمريكية التي تعتبر من الأصول المالية الأكثر أماناً على مستوى العالم، وقد كان هذا التصنيف نتيجةً لعدة عوامل لعل من أبرزها²:

(1) استخدام النماذج الرياضية في حساب المخاطر سألقة الذكر، وهذه النماذج كانت قد بنيت على افتراضات غير صحيحة (كاعتمادها على بيانات تاريخية قديمة وافتراضها بأن الأزمات بأنواعها المختلفة تتشابه في الأسباب والتداعيات) لم تعكس مدى خطورة أوضاع أصحاب سندات الديون المضمونة، فالجميع كان يدعي أنه في وضع جيد سواء كان ذلك ناتجاً عن قناعة و تفاؤل أو عن غش وتدليس.

(2) الشعور العام لدى المستثمرين و شركات التصنيف الائتماني بأن بعض المؤسسات المالية المنشئة والضامنة لسندات الرهن العقاري والمشتقات المالية المرتبطة بها مدعومة بشكل مباشر من الحكومة الأمريكية، وهي بذلك محصنة من الانهيار، وهذا الشعور مبرر ذلك لأن بعضها وكالات حكومية أصلاً مثل (FNMA Finance Federal National Mortgage Association) وبعضها الآخر كان يعتقد بأنه أكبر من أن ينهار كالعديد من المصارف ومؤسسات التأمين الكبرى، وذلك لأن انهياره قد يؤدي إلى انهيار النظام المالي برمته وهذا ما يلزم الحكومة الأمريكية بحمايته كما فعلت مع مصرف (Bear Stearns).

(3) التأمين على هذه السندات من قبل كبرى شركات التأمين في العالم.

¹ M. Buchanan. Crazy Money. Op.cit, P 32-35.

² Austin Murphy, An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes & Solution, Op.cit, p 7-9.

(4) منح بعض شركات التصنيف الائتماني لسندات الرهن العقاري درجات ائتمانية مرتفعة، مقابل أتعاب ضخمة أشبه ما تكون بالرشاوى المالية.

وقد أدى التصنيف الائتماني المرتفع لسندات الرهن العقاري إلى مجموعة من النتائج السلبية منها:

- (1) المضي قدماً نحو الاستثمار بهذه السندات والمشتقات المالية المرتبطة بها عن طريق تمويلها بقروض قصيرة الأجل، وهو ما يرفع من درجة المخاطر الائتمانية للمؤسسات المتعاملة بها.
- (2) زيادة حجم الاستثمار في هذه السندات للحصول على معدلات فائدة أعلى مقارنةً بالأصول المالية الأكثر أماناً كسندات الخزينة الأمريكية، طالما أنها تحمل التصنيف الائتماني ذاته (AAA)، لاسيما وأن نسبة الفوائد على سندات الرهن العقاري كانت أعلى من نسبة الفوائد على الأصول المالية المشابهة لها في التصنيف الائتماني. كما أن أسعار الفائدة على معظم السندات كانت تتغير مع تغير أسعار الفائدة التي يحددها المصرف الاحتياطي الاتحادي والتي كانت منخفضة كثيراً عند انتشارها، وهو ما يعني احتمالية أكبر في ارتفاع حجم العوائد على السندات عندما ترتفع أسعار الفائدة التي يحددها المصرف الاتحادي.

- (3) استغلال هذا التصنيف الائتماني المرتفع للسندات للمبالغة في تقويم المشتقات المالية المرتبطة بها وأسهم الشركات المصدرة لها وأسهم الشركات الضامنة لها بأكثر بكثير مما تستحق، فاكتمشاف حقيقة أن هذه السندات عالية المخاطر يعني أن جزءاً كبيراً منها قد تحول من أصول مالية عالية السيولة تدر أرباحاً كبيرة إلى ديون معدومة. وهذا طبعاً لا يعني فقط انخفاض أسعار أصول المؤسسات وتلاشي أرباحها، وإنما يعني أيضاً مواجهتها لشح شديد في السيولة يدفعها أحياناً إلى إعلان إفلاسها.

ف) الإفراط في عمليات توريق وبيع الديون:

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 ما يلي:

- (1) تطور الأسواق المالية وبخاصة أسواق السندات منذ سبعينات القرن الماضي.
- (2) أزمة المديونية الخارجية لمعظم الدول النامية في ثمانينيات القرن الماضي وتعثرها عن سداد ديونها في مواعيدها المحددة وبالتالي تفاقم حجم هذه الديون بسبب الفوائد المركبة وغرامات التأخير.
- (3) سهولة تحرك الأموال بين البنوك والأسواق المالية على مستوى العالم.
- (4) تحرير أسعار الصرف.
- (5) الإفراط في حجم الإصدار النقدي وارتفاع مستويات التضخم.
- (6) ارتفاع أسعار الفائدة بصورة كبيرة وما ترتب عليه من ارتفاع خدمة القروض.

(ص) دفع المكافآت كنسبة من الدخل بغض النظر عن المخاطر:

أدت نُظُم الأجور الحالية إلى تشجيع الموظفين على الدخول في صفقات عالية المخاطر دون النظر إلى العواقب السلبية التي قد تترتب على المستثمرين وحملة الأسهم، فالموظفون الذين يرتبط منصبهم في تسهيل المتاجرة في المشتقات المالية أو منح الائتمان يتلقون حصة كبيرة من دخلهم على شكل مكافآت متغيرة. ولذلك فإنه كلما زادت تعاملات الموظف نيابة عن المؤسسة المالية كلما ازدادت مكافآته (بغض النظر عن حجم منصبه)، فإذا أُديرت الصفقات بنجاح، فإن المكافأة المالية ستكون كبيرة، وسيحصل الموظف على ترقية وسيوصف بأنه موهوب إن كان من موظفي الصف الخلفي الذين يتلقون الأوامر من المدراء التنفيذيين، ومبدع إن كان من المديرين التنفيذيين أو المستشارين أو أعضاء مجلس الإدارة. أما إن لم تُدر هذه الصفقات بنجاح نتيجة حدوث مشاكل ائتمانية كبيرة أو هبوط غير متوقع في قيم الأصول المتعلقة بها، فإنه سيفقد المكافأة، أو في أسوأ الأحوال، ستتم تنحيته بعد أن يحصل على تعويض، وبذلك ستتعارض مصلحته مع مصلحة المنشأة التي يعمل لحسابها، وسوف يكون ميالاً لتوسيع نطاق العمل على حساب زيادة المخاطر.

قد أدت سياسة دفع الأجور هذه إلى مبالغة في تقدير بدل أتعاب الموظفين في الشركات والمؤسسات المالية، إذ أنه وفقاً لمسح استطلاعي أجراه واتسون وبت Watson Wyatt¹ فإن 90% من المستثمرين يعتقدون بأن المدراء التنفيذيين يتقاضون رواتب ومكافآت أكثر بكثير مما يستحقون.

على سبيل المثال فإن المدير التنفيذي لمصرف ليمن براذرز ريتشارد فولد Richard Fuld (CEO of Lehman Brothers) قد تقاضى مبالغ تقدر بنصف مليار دولار أمريكي في الفترة الممتدة من عام 1993 وحتى عام 2007 وبمعدل 17000 دولار مقابل كل ساعة عمل².

كذلك تقاضى الموظفون البالغ عددهم 377 في المكتب التابع لشركة التأمين والمنتجات المالية الأمريكية (AIG) والموجود في لندن مبالغ تقارب 3.65 مليار دولار على شكل رواتب ومكافآت مالية في السنوات السبع الأخيرة مقابل تسويقهم لعقود تبادل ديون غير قابلة للسداد (CDS) عائدة لهذه الشركة التي يبلغ عدد موظفيها 116 ألف موظف³.

¹ Kirkland Rik, The real CEO pay problem. *Fortune*. (2006, June 30):

http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/2006/07/10/8380799/index.htm

² Ibid.

³ Good man, Peter S. and Morgenson, G. By saying yes, WaMu built empire on shaky loans. *New York Times*, (2008, December 28): <http://www.nytimes.com/2008/12/28/business/28wamu.html>

ليست المشكلة في المبالغة في تقويم دخل الموظفين في الشركات المالية الأمريكية إذ أنه لا يشكل عبئاً كبيراً جداً على أرباحها، وإنما المشكلة في تركيبة هذا الدخل، إذ تشكل الحوافز والمكافآت نسبة كبيرة منه، وتدفع مقابل العمليات التي يحقق فيها الموظفون أرباحاً على المدى القصير دون الأخذ بعين الاعتبار المخاطر المترتبة على الشركات من جراء هذه العمليات على المدى الطويل، وهذا ما يقتل حس المسؤولية عند هؤلاء الموظفين. فقد بلغ الراتب السنوي لأحد كبار موظفي ميرري لينش (Merrill Lynch) مبلغ 350000 دولار أمريكي بينما بلغت مكافأته عشرة أضعاف هذا الراتب (3500000 دولار أمريكي) وذلك في عام 2006 الذي وصلت فيه الأرباح إلى 7.5 مليار دولار نتيجة تسويقه لأصول مالية عالية المخاطر، إلا أن هذه المكافآت لم تلغ في عام 2008 عندما وصلت الخسائر إلى ضعف حجم الإيرادات¹.

ق) سياسة تخفيض الدولار التي اتبعتها الولايات المتحدة الأمريكية:

عملت الحكومة الأمريكية بسياسة تخفيض قيمة الدولار خلال الفترة الممتدة من عام 2000 حتى الآن من خلال زيادة الإصدار النقدي وخفض أسعار الفائدة، وذلك من أجل زيادة صادرات الولايات المتحدة الأمريكية وتقليل عجز ميزانها التجاري وتقليص حجم ديونها الحقيقية، وتخفيض معدلات البطالة فيها، وزيادة معدلات نمو ناتجها المحلي. فعندما يكون الدولار قوياً تقل كلفة شراء السلع والخدمات من خارج الولايات المتحدة الأمريكية، وفي المقابل ترتفع أسعار الصادرات الأمريكية على المشترين الأجانب، الأمر الذي يدفع إلى زيادة حجم الواردات وانخفاض حجم الصادات وهو ما يزيد من حجم العجز في الميزان التجاري ويخفض من مستويات التشغيل ويزيد من معدلات البطالة، وهو ما لا ترغب به الحكومة الأمريكية.

إلا أن هذه السياسة دفعت عدداً من البنوك المركزية حول العالم إلى خفض مشترياتها من سندات الخزنة الأمريكية وتخفيض احتياطياتها من الدولار الأمريكي، وبذلك أصبح يبدو أن التراجع المتواصل في قيمة الدولار الأمريكي لم يعد خياراً أمريكياً فقط وإنما أصبح أمراً حتمياً الحدوث، سيما وأن الصادرات الأمريكية لم تعد تتمتع بمرونة سعرية كبيرة كما كانت عليه الحال في السابق.

¹ Louise Story, On Wall Street, bonuses, not profits, were real: (2008, December 17). New York Time: <http://www.nytimes.com/2008/12/18/business/18pay.html>

المبحث الثالث

الحلول الممكنة لأزمة الرهن العقاري

المطلب الأول: الحلول التقليدية للأزمة المالية العالمية:

ربما يوجد حلول أخرى لأزمة الرهن العقاري نادى بها بعض الاقتصاديين، إضافة إلى اتباع سياسة مالية توسعية متمثلة في زيادة الإعانات والمنح الحكومية للمؤسسات المالية والشركات الإنتاجية والأفراد وتخفيض الضرائب، واتباع سياسة نقدية توسعية متمثلة في زيادة الكتلة النقدية والتوسع في منح الائتمان، وتخفيض أسعار الفائدة بشكل غير مسبوق، والتشدد في منح قروض الرهن العقاري والتصنيف الائتماني، ومن هذه الحلول ما يلي:

أ) منع تداول سندات الرهن العقاري:

إن منع تداول سندات الرهن العقاري سيحصر نطاق أي أزمة رهن عقاري مستقبلية بين المقرض والمقترض فقط، وبذلك سوف يتوجب على المصارف الاستثمارية أن تمول هذه السندات من مواردها الخاصة، ولن تستطيع أن تمول سندات الرهن الجديدة من خلال توريق سندات رهن قديمة، وهذا ما يؤدي إلى انخفاض نسبة ديون هذه المؤسسات إلى أصولها المملوكة وبالتالي انخفاض مخاطر الائتمان.

ب) تأميم المؤسسات المالية أو تركها تواجه مصيرها:

يوصي هذا الحل بأن تؤم جميع المؤسسات المالية والشركات المتعثرة، أو ببساطة تترك لخيار الإفلاس نتيجة لتعثر سنداتها. وتعود المصارف المؤممة لخلق الأموال عن طريق الإقراض كما كانت تفعل في السابق، وتقدر مخاطر الائتمان عن طريق العامل البشري والبيانات المحاسبية التقليدية بدلاً من النماذج الرياضية. يرى أنصار هذا الحل مرونة أكبر للمصارف في تملك الشركات الأخرى المدينة لها أيضاً جزئياً أو كلياً في مقابل قروضها المستحقة، وذلك قد يساعد في إعادتها للحياة من جديد بدلاً من أن تعلن إفلاسها، ويتميز أيضاً بأن كلفته على دافعي الضرائب أقل من علاج ضخ الأموال في شرايين المؤسسات المالية على شكل قروض أو شراء أسهم ممتازة، كما أنه معلوم التكلفة منذ البداية على خلاف الحل الذي تبنته الحكومة الأمريكية¹.

إلا أن لهذا الحل محاذير كثيرة منها المقاومة الشديدة لخيار التأميم دفاعاً عن النظام الرأسمالي الحر، وعدم ضمان قدرة الدولة على إدارة مثل هذه المؤسسات. كما أن ترك الشركات لخيار الإفلاس يمكن أن يكون له آثار سلبية على الاقتصاد لا يمكن التنبؤ بمدى شدتها، فالترابط الشديد للمؤسسات المالية ببعضها البعض وضخامة حجم الكثير منها قد يؤدي إلى ظهور نتائج اقتصادية واجتماعية كارثية في حال ترك الشركات لخيار الإفلاس.

¹ Austin Murphy, An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes & Solution, Op.cit, P20.

ج) برنامج مشاركة تمويل الرهنين (SAMs): Shared Appreciation Mortgages

إيجاد برنامج مشاركة تمويل الرهنين من قبل المؤسسات المالية المقرضة بعد إعادة تقييم سندات الرهن العقاري، مقابل حصولها على حقوق مستقبلية في المنازل المرهونة بعد تسديد كامل قيمة السندات المستحقة وانتقال ملكية هذه المنازل إلى هؤلاء الرهنين¹.

هذا البرنامج ممكن أن يحقق هدفين، الأول هو إعادة تقييم السندات المرهونة بشكل يخفف من تكلفة السداد ويوجد سوقاً ثانوية لتداول هذه السندات، والثاني هو تقليل عدد المنازل المعروضة للبيع في السوق، وذلك سوف يقلل من انخفاض أسعارها. إذ إن انخفاض أسعار العقارات يؤدي إلى زيادة حالات التخلف عن سداد الديون، وبالتالي إلى زيادة حالات حجز الرهن العقاري وانخفاض أسعار العقارات مجدداً. إلا أن الحكومات فضلت الوقوف إلى جانب المؤسسات المالية.

د) إيقاف عمليات حجز الرهن العقاري:

زيادة حالات نزع الملكية العقارية للعقارات المرهونة خلال عام 2007 كان أحد أهم أسباب الأزمة، لذلك يوصي هذا الحل بمنح المقترضين زمناً أطول لسداد أقساط سندات الرهن العقاري المترتبة عليهم من خلال إيقاف عمليات حجز الرهن العقاري لمدة لا تقل عن ستة أشهر، قابلة للتجديد².

هـ) استخدام أموال الصناديق السيادية لشراء الأصول المالية عالية المخاطرة:

كثرت دعوات الحكومة الأمريكية والحكومة البريطانية في أعقاب الأزمة المالية العالمية إلى استخدام فوائض موازنات بعض دول الخليج العربي وفوائض صناديقها السيادية الخاصة وبعض مصادر تمويلها في شراء بعض السندات المتعثرة، للمساعدة في حل الأزمة على أساس أن مثل هذه الفوائض تعتبر أرباحاً صافية وبالتالي لن يكون لاستثمارها آثار سلبية على اقتصاديات هذه الدول، وأنها يمكن أن تتبعها بعد نهاية الأزمة وقد تحقق من جراء ذلك عوائد كبيرة ! إلا أن هذا الطرح يتسم بالغرابة فالفوائض المالية لدول الخليج العربي لا تكاد تذكر مقارنة باحتياجات الدول الكبرى، كما أن هذه الأزمة هي أزمة أمريكية بامتياز والأجدى بالمسبب لها أن يعوض على المتضررين منها لا أن يطلب مساعدتهم. كما أنه من الخطأ أن تسمى المبالغ المتحصلة من مبيعات النفط أرباحاً إذ أنها ثمن مدفوع بمقابل رأس مال وليس بمقابل إنتاج.

¹ A. Murphy An Analysis of SAM Pricing in the UK. Presented at the 2007 European Financial Management Association (EFMA) meeting:

<http://www.efmaefm.org/0efmameetings/efma%20annual%20meetings/2007-vienna/papers/0014.pdf>

² Jack Rasmus, Epic Recession Understanding the Global Financial Crisis, Peninsula Peace and Justice Center (www.peaceandjustice.org), (Video Lecture) Recorded in California US 14 October 2008.

المطلب الثاني: الحلول الإسلامية للأزمة المالية العالمية:

تبدو الحلول التقليدية المذكورة سابقاً حلاً منطقياً لتجاوز الأزمة المالية، إلا أنها لن تؤدي إلى عدم تكرارها في المستقبل وبالتالي سوف تكون في أحسن الأحوال حلاً علاجياً فقط وليست حلاً وقائياً، وعلاج الأزمة الحالية بالطرق التقليدية سيزيد من احتمالية حدوث أزمات مالية أكبر في المستقبل، بينما يقدم لنا الاقتصاد الإسلامي مناعةً شبيهةً كاملةً للأزمات المالية بمختلف أنواعها وذلك بمنع مسبباتها.

بعد الفشل الكبير للنظام المالي والنقدي العالمي على المعالجة السريعة و الفعالة للأزمات المالية، والإجماع شبه الكامل على أسباب هذا الفشل، أصبح من الضروري إيجاد مرتكزات بديلة لنظام جديد أكثر عدالةً واستقراراً ومناعةً للأزمات بمختلف أنواعها، إلا أن هذه المرتكزات أياً كانت سوف تتعارض مع مصالح المستفيدين من النظام الاقتصادي بوضعه الحالي وبالتالي ستجابه بالرفض، ويبدو أنه من غير الممكن إيجاد مرتكزات أكثر منطقية وعقلانية للحد من الأزمات المالية كتلك التي يقوم عليها الاقتصاد الإسلامي ومنها ما يلي:

(أ) ربط الدورة النقدية بالدورة السلعية عبر التخلي عن الربا في جميع المعاملات المالية وإحياء نظم المراجعة والمشاركة والمضاربة والإجارة وصيغ التمويل الإسلامي الأخرى:

يعتبر هذا الإجراء علاجاً سحرياً لمعظم المشكلات الاقتصادية التي تزعزع أركان النظام المالي والنقدي العالمي وتبعده عن العدالة والاستقرار. بالتأمل في النظريات¹ التي تبرر الفائدة على رأس المال كنظرية المخاطر، ونظرية أجر الزمن، ونظرية أجر الانتظار، ونظرية أجر الادخار، ونظرية التضحية أو الحرمان، ونظرية التفضيل الزمني، سنجد أن جميع هذه النظريات قد أكدت بالفعل أن صاحب رأس المال يستحق عائداً، ولكنها لم تثبت أن هذا العائد يجب أن يكون على شكل فائدة، وإنما من الممكن أن يكون على شكل أرباح تأخذ صيغاً مختلفة منها المراجعة والمشاركة والمساواة. وقد دلت إجازة الزيادة في البيوع المؤجلة على أن الإسلام جعل للزمن قيمة، وكثيراً ما قال الفقهاء القدامى بأن للزمن حصة من الثمن ويعنون بذلك أن للزمن المترافق مع النشاط الإنتاجي والخطر قيمة، وحتى القرض جعله الإسلام بلا فائدة ولكنه لم يجعله بلا ثواب.

إن تطهير الأنظمة النقدية والمالية من الربا يعني بالتأكيد أن هذه الأنظمة ستصبح أكثر كفاءةً وعدالةً وتحصيناً ضد الأزمات المالية بأنواعها المختلفة فلو منعت المصارف من تقاضي الفوائد على قروضها المقدمة للمتعاملين سواء أكانت هذه القروض مقدمة بشكل نقدي أو على شكل ودائع (وعود بالدفع) فسوف تنتفي عند ذلك رغبة المصارف في خلق النقود لأن ذلك سيشكل عبئاً عليها بدلاً من أن يحقق لها إيرادات ضخمة، وهذا سوف يؤدي إلى استقرار حجم الكتلة النقدية الفعلية وهو ما يؤدي بدوره إلى:

¹ غازي عبيد مدني، تطور علم الاقتصاد الإسلامي ودور مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي فيه: البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جامعة الملك عبد العزيز، 1423 هـ، ص 9.

(1) عدالة أكبر في التوزيع:

إذ أن أصحاب رأس المال سوف يضطرون للمشاركة الفعلية في نتائج الأنشطة الاقتصادية المتنوعة وليس كما هو عليه الحال الآن، ذكر شاخت* في محاضرة ألقاها في دمشق عام 1953 أنه¹:
" بعملية رياضية سريعة يتضح أن جميع المال في الأرض سوف يتحول تدريجياً إلى عدد قليل جداً من المراهبين لأن الثروة ستتحول مع الزمن تدريجياً إلى أرباب المال لأن هؤلاء يربحون سواء أربح المنتجون أو خسروا."

أيد هذه الفكرة أيضاً ريتشارد برايس بالمثل البسيط التالي:

" لو وظّف بنس واحد بفوائد مركبة في السنة الميلادية الأولى بمعدل فائدة صغير لأصبحت قيمته في مطلع العصر الرأسمالي كقيمة كرة مصمتة من الذهب حجمها أضعاف حجم الكرة الأرضية ".
بما أن المقرضين يستطيعون إقراض الأموال مقابل فوائد بشكل منتظم، فإن نصيبهم من المعروض الكلي من الأموال سوف ينمو، سيما وأنه لا يوجد مصدر آخر معتبر لزيادة هذا المعروض سوى الإقراض بفوائد، وإذا استمروا بإعادة إقراض كل الأموال التي يتم سدادها مع الفوائد بفوائد أخرى فسيستحوذ المقرضون على كل هذه الأموال، وبعد الحصول على أموال المقرضين سيحصلون على أصول المقرضين المرهونة لديهم.

(2) تحكم السلطات النقدية بشكل أفضل في حجم الكتلة النقدية الفعلية:

وذلك نتيجة لاحتكارها الفعلي لجميع عمليات طبع وإصدار النقود، إذ أن الكتلة النقدية التي تخلقها المصارف على شكل قروض ووعود بالدفع وفق النظام الربوي الراهن تشكل الجزء الأكبر من مجمل الكتلة النقدية، وهذا الجزء خارج عن حدود السيطرة والرقابة الكاملة، وهو ما يجبر السلطات النقدية على التحكم فقط في الجزء المتبقي من الكتلة النقدية.

(3) انخفاض احتمالات حدوث فقاعات الأصول بأنواعها المختلفة:

عادةً ما يسبق حدوث فقاعات الأصول زيادة في المعروض النقدي، ومن المتوقع أن يؤدي استقرار حجم الكتلة النقدية إلى انخفاض احتمال حدوث مثل هذه الفقاعات.

(4) تلطيف حدة الدورات الاقتصادية:

يمر الاقتصاد بدورات اقتصادية من ركود إلى كساد فزواج فازدهار وهكذا، وهذه الدورات تُغذى بالزيادة المبالغ فيها في الطلب الفعال الناتج عن نقود قد لا تكون موجودة فعلاً لدى الجهات المقرضة، وإنما فقط منشؤه من خلال الائتمان وخلق النقود. وهذا يزيد من احتمالات التضخم الذي يلي حالة الازدهار، وتؤدي محاولات كبح التضخم إلى حالة من تباطؤ الاقتصاد والركود والذي يتطور في بعض الحالات ليصبح كساداً، والدافع الوحيد المحفز لعملية خلق النقود التي تقوم بها المصارف هو العوائد المحصلة على شكل فوائد وغرامات تأخير.

* عالم اقتصاد ألماني له فضل بالنهوض بالاقتصاد الألماني خلال الفترة ما بين 1933-1936.

¹ رفيق يونس المصري، الإعجاز الاقتصادي للقرآن والسنة في تحرير الربا، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، ضمن كتاب حوار الأربعة الاقتصادي للعلم الدراسي 1428-1429 هـ، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2008، ص 15.

5) استقرار قيمة العملة و انخفاض احتمالات حدوث التضخم:

تحدد القيمة الحقيقية للنقود كغيرها من الأصول المالية أو السلعية من خلال تقاطع منحنى الطلب والعرض عليها، وتؤدي زيادة المعروض النقدي بشكل كبير إلى انخفاض قيمة النقود و حدوث التضخم.

ب) منع المصارف من خلق النقود الائتمانية من العدم، واعتبارها عملية غير شرعية:

من الواضح أن عملية خلق النقود التي تقوم بها المصارف تؤدي إلى أضرار فادحة على مستوى الاقتصاد الكلي أهمها التضخم وسوء توزيع الثروة والدخل وأزمات المديونية وانخفاض قيمة العملة، وتعتبر عملية منع المصارف من خلق النقود من أهم الإجراءات اللازمة لإصلاح النظام النقدي.

ج) تعزيز مراقبة الأسواق عبر إحياء نظام الحسبة:

يعتبر نظام الحسبة من أهم المؤسسات التي قدمها الإسلام في مجال تنظيم الأسواق والمحافظة عليها، والحسبة في الأسواق هي الأمر بالمعروف إذا ظهر تركه والنهي عن المنكر إذا ظهر فعله¹. وكان المحتسب مسؤولاً أمام القاضي وله سلطة واسعة في النشاط الموجود في الأسواق، وطبيعة المهن والأسعار والأوزان والموازين، فهو ينكر غش المبيعات وتدليس الأثمان وسائر المعاملات المحرمة والتعاملات الربوية والمطل في إعادة الدين، كما يراقب كفاءة وجودة الإنتاج ويتدخل لمنع الضرر، كما يتدخل أيضاً لضبط الكتلة النقدية والتأكد من جودة النقود وسلامة المعاملات التجارية والعقود المالية. ويمتد النشاط الرقابي لمؤسسة الحسبة ليشمل المالية العامة للدولة، و يمكن أن نطلق على هذا النوع من الرقابة الاحتسابية اسم الحسبة المالية².

يقول ابن خلدون عن ولاية الحسبة³:

"هي وظيفة دينية من باب الأمر بالمعروف والنهي عن المنكر الذي هو فرض على القائم بأمر المسلمين، يعين لذلك من يراه أهلاً له، فيتعين فرضه عليه، ويتخذ الأعوان على ذلك، ويبحث عن المنكرات، ويعزر ويؤدب على قدرها، ويحمل الناس على المصالح العامة."

ويقول ابن سعيد في التيسير⁴ اعلم أن الحسبة من أعظم الخطط الدينية، فلعوم مصلحتها، وعظيم منفعتها تولى أمرها الخلفاء الراشدون، ولم يكلوا أمرها إلى غيرهم مع ما كانوا فيه من شغل الجهاد، وتجهيز الجيوش.

يختلف نظام الحسبة عن نظام القضاء في الاختصاص وقوة السلطة إذ أن مؤسسة الحسبة خاضعة لحكم القضاء، إلا أن أهم ما يميز نظام الحسبة عن أي من الأنظمة الرقابية المعاصرة بأن القائمين عليه ينكرون المعاملات أو العقود التي يترتب عليها غبن واضح أو مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية حتى وإن تَمَّتْ برضى تام من المتعاملين، كالقروض الربوية أو عقود المقامرة.

¹ فؤاد عبد الله العمر، مقدمة في تاريخ الاقتصاد الإسلامي وتطوره، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 2003، بحث رقم (62)، ص 277-279.

² نائل عبد الحافظ العولمة، الرقابة المالية العامة: مدخل نظامي مقارنة، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 1990، ص 57.

³ ابن خلدون، المقدمة، دار الكتاب اللبناني، بيروت، مجلد 1، 1979، ص 398.

⁴ عبد الحي الكتاني، التراتيب الإدارية، دار إحياء التراث العربي، بيروت، د ت، ج 2، ص 264.

د) **حظر المشتقات المالية و العقود التي يترتب عليها أي نوع من أنواع المقامرة أو الغرر:**
تعتبر الاختيارات والمستقبلات ومبادلات القروض غير القابلة للسداد وعقود البيع على المكشوف وعقود المضاربة بالهامش من أهم هذه المشتقات والعقود الذي يسبب انتشارها مجموعة من الآثار الضارة.

هـ) **منع عمليات توريق وبيع الديون:**
لقد أصبح من البديهي أن عمليات توريق وبيع الديون كانت من أحد أهم أسباب أزمة الرهن العقاري، وهذا ما يبرر المطالبة بوقف هذه العمليات واعتبارها عمليات غير شرعية.

و) **عدم السماح مجدداً لعملة أي دولة بأن تكون وطنية الإصدار وعالمية الانتشار بنفس الوقت:**

يمكن أن يتحقق ذلك بطرق متعددة منها ضرورة إلزام الدول بالحفاظ على قيم عملتها بأسلوب ما كربطها بإمكانية التحويل إلى أصول حقيقية عند الطلب كربطها بالذهب، ومنع إصدار أو تداول سندات الخزينة خارج حدود أي دولة. وقد نقل عن الإمام الشافعي قوله¹:

" يكره للإمام ضرب الدراهم المغشوشة للحديث الصحيح ((من غشنا فليس منا)) لأن فيه إفساداً للنقود وإضراراً بذوي الحقوق وغلاء الأسعار وانقطاع الأجلاب وغير ذلك من المفاسد."

كما وورد عن الإمام تقي الدين أحمد بن علي المقرئ²:

" إن الفلوس لم يجعلها الله سبحانه نقداً في قديم الدهر وحديثه، وقد حدث من رواج الفلوس خراب الإقليم وذهاب نعمة أهل مصر، فالفضة هي النقد الشرعي، أما الفلوس فهي أشبه شيء بلا شيء".

وما قيل بحق الفلوس أولى أن يقال في عالم النقود الورقية التي فقدت أهم وظائفها كحافظ أمين للقيمة ومقياس دقيق لها، لاسيما وأن هذه النقود لم تعد تضبطها الحدود، وإنما أصبحت تصدر بكميات كبيرة و تنتقل من دولة إلى دولة ومن فرد إلى فرد، دون أن تستند إلى أي قيمة ذاتية.

سيلخص الجدول التالي رقم (13) أهم أسباب الأزمة المالية العالمية سائلة الذكر وأهم سبل الوقاية والعلاج التقليدية والإسلامية ومزايا كل منها (لكل مسبب على حده)، ويمكن من خلاله ملاحظة أن معظم الحلول الإسلامية هي حلول وقائية وليست حلولاً علاجية فقط.

¹ حسين كامل فهمي، الودائع المصرفية (حسابات المصارف)، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، العدد التاسع، جدة، 1995، ص 512.

² تقي الدين المقرئ، إغاثة الأمة بكشف الغمة، دار ابن الوليد، حمص، 1956، ص 41 وما بعدها.

الجدول رقم (13)

تلخيص لأهم أسباب الأزمة المالية العالمية والحلول التقليدية والإسلامية

نوع	الحل الإسلامي	نوع	الحل التقليدي	أهم أسباب الأزمة
وقائي	منع فكرة الإقراض مقابل سعر فائدة نهائياً باعتبارها ربا والاستعاضة عنه بعملية بيع المراجعة للأمر بالشراء	علاجي	تقييد الإقراض كزيادة سعر الفائدة أو وضع قيود تنظيمية على الجهات المقرضة أو طلب ضمانات كبيرة	الإفراط في حجم الإقراض العقاري
وقائي	منع حزم وتداول السندات بوصفها عملية بيع للدين بسعر أعلى وهو مخالف لأحكام الشريعة الإسلامية	علاجي	منع حزم وتداول السندات ريثما يتم علاج الأزمة أو التقليل منه بشكل عام من خلال وضع قيود تنظيمية	حزم وتداول السندات
علاجي	تقييد تلقائي لنزع الملكية ناتج عن عدم تراكم الفوائد الناجمة عن التأخير في دفع الأقساط والتي ترهق المقرض كما هو حال الاقتراض التقليدي. ومع ذلك يوجد إمكانية لنزع الملكية العقارية ولكن باحتمال أقل (إن كان العقار مرهوناً برهن حيازي فيمكن بيعه لسداد الدين)	علاجي	تقييد عملية نزع الملكية العقارية بإجراءات تنظيمية كإعطاء المقرض مهلة معقولة لتجنب التخلي عن العقار	نزع الملكية العقارية
وقائي	كان هدف المبالغة في رفع تصنيف حزم سندات الرهن العقاري هو إظهارها بمظهر جذاب ليسهل تداولها وبما أن تداول السندات غير جائز وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية فينتفي الداعي إلى المبالغة في التقويم	علاجي	وضع ضوابط تنظيمية ومحاسبية أكبر	نقص الشفافية والرقابة والمبالغة في التقويم عند إصدار وتصنيف وتداول حزم سندات الرهن العقاري
وقائي	وضع ضوابط تنظيمية ومحاسبية أكبر إضافة إلى الضوابط الشرعية	وقائي	وضع ضوابط تنظيمية ومحاسبية أكبر	ملاءمة الإطار القانوني و التشريعي لحدوث الأزمة
وقائي	عدم جواز تداول سندات الرهن العقاري أصلاً	وقائي	وضع ضوابط رقابية أكبر	إفلات المؤسسات المالية المتعاملة في سندات الرهن العقاري من الرقابة
وقائي	تنميط وقولية الأدوات المالية و اختصار عددها بشرط أن تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية	وقائي	تنميط وقولية الأدوات المالية واختصار عددها	صعوبة فهم الأدوات المالية (التعقيد)

تشييع الحكومات لسياسة التراخي في شروط منح القروض	تقييد الإقراض و الاقتراض بإجراءات نقدية متنوعة منها زيادة سعر الفائدة أو زيادة معدلات الاحتياطي الجزئي أو وضع قيود تنظيمية على الجهات المقرضة والمقرضة	علاجي	منع فكرة الإقراض مقابل سعر فائدة نهائياً باعتباره ربا والاستعاضة عنه بأدوات التمويل الإسلامي المختلفة كالمشاركة والمضاربة والمرابحة	وقائي
الابتكار المالي	لا يمكن وضع حدود للابتكار المالي وبالتالي يمكن فقط محاولة الحد من تجريب الأدوات المالية الجديدة	وقائي	الضابط المثالي للابتكار المالي للأدوات المالية الجديدة هو مدى توافقها مع أحكام الشريعة الإسلامية	وقائي
تجزئة الرقابة	وضع جهة رقابية عليا مهمتها تقويم جميع المخاطر المحتملة و تعمل وفقاً للضوابط التقليدية	وقائي	وضع جهة رقابية عليا مهمتها تقويم جميع المخاطر المحتملة و تعمل وفقاً للضوابط التقليدية وضوابط الاقتصاد الإسلامي معاً	وقائي
تقدير متدن لدرجة المخاطر المرتفعة المرتبطة بسندات الرهن العقاري	وضع ضوابط تنظيمية ومحاسبية أشد لمنع المبالغة في رفع تصنيف السندات	علاجي	لا داعي أصلاً للمبالغة في تصنيف السندات طالما أنها غير قابلة للتداول ويبقى تصنيف بدائل السندات (الصكوك) أسهل من تصنيف السندات	وقائي
زيادة نسبة القروض إلى رأسمال المؤسسات المالية	وضع حد أقصى لنسب الرفع المالي المسموحة	علاجي	عملية الرفع المالية التقليدية غير جائزة وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية والبدائل الأخرى لا تسبب خللاً مالياً يفصل بين حجم المعاملات المالية والاقتصاد الحقيقي ويقود إلى التضخم وتشكيل الفقاعات بأنواعها المختلفة	وقائي
انتشار المشتقات المالية خارج حدود الرقابة	وضع ضوابط لأماكن وأوقات تداول المشتقات المالية المختلفة	علاجي	المشتقات المالية التي تسببت بالأزمة غير متوافقة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية. ورقابة البدائل المقترحة (الصكوك) أسهل لأنها مرتبطة بشكل مباشر بأصول عينية	وقائي
الإفراط في عمليات توريق وبيع الديون	وضع ضوابط تقلص من عمليات حزم وتداول السندات	علاجي	منع عملية توريق أو بيع الديون لمخالفتها لأحكام الشريعة الإسلامية	وقائي
سياسة تخفيض الدولار التي اتبعتها الولايات المتحدة الأمريكية	زيادة أسعار الفائدة ووضع قيود على الإصدار النقدي ورفع متطلبات الاحتياطي الجزئي وغير ذلك من إجراءات نقدية أخرى	علاجي	إتباع مبادئ الاقتصاد الإسلامي تقود بالضرورة إلى نقل السيطرة على الجزء الأكبر من الكتلة النقدية من يد المصارف التجارية إلى يد السلطات النقدية. إذ أن السلطات النقدية لا تتحكم بشكل مباشر بحجم النقود الائتمانية في الأنظمة التقليدية. بينما يمكن للسلطات النقدية أن تتحكم بجزء أكبر من حجم الكتلة النقدية بسبب عدم قدرة المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية على التعامل بالفائدة	وقائي

الفصل السادس

التوازن الاقتصادي الكلي في الاقتصاد التقليدي والاقتصاد الإسلامي

أتى هذا الفصل لكي يختبر رياضياً أثر الانتقال من نظام اقتصادي تقليدي إلى نظام اقتصادي يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية أو بالعكس، و يختبر أيضاً مدى دقة أحد فرضيات هذا البحث التي تقول أن الانتقال من اقتصاد تقليدي إلى اقتصاد إسلامي يؤدي إلى زيادة في مستوى الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، وينقسم إلى مبحثين:

المبحث الأول:

تناول وبشكل مختصر مفهوم التوازن الاقتصادي و التذكير بأهم النماذج الرياضية التي تقيس الناتج المحلي الإجمالي في مجتمع ما ممثلاً بالمخطط البسيط الذي يبين توازن الناتج المحلي الإجمالي وفقاً لطريقة الإنفاق، ومن ثم إدخال نموذج المضاعف في حسابات الناتج المحلي الإجمالي.

المبحث الثاني:

ناقش مثالب الطريقة التي يقاس فيها الناتج المحلي الإجمالي بشكله المعروف وبدائل القياس الأخرى المقترحة، ومن ثم اقترح الباحث طريقة جديدة لقياس الناتج المحلي الإجمالي (المرغوب) وأعاد تطبيق معادلات الناتج المحلي الإجمالي وفقاً لطريقة القياس الجديدة لتبيان الفرق بين الانتقال من اقتصاد تقليدي إلى اقتصاد إسلامي أو العكس.

المبحث الأول

التوازن الاقتصادي التقليدي الكلي باستخدام معادلات الناتج المحلي الإجمالي

أ) مفهوم التوازن الاقتصادي:

يتحقق التوازن الاقتصادي عندما يتساوى الطلب الكلي مع العرض الكلي، فالتوازن في اقتصاد ما هو الوضع الذي يتيح فيه تناسب المكونات الإجمالية تحقيق التصحيح الملائم للتدفقات، وثباتاً في الأسعار تشغيلاً للآلية الاقتصادية. فهو وصف لحالة تعادلية تتكافأ فيها قوى متضادة تقوم بينها علاقات سببية، أي إنه الحالة الاقتصادية والمالية التي تتفاعل فيها قوى جزئية أو قوى كلية أو كلها معاً، بحيث يؤدي أي تغير في هذه القوى إلى خلل في العلاقات أو التأثيرات المترابطة بين الوحدات الاقتصادية في الاقتصاد المحلي، وقد يطول أجل هذا الخلل أو يقصر إلى أن تحدث أو تستحدث عوامل مضادة تعمل في عكس اتجاه الخلل فيعود التوازن الاقتصادي¹.

ب) تطبيق نماذج التوازن على المستوى الكلي من وجهة نظر كنزية:

يعود الفضل الأكبر في تطور ما يدعى اليوم بالحسابات القومية إلى مجموعة من الاقتصاديين الكنزيين الذين تحدثوا كثيراً عن المبادئ الاقتصادية الكلية، حيث حصل اثنان منهم (ريتشارد ستون و سيمون كوزنيتس) على جائزة نوبل في الاقتصاد نتيجة عمل فريد كانا قد قدماه سمي "حسابات الناتج القومي" وهو مجموعة من التعاريف والقواعد المبتكرة لقياس النشاط الاقتصادي العام أو كما يعرف اليوم باسم الاقتصاد الكلي². تزود حسابات الناتج القومي المهتمين وصناع السياسة بطرق مختلفة لقياس المجموع الكلي للإنتاج الذي ينقسم إلى مجاميع كلية وجزئية كالإنفاق والاستثمار والدخل الشخصي، أو بمعنى آخر تمكنا حسابات الناتج القومي من قياس وتحليل مقدار ما تنتجه الأمة وما تستهلكه. بناءً على ذلك نستطيع أن نعرف الناتج المحلي الإجمالي بأنه³:

مجموع السلع والخدمات النهائية المنتجة في دولة ما خلال سنة واحدة ليس مستغرباً أبداً أن نرى أن جميع الصحفيين والاقتصاديين والمحللين السياسيين يتحدثون دائماً عن الناتج المحلي الإجمالي ومعدل زيادته أو انخفاضه وعدالة توزيعه عندما يناقشون مواضيع الاقتصاد كونه يعبر عن المخرجات الكلية للاقتصاد بأفضل صورة ممكنة كما أنه يمثل (من وجهة نظرهم) أبرز مؤشرات الرفاه والكفاءة الاقتصادية.

¹ الموسوعة العربية المجلد الأول (متاح بشكل كامل على الانترنت) : <http://www.arab-ency.com>

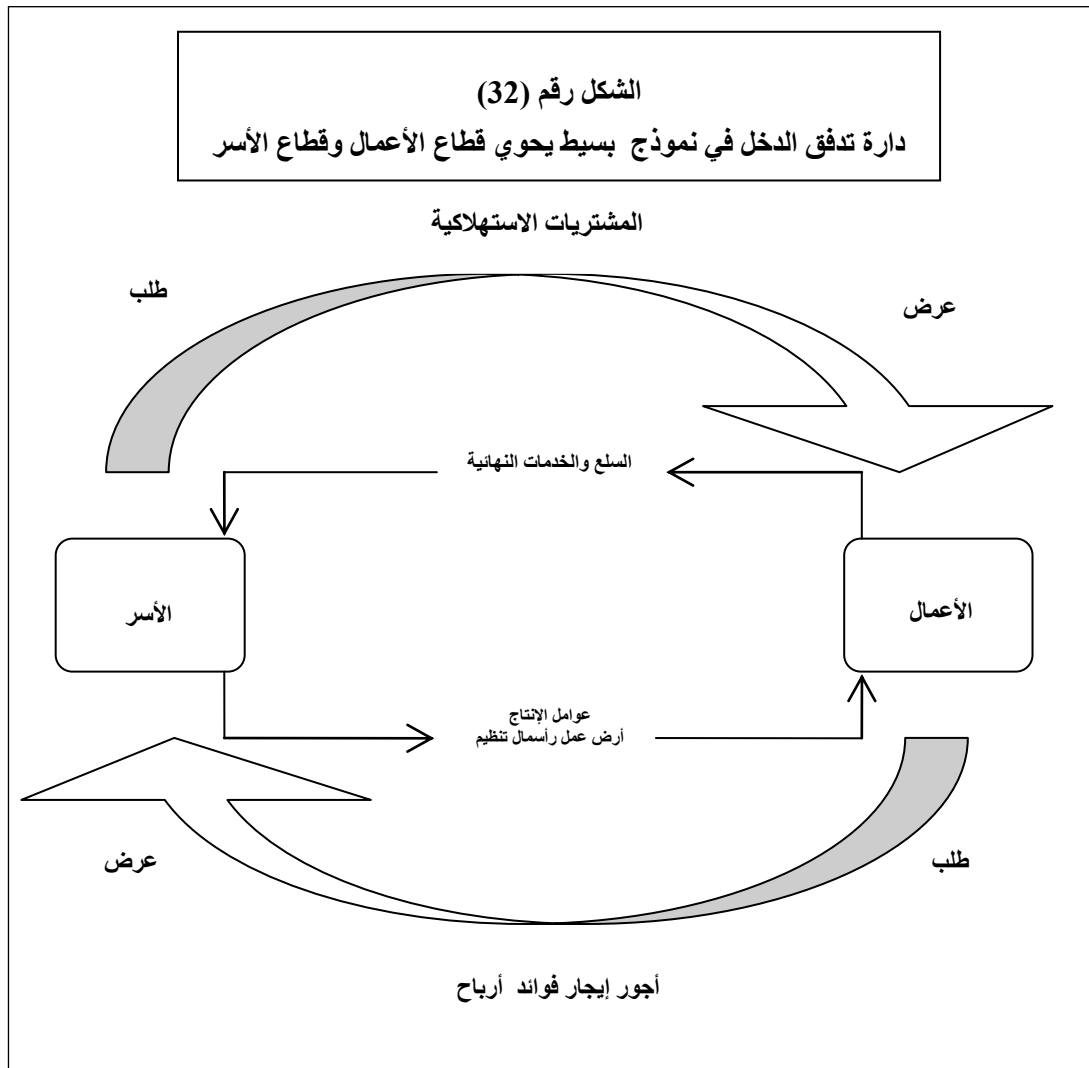
² David C. Colander: The Economics, McGraw-Hill Companies, UK, 2001, page 513.

³ Charles D. DeLorme, Jr, Robert B. Ekelund, Jr, Macroeconomics, Business Publication INC plano, Texas, 983, Page 28.

ويمكن الوصول إلى هذا الناتج بطريقتين مستقلتين تماماً¹:

إما من خلال طريقة تدفق السلع، وذلك عن طريق جمع ما ينفقه مجتمع من المجتمعات على السلع والخدمات النهائية خلال سنة ما. أو من خلال طريقة التكلفة، وذلك بجمع عوامل الدخل المختلفة متمثلةً بالأجور والفوائد والإيجارات والأرباح والتي تعبر عن تكاليف إنتاج السلع والخدمات النهائية.

يظهر الشكل رقم (32) دائرة تدفق الدخل التي تبين في قسمها العلوي طريقة تدفق السلع (التدفق الإنفاقي) في حساب الناتج المحلي وفي قسمها السفلي طريقة التكلفة (التدفق الداخلي) من خلال نموذج بسيط يحتوي فقط على قطاعي الأعمال والأسر:

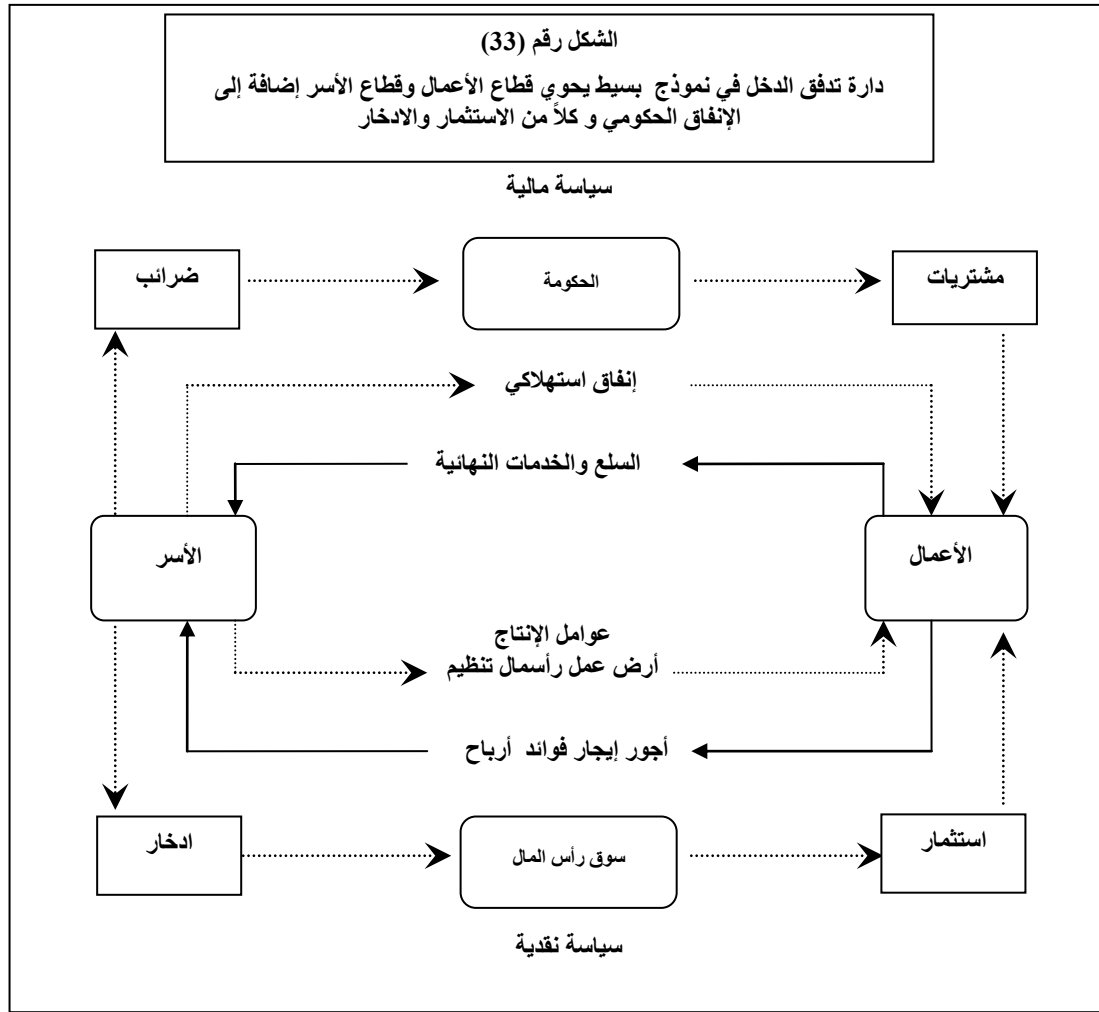


(مصدر الشكل)

Charles D. DeLorme., Jr., Robert B. Ekelund, Jr, Macroeconomics, Op.cit, Page 29

¹ بول سامويلسون. ولیم، ترجمة هشام عبد الله، الاقتصاد، الدار الأهلية، النسخة العربية، عمان، ط1، 2001، ص437.

يمكننا أن نطور دائرة الدخل السابقة لكي تشمل الإنفاق الحكومي والضرائب والاستثمار والادخار كما يبين الشكل رقم (33):



(مصدر الشكل)

Dernburg Tomas, Mc Dougall Duncan: Macroeconomics, Toshio printing, Tokyo, Japan, 1976, P 27

من خلال طريقة تدفق السلع نستنتج المعادلة الشهيرة التي يتم بواسطتها حساب الناتج المحلي:

$$Y = C + G + I + (X - M)$$

Y الناتج المحلي الإجمالي

C الاستهلاك الخاص

G مشتريات الدولة

I الاستثمار

M الواردات

X الصادرات

$$EX = X - M \text{ صافي التبادل الخارجي}$$

نلاحظ من خلال المعادلة السابقة أن زيادة أولية في الاستهلاك الخاص C أو الإنفاق الحكومي G أو الاستثمار I تعمل على زيادة الناتج المحلي الإجمالي Y وتتوقف فاعلية هذه الزيادة المباشرة على مصادر التمويل، فإذا مُولت هذه الزيادة عن طريق استغلال مصادر معطلة أو عن طريق القروض الخارجية أو الإعانات أو حتى عن طريق الإصدار النقدي، فإن هذا الإنفاق سيؤدي حتماً إلى زيادة مباشرة في الناتج المحلي الإجمالي الاسمي وبنفس المقدار. أما إذا جاءت الزيادة في النفقات العامة نتيجة فرض ضرائب مختلفة على الاستهلاك أو على الدخل أو من خلال طرح سندات الخزينة العامة داخل حدود الدولة فلن يكون لهذه الزيادة أي أثر كبير مباشر على الناتج المحلي من حيث الكم وإنما يتأثر الناتج المحلي من حيث التوزيع.

كذلك نلاحظ أن زيادة الإنفاق الخاص والاستثمار الخاص تعمل على زيادة الناتج المحلي بشكل مباشر على المدى القريب بغض النظر عن مصادر التمويل.

تؤدي هذه الزيادات في الإنفاق والاستثمار الحكومي والخاص إلى زيادة أخرى أيضاً من خلال تأثير المضاعف الكنزي*.

يتألف الإنفاق العام في نموذج المضاعف البسيط من الإنفاق الاستهلاكي الخاص C والإنفاق الحكومي G والاستثمار الخاص I ويدخل أيضاً في حساباته صافي التبادل الخارجي، ويفترض ثبات الأسعار:

$$C = cY_d + C_0 \quad (1) \quad c: \text{الميل الحدي للاستهلاك بالنسبة للدخل التصرفي.}$$

$$Y_d = Y - T + R \quad (2) \quad Y_d: \text{الدخل التصرفي و } T: \text{الضرائب و } R: \text{التحويلات.}$$

$$I = I_0 \quad (3) \quad I: \text{تابع الاستثمار.}$$

$$G = G_0 \quad (4) \quad G: \text{تابع الإنفاق الحكومي.}$$

$$R = R_0 \quad (5) \quad R: \text{تابع التحويلات الحكومية.}$$

$$T = tY + T_0 \quad (6) \quad T: \text{تابع الضرائب (مع افتراض أن الضرائب لا تتأثر بشرائح الدخل).}$$

$$X = X_0 \quad (7) \quad X: \text{الصادرات إلى الخارج.}$$

$$M = mY + M_0 \quad (8) \quad M: \text{الواردات من الخارج و } m: \text{الميل الحدي للاستيراد.}$$

$$Y = C + I + G + X - M \quad (9) \quad \text{معادلة الناتج المحلي من جانب التدفق الإنفاقي.}$$

لكي نستخدم هذا النموذج الاقتصادي بكفاءة يجب أولاً أن نجمع جميع هذه التوازنات الجزئية في نموذج توازني واحد يظهر تأثير مختلف التوازنات على مستوى الناتج من خلال العمليات الحسابية التالية: نعوض المعادلة (2) في المعادلة (1) فنحصل على المعادلة (1a)

$$C = C_0 + c(Y - T + R) \quad (1a)$$

نعوض المعادلات (1a) (3) (4) (5) (6) (7) و (8) في المعادلة (9):

* يشكل المضاعف الكنزي رغم بساطته عنصراً هاماً في معظم النماذج الاقتصادية المعقدة، كما يعطي صناع السياسة أرقاماً دقيقة نسبياً تمكنهم من التنبؤ بتأثير تغيير الإنفاق العام أو الإنفاق الخاص أو الاستثمار على الناتج المحلي الإجمالي.

$$Y = Co + c[Y - (T0 + tY) + R0] + I0 + G0 + X0 - (M0 + mY)$$

$$Y = Co + cY - cT0 - ctY + cR0 + I0 + G0 + X0 - M0 - mY : \text{نزىل الأقواس}$$

ننقل الأطراف التي تحوي Y إلى الطرف الآخر ونخرجها خارج القوس:

$$Y(1 - c + ct + m) = Co - cT0 + cR0 + I0 + G0 + X0 - M0$$

بالتقسيم على $(1 - c + ct + m)$:

$$Y = (Co - cT0 + cR0 + I0 + G0 + X0 - M0) / (1 - c + ct + m) \quad (A)$$

إن أي زيادة في الإنفاق الحكومي ΔG ستؤدي إلى زيادة في الناتج المحلي ΔY

$$\Delta Y + Y = (Co - cT0 + cR0 + I0 + G0 + (\Delta G) + X0 - M0) / (1 - c + ct + m)$$

و بطرح المعادلة (A) من المعادلة السابقة نجد: $\Delta Y = \Delta G / (1 - c + ct + m)$

من المعادلة السابقة نستنتج أنه إذا زدنا الإنفاق الحكومي بمقدار ΔG فإن الناتج المحلي سيزداد

بمقدار زيادة هذا الإنفاق مضروباً في $1 / (1 - c + ct + m)$ وهو ما يسمى بمضاعف الإنفاق الحكومي.

إذا بسطنا النموذج أكثر وافترضنا أن الضريبة T والواردات M لا تتغيران بتغير الدخل فتصبح

قيمة المضاعف تساوي $1 / (1 - c)$.

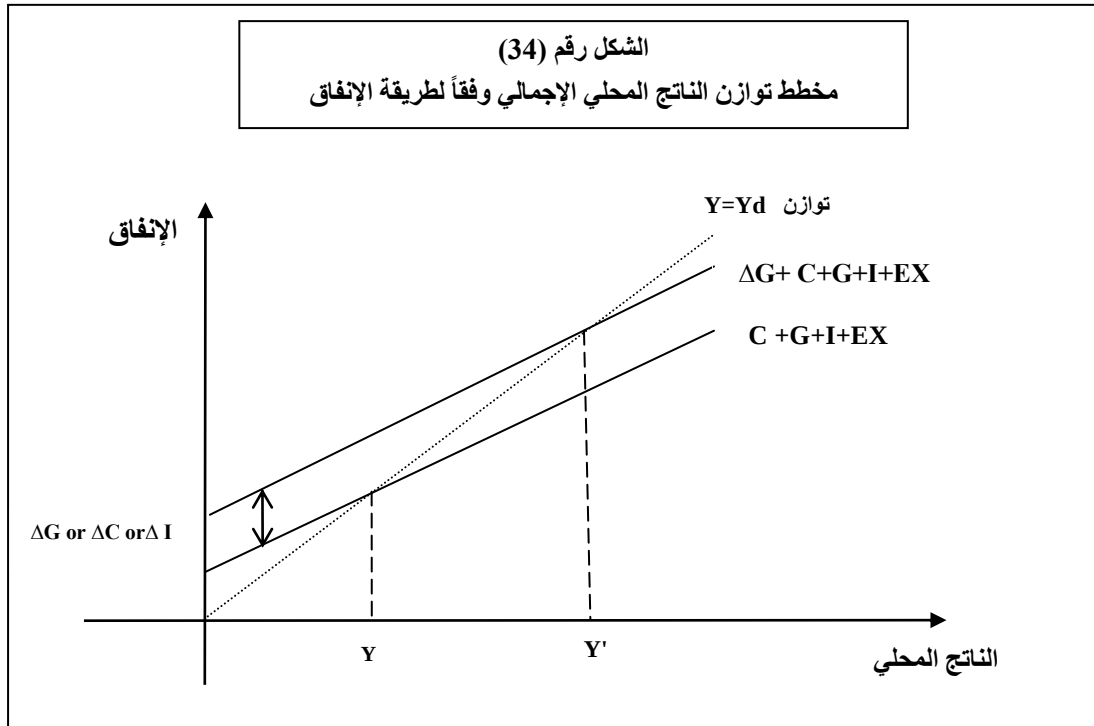
فإذا كان الميل الحدي للاستهلاك يساوي 0.8 فإن قيمة المضاعف تساوي $5 = 1 / (1 - 0.8)$

أي إذا زدنا الإنفاق بمقدار 20% فإن الناتج المحلي سيتضاعف، وما ينطبق على الإنفاق الحكومي

ينطبق على الإنفاق الخاص والاستثمار الخاص أيضاً. يمكن توضيح أثر المضاعف من خلال الشكل

رقم (34) الذي يبين أن زيادة صغيرة في مستوى الإنفاق ΔG تؤدي إلى زيادة أكبر بكثير في الناتج

المحلي الإجمالي ΔY .



يمكن أن تتضح الصورة بشكل أفضل إذا توصلنا إلى معرفة الآثار المباشرة و غير المباشرة للإنفاق العام على الناتج المحلي من خلال نموذج واحد يجمع نموذج الطلب والعرض الكلي مع نموذج المضاعف¹:

نلاحظ من الشكل (35-b) و (35-a) أن منحنيات الإنفاق الكلي (Aggregate Expenditure) AE تتغير عند مستويات السعر المختلفة P_0, P_1, P_2 فارتفاع الأسعار سوف ينقل منحنيات الإنفاق باتجاه الأسفل، كما أن انخفاض الأسعار سوف يحركها نحو الأعلى أي أن مستوى الإنفاق العام يرتفع عندما تنخفض الأسعار وينخفض عندما ترتفع. لو فرضنا أن الإنفاق العام ازداد من AE_0 إلى AE_1 فإن هذه الزيادة تجعل الناتج الحقيقي يزداد بسبب التأثيرات المحرصة إضافةً إلى التغير الحاصل في الإنفاق الكلي، أي تنتقل المخرجات الحقيقية من Y_0 إلى Y_1 نتيجة تأثير الإنفاق الأولي ومن Y_1 إلى Y_1 نتيجة تأثير المضاعف كما يُظهر الشكل (35-b).

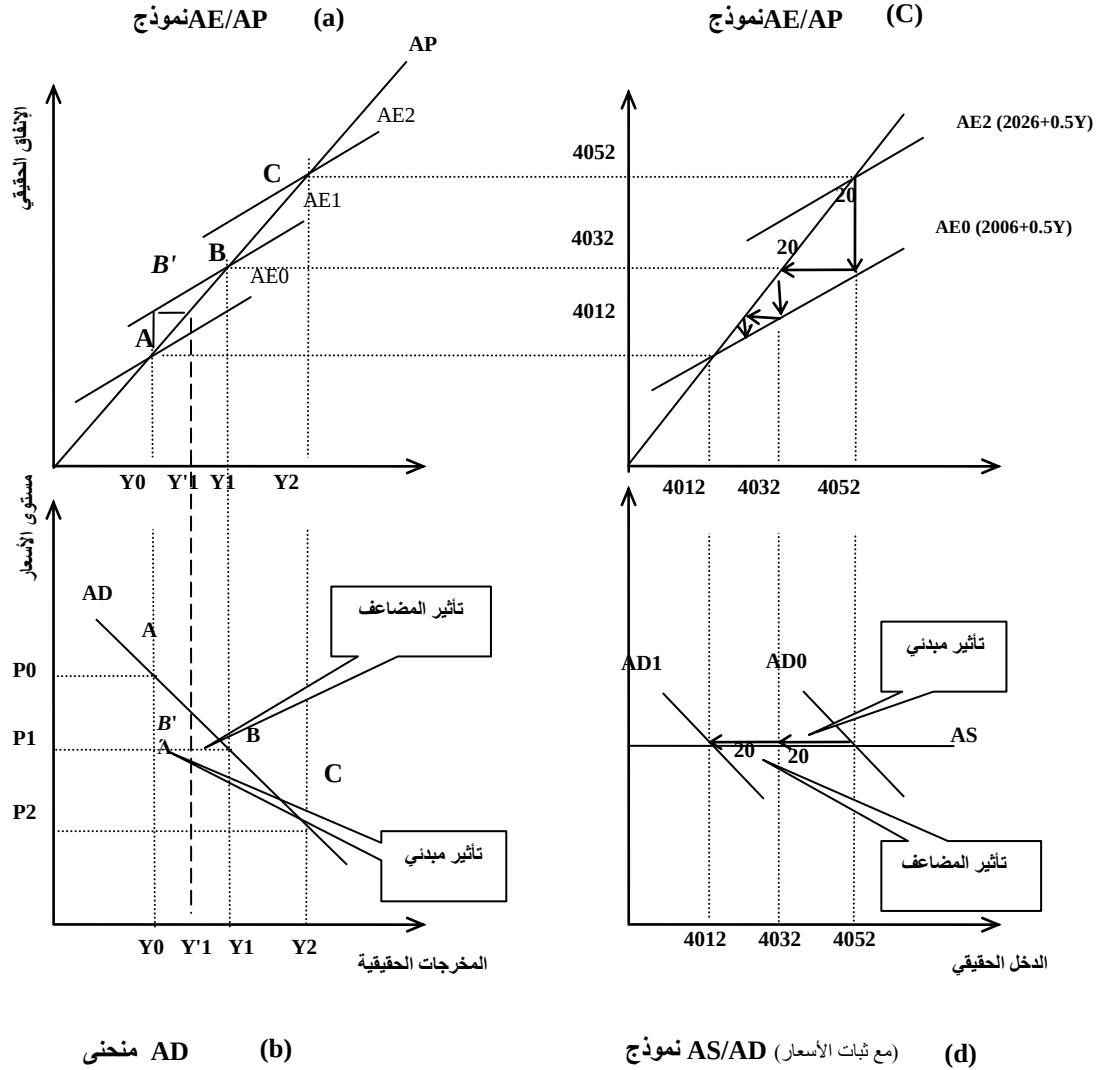
لو رسمنا النقاط (A,B,C) المعبرة عن علاقة السعر بالمخرجات الكلية في الشكل (35-b) ووصلنا بينها بالاستعانة بالنقاط (A,B,C) في الشكل (35-a) لحصلنا على منحنى الطلب الكلي (Aggregate Demand) AD في الشكل (35-b) والذي يبين كلاً من التأثير الأولي والثانوي للإنفاق من خلال السعر والمضاعف على التوالي، ويظهر الشكل (35-c) العلاقة بين الإنفاق الحقيقي والدخل الحقيقي من خلال أرقام افتراضية تبين أنه بتخفيض الإنفاق العام بمقدار 20 وحدة من 4052 إلى 4032 فإن الدخل الحقيقي ينخفض بمقدار 40 وحدة أي من 4052 إلى 4012.

ولو فرضنا ثبات الأسعار نستطيع أن نستنتج من خلال الشكلين (35-c) و (35-d) أن انخفاضاً مبدئياً في الإنفاق الكلي بمقدار 20 وحدة أدى إلى انخفاض الدخل الحقيقي الكلي بمقدار 40 وحدة، أي أن التغير الأولي تضاعف من خلال تأثير المضاعف.

¹ David C. Colander: The Economics, op.cit, P(602).

الشكل (35)

نموذج الطلب والعرض الكلي مع نموذج المضاعف

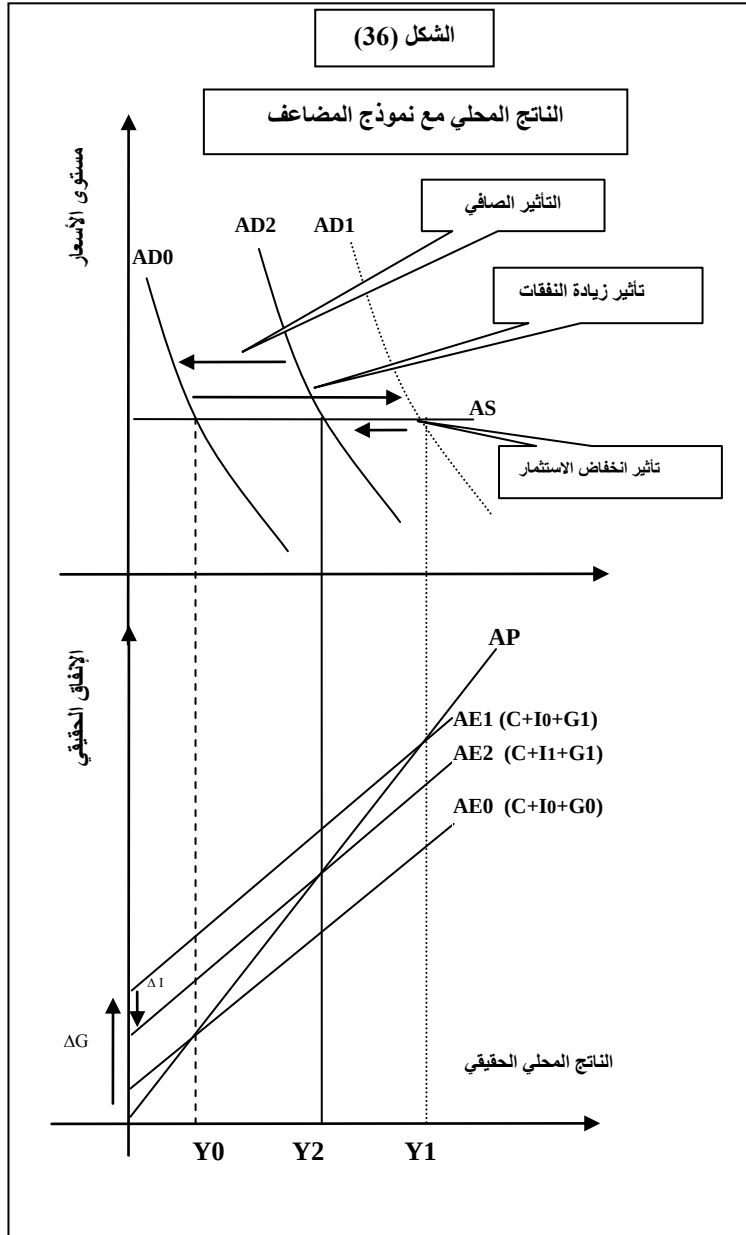


مصدر الشكل

David C. Colander: The Economics, McGraw-Hill Companies, UK, 2001, P(602).

على الرغم من أهمية نموذج المضاعف الكنزي السابق إلا أنه يغفل تأثير النقود وأسعار الفائدة وتغير أسعار الصرف كما أنه يفترض ثبات الاستثمار، وهو بالتأكيد صحيح في شكله السابق بغض النظر عن طبيعة النظام الاقتصادي المطبق سواء أكان نظاماً اقتصادياً قائماً على مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية أو كان غير ذلك وذلك لأنه لم يدخل معدل الفائدة بعين الاعتبار.

لو أدخلنا معدل الفائدة في حسابات نموذج المضاعف سنلاحظ تراجع تأثيره بالفعل كما يبين الشكل رقم (36)، وذلك لأن زيادة النفقات الحكومية ΔG الممولة من خلال طرح سندات الخزينة



العامة* سوف ترفع أسعار الفائدة، وارتفاع أسعار الفائدة سوف يخفض من حجم الاستثمارات من I_0 إلى I_1 وذلك لوجود علاقة عكسية واضحة بين حجم الاستثمار ومعدل الفائدة، وبالتالي فانخفاض الاستثمار بمقدار ΔI نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة، سيعمل على تخفيض الإنفاق الكلي من AE_1 إلى AE_2 وبالتالي سينخفض الناتج المحلي الحقيقي من Y_1 إلى Y_2 وبذلك يكون التأثير الصافي لزيادة النفقات العامة هو زيادة الناتج المحلي من Y_0 إلى Y_2 هذه الزيادة ناتجة عن زيادة الناتج المحلي من Y_0 إلى Y_1 (الناتجة عن زيادة الإنفاق الحكومي) مطروحاً منها الانخفاض في الناتج

المحلي من Y_1 إلى Y_2 (الناتج عن انخفاض الاستثمار الناتج بدوره عن ارتفاع معدل الفائدة نتيجة طرح سندات الخزينة). كلما أدخلنا متغيرات أكثر في نموذج المضاعف كلما استطعنا أن نقدر بوضوح الناتج الحقيقي الجديد المستهدف نتيجة زيادة الإنفاق العام G أو الاستثمار الخاص I أو الاستهلاك الخاص C وتجدر الإشارة أن قيمة المضاعف في الولايات المتحدة الأمريكية¹ تتراوح بين 2 و 2.5.

* إذا تم تمويل النفقات العامة من خلال الإصدار النقدي فإن أسعار الفائدة ستنتج إلى الهبوط بدلاً من الصعود وبذلك سيزداد الاستثمار ويزداد الإنفاق الكلي نتيجة زيادة كل من الإنفاق الحكومي والاستثمار ولكن ذلك سيكون على الأغلب على حساب ارتفاع الأسعار.

¹ David C. Colander: The Economics, op.cit, P 601.

المبحث الثاني

تطبيق نماذج التوازن على المستوى الكلي من وجهة نظر إسلامية

(أ) مشكلة طريقة قياس الناتج المحلي الإجمالي (GDP):

في البداية يجب التأكيد بأن التحليل السابق وفقاً لطريقة احتساب الناتج المحلي الإجمالي بشكله الحالي هو تحليل غير دقيق، وذلك لأن هذا الناتج يغفل مجموعة هامة من العوامل أبرزها أنه يهمل قطاعاً كبيراً من الإنتاج، كعدم احتسابه لاستهلاك الفلاح من حقله وعمل ربة المنزل في بيتها وغيرها من أعمال منتجة. وبالمقابل فهو يحتسب استهلاك أو إنتاج مجموعة من السلع والخدمات الضارة وغير المرغوبة والتي تؤدي إلى آثار سلبية على المجتمع كالدخل الناتج عن بيع السلع والخدمات المضرة بالصحة كالاستثمار في معامل التبغ والكحول واستهلاك منتجاتها والترويج لها. وكذلك الاستثمار في الشركات والمؤسسات التي تقدم الخدمات الضارة كنوادي القمار والدخول الناجمة عنها. وكذلك الاستثمار في المؤسسات التي تدير وتروج لمعاملات مالية صفرية لا تؤدي إلى إضافة أية قيمة حقيقية للمنتجات التي تتعامل بها. وهو لا يميز أيضاً بين الاستهلاك الناجم عن مديونية الأفراد والشركات أو الإنفاق من مواردها الذاتية. وكذلك يهمل التكاليف البيئية الكبيرة الناتجة عن التلوث واهتلاك الموارد غير المتجددة، والتكاليف الاجتماعية الناتجة عن زيادة حالات الطلاق والتفكك الأسري وزيادة معدلات الجريمة.

على سبيل المثال تؤدي زيادة الكوارث الطبيعية الناتجة عن الاستغلال الجائر للموارد الطبيعية إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي مرتين في المرة الأولى عن طريق زيادة الدخل الناتجة عن استغلال هذه الموارد غير المتجددة وفي المرة الثانية عن طريق زيادة الدخل الناتجة عن تكاليف إزالة الآثار السلبية الناجمة عن هذا الاستغلال الجائر. وكذلك الحال بالنسبة للمشكلات الاجتماعية إذ أن زيادة حالات الطلاق والتفكك الأسري مثلاً تزيد من الناتج المحلي الإجمالي نتيجة زيادة دخول المحامين والقضاة العاملين على حل الخلافات الزوجية، وزيادة دخول منتجي ومسوقي السجائر والمشروبات الكحولية والوجبات السريعة الجاهزة نتيجة لزيادة استهلاكها، وكذلك الدخل الناجمة عن ضرورة عمل المرأة المطلقة خارج منزلها، إذ أن عملها السابق على رعاية أبنائها كأم ليست واردة في حسابات الناتج القومي الإجمالي! وأيضاً يؤدي ارتفاع معدلات الجريمة إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي! بسبب زيادة توظيف رجال الأمن والحراس وزيادة دخول العاملين في المشافي والسجون والمحاكم، وكذلك زيادة مبيعات أجهزة الإنذار وأسلحة الدفاع عن النفس وغيرها من وسائل مكافحة الجريمة.

إن تعريف الناتج المحلي الإجمالي التقليدي بأنه مجموع قيم السلع والخدمات التي تنتج في مجتمع ما خلال فترة زمنية ما، يعبر عن ما ينتج في هذا المجتمع بغض النظر عن مدى فائدته أو مدى ضرره، وبذلك فهو لا يمكن أن يكون مؤشراً دقيقاً جداً للرفاه والكفاءة الاقتصادية كما أريد له أن يكون، وهذا ما أكده أحد مخترعي حسابات الناتج المحلي الإجمالي نفسه سيمون كوزننتس Simon Kuznets في عام 1962 حينما حذر مجلس النواب الأمريكي قائلاً¹:

"من الصعوبة الاستدلال عن مدى رفاه الأمة من خلال حسابات الناتج المحلي الإجمالي"

كذلك قال الاقتصادي الشهير جون جلبرت كينث John Kenneth Galbraith:

"عاجلاً وليس عاجلاً سيختفي تركيزنا على الاهتمام بالكمية المنتجة من السلع والخدمات- معدلات

زيادة الناتج المحلي الإجمالي- لصالح الاهتمام بمستوى المعيشة التي توفرها"²

أيضاً أكد ذلك الاقتصاديان الشهيران وليم نورديس وجيمس توبين بقولهما³:

"الناتج المحلي الإجمالي ليس مقياساً للرفاه"

(ب) اقتراح مؤشر جديد لقياس الناتج المحلي الإجمالي (DGDP):

يمكن إجراء بعض التعديلات الطفيفة على الناتج المحلي الإجمالي التقليدي GDP ليصبح أكثر دقة وتعبيراً عن مستوى الرفاه والتقدم DGDP، وذلك بطرح قيمة المنتجات الضارة من هذا المؤشر بدلاً من زيادتها وذلك بعد تثقيفها، كما تستبعد حالياً مثلاً زراعة وصناعة المخدرات والاتجار بها من حسابات الناتج المحلي الإجمالي التقليدي على أساس أنها نشاط غير قانوني. وقبل اقتراح هذا المؤشر الجديد DGDP لا بد أولاً من استعراض واحد من أهم المؤشرات المقترحة الأخرى كبديل لقياس الناتج المحلي الإجمالي، وهو مؤشر التقدم الحقيقي GPI.

ابتكر مؤشر التقدم الحقيقي GPI (Genuine Progress Indicator) الاقتصاديان جون كوب (John Cobb) و دالي هرمن (Daly Herman)⁴ في عام 1994. وهو مؤشر كلي مركب من 51 مؤشراً جزئياً، منها الناتج المحلي الإجمالي والدخل التصرفي و يؤثران في هذا المؤشر إيجابياً، وتطور عدد الأوبئة والأمراض ومعدلات الطلاق والجريمة والانتحار والبطالة وتعاطي المخدرات والكثير من أشكال التلوث البيئي وتؤثر فيه بشكل سلبي، وهذه المؤشرات الجزئية مرتبة في ثلاث مجموعات رئيسية كما يوضح الجدول التالي رقم (14):

¹ John Thornhill, a measure remodeled, Financial Times, January 28/2009:

<http://www.oecd.org/dataoecd/23/43/42085619.pdf>

² Daniel Ben-Ami, The midwife of miserabilism (Books discussed), The Affluent Society, by John Kenneth Galbraith 25 January 2008: http://www.spiked-online.com/index.php?site/reviewofbooks_article/4363/

³ Nordhaus, William and James Tobin. "Is growth obsolete," in Economic, National Bureau of Economic Research, 1972, Page 24: <http://www.nber.org/chapters/c7620.pdf>

⁴ Peter Miller and Laura Westra, "Just Ecological Integrity: The Ethics of Maintaining Planetary Life" Chapter(9) "Measuring Progress and Decline" Rowman & Littlefield Publishers Inc. 2002, p 84.

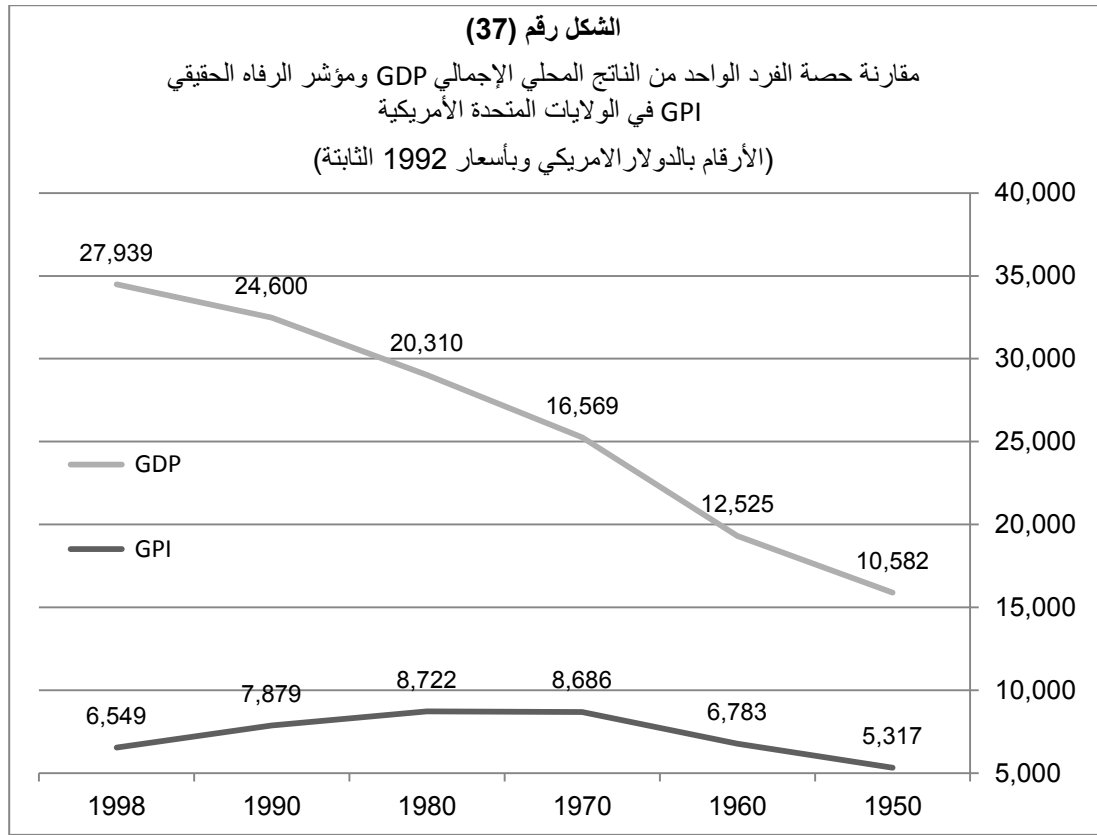
- (1) المؤشر الاقتصادي GPI Economic Indicators
- (2) المؤشر الاجتماعي والإنساني GPI Social-Human
- (3) المؤشر البيئي GPI Environmental

الجدول رقم (14)¹

مؤشر التقدم أو الرفاه الحقيقي (Genuine Progress Indicator) وهو مؤشر مركب من ثلاث مجموعات تأخذ بعين الاعتبار العوامل الاقتصادية والاجتماعية والبيئية		
المؤشر الاقتصادي	المؤشر الاجتماعي والإنساني	المؤشر البيئي
الناتج المحلي الإجمالي	الفقر	الاحتياطي من النفط والغاز
التنوع الاقتصادي	توزيع الدخل	العمر الافتراضي للبيتومين
التجارة	البطالة	تكثيف استخدام الطاقة
الناتج التصرفي	البطالة المقنعة	القدرة المستقبلية على الزراعة
معدل الأجور الأسبوعي	مستوى الأجور	مقاومة الأشجار والغابات من أجل البقاء
الإنفاق الشخصي	الأعمال المنزلية	تفتيت واهتلاك الغابات
مصاريف النقل	تربية الأطفال والعناية بالكبار	السلامة البيئية
الضرائب	أوقات الفراغ	حياة الأحياء في البر والبحر
معدل الادخار	أعمال التطوع	المنتزهات والمناطق البرية
مستوى الديون	زمن الذهاب والإياب للمنزل والعمل	التربة الرطبة الصالحة للزراعة
البنية التحتية الحكومية	متوسط عمر الإنسان	حجم الأراضي الزراعية المنخفضة
البنية التحتية الخاصة	وفيات المواليد	المياه الصالحة للاستخدام
	وفيات المواليد تحت عمر السنة	الهواء النقي
	البدانة	الانبعاثات المضرة بأنواعها المختلفة
	الانتحار	الانبعاثات غير المضرة
	تعاطي المخدرات	الخلل في مستوى الكربون
	حوادث السيارات	ما يهدد الصحة العامة أو البيئة
	معدلات الطلاق	معدل الأراضي المخربة بسبب النفايات
	معدلات الجريمة	كمية الأراضي الصالحة للاستيطان
	مشاكل المقامرة	
	معدل مشاركة الناهيين	
	مدى تحقيق الأهداف التعليمية	

¹ Mark Anielski, The Alberta GPI Blueprint, The Genuine Progress Indicator (GPI) Sustainable Well-Being Accounting System, September 2001, P(21) Pembina Institute: www.pembina.org.

يبين الشكل رقم (37) الهبوط الكبير في مؤشر التقدم الحقيقي GPI في الولايات المتحدة الأمريكية في الوقت الذي كان يزيد فيه الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي GDP بشكل ملحوظ بعد عام 1970، حيث انخفض مؤشر التقدم الحقيقي من 8686 دولار للفرد الواحد عام 1970 بأسعار 1992 الثابتة إلى 5649 دولاراً بتاريخ 1998، في الوقت الذي ارتفع فيه الناتج المحلي الإجمالي من 16595 ألف دولار للفرد الواحد إلى 27939 دولاراً خلال نفس الفترة. وهذه المقارنة تثبت بوضوح أن الناتج المحلي الإجمالي التقليدي هو مؤشر غير دقيق لقياس مستوى الرفاه أو التقدم الاقتصادي أو حجم المنفعة الكلية، أو على الأقل يمكن إجراء بعض التعديلات عليه ليصبح أكثر كفاءة، ومن هنا جاءت فكرة الناتج المحلي الإجمالي المرغوب (Desirable Gross Domestic Product (DGDP).



(مصدر البيانات)

Clifford Cobb, Gary Sue Goodman, And Mathis Wackern Agel: Why Bigger Isn't Better: The Genuine Progress Indicator 1999 Update, Redefining Progress, P 12: November 1999:

<http://www.rprogress.org/publications/1999/gpi1999.pdf>

لا يمكن من وجهة نظر إسلامية ضم الأنشطة الضارة إلى مكونات الناتج المحلي الإجمالي المرغوب المراد قياسه واعتبارها قيمة مضافة موجبة بمجرد أنها تحقق دخلاً لمنهجها أو لذة لمستهلكها، بينما تؤدي إلى نتائج سلبية على كل من المستويين الجزئي والكلّي، فالإسلام يحرم إنتاج أو استهلاك كل ما يضر بالجسم أو العقل أو المجتمع، فجسم الإنسان أمانة ائتمنه الله عليها، ولا يجوز حتى لصاحبه أن يتسبب له بالضرر، ولذلك حرم الإسلام الانتحار أو كل ما يؤدي إليه.

مع أن مؤشر التقدم الحقيقي GPI يأخذ بعين الاعتبار معظم سلبيات الناتج المحلي الإجمالي إلا أنه لا يرتبط بشكل مباشر بالإنتاج الحقيقي، ولذلك لا يمكن استخدامه تحت مسمى الناتج أو الإنتاج، لهذا أصبح من الضروري إجراء بعض التعديلات على طريقة احتساب الناتج المحلي الإجمالي ليصبح أكثر تعبيراً عن الرفاه والكفاءة الاقتصادية، وبنفس الوقت يبقى قابلاً للاستخدام في النماذج الاقتصادية بمعنى الناتج المساوي لقيمة السلع والخدمات المنتجة، وذلك عن طريق تثقيل مكونات الإنتاج من سلع وخدمات بعد جمعها في عدة مجموعات (ثلاث مجموعات أو أكثر وفقاً لأهميتها ومدى منفعتها على المستوى الكلي) ومن ثم جمع قيم هذه السلع والخدمات بعد التثقيل ثم إضافة قيم السلع والخدمات غير النقدية وبذلك نحصل على الناتج المحلي الإجمالي المثقل (المرغوب).

المجموعة الأولى: وتبدأ بقيمة السلع والخدمات الضرورية كقيمة المواد الغذائية ومواد البناء والصناعات المفيدة وخدمات النقل والتعليم والصحة وخدمات الرعاية الصحية والاجتماعية المقدمة للأطفال من قبل الأمهات، والنفقات الحكومية التي تعيد توزيع الدخل بشكل أكثر عدالة، وتُعطى هذه المجموعة أهمية كبرى في حسابات الناتج المحلي الإجمالي المقترح عن طريق التثقيل.

المجموعة الثانية: وتمثل قيمة السلع والخدمات الأقل أهمية كبعض السلع الكمالية وخدمات السياحة والترفيه، وتعطى تثقيلاً أقل من المجموعة السابقة في حسابات الناتج المحلي المقترح.

المجموعة الثالثة: وتشمل قيمة السلع والخدمات المضرة على المستوى الجزئي أو الكلي كالخمر والتبغ وخدمات المقامرة واستهلاك الموارد الطبيعية غير المتجددة والصناعات التي تؤدي إلى أضرار بيئية كبيرة وتعطى تثقيلاً بقيمة سالبة في حسابات الناتج المحلي الإجمالي المقترح.

بهذه الطريقة تكون تغيرات هذا المؤشر المقترح أكثر تعبيراً عن تطور المنفعة الكلية في المجتمع أو مدى كفاءته الاقتصادية، إلا أن حسابه قد يواجه الكثير من المشاكل الإحصائية وقد لا يعبر عن مدى تغير الثروة أو تطور الإنتاج الحقيقي بكل ما فيه من سلبيات وإيجابيات كما هو عليه حال الناتج المحلي الإجمالي بشكله الحالي.

مع كل السلبيات التي قد يحتويها مثل هذا المؤشر (منها مثلاً صعوبة تصنيف السلع والخدمات في مجموعات ووضع رؤية موحدة لهذا التصنيف، ومدى دقة عوامل التثقيل) إلا أنه يبقى مؤشراً أفضل بكثير من مؤشر الناتج المحلي الإجمالي بشكله الحالي. لذلك قد يكون من المفيد أن يعمل المؤشر المقترح إلى جانب مؤشر الناتج المحلي الإجمالي على أن يستعمل هذا المؤشر المقترح بالمعنى الإيجابي كأن نقول الناتج المحلي الإجمالي المرغوب (Desirable Gross Domestic Product) DGDP وأهم ما يميز هذا المؤشر المقترح عن مؤشر الناتج المحلي الإجمالي التقليدي GDP (Gross Domestic Product) هو أنه يعبر عن المحتوى الكيفي للمنتجات وليس فقط عن المستوى الكمي، كما أنه يأخذ بعين الاعتبار توزيع الناتج المحلي الإجمالي عند الحساب من خلال إعطاء النفقات الاجتماعية مثلاً تثقيلاً أكبر، وهو ما لا تتيحه حسابات الناتج المحلي الإجمالي.

لذلك قد يكون من المناسب تحليل المقارنة بين نظامين اقتصاديين تقليدي و إسلامي وفقاً للنتائج المحلي الإجمالي المرغوب DGDP عندما ننظر إلى هذا الناتج بالمعنى الإيجابي. وليس الناتج المحلي الإجمالي التقليدي GDP وللتبسيط سوف يكون التحليل في اقتصاد مغلق يحتوي على مجموعتين من السلع والخدمات واحدة مفيدة تدخل في حساب الناتج المحلي الإجمالي المرغوب بقيمة موجبة وأخرى ضارة تدخل في حساباته بقيمة سالبة دون إدخال عامل التثقل* (بغرض التبسيط)** :

إن معادلة الناتج المحلي الإجمالي التقليدية من جانب التدفق الإنفاقي في مجتمع مغلق كما يلي:

$$Y=C+I+G \text{ ويمكن كتابة المعادلة السابقة وفقاً للفرضية السابقة بالشكل التالي:}$$

$$Y=(C_1+C_2)+(I_1+I_2)+(G_1+G_2) \text{ حيث تمثل:}$$

C_1 الإنفاق على الاستهلاك غير الضار من السلع والخدمات.

I_1 الاستثمار في السلع والخدمات غير الضارة.

G_1 الإنفاق الحكومي اللازم لتنظيم الاستثمار في السلع والخدمات غير الضارة.

C_2 الإنفاق على استهلاك الضار من السلع والخدمات كالخمور ونوادي القمار.

I_2 الاستثمار في الضار من السلع والخدمات كإنشاء معامل الخمور أو نوادي القمار.

G_2 الإنفاق الحكومي اللازم لتنظيم الاستثمار في السلع والخدمات الضارة.

ومع افتراض أن السلع والخدمات المضرة تؤثر في الناتج المحلي سلباً على اعتبار أنها سلع

وخدمات ضارة، فيصبح الناتج المحلي الإجمالي المرغوب DGDP:

$$Y'=(C_1-C_2)+(I_1-I_2)+(G_1-G_2)$$

أما معادلة الناتج المحلي الإجمالي المرغوب من جانب التدفق الإنفاقي في مجتمع مغلق يتبع أسس

$$Y''=C''+I''+G'' \text{ ومبادئ الاقتصاد الإسلامي:}$$

$$Y''=(C_1+C_3)+(I_1+I_3)+(G_1+G_3)$$

C_1 الإنفاق على الاستهلاك غير الضار من السلع والخدمات.

I_2 الاستثمار في السلع والخدمات غير الضارة.

G_1 الإنفاق الحكومي اللازم لتنظيم الاستثمار في السلع والخدمات غير الضارة.

C_3 الإنفاق الاستهلاكي على البدائل غير الضارة من السلع والخدمات.

I_3 الاستثمار في البدائل غير الضارة من السلع والخدمات.

G_3 الإنفاق الحكومي اللازم لتنظيم الاستثمار في البدائل غير الضارة من السلع والخدمات.

$$Y'=(C_1-C_2)+(I_1-I_2)+(G_1-G_2) \text{ بطرح معادلة الناتج المحلي في التحليل السابق}$$

من المعادلة السابقة يصبح الفرق بين تطبيق النموذج الاقتصادي الإسلامي والنموذج التقليدي كما يلي:

* كلما زاد عدد مجموعات السلع والخدمات المصنفة ودقة عامل التثقل كلما كان المؤشر المقترح أكثر تعبيراً عن مستوى الرفاه والكفاءة الاقتصادية.

** طبعاً فرضية وجود مجموعتين دون وجود عوامل التثقل هي فرضية مبسطة جداً، تم افتراضها فقط لإثبات صحة العمليات الحسابية وأثر الانتقال من اقتصاد تقليدي إلى اقتصاد إسلامي بشكل تفسيري فقط، وللوصول إلى أثر هذا الانتقال بصورة دقيقة يجب زيادة عدد المجموعات وتثقلها وفرز جميع السلع والخدمات المشكلة بمجموعها الناتج المحلي الإجمالي وإدراجها ضمن هذه المجموعات.

$$Y''-Y'=(C3+C2)+(I3+I2)+(G3+G2)$$

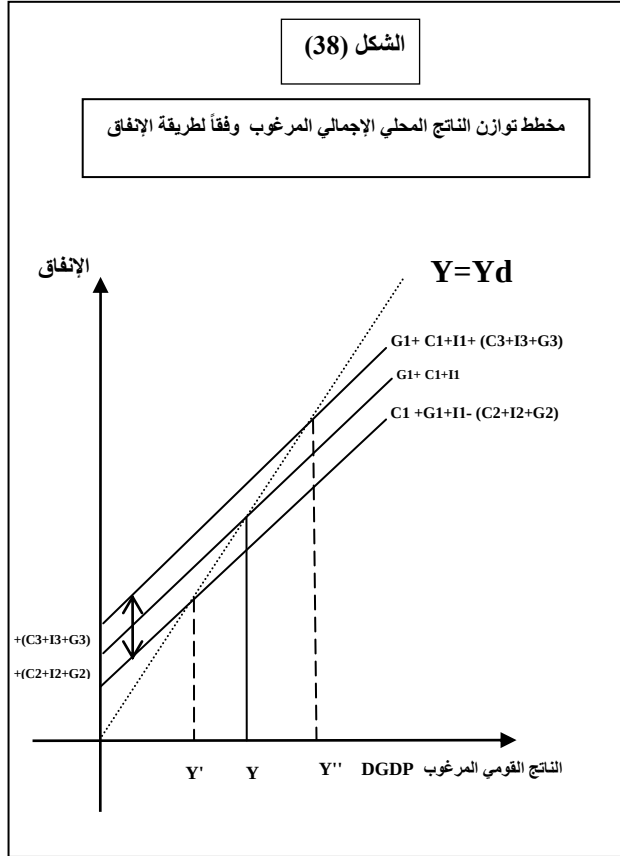
$$Y''-Y'= C3+I3+G3 + (C2+I2+G2)$$

وبما أن: $C3=C2$ و $G3=G2$ و $I3=I2$ فتصبح النتيجة:

$$Y''-Y'=C3+I3+G3+(C3+I3+G3)$$

$$Y''-Y'=2C3+2I3+2G3$$

ويمكن تمثيل الفارق بيانياً كما يظهر الشكل التالي رقم (38) والذي يبين تأثير الانتقال من مجتمع



لا يتبع مبادئ الاقتصاد الإسلامي إلى مجتمع يتبع مبادئ الاقتصاد الإسلامي من حيث حجم الناتج المحلي المفيد أو المرغوب وذلك من خلال تأثير مضاعف التحول من اقتصاد إسلامي إلى اقتصاد تقليدي أو العكس، حيث يبين ذلك الشكل أولاً أثر الانتقال من اقتصاد (تقليدي) Y' يجيز التعامل بجميع السلع والخدمات المنتجة ويدخلها في حسابات الناتج المحلي المرغوب، إلى اقتصاد (إسلامي) Y'' يوقف إنتاج أو استهلاك السلع والخدمات الضارة ويستبدل بها إنتاج سلع وخدمات مفيدة، أما الناتج المحلي Y فيبين مستوى الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة التخلي عن استثمار أو استهلاك السلع والخدمات الضارة (كمرحلة أولى)

قبل استهلاك أو استثمار السلع والخدمات المفيدة كبديل استهلاكي أو استثماري.

تظهر المقارنة السابقة الأثر الإيجابي المعتبر من حيث ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي المرغوب عند الانتقال من اقتصاد تقليدي إلى اقتصاد إسلامي. ولإشارة إلى مدى تأثير السلع والخدمات الضارة في الناتج المحلي الإجمالي ($C2+I2+G2$ ) يكفي أن نذكر أن الأضرار المباشرة من جراء التدخين كلفت الولايات المتحدة وحدها مثلاً عام 1998 ما بين 300 إلى 375 مليار دولار، وهو ما يقدر بحوالي 3.5% - 4.3% من ناتجها المحلي¹ (دون حساب كلفة إنتاج وترويج السجائر) وقد بلغ متوسط عدد الوفيات السنوية فيها بسبب التدخين خلال الأعوام 2000-2004 حوالي 443000 أربعمئة وثلاثة وأربعون ألف حالة².

¹ The Economic Costs of Smoking in the United States and the Benefits of Comprehensive Tobacco Legislation, Office of Economic Policy, U.S. Treasury Department, March 15, 1998, Report-3113, P13: <http://www.ustreas.gov/press/releases/reports/tobacco.pdf>

² Tobacco Use Targeting the Nation's Leading killer, National Center For Chronic disease prevention & Health Promotion, ATA GLANCECE 2010, P2:

كذلك تكلفت الولايات المتحدة الأميركية من جراء الأضرار الناجمة عن تعاطي المسكرات ما يقدر بأكثر من 148 مليار دولار في عام 1992 وأكثر من 184.6 مليار دولار في عام 1998 وهو ما يقدر بأكثر من 2% من مجمل الناتج المحلي الإجمالي في كلا العامين (دون ذكر كلفة إنتاج وترويج المسكرات)¹. كانت تلك الأضرار ناجمة عن زيادة معدلات الجريمة بأنواعها المختلفة وزيادة معدلات الحرائق وحوادث المرور وانخفاض معدل إنتاج المدمنين وغيرها من أسباب أخرى.

على سبيل المثال بلغ معدل حوادث الدراجات النارية في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1998 بسبب المسكرات 39% من مجمل الحوادث مخلفة 16000 ستة عشر ألف قتيل، وبلغ عدد جرحى الحوادث المرورية الناجمة عن المسكرات في نفس العام 305000 ثلاثمائة و خمسة آلاف جريح، وقُدر بأنه بين ثلث إلى نصف حالات جرائم القتل ونصف حالات الانتحار حدثت بسبب المسكرات². تنبّهت الدول إلى الآثار الاجتماعية والاقتصادية الضارة التي تخلفها مثل هذه المنتجات على المجتمع، إلا أن جميع محاولات المنع و الحظر لديها باءت بالفشل فقد حاولت الولايات المتحدة مثلاً منع إنتاج وتسويق واستهلاك الخمر بين عامي 1920 و 1933 بقوة القانون ((National Prohibition of Alcohol (1920-1933)) وقد توقع المشرعون أن يكون لهذه الخطوة أثر إصلاحي كبير لصالح انخفاض معدلات الجريمة والأمراض وزيادة معدل الإنتاجية، إلا أن العكس تماماً هو ما قد حدث إذ أن عدد حالات اعتقال السائقين المخمورين زاد بمعدل 81% بين عامي 1920 و 1921، كما أن معدل الجرائم في ثلاثين مدينة كبرى في الولايات المتحدة زاد بمقدار 24%، خلال نفس المدة كما أن جرائم القتل كانت تزداد تدريجياً بعد ذلك من أقل من سبعة حالات لكل مئة ألف نسمة عام 1920 إلى أقل قليلاً من 10 حالات عام 1933 وقد انخفضت هذه المعدلات تدريجياً بعد إلغاء قانون المنع في عام 1933، كما أن معدل الفساد زاد بصورة ملحوظة، كما زادت نفقات تطبيق القانون بشكل كبير إذ أن العاملين في المناطق الحدودية زادوا بمعدل 45% بين عامي 1920 و 1930 كما أن عدد الحرس الحدودي زاد بمعدل 188% وزادت ميزانيته بمعدل 500%³.

وبذلك أمكن للمشرعين الاستنتاج بأن قرارات المنع لمثل هذه المنتجات لا يمكن أن تكون فعالة لعدة أسباب أهمها:

www.cdc.gov/chronicdisease/resources/publications/aag/pdf/2010/tobacco_2010.pdf

¹ Henrick J. Harwood, Updating estimates of the economics cost of alcohol abuse in the united states: U.S. department of health and human service, Public Health Service, National Institutes of Health, National Institute on Alcohol Abuse and Alcoholism, (Report) December 2000, P(15):
<http://pubs.niaaa.nih.gov/publications/economic-2000/alcoholcost.PDF>

² Alexander C. Wagenaar, Alcohol Policy in the united states: Alcohol Epidemiology Program, University of Minnesota, School of Public Health, November 2000, P 7-8:
www.impaceen.org/generalarea_PDFs/Alcohol%20Policies%20in%20the%20United%20States.PDF

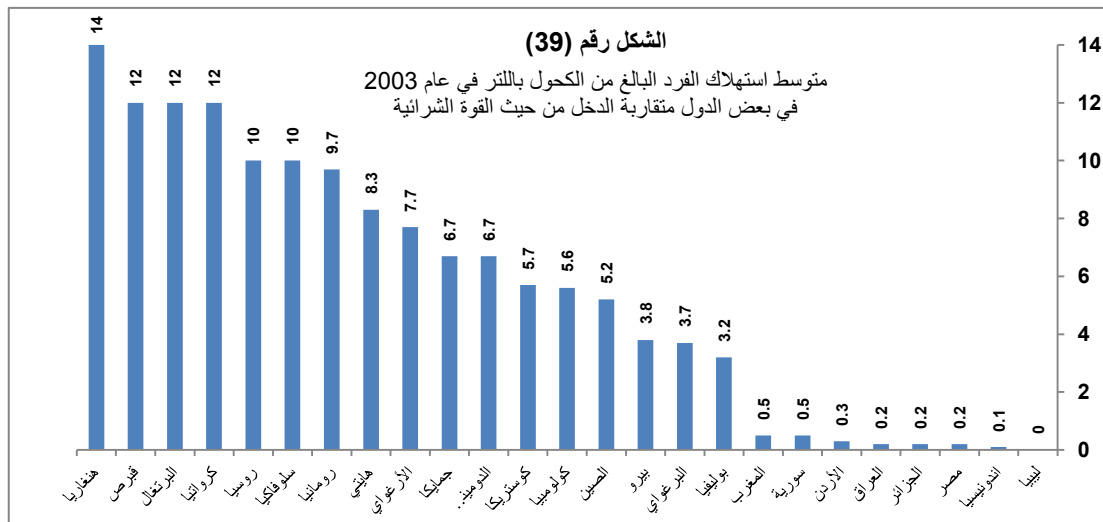
³ Mark Thornton, Cato Institute Policy Analysis No.157:Alcohol Prohibition Was a Failure, July 17, 1991:
<http://www.cato.org/pubs/pas/pa157.pdf>

❖ أن المنع بحد ذاته يولد عند بعض الناس حافزاً للعمل بعكس تلك القرارات لاسيما إن اعتبرت تدخلاً في الحريات الشخصية، كما أن قرارات المنع تتصادم مع مصالح المستفيدين كشركات إنتاج وتسويق السجائر والخمور و غيرها من السلع والخدمات الضارة، ولمثل هذه الشركات تأثير ونفوذ قوي في مراكز القرار.

❖ يشكل الدخل الناتج عن تصدير مثل هذه السلع والخدمات جزءاً كبيراً من صادرات بعض الدول ومنعها قد يؤدي إلى خلل في ميزانها التجاري.

لذلك لم نعد نرى أي محاولات جدية للتخلص من مثل هذه السلع بل على العكس تماماً نرى دعوات لإباحة استهلاك سلع ومنتجات أكثر ضرراً، فقد قضت المحكمة العليا في الأرجنتين مثلاً بأنه "من غير الدستوري" معاقبة الأفراد بسبب الاستخدام الشخصي للماريجوانا¹، وقد شهدت كولومبيا وفنزويلا والإكوادور بالإضافة إلى المكسيك تحركات تهدف لإلغاء تجريم حيازة كميات صغيرة من الحشيش للاستهلاك الشخصي على غرار بعض الدول الأوروبية الأخرى مثل اسبانيا والبرتغال وهولندا وغيرها والتي أصبحت تسمح أيضاً بحيازة كميات صغيرة للاستهلاك الشخصي.

هذا لا ينطبق على المجتمعات ذات الغالبية المسلمة إذ أن سبب المنع لمثل تلك المنتجات يكون تنفيذاً لأمر الله عز وجل وهو ما يلقي قبولاً اجتماعياً كبيراً بين معظم الناس، وحتى لو لم يمنع تداول تلك السلع نجد أن الإقبال عليها في هذه المجتمعات أقل بكثير من المجتمعات الأخرى، إذ أن الوازع الديني سوف يمنع الكثيرين من إنتاجها أو استهلاكها أو الترويج لها ولذلك كانت تجربة منع الخمر في الإسلام وخلافاً لجميع التجارب الأخرى تجربة ناجحة جداً، ويمكن التأكيد بأن الدول ذات الغالبية المسلمة تستهلك الخمر بمعدلات قد لا تكاد تذكر مقارنة مع الدول الأخرى كما يبين الشكل رقم (39) الذي يظهر متوسط استهلاك الخمر للبالغين في مجموعة من دول مختلفة لا يوجد بينها تفاوت كبير في القدرة الشرائية علماً بأن تلك النتائج ممكن أن تعمم على بقية دول العالم.



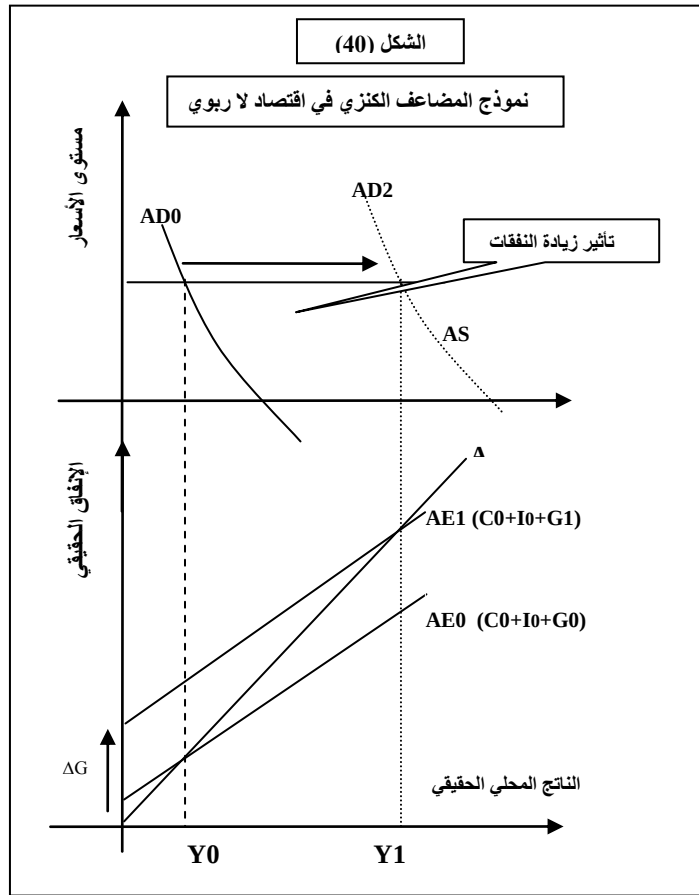
مصدر البيانات

World health Organization (WHO) website, Statistical Information System (WHOSIS):
http://apps.who.int/whosis/database/core/core_select_process.cfm?strISO3_select=ALL&strIndicator_select=AlcoholConsumption&intYear_select=latest&language=english#

¹ تم نشر الخبر في موقع بي بي سي ومواقع كثيرة أخرى بتاريخ: 2009/08/26
http://www.bbc.co.uk/arabic/worldnews/2009/08/090826_me_marijuana_tc2.shtml

قد لا يكون هنالك خلافٌ كبيرٌ على وجود الأثر السلبي لبعض السلع والخدمات سائلة الذكر بين أنصار المذاهب الاقتصادية المختلفة إلا أن الخلاف يشد أكثر عند الحديث عن الفائدة على رأس المال إذ أن معظم أنصار الاقتصاد التقليدي يجدون فيها أداة نقدية في غاية الأهمية تفيد في تنظيم الاقتراض والإقراض وضبط السيولة النقدية وكبح التضخم. بينما يرى أنصار الاقتصاد الإسلامي وبعض الاقتصاديين الآخرين بأن للفائدة على رأس المال آثاراً سلبية جداً تعمل بشكل معاكس تماماً لأهم الأهداف الكلية التي تسعى إلى تحقيقها السياسات المالية والنقدية، ممثلة بزيادة الإنتاج وتوزيعه بشكل عادل وزيادة مستويات العمالة وانخفاض معدلات التضخم.

للاستدلال الرياضي على الأثر السلبي لأسعار الفائدة في الناتج المحلي الإجمالي من حيث الحجم يمكن العودة إلى نموذج المضاعف الكنزي في الشكل السابق رقم (40) وتطبيقه على اقتصاد بلا فوائد



يعتمد في جميع عمليات التمويل على عقود المضاربة والمراوحة والاستصناع والمزارعة وغيرها من عقود أخرى وكذلك يعتمد على الصكوك الإسلامية بأنواعها المختلفة كبديل عن السندات بفائدة حيث يظهر هذا النموذج المعدل و الموضح بالشكل رقم (40) بأن زيادة الإنفاق النقدي الناجم عن زيادة النفقات الحكومية ΔG الممولة من خلال طرح صكوك إسلامية، سوف لن يؤثر سلباً على حجم الاستثمارات الأخرى I_0 كما هو حال التمويل عن طريق سندات الخزينة المرتكزة على أسعار الفائدة، كما يوضح الشكل السابق

رقم (36) وبذلك يكون التأثير الصافي لزيادة النفقات العامة عن طريق الصكوك الإسلامية هو زيادة الناتج المحلي من Y_0 إلى Y_1 وتكون هذه الزيادة صافية على عكس الزيادة الناتجة من خلال طرح سندات الخزينة العامة والتي تؤدي لاحقاً إلى تخفيض الاستثمار I_0 ممثلة بالزيادة في الناتج المحلي من Y_0 إلى Y_1 (الناتجة عن زيادة الإنفاق الحكومي) مطروحاً منها الانخفاض في الناتج المحلي من Y_1 إلى Y_2 (الناتج عن انخفاض الاستثمار الناتج بدوره عن ارتفاع معدل الفائدة نتيجة طرح السندات) كما يبين الشكل السابق رقم (36).

الفرق بين زيادة الإنفاق الحكومي عن طريق طرح سندات الخزينة التقليدية أو عن طريق طرح صكوك إسلامية هو أن طريقة التمويل الحكومي في الحالة الأولى ترفع أسعار الفائدة على الإقراض والاقتراض نتيجة لمنافسة سندات الخزينة للسندات العادية وبالتالي يفضل بعض المستثمرين الاستثمار في الودائع المصرفية مقابل الحصول على فوائد ربوية عن الاستثمار في الأسهم أو قطاعات الاستثمار الحقيقي الأخرى، وهو ما يخفض حجم الاستثمار الكلي بمقدار هذا الفرق، بينما لا نجد مثل الانخفاض في اقتصاد يتبع أسس ومبادئ الاقتصاد الإسلامي، إذ أنه يترتب على صاحب رأس المال أن يوظف ماله حصراً في قطاعات الاستثمار الحقيقي، ولا يوجد في مثل هذا الاقتصاد توظيف غير منتج يتيح لصاحب المال الحصول على فوائد مقابل الإيداع وبالتالي سوف لن تؤثر عمليات التمويل الحكومي من خلال الصكوك الإسلامية على حجم المبالغ الأخرى المخصصة للاستثمار.

كذلك للتمويل بالصكوك الإسلامية ميزة إضافية تتعلق بالاستقرار المالي والنقدي السريع والقدرة الأكبر على التنبؤ الدقيق بآثار زيادة الإنفاق على الناتج المحلي الإجمالي والمتغيرات الاقتصادية الأخرى، وذلك لأن التأثير غير المباشر لزيادة الإنفاق العام ΔG الممول من خلال إصدار الصكوك ينحصر في متغير واحد فقط هو الناتج المحلي الإجمالي ΔY بينما يتعلق التأثير في أسلوب التمويل التقليدي في متغيرين اثنين هما الناتج المحلي ΔY و سعر الفائدة ΔIN كما أن الأثر المتوقع لانخفاض حجم الاستثمار ΔI لا يمكن التنبؤ بحجمه بسهولة.

استعراض نتائج اختبار فرضيات البحث

بناءً على ما جاء في الفصول الستة السابقة فقد تم اختبار فرضيات البحث وكانت النتائج كما يلي:

الفرضية الأولى: يوجد بدائل مناسبة تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية لجميع الأصول والعقود المالية التقليدية الضارة.

من خلال البحث تبين أنه يوجد بالفعل بدائل متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لمعظم الأدوات المالية التي يتم تداولها في أسواق المال التقليدية (وليس لجميعها) فممكن للصكوك أن تكون بديلاً مناسباً للسندات التقليدية، وممكن لعقود السلم والتوريد والجمالة أن تكون بديلاً عن عقود المستقبلات، مع ضرورة التأكيد بأن هذه البدائل الإسلامية قد لا تكون مشابهة تماماً لنظيراتها التقليدية فعقود الاختيار المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لا تشبه كثيراً عقود الخيارات التقليدية، ومع ذلك لازال الباب مفتوحاً لابتكار منتجات مالية إسلامية أخرى قد تكون قادرة على أن تحل محل المنتجات المالية التقليدية الضارة. إلا أنه لا يوجد حالياً بدائل لبعض العقود المشابهة تماماً لعقود المقامرة كمبادلات القروض غير القابلة للسداد، وفي مثل هذه الحالات قد يكون من الأفضل منع مثل هذه العقود أو المنتجات المالية في حال ثبوت ضررها سواء أكان لها بديل متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية أم لا طالما أن أضرارها أكثر بكثير من منافعها. وبذلك تكون الفرضية الأولى غير محققة لعدم وجود بدائل مشابهة تماماً لجميع الأصول والأدوات المالية التقليدية وإنما يوجد بدائل لمعظمها.

الفرضية الثانية: تبدي المؤسسات والأدوات المالية الإسلامية قدرة أكبر من المؤسسات والأدوات المالية التقليدية على المساهمة في التخفيف من حدة الدورات الاقتصادية.

هذه الفرضية محققة ذلك أن المؤسسات المالية الإسلامية بأدواتها المختلفة تربط الاقتصاد المالي بالاقتصاد العيني ولا تساهم في خلق النقود كما تفعل المؤسسات المالية التقليدية ولاسيما المصارف التقليدية، وبالتالي تزيد من إمكانية تحكم الدولة بحجم الكتلة النقدية، و تخفف من احتمالات حدوث البطالة وفقاعات الأصول المالية بأنواعها المختلفة.

الفرضية الثالثة: تبدي المؤسسات والأدوات المالية الإسلامية قدرة أكبر على مواجهة الأزمات المالية مقارنةً بالمؤسسات والأدوات المالية التقليدية.

من خلال الفصل الخامس تبين أن جميع الأدوات والعقود والمعاملات المولدة لأزمة الرهن العقاري والمساهمة في انتشارها، تبين أنها ممنوعة وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية. وهذه الأزمة لم تكن استثناءً إذ أن جميع الأزمات المالية السابقة كانت أيضاً نتيجةً لأدوات أو عقود مالية ليست متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. فأزمة أسواق المال في الثمانينات مثلاً كانت بسبب فقاعة عقود المستقبلات، وأزمات المديونية الخارجية كانت بسبب تراكم فوائد القروض الربوية المركبة، وكذلك سببت عمليات المضاربة في الهوامش الكثير من الأزمات المالية السابقة. فالمؤسسات والأدوات المالية الإسلامية إذاً ليست سبباً في الأزمات المالية. كما أن هذه المؤسسات لم تتأثر بالأزمة المالية العالمية (بشكل مباشر) وذلك لأنها ممنوعة من اقتناء أو تبادل الأصول المالية الضارة وكأنها محصنة ضد

الأثر المباشر للأزمات المالية. وحتى عندما تتعرض الأصول المالية المقتناة من قبل المؤسسات المالية الإسلامية إلى انخفاض كبير في الأسعار فإن هذا الانخفاض لا يؤدي إلى إفلاسها، وذلك لأنها لا يمكن أن تستعمل آلية الرفع المالي المتبعة بشكل مكثف في المؤسسات التقليدية، تلك الآلية التي تعظم الأرباح أو تزيد من حجم الخسائر فيما لو وجدت. وبذلك تكون هذه الفرضية محققة.

الفرضية الرابعة: يؤثر غياب بعض المؤسسات المالية التي تتعامل وفقاً لمبادئ وأسس الشريعة الإسلامية سلباً على تطور الناتج المحلي الإجمالي.

إن أي غياب لمؤسسات أو أدوات مالية تعمل وفقاً لأسس ومبادئ الشريعة الإسلامية يؤدي إلى غياب جزء من المدخرات الوطنية عن المساهمة في الأسواق المالية، وهذا يعني تعطيل أحد روافد الاستثمار، واستثمار أقل يعني بالتأكيد ناتجاً محلياً إجمالياً أقل. ولعل هذا ما يبرر سعي معظم دول العالم إلى تنويع أسواقها واستثماراتها وذلك لتلبية رغبات ومتطلبات المستثمرين والمستهلكين بغض النظر عن معتقدات صناع القرار فيها، وهذا ما يفسر أيضاً سعي الكثير من المصارف التقليدية إلى فتح نوافذ إسلامية، وكذلك ابتكار مؤشرات إسلامية، وطرح صكوك إسلامية على الاكتتاب العام من قبل دول غربية قد لا تعتقد بوجود اقتصاد إسلامي أصلاً. وبذلك تكون هذه الفرضية محققة أيضاً.

الفرضية الخامسة: تؤدي إقامة سوق أوراق مالية تتعامل وفقاً لأسس ومبادئ الشريعة الإسلامية، إلى زيادة معدلات النمو والاستثمار.

من كل ما سبق يمكن الاستنتاج أن إقامة سوق أوراق مالية إسلامية تؤدي إلى زيادة عدد الشركات والمؤسسات المتعاملة وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية، وبالتالي زيادة معدل النمو والتنمية في أي مجتمع وذلك لمساهمتها في زيادة الناتج المحلي الإجمالي المرغوب كميّاً من خلال توظيف جزء من الثروة ما كان له أن يوظف في حال عدم وجود مثل هذا المؤسسات، و جذب نوع من المستثمرين الذين لا يرغبون بغير هذا التوظيف، وكذلك زيادة مستوى إنتاجية الموارد المتاحة من خلال نقل جزء كبير من هذه الموارد من الاستثمار في أصول ضارة أو هامشية إلى استثمارات أكثر أهمية، وبالتالي زيادة الناتج المحلي الإجمالي المرغوب. أي من خلال زيادة تثقيف أهمية بعض السلع والخدمات المشكّلة بمجموعها الناتج المحلي الإجمالي كما وجدنا في النموذج المقترح للناتج المحلي الإجمالي المرغوب في الفصل السادس.

كما أن الوقاية من الأزمات المالية التي تتميز بها الأسواق والمؤسسات المالية الإسلامية مقارنة بنظيراتها التقليدية يعني أيضاً زيادة أكبر في الناتج المحلي الإجمالي، نتيجة عدم تعرضه لانخفاضات متكررة مرافقة لتلك الأزمات، وخاصة الأزمات المتعلقة بفقاعات الأصول المالية أو المراهات.

كذلك فإن وجود أسواق مالية إسلامية يعني احتمالية أكبر للتخلي عن الأصول المالية الضارة على المستوى الكلي كالمشتقات المالية بأنواعها المختلفة لصالح أدوات مالية مفيدة تشارك بالغرم والغرم وتتماشى مع الأوضاع الاقتصادية العامة كالصكوك الإسلامية بأنواعها. وبذلك تكون هذه الفرضية صحيحة أيضاً.

تلخيص المستلزمات الأساسية لإقامة سوق أوراق مالية

إن أهم مستلزمات وجود السوق بشكل عام هو وجود بائعين ومشتريين وبيع وشرع ومكان مناسب ونظام يضبط عدالة المعاملات وجودة السلع ويسعى إلى التحقق من عدم وجود غبن أو غرر فيها، وبمقدار ما يتسم التجار بالأمانة، والسلع بالجودة والمطابقة للمواصفات، والعلاقات النازمة للسوق بالعدالة، بمقدار ما يصبح السوق أكثر كفاءة. ولا تخرج الأسواق المالية عن هذا النطاق فالأسواق المالية بحاجة إلى شركات صادقة في إظهار بياناتها المالية بكل شفافية ووضوح لكي تقوم أسهمها بقيمتها الحقيقية، وكذلك إلى نظام معلوماتي ورقابي دقيق يمنع عمليات الغش والتدليس وتعمد إظهار الأصول المالية بأكثر أو أصغر من قيمتها الحقيقية، ويسعى أيضاً إلى ضمان عمل السوق في جو من المنافسة النازمة.

على الرغم من التطور الكبير في آلية عمل الأسواق المالية والقوانين النازمة لها، إلا أنها لازالت حتى الآن قاصرة على تحقيق جميع الأهداف التي وجدت من أجلها بكفاءة عالية وعلى تحسين نفسها من الأزمات المالية، وذلك لأن المشكلة الأساسية في الأسواق المالية موجودة في الكثير من الأصول المالية المتداولة فيها والتي تعتمد على الربا أو الغرر أو المقامرة كالسندات بأشكالها المختلفة، والكثير من المشتقات المالية الأخرى سألها الذكر.

والمستلزمات المطلوبة لإقامة سوق أوراق مالية إسلامية هي نفس المستلزمات المطلوبة لإقامة سوق أوراق مالية تقليدية يضاف إليها ضرورة ألا تحتوي الأصول المالية المتداولة في الأسواق المالية الإسلامية على ربا أو غرر أو مقامرة، وألا تسبب أضراراً مباشرة أو غير مباشرة على المستوى الكلي أو الجزئي، ولذلك يجب أن تنحصر هذه الأصول في أسهم الشركات التي تقدم سلعاً أو خدمات غير ضارة وفي الصكوك الإسلامية بأنواعها المختلفة، بعيداً عن السندات بفوائد والمشتقات المالية المخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية. وكذلك أن تكون جميع العقود المستخدمة في عمليات نقل الملكية منضبطة بالأحكام الشرعية الإسلامية، بعيداً عن العقود المختلفة التي تفصل الاقتصاد المالي عن الاقتصاد المادي وتفضي إلى الربا أو الغرر، كعمليات البيع على المكشوف أو المضاربة بالهوامش. ويوضح الجدول التالي رقم (15) أهم هذه المرتكزات مع إبراز أهم الفروق الأساسية بين الأسواق المالية التقليدية والأسواق المالية الإسلامية.

الجدول رقم (15)

مرتكزات إقامة سوق أوراق مالية تقليدية وإسلامية					
	الركيزة	تقليدية	إسلامية	أهم الفروق	أهم الميزات
1	التنظيم والرقابة	تنظيم ورقابة للسعي نحو الشفافية الكاملة وبين الشركات	تنظيم ورقابة للسعي نحو الشفافية والمنافسة الكاملة بين الشركات، يضاف أيضاً الرقابة الشرعية	سعي السوق المالية الإسلامية نحو إلزام جميع المتعاملين بضوابط الشريعة الإسلامية	منع جميع المعاملات التي تفضي إلى الربا أو الجهالة أو الغرر أو الغبن حتى لو كانت برضا المتعاملين
2	الشركات المساهمة	زيادة عدد وحجم الشركات المساهمة لكي تكون معبرة عن حجم السوق بقطاعاته المختلفة	زيادة عدد وحجم الشركات المساهمة لكي تكون معبرة عن حجم السوق واستبعاد أي شركة تقوم بأنشطة أو تقدم سلعاً أو خدمات ضارة	عدم وجود أي شركة تقدم سلعاً أو خدمات ضارة في السوق المالية الإسلامية	زيادة في مستوى الناتج المحلي الإجمالي المرغوب وزيادة في حجم الاستقرار والوقاية من الأزمات
3	المصارف	مصارف تقليدية	مصارف إسلامية	الفرق الأساسي والجوهري هو استبعاد المصارف الإسلامية للتعامل الربوي والتخفيف من عملية توليد النقود	زيادة في حجم الاستقرار النقدي والتخفيض من احتمالات حدوث التضخم وفقاعات الأصول وزيادة المديونية
4	شركات التأمين	شركات تأمين تقليدية	شركات تأمين إسلامية	عدم التعامل بالربا والبعد عن شبهة الغرر والمقامرة	زيادة في عدالة توزيع الناتج المحلي الإجمالي
5	صناديق الاستثمار	صناديق استثمار تقليدية	صناديق استثمار إسلامية	عدم تعامل صناديق استثمار إسلامية بالربا والبعد عن الغرر والمقامرة أو التعامل بأصول مالية أو عينية ضارة	زيادة في مستوى الناتج المحلي الإجمالي المرغوب وزيادة في حجم الاستقرار والوقاية من الأزمات
6	الأسهم المتداولة	أسهم الشركات المساهمة	أسهم الشركات المساهمة	لا يوجد في السوق المالية الإسلامية أسهم شركات ضارة أو أسهم ممتازة تفضل الملاك بألوية توزيع الأرباح	زيادة في مستوى الناتج المحلي الإجمالي المرغوب
7	أدوات تمويل	السندات بأنواعها المختلفة	صكوك إسلامية	تتعامل بعيداً عن الربا وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية	زيادة حجم الاستقرار النقدي والوقاية من الأزمات وتخفيض احتمالات التضخم وزيادة المديونية، وزيادة عدالة توزيع الناتج المحلي
8	أدوات استثمار	المشتقات المالية: مستقبلات عقود خيارات أو مبادلات الخ.....	صكوك إسلامية	يتم التعامل بالصكوك الإسلامية بعيداً عن الربا والمقامرة والغرر وفقاً لصيغ التمويل الإسلامي المختلفة	زيادة حجم الاستقرار النقدي والوقاية من الأزمات المالية وزيادة حجم الناتج المحلي الإجمالي المرغوب وعدالة توزيعه
9	شركات الوساطة المالية	شركات وساطة مالية تقليدية	شركات وساطة مالية إسلامية	تتعامل شركات الوساطة الإسلامية بعيداً عن الربا وعقود المضاربة بالهامش والبيع على المكشوف	زيادة حجم الاستقرار النقدي والوقاية من الأزمات المالية بأنواعها المختلفة
10	العقود	التداول التقليدي والتعامل بعقود المضاربة بالهامش والبيع على المكشوف	لا يسمح بالتداول وفقاً لعقود تفضي إلى غرر أو ربا أو تخالف أحكام الشريعة الإسلامية	تكون جميع عقود التداول والاستثمار في الأسواق المالية الإسلامية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية	زيادة حجم الاستقرار النقدي والوقاية من الأزمات المالية وزيادة عدالة توزيع الناتج المحلي الإجمالي

نتائج وتوصيات البحث

سوف يُختم هذا البحث باستعراض مجموعة من أهم النتائج العامة، ومن ثم مجموعة من التوصيات المتعلقة بهذه النتائج والتي قد تفيد صناع القرار و المهتمين بالوصول إلى رفع مستويات الدخل والإنفاق الحقيقية المرغوبة والوصول إلى أسواق مالية أكثر استقراراً ومناعة ضد الأزمات المالية:

أهم النتائج:

- (1) التأكيد بأن التحول من اقتصاد تقليدي إلى اقتصاد إسلامي يؤدي إلى زيادة مستويات الناتج المحلي الإجمالي المرغوب بشكل ملموس.
- (2) تؤدي آلية توليد النقود التي تتبعها المصارف التقليدية إلى زيادة مستويات التضخم وانخفاض قيمة العملة وسوء توزيع الناتج المحلي الإجمالي وزيادة مستويات المديونية، والسبيل الوحيد لمنع المصارف من توليد النقود هو منع الربا. ومن المهم جداً في هذا الصدد التأكيد بأن تخفيض معدلات الفائدة يزيد من مدى قدرة المصارف التقليدية على توليد النقود وبالتالي قد يكون لتخفيض أسعار الفائدة أثر أكثر سلبية على الاقتصاد، والحل الوحيد هو أن يصبح معدل الفائدة صفراً وبذلك تنتفي مصلحة المصارف التقليدية في عملية توليد النقود.
- (3) تبدي المؤسسات المالية الإسلامية قدرة كبيرة على مقاومة الأزمات المالية بأشكالها المختلفة مقارنة مع نظيرتها التقليدية، وذلك لأن المؤسسات المالية الإسلامية تستبعد تلقائياً جميع الأصول والعقود المالية التي تسبب الأزمات، فهي لا تستطيع مثلاً أن تستخدم نفس آلية الرفع المالي التي تستخدمها المؤسسات المالية التقليدية والتي تؤدي إلى المبالغة في تضخيم نتائج الأعمال.
- (4) لن تؤدي عملية إعادة ضبط أو تنظيم الأسواق المالية التقليدية إلى الوقاية من الأزمات بأنواعها المختلفة، وذلك لأن المشكلة الأساسية في هذه الأسواق نابعة من آلية عمل المؤسسات المالية ذاتها والمعتمدة في معظمها على الربا أو المقامرة، وكذلك الأصول والعقود المالية المختلفة كعقود المستقبلات والخيارات والمبادلات وعقود المضاربة بالهامش والبيع على المكشوف.
- (5) التأكيد على ضرورة السعي دائماً إلى تطوير البدائل الإسلامية المختلفة للعقود والأصول المالية التقليدية ولاسيما عقود الخيارات والمستقبلات وعقود المضاربة بالهامش والبيع على المكشوف.
- (6) تشكل الصكوك الإسلامية بأنواعها المختلفة بديلاً مناسباً لمعظم السندات التقليدية وبعض المشتقات المالية فهي تستبعد معظم سلبياتها وتحقق معظم إيجابياتها.
- (7) نقود اليوم غير قادرة على القيام بوظائف النقود التقليدية كأداة في التبادل ومقياس للقيم وحافظاً لها.
- (8) تعتبر الأسواق المالية الإسلامية بديلاً ملائماً للأسواق المالية التقليدية على الأقل من الناحية النظرية وذلك لأن هذه الأسواق تستبعد بشكل كامل جميع مسببات الأزمات المالية السابقة من أصول أو عقود ضارة، وتؤدي إلى ربط الاقتصاد المالي بالاقتصاد العيني، كما أنها تؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي المرغوب.

أهم التوصيات:

- (1) السعي دائماً إلى تسهيل عمل الشركات التي ينص نظامها الأساسي على العمل وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، ولاسيما الشركات المالية، ومنحها جميع التسهيلات الممكنة، وكذلك إعطائها بعض المزايا التفضيلية، كونها تؤثر بشكل إيجابي في الناتج المحلي الإجمالي المرغوب، على عكس الشركات التي تعتمد على الربا أو الغرر أو المقامرة في معاملاتها وأنشطتها المختلفة.
- (2) السماح للمصارف التقليدية بالتحول إلى مصارف إسلامية فيما لو رغبت، وتشجيعها على ذلك.
- (3) عدم السماح للشركات والمؤسسات المالية في الدخول بعقود ضارة تشبه المقامرة، أو ينتج عنها غرر واضح حتى لو كانت برضى المتعاملين.
- (4) العمل على كبح التعامل بعقود المستقبلات والخيارات (بصورتها الحالية) في الدول التي فيها سوق مستقبلات وسوق خيارات، وعدم السماح بمثل هذه الأدوات في الأسواق التي لا توجد فيها كسوق دمشق للأوراق المالية.
- (5) في حال تعذر إيجاد بدائل متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ومشابهة تماماً للأصول والأدوات المالية الضارة كعقود المستقبلات والخيارات والمبادلات وعقود المضاربة بالهامش والبيع على المكشوف، فإنه من المهم جداً عدم الإصرار على هذه المحاكاة و الاكتفاء بمنع مثل هذه الأصول أو العقود التقليدية.
- (6) يمكن استخدام الصكوك الإسلامية بأنواعها المختلفة بفاعلية وكفاءة سواء في الدول المتقدمة أو في الدول النامية، ومن المستحسن أن تستخدمها الحكومة السورية لتمويل المشاريع التنموية كمشاريع توليد الطاقة الكهربائية من خلال الرياح، أو إنشاء وتطوير المناطق الصناعية، وكذلك معظم مشاريع البنية التحتية. وأيضاً يمكن أن تستخدمها الشركات المساهمة السورية لتمويل مشاريعها المختلفة، إلا أنه من المهم جداً التأكد من أن هذه الصكوك متوافقة تماماً مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- (7) ضرورة سعي جميع الدول إلى إيجاد عملة تداول تحتفظ بقيمة ذاتية كما كان عليه الذهب سابقاً، أو مدعومة بشكل مباشر بأصول تحمل قيمة ذاتية، وذلك لكي تعود النقود قادرة على القيام بوظائفها التقليدية كأداة في التبادل ومقياس للقيم وحافظاً لها.
- (8) دراسة جدية لإمكانية إقامة سوق أوراق مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في سورية مستقبلاً، وتشكيل مركز عالمي للمنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، مع كل ما يرافق ذلك من هيئات شرعية عليا مستقلة، و موارد بشرية متميزة، وشركات تصنيف مؤهلة، وغير ذلك من متطلبات أخرى.

الخاتمة

لكل معاملة أو أداة مالية مزايا إيجابية وأخرى سلبية ترتب عليها مغامرم، إلا أن بعضها يؤدي إلى حجم من الأضرار يفوق بكثير حجم المنافع التي قد تنتج عنها وهو ما سبب تحريمها. يقول الله تعالى: ((يَسْأَلُونَكَ عَنِ الْخَمْرِ وَالْمَيْسِرِ قُلْ فِيهِمَا إِثْمٌ كَبِيرٌ وَمَنَافِعُ لِلنَّاسِ وَإِثْمُهُمَا أَكْبَرُ مِنْ نَفْعِهِمَا))¹.

كما ذكر سابقاً فإنه على الرغم من الأثر الإيجابي الملموس للشركات ذات الأنشطة الضارة على حملة أسهمها والعاملين فيها، إلا أنها تؤثر سلباً من جهة أخرى على الناتج المحلي الإجمالي المرغوب مقارنة بالشركات ذات الأنشطة المفيدة. وكذلك للتمويل التقليدي من خلال السندات أثر إيجابي واضح على الناتج المحلي الإجمالي نتيجة زيادة الإنفاق العام والخاص وزيادة مستويات الاستثمار، إلا أن لها أثراً سلبياً (لاحقاً) على الناتج المحلي الإجمالي من خلال رفع كلف الإقراض والاستثمار وكذلك زيادة معدلات التضخم وسوء توزيع الدخل، مقارنة بالتمويل عن طريق الصكوك.

كذلك تعتبر عقود الاختيارات والمستقبلات والمضاربة بالهامش والبيع على المكشوف حالياً من أهم العقود المتداولة في الأسواق المالية ومصدراً من مصادر دخل الكثير من المضاربين، كما أنها تشكل حماية لبعض المستثمرين من تقلبات الأسعار، إلا أن سلبياتها أكبر بكثير من إيجابياتها فهي تضخم حجم المعاملات بشكل غير طبيعي وهو ما يؤدي إلى ارتفاع مستويات التضخم وانخفاض قيمة العملة، وتشكل فقاعات الأصول، وكذلك تعيد توزيع الدخل في صالح شريحة ضيقة من المضاربين الذين يتحكمون بالفعل في الأسعار صعوداً أو هبوطاً من خلال الاستخدام المكثف للرفع المالي والتأثير في حجم العرض والطلب والوصول إلى معلومات قد لا يصل إليها بقية المتعاملين، وكذلك يعد الكثير منها أشبه بعمليات المقامرة. لقد أكدت الأزمة المالية العالمية الراهنة على الكثير من مقولات الاقتصاد الإسلامي، فليست مصادفة أبداً أن تكون جميع مسببات تلك الأزمة بعيدة كل البعد عن كل ما هو مباح وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، ليس هذا فحسب وإنما لو عدنا إلى الوراء وراجعنا جميع مسببات الأزمات المالية السابقة سوف نجد أنها عبارة عن معاملات أو عقود غير متوافقة مع الشريعة الإسلامية. على سبيل المثال لا الحصر فإن أبرز مسببات أزمة المديونية الخارجية في ثمانينات القرن الماضي كانت بسبب الفوائد المركبة، والسبب الرئيس لأزمة أسواق المال الأمريكية كانت بسبب فقاعة عقود المستقبلات، وكانت عقود المضاربة على الهوامش من أبرز مسببات أزمة دول جنوب شرق آسيا في أواخر تسعينات القرن الماضي. و لذلك فمن الأولى الاستغناء عن الأدوات المالية التقليدية الضارة لصالح بدائل أخرى تلبى معظم إيجابياتها وتستبعد جميع سلبياتها. وطالما أن الأسواق المالية هي الأوعية الطبيعية لمعظم هذه العقود والأدوات، فإنه من الحكمة استبدال الأسواق المالية الإسلامية بالأسواق المالية التقليدية لضمان مستويات دخل وتشغيل أعلى واستقرار مالي أكبر. خاصة بعدما اعترف الكثيرون من علماء الاقتصاد بفشل آلية السوق بوضعها الحالي في قدرتها على تنظيم نفسها.

¹ سورة البقرة، آية 219.

عند استجواب السيد ألن جرينسبان* مثلاً من قبل لجنة المراقبة والتحقيق في الأزمة المالية العالمية التابعة لمجلس الشيوخ الأمريكي في 23 تشرين أول من عام 2008 قال مايلي¹:

"الذين وضعوا ثقتهم في قدرة السوق على تنظيم نفسه بما فيهم أنا كانوا مخطئين، كما أنني أخطأت بالافتراض بأن المصلحة الخاصة للشركات المالية والمصارف كانت قادرة على حماية مصالح الأفراد. وقد نجح ذلك المبدأ على مدى ستين عاماً إلا أنه قد انهار الآن."

وفي جوابه حول ما إذا كانت الأسواق التنافسية تعمل بشكل جيد كان جوابه بالنفي حيث قال:

"لا، إنها لا تعمل بشكل جيد، وليس هنالك بديل أفضل وستحصل الأزمة المالية مجدداً لأنها بسبب الطبيعة البشرية، فليس هناك أزمان متشابهتان أبداً إلا في الطبيعة البشرية، وما لم نغير الطبيعة البشرية فسوف تحدث الأزمات مجدداً."

وقال أيضاً:

"ما زلت لا أعرف كيف حصل ذلك (الأزمة المالية العالمية) ومن الواضح أنني سوف أغير آرائي عندما أعرف مكان حصول الخلل وأسبابه."

يبدو هذا التحليل في غاية الدقة والانسجام من قبل من لم يتعرفوا بشكل جيد على مبادئ الاقتصاد الإسلامي، ولو أنه أتيح لهم أن يختبروا هذه المبادئ التي تربط الاقتصاد المالي بالاقتصاد العيني، وتستثني جميع الأدوات والعقود المالية التي تفضي إلى المقامرة والغرر، وتمنع المصارف من توليد النقود من النقود من خلال الحصول على فوائد مقابل الإقراض، مع كل ما يقابل ذلك من انهيار لقيم العملات، وسوء توزيع للدخل، وإيجاد بيئة خصبة لحدوث فقاعات الأصول بمختلف أنواعها وتعميق حدة الدورات الاقتصادية، وغير ذلك من آثار سلبية أخرى كثيرة، لو أتيح لهم ذلك لعلّموا بالفعل أنها الطريق الوحيدة للوصول إلى نظام اقتصادي وأسواق مالية أكثر كفاءة واستقراراً وعدالة ومناعة ضد الأزمات المالية بمختلف أنواعها.

* رئيس مصرف الاحتياطي الفدرالي السابق في الولايات المتحدة الأمريكية، وأحد أهم مؤيدي مذهب الحرية الاقتصادية وآلية السوق.

¹ Former Fed Chairman Alan Greenspan testifies before the House Oversight Committee:

<http://www.bing.com/videos/watch/video/alan-greenspan-testimony/3x4edxv4>

قائمة بمراجع البحث

الكتب العربية

- إبراهيم البدوي إسماعيل، عناصر الإنتاج في الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، مجلس النشر العلمي، الكويت، 2006.
- ابن القيم، تحقيق طه عبد الرؤوف، إعلام الموقعين عن، مكتبة الكليات الأزهرية، القاهرة، ج3، دت.
- ابن تيمية أحمد، مجموع فتاوى شيخ الإسلام، جمع وترتيب عبد الرحمن بن قاسم، وابنه محمد، مطابع الرياض، ط1، ج11، 1381هـ.
- ابن تيمية، مجموع الفتاوى، تحقيق: عامر الجزار، وأنور الباز، دار الوفاء، المنصورة، ط3، ج29، 2005.
- ابن خلدون، المقدمة، دار الكتاب اللبناني، بيروت، مجلد1، 1979.
- ابن نبي مالك، المسلم في عالم الاقتصاد، دار الفكر، دمشق، ط7، 2006.
- اتفاقية إنشاء الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، مطابع الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، مصر الجديدة، القاهرة، 1977.
- أحمد أرشيد محمود عبد الكريم، الشامل في معاملات وعمليات المصارف الإسلامية، دار النفائس، عمان، ط2، 2007.
- الأسبوطي شمس الدين محمد بن أحمد المنهجي، جواهر العقود ومعين القضاة والموقعين والشهود، حققها وخرج أحاديثها مسعد عبد الحميد محمد السعدني، ج1، دار الكتب العلمية، بيروت، ط1، 1996 م.
- باقر الصدر محمد، اقتصادنا، دار التعارف للمطبوعات، ط1، 1991.
- البخاري الجعفي محمد بن إسماعيل أبو عبد الله، صحيح البخاري، تحقيق: محمد زهير بن ناصر الناصر، دار طوق النجاة، ج1، 1، ج2، 4، ط1، 1422هـ.
- البدر اوي عبد المنعم، التأمين، دار وهبة، القاهرة، 1963.
- بو جلال محمد، البنوك الإسلامية: مفهومها، نشأتها... مع دراسة على مصرف إسلامي، الجزائر: المؤسسة الوطنية للكتاب، 1990.
- بول سامويلسون. ولیم، ترجمة هشام عبد الله، الاقتصاد، الدار الأهلية، النسخة العربية، عمان، ط1، 2001.
- الجزار جعفر، البنوك في العالم: أنواعها وكيف تتعامل معها، دار النفائس، بيروت، ط3، 1993.
- جلال محسن بهجت: مبادئ الاقتصاد، دار القلم، بيروت، 1993.
- الجمال غريب، التأمين التجاري والبدل الإسلامي، دار الاعتصام، ط1، 1977.
- جورج سول، المذاهب الاقتصادية الكبرى، ترجمة الدكتور راشد البراوي، مكتبة النهضة العربية، القاهرة، ط3، 1962.
- حرك أبو المجد: البنوك الإسلامية مالها وما عليها، دار الصحوة للنشر، القاهرة، ط1، دت.
- حسان حسين حامد، حكم الشريعة الإسلامية في عقود التأمين، دار الاعتصام، القاهرة، 1977.
- حسن أحمد محي الدين، عمل شركات الاستثمار الإسلامية، طبع بنك البركة الإسلامي، البحرين، ط1407، 1هـ.
- حسن السيسى صلاح الدين، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، القاهرة، 2003.
- خطاب كمال توفيق، منهجية البحث في الاقتصاد الإسلامي وعلاقته بالنصوص الشرعية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، جدة، م16، عدد2، 2003.
- حماد طارق عبد العال، المشتقات المالية، (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة) الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- حمود سامي حسن أحمد، تطوير الأعمال المصرفية بما يتفق والشريعة الإسلامية، دار الاتحاد العربي للطباعة، القاهرة، ط1، 1976.
- خريوش حسني، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار زهران، عمان، 1999.
- خصاونة أحمد سليمان، المصارف الإسلامية، علم الكتب الجديدة للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2008.
- دواية أشرف محمد، نحو سوق أوراق مالية إسلامية، ط1، دار السلام للطباعة والنشر، القاهرة، 2006.
- رضوان سمير عبد الحميد، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، ط1، 1417هـ.

- الرفاعي فادي محمد، المصارف الإسلامية، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2004.
- الزحيلي محمد، المصارف الإسلامية، ط1، دار المكتبي للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، 1998.
- الزرقا مصطفى، نظام التأمين، مؤسسة الرسالة، بيروت، 1987.
- زعتري علاء الدين، الخدمات المصرفية، دار الكلم الطيب، دمشق، ط2، 2008.
- زهير حافظ عمر، فقه الاقتصاد لرجال الأعمال والاقتصاديين، الكتاب الثاني - أحكام الإجارة، دار حافظ للنشر، ط1، جدة، 2003.
- سراج محمد، النظام المصرفي الإسلامي، دار الثقافة، القاهرة، 1989.
- سليمان محمد جلال، الودائع الاستثمارية في البنوك الإسلامية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996.
- السنهوري عبد الرزاق، الوسيط في شرح القانون المدني، دار النهضة العربية، القاهرة، ج7، 1968.
- سويلم محمد، إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 1995.
- سويلم محمد، إدارة المصارف التقليدية والمصارف الإسلامية مدخل مقارنة، دار الطباعة الحديثة، القاهرة، 1987.
- السيد جودة صلاح، بورصة الأوراق المالية، مكتبة الإشعاع الفني، القاهرة، 2000.
- السيد حسام الدين محمد، البورصة والأسهم، مكتبة ألفا، مصر، ط1، 2006.
- شافعي محمد زكي، مقدمة في النقود والبنوك، دار النهضة العربية، القاهرة، 1964.
- شبير محمد عثمان، المعاملات المالية المعاصرة، دار النفائس، عمان، ط1، 1996.
- شحادة علي قنديل، دور البنوك الإسلامية في تطوير التبادل التجاري بين الدول الإسلامية، جدة، ط2، 2001.
- الشراقي عائشة، البنوك الإسلامية بين الفقه القانوني والتطبيق، المركز الثقافي العربي، بيروت، ط1، 2000.
- الشعار محمد نضال، أسس العمل المصرفي، دار الجندي، حلب، 2005.
- الشعار نضال، سوق الأوراق المالية وأدواتها (البورصة)، الجندي للطباعة والنشر، حلب، ط3، 2006.
- شلبي علي، بورصة الأوراق المالية، مكتبة النهضة المصرية، القاهرة، ط1، 1962.
- شمعون شمعون، البورصة: دار همة للنشر والتوزيع، الجزائر، ط2، 1999.
- الشيباني أبو عبد الله أحمد بن محمد بن حنبل بن هلال بن أسد، تحقيق شعيب الأرنؤوط - عادل مرشد، وآخرون، مسند أحمد بن حنبل، ط1، مؤسسة الرسالة، ج3، ج21، 1421هـ-2001م.
- صفر محمد، الاقتصاد الإسلامي مفاهيم ومرتكزات، دار النهضة العربية، القاهرة، 1978.
- الصيرفي محمد، البورصات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، ط1، 2006.
- الطبراني سليمان بن أحمد بن أيوب أبو القاسم، تحقيق حمدي بن عبد المجيد السلفي، المعجم الكبير، مكتبة العلوم والحكم، الموصل، ج1، ط20، 1404هـ-1983م.
- الطراد إسماعيل و عباد جمعة، التشريعات المالية والمصرفية في الأردن، دار وائل، عمان، 1999.
- العبادي عبد السلام، الملكية في الشريعة الإسلامية، مكتبة الأقصى، عمان، 1977.
- العبادي عبد الله عبد الرحيم، موقف الشريعة من المصارف الإسلامية المعاصرة، المكتبة العصرية، بيروت، ط1، 1981.
- عبد الرزاق رحيمة الهيتمي، المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار أسامة للنشر، عمان، ط1، 1998.
- عبد الكريم الهيتمي قبصر، أساليب الاستثمار الإسلامي، دار رسلان، دمشق، ط1، 2006.
- عبد الكريم محمد عبد العزيز، محاسبة البنوك، دار النهضة العربية، القاهرة، 1969.
- عبد اللطيف أحمد سعد، بورصة الأوراق المالية، مركز جامعة القاهرة، 1998.
- عجام هيثم صاحب، علي محمد سعود، التمويل الدولي، دار الكندي، الأردن، 2002.
- العز بن عبد السلام، تحقيق عبد الغني الدقر، قواعد الأحكام في مصالح الأنعام، دار الطباعة والنشر، دمشق، 1413هـ.

- عزت الخياط عبد العزيز، الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي، مؤسسة الرسالة، بيروت، ط2، 1403هـ-1983م.
- العسال أحمد، عبد الكريم فتحي، النظام الاقتصادي في الإسلام مبادئه وأهدافه، مكتبة وهبة، القاهرة، 1994.
- عطوان مروان، الأسواق المالية والنقدية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996.
- عطية جمال الدين، البنوك الإسلامية بين الحرية والتنظيم والتقليد والاجتهاد النظرية والتطبيق، كتاب الأمة، الدوحة، 1986.
- علم الدين محي الدين اسماعيل، موسوعة أعمال البنوك من الناحيتين القانونية والعملية، دار النهضة، القاهرة، 1993.
- على فهمي محمد، كاسب سيد، أساسيات الاقتصاد الإداري، مركز تطوير الدراسات العليا والبحوث، جامعة القاهرة، 2009.
- عمر شبرا محمد، ما هو الاقتصاد الإسلامي، المعهد الإسلامي للتدريب والبحوث، جدة، 1996.
- العمر فؤاد عبد الله، مقدمة في تاريخ الاقتصاد الإسلامي وتطوره، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 2003.
- عوف محمود الكفراوي، النقود والمصارف في النظام الإسلامي، دار الجامعات المصرية، الإسكندرية، ط2، 1407 هـ.
- غازي عناية، الأصول العامة للاقتصاد الإسلامي، دار الجيل، بيروت، ط1، 1991.
- الفنجري محمد شوقي، المذهب الاقتصادي في الإسلام، الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة، 1986.
- قاسم مني، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، ط1، 1995.
- قدامة أحمد بن محمد بن موفق الدين بن عبد الله، ترجمة عبد الله التركي، عبد الفتاح الحلو، المغني، دار هجر، القاهرة، ج4، ط1406هـ، 1هـ.
- القره داغي علي، التأمين الإسلامي، دار البشائر الإسلامية، بيروت، ط3، 2009.
- الكاساني، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، المكتبة الحبيبية، باكستان، ط1، ج6، 1409 هـ - 1989 م.
- الكتاني عبد الحي، التراتيب الإدارية، دار إحياء التراث العربي، بيروت، دت، ج2.
- مبارك عبد المنعم محمد، يونس محمود: اقتصاديات النقود والصيرفة والتجارة الدولية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1996.
- محمد صالح محمد، إدارة الأسواق المالية والبورصات، دار النهضة العربية، مصر، 2001.
- محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات)، دار النفائس، عمان، ط1، 1999.
- محمود حسن الصوان، أساسيات العمل المصرفي الإسلامي، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، 2001.
- محي الدين أحمد، عمل الشركات الإسلامية في السوق العالمية، بنك البركة الإسلامي للاستثمار، البحرين، ط1، 1417هـ.
- المصري رفيق، مصرف التنمية الإسلامي، مؤسسة الرسالة، ط3، 1987.
- المصري عبد السمیع ، التأمين الإسلامي بين النظرية والتطبيق ، مكتبة وهبة، القاهرة، ط2، 1987.
- المصري عبد السمیع، مقومات الاقتصاد الإسلامي، مكتبة وهبة، القاهرة، ط4، 1990.
- مصلح الدين صالح، أعمال البنوك والشريعة الإسلامية، دار البحوث العلمية، الكويت، ط1، 1976.
- مصنف ابن أبي شيبة في الأحاديث والآثار: دار الفكر، بيروت، ج8، 1409هـ، 1988 م.
- مطر محمد، أدوات الاستثمار، مؤسسة الوراق، عمان، ط1، 1999.
- المقرئ تقي الدين، إغاثة الأمة بكشف الغمة، دار ابن الوليد، حمص، 1956.
- الموصلي بشر، البورصة كيفية المضاربة والاستثمار، شعاع للنشر والعلوم، حلب، ط1، 2003.
- النسائي أبي عبد الرحمن أحمد بن شعيب ، تحقيق دكتور عبد الغفار سليمان البنداري، سيد كسروي حسن، السنن الكبرى للنسائي، دار الكتب العلمية، بيروت، ج3، 1991.
- النفيسة عبد الرحمن بن عبد العزيز، صناديق الاستثمار الضوابط الشرعية والأحكام النظامية، عمان، دار النفائس، ط1، 2010.
- النيسابوري مسلم بن الحجاج أبو الحسين القشيري، صحيح مسلم، تحقيق : محمد فؤاد عبد الباقي الناشر، دار إحياء التراث الكتب العربية، بيروت، ج3، 20، 1991.

كتب اللغة والمعاجم

- أنيس إبراهيم، وآخرون، المعجم الوسيط، مجمع اللغة العربية، دار الدعوة استانبول، ج1، 1989.
- الشرباصي أحمد، المعجم الاقتصادي الإسلامي، دارالجيل، بيروت، 1981.
- الفيروز آبادي، مجد الدين محمد بن يعقوب، القاموس المحيط، مؤسسة الرسالة، بيروت، ط5، 1416هـ - 1996م.
- غطاس نبيه، معجم مصطلحات الاقتصاد والمال وإدارة الأعمال، بيروت، مكتبة لبنان، طبعة جديدة، 2000.

الموسوعات

- الموسوعة العربية العلمية، مؤسسة إعمال الموسوعة، السعودية، ط1، ج1، 1416هـ.
- الموسوعة العربية، دار الفكر، دمشق، 2010، المجلد الأول: <http://www.arab-ency.com>

الرسائل الجامعية

- أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دلة البركة، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، الكتاب الثاني، 1415هـ-1995م.
- آل سليمان مبارك، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، ط1، دار كنوز إشبيلية، 2005. (بالأصل أطروحة دكتوراه أجيّزت تمت مناقشتها عام 2005 وقد أجيّزت)
- حنيني محمد وجيه، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، دار النفائس، عمان، ط1، 2010. (بالأصل أطروحة دكتوراه تمت مناقشتها في عام 2009 وقد أجيّزت).
- خلف العطيات بزن، تحول المصارف التقليدية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2007. (أطروحة دكتوراه أجيّزت عام 2007)
- خليل طه سمور نبيل، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، الجامعة الإسلامية بغزة، كلية التجارة، قسم إدارة الأعمال، 2007. (رسالة ماجستير أجيّزت في عام 2007).
- سندي أماني عبد العزيز، دور المراجعة في تحسين كفاءة وفعالية صناديق الاستثمار، رسالة ماجستير، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 1424 هـ، 2003.

أبحاث المجلات والنشرات

- المصري رفيق يونس، الإعجاز الاقتصادي للقرآن والسنة في تحريم الربا، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، ضمن كتاب حوار الأربعة الاقتصادي للعام الدراسي 1428-1429 هـ، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2008.
- أبو غدة عبد الستار، الاستثمار في الأسهم و الوحدات الاستثمارية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، إصدار بنك دبي الإسلامي، السنة السادسة عشرة، العدد 190، أبو ظبي، 1416هـ.
- الببلاوي حازم، الأزمة المالية الحالية محاولة للفهم، مجلة المصري اليوم المصرية، عدد 4-10-2008.
- بلوافي أحمد مهدي، أزمة عقار أم أزمة نظام؟ مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جدة، 2008.
- توصيات ندوة الأسواق المالية من وجهة الإسلامية، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، العدد السادس، جدة، 1989.
- توصيات الندوة الثانية للأسواق المالية، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، العدد السابع، المجلد الأول، جدة، 1992.

- الثالث علي أحمد، حكم أعمال البورصة في الفقه الإسلامي، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، جدة، العدد السادس، المجلد الثالث، 1990.
- الجارحي معبد علي، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام، الإدارة المالية في الإسلام، المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية، مؤسسة آل البيت، عمان، ج1، 1989.
- الجراية محمد حبيب، الأدوات المالية التقليدية، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، جدة، العدد السادس، المجلد الثالث، 1990.
- حسين كامل فهمي، الودائع المصرفية (حسابات المصارف)، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، العدد التاسع، جدة، 1995.
- حمود سامي حسن، تصوير حقيقة سندات المقارضة والفرق بينها وبين سندات التنمية وشهادات الاستثمار والفرق بينها وبين السندات الربوية، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي بجدة، العدد الرابع، المجلد الثالث، جدة، 1988.
- خان طارق الله، أحمد حبيب، إدارة المخاطر، ترجمة عثمان بابكر أحمد، ورقة رقم (5) البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 2003.
- خان محسن، ميراخور عباس، الإدارة النقدية في الاقتصاد الإسلامي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، م14، 2002.
- مترجم عن بحث نشر باللغة الإنجليزية في عدد سابق من نفس المجلة وقام بالترجمة فريد بشير طاهر وذلك في المجلد السادس القسم الإنجليزي، 1994.
- دواية أشرف محمد، الاستثمار والمضاربة في أسهم البنوك والشركات التقليدية رؤية إسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون والعمل الخيري في دبي، 31 تموز-3 حزيران 2009.
- السالوس علي أحمد، مداخلة محفوظة في وثائق ندوة الأسواق المالية، البيان الختامي والتوصيات، حكم أعمال البورصة في الفقه الإسلامي، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، جدة، العدد السادس، المجلد الثالث، 1990.
- شابر محمد عمر، ترجمة سيد محمد سكر، نحو نظام نقدي عادل، سلسلة إسلامية المعرفة رقم 3، ط3، المعهد العالمي للفكر الإسلامي (مكتب القاهرة)، القاهرة، 1992م.
- شابر محمد عمر، خان طارق الله، الرقابة والإشراف على المصارف الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، ط1، 2000.
- الصالح محمد بن أحمد، التسعير في نظر الشريعة الإسلامية، مجلة البحوث الإسلامية، الرئاسة العامة لإدارات البحوث العلمية والإفتاء والدعوة والإرشاد، الرياض، العدد الرابع، 1398 هـ.
- الصديق محمد أمين الضرير، السلم وتطبيقاته المعاصرة، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، العدد التاسع، المجلد الأول، جدة، 1993.
- العثماني محمد تقي، عقود المستقبلات في السلع في ضوء الشريعة الإسلامية، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، العدد السابع، المجلد الأول، جدة، 1992.
- علي محيي الدين القره داغي، الاستثمار في الأسهم، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، العدد التاسع، ط2، 1425 هـ، 2004 م.
- العمري عبد الحميد، الصناديق الاستثمارية خيارات أوسع أمام المستثمرين، مجلة تداول، العدد 27، كانون الثاني 2009، (مجلة شهرية تصدر عن شركة السوق المالية السعودية، الرياض).
- عبد الحافظ نائل، العولمة الرقابة المالية العامة: مدخل نظامي مقارن، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 1990.
- عوض أحمد صفي الدين، السوق في الإسلام، بحوث في الاقتصاد الإسلامي، طباعة إدارة الثقافة والنشر بجامعة محمد بن سعود الإسلامية، 1989.
- فضل الله عبد الحليم، الجذور الاجتماعية لأزمة السوق العالمية، عالم التجارة، عدد12، 2008.
- القحف منذر، تعقيب على بحوث الأسواق المالية، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، جدة، العدد السادس، ج2، 1990.
- القره داغي علي محيي الدين، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، العدد السابع، 1412 هـ، 1991.
- القرري محمد علي، الأسواق المالية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي، العدد السادس، ج2، جدة، 1420 هـ، 1990م.
- القرري محمد علي، نحو سوق مالية إسلامية دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المجلد الأول، العدد الأول، رجب 1414/ كانون الأول/ 1993.

- كامل صالح عبد الله، ندوة البنوك الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، دبي، عدد 196، 1997.
- مجلة المجمع الفقهي الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، العدد السابع، دورة المؤتمر السادس بجدة من 17 - 23 شعبان 1410 هـ، الموافق 14-20 آذار / مارس 1990م، قرار رقم (6/11/62) بشأن السندات.
- مجلة المجمع الفقهي الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، توصيات الندوة الثانية للأسواق المالية، العدد السابع، المجلد الثالث، جدة، القرار الأول، فقرتين ج، د، 1992.
- مجلة المصرفية الإسلامية، ندوة الصكوك وإدارة الأموال الإسلامية، العدد 13، الصادر يوم السبت الموافق 1 أيار 2010.
- مخامرة وجدي، الكيفية التي تعمل بها أسواق المستقبل، مجلة البنوك في الأردن، العدد الثالث، المجلد 19، نيسان، 2000.
- مدني غازي عبيد، تطور علم الاقتصاد الإسلامي ودور مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي فيه: البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جامعة الملك عبد العزيز، 1423 هـ.
- المزني إبراهيم عبد العزيز، تقييم أداء صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية والعوامل المؤثرة عليها في المملكة العربية السعودية، جامعة الملك سعود، الرياض، 1425 هـ.
- المغربي عبد الحميد عبد الفتاح، الإدارة الاستراتيجية في البنوك الإسلامية، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، بحث رقم 66، جدة، ط1، 1425 هـ-2004 م.
- النشرة الاقتصادية للبنك الأهلي المصري، العدد 3، المجلد 42 عام 1989.
- الهندي عدنان، التوريق كأداة مالية حديثة، بحث منشور في مؤلف اتحاد المصارف العربية، 1995.

أبحاث الندوات و المؤتمرات المحكمة

- أبو غدة، عبد الستار الأجوبة الشرعية في التطبيقات المصرفية، مجموعة دلة البركة، إدارة التطوير والبحوث، جدة، ج1، 1993، فتوى رقم 41.
- الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد السعودي، إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية، مجلس الغرف السعودية، 10-2008.
- آلية مورييس، الشروط النقدية لاقتصاد الأسواق، من دروس الأمس إلى إصلاحات الغد، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية، جدة، ط1، 1413 هـ- 1993 م: (البحث كان بالأصل محاضرة مقدمة من قبل الباحث مورييس آلية قام المعهد بترجمتها ونشرها تحت سلسلة محاضرات العلماء البارزين وذلك في عام 1993م).
- بدوي عبد المطلب، التوريق كأداة من أدوات تطوير البورصة المصرية، بحث مقدم في مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات المنعقد في دبي، سنة 2007 م.
- بسيسو فؤاد حمدي، إصلاح النظام النقدي والمالي الدولي، الاقتصادات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، بيروت، 19-20 كانون الأول 2009.
- البعلي عبد الحميد، أدوات الاستثمار في المصارف الإسلامية، إصدار اللجنة الاستشارية العليا للعمل على تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية الديوان الأميري - الكويت، د ت.
- البيان الختامي والتوصيات لندوة سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرار رقم (5 د 4 / 08 / 88، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي بجدة، العدد الرابع، 1988.
- التسخير محمد علي، الصكوك المعاصرة وحكمها، المجمع الفقهي الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دورة المؤتمر التاسعة عشرة، الشارقة، 2009.
- الجارحي معبد علي، عبد العظيم جلال أبو زيد، الصكوك قضايا فقهية واقتصادية، المجمع الفقهي الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دورة المؤتمر التاسعة عشرة، الشارقة، 2009.
- الجارحي معبد، نحو نظام نقدي ومالي إسلامي الهيكل والتطبيق، مطبوعات الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، القاهرة، 1981.

- جناحي عبد اللطيف عبد الرحيم، الصكوك الإسلامية بدائل للسندات التقليدية، المجمع الفقهي الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دورة المؤتمر التاسعة عشرة، الشارقة، 2009.
- خطاب كمال توفيق، الصكوك الوقفية ودورها في التنمية، بحث مقدم إلى المؤتمر العالمي الثاني للأوقاف في جامعة أم القرى 2006-12-10.
- حمود سامي حسن، تطبيقات بيوع المربحة للأمر بالشراء من الاستثمار البسيط إلى بناء سوق رأس المال الإسلامي مع اختيار تجربة بنك البركة في البحرين كنموذج عملي، بحث مقدم إلى ندوة عن خطة استراتيجية الاستثمار في البنوك الإسلامية في عمان، بتاريخ 22 - 25 شوال 1407 هـ، منشور في مجلة المجمع الفقهي الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دورة المؤتمر الخامسة.
- حنفي خالد، رجب أيمن، إسلام عبد الباري، الاقتصادات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، (المائدة المستديرة) النظام النقدي بعد الأزمة العالمية (رؤية عربية)، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، المؤتمر العلمي العاشر، بيروت، 20-21/12/2009.
- الدورة التاسعة عشرة لمجمع الفقه الإسلامي الدولي إمارة الشارقة (دولة الإمارات العربية المتحدة)، 1-5 جمادى الأولى 1430 هـ / 26-30 نيسان (إبريل) 2009 م.
- السبهياني عبد الجبار حمد عبيد، النقود الإسلامية كما ينبغي أن تكون، مجلة الاقتصاد الإسلامي، م10، 1418 هـ.
- سعيد عبدالخالق، توريق الحقوق المالية، كتاب منشور خلاصته في موقع البوابة القانونية، دت: http://www.tashreaat.com/view_studies2.asp?std_id=42
- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996.
- صالح صالح، مكانة مؤسسة الحسبة في الاقتصاد الإسلامي ودورها في القضاء على الفساد الاقتصادي، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، مكة، 1426 هـ - 2005.
- صديقي محمد نجاه أحمد، دور البنك المركزي بالنسبة للمصرف الإسلامي، بحث مقدم إلى حلقة النقاش الأولى لاستكمال تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية، المؤتمر الاقتصادي الأول، المحور الرابع، الكويت، 1413 هـ - 1993 م.
- صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون والعمل الخيري في دبي، 31 تموز-3 حزيران 2009، ص 13. يمكن الحصول على جميع أبحاث المؤتمر من الموقع التالي: <http://www.kt-b.com/articles-action-show-id-364.htm>
- صقر محمد أحمد، الاقتصاد الإسلامي مفاهيم ومركبات، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، المركز العالمي لأبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، 1980.
- الصكوك الإسلامية مالها وما عليها، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، مركز أخبار الصناعة المالية الإسلامية، بحث منشور في الموقع، الأربعاء - 2008/07/09: www.cibafi.org
- عثمان حسين فتحي، التوريق المصرفي للديون، الممارسة والإطار القانوني، بحث مقدم في مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات، والمنعقد في دبي، سنة 2007م، ص4. والبحث منشور في الدليل الإلكتروني للقانون العربي: www.arablawnof.com
- العثماني محمد تقي، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم للمجمع الفقهي الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دورة المؤتمر التاسعة عشرة، الشارقة، 2009.
- العموص عبد الفتاح، الأزمة الاقتصادية العالمية الأسباب والتداعيات والآثار في الاقتصادات العالمية (دراسة الحالة التونسية)، (بحث مقدم إلى مؤتمر) الاقتصادات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، المؤتمر العلمي العاشر، بيروت، 20-21/12/2009.
- فتح علي صالح عبد الرحمن، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، اتحاد المصارف العربية، بيروت 2008.
- القططاني مسفر علي، النظام الاقتصادي في الإسلام، بحث اقتصادي مقدم لجامعة الملك فهد للبترول والمعادن، 2003.

- القحف منذر، تمويل التنمية في الاقتصاد الإسلامي: وسائله ومؤسساته، بحث مقدم لندوة التنمية من منظور إسلامي المنعقدة في عمان، مؤسسة آل البيت، عمان، ج2، 1994.
- القره داغي علي محيي الدين، الصكوك الإسلامية " التوريق" وتطبيقاتها المعاصرة دراسة فقهية اقتصادية، بحث مقدم في الدورة التاسعة عشرة لمجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، إمارة الشارقة، 2008.
- القرى محمد، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم للمجمع الفقهي الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دورة المؤتمر التاسعة عشرة، الشارقة، 2009.
- كمال توفيق خطاب، نحو سوق مالية إسلامية، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي المنعقد في جامعة أم القرى، 2005.
- مجلة المجمع الفقهي الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي بجدة، العدد الحادي عشر، جدة، في دورة مؤتمره الحادي عشر في الفترة الممتدة من 25 إلى 30 رجب 1419 هـ - 14 - 19 تشرين الثاني 1998م، والمقام بمدينة المنامة، قرار رقم 92 (11/4).
- مجلة المجمع الفقهي الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي بجدة، العدد الخامس عشر، جدة، 2004، موجود على موقع مجمع الفقه الإسلامي الدولي: <http://www.fiqhacademy.org.sa/qarat/15.htm>
- محمد إسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، ط1، 2005.
- محيسن فؤاد محمد أحمد، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم للمجمع الفقهي الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دورة المؤتمر التاسعة عشرة، الشارقة، 2009.
- مظفر حسين، التوريق، ورقة مقدمة إلى مؤتمر التوريق وأسواق رأس المال، بيروت، آذار - 2008.
- المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2007.

المواقع الإلكترونية باللغة العربية

- الدليل الإلكتروني للقانون العربي: [http:// www.arablawnof.com](http://www.arablawnof.com)
- اللجنة الاستشارية للعمل على تطبيق أحكام الشريعة الديوان الأميري الكويت: <http://www.sharea.gov.kw>
- مجلة المصرفية الإسلامية: <http://www.almasrifiah.com>
- مجلة المصري اليوم: <http://www.almasry-alyoum.com>
- مجمع الفقه الإسلامي الدولي: <http://www.fiqhacademy.org.sa>
- مركز أخبار الصناعة المالية الإسلامي: www.cibafi.org
- الموسوعة العربية المجلد الأول: <http://www.arab-ency.com>
- الموقع الإلكتروني لسوق المال السعودية تداول: <http://www.tadawul.com.sa>
- الموقع الإلكتروني لسوق دمشق للأوراق المالية: <http://www.dse.sy>
- موقع البوابة القانونية: <http://www.tashreaat.com>
- موقع الدكتور كمال خطاب: <http://www.kamalhattab.info>
- موقع الفقه الإسلامي: <http://www.islamfeqh.com>
- موقع كتب دوت كوم: <http://www.kt-b.com>
- هيئة سوق المال السعودية: www.cma.org.sa

المواقع الالكترونية باللغة الإنجليزية

- الإيكونومست: <http://www.economist.com>
- بنك التسويات الدولي: <http://www.bis.org>
- جمعية الإدارة المالية الأوروبية: <http://www.efmaefm.org>
- شبكة أبحاث العلوم الاجتماعية <http://www.ssrn.com>
- موقع شبكة المعرفة الريفية <http://www.reefnet.gov.sy/reef/content/Law/index.htm>
- القسم المالي في موقع سي إن إن: <http://www.money.cnn.com>
- كلية الاقتصاد والتمويل في هونغ كونج: <http://www.econ.hku.hk>
- لجنة التبادل والأصول المالية الأمريكية: <http://www.sec.gov>
- مجلة الفاينانشال تايم: <http://www.us.ft.com>
- مجلة الهيرب تريبيون: <http://www.global.nytimes.com>
- مجلة الولايات المتحدة اليوم: <http://www.usatoday.com>
- مجلة فري مان: <http://www.thefreemanonline.org>
- مجلة نيو ساينتست: <http://www.newscientist.com>
- مجلة هوفمان بوست: <http://www.huffingtonpost.com>
- مجلس الاحتياطي الفدرالي: <http://www.federalreserve.gov>
- محرك بحث بينج: <http://www.bing.com>
- مركز السيطرة على الأمراض والمناعة: <http://www.cdc.gov>
- المركز القومي للحد من انتشار الكحول في الولايات المتحدة: <http://www.pubs.niaaa.nih.gov>
- مركز بينيسولا للعدل والسلام: <http://www.peaceandjustice.org>
- مركز تحليل ومعلومات حول الأسواق المالية: <http://www.iflr.com>
- مركز ميونخ للأبحاث والدراسات: <http://www.mpra.ub.uni-muenchen.de>
- معهد الأبحاث الصحية في الولايات المتحدة الأمريكية: <http://www.impacteen.org>
- معهد الصناديق السيادية حول العالم: <http://www.swfinstitute.org>
- معهد بانبينا لحلول الطاقة المتجددة: <http://www.pembina.org>
- معهد كاتو للبرالية والأسواق الحرة والسلام في الولايات المتحدة الأمريكية: <http://www.cato.org>
- مكتب إحصائيات العمل الأمريكي: <http://www.bls.gov>
- المكتب القومي للبحوث الاقتصادية (كمبريدج): <http://www.nber.org>
- مكتبة ويلي الالكترونية: <http://www.onlinelibrary.wiley.com>
- ملفات الفيديو التابعة لموقع جوجل: <http://www.video.google.com>
- المنظمة الاقتصادية للتعاون والتطوير: <http://www.oecd.org>
- منظمة الصحة العالمية: <http://www.apps.who.int>
- مؤسسة ستاندرد أند بورز للتقييم الائتماني <http://www.homeprice.standardandpoors.com>
- موقع الخزانة الأمريكية: <http://www.ustreas.gov>

- الموقع العالمي للشركات الاستثمارية: <http://www.ici.org>
- موقع المصرف الاحتياطي الفيدرالي في سان لويس: <http://www.research.stlouisfed.org>
- موقع المصرف الاحتياطي الفيدرالي في كانساس: <http://www.kansascityfed.org>
- موقع المصرف المركزي الأوروبي: <http://www.ecb.int>
- موقع الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل: <http://www.iifef.org>
- موقع اليونكتاد: <http://www.unctad.org>
- موقع مؤشر داو جونز الإسلامي: <http://www.djindexes.com/islamicmarket>
- موقع تاريخ الأفكار الاقتصادية: <http://www.homepage.newschool.edu/het>
- موقع خاص بأبحاث الشريعة الإسلامية: <http://www.1stethical.com>
- موقع زاوية: <http://www.zawya.com>
- موقع لتحليل أسواق المال والاستثمار: <http://www.seekingalpha.com>
- موقع للمقولات الشهيرة لعلماء غربيين: <http://www.quotes.liberty-tree.ca>

الكتب الإنجليزية

- Baily Martin Neil, E. Litan Robert, and S. Johnson Matthew, The Origins of the Financial Crisis, The Initiative on Business and Public Policy, The Brookings Institution Massachusetts Ave, NW, Washington, DC. FIXING FINANCE SERIES – PAPER 3, NOVEMBER 2008.
- Balin Bryan J, The Impact of the Global *Financial Crisis* on *Sovereign Wealth* funds, Crawford School of Economics and Government, The Australian National University, Canberra, 2010: <http://www.onlinelibrary.wiley.com>
- Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan and Perrakis Stylianos. Investments, 6th edition, McGraw-Hill Ryerson, 2005.
- Colander David C : The Economics, McGraw-Hill Companies, UK, 2001.
- DeLorme Charles D., Jr, Robert B. Ekelund, Jr, Macroeconomics, Business Publication INC plano, Texas, 1983.
- Dernburg Tomas, Mc Dougall Duncan: Macroeconomics, Tosho printing, Tokyo, Japan, 1976.
- Griffin G. Edward, The Creature From Jekyll Island, Westlake Village, CA: American Media, 2002.
- Hubbard R. Glenn, Anthony Patrick O'Brien, Economics, Prentice Hall Business, Chapter 13, 2006: <http://www.econ.hku.hk>
- John Maynard Keynes, The General Theory of Employment, Interest and Money, Harbinger edition, Harcourt, Brace & World, New York, 1964.
- Miller Peter and Laura Westra, "Just Ecological Integrity: The Ethics of Maintaining Planetary Life" Chapter (9) "Measuring Progress and Decline" Rowman & Littlefield Publishers Inc. 2002.

موسوعات باللغة الإنجليزية

- Henderson David R. The popular Concise Encyclopedia of Economics: <http://www.econlib.org/library/Enc/bios/Fisher.html>

تقارير ونشرات ودوريات بالإنجليزية

- Anielski Mark, The Alberta GPI Blueprint, The Genuine Progress Indicator (GPI) Sustainable Well-Being Accounting System , September 2001, Pembina Institute: www.pembina.org
- Bernard Edward C. Investment Company, Face Book, 50Th Edition: A Review of Trends and Activity in the Investment Company Industry, 2010 by the Investment Company Institute: http://www.ici.org/about_ici/annuals
- *Derivatives and Alternative Investments*: CFA Institute. Pearson Custom Publishing, Boston, 2008.
- Labor Force Statistics from the Current Population Survey: Bureau of Labor Statistics: <http://www.bls.gov>
- The Economic Costs of Smoking in the United States and the Benefits of Comprehensive Tobacco Legislation , Office of Economic Policy, U.S. Treasury Department, March 15, 1998, Report-3113: <http://www.ustreas.gov>
- Thornhill John, a measure remodeled, Financial Times: January 28/2009: <http://www.oecd.org/dataoecd/23/43/42085619.pdf>
- Thornton Mark, Cato Institute Policy Analysis No.157:Alcohol Prohibition Was a Failure, July 17, 1991: <http://www.cato.org/pubs/pas/pa157.pdf>
- Tobacco Use Targeting the Nation's Leading killer, National Center For Chronic disease prevention Health Promotion, ATA GLANCECE 2010: www.cdc.gov
- U.S. Department of Commerce: Census Bureau. Federal Reserve Bank of St. Louis website: <http://www.research.stlouisfed.org/fred2/categories/97/downloaddata>
- UNCTAD HANDBOOK OF STATISTICS, New York and Geneva, United Nation Publication, 2008: http://www.unctad.org/en/docs/tdstat33_en.pdf
- Updating estimates of the economics cost of alcohol abuse in the united states: U.S. department of health and human service , Public Health Service, National Institutes of Health, National Institute on Alcohol Abuse and Alcoholism, Henrick J. Harwood (Report) December 2000: <http://www.pubs.niaaa.nih.gov>
- Wagenaar Alexander C, Alcohol Policy in the united states: Alcohol Epidemiology Program, University of Minnesota, School of Public Health, November 2000: www.impactteen.org
- World health Organization (WHO) website, Statistical Information System (WHOSIS): <http://www.apps.who.int>

أبحاث وأوراق عمل و مقالات باللغة الإنجليزية

- Alan Zibel. "Liar Loans Threaten to Prolong the Crisis." Huffington Post (August/18/2008): <http://www.huffingtonpost.com>
- Austin Murphy, An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes & Solution, Oakland University, 2008: <http://www.ssrn.com>
- Ben-Ami Daniel, The midwife of miserabilism (Books discussed), The Affluent Society, by John Kenneth Galbraith 25 January 2008: http://www.spiked-online.com/index.php?/site/reviewofbooks_article/4363/
- Birch Toby, The Role of Derivatives in Creating the Financial Crisis, Managing Director Birch Assets Limited, www.birchassets.com, paper was written to Al-Baraka Group in their conference in 6-7 September 2008.
- Buchheit Lee, We Made it Too Complicated, international financial Law review, 3/2008: <http://www.iflr.com>
- Caldwell Joseph George, The Late Great United States, The Decline and Fall of the United States of America, 17 December 2008: <http://www.foundationwebsite.org>
- Chan Ahn Byung, Capital flows and effects on financial markets in Korea: developments and policy responses: Director General, International Department, Bank of Korea, BIS Papers No 44: The Bank for International Settlements (BIS) website: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bisap44p.pdf>
- Chaytor David, Publicly Created Money and Monetary Reform, A New Finance Initiative, House of Commons Early Day Motion 854, Forum for Stable Currencies, London, 2003: <http://www.intraforum.net/money/forum/main.htm>
- Cobb Clifford, Gary Sue Goodman, And Mathis Wackern Agel: Why Bigger Isn't Better: The Genuine Progress Indicator 1999 Update, Redefining Progress: November 1999: <http://www.rprogress.org/publications/1999/gpi1999.pdf>
- Confession of Risk Manager, A Personal View of the Crisis, the Economist, 9/11/2009: <http://www.economist.com>
- Damak Mohamed, Volland Emmanuel, The Sukuk Market Continues To Soar And Diversify, Held Aloft By Huge Financing Needs, Standard & Poor's. March 11, 2008: <http://www.standardandpoors.com/ratingsdirect>
- dela Torre Ignacio, The role of derivatives in the credit crisis, paper was written to Al-Baraka Group in their conference in 6-7 September 2008.
- Edwards Michael, Settlement Auction for Lehman CDS: Surprises Ahead? (10/10/2008): <http://www.seekingalpha.com>
- El-Quqa, Omar M, Hasan Faisal, Routm Bikash, Joubailim Abdelkarim, Sukuks – A new dawn of Islamic finance era..... , GCC: Global Research – GCC: Global Investment House, Strategy, January 2008: <http://www.zawya.com>

- Friedman H, Friedman Linda W, *The Global Financial Crisis of 2008: What Went Wrong?* Hershey University of New York, 2009: <http://www.ssrn.com>
- Frielink Karel: Credit Default Swaps and insurance issues under Dutch Caribbean Law (2008-08-10): <http://www.curacao-law.com>
- G.Morgenson, "Behind Insurer's Crisis: Blind Eye to a Web of Risk.", *New York Times* (9/28/2008): <http://www.nytimes.com>
- Game Fair: Credit default swap market under scrutiny: <http://www.nytimes.com>
- Garbowski Mark United States: Credit Default Swaps: A Brief Insurance Primer, (2008-10-4): <http://www.andersonkill.com>
- Gillian Tett, "The dream machine: invention of credit derivatives" (24/3/2006), *Financial Times*: <http://www.us.ft.com>
- Guven Serhat, Generic Economic Stability Index Generation For Emerging Markets, Istanbul University, research, 2008:<http://www.serhat.cc/documents/serhat-tez.pdf>
- Ismail Sufyan, Why Islam Has Prohibited Interest & Islamic Alternative for Financing, 1st Ethical Ltd, www.1stethical.com
- J. Callaghan and A. Murphy, "An Empirical Test of a Stochastic Cash Flow Theory of Evaluating Credit" *Advances in Financial Planning and Forecasting*: (8/1998)
- Jacking Mark, Causes of Financial Crisis, *Prepared for Members of Committees of Congress*, 29/1/2009: Air University: <http://www.au.af.mil>
- John Tatom, The U.S. foreclosure crisis: a two-pronged assault on the U.S. economy: Networks Financial Institute at Indiana State University, 31. July 2008, Munich Personal RePEc Archive MPRA No 9787: <http://www.mpra.ub.uni-muenchen.de/9787/>
- John Tatom, Why is the foreclosure rate so high in Indiana? Networks Financial Institute at Indiana State University, 28 August 2007, Munich Personal RePEc Archive MPRA Paper No 4674: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/4674/>
- Jr Ivan Pongracic. The Great Depression According to Milton Friedman, Foundation for Economic Education, September 2007: <http://www.thefreemanonline.org>
- Lipton Eric and Labaton Sephen, The Reckoning Deregulation Looks Back, Unswayed. *New York Times*, 16/11/2008: <http://www.nytimes.com>
- Lombardi and E. S. Sgherri '(Un)naturally Low? Sequential Monte Carlo Tracking of the US. Natural Interest Rate'. (2007), ECB Working Papers, No. 794 (August) ECB: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp794.pdf>
- Lukken Walter, How to Solve the Derivative Problem, *Wall Street Journal*. 10/10/2008: <http://online.wsj.com>
- M. Buchanan, Crazy Money. *New Scientist* (19 July 2008): <http://www.newscientist.com>

- M.Hoenig Tomas, An Economy at Risk: The Tough Decisions Ahead (President of Federal Reserve Bank of Kansas City), Embargoed Until Presentation, Sheidan, 3 June 2009: <http://www.kansascityfed.org>
- Man Good, Peter S. and Morgenson, G. By saying yes, WaMu built empire on shaky loans. New York Times, (2008, December 28): <http://www.nytimes.com>
- Morgenson Gretchen: Are credit default swaps insurance products? (2008-08-10): <http://www.iht.com/articles/2008/08/10/business/morgen11.php>.
- Moses A, Harrington S. "Company Bond Risk Surges on Argentina Default Concerns." Bloomberg (23 October 2008).
- Murphy, An Analysis of SAM Pricing in the UK: Presented at the 2007 European Financial Management Association (EFMA) meeting: <http://www.efmaefm.org>
- Nordhaus, William and James Tobin. "Is growth obsolete," in Economic, National Bureau of Economic Research, 1972: <http://www.nber.org/chapters/c7620.pdf>
- Orłowski, Lucjan T, Stages of the 2007/2008 Global Financial Crisis: Is There a Wandering Asset-Price Bubble? Sacred Heart University, Halle Institute for Economic Research, 10. December 2008: The research is on Economics E-Journal Discussion Paper No. 2008-43: SSRN Website: <http://www.papers.ssrn.com>
- Rik Kirkland, The real CEO pay problem. *Fortune*. (2006, June 30): <http://www.money.cnn.com>
- Simon. E. eltdown 101: What are Credit Default Swaps?. Kansas City Star (26/10/2008): <http://www.usatoday.com>
- Story Louise, On Wall Street, bonuses, not profits, were real: (2008, December 17). New York Time: <http://www.nytimes.com>
- U.Rajun, A. Serun, and V. Vig, The Failure of Models that Predict Default: Distance, Incentives, and Default, Chicago GSB Research Paper No. 08-19: <http://www.papers.ssrn.com>
- Waring David, A Simple Explanation of the Subprime Crisis, 12-03-2007: <http://www.informedtrades.com>

ملفات فيديو بالإنجليزية

- Former Fed Chairman Alan Greenspan testifies before the House Oversight Committee: <http://www.bing.com/videos/watch/video/alan-greenspan-testimony/3x4edxv4>
- Grignon Paul, Money as Debt: is a short animated documentary film 5-hour video 2002: video.google.com
- Rasmus Jack, Epic Recession Understanding the Global Financial Crisis, Peninsula Peace and Justice Center Recorded in California US 14 October 2008, Video Lecture: www.peaceandjustice.org