

دور المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستقرار المالي (الصكوك الإسلامية نموذجاً) The Role Of Islamic Financial Products In Achieving Financial Stability (Islamic Instruments Model)

أ. مولاي أسماء د. بحوصي مجدوب د. بن وارث حجيلا
جامعة بشار، الجزائر جامعة بشار، الجزائر جامعة المسيلة، الجزائر
moulay2913i@gmail.com hjoub_bahoussi@yahoo.fr ch.sa45@yahoo.com

تاريخ القبول: 2019/01/17

تاريخ الاستلام: 2018/08/13

الملخص:

لقد أصبح الحفاظ على الاستقرار المالي هدفاً متزايد الأهمية في صنع السياسات الاقتصادية، نتيجة تسارع الأزمات المالية وتزايد شدتها، وهذا ما لمسناه من خلال الأزمة المالية العالمية الأخيرة التي تميزت بتفرداها من حيث امتداد أثارها عبر العالم، كونها ضربت النظم المالية الأكثر تقدماً، مثبتتاً بذلك فشله في أداء وظائفه الأساسية لتخلف بذلك ما يعرف بالـ "استقرار المالي"، ما زاد إدراك المسؤولين بضرورة تغيير جذري لهذا النظام الذي أصبح عائقاً للتنمية الاقتصادية عوض أن يكون دافعاً لها، وفي هذا تأكيد لحاجتنا الملحة إلى معمار مالي جديد أكثر انضباطاً وعدالة، وهذا ما تهدف الدراسة لتوضيحه من خلال طرح البديل الإسلامي، نتيجة ما يحتويه من منتجات مالية إسلامية لها من المقومات ما يجعلها بديل ناجع للمنتجات التقليدية في إعادة الاستقرار المالي على مستوى كل من المؤسسات والأسواق المالية، أين نجد الصكوك الإسلامية الأبرز في تحقيق ذلك، وهذا ما تم استنتاجه من الدراسة بالاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي في جمع وتفسير المعلومات.

الكلمات المفتاحية: الابتكار المالي، الأزمة المالية، الاستقرار المالي، الصكوك الإسلامية، منتجات المالية الإسلامية.

Abstract:

The preservation of financial stability has become an increasingly important objective in the formulation of economic policies because of the acceleration of financial crises. This is what we saw in the recent global financial crisis, which was unique in terms of impact around the world. Thus, it fails to carry out its basic function, leaving behind it the knowledge of financial instability and sensitizing those responsible for the need to radically change this system, which has become an obstacle to economic development, a pattern. This is what the study aims to explain by the proposed Islamic alternative solution, because of the content of the financial products of its ingredients, which makes it a successful alternative to traditional products to restore financial stability at the level of both institution and the financial markets, where the most important Islamic instruments are found in the realization of this, and this is what has been deduced the study according to the descriptive and analytical approach in the collection and interpretation of information.

Key Words: Financial Innovation, Crisis, Stability, Sukuk, Islamic Financial Production.
JEL Classification : E51, G21.

*مرسل المقال: مولاي أسماء (moulay2913i@gmail.com).

المقدمة:

إن بقاء أي نظام مالي واستمراره لن يتحقق إلا بأدائه لوظائفه بكفاءة وفعالية تجنبه الوقوع في الأزمات المالية، معتمدا في ذلك على مدى قدرته في إيجاد وتطوير منتجات مالية تتأقلم مع احتياجات ومتطلبات مختلف الأعوان الاقتصاديين من جهة، وتحقيق الاستقرار في المؤسسات والأسواق المالية العالمية من جهة أخرى، غير أن واقع النظام المالي القائم حاليا يشير إلى أنه رغم تطور منتجاته وظهور أدوات مالية لإدارة المخاطر للحد من الاضطرابات المالية، إلا أنه يعاني من ظاهرة الأزمات المالية التي ازدادت وتيرتها خلال القرن العشرين، حتى صار الوضع الغالب على النظام المالي العالمي هو عدم الاستقرار في حين أن الاستقرار المالي هو الوضع الاستثنائي، وبالأخص بعد تداعيات الأزمة المالية العالمية الأخيرة التي تعتبر الأقوى من حيث عمقها ومدى انتشارها ضمن سلسلة الأزمات المالية المميزة للنظام الرأسمالي العالمي، التي بات نظام التمويل التقليدي يتخطى فيها، ما أدى إلى تزايد الدعوات إلى الإصلاح الجذري لهذا النظام، وفي هذا الإطار توجهت أنظار الكثيرون نحو نظام مالي جديد قائم على أصول فكرية إسلامية أكثر توازنا واستقرارا وقدرة على تجنب الأزمات، فقد كان من التطبيقات العملية ما أثبتت فعالية منتجاته في تحقيق ذلك، ولعل أهمها الصكوك الإسلامية والتي تعد من الأدوات المالية المعول عليها في جمع السيولة والتخفيف من حدة المخاطر نتيجة لما تتمتع به من قدرة عالية في مواكبة تأثيرات التقلبات المالية وانعكاسات الأزمات المالية المتعاقبة، لا سيما وأن هذه الخصائص أصبحت تمثل العملة المفقودة في المنتجات المالية التقليدية، وهو ما يدعو إلى البحث بطرح التساؤل التالي: "كيف تساهم مقومات الصكوك الإسلامية باعتبارها منتج مالي إسلامي في تحقيق الاستقرار المالي بالسوق المالي في ظل الأزمات المالية؟"

أهداف الدراسة: إن الأهداف الأساسية للبحث تتمثل في النقاط التالية:

- الوقوف على مفهوم الاستقرار المالي وحاجة الاقتصاد المحلي والعالمي إلى تحقيقه.
- التعرف على ماهية المنتجات المالية الإسلامية وما يميزها عن نظيرتها التقليدية؛
- إبراز أهمية الضوابط الشرعية للمنتجات المالية الإسلامية في إرساء قواعد الأمن والاستقرار في النظام المالي.
- التأكيد على أهمية المنتجات المالية الإسلامية في توفير بديل للمشتقات المالية للتحوط ضد المخاطر بما يحقق غاية التحوط وتوليد الثروة.

منهج ومجاور الدراسة: تتم معالجة الإشكالية بإتباع المنهج الوصفي التحليلي وهذا بالتطرق إلى المحاور التالية:

- الإطار المفاهيمي للاستقرار المالي.
- دور المنتجات المالية التقليدية في زعزعة الاستقرار المالي.
- المنتجات المالية الإسلامية كآلية لتحقيق الاستقرار المالي.
- أثر الصكوك المالية الإسلامية في تحقيق الاستقرار المالي.

1. الإطار المفاهيمي للاستقرار المالي

1.1. تعريف الاستقرار المالي: ليس من السهل إعطاء تعريف واضح ودقيق لمفهوم الاستقرار المالي، وهو ما يؤكد غازي شيناسي في قوله " لا يزال تحليل الاستقرار المالي حديث العهد مقارنة وتحليل الاستقرار النقدي والاقتصادي الكلي، ويدرك كل من يحاول تعريف الاستقرار المالي أنه ما من نموذج أو إطار تحليلي مقبول على نطاق واسع لتقييم الاستقرار المالي أو قياسه" (شيناسي، 2005، صفحة 01).

فأبسط وأقصر تعريف للاستقرار المالي هو " تجنب وقوع الأزمات"، إلا أن هذا التعريف ضيق، لأنه لا يحدد الإسهام الإيجابي للنظام المالي ذو الأداء الجيد بالأداء الاقتصادي الإجمالي، أما التعريف الواسع للاستقرار المالي، فهو يتناول الأداء السلس لمجموعة معقدة من العلاقات بين الأسواق المالية والهياكل الارتكازية، أو البني التحتية، والمؤسسات العاملة ضمن اطر قانونية، مالية ومحاسبية معينة (السعيد حسون، 2015، صفحة 04). فالحكم على استقرار النظام المالي يتوقف على قدرة هذا الأخير في تحقيق ما يلي (Schinasi, 2004, p. 15):

- كفاءة توزيع الموارد الاقتصادية حسب المناطق الجغرافية ومع مرور الوقت، إلى جانب العمليات الاقتصادية الأخرى مثل تكديس الثروة، النمو الاقتصادي، وأخيرا النمو الاجتماعي؛

- تقييم المخاطر المالية وتسييرها وتحديدها وإدارتها؛

- القدرة على الاستمرار في أداء الوظائف الأساسية حتى مع التعرض للصدمات الخارجية أو في حال تراكم الاختلالات عن طريق آلية التصحيح الذاتي.

وعليه فمفهوم الاستقرار المالي يرتبط بقدرة النظام المالي على أداء وظائفه بكفاءة وفعالية، وإدارة المخاطر المالية بشكل سليم، مع الاستمرار في ذلك حتى مع وقوع الصدمات.

2.1. أهمية الاستقرار المالي: لقد أصبح لتحقيق الاستقرار المالي أهمية كبرى خاصة في ظل التطور الكبير الذي شهده النظام المالي في ظل العولمة المالية، إذ أصبح هناك ترابط كبير بين مختلف الأنظمة المالية الدولية، وحدث أي خلل في أحدهما من شأنه التأثير على بقية الأنظمة، وعليه فإن أهمية الاستقرار تكمن فيما يلي (بلواتي، 2008، الصفحات 72-74):

- أن الاضطرابات المالية تقف على رأس المخاطر التي تهدد استقرار الاقتصاد العالمي؛

- غياب الاستقرار المالي يؤثر سلبا على النمو الاقتصادي؛

- انتشار الاضطرابات المالية على نطاق واسع على مستوى الاقتصاد المحلي، وعلى المستوى العالمي فالاختلالات المالية تحدث تأثيرا متزايدا على كل من قنوات الائتمان المصرفية وغير المصرفية في الاقتصاديات المتقدمة؛

- نتائج الاضطرابات المالية كارثية على جميع الأصعدة الاقتصادية، السياسية والاجتماعية، وممتدة لسنوات بعد حدوثها.

وعليه ومن خلال ما سبق تظهر لنا الأهمية البالغة والمتزايدة في تحقيق الاستقرار المالي والحفاظ عليه في إطار صنع السياسات الاقتصادية سواء على المستوى المحلي أو العالمي خاصة بعد توالي الأزمات المالية.

3.1. مظاهر عدم الاستقرار المالي: يتجلى عدم الاستقرار المالي في ثلاثة مظاهر هي كآآآي (فيجل، 2014-2015، الصفحات 121-122):

أ. الذعر المصرفي (المالي): يقصد به تلك الظاهرة التي ينتج عنها حدوث تهافت على سحب الودائع من البنك، فلو رغب كل المودعين في تسيل حقوقهم التي لدى البنك في وقت واحد، فان البنك سيعجز عن ذلك لعدم إمكانية الوفاء بالتزاماته في الوقت ذاته اتجاه مودعيه، فتراجع ثقة هؤلاء في البنك يقودهم إلى التهافت على سحب الودائع وبالتالي تتلاشى احتياطات البنك التي تمثل نسبة من إجمالي هذه الودائع، فلا يستطيع بعدها أن يفي بالتزاماته الخاصة بالسيولة، حينها يتحتم عليه بقوة القانون أن يغلق أبوابه أو يتخذ مسلك لتخطي هاته العقبات. إن التهافت على سحب الودائع من أحد البنوك مسألة واضحة السوء بالنسبة لذلك البنك، ولكن ليس بالضرورة أن يكون لها نفس التأثير على الاقتصاد القومي ككل، غير أن الذعر المصرفي الناتج عن التهافت على سحب الودائع على مستوى النظام المصرفي ككل، مسألة أخرى، فعندما يفقد المودعون ثقتهم في البنوك بصفة عامة، يمكن أن يشل هذا النظام المصرفي والعواقب يمكن أن تكون وخيمة على الاقتصاد، ففي مثل هذه الحالات قد تؤدي إلى وقوع أزمات مصرفية غير متوقعة من شأنها زعزعة الاستقرار المالي؛

ب. الانهيار المالي: وهو ما يتعلق بانهيار سوق الأوراق المالية، حيث توفر الأسواق الثانوية السيولة لحاملي الأوراق المالية مباشرة، أولئك الراغبين في تسيل حقوقهم مقابل مشتريات أولئك الذين يرغبون في حيازة هذه الحقوق، وكما هو الحال مع البنوك إذا رغب كل المستثمرين في تسيل أموالهم في الحال، يصبح التسيل مستحيلا، ما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية باندفاع شديد، والنتيجة انهيار سوق الأوراق المالية؛

ت. عدم استقرار الأسعار: يمكن أن يأخذ مستوى الأسعار الشكّلين المواليين: الارتفاع المستمر في الأسعار الذي يعرف بالتضخم؛ الهبوط المستمر والمتواصل والذي يعرف بالتقلص أو الانكماش.

ولكل من التضخم والانكماش تأثيرات سلبية على الإقراض، فالتضخم يخفض من قيمة المال المعد لعملية الإقراض من طرف المؤسسات، بينما يزيد الانكماش في الأسعار من قيمة الأموال المودعة للإقراض، نتيجة لذلك التضخم غير المتوقع أثاره سلبية على المقرضين، وإيجابية على المقترضين، والانكماش غير المتوقع له تأثير عكس ما يفعله التضخم، فالتقلص يجعل القروض أكثر خطورة بالنسبة للمقرضين والمقرضين، لذلك يجعل الإقراض أقل جاذبية.

2. دور المنتجات المالية التقليدية في زعزعة الاستقرار المالي

1.2. آثار الابتكارات المالية على الاستقرار المالي: يرى الاقتصادي الأمريكي " منسكي هيمان" الذي اشتهر بتفسير الأزمات المالية، بأن عدم استقرار المالي أمر طبيعي في النظام الرأسمالي، ومما يزيد في ذلك الابتكارات المالية (قندوز، 2008، صفحة 14)، وهو يعتبر من أوائل الاقتصاديين الذين درسوا أثر الابتكار المالي على فعالية السياسة النقدية، حيث يمكن أن تؤدي الابتكارات المالية إلى ضعف أثرها الاقتصادي، وذلك للاعتبارات التالية:

- إن أدوات السياسة النقدية مثل: نسبة الاحتياطي الإلزامي أو معدل الفائدة، تصبح عديمة الجدوى نظرا لقدرة المؤسسات المالية على ابتكار أدوات مالية تمكنها من تجاوز قيود السياسة النقدية، فقد استخدمت المؤسسات

المالية عمليات " إعادة الشراء " لحل مشكلة الاحتياطي الإلزامي، حيث يبيع البنك سندات حكومية بضمن محدود على أن يشتريها من البائع نفسه بضمن أعلى، ومن ثم لا يحتاج عند ممارستها إلى حجز احتياطي إلزامي مقابل السبيلة التي يحصل عليها؛

- لقد أدى التطور المستمر في المنتجات والآليات التمويلية إلى تراجع الدور التقليدي للبنوك، وهو قبول الودائع تحت الطلب ثم إقرارها لأجل مختلفة، وكذلك تراجع الفوارق بين المؤسسات المالية المختلفة؛

- صعوبة مراقبة كل ما يحيط بالابتكار المالي وتوقع نتائجه من الناحية العملية، لأنه عملية مستمرة تضيف عنصر عدم اليقين إلى البيئة الاقتصادية التي تعمل فيها البنوك المركزية، الأمر الذي يحتم عليها الأخذ في الاعتبار التغيرات التي تحدثها الابتكارات المالية؛

- إن بعض التطورات التي تحدث في الإبداعات والابتكارات المالية يمكن أن تغير من الطريقة التي يتأثر بها الاقتصاد نتيجة عمل السياسة النقدية، كما أنه يحتمل أن تؤدي إلى التأثير على محتوى ومدلولات المؤشرات التي يستخدمها البنك المركزي للمراقبة أو لاتخاذ قراراته بخصوص سياسته النقدية،

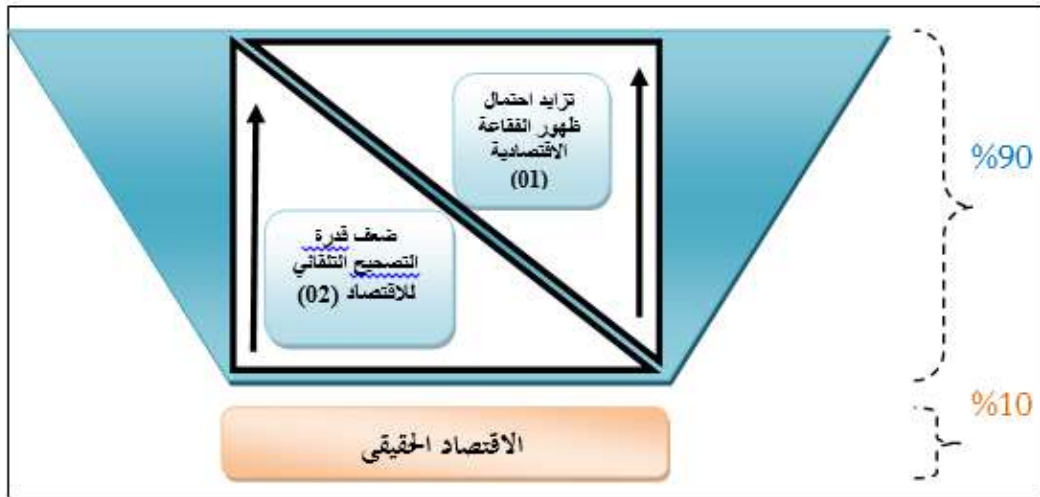
- يمكن اعتبار أن الابتكار المالي من أسباب الاضطراب وعدم الاستقرار الاقتصادي، ذلك أن الأنظمة والسياسات الاقتصادية تهدف إلى ضبط التعاملات وتحقيق الاستقرار، بينما الابتكار والذي يعد أساس الهندسة المالية، بحسب تعريفه أصلاً، وهو الخروج عن السائد المستقر، ومن ثم سبب لحدوث قدر من عدم الاستقرار.

ولذلك يرى أحد الباحثين ضرورة الارتقاء بوعي المستثمرين من خلال تأسيس مؤسسات "أمن مالي"، تقيم الأدوات الاستثمارية المعروضة، وتشرح نتائجها السابقة، والآثار التي ترتبت على شرائها، والأزمات التي نتجت منها، وتوفير معلومات واضحة عنها، تماماً كما يستخدم مستهلك الموارد الغذائية المعلومات المنشورة على المعلبات الغذائية لمعرفة صلاحيتها ومكوناتها وغيرها من المعلومات التي تساعد المستثمر على اتخاذ القرارات الصحيحة، فالابتكار المالي سلاح ذو حدين، نافع ومفيد عندما يحقق المصالح المشروعة، إذ يرفع من الكفاءة الاقتصادية والإنتاجية، ومن ثم يزيد من مستوى الرفاهية، وهذه الزيادة في الرفاهية تعادل ما قد يحدث من عدم استقرار بسبب طبيعة الابتكار، لكن إذا خلا الابتكار المالي من هذه الإيجابيات، وكان المقصود منه هو مجرد تجاوز الأنظمة وتخطي السياسات لزيادة الربحية، فسوف يؤدي إلى عدم استقرار الأسواق المالية دون مقابل من الرفاه الاقتصادي (اليوسف، 2008، الصفحات 25-26).

2.2. أثر منتجات الابتكار المالي على هرم التوازن الاقتصادي في ظل المالية التقليدية أو (هرم التوازن الاقتصادي في ظل منتجات الابتكار المالي بالمالية التقليدية): عادة ما تنشأ الأزمات الاقتصادية من الإفراط في الالتزامات والمديونيات مقابل الأصول الحقيقية، إذ يلاحظ من خلال الأزمات الاقتصادية الحاصلة تكرار مصطلحات (تسليفات، بنوك، أسهم، ديون...) التي تشير إلى "المعاملات المالية"، ولذلك يمكن تحديد إحداثيات موقع النشوء الأولي للأزمات، حيث لا تكون نشأتها في الاقتصاد الحقيقي وإنما في التعاملات المالية، فأليات التمويل التقليدية من خلال البنوك والبورصات وأسواق المشتقات تسمح بنمو المديونية بمعدلات عالية

تفوق بكثير معدلات نمو الثروة والأصول الحقيقية، فيختل بذلك البناء الاقتصادي؛ حيث تنشأ أهرامات هائلة من الديون والالتزامات لا يقابلها الحجم نفسه المطلوب من السلع والخدمات، وهذا ما يسمى بـ "الهرم المقلوب"، فعلى عكس ما هو موجود في الوضع الطبيعي أين تكون القاعدة أكبر حجما من القمة فتكون الثروة أكبر من الديون، نجد في الاقتصاد الرأسمالي أن الهرم يأخذ الشكل المقلوب، أين تقوم قاعدته على مساحة الاقتصاد الحقيقي المتمثل في إنتاج السلع والخدمات، ومن الطبيعي أن يرافق هذا النشاط تعاملات مالية تعبر عن هذا النشاط، ولكن عندما تبدأ هذه التعاملات بالتحرك بوتيرة منفلطة، فإن حجمها سيبدأ بتجاوز حجم الاقتصاد الحقيقي الذي قامت عليه، بحيث تصبح القيمة التي يتم التبادل بها غير معبرة عن القيمة الحقيقية للصفقة، من هنا وفي داخل الهرم ستبدأ احتمالات ظهور " الفقاعة الاقتصادية"، ويمكن تصميم صورة الهرم المقلوب على النحو التالي:

الشكل رقم (01): الهرم الاقتصادي المقلوب في ظل منتجات المالية التقليدية



المصدر: (صالح و غربي، 20-21 أكتوبر 2009، ص10).

بحيث تمثل القاعدة الاقتصاد الحقيقي، أما الهرم فيمثل التعاملات المالية وهو أكبر من حجم الاقتصاد الذي قام عليه، والذي بدوره يشمل مثلثين:

- **المثلث الأول:** يتوسع صعودا وهو يمثل تزايد احتمالات ظهور الفقاعة الاقتصادية كلما توسع حجم الهرم، حيث أن قيمة الصفقات تكون أبعد ما يمكن عن قيمة الأصول التي تمثلها، وهنا ستستمر الفقاعة بالتوسع إلى أن تصل إلى الحد الذي يؤدي إلى انفجارها، وكلما كانت في أعلى الهرم، كان انفجارها أكثر تأثيرا.
- **المثلث الثاني:** يضيق صعودا وهو يمثل قدرة الاقتصاد على التصحيح، إذ يكون ذلك أسهل عند القاعدة عندما يكون حجم التعامل المالي قريبا من حجم الاقتصاد الحقيقي، بينما تقل كلما ارتفعت لقمة الهرم، حيث تتناقص القدرة الذاتية في معالجة آثار انفجار الفقاعة كلما ابتعدنا عن الاقتصاد الحقيقي.

إن النظام الاقتصادي بهذه الصورة يمثل عبئا كبيرا على المجتمعات الإنسانية، الأمر الذي يستدعي إعادة بناء نظام اقتصادي مستقر وقابل للاستمرار والنمو، من خلال معالجة العلاقة بين المديونية والثروة معالجة جذرية لضمان تجنب هذه الأزمات مستقبلا.

3.2. المشتقات المالية من ابتكار مالي للتحوط إلى أداة مالية لتأجيج شرارة الأزمة المالية :

تعد المنتجات المالية الجديدة من أهم الابتكارات المالية في السنوات الماضية، والمشتقات المالية إحدى هذه الابتكارات وهي موجودات مالية تعتمد قيمتها على سعر أحد الأصول الأساسية مثل: الأسهم، السندات، والمواد الخام....، وهذه الأدوات تسمح للعملاء بتحديد مقدم السعر الذي يمكنهم من شراء أو بيع كمية معينة من الأصول الأساسية، وبالتالي فإنه يتم استخدامها للتحوط من مخاطر الأسعار، واتخاذ مواقف المضاربة، فبظهور المشتقات لم يعد المجازفون في حاجة إلى التعامل في الأصول التقليدية، حيث أن توفر المشتقات في أسواق العقود المختلفة وسيلة بديلة للمجازفة بما يغني عن شراء الأسهم والسندات، وعلى هذا النحو، فإنها تثير مخاوف جدية فقد شبهها Warren Buffet "بأسلحة الدمار الشامل".

ومن جهة أخرى فعلية تبادل المخاطر ما هي إلا عبارة عن مبادلة صفرية، لأنه إذا تحقق الخطر كسب أحد الطرفين وخسر الآخر، وإن لم يتحقق انعكس الوضع، وهذا ما يجعل المشتقات من أهم أدوات المجازفة والرهان على الأسعار، لأن المقصود ليس تبادل الملكية وإنما هي مجرد تبادل للمخاطرة. فالمشتقات بذلك مبادلات صفرية ولكنهم يقولون إنها وإن كانت صفرية على مستوى العقد إلا أنها على المستوى الكلي إيجابية، لأنها ترفع مستوى إنتاجية الاقتصاد عموما ومن ثم ينتفع جميع الأطراف، وهذه الحجة يمكن أن تكون صحيحة لو كانت المشتقات تسير جنباً إلى جنب مع النشاط الحقيقي المنتج، ولكن في واقع الأمر فأسواق المشتقات تسير في اتجاه بعيد عن النشاط الحقيقي والسبب هو أنها لا ترتبط تعاقدياً بالنشاط الحقيقي بل تقتصر على تبادل المخاطر، وحيث أن تداول المخاطر لا يخضع لضوابط النشاط الحقيقي المولد للثروة، فيصبح نمو المشتقات أسهل بكثير من نمو الاقتصاد الحقيقي، وهذا هو الحاصل بالضبط. ويترتب على ذلك تدفق رؤوس الأموال إلى المجازفات غير المنتجة على حساب الاقتصاد الحقيقي المنتج (السويلم، 2006)، فوفقا لما جاء في تقرير مجموعة الاقتصاد الحقيقي 2008 (G.D.P) بلغ إجمالي حجم الاقتصاد الحقيقي على مستوى العالم 55.000 مليار دولار، في حين بلغ إجمالي حجم اقتصاد المشتقات الورقية 516.000 مليار دولار، به أوراق مالية بيعت 300 مرة لمستثمرين مختلفين، الأمر الذي أدى إلى انهيار هرم المجازفات والديون.

3. المنتجات المالية الإسلامية كآلية لتحقيق الاستقرار المالي

1.3. الفروق الجوهرية ما بين المنتجات المالية الإسلامية ونظيرتها التقليدية: تنفرد المنتجات المالية الإسلامية

بمجموعة من الخصائص ما يميزها عن غيرها من المنتجات المالية، نوجزها كالآتي:

أ. **الشرع الإسلامي بدل التشريعات الوضعية:** يختص الابتكار المالي الإسلامي بالتشريع الإسلامي فمن خلاله تستمد مختلف المبادئ والأسس في تصميم المنتجات المالية، بما يتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية والابتعاد بأكبر قدر ممكن عن الخلافات الفقهية المتواجدة، كما أن أساس المنتجات المالية الإسلامية هو مبدأ المشاركة في المخاطر، أي تقاسم الأعباء بين مختلف الأطراف وليس مبدأ درء المخاطر وتحويلها لأطراف أخرى، كما هو الحال بالمنتجات المالية التقليدية؛

ب. **الابتكار الحقيقي بدل التقليدي:** يعتبر التنوع المتوفر في المنتجات المالية الإسلامية تنوعا حقيقيا وليس صوريا كما في المنتجات المالية التقليدية، حيث أن كل أداة من المنتجات المالية الإسلامية لها طبيعة تعاقدية وخصائص تميزها عن غيرها من الأدوات الأخرى، سواء تعلق الأمر بالمخاطر الضمانات أو التسعير، وهذا من منطلق أن المقصود من منتجات الابتكار المالي هو ما يلبي مصلحة حقيقية للمتعاملين الاقتصاديين، وليس مجرد عقد صوري من العقود الوهمية، وهذا ما يؤكد القيمة المضافة للابتكار المالي الإسلامي؛

ت. **التمويل بدل الاستثمار:** تعمل المنتجات المالية الإسلامية على جذب رؤوس الأموال المتوفرة لدى فئة معينة من الأفراد الذين يرفضون التعامل بالمنتجات المالية التقليدية، واستخدامها في عمليات التمويل بدل الاستثمار لأنها أقل مخاطرة، بمعنى أن هدفها الرئيسي هو إدارة السيولة على عكس النوع التقليدي التي يكون الهدف منها التحوط، المضاربة والاستثمار. (خنيوة، 2011، الصفحات 642-643)

2.3. **محددات المنتجات المالية الإسلامية:** يهدف الابتكار المالي الإسلامي إلى خلق وتطوير منتجات وأدوات مالية، بديلة عن المنتجات التقليدية تحقق للمؤسسات المالية الإسلامية التميز عن نظيرتها التقليدية، وتمكنها من منافستها، لكن دون الخروج عن ضوابط الشريعة الإسلامية، وعليه لا يمكن اعتبار المنتجات التي يتم ابتكارها أو تطويرها من خلال الهندسة المالية الإسلامية ذات طبيعة إسلامية إلا إذا كانت تخضع للمحددات الثلاثة الآتية (Finnerty, 1988):

أ. **المحدد الأول:** الالتزام بشرط المشاركة في الربح أو الخسارة في نص واضح كامل لا يقبل التأويل، وذلك على أساس القواعد الشرعية المعمول بها في عقود المضاربة والمشاركات، وهذا الشرط يعتبر ضروريا ولكن غير كاف بمعنى أن الالتزام به ضرورة إسلامية لا بد توفرها عند التطبيق؛

ب. **المحدد الثاني:** أن لا يعاد دفع الموارد المعبأة عن طريق الأوراق والأدوات المالية- التي أصدرت على أساس التخلي عن شرط الفائدة الربوية إلى مؤسسات وشركات تتعامل بنظام الفائدة في كل تعاملاتها، كما لا يجب استثمار الموارد النقدية للأوراق والأدوات المالية الإسلامية في مشروعات تدر عوائد متفق عليها مقدما على سبيل

التأكيد، مع عدم المشاركة في مخاطرة النشاط الذي يدر هذه العوائد، فمثل هذه العوائد لا تختلف عن الفوائد وإن سميت أرباحاً؛

ت. **المحدد الثالث:** ضرورة استثمار الموارد التمويلية للأوراق في مشروعات لها أولويات واضحة في مجال المصلحة العامة للمجتمع الإسلامي.

3.3. أهمية المعايير الموضوعية للمنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستقرار المالي: للمنتجات المالية خمسة مبادئ ومعايير موضوعية مرتبطة بها يظهر من خلالها مدى سلامة صيغ الاستثمار وأساليب التمويل الإسلامية المعتمد عليها بهذه المنتجات المالية ما يعكس أهمية هذه الأخيرة، وتتمثل هذه المعايير في (السويلم، 05 معايير أساسية للتأكد من خلو المنتجات المالية الإسلامية من الربا، 2008):

أ. **معييار المديونية:** يؤكد هذا المعيار أن النتيجة الطبيعية لآلية الفوائد المسبقة هي أن ينمو الاقتصاد المالي بمتتالية هندسية، بينما ينمو الاقتصاد الحقيقي بمتتالية حساسية، ما يؤدي إلى حدوث الأزمات والتقلبات الاقتصادية الدورية سواء من خلال الانهيار أو الإفلاس، أما عن المنتجات المالية الإسلامية القائمة على أساس التمويل الإسلامي فهي مقيد دائماً بالاقتصاد الحقيقي ولذلك فإن نسبة الديون إلى الثروة الحقيقية تكون محدودة ولا يمكن أن تصبح أضعاف الثروة، وبذلك فإن صيغ المشاركات المتنوعة تضمن النمو المستدام لهم التوازن الاقتصادي بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي، كما هو مبين في الشكل الموالي:

الشكل رقم (02): هرم التوازن في ظل صيغ وأساليب التمويل الإسلامي



المصدر: (صالح و غربي، 20-21 أكتوبر 2009، ص28).

ب. **معييار ارتباط التمويل بالحركة التجارية الحقيقية:** يؤكد هذا المعيار أن التمويل يكون تابعاً للحركة التجارية وليس العكس، حيث أن التمويل أي كان شكله وصيغته فهو وسيلة لتحقيق الحركة التجارية، ومن ثم المنافع التي تنتج عنها، وعائد التمويل سواء كان الفائدة الربوية أو هامش الربح في البيع المؤجل لا يمكن سداًه إلا من خلال التبادل الحقيقي للسلع والخدمات، وهناك فرق بين الزيادة مقابل الأجل في البيع والزيادة في القرض، حيث أن الأولى مشروعة لأنها مرتبطة بالبيع والمتاجرة في السلع والخدمات كمخرجات للنشاط الاقتصادي الحقيقي.

فالتمويل في الاقتصاد الإسلامي يرتبط بالحركية التجارية لتبادل السلع والخدمات في دائرة الأولويات المجتمعية والاقتصادية؛

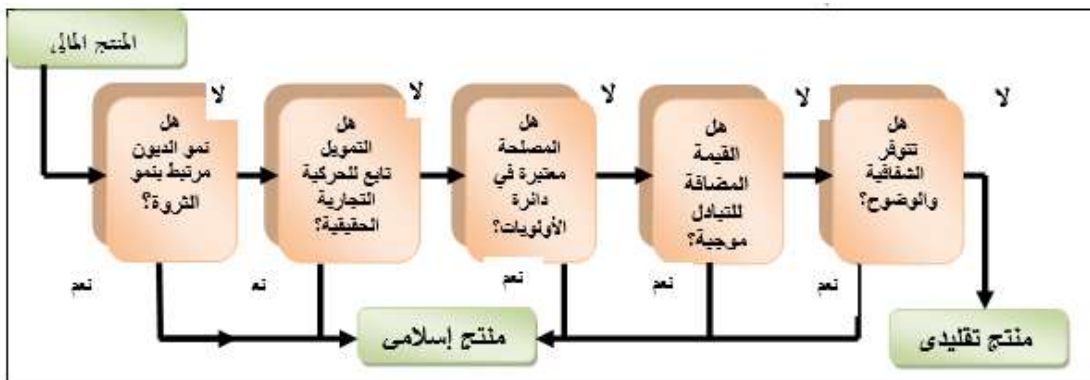
ت. **معيار المصالح الحقيقية:** يتطلب هذا المعيار ارتباط حركية التمويل بحركية النشاط الاقتصادي الحقيقي في دائرة الأولويات المجتمعية الاقتصادية، التي تضمن تحقيق المصلحة بدءاً من الضروريات فالحاجيات فالتحسينات في حين أن التمويل في الاقتصاد الوضعي لا يرتبط بالأولويات، وقد يكون هرم ترتيب الأولويات مقلوباً أو مضطرباً، بحيث هناك مجالات هامة لا تتوسع المؤسسات المصرفية والمالية في تمويلها، بينما تمول نشاطات ترفية كمالية أو مضاربة تسهم في تطور المديونية ونمو الاقتصاد المالي المضاربي والذي لا يرتبط بالاقتصاد الحقيقي.

ث. **معيار المشاركة في نتائج العمليات الاستثمارية:** يقتضي هذا المعيار تشارك الأطراف المختلفة للعملية التمويلية في نتائج تقلب الأموال وتوظيفها في النشاطات الاقتصادية الحقيقية، فلا يوجد كما هو الوضع في التمويل التقليدي من يربح دائماً بغض النظر على نتائج العملية الاستثمارية، ومن ثم تعد الأطراف المشاركة كلها ذات مصلحة، فتشارك في الأرباح وتتكافل في تحمل المغارم؛

ج. **معيار الموضوعية والشفافية:** يؤكد هذا المعيار أهمية الشفافية والوضوح التي تحدد الهدف من التعاقد والمقصود منه، فالأصل في الأموال الوضوح من المقاصد الشرعية في الأموال، والشفافية مقصد شرعي تتنافى مع الحيل الربوية التي تمارسها البنوك التقليدية وهيئات التصنيف التي تغطي الحقائق على المستثمرين وعلى الأجهزة الرقابية، ولا شك في أن تغييب الشفافية والوضوح قد تسبب في أزمات مالية كبرى.

إن المنتجات المالية التي لا تتوافر فيها المعايير السابقة الذكر تتميز بمحدودية كفاءتها الاقتصادية، لذلك وضع الشكل التالي لتوضيح الخطوات اللازمة لفحص المنتجات المالية.

الشكل رقم (04): المعايير الموضوعية للتمييز بين المنتجات المالية الإسلامية والتقليدية



المصدر: (صالح و غربي ، 20-21 أكتوبر 2009 ، ص12).

4. أثر الصكوك المالية الإسلامية في تحقيق الاستقرار المالي

تعد الصكوك الإسلامية من أبرز منتجات الصناعة المالية الإسلامية، إذ تشكل أحد الموضوعات الجديدة التي ظهرت حديثاً في رحاب الاقتصاد الإسلامي، والتي باتت صناعتها واقعا فرض نفسه في الساحة المالية العالمية،

حتى ولت العديد من المؤسسات الإسلامية وغير الإسلامية وجهها إليها، لقدرتها على توفير الموارد التمويلية اللازمة للاستثمارات، فضلا عن المواءمة بين المعضلات الثلاث: الربحية، السيولة وقلة المخاطر.

1.4. مفهوم الصكوك الإسلامية:

أ. تعريف الصكوك المالية الإسلامية: لقد تعددت عبارات الباحثين والهيئات والمجالس في الاقتصاد المالي الإسلامي من حيث تحديد مفهوم الصكوك الإسلامية، وإن اختلفت بعض العبارات أو المصطلحات إلا أنها تلتقي في الأمور الأساسية التي تعبر عن أصل الصكوك من حيث أنها: "أوراق مالية متساوية القيمة محددة المدة تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية، تعطي لحاملها حق الاشتراك مع الغير بنسبة مئوية في ملكية وصافي أرباح وخسائر موجودات مشروع استثماري قائم فعلاً، أو سيتم إنشاؤه من حصيلة الاكتتاب، وهي قابلة للتداول والإطفاء والاسترداد عند الحاجة بضوابط وقيود معينة، ويمكن حصر موجودات المشروع الاستثماري في أن تكون أعياناً، أو منافع، أو خدمات، أو حقوق مالية، أو معنوية أو خليط من بعضها أو كلها حسب شروط معينة، وعليه فإن الصكوك لا تمثل ديناً في ذمة مصدرها، وإنما تثبت لحاملها حق ملكية شائعة في موجودات لها عائداً" (بن زيد، 2012، الصفحات 3-4).

ب. خصائص الصكوك الإسلامية:

- الصك وثيقة تثبت الحق لصاحبها في ملكية بالاشتراك مع الغير؛
- تتضمن الحصة التي يمثلها الصك ملكية شائعة في المشروع أو الاستثمار الذي تم تمويله بأموال الصكوك ولهذا يخضع التصرف في الصك لأحكام التصرف في المشاع في الفقه الإسلامي؛
- شروط التعاقد تحددها وثيقة إصدار الصك، وهي تشتمل على البيانات والمعلومات المطلوبة شرعاً في التعاقد؛
- الصكوك المالية متوافقة مع أحكام الشريعة من حيث الأنشطة والاستثمارات التي تعمل فيها، أو من حيث طبيعة العلاقة بين أطرافها، فلا تتضمن دفع فائدة محدد مقابل التمويل، أو غير ذلك من المحظورات الشرعية في المعاملات؛
- هناك علاقات تنشأ بالتعامل بالصكوك بين الأطراف، فتوجد علاقة بين حامل الصك وغيره من حملة الصكوك، وهي علاقة الشراكة في ملك واحد، وعلاقة بين حملة الصكوك والجهة المصدرة له، وهي علاقة رب المال بمضارب وليست علاقة دائن بمدين
- يمثل الصك نصيباً شائعاً في موجودات وحقوق المشروع وديونه التي عليه للغير، ولهذا فإن انتقال حق الملكية لا يرد على الصك بل على ما يدل عليه من صافي قيمة الأعيان والحقوق؛
- صاحب الصك يستحق المشاركة في ناتج المشروع الممول من أموال الصك، فيحصل على نصيبه من العائد، ويتحمل نصيبه من الخسارة في حدود ما يمثله الصك باعتباره رب مال في اختصاصه يملكه وما يطرأ عليه من عوارض (علي، 2013، صفحة 28).

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

- تساعد الصكوك الإسلامية الأفراد على توفير مدخراتهم الصغيرة وتجميعها وتأمينها؛
- الوفاء بالاحتياجات المشروعة للتمويل المطلوب للشركات المساهمة، بطريقة تجتذب العديد من فئات المجتمع للمشاركة المشروعة والتي لطالما كانت منعزلة عن التنمية خوفا من الوقوع في المحظورات؛
- تعتبر الصكوك الإسلامية من أفضل الصيغ المتوافقة وأحكام الشريعة التي ظهرت كبديل للسندات التقليدية، فيما يتعلق بتمويل المشاريع الكبيرة والضخمة التي تعجز عنها ولا تطبقها جهة واحدة؛
- تعتبر الصكوك الإسلامية أداة أساسية في نشاط المصارف الإسلامية، يمكن من خلالها تطوير هيكل الموارد والاستخدامات وتفعيل دورها الاستثماري والتمويلي، وتخفيف المخاطر فيها والحد من مشكلة السيولة؛
- إمكانية استخدام الصكوك الإسلامية في تمويل الاحتياجات الإنمائية للمؤسسات والمرافق الحكومية بما يحقق هدف المشاركة بين الدولة والمواطنين في الأعمار والتقدم المنشود. (دماغ، 2009، صفحة 04)
- تتيح للحكومات والشركات الحصول على التمويلات المشروعة التي تساعد في التوسع في نشاطاتها ومشاريعها وتمويل العجز في موازنتها العامة بدلا من الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام في تحقيق ذلك؛
- المساعدة في إدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي من خلال امتصاص فوائض السيولة عن طريق استخدام الصكوك من قبل البنوك المركزية كأداة من أدوات السياسة النقدية وفقا للمنظور الإسلامي. وتوفير تمويل مستقر وحقيقي للدولة ومن موارد موجودة أصلا في الدورة الاقتصادية مما يقلل من الآثار التضخمية؛
- تعتبر وسيلة للتوزيع العادل للثروة، حيث أنها تمكن جميع المستثمرين من الانتفاع بالربح الحقيقي الناتج عن المشروع بنسبة عادلة، فنتشر، بذلك الثروة على نطاق واسع دون أن تقتصر على شريحة معينة (ردمان، 2009، الصفحات 7-8).
- تعتبر الصكوك الإسلامية من الحلول المبتكرة للإشكاليات التمويلية.

5. الصكوك المالية الإسلامية ومقوماتها في تحوط من الأزمات المالية :

- 1.5. مساهمة الصكوك الإسلامية في مقاومة التضخم و استقرار الاقتصاد: يتمثل الاستقرار النقدي في استقرار معدل التضخم أو استقرار المستوى العام للأسعار، فتمو الكتلة النقدية في الاقتصاد الوطني الذي من المحتمل أن يتحول إلى تضخم، نجده مرتبط في نظام التمويل بالمشاركة في نسبة الأرباح من الودائع الاستثمارية، وليس مرتبطا بنسبة الفوائد المترتبة على القروض، أي أن الارتباط متعلق بالإنتاج الحقيقي وليس بإنتاج الأموال عن طريق الفوائد المصرفية، وهذا ما جعل الخبراء الأجانب ومنهم خبراء البنك الدولي يعترفون بوفرة الاستقرار لدى أنظمة التمويل الإسلامي، مضافا إلى ذلك أن الخسائر المحتملة المترتبة على الإنتاج في النظام الربوي تتحول إلى فوائد مصرفية ربوية، وهي إضافة يتحملها المستهلك عن طريق رفع الأسعار بينما نرى توزع تلك الخسارة في نظام التمويل الإسلامي بين ثلاثة أطراف مساهمة: المستثمر، المصرف والمودع، حيث أن التكلفة تخفف من خلال تحمل جميع الأطراف مغرم الخسارة، وهذا ما نلمسه من خلال استعمال الصكوك كأداة تمويل إسلامية.

2.5. دور الصكوك الإسلامية في تمتين أخلاقيات الرقابة: يسود اعتقاد راسخ لدى كافة المحللين للأزمة المالية العالمية أن أحد أبرز أسباب الانهيارات المروعة والافلاسات المتتالية للعديد من البنوك والشركات العالمية العملاقة، هو ضعف الضوابط التشريعية التي تحكم عمل هذه المؤسسات، حيث تشير التقارير إلى أن صناديق الاستثمار والتحوط وشركات السمسرة لم تكن تخضع لرقابة البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي (البنك المركزي). كما أنها لم تتقيد بمعايير بازل (1) أو حتى بازل (2)، وبعد انكشاف هذه التجاوزات الصارخة، بدأ ينادي الكثير من المختصين بضرورة الاستفادة من ضوابط التعامل بالصكوك الإسلامية باعتبارها أداة تمويل إسلامية، حيث أصدرت الهيئة الفرنسية العليا للرقابة على سبيل المثال لا الحصر قرار يقضي بمنع تداول الصفقات الوهمية والبيع الرمزية التي هي شعار النظام الرأسمالي، ويسمح في الوقت نفسه للمؤسسات والمتعاملين بالتعامل بالصكوك الإسلامية في السوق المنظمة الفرنسية. (علام، 2011-2012، الصفحات 19-22)

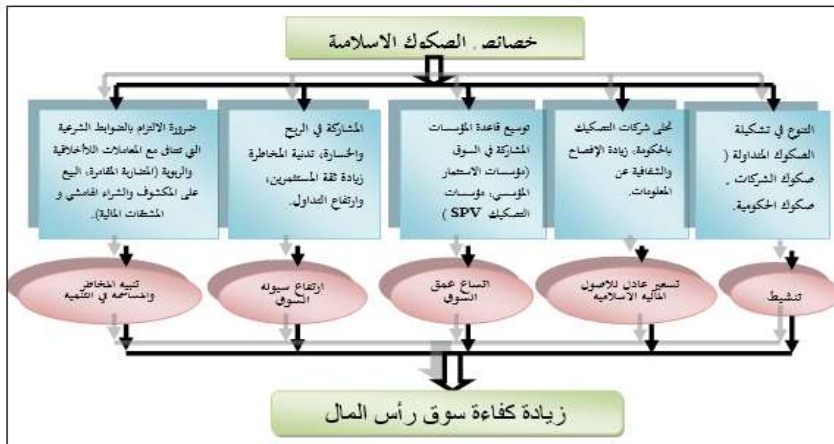
3.5. نجاعة الصكوك الإسلامية كبديل للسندات الربوية في تخفيض المخاطر والتحوط منها: الصكوك الإسلامية هي وسيلة للاستدانة يتم من خلالها بشكل أو بآخر تحويل أصل مادي مستثمر (كعقار مؤجر) إلى سيولة نقدية يحصل عليها مصدر الصك، ويعطي ربع هذا الأصل المادي (أي أجرة العقار في مثالنا هذا) لحاملي الصكوك، وعليه فإن حامل الصك الإسلامي هو عمليا مالك لجزء من الأصل المادي، (أي العقار) والصك الإسلامي بذلك شبيه بالسندات الحكومية لكن لا تعطي عليه فائدة ثابتة، لأن إصداره يستند إلى وجود مادي حقيقي بحيث يعطي الصك ربعا لحامله ما دام الأصل المادي الذي يستند إليه الصك (والمتمثل في العقار بمثالنا هذا) يولد دخلا (القصار، 2009، صفحة 97)، وهو ما يضمن لكل الأطراف حقوقهم، نتيجة لما تتميز به الصكوك الإسلامية من قدرة على التحوط من المخاطر باعتبارها أداة تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية، التي تدعو إلى عدم المخاطرة والقمار في المعاملات المالية بين البشر، ما يضمن للمقرضين والمستثمرين سلامة ممتلكاتهم.

4.5. أثر الصكوك في تحسين كفاءة السوق الأوراق المالية لا يمكن بأي شكل من الأشكال الخوض في الدور الذي تلعبه الصكوك الإسلامية في إرساء وتمتين دعائم كفاءة الأسواق المالية دون التعريف بهذا المفهوم ومتطلبات تحقيقه على أرض الواقع، فحتى تتمكن الأسواق المالية من أداء وظائفها المناطة بها لا بد من أن تكون على درجة عالية من الكفاءة، ويشار إلى السوق بأنه كفؤ إذا عكس على مستواه سعر الورقة المالية التي تصدرها شركة ما كافة المعلومات المتاحة عنها في أي وقت، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو السجل التاريخي للورقة المالية، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للورقة المالية، الشيء الذي يمكن جميع المستثمرين المتدخلين في سوق الأوراق المالية بالدراسة الكافية حول كيفية تغير أسعار الأوراق المالية، مما يساهم في ترشيد قراراتهم الاستثمارية المستقبلية. (غزال، 2012-2013، صفحة 62)

وتأسيسا على ما سبق، نستطيع القول بأن الصكوك الإسلامية بإمكانها رفع مستوى كفاءة الأسواق المالية، ذلك أنها تبعد عن الغش والغرر والغبن والمجازفات الهدامة التي تلعب دورا سلبيا في تحقيق التخصيص الأمثل للموارد، مما يضعف كفاءة هذه الأسواق، التي تجعل من هذه الموارد وسيلة لتمويل المشاريع الفاشلة غير المنتجة،

مما يجعل سوق المال تنحرف عن رسالتها التنموية السامية (بني عامر، 2008، صفحة 196)، فالصكوك الإسلامية تلقي دائرة من الاهتمامات المتوازنة والمتكافئة بين العمل على تحريك الموارد المالية وتوجيهها إلى الاستثمارات المنتجة الحقيقية، وتقليل حدة المضاربات، كما أن ازدياد كميتها ونوعيتها سيكون له بالغ الأثر في زيادة درجة تعمق السوق وكذا اتساعها، ويمكن تلخيص آلية التأثير الإيجابي للصكوك الإسلامية على كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال الشكل الآتي:

الشكل رقم (05): آلية تأثير الصكوك الإسلامية على كفاءة سوق رأس المال



المصدر: (حمو وجعفر، 2013، صفحة 360).

6. أثر الأزمة المالية على أداء سوق الصكوك عالمياً: لقد تنامت السوق العالمية للصكوك الإسلامية، واتسعت بصورة كبيرة وهذا وفقاً للبيانات المجمعة في حدود الإطلاع على الحجم العالمي لسوق إصدارات الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2005-2010م، أين وصل الحجم لإصدارات الصكوك الإسلامية البالغ عددها حوالي 1410 إصدار، خلال تلك الفترة وحدها إلى ما يقارب 199 مليار دولار أمريكي، وهذا حسب الشكل رقم (06) الموضح أدناه والذي يمكن من خلاله استخلاص الآتي:

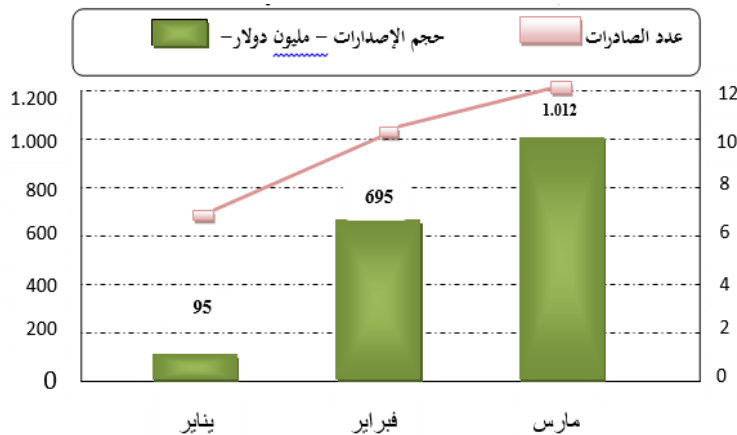
الشكل رقم (06): الحجم الإجمالي العالمي لإصدارات الصكوك الإسلامية خلال الفترة (2005 - 2010م)



المصدر: (بن زيد، 2011/2012، صفحة 93).

نجد أن قيمة إصدارات الصكوك الإسلامية البالغة قيمتها ما يقارب 199 مليار دولار أمريكي خلال الفترة 2005-2010م توزعت على تلك الفترة بوتيرة وأحجام إصدارات مختلفة في كل سنة، نظرا لما تتميز به هذه الفترة من أحداث بداية لما شهدته الفترة ما بين 2005 و 2007م من طفرة في زيادة حجم الصكوك الإسلامية من حيث القيمة وكذا عدد الإصدارات، نظرا لتزامنها مع الارتفاع في أسعار النفط والنمو السريع خاصة بدول مجلس التعاون الخليجي، إذ سجل عام 2007 الرقم القياسي السنوي من حيث قيمة وعدد إصدارات الصكوك في تاريخ صناعة الصكوك الإسلامية آنذاك، حيث وصل الحجم السوقي للصكوك المصدرة في تلك السنة إلى ما قيمته 41.7 مليار دولار أمريكي لحوالي 176 إصدار، لتحتل الصكوك موقعها الذي تستحق بوصفها أحد أهم الأدوات المالية الإسلامية وأكثرها قبولا كبديل للسندات التقليدية، إذ كان من المتوقع استمرار هذا النمو خلال الأعوام 2008-2009-2010م، فخلال عام 2008م أعلنت الحكومات وبعض الشركات نيتهن طرح صكوك بقيمة 30 مليار دولار، أي أكثر من 88 % من الطروحات المعلنة حول العالم، ولو استطاع هؤلاء المصدرون تنفيذ خططهم لوصل حجم الإصدارات إلى 45 مليار دولار بنمو يتخطى 40 . (ردمان، 2009، الصفحات 36-37) % إلا أن هذا النمو لم يستمر بنفس الوتيرة لعام 2008م والذي يعتبر محطة شهدت انحراف في مسيرة صناعة الصكوك لما كانت عليه من قبل، نتيجة تفجر الأزمة المالية العالمية، التي كان لها تأثيرات واضحة في سوق الصكوك مؤدية بذلك إلى بطء واضح في سوق الإصدارات، إذ تراجع إصدار الصكوك في عام 2008 بأكثر من 40% ليبلغ 24.6 مليار دولار، ويعود ذلك لانتشار تداعيات الأزمة على مختلف الاقتصاديات وما خلفته من انكماش اقتصادي. بالإضافة إلى أسباب أخرى (ردمان، 2009، صفحة 43): شكوك حاملي الصكوك، خصوصا المستثمرين الدوليين من مستقبل هذه الأدوات؛ وغيرها، إلا أن الصكوك الإسلامية أثبتت قدرتها على الاستمرار في النمو خلال الأزمة مقارنة بغيرها من المنتجات التقليدية، بحيث لم يستمر انخفاض إصدارات الصكوك مدة طويلة، وسرعان ما عاد للنمو بوتيرة جيدة مع نهاية الربع الأول من عام 2009:

شكل رقم(06): إصدارات الصكوك العالمية خلال الربع الأول من سنة 2009



المصدر: (ردمان، 2009، صفحة 45).

يشير الشكل أعلاه أن الانخفاض الذي شهده إصدار الصكوك خلال عام 2008م استمر مع بداية عام 2009م، حيث بلغ حجم الإصدار في شهر يناير 95 مليون دولار فقط، ليصل في فبراير إلى 695 مليون دولار مواصلا نموه بشكل سريع ليصل إلى 1.012 مليار دولار في شهر مارس، ليلعب الحجم السوقي لقيمة إصدارات الصكوك إلى حوالي 36.9 مليار دولار أمريكي بنسبة نمو تجاوزت 49% عن عام 2008م، وواصل هذا النمو زخمه ليسجل عام 2010م انطلاقة غير مسبوق في سوق إصدارات الصكوك الإسلامية بنسبة نمو بلغت حوالي 55% والتي عكست ما قيمته 57.2 مليار دولار أمريكي لحوالي 424 إصدار، وهو الأعلى من حيث عدد وقيم الإصدارات في الصكوك الإسلامية وأفضل الأعوام في تاريخ صناعتها على الإطلاق.

من خلال ما سبق يمكن القول أن الأزمة المالية العالمية قد كان لها تأثير مزدوج على الصكوك الإسلامية باعتبارها أحد أهم المنتجات المالية الإسلامية، فالتأثير الأول سلبي لكنه كان بشكل نسبي تجلى في الانخفاض في كل من عدد إصدارات الصكوك الإسلامية، وكذا حجم الاستثمار بها بسنة 2008م، فالتحويل الإسلامي جزء من التمويل العالمي، لذلك فهو معرض للتأثر ولو جزئيا بما يصيب هذا الأخير من اختلالات، والتأثير الثاني إيجابي وهو الغالب، فقد كانت الأزمة بمثابة امتحان لمنتجات المالية الإسلامية، التي أثبتت قدرتها على البقاء، وهذا ما اتضح جليا خلال 2009، فمع استمرار الصعوبات والتحديات التي واجهها القطاع المالي حول العالم، إلا أن صورة سوق المنتجات المالية الإسلامية بدت بوضع أفضل، مبرهنة بذلك على سلامة المبادئ والضوابط التي تقوم عليها الصناعة المالية الإسلامية بأكملها، ودورها في تجنب ومواجهة الأزمات، وقدرتها على تحقيق الأمن والأمان والاستقرار لكافة المتعاملين، وبهذا تكون الأزمة المالية العالمية لسنة 2008م قد عززت من ثقة مختلف المتعاملين في النموذج المالي الإسلامي بهيكله ومنتجاته، فالصكوك الإسلامية اليوم تعيش عصرها الذهبي، حيث أصبحت تستقطب اهتمام كبريات الدول الغربية وأصبحت تنمو بشكل متزايد وبوتيرة أسرع من ذي قبل، وهذا ما يؤكد الحجم الإجمالي العالمي لإصدارات الصكوك الإسلامية بعد سنة 2008.

الخاتمة:

يعتمد بقاء أي نظام مالي أو مصرفي على مدى مقدرته في إيجاد الأدوات والمنتجات التي تجعله قادرا على التجديد والتأقلم مع الحاجات والمتطلبات الجديدة التي تفرضها الظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، ولا شك أن فشل النظام في تحقيق ذلك يعني بالتأكيد عدم قدرته على الاستمرار في أداء وظائفه بما يحقق الاستقرار المالي، كما هو عليه الحال بالنسبة للنظام الرأسمالي الذي تميز بظاهرة الأزمات المالية، والتي أثبتت أن هناك خللا في آليات عمل هذا النظام وفي منتجاته المالية القائمة عليها، مما أدى إلى تراكم أحجام هائلة من المديونية بناء على قاعدة صغيرة من الأصول الحقيقية، بما أثر سلبا على استقرار رؤوس الأموال المستثمرة في هذه الأسواق، ما دعا إلى ضرورة البحث عن منتجات بديلة تحقق الارتباط بين الاقتصاد الحقيقي والمالي بما يضمن توازن الاقتصاد الكلي واستقرار النظام المالي، لتطرح المنتجات المالية الإسلامية نفسها كبديل قوي يمكنه تحقيق الارتباط والتوازن والاستقرار المطلوب، وهذا ما برهنه عليه الصكوك الإسلامية، فمع انتشار تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008م،

على مختلف الاقتصاديات الدولية، تجلّى للعالم أجمع أن الصكوك الإسلامية باعتبارها واحدة من أهم المنتجات المالية الإسلامية القائمة على مبادئ وضوابط الشريعة الإسلامية، لم تتأثر بشكل كبير من جراء الأزمة، ما جعل منها محل اهتمام كبير من قبل حكومات الدول الغربية لاتخاذها كأداة يمكنها تحقيق الاستقرار المالي المنشود. وانطلاقاً من هذه الدراسة تم التوصل إلى النتائج التالية:

- الأزمات المالية ظاهرة قد لازمت النظام المالي الرأسمالي منذ نشأته وحتى هذا اليوم، وقد ازدادت حدة ودورية تلك الأزمات مع التطورات التي عرفها النظام من حيث استخدامه للتكنولوجيات الحديثة وتعدد وتعقد أدواته المالية. - إن استمرار الأزمات المالية في ظل ترابط الاقتصاديات الدولية أصبح يهدد استقرار النظام المالي وقدرته على أداء مهامه ووظيفته الرئيسية والمتمثلة في الوساطة المالية.

- عجز النظام المالي الرأسمالي عن الحد من الأزمات المالية العالمية حيث أن الخلل موجود في آلية عمل النظام في حد ذاته والأسس التي يستند عليها حيث أنه يقوم على أسس هشّة غير متزنة مما يجعل منه نظام غير مستقر بطبيعته، وهو ما يستدعي ضرورة البحث في نظام يقوم على أسس قوية وتحكمه ضوابط متينة تعكسها المعاملات المالية من خلال منتجات تحقق مصالح جميع أطراف المعاملة المالية دون أن تخل بالاستقرار المالي المحلي أولاً والعالمي ثانياً.

- في إطار البحث عن منتجات تحقق الاستقرار وتمتلك المرونة الكافية لمواجهة الأزمات المالية تطرح المنتجات المالية الإسلامية نفسها كحل مناسب كونها تقوم على أسس تمنع من تراكم المديونية وتحقيق التوازن المطلوب بين شقي الاقتصاد الحقيقي والمالي باعتبارها منتجات مالية تستند في جوهرها على أصول حقيقية.

- تعد الصكوك الإسلامية من أبرز ما ابتكرته الهندسة المالية الإسلامية، ونقلته نوعية وكيفية في الأدوات الإسلامية، باعتبارها مثالا واضحا للاستجابة لتطورات البيئة المالية الدولية، وهذا ما أثبتته في خلال الأزمة المالية العالمية لسنة 2008م أين عرف فيه مختلف الأدوات المالية المتداولة آنذاك نفورا من قبل المستثمرين، في حين كانت الصكوك المالية الإسلامية ملاذا آمنا لهم.

المراجع المستعملة:

- علي. أحمد شعبان محمد. (2013). الصكوك والبنوك الإسلامية أدوات لتحقيق التنمية. الاسكندرية ، مصر. - بلواتي. أحمد. م. (2008). البنوك الإسلامية والاستقرار المالي: تحليل تجريبي. مجلة الملك عبد العزيز ، 21 (02).

- بن زيد. ربيعة. (2012). الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2005-2010. ورقة ، العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر .

- بني عامر. زاهرة. (2008). التصكيك ودوره في تطوير السوق المالية الإسلامية. كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك ، الأردن .

- دماغ. زياد.(2009). دور الصكوك الإسلامية في دعم قطاع الوقف الإسلامي. الجامعة الإسلامية العالمية بماليزيا.
- السويلم. سامي. (20 09, 2008). 05 معايير أساسية للتأكد من خلو المنتجات المالية الإسلامية من الربا. صحيفة الاقتصاد الإلكترونية (5458).
- السويلم. سامي. (04 07, 2006). المشتقات المالية: أدوات للتحوط أم للمجازفة؟ . تاريخ الاسترداد 29, 02 2017 من <http://www.Islamfin.go-forum.net/t1747-topic>.
- صبحي السعيد حسون. (2015). طرق قياس والتنبؤ بمستوى الاستقرار المالي: دراسة تحليلية لعينة من الدول لمد (2000-2012). مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية (18).
- فيجل. عبد الحميد. (2014-2015). تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال - التجربة الماليزية نموذجا - . بسكرة ، العلوم الاقتصادية ، الجزائر.
- ردمان. عبد القوى. (2009). الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة. بنك التضامن الإسلامي الدولي ، دمشق .
- قندوز. عبد الكريم. (2008). الهندسة المالية الإسلامية . مجلة جامعة الملك عبد العزيز ، 20 (02)، السعودية.
- علام. عبد النور. (2011-2012). دور صناعة الصكوك كبديل للسندات التقليدية في تطوير التمويل المستدام- دراسة مقارنة بين التجربة الماليزية والتجربة الخليجية لصناعة الصكوك الإسلامية. سطياف، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، الجزائر.
- شينازي. غازي. (سبتمبر، 2005). الحفاظ على الاستقرار المالي. قضايا اقتصادية- صندوق النقد الدولي (36).
- خنيوة. محمد الأمين وحنان. علي موسى. (2011). منتجات الهندسة المالية الإسلامية الواقع والتحديات ومناهج التطوير. مجلة الواحات للبحوث والدراسات.
- القصار. محمد سامر. (2009). الأزمة المالية العالمية (دلائل اقتصادية على سطوع المنظومة من بين أنقاض الرأسمالية. دمشق، سوريا: دار الفكر للنشر والتوزيع.
- غزال. محمد. (2012-2013). دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية في سوق الأوراق المالية الماليزية. سطياف، العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر .
- اليوسف. يوسف الخليفة. (2008). الأزمة المالية والاقتصادية الخليجية. مجلة المستقبل العربي (358).
- صالح. صالح وغربي. عبد الحليم، (20-21 أكتوبر 2009)، كفاءة صيغ وأساليب التمويل الإسلامي في احتواء الأزمات والتقلبات الدورية، بحث مقدم إلى الملتقى العلمي الدولي بعنوان "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطياف.
- حمو. محمد وجعفر. هني محمد، (2013)، الصكوك الإسلامية كأداة لضمان استقرار السيولة في البورصة، مجلة دفاتر البحوث العلمية، العدد الثالث، المركز الجامعي تيبازة.
- Finnerty. (1988). Financial Engieerig in corporate finance: An overview.(17) .
- Schinasi.G. (2004). Defing financial stability .Working paper ،IMF.