

Bait Al-Mashura Journal

# مجلة بيت المشورة

مجلة دولية محكمة في الاقتصاد والصرافة الإسلامية

العدد (7) دولة قطر - أكتوبر 2017 م



تصدر عن



ISSN : 2409-0867 إلكتروني

ISSN : 2410-6836 ورقي

[mashurajournal.com](http://mashurajournal.com)

بيت المشورة للاستشارات المالية  
Bait Al-Mashura Finance Consultations

## التصكيك الإسلامي ودوره في تجنب حدوث الأزمات المالية: الأزمة المالية العالمية (2008) نموذجاً

د. أبوبكر الشريف خوالد

أستاذ مساعد في كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير-جامعة باجي مختار، عنابة - الجزائر  
(سَلَّم البحث للنشر في 2017/4/10م، واعتمد للنشر في 2017/5/29م)

### الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز الدور الذي تؤديه تقنية التصكيك الإسلامي في معالجة آثار الأزمات المالية وتجنب حدوثها مع التركيز على الأزمة المالية العالمية (2008) «أزمة الرهون العقارية الرديئة»، ولتحقيق الهدف السابق الذكر تمت الاستعانة بالمنهج الوصفي التحليلي، واستعراض مختلف الأبحاث والدراسات السابقة التي تم الحصول عليها، وقد تمكن الباحث من التوصل إلى عدة نتائج أبرزها: أن عملية التصكيك الإسلامي تعد البديل الشرعي لتقنية التوريق التقليدي، المتسبب في حدوث الأزمة، وأن تقنية التصكيك الإسلامي توفر علاجاً فعالاً تمكن من تقليل تداعيات الأزمات المالية العالمية وإمكانية حدوثها في المستقبل، وذلك عبر مجموعة من المبادئ أبرزها: الاستناد إلى أحكام الشريعة الإسلامية، وتحريم كافة أشكال بيع الدين بالدين ونظام المشتقات المالية والفوائد الربوية، وتفعيل قاعدة المشاركة في الربح والخسارة، وتشجيع الاستثمار الحقيقي، والالتزام القيمي والأخلاقي.

### الكلمات المفتاحية:

التصكيك الإسلامي - الأزمة المالية العالمية 2008 - الهندسة المالية الإسلامية - الاقتصاد الإسلامي.

### ***Abstract***

This study aims to clarify the role played by the Islamic securitization “sukuk” in limiting the effects of financial crises and avoiding them in the future by focusing on the last financial crisis (2008) “the subprime crisis”, For this reason the researcher adopted the descriptive analytical method using the different previous studies and researches, At the end, the study concluded that: the mechanism of Islamic securitization is the best alternative to the traditional securitization which played an important role in extending the last financial crisis, the study also concluded that the Islamic securitization provides an effective solution to reduce the negative effects of the subprime crisis through the following: reliance on Islamic teachings, prohibition of selling debt with debt, financial derivatives, the interest rate, encouraging real investment, sharing of risks and returns, and adopting ethical and religious commitment.

***Key Words: Islamic securitization- Global financial crisis 2008 - Financial engineering - Islamic economy.***

## المقدمة

لقد شهد الاقتصاد العالمي منذ بداية شهر أيلول/ سبتمبر (2008) أزمة مالية عنيفة عصفت ولا تزال تعصف آثارها باقتصاديات الدول الصناعية الكبرى والدول النامية على حد سواء، وقد كان منبع حدوثها القطاع المالي الأمريكي وبالتحديد الاستثمارات المالية في قطاع العقارات، وبفضل العولمة وعدة عوامل أخرى انتقلت هذه الأزمة من الاقتصاد المالي في الولايات المتحدة الأمريكية إلى الاقتصاد الحقيقي في بقية دول العالم، الأمر الذي نتج عنه عدة اختلالات اقتصادية امتدت آثارها إلى الوقت الراهن.

وللتغلب على الآثار السلبية الناجمة عن هذه الأزمة أو على الأقل التخفيف من حدة وطأتها، ظهرت مؤخراً عدة تيارات واتجاهات تتادي بضرورة تبني وتأسيس الأخلاقيات في النظام الرأسمالي الليبرالي الذي يتميز بدورية حدوث الأزمات المالية والاقتصادية، وبعجزه عن توفير حلول فعالة لهذه الأزمات. وضمن هذا السياق تأتي مختلف منتجات وتقنيات الهندسة المالية الإسلامية، وفي مقدمتها تقنية التصكيك الإسلامي (Islamic-based securitization) كبديل شرعي وأخلاقي لعملية التوريق التقليدية (Securitization) التي ساهمت بشكل كبير في تفاقم التداعيات السلبية للأزمة المالية العالمية (2008) وفي اتساع رقعتها.

## - مشكلة الدراسة

لما كان التعامل بالسندات التقليدية وأذونات الخزائنة كوسيلة لجذب المدخرات وجمع الأموال وإدارة السيولة، لا يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، كان من الضروري البحث عن أدوات استثمارية إسلامية لتحل محل الأدوات التقليدية الربوية، ومن هنا اتجهت الأنظار إلى الصكوك الإسلامية كإحدى الأدوات الهامة التي تشكل بديلاً قوياً للأدوات التمويلية التقليدية الأخرى، خصوصاً بعد أن استطاعت هذه الصكوك أن تفرض نفسها في أسواق المال العالمية جراء الاعتراف الدولي الذي حظيت به في أعقاب الأزمة المالية العالمية (2008)، نتيجة لقدرتها على توفير حلول تمويلية متنوعة، ولتجسيدها أصولاً حقيقية في الاقتصاد، مما يحد من الآثار التضخمية ويقلل من إمكانية حدوث الأزمات المالية.

وتأسيساً على ما سبق عرضه، تأتي هذه الدراسة في محاولة لتوضيح الدور

الذي يمكن أن تلعبه تقنية التصكيك الإسلامي ومختلف منتجاتها في التغلب على التداعيات السلبية للأزمات المالية عموماً والأزمة المالية العالمية (2008) على وجه الخصوص، وذلك من خلال محاولة الإجابة على السؤال الرئيس التالي:

- إلى أي مدى يمكن أن تسهم تقنية التصكيك الإسلامي في معالجة آثار الأزمة المالية العالمية (2008)؟

### - فرضية الدراسة

تأسست هذه الدراسة على الفرضية الرئيسة التالية:

- تؤدي تقنية التصكيك الإسلامي دوراً بارزاً في تجنب حدوث الأزمات المالية ومعالجة آثارها.

### - أهمية الدراسة

تستمد هذه الدراسة أهميتها من السمعة الطيبة التي حظيت بها تقنيات الهندسة المالية الإسلامية ومنتجاتها عموماً وتقنية التصكيك الإسلامي خصوصاً في أعقاب حدوث الأزمة المالية العالمية (2008)، خاصة بعد تبني الدول الغربية غير الإسلامية لفكرة العمل وفق مبادئ الشريعة الإسلامية ومن ثم اتساع حجم النشاط المالي الإسلامي، كما تسهم هذه الدراسة أيضاً في نشر الوعي حول مختلف تقنيات الهندسة المالية الإسلامية، التي مازالت تحتاج لكثير من الأبحاث والدراسات المتخصصة للتعريف بها وبأهميتها.

### - أهداف الدراسة

جاءت هذه الدراسة في محاولة لتحقيق الأهداف الآتية:

- توضيح مفهوم تقنية التصكيك الإسلامي، والكشف عن طرقها وأطرافها ومراحلها ومزاياها.

- فهم الأسباب الحقيقية المؤدية لحدوث الأزمة المالية العالمية (2008) وانعكاساتها وسبل مواجهتها.

- تقديم دراسة علمية في موضوع التصكيك الإسلامي ودوره في تجنب حدوث الأزمات المالية ولفت انتباه الباحثين والمهتمين لأهمية هذا الموضوع من جهة، وفتح

آفاق جديدة للدراسة من جهة أخرى.

### - منهج الدراسة

لتحقيق أهداف الدراسة اعتمد الباحث بشكل أساسي على المنهج الوصفي التحليلي عبر مناقشة وتحليل مختلف المفاهيم والعناصر المرتبطة بتقنية التصكيك الإسلامي ومدى نجاعتها في معالجة آثار الأزمات المالية.

### الدراسات السابقة

عبر المسح المكتبي واستخدام شبكة الإنترنت تمكن الباحث من الاطلاع على عدد من الأبحاث والدراسات السابقة العربية والأجنبية التي تناولت موضوع الدراسة أو أحد جزئياتها المهمة، والتي نورد أهمها كالآتي:

### أولاً: الدراسات العربية

#### دراسة (زيتوني، 2010)

هدفت هذه الدراسة أساساً إلى إبراز دور التصكيك الإسلامي في دعم مسيرة تطور الصناعة المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية (2008)، ولتحقيق الهدف من هذه الدراسة، جاء هذا البحث ضمن قالب وصفي تناول فيه الباحث ثلاثة محاور أساسية هي: مفهوم التصكيك الإسلامي وضوابطه وآلياته، ودور التصكيك الإسلامي في دعم تطور الصناعة المصرفية الإسلامية، وواقع التصكيك الإسلامي في علاج الأزمة المالية العالمية. وعبر محاور دراسته توصل الباحث إلى عدة نتائج، أبرزها: الدور الايجابي الذي لعبته عملية التصكيك في توفير السيولة وحسن إدارة المخاطر وتمتين أخلاقيات الرقابة، وهذا ما يجعلها أداة فعالة في الوقاية من حدوث الأزمات المالية.

#### دراسة (خضيرات، 2011)

حاولت هذه الدراسة توضيح وجهة النظر الإسلامية إزاء الأزمة المالية العالمية (2008) وإثبات قدرة النظام الاقتصادي الإسلامي في المساعدة على تحقيق الاستقرار المالي، الذي يحتاجه العالم، ولتحقيق الهدف من هذه الدراسة استعان

الباحث بالمنهج الوصفي التحليلي عبر مناقشة أربعة محاور أساسية هي: الأزمات المالية مفهومها وأنواعها، ومفهوم وطبيعة الارتباط بين الاقتصاد العيني والمالي، وعلاقة ذلك بالأزمة المالية العالمية، الأزمة الاقتصادية والمالية العالمية (2008)، الاقتصاد الإسلامي والأزمة المالية العالمية، وعبر محاور دراسته تمكن الباحث في الأخير من الإشارة إلى الدور الكبير الذي تؤديه تقنيات الاقتصاد الإسلامي في معالجة آثار الأزمة المالية، مع الإشارة إلى وجود اتجاه اقتصادي إسلامي يرى بأنه لا يجوز إقحام بعض التطبيقات الجزئية من النظام الإسلامي وتقديمها كحلولا ترقيعية لإخفاقات النظام الرأسمالي.

### دراسة (الحنيطي، 2016)

هدفت هذه الدراسة بشكل أساس إلى تبيان الدور الذي تؤديه مختلف أدوات الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية بالتركيز على الأزمة المالية العالمية (2008)، ولتحقيق الهدف السابق الذكر قامت الباحثة بمناقشة تفصيلية لمحورين أساسيين هما: الهندسة المالية الإسلامية وأهدافها، والهندسة المالية الإسلامية وتجنب الأزمات المالية ومعالجتها، وقد تمكنت الباحثة في الأخير من التوصل إلى عدة نتائج أبرزها فعالية النظام المالي الإسلامي في معالجة آثار الأزمات المالية من خلال مختلف منتجات التصكيك الإسلامي والهندسة المالية الإسلامية وذلك في ضوء فعالية الأسواق المالية الإسلامية وانتشار الوعي في استخدام أدوات الهندسة المالية الإسلامية.

### ثانياً: الدراسات الأجنبية

#### دراسة (Alam, 2009)

هدفت هذه الدراسة عموماً إلى توضيح تقنية التصكيك الإسلامي كخيار لتجنب أزمة الرهون العقارية الأمريكية (2008)، ولتحقيق الهدف من هذه الدراسة ناقش الباحث عدة نقاط أبرزها: مفهوم تقنية التوريق التقليدية، و الفرق بين التوريق التقليدي والتصكيك الإسلامي، والمشكلات الناجمة عن تقنية التوريق التقليدية، وإجراءات التصكيك الإسلامي، و مزايا تقنية التصكيك الإسلامي، فيما اختتم الباحث دراسته هذه بعرض مختلف أشكال الصكوك الإسلامية الكفيلة بمواجهة

الأزمة المالية العالمية (2008) بالتركيز على صكوك البيع بالثمن الآجل (BBA) وصكوك الإجارة.

#### دراسة (Kamil et al, 2010)

سعت هذه الدراسة أساساً إلى تقديم فكرة واضحة عن تقنية التصكيك الإسلامي المستندة إلى مختلف أشكال وهياكل الصكوك الإسلامية بالإضافة إلى توضيح دور التصكيك في حل أزمة الرهون العقارية الأمريكية (2008)، ولتحقيق الأهداف السابقة استعان الباحثون بالمنهج الوصفي التحليلي والتحليل المقارن وذلك عبر مناقشة عدة نقاط أبرزها: الديون العقارية الرديئة (Sub-primes)، و ماهية التصكيك الإسلامي، و التصكيك الإسلامي ودوره في حل الأزمة المالية العالمية (2008) من خلال مختلف أشكال الصكوك (المضاربة والمشاركة)، وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن تقنية التصكيك الإسلامي تمثل حلاً معقولاً لأزمة الرهون العقارية الأمريكية وذلك من خلال عدة مبادئ أبرزها تحريم دفع وتقااضي أسعار الفوائد الربوية وكذلك مبدأ تقاسم المخاطر.

#### دراسة (Jobest, 2010)

سعت هذه الدراسة إلى توضيح الاهتمام المتزايد الذي حظيت به تقنية التصكيك الإسلامي في أعقاب الأزمة المالية العالمية (2008) نتيجة عدم نراهة تقنية التوريق التقليدية الغير منضبطة بالأخلاق والدين، ولتحقيق الهدف من هذه الدراسة اعتمد الباحث على المناقشة النظرية لعدة نقاط أبرزها: المشكلات الناجمة عن عملية التوريق التقليدية، و ظهور وتنامي المالية الإسلامية، و دراسة تفصيلية لتقنية التصكيك الإسلامي وتطوراتها ومستقبلها وتحدياتها، وقد أشارت نتائج هذه الدراسة إلى أن تقنية التصكيك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية تعد البديل الأنسب لتقنية التوريق التقليدية ومختلف مشكلاتها لكن في نفس الوقت فإن هناك العديد من التحديات الاقتصادية والقانونية التي تواجه اعتماد ونمو استخدام تقنية التصكيك الإسلامي.

#### دراسة (El Hussein, 2013)

هدفت هذه الدراسة أساساً إلى مناقشة مدى قدرة المالية الإسلامية على تجنب



الأزمة المالية العالمية (2008) والتقليل من تداعياتها، ولتحقيق الهدف السابق الذكر قسمت الباحثة دراستها إلى محورين أساسيين، الأول ناقشت فيه مختلف الأسباب المؤدية لحدوث الأزمة المالية (2008) وكذلك عرض مختلف أساسيات التمويل الإسلامي، أما الثاني فقد خصصته لدراسة تفصيلية عن آثار الأزمة المالية العالمية (2008) على المصارف الإسلامية والتجارية وكذلك مختلف تقنيات التمويل الإسلامي المتبعة إزاء هذه الأزمة، وفي الأخير توصلت الباحثة إلى عدة نتائج أبرزها استمرار نجاعة وكفاءة المصارف الإسلامية خلال فترة حدوث الأزمة النابعة عن صيغ التمويل الإسلامي التي تتبعها والمستندة إلى مبادئ الشريعة الإسلامية، كما أظهرت نتائج الدراسة أيضاً أن حدوث الأزمة المالية قد كشف عن آفاق جديدة للتمويل الإسلامي.

### ثالثاً: ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

يتضح من استعراض مختلف الدراسات السابقة، أن معظمها دراسات حديثة جداً، خصوصاً الدراسات العربية منها، نظراً لزيادة الاهتمام بموضوع الصكوك الإسلامية عموماً في البلدان العربية.

ولقد استفاد الباحث من أغلب تلك الدراسات السابقة من خلال الإطلاع على جوانبها النظرية، وبالتالي المساهمة في إثراء الجانب النظري للدراسة الحالية، كما مكن الإطلاع على مختلف الدراسات السابقة من التعرف على منهجيتها وأساليبها، الأمر الذي سهل الطريق أمام الباحث لبناء منهجية دراسته الحالية.

وتتميز هذه الدراسة بكونها من الدراسات العربية الحديثة ذات الأهمية التي تبحث في أهمية أداة الصكوك المالية الإسلامية ودورها في تلافي حدوث الأزمات المالية، كما تتميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة من حيث طريقة تحليل ومعالجة الموضوع المدروس التي تتصف بالوضوح، والبساطة، والابتعاد عن التعقيد، فضلاً عن تناولها للموضوع من جوانب مهمة، تمثلت في تقديم إطار نظري حول تقنية التصكيك الإسلامي، مروراً بعرض موجز لأسباب حدوث الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها وسبل مواجهة تداعياتها، وصولاً إلى عرض مفصل للدور الذي تؤديه تقنية التصكيك الإسلامي عبر مختلف خصائصها في تجنب الوقوع في الأزمات المالية.

## المبحث الأول: الإطار النظري للدراسة

### أولاً: مفهوم التصكيك الإسلامي

إن مصطلح «التصكيك» لغة هو مصطلح مشتق من كلمة «صك» والتي تعني وثيقة بمال أو نحوه، وبالتالي فهو ورقة مكتوبة تثبت لحاملها أو لصاحبها حقاً في المال، أما اصطلاحاً فإن كلمة «التصكيك» أو «التسنيدي» أو «التوريق» (Securitization) التي تستخدم في العادة كمترادفات فهي تشير إلى: «مجموعة الأساليب الفنية التي يمكن عبرها تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة (نقدية) وإعادة بيعها إلى المستثمرين في الأسواق المالية».<sup>(1)</sup>

لكن ينبغي الإشارة إلى أن مصطلح «التوريق» أو «التسنيدي» يستخدم عادة في الاقتصاد الوضعي، إذ يقتصر مفهومه على توريق الدين النقدي، بينما يستخدم مصطلح «التصكيك» في الاقتصاد الإسلامي ومفهومه أعم بكثير كما يلتزم بمعايير وضوابط الشريعة الإسلامية السمحاء.

أما فيما يخص مفهوم تقنية التصكيك الإسلامي فقد اختلفت آراء الباحثين والهيئات المتخصصة في وضع تعريف شامل لها، إلا أنه يمكن عرض أبرز التعريفات المقدمة في الجدول (01) أدناه:

(1) Molyneux ,Banking;An introductory text,1991,15.

## الجدول (01): مفهوم التصكيك الإسلامي وفق عدد من الباحثين والهيئات المتخصصة

التعريف المقدم	(الباحث/ الهيئة، السنة، الصفحة)
«عملية تجميع وتصنيف الأصول المضمونة منها وغير المضمونة وتحويلها إلى صكوك ثم بيعها إلى المستثمرين».	(Dualeh, 1998, 02)
«وضع موجودات دارة للدخل كضمان أو أساس مقابل إصدار صكوك تعتبر هي ذاتها أصولاً مالية».	(قحف، 2000، 34)
«عملية تحويل الأصول المقبولة شرعاً إلى صكوك مالية مفصولة الذمة المالية عن الجهة المنشئة لها وقابلة للتداول في السوق المالية شريطة أن يكون محلها غالباً أعياناً وذات آجال محددة بعائد غير محدد أو محدد ولكن ليس خالياً من المخاطر».	(صالح، 2008، 05)
«عملية تحويل جزء أو مجموعة من الأصول غير السائلة والمدرة لدخل يمكن التنبؤ به إلى أوراق مالية قائمة على الشراكة في منافع هذه الأصول خلال فترة معينة».	(النشمي، 2009، 03)
«عملية إصدار صكوك ذات قيمة مالية متساوية، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خليط من الأعيان والمنافع والديون في الذمة التي تصدر وفق عقد شرعي استناداً لصيغ التمويل الإسلامية».	(محيسن، 2009، 15)
«عملية إصدار أوراق مالية قابلة للتداول مبنية على مشروع استثماري يدر دخلاً».	(مجمع الفقه الإسلامي، 2009، 74)
«تقسيم الموجودات من الأعيان والمنافع أو كلاهما معاً إلى وحدات متساوية القيمة وإصدار صكوك بقيمتها».	(هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2010، 238)

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المراجع المذكورة في الجدول أعلاه.

وعموماً يمكننا اعتماد التعريف الذي قدمه الدكتور الخياط كتعريف شامل لتقنية التصكيك الإسلامي حيث عرفها بأنها: «مصطلح اقتصادي حديث نسبياً ويعني تجميع الأصول غير السائلة لدى مؤسسة ما وتحويل ملكيتها إلى صندوق أو

مؤسسة أخرى تقوم بإصدار صكوك تساندها تلك الأصول ويجوز تداولها بعد إتمام تصنيفها آثمانياً<sup>(2)</sup>.

ويرى كثير من الباحثين أن الصكوك الإسلامية هي في الواقع سندات تقليدية بصيغة إسلامية، وبذلك تكون عملية التصكيك مرادفة لعملية التوريق في الفكر التقليدي<sup>(3)</sup>، لكن الباحث لا يتفق مع هذه الآراء على اعتبار وجود الكثير من الفروقات الجوهرية بين عمليتي التوريق والتصكيك، فالأولى تقوم على تبادل الأوراق بالنقود وبيع الديون والربا، والثانية تقوم على أساس تبادل الأصول بالنقود وبالتالي بيع الأصول والربح الناتج عن إيراداتها.

## ثانياً: آليات التصكيك الإسلامي

### 1 - طرق التصكيك الإسلامي

هناك طريقتان أساسيتان للتصكيك الإسلامي هما: <sup>(4)</sup>

1 - 1 - طريقة التصكيك البسيط (المباشر): وتصدر الصكوك هنا لجمع الموارد المالية أولاً، ثم توجه نحو مشروع استثماري معين، مثل مشاريع البنى التحتية والمرافق العامة، وهذا يتم من خلال طرح الصكوك على أساس صيغة تمويل إسلامي في السوق الأولية، لتكون حصيلة اكتتاب رأس مال المشروع المراد إنجازه. وهذه الطريقة هي ما تميز التصكيك الإسلامي عن التوريق التقليدي.

1 - 2 - طريقة التصكيك المهيكل (غير المباشر): وتصدر الصكوك هنا لغاية تحويل المشاريع والأصول القائمة إلى سيولة نقدية، وهذا ما يتم من خلال تحويل الأصول المالية أو المعنوية المدرة للدخل إلى وحدات متساوية تتمثل في الصكوك، ثم طرحها في السوق المالية لجذب الأموال.

### 2 - أطراف عملية التصكيك الإسلامي

تتم عملية التصكيك الإسلامي بتدخل عدة أطراف رئيسة وأخرى مساعدة وذلك كما يلي: <sup>(5)</sup>

#### 2 - 1 - الأطراف الرئيسية: وتشمل:

(2) عبد العزيز الخياط، فقه المعاملات وصيغ الاستثمار، 2004م، 243.

(3) Ali, Sukuk and Islamic markets; A practical guide, Globe law and Business, 2011, 07

(4) سامي محمد وعدنان جعاز، الدور التمويلي للمصارف الإسلامية «التمويل بالصكوك»، 2015م، 112.

(5) سليمان ناصر وربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، 2014م، 3 - 4.

2-1-1-1 - المصدر الأصلي: ويسمى أيضاً بجهة الإصدار أو الجهة المنشئة أو البادئ بالإصدار أو مالك الأصل، وهو الجهة المحتاجة للسيولة والتي ترغب في تصكيك أصولها للحصول على السيولة النقدية.

2-1-1-2 - وكيل الإصدار: ويسمى أيضاً بشركة التصكيك أو مصدر الصكوك أو مديرها، ويقصد به ذلك الطرف الذي أعطي له التفويض بإنشاء وبيع الصكوك للمستثمرين، وهو من يتولى إدارة الموجودات المملوكة لحملة الأسهم، وغالباً ما يكون شركة ذات غرض خاص (SPV).

2-1-3 - المستثمرون: وهم حملة الصكوك والذين يحوزون على وثائق الصكوك بأشكالها المختلفة.

2-1-4 - محفظة التصكيك: وهي وعاء استثماري يضم أصولاً متنوعة تم تصكيكها، ومن خلالها يتم تحصيل الحقوق المالية والعوائد عليها وإيداع المتحصلات، بحساب خاص يستخدم لسداد مستحقات حملة الصكوك في تواريخ استحقاقها.

2-2 - الأطراف المساعدة: وتشمل:

2-2-1 - أمين الاستثمار: وهو الطرف الوسيط الذي يناط به حماية مصالح حملة الصكوك والرقابة والإشراف على وكيل الإصدار ومدى التزامه بالشروط المنظمة لهذه العملية الاستثمارية المبينة في نشرة الإصدار.

2-2-2 - هيئات الرقابة الشرعية: وتعمل على التحقق من مدى توفر متطلبات الأحكام الشرعية في الصكوك المصدرة والمتداولة ومستنداتها، والعقود المنظمة للعلاقات بين أطراف عملية التصكيك، وكيفية الاكتتاب في هذه الصكوك، وغيرها، لتقرر فيما بعد السلامة الشرعية لعملية التصكيك من عدمها.

2-2-3 - وكالات التصنيف العالمية: وهي تلك الوكالات التي تقوم بتصنيف الائتماني للصكوك، وحالياً فقد أنشئت وكالات تصنيف إسلامية تقدم أيضاً خدمات الجودة الشرعية ومنها: الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف (IIRA) ومقرها البحرين، والوكالة الماليزية للتصنيف (RAM).

وبالإضافة إلى الأطراف المساعدة المذكورة أعلاه، هناك أطراف أخرى مساعدة كمستشار الإصدار، ومتعهد تغطية الإصدار، وضامن الإصدار، ومستشار الطرح، وغيرها، وهذه الأطراف تزيد أو تنقص حسب طبيعة وهيكلية عملية التصكيك.

### 3 - مراحل عملية التصكيك الإسلامي

تمر عملية التصكيك الإسلامي بثلاث مراحل أساسية هي:<sup>(6)</sup>

3-1 - مرحلة إصدار الصكوك: وتشمل هذه المرحلة الخطوتين التاليتين:

3-1-1 - الخطوة الأولى: تقوم الشركة المنشئة بتعيين الأصول المراد تصكيكها بحصر وتجميع ما لديها من أصول متنوعة في وعاء استثماري واحد يعرف بمحفظة التصكيك ونقلها إلى الشركة ذات الغرض الخاص (SPV).

3-1-2 - الخطوة الثانية: تتم بتصكيك الأصول ثم بيعها، حيث تقوم شركة (SPV) بإعادة تصنيف الأصول وتقسيمها إلى أجزاء أو وحدات تناسب حاجات ورغبات المستثمرين، ثم تحويلها إلى صكوك وبيعها إلى المستثمرين.

3-2 - مرحلة إدارة محفظة الصكوك: بعد أن يتم بيع الصكوك للمستثمرين تقوم شركة (SPV) بإدارة هذه المحفظة نيابة عن المستثمرين طيلة مدة الإصدار، بتجميع العائدات والدخول الدورية الناتجة من الأصول وتوزيعها على المستثمرين، كما تقوم بتوفير جميع الخدمات التي تحتاجها المحفظة.

3-3 - مرحلة إطفاء الصكوك: وتتم بدفع قيمة الصكوك الاسمية في التواريخ التي تحددها نشرة الإصدار.

### ثالثاً: مزايا التصكيك الإسلامي

توفر عملية التصكيك الإسلامي عدة مزايا للمتعاملين فيها ويمكن إبراز هذه المزايا فيما يلي:<sup>(7)</sup>

#### 1 - بالنسبة للمصدر الأصلي

- تساعد عملية التصكيك في المواءمة بين مصادر الأموال واستخداماتها.
- يضاعف التصكيك من قدرة المؤسسات على خلق الأموال وتوفير السيولة اللازمة لتمويل احتياجاتها المختلفة.
- يعتبر التصكيك الإسلامي وسيلة جيدة لتنوع مصادر التمويل وإدارة المخاطر

(6) ينظر: أختار عبد العزيز، الصكوك الإسلامية «التوريق» وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، 2009 م، 6.

Nathif and Thomas, Islamic bonds: Your guide to issuing structuring, and investing in sukuk, 2004, 56

(7) ينظر: عبد القادر زيتوني، التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية، 2010 م، 4-5.

Kamil et al, the subprime mortgages crisis and Islaimc securitization, 2001, 391

نظراً لأن الأصل محل التصكيك مخاطره محدودة.

## 2 - بالنسبة للمستثمرين

- يعد التصكيك أداة قليلة التكلفة مقارنة بعملية الاقتراض التقليدية وذلك لقلة الوسطاء والمخاطر المرتبطة بالصك المصدر.
- تتميز عملية التصكيك الإسلامي بأنها غير مرتبطة بالتصنيف الائتماني للمصدر، حيث إنها تتمتع بتصنيف ائتماني عالٍ نتيجة دعمها بتدفقات مالية محددة يمكن التنبؤ بها.
- توفر تقنية التصكيك فرصاً استثمارية متنوعة للأفراد والحكومات بصورة تمكنهم من إدارة سيولتهم بصورة مريحة.

## 3 - بالنسبة للاقتصاد الكلي

- تقوم تقنية التصكيك الإسلامي بدور هام في تعبئة الموارد التي كانت مكتنزة والرفع من معدلات الادخار والاستثمار.
- تعدد منتجات التصكيك الإسلامي وبالتالي ملاءمتها لقطاعات اقتصادية واسعة.
- توفير التمويلات اللازمة لمشاريع البنى التحتية.
- معالجة قصور التمويل الحكومي، حيث تسهم تقنية التصكيك الإسلامي في نقل عبء تمويل ومخاطر التشغيل التجاري بمشروعات البنية الأساسية إلى عاتق القطاع الخاص.

## المبحث الثاني: الإطار التحليلي للدراسة

أولاً: الأزمة المالية العالمية (2008): الأسباب، الانعكاسات، وسبل المواجهة

### 1 - جذور وأسباب حدوث الأزمة المالية العالمية (2008)

اندلعت الأزمة المالية العالمية (2008) والتي تسمى أيضاً بأزمة الرهون العقارية الأمريكية أو أزمة القروض الرديئة أو العالية المخاطر (Sub-primes) بسبب إقدام العديد من المصارف المتخصصة في تمويل القطاع العقاري في الولايات المتحدة في الفترة بين (2001 - 2006) على منح قروض لمئات الآلاف من المواطنين الأمريكيين

ذوي الدخل المحدود وبدون ضمانات كافية، متجاهلة بذلك جل قواعد الحذر وتقييم المخاطر، وقد تم ذلك في ظرف اتسم بنمو غير مسبوق لقطاع العقارات وانخفاض هام لنسب الفوائد الممول بها، الأمر الذي دفع بالعديد من الأمريكيين للإقبال على هذه القروض كونها تعد فرصة مواتية لهم للحصول على مساكن لائقة.

لكن ابتداءً من سنة (2004) قامت السلطات الأمريكية برفع معدلات الفائدة باستمرار من (1%) إلى (5.25%)، وفي نهاية (2006) انخفضت أسعار العقارات بشكل كبير، وهذا ما ساهم في زيادة الأعباء المالية على الأسر والتي لم تتمكن من تغطية ديونها بالكامل عن طريق بيع العقار المعني، حيث وصل معدل عدم سداد هذه القروض إلى (15%) سنة (2007)، كما أن الانخفاض في أسعار العقارات ساهم في جعل قيمة الرهن العقاري أقل من قيمة القروض، وبالتالي لم تعد الضمانات المقدمة على القروض تغطي خسائر المصارف، وفي ظل ارتفاع أسعار الفائدة وعدم قدرة أصحاب العقارات على بيعها أو رهنها للحصول على قروض جديدة توقفوا عن سداد أقساط القروض العقارية وفوائدها، لذا فلقد أدت هذه الأزمة إلى سيادة حالة من عدم الثقة والذعر المصرفي، كما قامت المؤسسات المالية الكبرى والمصارف ببيع هذه القروض إلى شركات التوريق التي أصدرت بموجبها سندات دين وطرحتها في أسواق المال والبورصات للتداول مما ساهم في تفاقم آثار هذه الأزمة.

وتأسيساً على ما سبق ذكره يمكن استنتاج أنه لحدوث الأزمة المالية العالمية (2008) فقد تضافرت مجموعة من العوامل المباشرة وغير المباشرة وذلك كما يلي:

1 - 1 - **العوامل المباشرة:** وتشمل: أزمة قطاع العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية، و الرهون العقارية الرديئة أو العالية المخاطر، والركود الاقتصادي في الولايات المتحدة في تلك الفترة.

1 - 2 - **العوامل غير المباشرة:** وتشمل: سلوك المدينين في الولايات المتحدة الأمريكية، والتأمين على القروض العقارية، وعمليات التوريق، ونمو نشاط المضاربات والاتجار بالمشتقات المالية، والتصنيف العالي الأمان للرهون العقارية من طرف وكالات التصنيف، ونقص الرقابة والإشراف، وغيرها.

## 2 - انعكاسات الأزمة المالية العالمية (2008)

بمجرد اندلاع الأزمة المالية العالمية (2008) في القطاع المصرفي الأمريكي امتدت



آثارها لتتال من الأسواق المالية وشركات التأمين وشركات التمويل العقاري، ثم أخذت في الانتقال لباقي دول العالم نتيجة لاستثمار مصارفها ومؤسساتها المالية في هذه السندات والمشتقات التابعة لها، وبذلك تم الإعلان عن أزمة الرهن العقاري التي نشأت في الولايات المتحدة الأمريكية في صيف (2007)، وامتدت لتشمل باقي دول العالم، ونتيجة لما سبق تواصلت حالات الإفلاس لكثير من المصارف والمؤسسات المالية والعقارية وشركات التأمين، كان أبرزها إعلان مصرف (Lehman Brothers) إفلاسه في 15 أيلول/ سبتمبر 2009، ثم وضع شركتي الرهن العقاري (Freddie Mac) و(Fannie May) تحت الوصاية لإعادة هيكليتهما، وأيضا تدخل الحكومة الأمريكية لإنقاذ أكبر مجموعة تأمين في العالم وهي (AIG) المهتدة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة (85) مليون دولار.

وبالتالي فقد زادت هذه الأزمة من معاناة الاقتصاد الأمريكي عبر مجموعة واسعة من الآثار السلبية نوجز أبرزها فيما يلي:<sup>(8)</sup>

- تفاقم عجز الميزانية الذي بلغ ذروته سنة (2008) بما يعادل (2.5 %) من حجم الناتج المحلي الإجمالي.
- ارتفاع حجم المديونية إلى (32) تريليون دولار، منها (9.2) تريليون دولار ديون القروض العقارية.
- زيادة تباطؤ معدلات النمو ابتداءً من سنة (2008).
- ارتفاع معدلات التضخم التي تجاوزت (4.5 %) ومعدلات البطالة التي بلغت (5.1 %) سنة (2008).
- انخفاض المؤشر العام لثقة المستهلكين إلى أدنى مستوى له منذ سنة (1992)، كما تراجع مؤشر الطلب على الاستهلاك وحصل انخفاض في الطاقة الإنتاجية.
- تواصل انهيار وإفلاس عدد كبير من المصارف والمؤسسات المالية.
- وقد اتخذت هذه الأزمة منحىً خطيراً، حيث انتقلت من الولايات المتحدة الأمريكية إلى باقي دول العالم من جهة، ومن الاقتصاد المالي إلى الاقتصاد الحقيقي من جهة أخرى، وبذلك فقد ساهمت في حدوث أزمة ركود اقتصادي عالمي، حيث تراجع معدل نمو الدول الصناعية من (1.4 %) سنة (2008) إلى (0.3 %) سنة (2009)، كما تراجع معدل النمو الاقتصادي العالمي من (5.2 %) سنة (2007) إلى (3.4 %) سنة (2008) ليصل إلى (0.5 %) سنة (2009).

(8) ينظر: ساعد مرابط، الأزمة المالية العالمية 2008 م الجذور والتداعيات، 2009 م، 13.

وبالتالي فقد كان للأزمة المالية العالمية (2008) العديد من التداعيات السلبية على جل دول العالم والتي نوضح أبرزها في العناصر التالية:<sup>(9)</sup>

أ- تضرر القطاع المصرفي العالمي: تعد هذه الأزمة من أخطر الأزمات التي تعرض لها القطاع المصرفي، فقد أدت إلى خسائر ضخمة وإفلاس العديد من المصارف حول العالم خاصة في أوروبا وآسيا، الأمر الذي أدى إلى انتشار المخاوف بين المصارف من الإقراض، وتراجعت معدلات تقديم الائتمان في العديد من دول العالم، الأمر الذي دفع المصارف المركزية لضخ المزيد من الأموال في أسواق المال للتقليل من حدة هذه الأزمة.

ب- تعرض سوق العمل إلى هزة كبيرة: إن تدهور الوضع المالي والإداري للشركات دفعها للتخلي عن عدد كبير من موظفيها، مما أدى إلى ارتفاع معدلات البطالة في العديد من دول العالم.

ت- انخفاض معدل النمو الاقتصادي العالمي: ألقت الأزمة المالية العالمية بظلال من الشك على آفاق اقتصاد الدول، الأمر الذي أدى إلى انكماش حجم التجارة العالمية، وتباطؤ حاد في النمو الاقتصادي العالمي وارتفاع أسعار المواد الأولية.

ث- عدم استقرار الأسواق المالية العالمية: أدت هذه الأزمة إلى إيجاد نوع من عدم الاستقرار وتذبذب الأسواق المالية العالمية، وإلى وجود حالة من الخوف الشديد في أوساط المستثمرين بشأن مستقبل الاستثمار المالي، الأمر الذي دفع الكثير منهم إلى عدم الرغبة في تحمل المخاطر والبحث عن استثمارات آمنة في قطاعات أخرى.

### 3 - سبل مواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية (2008)

لقد اتخذت الولايات المتحدة الأمريكية والدول الصناعية الكبرى ومختلف بلدان العالم مجموعة من خطط الإنقاذ لمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية ومن أبرز هذه الخطط والإجراءات:

3 - 1 - خطة الإنقاذ المالي الأمريكية: وهي خطة إنقاذ مالي صاغها وزير الخزانة الأمريكية (Henry Paulson) وقد تمت المصادقة على هذه الخطة من طرف مجلسي النواب والشيوخ، وتهدف هذه الخطة إلى تأمين حماية أفضل للمدخرات والأموال العقارية التي تعود إلى دافعي الضرائب، كما تهدف إلى حماية الملكية وتشجيع النمو الاقتصادي وزيادة عائدات الاستثمار إلى أقصى حد ممكن.

(9) حسين الأسرج، الأزمة الاقتصادية العالمية وسياسات مواجهتها في الدول العربية، 2009 م، 11-13.

وبموجب هذه الخطة تم منح الخزانة الأمريكية حق شراء أصول هالكة بقيمة (700) مليار دولار مرتبطة بالقروض العقارية وذلك كوسيلة لإعادة الثقة إلى الأسواق المالية<sup>(10)</sup>، كما تضمنت هذه الخطة عدة بنود أخرى تتعلق أساساً برفع مستوى الضمانات مستقبلاً وتعزيز مبدأي الرقابة والشفافية.

3 - 2 - خطط الإنقاذ الأوروبية: كذلك تبنت الدول الأوروبية على غرار الولايات المتحدة الأمريكية مجموعة من الخطط بغرض مواجهة تبعات الأزمة المالية العالمية (2008) حيث تمحورت هذه الخطط ضمن العناصر التالية:<sup>(11)</sup>

- زيادة رؤوس أموال المصارف الأوروبية.
- مراجعة النظم المحاسبية والمصرفية، وانتهاج سياسة رقابية وإشرافية لوضع ضوابط محددة للعمليات المالية الخاصة بالقطاع المصرفي.
- توفير الضمانات الكافية للودائع المصرفية، وذلك بهدف استعادة ثقة المودعين في النظام المصرفي الذي أصابته الأزمة.
- تجنب تقديم ضمانات تخل بمبدأ المنافسة.
- فرض عقوبات رادعة على الإدارات المصرفية في حالة قيامها بعمليات مضاربة على الأسهم.

ففي فرنسا اعتمد البرلمان الفرنسي خطة اقترحتها الحكومة لإنقاذ المصارف والمؤسسات المالية المتعثرة بضح مبلغ (360) مليار يورو، وذلك لبعث الثقة في الأسواق المالية والمصرفية وضمان إعادة تمويل المصارف وتنشيط عمليات الإقراض<sup>(12)</sup>، أما في ألمانيا فقد قامت الحكومة الألمانية بتأسيس صندوق لإعادة الاستقرار إلى الأسواق المالية بمبلغ (400) مليار يورو، كما تم رصد مبلغ (35) مليار يورو لإنقاذ أكبر شركة للتمويل العقاري في ألمانيا.

وفي بريطانيا قامت الحكومة بإعداد خطة إنقاذ اشتملت على استثمار مبلغ (250) مليار جنيه إسترليني كأسهم في المصارف المتضررة، بالإضافة إلى تأمين مصرف (Northen Rock) مع ضمان مبلغ (25) مليار جنيه إسترليني من القروض التي منحها المصارف لبعضها البعض، مع توفير أرصدة كافية للنظام المصرفي البريطاني بمبلغ (37) مليار جنيه إسترليني لدعم عدد من المؤسسات المالية الكبرى.

3-3 - خطط إنقاذ مالية أخرى: كذلك فقد تبنت العديد من الدول الأخرى خارج

(10) ينظر: عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمة المالية العالمية، 2009م، 80

(11) الطاوس غريب ونوال بوغلاق، الأزمة المالية العالمية الأسباب والتداعيات وسياسات موجهتها، 2013م، 11

(12) ينظر: عائشة خلوفي، تأثير التكتلات الاقتصادية الإقليمية على حركة التجارة الدولية، 2012م، 148

الاتحاد الأوروبي مجموعة من برامج الإنقاذ المالية، ففي روسيا أقر البرلمان الروسي خطة إنقاذ اقترحتها الحكومة بقيمة (84) مليار دولار، كما قام البنك المركزي الروسي بضخ مبلغ (37) مليار دولار في صورة قروض طويلة الأجل للمصارف، بالإضافة إلى تخفيض معدل الاحتياطي الإلزامي إلى (0.5 %) كخطوة لإنعاش القطاع المصرفي الروسي.

أما في الصين فقد اعتمدت الحكومة خطة مالية قوامها (586) مليار دولار لتحفيز الاقتصاد الصيني، بالإضافة إلى إلغاء الضرائب على عملية شراء الأسهم وتنشيط عملية شراء الأسهم في المؤسسات المالية التابعة للدولة، وفي اليابان قام البنك المركزي الياباني بضخ مبلغ (14.20) مليار دولار إلى الأسواق لمنع حدوث اضطراب في معدلات السيولة النقدية بالأسواق.<sup>(13)</sup>

من جهتها فقد اتخذت دول مجلس التعاون الخليجي عدة إجراءات لمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية من خلال ضخ كميات معتبرة من السيولة لتلبية احتياجات الطلب على النقود، وضمان الحكومات لكامل ودائع الأفراد في المصارف المحلية.

## ثانياً؛ دور التصكيك الإسلامي في تجنب حدوث الأزمات المالية

1 - التصكيك الإسلامي كبديل عن التوريق التقليدي المتسبب في حدوث الأزمة المالية العالمية (2008)

قبل الحديث عن أهمية التصكيك الإسلامي في تجاوز انعكاسات الأزمة المالية العالمية (2008) فنسرح أولاً على تقنية التوريق التقليدية والدور السلبي الذي أدته في استفحال التداخيات السلبية للأزمة المالية العالمية (2008)، والتوريق بمفهومه التقليدي (الوضعي) يشير إلى ذلك النشاط المالي المستحدث الذي يمكن من خلاله لإحدى المؤسسات المصرفية أو غير المصرفية أن تقوم بتحويل الحقوق المالية (غير القابلة للتداول والمضمونة بأصول) إلى منشأة متخصصة ذات غرض خاص (تسمى في هذه الحالة شركة التوريق) بهدف إصدار أوراق مالية جديدة، في مقابل أن تكون هذه الحقوق المالية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية.<sup>(14)</sup>

وقد استخدمت تقنية توريق الديون العقارية بشكل مفرط في الأزمة المالية العالمية (2008)، حيث لم تكتف المصارف الأمريكية بالتوسع في منح القروض العقارية فحسب، بل استخدمت المشتقات المالية لتوليد مصادر جديدة لتمويل، وبالتالي

(13) ينظر: علي المناصير ووصفي الكساسبة، الأزمة المالية العالمية حقيقتها وتداعياتها وسبل العلاج، 2009، م، 29-30

(14) محمد الحناوي وجمال العبد بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، 2002، م، 315

فإنه عندما يتجمع لدى المصرف محفظة كبيرة من الرهونات العقارية، فإنه يلجأ إلى استخدام هذه المحفظة من الرهونات لإصدار أوراق مالية جديدة يقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمنان هذه المحفظة، وهكذا تستمر العملية موجة بعد موجة، حيث يولد الإقراض الواحد طبقات متتابعة من الإقراض بأسماء المؤسسات المالية واحدة تلو الأخرى، وهكذا أدى التركيز في الإقراض في قطاع واحد إلى زيادة المخاطر.

وعليه فإننا نلاحظ بوضوح اتساع نطاق استخدام هذه التقنية (التوريق) من قبل المصارف والمؤسسات المالية المقرضة، والتي سمحت للعقار الواحد أن يولد طبقات متتابعة من الإقراض، وهذا ما عمق الفجوة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي، حيث بلغت قيمة الاقتصاد المالي (148) تريليون دولار فيما بلغت قيمة الاقتصاد الحقيقي (48) تريليون دولار، وهذا ما ساهم بشكل كبير في تعميق آثار الأزمة المالية العالمية (2008) وإطالة أمدتها.

أما فيما يخص تقنية التصكيك الإسلامي فبالرغم من تشابهها مع تقنية التوريق التقليدية في عدة إجراءات وأهداف وآليات ودوافع، إلا أنها على عكس التوريق التقليدي، تؤدي دوراً بارزاً في تجنب الوقوع في الأزمات المالية من خلال انضباطها بالأحكام الشرعية والأخلاقية، وعبر خصائصها المميزة لها عن تقنية التوريق الوضعية، والتي نوضحها في الجدول (02) أدناه:

## الجدول (02) : أبرز الفروقات بين تقنيتي التوريق التقليدي والتصكيك الإسلامي

وجه المقارنة	التوريق التقليدي	التصكيك الإسلامي
نوعية الموجودات	ديون	أصول عينية أو منافع أو خليط
العائد	أسعار فائدة ربوية ثابتة	عوائد متغيرة أو مستقرة
العلاقة بين المصدر والمستثمر	مديونية	مشاركة في الملكية
قابلية التداول	قابلة للتداول	حسب نوعية الأصول المصككة
تحمل المخاطرة	المستثمرين	العمل بمبدأ الغنم بالغرم
الشركة ذات الغرض الخاص	شركة يمكن أن يساهم فيها المورق الأصلي	لا يمكن للمورق الأصلي المساهمة في الشركة
الضمانات	تقدم لبعض المستثمرين	تقدم لكل المستثمرين
نوعية الرقابة	القوانين والمعايير الوضعية	أحكام الشريعة الإسلامية والرقابة الشرعية
نوعية المساهمة	المساهمة في القطاع المالي	المساهمة في القطاع الحقيقي

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على أحد المراجع (15)

من الجدول (02) أعلاه يتضح أن هناك عدة فروق بين تقنيتي التوريق التقليدي والتصكيك الإسلامي سواء من حيث الموجودات، والعائد، والعلاقة بين المصدر والمستثمر، وقابلية التداول، والمخاطرة، والشركة ذات الغرض الخاص، والضمانات، والرقابة، والمساهمة. وبالتالي تكون تقنية التصكيك الإسلامي القائمة على إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات وأعيان قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها وفق عقد شرعي، هي تقنية جائزة ومباحة شرعاً.

أما فيما يخص تقنية التوريق التقليدي القائمة على تحويل الديون إلى أوراق مالية متساوية القيمة، والقابلة للتداول، والممثلة لدين بفائدة لحاملها في ذمة مصدرها، فلا يجوز إصدارها ولا تداولها شرعاً، ذلك لأنها ناتجة عن بيع دين بدين، وقد جاء تحريم بيع الدين في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي، فلا يؤسس التمويل الإسلامي سوقاً متكاملة للتجارة في الديون

(15) ينظر: حكيم براضية، التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، 2010م، 86.

على نسق سوق السندات التقليدية، ذلك لأن الاعتماد المفرط على الدين يعمق عدم الاستقرار الاقتصادي، ويؤدي إلى زيادة القلق وعدم الأمان عند البشر، ويولد آثاراً اقتصادية خارجية ضارة تعم الاقتصاد، وهذا بالضبط ما حدث في الأزمة المالية العالمية (2008).<sup>(16)</sup>

كما تعد تقنية التصكيك الإسلامي المستندة إلى الاستثمار الحقيقي، القائم على اقتسام الأرباح والخسائر، أداة فعالة في إدخال انضباطٍ سوقي أكبر في النظام المالي، والسعي قدماً لتخفيض الإقراض الجامح غير الحذر وغير المراقب، وجعل النظام المالي أكثر صحة وقدرة على تقسيم أوسع وأشمل للمخاطر، وبالتالي التقليل قدر الإمكان من احتمال حدوث الأزمات المالية والاقتصادية.<sup>(17)</sup>

## 2 - علاج الأزمة المالية العالمية (2008) من منظور تقنية التصكيك الإسلامي

كما تمت الإشارة إليه سابقاً، فإن تقنية التصكيك الإسلامي تتميز بمجموعة من الخصائص والمميزات التي تجعلها تجنب الاقتصاد إمكانية الوقوع في الأزمات المالية ومن بين هذه المميزات نذكر:

2 - 1 - الاستناد إلى أحكام الشريعة الإسلامية: يتمثل الأساس العام الذي تقوم عليه تقنية التصكيك الإسلامي في مراعاة نصوص وضوابط الشريعة الإسلامية حيث لا يجوز بأي حال من الأحوال إصدار وتداول صكوك إسلامية دون عقد شرعي، هذا الأخير يتم إصداره بعد توفر مجموعة من الضوابط الشرعية في الصكوك والتي نوجزها فيما يلي:<sup>(18)</sup>

- أن تكون نوعية الأصول المصككة من الأصول المباحة شرعاً بدون الوقوع في المحظورات الشرعية كالربا والغرر، فلا يجوز تصكيك الديون المبنية على القروض الربوية.

- أن يكون بيع الأصول المراد تصكيكها مبنية على الديون في الذمم من المنشئ إلى شركة التصكيك نقداً للابتعاد عن بيع الدين بالدين.

- أن تكون الخطوات وهيكل الصكوك مباحة شرعاً، مع استيفاء جميع الأركان والشروط للبيع والشراء سواء في مرحلة إصدار الصكوك أو في تداولها في السوق الثانوية.

(16) ينظر: عمر خضيرات، الأزمة المالية والاقتصادية العالمية الراهنة وموقف الاقتصاد الإسلامي منها، 2011م، 147.

(17) ينظر: هناء الحنيطي، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، 2016م، 15.

(18) حكيم براضية، التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، 2010م، 76 - 77.

- عنصر الملكية للأصول حتى تصبح عملية البيع والشراء مباحة وتبرر الاستفادة من العوائد.

- مشروعية الضمانات الواردة على العوائد إن وجدت.

وبمراعاة الشروط والضوابط الشرعية السابقة الذكر يتم مراعاة ما شرعه الله سبحانه وتعالى في المعاملات المالية، بإحلال ما أحله وتحريم ما حرمه، والأصل في الدين هو المعاملة واعتماد الشريعة الإسلامية أساساً لجميع التطبيقات واتخاذها مرجعاً لا يمكن الحياد عنه.

2 - 2 - تحريم كافة أشكال بيع الدين بالدين: لقد حرمت الشريعة الإسلامية كافة صور وأشكال بيع الدين بالدين لأنه بيع دين مؤجل لم يقبض بدين مؤجل آخر لم يقبض، أي أن كلاً من الثمن والمثمن في العقد مؤجلان فلا يوجد تبادل منفعة فعلية مقبوضة في مجلس العقد، وهذا النوع من البيع محرم بالإجماع لنهي النبي صلى الله عليه وسلم عن بيع الكالئ بالكالئ، والسبب في ذلك أن الشريعة تمنع بيع الدين بثمن يختلف عن قيمته الاسمية، وهذا يعني أن الغرض الأساس من وراء بيع الدين هو بيعه قبل موعده مقابل التنازل عن جزء منه (خصم أو حسم الديون)، أو بيعه بزيادة عن قيمته الاسمية نتيجة لأنه قد انعقد بسعر فائدة أعلى من سعر الفائدة السائد في السوق، وبذلك يكون قد انتفى تماماً كمصدر للاختلال الاقتصادي<sup>(19)</sup>، وبذلك فمبدأ تحريم بيع الدين بالدين يسهم بشكل جيد في عدم تعميق الهوة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي من جهة، وتفادي حدوث أزمة الفقاعة من جهة أخرى.

2 - 3 - تحريم نظام المشتقات المالية: إن نظام المشتقات المالية في الاقتصاد الوضعي يقوم على أساس معاملات وهمية يسودها الغرر والجهالة والمقامرات التي تؤدي إلى الكسب السريع وتعطيل الإنتاج، ولقد أكد الكثير من علماء الاقتصاد أن من أبرز أسباب الأزمة المالية العالمية (2008) هو نظام المشتقات المالية، لأنها لا تسبب تنمية اقتصادية حقيقية، بل هي وسيلة من وسائل خلق النقود التي تسبب التضخم وارتفاع الأسعار كما تقود إلى أزدل الأخلاق، كما أنها تسبب الانهيار السريع في المؤسسات المالية التي تتعامل بها إذا لم تخضع لمعايير إشرافية ورقابية كافية.<sup>(20)</sup>

(19) ينظر: معبد الجارحي، التمويل الإسلامي والأزمة المالية العالمية، 2009 م، 8.

(20) ينظر: عمر خضيرات، الأزمة المالية والاقتصادية العالمية الراهنة وموقف الاقتصاد الإسلامي منها، 2011 م، 150.



2 - 4 - **تحريم الفوائد الربوية:** إن الركيزة الأولى التي يتأسس عليها الاقتصاد الإسلامي عموماً وتقنية التصكيك الإسلامي خصوصاً هي تحريم الربا، فقد أجمع كل الفقهاء والعلماء المسلمون على أن الفوائد الربوية (أسعار الفائدة) محرمة شرعاً في القرآن والسنة لقوله - عز وجل - : «يا أيها الذين آمنوا اتقوا الله وذروا ما بقي من الربا إن كنتم مؤمنين»<sup>(21)</sup>، وقول رسول الله - صلى الله عليه وسلم - : «درهم ربا يأكله الرجل وهو يعلم، أشد من ست وثلاثين زنية»<sup>(22)</sup>، وبذلك فإن الاستثمار في الصكوك الإسلامية يولد عوائد مشروعة متغيرة أو مستقرة على عكس عمليات التوريق التقليدية التي تولد فوائد ربوية ثابتة.

2 - 5 - **قاعدة المشاركة في الربح والخسارة:** تقوم تقنية التصكيك الإسلامي على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة بدلاً من سعر الفائدة المحرم، وتستند هذه الآلية إلى قاعدة الغنم بالغرم أي أن الحصول على المنفعة أو المكسب (العائد أو الربح) يكون بقدر الاستعداد لتحمل الخسارة<sup>(23)</sup>، وهذا ما يقلل من حدة أي أزمة مالية حيث لا يوجد فريق رابح وفريق خاسر دائماً بل المشاركة في الربح والخسارة.

2 - 6 - **تشجيع الاستثمار الحقيقي:** تسعى تقنية التصكيك الإسلامي إلى تحقيق هدف أساس وهو تشجيع الاستثمار الحقيقي وذلك من خلال تحريم بيع الدين بالدين واشتراط الموجودات العينية، كما تركز صيغ التمويل الإسلامي المختلفة بما فيها الصكوك الإسلامية على الإنتاج منذ البداية، فهي ترتبط بالمشروعات والإنتاج وما يرتبط بها من أصول حقيقية تسهم فعلاً في زيادة الموارد وتوظيفها، على النحو الذي يؤدي إلى توفير فرص العمل وزيادة الإنتاج وبالتالي النهوض بمستوى رفاهية المجتمع.

2 - 7 - **الالتزام القيمي والأخلاقي:** تستند تقنية التصكيك الإسلامي إلى مجموعة من القيم والأخلاق كالأمانة والمصداقية والشفافية والتيسير والتعاون والتكامل والتضامن، وفي نفس الوقت حرمت الشريعة الإسلامية مختلف المعاملات القائمة على الكذب والمقامرة والتدليس والغرر والجهالة والاحتكار والاستغلال والجشع والظلم وأكل أموال الناس بالباطل، كل هذه الممارسات غير الأخلاقية ساهمت بشكل أو بآخر في حدوث الأزمة المالية العالمية (2008).

(21) سورة البقرة: 278

(22) أخرجه أحمد، المسند، 36/ 288، رقم (21957).

(23) ينظر: موسى رحمانى والغالى بن إبراهيم، البنوك الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمتطلبات الواقعية في مواجهة الأزمة المالية الحديثة، 2010م،

## الخاتمة

### أولاً: نتائج الدراسة

بناءً على مختلف العناصر التي تمت مناقشتها وتحليلها في هذه الدراسة فقد تم التوصل للنتائج التالية:

- تعتبر تقنية التصكيك الإسلامي أحد أبرز أدوات الهندسة المالية الإسلامية والتي تشير إلى عملية تحويل أصول غير سائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول على أساس الشراكة في منافع هذه الأصول مع ضرورة استيفاء كافة الشروط الشرعية.

- هناك طريقتان أساسيتان للتصكيك الإسلامي هما التصكيك البسيط (المباشر) بحيث يتم إصدار الصكوك بهدف جمع الموارد المالية أولاً ثم توجيهها نحو مشروع استثماري معين، والطريقة الثانية هي التصكيك المهيكل (غير المباشر) حيث يتم إصدار الصكوك بهدف تحويل المشاريع والأصول القائمة إلى سيولة نقدية.

- تتميز عملية التصكيك الإسلامي بتدخل عدة أطراف رئيسة (المصدر الأصلي، ووكيل الإصدار، والمستثمرون، ومحفظة التصكيك) وعدة أطراف ثانوية (أمين الاستثمار، وهيئات الرقابة الشرعية، ووكالات التصنيف، وغيرها).

- تمر تقنية التصكيك الإسلامي بثلاث مراحل أساسية هي إصدار الصكوك وإدارة محفظتها وإطفاؤها.

- توفر تقنية التصكيك الإسلامي عدة مزايا للمصدر وللمستثمر وللإقتصاد ككل، ومن بين أبرز هذه المزايا كونها تعد أداة جيدة لتعبئة المدخرات وتوفير السيولة وتنويع مصادر التمويل وإدارة المخاطر.

- تعد تقنية التصكيك الإسلامي بمثابة البديل المناسب لتقنية التوريق التقليدية المتسببة بشكل رئيس في حدوث الأزمة المالية العالمية (2008)، وذلك بفضل تميز تقنية التصكيك الإسلامي بعدة مزايا إيجابية فيما يخص الموجودات، والعائد، والعلاقة بين المصدر والمستثمر، والتداول، وتحمل المخاطر، والضمانات، والرقابة.

- توفر تقنية التصكيك الإسلامي علاجاً فعالاً يمكن من تقليص تداعيات الأزمات المالية العالمية والتقليل من إمكانية حدوثها وذلك عبر مجموعة من المبادئ أبرزها: الاستناد إلى أحكام الشريعة الإسلامية، وتحريم كافة أشكال بيع الدين بالدين ونظام المشتقات المالية والفوائد الربوية، وقاعدة المشاركة في الربح والخسارة، وتشجيع الاستثمار الحقيقي، والالتزام القيمي والأخلاقي.

وتأسيساً على مختلف النتائج المتوصل إليها تم التحقق من صحة الفرضية الرئيسية للدراسة والقائلة: تؤدي تقنية التصكيك الإسلامي دوراً بارزاً في تجنب حدوث الأزمات المالية ومعالجة آثارها.

### ثانياً: توصيات الدراسة

إن الشريعة الإسلامية كفيلة بتحسين القطاع المالي والمصرفي بشكل خاص والاقتصاد بشكل عام من التعرض للأزمات، إذا ما تم الالتزام بأحكامها السمحاء بما تحمله من أسس وضوابط أخلاقية تمثل قاعدة فعالة لمنع حدوث الأزمات المالية والتقليل من تداعياتها على الأقل، لذلك يمكن للهندسة المالية عموماً وتقنية التصكيك الإسلامي خصوصاً أن تؤدي دوراً بارزاً في تجنب الوقوع في أزمات مالية مستقبلية وذلك من خلال:

- ضرورة ولوج المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية وغير الإسلامية إلى سوق الصكوك الإسلامية للاستفادة من مزاياها الكثيرة.
- العمل على توفير بيئة تشريعية ملائمة لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية من جهة، مع ضرورة إنشاء هيئات الضبط والرقابة الشرعية لتجري مدى توافق هذه الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية من جهة أخرى.
- العمل على ابتكار وتطوير منتجات إسلامية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وخاضعة للاعتماد من المجامع الفقهية الإسلامية، تكون بديلة للمنتجات المالية التقليدية.
- ضرورة تطوير وضبط الأسواق المالية بما يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية وإصدار وتداول الصكوك الإسلامية.
- ضرورة الاستفادة من نتائج الأزمة المالية العالمية (2008) بغية الترويج لثقافة التصكيك الإسلامي وذلك عبر إبراز نجاعة هذه التقنية في معالجة آثار هذه الأزمة وعدم التأثير بها.
- إيلاء موضوع التصكيك الإسلامي ما يستحقه من الاهتمام والدراسة حيث إن هناك حاجة ملحة إلى إجراء المزيد من البحوث والدراسات حول تقنية التصكيك الإسلامي ومختلف منتجاتها وآلياتها.

## قائمة المراجع

## أولاً: قائمة المراجع العربية

- الأسرج حسين عبد المطلب، (2009)، الأزمة الاقتصادية العالمية وسياسات مواجهتها في الدول العربية، المنتدى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، يومي 20 و21 تشرين الأول/ أكتوبر، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر.
- الجارحي معبد، (2009)، التمويل الإسلامي والأزمة المالية العالمية، مقال منشور بالموقع الإلكتروني لموسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي: [www.iefpedia.com](http://www.iefpedia.com)، تاريخ الاطلاع 23 آذار/ مارس 2017.
- الحناوي محمد صالح، العبد جلال إبراهيم، (2002)، بورصة الأوراق المالية: بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
- الحنيطي هناء محمد هلال، (2016)، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، القاهرة، مصر، المجلد (24)، العدد (01).
- الخياط عبد العزيز، (2004)، فقه المعاملات وصيغ الاستثمار، ط1، دار المتقدمة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- المناصير علي فلاح، الكساسبة وصفي عبد الكريم، (2009)، الأزمة المالية العالمية: حقيقتها..أسبابها..تداعياتها..وسبل العلاج، المؤتمر العلمي السابع حول: الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، يومي 10 و 11 تشرين الثاني/ نوفمبر، جامعة الزرقاء، عمان، الأردن.
- براضية حكيم، (2010)، التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، مذكرة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص: محاسبة ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر.
- بلطاس عبد القادر، (2009)، تداعيات الأزمة المالية العالمية: أزمة Sub-prime، دار Légende للنشر والتوزيع، الجزائر.
- خضيرات عمر ياسين محمود، (2011)، الأزمة المالية والاقتصادية العالمية الراهنة 2008 وموقف الاقتصاد الإسلامي منها، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، جامعة آل البيت، المفرق، الأردن، المجلد (09)، العدد (04).
- خلويف عائشة، (2012)، تأثير التكتلات الاقتصادية الإقليمية على حركة التجارة

- الدولية: دراسة حالة الاتحاد الأوروبي، مذكرة ماجستير غير منشورة في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر.
- رحمانى موسى، بن إبراهيم الغالي، (2010)، البنوك الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمتطلبات الواقعية في مواجهة الأزمة المالية الحديثة، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، العدد (08).
- زيتوني عبد القادر، (2010)، التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، يومي 01 و02 كانون الأول/ ديسمبر، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن.
- صالح فتح الرحمان علي محمد، (2008)، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، منتدى الصيرفة الإسلامية: التوسع في الأسواق المالية، يومي 31 تموز/ جويلية و1 آب/أوت، اتحاد المصارف العربية، بيروت، لبنان.
- عبد العزيز أختر زيتي، (2009)، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، الدورة (19) لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة.
- عمر محمد عبد الحليم، (2009)، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، الدورة (19) لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة.
- غريب الطاوس، بوعلاق نوال، (2013)، الأزمة المالية العالمية: الأسباب، والتداعيات، وسياسات مواجهتها، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة وتأثيرها على اقتصاديات شمال إفريقيا، يومي 19 و20 حزيران/ جوان، جامعة العربي التبسي، تبسة، الجزائر.
- مجمع الفقه الإسلامي، (2009)، قرار رقم 178 (4/19): الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، الدورة (19)، 26 - 30 نيسان/ أبريل، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة.
- محمد سامي عبيد، جعاز عدنان هادي، (2015)، الدور التمويلي للمصارف الإسلامية (التمويل بالصكوك): تجربة ماليزيا، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة البصرة، العراق، المجلد (10)، العدد (38).
- محيسن فؤاد محمد أحمد، (2009)، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها

- المعاصرة وتداولها، الدورة (19) لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة.
- مرابط ساعد، (2009)، الأزمة المالية العالمية (2008): الجذور والتداعيات، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، يومي 20 و21 تشرين الأول/ أكتوبر، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر.
- الإمام أحمد بن حنبل، المسند، شعيب الأرنؤوط وآخرون، ط1، 2001م، مؤسسة الرسالة.
- ناصر سليمان، بن زيد ربيعة، (2014)، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، المؤتمر العلمي الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، يومي 05 و06 أيار/ ماي، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر.
- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، (2010)، المعيار الشرعي رقم (17): صكوك الاستثمار، المنامة، البحرين.

## ثانياً: قائمة المراجع الأجنبية

- Ali Rahail, (2011), Sukuk and Islamik markets: A practical guide, Globe Law and Business, www.globelawandbusiness.com, consulted 12 March 2017.
- Dualeh Suleimaan Abdi, (1998): Islamic securitization : practical aspects, unpublished paper presented in World Conference on Islamic Banking, Geneva, Switzerland.
- El Hussein Nawel Hussein Abbas, (2013), Islamic finance: Is it a viable option to restrain financial crisis, Interdisciplinary Journal of contemporary Research in Business, Vol(05), No(04).
- Jobest Andreas A, (2010), Islamic securitization after the credit crisis, the Journal of Structured Finance, Vol (14), No(04).
- Kamil Karmila Hanim, Abdullah Marliana, Shahimi Shahida, and Ismail Abdul Ghafar, (2010), the subprime mortgages crisis and Islamic securitization, International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management, Vol (03), No(04).
- Molyneux Philip, (1991): Banking : An introductory text, Macmillan Education Ltd, London, UK.
- Nathif Adam, Thomas Abdulkader, (2004), Islamic bonds: Your guide to issuing, Structuring, and investing in sukuk, Euromoney Books, London, UK.



Bait Al-Mashura Journal

# مجلة بيت المشورة

International Academic Refereed Journal On Islamic Finance and Banking

Issue (7) State of Qatar - October 2017



Published by



ISSN : 2409-0867 Online

ISSN : 2410-6836 Print

[mashurajournal.com](http://mashurajournal.com)

بيت المشورة للاستشارات المالية  
Bait Al-Mashura Finance Consultations