

**دور الصكوك الصادرة من المؤسسات المالية الإسلامية في تلبية
وقوع الازمات المالية - ازمة الرهن العقاري انموذجاً - دراسة
تحليلية**

م.م. ابراهيم خليل ابراهيم

م.م. زهراء حامد كاظم

الجامعة المستنصرية

The role of Instruments issued by Islamic financial institutions in avoiding the occurrence of financial crises - the mortgage crisis as an example: an analytical study

دور الصكوك الصادرة من المؤسسات المالية الإسلامية في تلافي وقوع الأزمات المالية - أزمة الرهن العقاري نموذجاً - دراسة تحليلية

Assistant teacher Ibrahim Khaleel Ibrahim *

م.م. ابراهيم خليل ابراهيم *

Assistant teacher Zahraa Hamed Kathem

م.م. زهراء حامد كاظم

Al Mustansiriya University

الجامعة المستنصرية

تاريخ النشر: 2025/06/01

تاريخ القبول: 2024/11/17

تاريخ الاستلام: 2024/10/30

Received: 30/10/2024

Accepted: 17/11/2024

Published: 01/06/2025

المستخلص:

يهدف هذا البحث إلى استكشاف وتحليل الدور الذي يمكن أن تلعبه الصكوك الصادرة من المؤسسات المالية الإسلامية في تلافي وقوع الأزمات المالية، مع التركيز على أزمة الرهن العقاري العالمية (2008م) كدراسة حالة، وقد استخدم الباحث في ذلك المنهج الوصفي (التحليلي)، حيث يقوم هذا المنهج على وصف عملية اصدار الصكوك في المؤسسات المالية الإسلامية فضلاً عن تحليل كافة الجوانب المختلفة المتعلقة بهذه العملية، وقد توصلنا إلى إن عملية التصكيك الإسلامية تعد البديل الأفضل لعملية التوريق التقليدية المسببة لازمة الرهن العقاري، كما انها توفر علاجاً فعالاً لتلافي وقوع الأزمات المالية العالمية او الحد من آثارها في حالة وقوعها وذلك عبر العديد من الاليات اهمها : الشفافية والافصاح المالي - الرقابة الشرعية والامتثال للأحكام الإسلامية - التحوط ضد المخاطر - تحريم جميع صور بيع الدين - تحريم نظام المشتقات - تحريم الفائدة الربوية - التشارك في الارباح والخسائر - تشجيع الاستثمارات الحقيقية - الالتزام الاخلاقي والقبي، اما اهم توصياته فانه ينبغي على الدول تطوير اسواقها المالية بالشكل الذي يتوافق مع الشريعة الاسلامية لما لها من دور فعال في تلافي حدوث الأزمات المالية فضلاً عن معالجة الآثار الناتجة عنها في حالة حدوثها.

الكلمات المفتاحية: الصكوك الإسلامية، أزمة الرهن العقاري، المؤسسات المالية الإسلامية، الاقتصاد الإسلامي

Abstract:

This research aims to explore and analyze the role that Sukuk issued by Islamic financial institutions can play in avoiding financial crises, focusing on the global subprime mortgage crisis (2008) as a case study. The researcher used the descriptive approach in that (Analytical), as this approach is based on describing the process of issuing Instruments in Islamic financial institutions as well as analyzing all the different aspects related to this process. We have concluded that the Islamic securitization process is the best alternative to the traditional securitization process that causes the mortgage crisis, and it also provides an effective treatment to avoid the occurrence of global financial crises or limit their effects if they occur through several mechanisms, the most important of which are: transparency and financial disclosure - Sharia supervision and compliance with Islamic rulings - hedging against risks - prohibiting all forms of selling debt - prohibiting the derivatives system - prohibiting usurious interest - sharing profits and losses - encouraging real investments - moral and ethical commitment. As for its most important recommendations,

countries should develop their financial markets in a manner that is consistent with Islamic law due to its effective role in avoiding the occurrence of financial crises as well as addressing the resulting effects if they occur.

Keywords: Islamic Sukuk, Mortgage crisis, Islamic financial institutions, Islamic economy

المقدمة

لقد شهد الاقتصاد في العالم في اواخر سنة 2008م وتحديداً في شهر سبتمبر ازمة مالية قوية لا تزال اثارها تعصف في اقتصاديات الدول الكبرى وكذلك الدول النامية، وقد كان القطاع المالي في الولايات المتحدة الامريكية السبب في حدوثها وبالتحديد الاستثمارات في قطاع العقار، ونتيجة للعملة بالإضافة إلى عوامل اخرى عديدة انتقل اثر هذه الازمة من الاقتصاد الامريكي إلى اقتصاديات دول العالم الاخرى، الامر الذي ادى الى حدوث العديد من الاختلالات في اقتصاديات الدول والتي بقيت اثارها الى وقتنا الحاضر.

ولغرض التغلب على الآثار الناتجة عن هذه الأزمة او بالأحرى التقليل من حدتها فقد ظهرت في الآونة الاخيرة تيارات عديدة تطالب بضرورة تبني اخلاقيات في النظام الرأسمالي والذي يتميز بحدوث الازمات المالية فيه بشكل دوري وبمعجزه عن توفير حلول مناسبة لمعالجتها، وضمن هذا السياق تأتي الخدمات التي تصدرها المؤسسات المالية الاسلامية وفي مقدمتها خدمة الصكوك الاسلامية كبديل شرعي واقتصادي لعملية التوريق التي تقوم بها المصارف التقليدية، حيث ان عملية التوريق ساهمت بنسبة كبيرة في تفاقم الآثار السلبية الناتجة عن ازمة الرهن العقاري في سنة 2008م وفي اتساع نطاقها.

مشكلة البحث:

تتمثل مشكلة البحث في التأثيرات السلبية التي يمكن أن تنتج عن الممارسات المالية التقليدية التي تعتمد على الأدوات المالية المعقدة وغير المدعومة بالأصول، مثل السندات المضمونة بالرهن العقاري، والتي أدت إلى تفاقم الأزمة المالية العالمية (أزمة الرهن العقاري 2008م)، حيث تطرح الدراسة سؤالاً أساسياً: هل يمكن للأدوات المالية الإسلامية، مثل الصكوك، أن تكون بديلاً فعالاً في الحد من مخاطر الأزمات المالية وتلافياها؟، فعلى الرغم من النمو السريع في استخدام الصكوك كأداة تمويلية في الأسواق المالية، إلا أن دورها في الوقاية من الأزمات المالية لم يحظى بعد بالتحليل الكافي في الأدبيات المالية، خاصة في السياق العالمي الذي شهد أزمة مالية كبيرة نتيجة للاعتماد المفرط على قروض الرهن العقاري عالية المخاطر.

اهمية البحث:

يستمد هذا البحث اهميته من المكانة الجيدة التي حظيت بها الخدمات المالية التي تقدمها المؤسسات المالية الاسلامية وخصوصاً الصكوك الاسلامية نتيجة للاعتراف الدولي الذي حظيت به في اعقاب ازمة الرهن العقاري التي حدثت سنة 2008م بسبب مزاياها العديدة، حيث قامت العديد من الدول غير الاسلامية بتبني فكرة العمل وفق احكام الشريعة الاسلامية، الامر الذي اسهم في اتساع دائرة النشاط المالي الاسلامي على الصعيد العالمي، وهذا ما دفعنا إلى ضرورة القيام بهذا البحث لكي نحاول نشر الوعي حول الكثير من الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية الاسلامية والتي مازالت تحتاج إلى الكثير من الابحاث والدراسات لغرض التعريف بها.

اهداف البحث:

يهدف هذا البحث إلى استكشاف وتحليل الدور الذي يمكن أن تلعبه الصكوك الصادرة من المؤسسات المالية الإسلامية في تلافي وقوع الأزمات المالية، مع التركيز على أزمة الرهن العقاري العالمية (2008م) كدراسة حالة، وشكل أكثر تحديداً، يسعى البحث لتحقيق الأهداف التالية:

1-تحليل الاختلافات الهيكلية بين الصكوك والأدوات المالية التقليدية: من خلال دراسة المزايا التي توفرها الصكوك، خاصة في ما يتعلق بالضمانات الملموسة والمشاركة في المخاطر والأرباح.

2-فحص قدرة الصكوك الإسلامية على تقليل المخاطر المالية: من خلال تقييم كيفية تصميم الصكوك بحيث تساهم في تقليل المخاطر المتعلقة بالديون غير المدعومة بالأصول والمضاربات المالية التي قد تؤدي إلى الأزمات الاقتصادية.

3-دراسة تأثير الصكوك في تجنب الأزمات المالية: من خلال تحليل حالة أزمة الرهن العقاري وتحديد كيف كان يمكن للصكوك أن تمنع أو تحد من تأثيراتها السلبية على الأسواق المالية.

4-استكشاف التحديات والفرص التي تواجه تطبيق الصكوك في الأسواق المالية العالمية: من خلال فحص العوائق الاقتصادية والسياسية والثقافية التي قد تحول دون تبني الصكوك بشكل أوسع في الأسواق المالية العالمية، وتقديم التوصيات اللازمة لتحسين بيئة استخدامها.

5-اقتراح أطر عمل لتطبيق الصكوك كأداة مالية بديلة لتفادي الأزمات المستقبلية: مع التركيز على تعزيز الاستقرار المالي في الأسواق ذات المخاطر العالية، من خلال تحقيق هذه الأهداف، يسعى البحث إلى تقديم رؤية شاملة حول دور الصكوك الإسلامية في تعزيز الاستقرار المالي وتقديم حلول فعالة لتلافي الأزمات المالية المستقبلية.

فرضية البحث:

يفترض هذا البحث أن الصكوك الإسلامية، بفضل هيكلها الذي يعتمد على الأصول الملموسة والمشاركة في الأرباح والخسائر، يمكن أن تلعب دوراً مهماً في تقليل المخاطر المالية وتجنب الأزمات الاقتصادية التي تنشأ عن الأزمات المالية التقليدية مثل أزمة الرهن العقاري.

منهج البحث:

من أجل تحقيق ما وضع من أهداف للبحث وإثبات صحة الفرضية فقد اعتمد الباحث المنهج الوصفي (التحليلي) من خلال مناقشة وتحليل المفاهيم على اختلافها والمرتبطة بالصكوك التي تصدرها المؤسسات المالية الإسلامية ومدى نجاحها في معالجة الآثار الناتجة عن الأزمات المالية.

المحور الأول / الاطار النظري:

أولاً: مفهوم الصكوك الصادرة من المؤسسات المالية الإسلامية:

يُعرف (الصك) في اللغة بأنه ورقة مكتوبة تثبت لحاملها بأن له حقاً في المال، أما اصطلاحاً فان كلمة (التصكيك - مصطلح يطلق على عملية اصدار الصكوك الإسلامية) تشير إلى مجموعة من الاساليب الفنية التي يمكن عن طريقها تحويل الاصول غير السائلة اي الاصول التي لا يمكن تحويلها بسهولة إلى نقد كالعقارات إلى اصول نقدية ثم إعادة بيعها إلى المستثمرين في الاسواق المالية (Molyneux، 1991م: 15).

والجدير بالذكر إلى إن مصطلح (التسنييد) او (التوريق) عادةً ما يستخدم في الاقتصاد الوضعي، حيث يقتصر معناه على توريق الدين النقدي، في حين إن مصطلح (التصكيك) يستخدم في الاقتصاد الإسلامي ويكون ملتزماً بأحكام الشريعة الإسلامية، أما مفهومه فيكون اعم واشمل بكثير ويمتاز بمزايا عديدة مقارنة بعملية التوريق، وهذا ما سيتم توضيحه لاحق في هذا البحث، أما مفهوم التصكيك الإسلامي فقد اختلف الكتاب والباحثين في تعريفه، ويمكن عرض أبرز هذه التعريفات كالتالي:

- 1- عملية تجميع وتصنيف الأصول المضمونة وغير المضمونة ثم تحويلها إلى صكوك وبيعها إلى المستثمرين (Nathif & Thomas، 2004م: 44).
- 2- عملية اصدار صكوك تكون قيمها المالية متساوية والتي تمثل حصصاً معلومة في منافع او ملكية اعيان او خليط من المنافع والاعيان والديون في الذمة التي.
- تصدر وفقاً لعقد يتوافق مع احكام الشريعة الاسلامية (Jobest، 2010م: 44).
- 3- عملية اصدار اوراق مالية تكون قابلة للتداول ومبنية على مشروع استثماري يورد دخلاً (مجمع الفقه الاسلامي، 2009م: 74).
- 4- عملية تقسيم الموجودات من منافع واعيان او كليهما معا الى وحدات تكون اثمانها متساوية ثم اصدار صكوك بنمطها (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، 2017 : 238).

وبناءً على ما سبق يمكن تعريف عملية التصكيك الاسلامية بأنها عملية اصدار اوراق مالية وفقاً لصيغ التمويل الاسلامية تكون قيمها متساوية وذات فترات محدودة، تعطي لحاملها حق الاشتراك مع الغير بنسبة محددة في ارباح وخسائر وملكيتها مشروع استثماري حقيقي قائم او يتم انشاؤه من حصيلة الاكتتاب، وتكون قابلة للتداول والاسترداد والاطفاء عند الحاجة ووفقاً لضوابط وشروط معينة، أما موجودات المشروع الاستثماري فيمكن أن تكون منافع او خدمات او اعياناً او حقوق معنوية او مالية او خليط من كليهما وحسب ضوابط مالية اسلامية معينة.

ثانياً: الاطراف المشاركة في عملية اصدار الصكوك في المؤسسات المالية الاسلامية:

إن عملية اصدار الصكوك في المؤسسات المالية الاسلامية تتكون من اطراف عدة شأنها شأن اي عملية تجارية سنشير اليها بالتالي (محمد وجعاز، 2015م: 112):

1-الاطراف الرئيسية (الاصلية): وهم الاطراف الذين يشاركون بشكل مباشر في عملية اصدار الصكوك وهم :

- أ- **المصدر الاصلي** : وهو الطرف الذي يحتاج إلى السيولة والذي يرغب في تحويل اصوله الى صكوك لغرض الحصول على سيولة نقدية، ويدعى أيضاً بالجهة المنشئة (منشئ الاصل) او جهة الاصدار او مالك الاصل او البادئ بالإصدار، وإن اختلفت المفردات إلا ان لها المعنى نفسه.
- ب- **وكيل الاصدار**: وهو الطرف الذي يتم تفويضه لغرض انشاء وبيع الصكوك للمستثمرين (حملة الصكوك)، حيث يتولى ادارة الموجودات التي يملكها حملة الصكوك بالنيابة عنهم وذلك مقابل عمولة يتم تحديدها في نشرة الاصدار، وفي الغالب تكون شركة ذات غرض خاص، ويدعى أيضاً بمصدر الصكوك او مدير الصكوك او شركة التصكيك، وإن اختلفت المفردات إلا ان لها المعنى نفسه، والجدير بالذكر انه ينبغي أن يكون هذا الطرف مستقلاً مالياً وقانونياً عن الطرف او الجهة المنشئة للصكوك وليس تابعاً لها لغرض تحقيق مبدأ الشفافية ومراعاةً لمصالح حملة الصكوك.
- ت- **المستثمرين او حملة الصكوك** : وهم الطرف الذي يرغب في شراء الصكوك التي تم طرحها للاكتتاب والتي تمثل موجودات كمنافع او اعيان او خليط بينها لغرض استرداد اصل قيمتها واستحقاق العائد الناتج عن هذه الصكوك من حصيلة المحفظة (محفظة الصكوك) في المستقبل، ويمكن أن يكون حملة الصكوك مصارف اسلامية او تقليدية او مؤسسات مالية محلية او عالمية... الخ او حتى افراداً.
- ث- **محفظة التصكيك** : وهي وعاء استثماري يضم العديد من الاصول التي تم تحويلها إلى صكوك لصالح المنشئ لغرض الحصول على السيولة النقدية بهدف تمويل انشاء مشاريع استثمارية جديدة او تطوير مشاريع قائمة وفقاً لصيغ تمويل تتوافق مع الشريعة الاسلامية، هذا ويتم سداد مستحقات حملة الصكوك عند استحقاقها من حساب خاص يودع فيه العوائد الناتجة من هذه المحفظة.

2- الاطراف المساعدة : وهم الاطراف الذين يتم معهم الاتفاق لغرض انجاز الخدمات المتعلقة بعملية التصكيك ومن اهمهم:

أ- **امين الاستثمار (مؤسسة مالية)** : وهو الطرف الذي يكون وسيطاً بين وكيل الاصدار وحملة الصكوك، حيث يقوم بالأشراف والرقابة على مدير الاصدار والتأكد من التزامه بشروط العملية الاستثمارية الموضحة في نشرة الاصدار من جهة ويكون ملتزماً بحماية مصالح حملة الصكوك من جهة اخرى، هذا وقد يتم تعيين امين الاستثمار منذ المراحل الاولى لعملية التصكيك او لاحقاً وذلك حسب القوانين المتبعة في البلد ويتم ذلك على اساس عقد وكالة مقابل اجر يتم تحديده في نشرة الاصدار.

ب- **هيئة الرقابة الشرعية** : وهي الطرف الأكثر اهمية حيث تقع عليها مسؤولية التحقق من مدى توافق الصكوك الصادرة والمتداولة ومستنداتها والكيفية التي تم بها الاكتتاب في هذه الصكوك وغيرها من مراحل عملية التصكيك مع احكام الشريعة الاسلامية، لتقرر عندئذ شرعية العملية من عدمها.

ت- **وكالات التصنيف العالمية**: وهم الطرف المختص بتقييم مدى الجدارة المالية والائتمانية لما يتم طرحه من اوراق مالية، فضلاً عن تقييم كفاءة الزبون في نشاط المشاركة وصدقه وامانته لغرض حماية حملة الصكوك، ومنها الوكالة الاسلامية الدولية للتصنيف.

والجدير بالذكر فأن هنالك اطراف اخرى مساعدة غير ما تم ذكره اعلاه وهم : مستشار الطرح، متعدد تغطية الاصدار (المغطى)، مستشار الاصدار، ضامن الاصدار، حيث ان هذه الاطراف يزيد عددها او ينقص وفقاً لهيكلية وطبيعة عملية التصكيك.

ثالثاً: انواع الصكوك التي تصدرها المؤسسات المالية الاسلامية:

تقسم الصكوك التي تقوم المؤسسات المالية الاسلامية بإصدارها وفقاً لطبيعة العقد وكالتالي (دوابه، 2009م: 27-28):

1- **صكوك المضاربة** : تُعرف هذه الصكوك بأنها اداة استثمارية تقوم على اساس تجزئة رأس مال المضاربة وتحويله الى صكوك ملكية متساوية القيمة مسجلة بأسماء مالكيها كونهم يملكون حصصاً شائعة في راس المال المضاربة وما يتحول إليه (اي ما ينتج عن الاستثمار فيه) يتم توزيعه وفقاً لنسبة ملكية كل منهم في راس المال المضاربة، والجدير بالذكر بأن رأس مال المضاربة يطلق عليه تسمية (راس مال المقايضة)، هذا وتقسّم صكوك المضاربة حسب النشاط وكالتالي:

أ- **صكوك المضاربة التجارية**: هذا النوع من الصكوك يشمل كافة الحالات التي يكون عمل الشركة فيها التجارة بالسلع الجاهزة، اي القيام بعمليات الشراء بهدف البيع فقط، والجدير بالذكر انه عند طرح هذه الصكوك يتم الاعلان عن طريقة تحقيق الارباح وكيفية التوزيع ونسبها وغيرها من الشروط الاخرى والتي تكون مقبولة شرعياً.

ب- **صكوك المضاربة الصناعية**: هذا النوع من الصكوك يشمل كافة الحالات التي يكون عمل الشركة فيها صناعياً، حيث تقوم بطرح هذه الصكوك للاكتتاب لغرض جمع راس المال لشراء المواد الخام وتصنيع المنتجات ثم تسويقها، والجدير بالذكر انه عند طرح هذه الصكوك يتم الاعلان عن طريقة تحقيق الارباح وكيفية التوزيع ونسبها وغيرها من الشروط الاخرى والتي تكون مقبولة شرعياً.

ت - **صكوك المضاربة الزراعية**: هذا النوع من الصكوك يشمل كافة الحالات التي يكون عمل الشركة فيها زراعياً، حيث تقوم بطرح هذه الصكوك للاكتتاب لغرض جمع راس المال لشراء البذور وغيرها من المستلزمات وحصاد المحاصيل ثم تسويقها، والجدير بالذكر أنه عند طرح هذه الصكوك يتم الاعلان عن طريقة تحقيق الارباح وكيفية التوزيع ونسبها وغيرها من الشروط الاخرى والتي تكون مقبولة شرعياً.

ث- **صكوك المضاربة العقارية** : هذا النوع من الصكوك يشمل كافة الحالات التي يكون عمل الشركة فيها عقارياً، حيث تقوم بطرح هذه الصكوك للاكتتاب لغرض جمع راس المال لشراء الاراضي وانشاء المباني والاسواق التجارية وغيرها ثم تسويقها، والجدير بالذكر انه عند طرح هذه الصكوك يتم الاعلان عن طريقة تحقيق الارباح وكيفية التوزيع ونسبها وغيرها من الشروط الاخرى والتي تكون مقبولة شرعياً.

2- **صكوك المشاركة** : تُعرف هذه الصكوك بأنها وثائق ذات قيم متساوية تصدر لغرض جمع راس المال والذي يستخدم في انشاء مشروع استثماري، حيث تصبح موجودات هذا المشروع ملكاً لحملة هذه الصكوك، وتدار هذه الصكوك من خلال احدى الشركات بصيغة الوكالة بالاستثمار، وطالب المشاركة في مشروع معين هو المصدر لهذه الصكوك، والشركات في عقد المشاركة هم المكتتبين، وحصة المكتتبين في رأس مال المشاركة هي حصة الاكتتاب، هذا وتحدد آجال هذا النوع من الصكوك وفقاً للمدة المحددة للمشروع محل عقد المشاركة، اما موجودات الشركة فيملكها حملة الصكوك الذين توزع عليهم الارباح او الخسارة كلاً حسب نسبة مساهمته، اما من اهم انواع صكوك المشاركة استخدمها فهي:

أ- **صكوك المشاركة المستمرة** : هذا النوع من الصكوك يشمل الحالات التي يكون الهدف منها تمويل شراء العقار مثلاً والذي تديره جهة متخصصة لغرض تحقيق عائد يتم توزيعه على المالكين وكلاً حسب نسبة مساهمته في راس مال المشاركة.

ب- **صكوك المشاركة المتناقصة**: هذا النوع من الصكوك يشمل الحالات التي يكون الهدف منها إنشاء مشروع محدد يمكن الفصل بين إيراداته ومصاريفه حيث تتوزع المشاركة بنسبة 95% مثلاً من جانب حملة هذه الصكوك ونسبة 5% من جانب الشركة، أما الارباح فتكون وفقاً لحصة كل طرف إلا إن الشركة التي تصدر الصكوك تختار أن لا تقبض حصتها من الارباح بل تقوم بتجميده في حساب خاص لغرض اطفاء الصكوك الصادرة لهذا المشروع، وهذا النوع من الصكوك يد نموذجاً مثالياً لأعمار ممتلكات الاوقاف.

3- **صكوك الإجارة**: تُعرف هذه الصكوك بأنها وضع موجودات تدر دخلاً مقابل اصدار صكوك والتي تعتبر في حد ذاتها أصولاً مالية، اي إن الغرض من اصدار هذا النوع من الصكوك هو تحويل المنافع والاعيان والتي يتعلق بها عقد الإجارة إلى اوراق مالية يمكن تداولها وتبادلها في السوق الثانوي دون اي تدخل من الشركة المُصدرة.

4- **صكوك المراجعة**: تُعرف هذه الصكوك بأنها وثائق ذات قيم متساوية تُصدر لغرض تمويل شراء سلعة ما، اي تمويل عقد بيع بضاعة ما كمرابحة كالأجهزة والمعدات، فبائع البضاعة كمرابحة هو المصدر لهذه الصكوك، والمشترون لهذه البضاعة هم المكتتبين فيها، وتكلفة شراء البضاعة هي حصة الاكتتاب، وبمجرد شراء الشركة المُصدرة للصكوك لهذه السلعة فإن حملة هذه الصكوك يصبحون ملاكاً للسلعة المراجعة حيث أنهم يستحقون ثمن بيعها، هذا وينبغي أن تكون البضاعة المشتراة كمرابحة في حياة مدير الاصدار باعتباره وكيلًا عن حملة هذه الصكوك من تاريخ شرائها واستلامها من بائعها الاول وحتى موعد تسليمها لمشتريها، أما ربح حملة هذه الصكوك فيمثل الفرق بين تكلفة شراء بضاعة المراجعة و ثمن اعادتها يبيعها إلى المشتري بشكل مراجعة ذات اقساط مؤجلة، هذا ويجوز تداول هذه الصكوك بعد غلق باب الاكتتاب وشراء البضاعة وحتى تاريخ اعادتها يبيعها وتسليمها الى المشتري مقابل ثمن مؤجل او أن يدفع قيمتها بشكل اقساط تخضع لقيود التصرف بالديون بعد ان يتم تسليم البضاعة الى المشتري وحتى موعد قبض الثمن المؤجل وانتهاء العملية.

5- **صكوك الاستصناع** : تُعرف هذه الصكوك بأنها وثائق ذات قيم متساوية تُصدر لغرض استخدام حصة الاكتتاب في تصنيع سلعة ما، فالبائع او الصانع هو المصدر لهذه الصكوك، والمشترون للشيء المراد تصنيعه هم المكتتبين فيها، وتكلفة الشيء المصنوع هي حصة الاكتتاب، أما حملة هذه الصكوك فيصبحون ملاكاً للشيء المصنوع، حيث يستحقون ثمن بيعه.

6- **صكوك السلم**: تُعرف هذه الصكوك بأنها وثائق ذات قيم متساوية تُصدر على اساس عقد السلم لغرض تحصيل رأس مال السلم، فالبائع لسلعة السلم هو المصدر لهذه الصكوك والذي يعرض نفسه على الجمهور لبيع سلعة موصوفة بدمته، والمشترون لهذه السلعة هم المكتتبين فيها، و ثمن شراء السلعة

(رأس مال السلم) هو حصيلة الاكتتاب، اما حملة هذه الصكوك فيصبحون ملاكاً لسلعة السلم، حيث يستحقون ثمن بيعها، هذا وتعتبر هذه الصكوك افضل اداة لتوفير السيولة على المدى القصير مقارنةً بصكوك الإجارة لان الجهة التي تحتاج الى سيولة تقوم ببيع سلعة السلم وتقبض ثمنها فوراً.

7- **صكوك المساقاة**: تُعرف هذه الصكوك بأنها وثائق ذات قيم متساوية تُصدر لغرض استخدام حصيلة الاكتتاب في سقي الأشجار المثمرة ورعايتها بناءً على عقد المساقاة، وحملة هذه الصكوك يمكن أن يكون لهم حصة من الثمار.

8- **صكوك المغارسة**: تُعرف هذه الصكوك بانها وثائق ذات قيم متساوية تُصدر لغرض استخدام حصيلة الاكتتاب في غرس الأشجار بناءً على عقد المغارسة، وحملة هذه الصكوك يمكن ان يكون لهم حصة في الغرس والارض.

والجدير بالذكر بأن صكوك الاجارة وصكوك المشاركة وصكوك المضاربة وصكوك المساقاة وصكوك المغارسة تمثل حصصاً معلومة في ملكية منافع واعيان لهذا تعد صكوك قابلة للتداول، أما صكوك السلم وصكوك الاستصناع وصكوك المراجعة قبل بيع البضاعة وتسليمها إلى المشتري فتعد صكوك غير قابلة للتداول لكونها قائمة على ديون.

رابعاً: خصائص الصكوك التي تصدرها المؤسسات المالية الاسلامية:

تتميز الصكوك التي تصدرها المؤسسات المالية الاسلامية بخصائص ساهمت في انتشارها انتشاراً واسعاً وهي كالتالي (الحورية، 2009م: 33):

1- **المشاركة في الربح والخسارة**: يعتمد اصدار الصكوك في المصارف الاسلامية على مبدأ الاشتراك في الربح والخسارة بغض النظر عن صيغة الاستثمار المستخدمة، حيث انها تُعطي لحاملها حصة من الربح وليس نسبة محددة من قيمتها الاسمية، وهذه الحصة تحدد بنسبة معينة عند التعاقد، حيث إن مالكيها يشاركون في عُنفها حسب الاتفاق الموضح في نشرة الاصدار ويتحملون عُنفها كلاً حسب نسبة ملكيته، وذلك وفقاً للقاعدة الشرعية الغُثم بالغرم.

2- **متساوية القيمة**: تُصدر الصكوك في المصارف الاسلامية متساوية القيمة لكونها تمثل حصصاً معروفة في نشاط استثمائي معين او موجودات مشروع معين لغرض تيسير شرائها وتداولها، وبذلك تتشابه مع الاسهم التي تصدر بفئات متساوية والتي تمثل حصص شائعة في صافي اصول الشركة المساهمة، كما أنها بذلك تلتقي مع السندات التقليدية والتي هي الاخرى تصدر بفئات متساوية.

3- **موافقة للضوابط الشرعية**: تُصدر وتتداول الصكوك في المصارف الاسلامية في مشاريع استثمارية تتوافق مع احكام الشريعة الاسلامية، كما انها تعتمد في الاساس على عقود استثمار شرعية تم تمويلها بطرق اسلامية كالمضاربات وغيرها لغرض ضبط عملية اصدارها وتداولها.

خامساً: طرق اصدار الصكوك في المؤسسات المالية الاسلامية:

هنالك طريقتين رئيسيتين لإصدار الصكوك في المؤسسات المالية الاسلامية وهي كالتالي (محمد وجعار، مصدر سابق: 112):

1- **الطريقة المباشرة (البسيطة)**: وهي طريقة يتم اصدار الصكوك فيها لغرض جمع الاموال في البداية ثم بعدها التوجه إلى مشروع استثماري ما كمشاريع البنى التحتية، ويتم ذلك عن طريق طرح صكوك على اساس صيغ تمويل اسلامية في سوق الاصدارات الجديدة (السوق الاولية) لغرض تكوين راس مال المشروع المُزمع انجازه، وهذا ما يميز عملية التصكيك الاسلامي عن عملية التوريق التقليدية.

2- الطريقة غير المباشرة (المهيكلية) : وهي طريقة يتم اصدار الصكوك فيها لغرض تحويل المشاريع والاصول القائمة الى سيولة نقدية، ويتم ذلك عن طريق تحويل الاصول التي تدر دخلاً إلى وحدات متساوية القيمة تتمثل في صكوك ثم طرحها في الاسواق المالية لغرض جذب الاموال.

سادساً: مراحل عملية اصدار الصكوك في المؤسسات المالية الاسلامية:

تمر عملية اصدار الصكوك في المؤسسات المالية الاسلامية بثلاثة مراحل رئيسية يمكن تلخيصها بالتالي(عبد العزيز، 2009م: 6):

1- اصدار الصكوك : تقوم المؤسسة المنشأة في هذه المرحلة بتحديد الاصول التي ترغب بتصكيكها وجمعها في وعاء استثماري والذي يسمى بمحفظة التصكيك، ثم بعدها تقوم بنقل هذا الوعاء الى شركة مختصة والتي تدعى بوكيل الاصدار، حيث تقوم هذه الشركة بإعادة تصنيف الاصول التي تم جمعها ثم تقسيمها إلى اجزاء تتناسب مع رغبات وحاجات المستثمرين، ثم تقوم بتحويل هذه الاجزاء إلى صكوك ليتم بيعها إلى المستثمرين.

2- ادارة محفظة الصكوك : تقوم الشركة المختصة في هذه المرحلة وبعد بيع الصكوك للمستثمرين بإدارة محفظة التصكيك نيابةً عن مشتري هذه الصكوك (المستثمرين) طوال فترة الاصدار، حيث تقوم بتجميع كافة الايرادات الناتجة من الاصول لكي يتم توزيعها على حملة الصكوك (المستثمرين)، بالإضافة الى ذلك فإنها توفر كافة الخدمات التي تحتاجها محفظة التصكيك.

3- اطفاء الصكوك: يتم في هذه المرحلة دفع قيم الصكوك (القيمة الاسمية) في المواعيد التي يتم تحديدها في نشرة الاصدار.

سابعاً: مزايا الصكوك الصادرة من المؤسسات المالية الاسلامية:

للصكوك الصادرة من المؤسسات المالية الاسلامية عدة مزايا توفرها للذين يتعاملون بها وهي كالتالي (محمد وجعار، مصدر سابق: 110):

1- بالنسبة للمصدر الاصلي فإنها تساعد على الموازنة بين مصادر الدخل واستخداماته، كما انها تزيد من قدرة المؤسسة على خلق الاموال وتوفير السيولة المطلوبة لغرض تمويل احتياجاتها المتنوعة، واخيراً فإنها تعد وسيلة ممتازة لتنوع مصادر الدخل فضلاً عن إدارة المخاطر لأن الاصل الذي سيتم تحويله إلى صكوك يكون ذا مخاطر منخفضة.

2- بالنسبة للمستثمرين فإنها تعد أداة ذات تكلفة منخفضة مقارنة بالاقتراض التقليدي بسبب قلة المخاطر المصاحبة للصك المصدر فضلاً عن قلة عدد الوسطاء الذين يتقاضون عمولات نظير خدماتهم، كما إنها تمتاز بأن ليس لها علاقة بالتصنيف الائتماني للمصدر، كما ان هذه الصكوك تتمتع بتصنيف ذو درجة ائتمانية عالية لكونها مدعومة بتدفقات مالية محددة يمكن التنبؤ بها، واخيراً فإنها توفر العديد من الفرص الاستثمارية لفئات المجتمع المختلفة بطريقة تمكنهم من ادارة اموالهم بطريقة تدر عليهم الارباح.

3- بالنسبة للبلاد فإنها تلعب دوراً مهماً في تشغيل الموارد المالية المكتنزة داخله وبالتالي رفع معدلات الاستثمار فيه، كما أنها تمتاز بملائمتها للعديد من القطاعات في الاقتصاد نتيجة لتنوع منتجات عملية التصكيك الاسلامية، بالإضافة إلى ذلك فإنها توفر الكثير من التمويلات المطلوبة لإنجاز مشاريع البنى التحتية، واخيراً فإنها تسهم بشكل كبير في معالجة قلة التمويل الحكومي حيث انها تقوم بنقل عبء تمويل مشاريع البنى التحتية والمخاطر المرتبطة بها من عاتق القطاع العام إلى القطاع الخاص.

المحور الثاني/ الاطار التحليلي:

أولاً: اسباب حدوث ازمة الرهن العقاري في سنة 2008م:

اندلعت أزمة الرهن العقاري او التي تسمى بأزمة القروض الرديئة في الولايات المتحدة الامريكية نتيجة لقيام الكثير من المصارف هناك بمنح قروض عقارية بضمانات ليست كافية لعدد كبير جداً من الزبائن ذوي الدخل المحدود من سنة 2001م إلى سنة 2006م متجاهلة بفعالها هذا جميع القواعد المصرفية، حيث تم ذلك في ظروف اتسمت بنمو غير طبيعي في قطاع العقارات وانخفاض كبير في نسب الفوائد على القروض لدى المصارف، هذا الامر دفع الكثير من الزبائن لأخذ هذه القروض كونها تمثل افضل فرصة لهم لغرض الحصول على سكن لائق لهم، الا انه في بداية سنة 2004م قامت الحكومة الامريكية بزيادة معدل الفائدة تدريجياً من 1% الى 5.25%، وبسبب ما سبق وفي اواخر سنة 2006م اتجهت الاسعار في قطاع العقارات الى الانخفاض بشكل كبير، الامر الذي ادى إلى زيادة العبء المالي على الزبون، حيث لم يعد باستطاعته سداد دينه بالكامل عن طريق بيع عقاره، اذ وصل معدل عدم قدرة الزبائن على سداد الاموال التي اقترضوها في سنة 2007م الى 15%، بالإضافة الى ذلك فقد ساهم انخفاض اسعار العقار في جعل قيمة القروض أكبر من قيمة الرهن العقاري، الامر الذي جعل من الضمانات التي قام الزبائن بتقديمها غير قادرة على سد خسائر المصارف، هذا وفي ظل زيادة معدلات الفائدة وعدم استطاعة ملاك العقارات على بيع عقاراتهم او رهنها لغرض الحصول على قروض جديدة فانهم قد قرروا عدم سداد اقساط القروض التي عليهم، الامر الذي ادى الى شيوع حالة من الذعر وعدم الثقة في القطاع المصرفي، هذا من جانب، ومن جانب آخر فقد قامت المؤسسات المالية الامريكية ببيع القروض التي منحها الى اصحاب العقارات إلى شركات التوريق والتي من جانبها قامت بإصدار سندات دين ثم طرحتها في الاسواق المالية لغرض التداول، الامر الذي ساهم في تفاقم الازمة واثارها (Nathif & Thomas، 2004م: 60)، وبناءً على ما سبق نستنتج بأنه هناك عوامل مباشرة وغير مباشرة ادت الى حدوث أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الامريكية سنوضحها كالآتي (Nathif & Thomas، مصدر سابق: 61):

1- عوامل مباشرة: وتشمل: أزمة القطاع العقاري، الرهن العالية المخاطر، الركود الذي عانى منه الاقتصاد الامريكي خلال هذه الفترة.

2- عوامل غير مباشرة: وتشمل: سلوك الزبائن الامريكيين، نقص الاشراف والرقابة، زيادة نشاط المضاربة والتداول بالمشترقات المالية، عمليات التوريق وغيرها.

ثانياً: انعكاسات أزمة الرهن العقاري حول العالم:

بعد فترة قصيرة من حدوث أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الامريكية امتد اثرها إلى باقي دول العالم، نتيجة لاستثمار المؤسسات المالية العائدة لهذه الدول في الاسواق المالية الامريكية، وجراء ذلك تواصلت حالات اعلان افلاس العديد من المؤسسات المالية ابرزها كان مصرف (Brothers Lehman) والذي اعلن افلاسه في 15 سبتمبر من سنة 2009م، وشركتي (Fannie May) و (Freddie Mac) اللتين تم وضعها تحت الوصاية لغرض اعادة هيكلتها، وأكبر شركة تأمين في العالم (AIG – American International Group) والتي كانت ممددة بإعلان افلاسها لولا تدخل الحكومة الامريكية لإيقادها وذلك عبر منحها مبلغ (85) مليون دولار، وعليه فقد قامت هذه الازمة بزيادة معاناة الاقتصاد الامريكي من خلال العديد من الآثار السلبية نذكر اهمها (Nathif & Thomas، مصدر سابق: 62):

1- زيادة حجم العجز في الميزانية، حيث بلغت ذروتها في سنة 2008م ما نسبته 2.5% من حجم الناتج المحلي الاجمالي.

2- زيادة حجم المديونية، حيث بلغت (32) ترليون دولار منها (9.3) ترليون دولار على شكل ديون جراء منح القروض العقارية.

3- انخفاض في معدلات النمو بدءاً من سنة 2008م.

4- زيادة معدلات التضخم، حيث تجاوزت نسبتها ال(4.5%) .

5- ارتفاع معدلات البطالة، حيث بلغت نسبتها (5.1%) في سنة 2008م.

6- انخفاض المستوى العام لثقة الزبائن بالمؤسسات المالية الى اقل درجة له منذ مطلع تسعينيات القرن الماضي.

7- تراجع مستوى الاستهلاك للزبائن، حيث ادى ذلك الى انخفاض في مستوى الطاقة الانتاجية.

8- تواصل افلاس وانهيار العديد من المؤسسات المالية.

والجدير بالذكر إن هذه الازمة قد سلكت منعطفاً خطراً بانتقالها من امريكا الى دول العالم من جانب ، ومن الاقتصاد المالي إلى الاقتصاد الحقيقي من جانب آخر، الامر الذي ساهم في حدوث ازمة ركود في الاقتصاد العالمي، إذ تراجع معدل النمو في الدول ذات الطابع الصناعي من (1.4%) في سنة 2008م إلى (0.3%) في سنة 2009م، كما ان معدل نمو الاقتصاد العالمي قد تراجع من (5.2%) في سنة 2007م الى (0.5%) في سنة 2009م، وعليه فان ازمة الرهن العقاري كان لها العديد من الآثار السلبية على بقية دول العالم ابرزها التالي (Molyneux، مصدر سابق: 44):

1- تضرر القطاع المصرفي في العالم : إن ازمة الرهن العقاري تعد من واحدة من اخطر الازمات التي واجهت القطاع المصرفي، حيث ادت إلى اعلان افلاس

الكثير من المصارف في العالم وخصوصاً في قارة آسيا و اوربا، وهذا ما زاد من مخاوف المصارف من اقراض الاموال، وبالتالي تراجع معدل منح الائتمان في الكثير من الدول حول العالم، الامر الذي اجبر البنوك المركزية في العالم الى ضخ المزيد من الاموال في الاسواق المالية لغرض تقليل حدة هذه الازمة.

2- تعرض اسواق العمل في العالم الى هزات شديدة : نتيجة لتدهور الاوضاع الادارية والمالية للشركات حول العالم بسبب هذه الازمة فقد دفعها هذا الامر إلى تسريح الكثير من العاملين لديها ، مما ادى الى زيادة البطالة في الكثير من الدول بمستويات عالية.

3- انخفاض معدل نمو الاقتصاد في العالم : نتيجة لشيوع حالة من الشك في افاق اقتصادات الكثير من دول بسبب هذه الازمة فقد ادى ذلك الامر إلى حصول انكماش في حجم التجارة حول العالم وتباطؤ حاد في نمو الاقتصاد في العالم وارتفاع في اسعار المواد الاولية.

5- عدم استقرار اسواق المال حول العالم : لقد ادت هذه الازمة الى حدوث شيبين في الاسواق المالية، الشيء الاول حدوث نوع من عدم الاستقرار فيها، والشيء الثاني حدوث حالة خوف شديد بين المستثمرين بخصوص مستقبل الاستثمار في هذه الاسواق، الامر الذي دفعهم الى الانسحاب من الاسواق المالية والبحث عن وسائل استثمارية اخرى امانة بسبب عدم رغبتهم في التعرض الى المخاطر.

ثالثاً: طرق مواجهة آثار ازمة الرهن العقاري حول العالم:

لغرض مواجهة آثار ازمة الرهن العقاري التي اصابته معظم دول العالم فقد اتخذت هذه الدول مجموعة من الخطط يمكن توضيحها بالتالي:

1- **خطة الانقاذ الامريكية :** هي خطة تهدف الى توفير اقصى حياية لمخدرات واملاك دافعي الضرائب فضلاً عن تشجيع النمو الاقتصادي والعمل على زيادة عوائد الاستثمارات إلى اقصى حد، وبمقتضى هذه الخطة فقد تم منح مبلغ (700) مليار دولار الى الخزنة الامريكية من اجل شراء الاصول المتهالكة والتي ترتبط بالقروض التي تم منحها من اجل شراء العقارات لغرض إعادة الثقة إلى السوق المالي، بالإضافة الى ما سبق فقد تضمنت الخطة العديد من البنود والتي تتعلق بشكل اساسي برفع مستوى الضمانات المقدمة في المستقبل فضلاً عن تعزيز مبدأ الرقابة ومبدأ الشفافية، والجدير بالذكر ان هذه الخطة قد تم صياغتها من قبل وزير الخزنة الامريكية (Henry Paulson) حيث تم المصادقة عليها من قبل مجلس الشيوخ (بطاس، 2009م: 80).

2- **خطط الانقاذ الاربوية:** تتمحور خطط الانقاذ التي انتهجتها الدول الاربوية حول العناصر التالية (عمارة، 2011م: 255-257):

أ- زيادة رأسال المصارف العاملة في الدول الأوروبية.

ب- مراجعة النظام المحاسبي والمصرفي فضلاً عن انتاج سياسة رقابية واشرافية لغرض وضع ضوابط للعمليات المالية التي تجري في القطاع المصرفي.

ت- توفير ضمانات كافية للودائع في المصارف لغرض استعادة ثقة الزبائن المودعين بها.

ث- تلافي تقديم ضمانات من قبل المصارف تخل بمبدأ المنافسة بينها.

ج- فرض عقوبات شديدة على ادارات المصارف عند قيامها بالمضاربة في الاسهم.

فمثلاً قام البرلمان الفرنسي باعتماد خطة لإنقاذ المؤسسات المالية المتعثرة في البلد عن طريق ضخ مبلغ (360) مليار يورو لغرض اعادة الثقة في القطاع المالي، في حين قامت الحكومة الالمانية بأشاء صندوق بمبلغ (400) مليار يورو لغرض اعادة الاستقرار إلى القطاع المالي فضلاً عن تخصيص مبلغ (35) مليار يورو لإنقاذ أكبر شركة متخصصة بالتمويل العقاري فيها، اما الحكومة البريطانية فقد قامت بالاستثمار كأسهم في المصارف المتعثرة بمبلغ (250) مليار جنيه استرليني فضلاً عن تأميم مصرف (Northen Rock)، بالإضافة الى ذلك فقد قامت الحكومة أيضاً بتوفير مبلغ (37) مليار جنيه استرليني لغرض دعم العديد من المؤسسات المالية الكبرى(خلوفي، 2012م: 148).

3- **خطط اقاذ اخرى** : لقد قامت العديد من الدول خارج قارة أوروبا بانتاج خطط مختلفة لغرض اقاذ المؤسسات المالية العاملة في بلدانها، فمثلاً قام البرلمان الروسي بالمصادقة على خطة لإنقاذ الاقتصاد بمبلغ (84) مليار دولار من جانب، ومن جانب اخر قام البنك المركزي في روسيا بضخ مبلغ على شكل قروض ذات آجال طويلة الى المصارف بلغت قيمتها (37) مليار دولار، كما قام أيضاً بتخفيض معدل الاحتياط النقدي القانوني الى (0.5%) من اجل انعاش القطاع المصرفي، في حين قامت الحكومة الصينية ولغرض تحفيز اقتصادها باعتماد خطة مالية تبلغ قيمتها (586) مليار دولار فضلاً عن الغاء الضرائب المفروضة على عمليات شراء الاسهم لغرض تنشيط الاسواق المالية، بينما قام البنك المركزي في اليابان بضخ سيولة الى الاسواق فُدرت بمبلغ (14.20) مليار دولار لغرض منع حدوث اضطرابات في السيولة النقدية فيها، اما دول مجلس التعاون الخليجي فقد قامت باتخاذ مجموعة من الاجراءات لمواجهة الازمة تمثلت بضخ كميات كبيرة من السيولة في الاسواق لغرض تلبية الطلب عليها من جانب، ومن جانب آخر ضمان كافة ودائع الافراد لدى المصارف(دوابه، مصدر سابق: 70).

رابعاً: آليات عمل الصكوك الصادرة من المؤسسات المالية الإسلامية في تلافي وقوع الازمات المالية:

في البداية سنتحدث عن عملية التوريق التقليدية المؤدية الى وقوع ازمة الرهن العقاري قبل التطرق الى الحديث عن اهمية عملية التصكيك الإسلامية في تجاوز آثار هذه الازمة، فمفهوم عملية التوريق التقليدي يمكن تعريفه بأنه نشاط مالي يمكن للمؤسسة المالية عن طريقه القيام بتحويل الحقوق المالية الغير قابلة للتداول والتي تكون مضمونة بأصول الى شركة التوريق (منشأة متخصصة ذات غرض خاص) لغرض اصدار اوراق مالية جديدة، وذلك مقابل تداول هذه الحقوق في اسواق الأوراق المالية (الحناوي والعبد، 2002م: 315).

هذا وقد تم استخدام هذه العملية بشكل مفرط في ازمة الرهن العقاري، اذ ان المصارف في امريكا لم تكنفي بزيادة مستوى منح القروض ذات الطابع العقاري فحسب بل قامت أيضاً بتوليد مصادر تمويل جديدة عن طريق استخدام المشتقات المالية، ومن ثم فانه عندما تتكون لدى المصرف محفظة ضخمة مكونة من الرهونات العقارية فانه في هذه الحالة سوف يلجا الى استعمالها لغرض اصدار اوراق مالية جديدة لكي يقتض بها من مؤسسات مالية اخرى بضمان الرهون العقارية المحفظة في هذه المحفظة، وهكذا فان العملية ستستمر حيث سيتولد عن الاقراض الواحد سلسلة من الاقتراضات بأساء مؤسسات مالية متتالية، وعليه فان هذه العملية ستؤدي الى ارتفاع مستوى المخاطر نتيجة تركيز الاقراض في قطاع واحد فقط، بالإضافة الى تعميق الفجوة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد

الحقيقي، إذ بلغت قيمة الاول (148) ترليون دولار بينما بلغت قيمة الثاني (48) ترليون دولار فقط، الامر الذي اسهم في اطالة امد وتعميق اثار هذه الازمة بشكل كبير جداً (الحنوي والعبد، مصدر سابق: 315).

أما بخصوص الصكوك الاسلامية فعلى الرغم من وجود بعض التشابه مع الادوات التقليدية في بعض الاجراءات إلا أنها على عكسها تماماً تعتمد على مجموعة من الآليات التي تميزها عن الادوات التقليدية، وفيما يلي أبرز الآليات التي تعتمد عليها الصكوك في تلافي الازمات المالية :

1- **الشفافية والافصاح المالي:** التصكيك آلية تساعد على الشفافية، وتحسين بنية المعلومات في السوق، لأنه يتطلب العديد من الاجراءات ودخول العديد من المؤسسات في عملية التصكيك، ويتطلب توفير معلومات حول الوضع الائتماني والتدفقات النقدية لمحفظة العمليات، مما يوفر في النهاية المزيد من المعلومات في السوق وبالتالي يخفف مستوى عدم التماثل فيها، كما انها تقلل من الاكتناز وتخفف من حجم الكتلة النقدية التي تتحرك خارج الجهاز المصرفي والمالي للدولة، الامر الذي يؤدي إلى مزيد من انكشاف الاموال ووضوحها ودورها، مما يسهل على السلطة القائمة عملية ايجاد الاجراءات اللازمة والتحكم في الوضع السائد(علي والراوي، 2023م: 109).

2- **الرقابة الشرعية والامتثال للأحكام الإسلامية:** حيث إن اساس عملية التصكيك الاسلامي يتمثل بمراعاة احكام ونصوص الشريعة الاسلامية، إذ لا يجوز اصدار وتداول الصكوك الاسلامية دون وجود عقد شرعي باي حالاً من الاحوال، حيث ان هذا العقد ينبغي ان تتوفر فيه عدد من الضوابط الشرعية لكي يتم اصداره وهي كالتالي (برضاية، 2011م: 76-77):

*- ينبغي ان تكون الاصول التي سيتم تصكيكها من الاصول التي تتوافق مع الشريعة الاسلامية، حيث لا يمكن تصكيك الديون المعتمدة على الائتمان الربوي.

*- ينبغي إن يكون بيع الاصول التي سيتم تصكيكها تقيداً من المنشئ الى شركة التصكيك لغرض الابتعاد عن بيع الدين بالدين.

*- ينبغي ان تكون كافة شروط الشراء والبيع سواء كانت في مرحلة الاصدار او التداول (خطوات وهيكلية الصكوك) متوافقة مع احكام الشريعة الاسلامية.

*- ينبغي ان يتوافر عنصر الملكية في الاصول التي سيتم تصكيكها لكي تصبح العوائد الناتجة من عملية الشراء والبيع مباحة شرعاً ويمكن الاستفادة منها.

*- ينبغي ان تكون الضمانات الواردة على العوائد في حالة وجودها متوافقة مع احكام الشريعة الاسلامية.

وعليه فان الاخذ بالشروط السابقة الذكر في المعاملات المالية يعني مراعاة ما شرعه الله تعالى بحلاله وحرامه، اذ ان الاصل في الدين الاسلامي هو المعاملة واعتماد احكامه كأساس ومرجع لا يمكن الحياد عنه في جميع المجالات.

4- **التحوط ضد المخاطر:** حيث يطال ذلك التخفيض جانب الاصول من ميزانية المؤسسة المصدرة للصكوك (مخاطر العائد) وذلك بتنوع الاستخدامات حسب الآجال، ومخاطر السيولة من جانب الخصوم، وذلك بخلق وإيجاد تناسب بين آجال الموارد وآجال الاستخدامات والاعتماد على قاعدة الاوراق المالية حسب الاستخدامات، فضلاً عن تقليل مخاطر السوق وذلك من خلال تنوع الاستخدامات وتوزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة وعدم الدخول في المقامرات والمغامرات في السوق الثانوية(عبد الحسن ومصطفى، 2023م: 259).

5- **تحريم جميع صور بيع الدين بالدين:** لقد تم تحريم كافة صور بيع الدين بالدين بأجماع كافة المذاهب الاسلامية لكونه قائم على بيع دين مؤجل لم يتم قبض ثمنه مقابل دين آخر مؤجل لم يتم قبض ثمنه ايضاً اي بيع الدين بقيمة تختلف عن قيمته الاسمية، فضلاً عن ان كلاً من الثمن والمثلن في العقد مؤجلان حيث لا يوجد اي تبادل للمنفعة مقبوض فعلي في العقد، والجدير بالذكر ان الهدف الاساسي من بيع الدين هو بيعه قبل موعد استحقاقه مقابل خصم جزء من الديون او بيعه بأكثر من قيمته الاسمية لكونه قد انعقد بفائدة اعلى من فائدة السوق، الامر الذي يؤدي الى حدوث اختلال

وحدوة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي، لذلك فتحريم بيع الدين يساهم في منع حدوث هذه الفجوة من جانب، ويعمل من جانب آخر على تلافي وقوع أزمة الفقاعة (الخياط، 2004م: 33).

6- **تحریم نظام المشتقات المالية:** يستند نظام المشتقات المالية في الاقتصاد الوضعي على معاملات ليست حقيقية (وهيئة) يغلب عليها طابع المقامرة والجهالة والغرر والتي تؤدي الى الرجح السريع وايقاف الانتاج، هذه وقد أكد اغلب علماء الاقتصاد ان نظام المشتقات المالية يعد من ابرز اسباب حدوث أزمة الرهن العقاري لكونها لا تؤدي الى تنمية اقتصادية فعلية او حقيقية بل تعد احدى وسائل خلق النقود التي تؤدي الى حدوث ارتفاع في مستوى الاسعار (التضخم)، فضلاً عن انها تؤدي وفي حالة عدم خضوعها الى معايير رقابية واشرافية الى حدوث أزمة تسبب انهيار سريع للمؤسسات المالية التي تتعامل بها (خضيرات، 2013م: 150)، على عكس عملية التصكيك التي تعد اداة ذات فعالية عالية في ضبط النظام المالي لكونها تستند الى الاستثمار الحقيقي الذي يقوم على تقسيم الارباح والخسائر، حيث انها تسعى الى السيطرة على الاقراض غير المراقب فضلاً عن توزيع المخاطر التي من المحتمل التعرض لها، الامر الذي سيققل قدر الامكان من احتمالية حدوث ازمات مالية (الحنيطي، 2016م: 15).

7- **تحریم الفائدة الربوية:** ان القاعدة الرئيسية التي تأسس عليها الاقتصاد الاسلامي بشكل عام وعملية التصكيك الاسلامي بشكل خاص هي تحریم الفوائد الربوية، حيث اتفقت كافة المذاهب الاسلامية على ان هذه الفوائد حرام شرعاً استناداً الى قوله تعالى ﴿ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذُورُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنتُمْ مُؤْمِنِينَ ﴾ (سورة البقرة : 278) وحديث رسول الله عليه الصلاة والسلام ((درهم ربا يأكله الرجل وهو يعلم اشد من ستة وثلاثين زنية)) (المسند احمد، 288/36 : رقم 21957)، وعليه فان الاستثمار في الصكوك الاسلامية سيولد ايرادات مشروعة مستقرة او متغيرة عكس عملية التوريق التقليدية التي يتولد عنها فوائد ثابتة ربوية (خضيرات، مصدر سابق: 150).

7- **التشارك في الارباح والخسائر:** تعتمد عملية التصكيك الاسلامي على قاعدة التشارك في الارباح والخسائر بدل الفائدة المحرمة، حيث تستند هذه العملية على قاعدة الغنم بالغرم اي إن الحصول على العوائد او الارباح يكون بقدر الاستعداد على تحمل الخسائر، الامر الذي يقلل من اثر اي أزمة مالية قد تحدث بسبب عدم وجود فريق خاسر وفريق رابح بشكل دائم بل يكون هنالك تشارك في الارباح والخسائر (موسى والغالي، 2010م: 225).

8- **تشجيع الاستثمارات الحقيقية:** تسعى عملية التصكيك الاسلامي الى تحقيق هدفها الاساسي والمتمثل بتشجيع الاستثمارات الحقيقية عن طريق تحریم بيع الدين بالدين فضلاً عن الاشتراط بالتعامل بموجودات عينية، حيث تركز ومنذ البداية كافة صيغ التمويل الاسلامية ومن ضمنها هذه العملية على الانتاج، اذ ان هذه الصيغ ترتبط بالمشروعات والانتاج وما يتصل بها من اصول حقيقية تسهم وبشكل فعلي في توظيف الموارد وتميئتها بالشكل الذي يعمل على توفير المزيد من فرص العمل ومن ثم زيادة الانتاج، الامر الذي يؤدي الى رفع مستوى رفاهية كافة فئات المجتمع (خضيرات، مصدر سابق: 150).

9- **الالتزام الاخلاقي والقيمي:** تستند عملية التصكيك الاسلامي على مجموعة من الاخلاق والقيم كالشفافية والامانة والمصادقية والتعاون والتيسير والتضامن والتكامل، وفي الوقت نفسه فان الشريعة الاسلامية قد حرمت مختلف المعاملات التي تقوم على التدليس والكذب والغرر والمقامرة والاستغلال والاحتكار والجهالة والظلم والجشع واكل اموال الناس بالباطل، حيث ساهمت جميع الصفات غير الاخلاقية السابقة الذكر بشكل او باخر في حدوث أزمة الرهن العقاري (موسى والغالي، مصدر سابق: 225).

الاستنتاجات والتوصيات:

اولاً: الاستنتاجات:

توصل الباحث خلال البحث الى استنتاجات عدة يمكن تلخيصها بالتالي:

1- للصكوك الصادرة من المؤسسات المالية الإسلامية عدة مزايا توفرها للمصدر الأصلي والمستثمرين ولبلد، أبرزها توفير السيولة النقدية عبر تجميع المدخرات وإدارة المخاطر وتنوع مصادر التمويل.

2- التصكيك آلية تساعد على الشفافية، وتحسين بُنية المعلومات في السوق، لأنه يتطلب العديد من الإجراءات ودخول العديد من المؤسسات في عملية التصكيك، ويتطلب توفير معلومات حول الوضع الائتماني والتدفقات النقدية لمحفظة العمليات، مما يوفر في النهاية المزيد من المعلومات في السوق وبالتالي يخفف مستوى عدم التماثل فيها، كما أنها تقلل من الأكتناز وتخفف من حجم الكتلة النقدية التي تتحرك خارج الجهاز المصرفي والمالي للدولة، الأمر الذي يؤدي إلى مزيد من انكشاف الأموال ووضوحها ودورتها، مما يسهل على السلطة القائمة عملية إيجاد الإجراءات اللازمة والتحكم في الوضع السائد.

3- تعمل الصكوك الإسلامية على التقليل من مخاطر العائد ومخاطر السيولة للمؤسسة المصدرة لها فضلاً عن تقليل مخاطر السوق وذلك من خلال تنوع الاستخدامات وتوزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة وعدم الدخول في المقامرات والمغامرات في السوق الثانوية.

4- تساهم الصكوك الإسلامية من خلال تحريم بيع الدين على منع حدوث اختلال وفجوة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي من جانب، وتعمل من جانب آخر على تلافي وقوع أزمة الفقاعة.

5- تعد عملية التصكيك الإسلامي والتي تستند على الاستثمار الحقيقي الذي يقوم على تقسيم الأرباح والخسائر أداة ذات فعالية عالية في ضبط النظام المالي، حيث أنها تسعى إلى السيطرة على الأقرض غير المراقب فضلاً عن توزيع المخاطر التي من المحتمل التعرض لها، الأمر الذي سيقبل قدر الإمكان من احتمالية حدوث أزمات مالية، على عكس نظام المشتقات المالية في الاقتصاد الوضعي والذي يستند على معاملات ليست حقيقية (وهيئة) يغلب عليها طابع المقامرة والجهالة والغرر والتي تؤدي إلى الرجح السريع وإيقاف الإنتاج، حيث أنها لا تؤدي إلى تنمية اقتصادية فعلية أو حقيقية بل تعد إحدى وسائل خلق النقود التي تؤدي إلى حدوث ارتفاع في مستوى الأسعار (التضخم).

6- الاستثمار في الصكوك الإسلامية يعمل على توليد إيرادات مشروعة مستقرة أو متغيرة عكس عملية التوريق التقليدية التي يتولد عنها فوائد ثابتة ربوية.

7- تعتمد عملية التصكيك الإسلامي على قاعدة التشارك في الأرباح والخسائر بدل الفائدة المحرمة، حيث تستند هذه العملية على قاعدة الغنم بالغرم أي إن الحصول على العوائد أو الأرباح يكون بقدر الاستعداد على تحمل الخسائر، الأمر الذي يقلل من أثر أي أزمة مالية قد تحدث بسبب عدم وجود فريق خاسر وفريق راجح بشكل دائم بل يكون هنالك تشارك في الأرباح والخسائر.

8- تساهم الصكوك الإسلامية وبسبب اتصالها بأصول حقيقية بشكل فعلي في توظيف الموارد وتمييزها بالشكل الذي يعمل على توفير المزيد من فرص العمل ومن ثم زيادة الإنتاج، الأمر الذي يؤدي إلى رفع مستوى رفاهية كافة فئات المجتمع.

وبناء على ما سبق عرضه من النتائج التي تم التوصل إليها فقد تم التحقق من صحة الفرضية التي يركز عليها البحث والقائلة (أن الصكوك الإسلامية، بفضل هيكلها الذي يعتمد على الأصول الملموسة والمشاركة في الأرباح والخسائر، يمكن أن تلعب دوراً مهماً في تقليل المخاطر المالية وتجنب الأزمات الاقتصادية التي تنشأ عن الأزمات المالية التقليدية مثل أزمة الرهن العقاري).

ثانياً: التوصيات:

يمكن تلخيص التوصيات التي توصل اليها الباحث في بحثه بالتالي:

- 1- ضرورة استخدام المؤسسات المالية الاسلامية والتقليدية للصكوك الاسلامية عند التداول في الاسواق المالية لغرض الاستفادة من مزاياها العديدة سواء للمتعاملين بها او للاقتصاد.
- 2- ينبغي على الدول توفير بيئات تشريعية ملائمة لغرض اصدار وتداول الصكوك ذات الطابع الاسلامي من جانب، وانشاء هيئات مختصة بالرقابة الشرعية لغرض التأكد من مدى توافق الصكوك التي يتم اصدارها مع احكام الشريعة الاسلامية من جانب آخر.
- 3- ضرورة المواظبة على ابتكار وتطوير منتجات تتوافق مع احكام الشريعة الاسلامية لكي تحل محل المنتجات المالية الربوية التقليدية.
- 4- ينبغي على الدول تطوير اسواقها المالية بالشكل الذي يتوافق مع الشريعة الاسلامية لما لها من دور فعال في تلافي حدوث الازمات المالية فضلاً عن معالجة الآثار الناتجة عنها في حالة حدوثها.
- 5- ينبغي على الدول الاسلامية الاستفادة من نتائج ازمة الرهن العقاري في الترويج للصكوك الاسلامية عبر ابراز دورها في معالجة الآثار الناتجة عنها.

Funding

None

Acknowledgement

None

Conflicts of Interest

The author declares no conflict of interest.

English References:

- Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions, 2017, Sharia Standards: The full text of Sharia standards, Sharia Standard No. 17: Investment Instruments, King Fahd National Library for Publishing, Manama, Bahrain, 1388 pages.
- Al – Arnawuw, Shuaib and others, 1969, Musnad of Imam Ahmad ibn Hanbal, Al-Risala Publishers Foundation, Beirut, Lebanon, 26612 pages
- Al-Hinnawi, Muhammad Saleh and Al-Abd, Jalal Ibrahim, 2002, The Stock Exchange: Between Theory and Practice, University House for Printing, Publishing and Distribution, Alexandria, Egypt, 400 pages.
- D-Al-Khayyat, Abdul Aziz, 2004, Jurisprudence of Transactions and Investment Forms. first edition, Advanced Publishing and Distribution House, Amman, Jordan, 281 pages.
- Baltas, Abdel Qader, 2009, The Repercussions of the Global Financial Crisis: The Sub-prime Crisis, Dar Al Ostoura for Publishing and Distribution, Algiers, Algeria, 178 pages.

- F-Dawabah, Ashraf Muhammad, 2009, Islamic Sukuk between theory and practice, first edition. Dar Al Salam Printing for Publishing, Distribution and Translation, Cairo, Egypt, 166 pages.
- A-Al-Horeya, Osama Abdel Halim, 2009, Investment Instruments and their Developmental Role in the Economy, Master's Thesis in Islamic Studies, Al-Dawa University Institute for Islamic Studies, Damascus. Syria, 239 pages.
- B-Berdaya, Hakim, 2011, Securitization and its role in liquidity management in Islamic banks, Master's thesis in Management Sciences, Hassia Ben Bouali University, Chlef, Algeria, 220 pages.
- C-Khaloufi, Aisha, 2012, The impact of regional economic blocs on the international trade movement: A case study of the European Union, Master's thesis in economic sciences, Farhat Abbas Setif University 1, Setif, Algeria, 180 pages.
- Abdul Aziz, Akhtar Zeiti, 2009, Islamic Instruments (Securitization) and their Contemporary Applications and Circulation, 19th Session of the International Islamic Jurisprudence Academy, April 26-30, from 1-12 pages.
- Abdul Hassan, Sadiq Hussein and Mustafa, Hussein Hassan, 2023, The role of performance evaluation using economic value added in improving banking profitability and its reflection on stock prices: applied to a sample of banks registered in the Iraqi Stock Exchange, Journal of Economic and Administrative Studies, Volume 2, Issue 3, , from 254 to 262 pages.
- Al-Hunaiti, Hana Muhammad Hilal, 2016, The role of financial engineering in addressing financial crises, Journal of Financial and Banking Studies, Volume 24, Issue 1, March 31, from 11 to 17 pages
- Amara, Nawal, 2011, Islamic Instruments and their Role in Developing the Islamic Financial Market, Al-Baheth Magazine, Issue 9, Volume 9, from 253 to 264 pages.
- Islamic Jurisprudence Academy, 2009, Resolution No. 178 (19/4): Islamic Instruments (Securitization) and their Contemporary Applications and Circulation, Session 19. April 26-30, from 65 to 80 pages..
- F-Khudairat, Mahmoud Omar Yassin, 2013, The current global financial and economic crisis of 2008 and the position of the Islamic economy towards it, The Jordanian Journal of Islamic Studies, Volume 9, Issue 4, December 31, from 123 to 162 pages.
- G-Ali, Lama Abdul Latif Muhammad and Al-Rawi, 2023 Ali Abdul Muhammad Saeed, The Global Economy in Confronting Crises Using Fiscal Policy (Covid-19 as a Model), Journal of Economic and Administrative Studies, Volume 2, Issue 3, from 103 to 119 pages.
- H-Muhammad, Sami Obaid and Jaaz, Adnan Hadi, 2015, The financing role of Islamic banks (sukuk financing): Malaysia's experience, Journal of Economic Sciences, Volume 10. Issue 38, from 109 to 142 pages.
- I-Rahmani, Musa and Al-Ghali, Ibrahim, 2010, Islamic banks between Sharia controls and realistic requirements in the face of the modern financial crisis, Journal of Economic and Administrative Research. Issue 8. December. from 214 to 228 pages.
- A-Molyneux, Philip, 1991, Banking :An Introductory text, Macmillan Ltd., London, UK, 195 pages.
- B-Nathif, Adam & Thomas, Abdulkader, 2004, Islamic Bonds: Your guide to Issuing, Structuring and Invedting in Sukuk, Euromoney Books, London, UK, 178 pages.
- A-Jobest, Andreas A., 2010, Islamic secitization after the credit crisis, the Journal of Structured Finance, Vol. 14, No. 4, from 42 to 66 page .