

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي.

جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية

الأستاذ: سفيان خوجة علامة_ أستاذ مساعد.ب.

الأستاذة: مريم قايد_ أستاذ مساعد.ب.

جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية- قسنطينة.

جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية- قسنطينة.

ورقة بحث مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي: النظام المالي الدولي والمالية الإسلامية

يومي 07-08 محرم 1435 الموافق ل11-12 نوفمبر 2013

بعنوان

أهمية أسواق المال الإسلامية في ظل الأزمات المالية.

المحور الثالث: التقلبات الاقتصادية والمالية في ظل اتفاقيات تحرير الخدمات المالية و المصرفية و أهمية المالية الإسلامية.

الملخص:

إن ما يحدث اليوم من أزمات مالية يحتاج إلى وقفة حازمة و رؤيا جديدة لمواجهة الترددي الحاصل في أسواق المال، ليس فقط لحماية حقوق و استثمارات المتعاملين و إنما أيضا لمنع الاقتصاد العالمي من الانزلاق في كساد لا يصب في مصلحة أي دولة، وفي هذا المجال يعد قيام سوق مالي إسلامي أمر هام و ضروري لمواجهة الترددي الحاصل في أسواق المال، وبديلا لكل مستثمر يبحث عن تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته، خصوصا بعدما كشفت الدراسات أن الأسباب الرئيسية لانهييار أسواق المال ترجع بالأساس إلى الممارسات و المعاملات المحرمة من الناحية الشرعية.

مقدمة:

إن من أبرز معالم الواقع الاقتصادي في الوقت الراهن هو التوسع في تحرير الأسواق و رؤوس الأموال و إعادة هيكلة المؤسسات المالية بما يتماشى مع هذه التغيرات، وذلك لتحقيق أعلى مستوى للأداء الاقتصادي من خلال تمتع الأنشطة المالية و الاقتصادية و التجارية بحرية العمل في الأسواق، وبموجب ذلك رفعت القيود و الحواجز عن حركة رؤوس الأموال، وحررت التجارة العالمية، ومنحت البنوك حرية أكبر في نشاطها المصرفي، ووضعت اتفاقيات لتحرير الخدمات المالية في أسواق رؤوس الأموال لتوفير الخدمات المالية عبر الحدود للدول المشتركة فيها، من خلال هيئات عالمية فاعلة و مسؤولة عن تنظيم هذه الأنشطة كمنظمة التجارة العالمية وصندوق النقد الدولي و البنك العالمي، و منحت الحرية في تواجد الشركات بشكل تجاري في الأسواق المالية.

وبالنظر إلى هذه التغيرات البنوية التي شهدتها الاقتصاد العالمي في ظل انفتاح الأسواق العالمية على بعضها البعض، مع ما أفرزته العولمة المالية من أشكال التحرر المالي و سرعة انتقال حركة رؤوس الأموال بين الدول دون أية قيود أو شروط، عاظم ذلك من أهمية الأسواق المالية على مستوى الاقتصاد العالمي من جهة و خطورتها من جهة أخرى حيث ساهمت في جعل الأزمة المالية التي تمر ببلد ما أزمة عالمية تصيب جميع القطاعات المالية.

في ظل هذه الظروف، وأمام هذه الوضعية تبرز إشكالية البحث في التساؤل الرئيسي التالي:

ما أهمية أسواق المال الإسلامية في ظل الأزمات المالية المتكررة؟

للإجابة عن هذا السؤال تم تقسيم الورقة البحثية إلى ثلاثة محاور هي:

I. الإطار المفاهيمي للأسواق المالية (تعريفها ، نشأتها، أقسامها).

II. الأزمات المالية الناتجة عن أنشطة الأسواق المالية.

III. السوق المالي الإسلامي ودوره في الحد من الأزمات المالية المتكررة.

I. الإطار المفاهيمي للأسواق المالية:

تلعب الأسواق المالية دوراً حيوياً في النظم الاقتصادية الحديثة، فهي تعتمد على نشاط القطاعين العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف تمويل خطط التنمية الاقتصادية وتدعيم أهداف السياسات المالية والنقدية.

1/ تعريف السوق المالي:

يعرف السوق المالي على أنه: «المجال الذي يتم من خلاله إصدار أدوات معينة، للحصول على الأموال اللازمة للمشروعات الإنتاجية وغيرها، و تداول هذه الأدوات».¹

كما يعرف على أنه: «المجال الذي يتم فيه التعامل بالأصول المالية بيعاً وشراءً بحيث يشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال من الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة، بما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد».²

إن الأصول المالية المتداولة في السوق المالي هي عبارة عن حقوق ممثلة بوثائق قانونية كالأسهم والسندات وشهادات الإيداع وغيرها، تسمح للمدخر بالحصول على عوائد مستقبلية مقابل تنازله عن الاستهلاك الحاضر وتحمله للمخاطر الناتجة عن احتمال عدم تحقق العوائد المتوقعة لسبب من الأسباب. وتجدر الإشارة إلى أن الادخارات لا تتحول كلها إلى استثمارات حقيقية في السوق المالي، فهناك جزء منها يستخدم لأغراض الاستثمار المالي (المضاربة) الذي يهدف إلى تحقيق مكاسب مالية ناتجة عن فروقات الأسعار للأوراق المالية.

تأخذ عملية التمويل في السوق المالي ثلاثة أشكال:

- **تمويل مباشر:** وهو التمويل القائم على التقاء وحدات العجز ووحدات الفائض مباشرة في السوق المالي دون وساطة، حيث تحصل وحدات العجز مباشرة على موارد مالية مقابل إصدار أصول كالأسهم والسندات لصالح وحدات الفائض.

- **تمويل شبه مباشر:** وفيه تظهر بعض الوحدات التي تمارس دور السماسرة والتجار للأصول المالية، حيث يتوسطون انتقال الموارد المالية من وحدات الفائض وما يقابلها من أصول مباشرة من وحدات العجز.

- **تمويل غير مباشر:** في هذا النوع من التمويل تظهر المؤسسات المالية الوسيطة مثل البنوك، مؤسسات الادخار، شركات التأمين،... تساعد على التقاء وحدات الفائض مع وحدات العجز، حيث يتم تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى المؤسسات المالية مقابل حصولهم على أصول مالية من هذه المؤسسات المالية تسمى بالأصول الغير مباشرة مثل: الصكوك، حسابات الادخار، حصص الصناديق المشتركة وغيرها،

ثم يقوم الوسطاء الماليون بتحويل هذه الموارد المالية إلى وحدات العجز التي تقوم بإصدار أصول مالية مباشرة إلى المؤسسات المالية.

لقد كان لظهور الأسواق المالية وتطورها العديد من الأسباب أهمها:

- الحاجة إلى استخدام الادخارات الفردية والوطنية في استثمارات تحقق عائداً.
- ارتفاع تكاليف تمويل المشروعات في الوقت الحاضر نظراً لضرورة استخدامها للتكنولوجيا المتطورة ذات الكثافة الرأسمالية العالية.
- محدودية مجالات استخدام الموارد المالية نظراً إما لوجود قدر كبير ومتنوع وواسع من المشروعات الإنتاجية ومرافق البنية التحتية (في الدول المتقدمة) أو لضعف القدرة على تمويل إقامة هذه المشروعات الإنتاجية ومرافق البنية التحتية (في الدول النامية).
- ارتفاع عدد المؤسسات المالية الوسيطة وتنوع خدماتها بالإضافة إلى التطور المستمر للأدوات والوسائل المستخدمة في الأسواق المالية مع ظهور قوانين تدفع نحو التوسع في التعامل في هذه الأسواق.
- ترابط اقتصاديات دول العالم من خلال الاتجاهات الحديثة التي تتضمن الحد من القيود والإجراءات والقوانين التي تحد حركة رؤوس الأموال.
- تدويل نشاط المؤسسات المالية والذي أتاح لها إمكانية الحصول على موارد مالية من دول عديدة واستخدامها في عدة دول من خلال الأسواق المالية.
- العمل على تحقيق الاستقرار بكافة جوانبه الاقتصادية والاجتماعية والسياسية.

2/ نشأة وتطور السوق المالي:

بما أن السوق المالي هو المجال الذي يتم فيه تداول الأموال بصورتها النقدية، فإن ظهوره مرتبط بوجود حركة الأموال بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز عبر المؤسسات المالية التي تقوم بدور الوساطة المالية. إن أولى الهياكل المالية التي لعبت دور الوساطة المالية بين المدخرين والمستثمرين هي البنوك التجارية، وعلى هذا الأساس يعتبر تاريخ نشأة السوق المالي هو نفسه تاريخ ظهور أول بنك تجاري، وهذا يعني في منتصف القرن 12 حيث أن أول بنك تجاري تأسس كان في البندقية عام 1157م تلاه بنك برشلونة 1401م وامستردام 1601م.

وعموماً فإن التصور الذي وضع لتبيين المراحل التي نشأت وتطورت من خلالها الأسواق المالية والنقدية يضم 5 مراحل كالآتي :

مرحلة 1: بدأت هذه المرحلة مع ظهور البنوك التجارية والتي ارتبط وجودها بارتفاع نسبي في مستوى معيشة الأفراد جعلهم يقبلون على استثمار مدخراتهم في عدد من المشروعات التجارية والعقارية ، ومع زيادة حجم هذه المشروعات اضطرت للتوجه نحو البنوك التجارية للاقتراض منها بغية تلبية عجزها من الموارد المالية اللازمة لعملها، وقد تمتعت البنوك التجارية في هذه المرحلة بحرية كبيرة في منح الائتمان.

مرحلة 2: في هذه المرحلة ظهرت البنوك المركزية لتنظيم عمل البنوك التجارية والسيطرة عليها وتوجيهها، حيث أصبحت البنوك التجارية مقيدة في منح القروض وهذا بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها، وتميزت هذه المرحلة بتطور عمل البنوك التجارية التي أصبحت تمارس نشاطات مصرفية عديدة مثل: خصم الأوراق التجارية ومنح القروض والتسهيلات المصرفية وغيرها.

مرحلة 3: تميزت هذه المرحلة بظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط وطويل الأجل مثل: البنوك الصناعية والزراعية والعقارية والتي قامت بإصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لتلبية احتياجات المشروعات التي تنوعت واتسعت من حيث الحجم والعدد.

مرحلة 4: في هذه المرحلة ظهرت الأسواق النقدية المحلية المتقدمة والتي تتوفر على موارد مالية كبيرة بالنسبة لحجم العمليات التي تجري فيها، وتميزت هذه الفترة بزيادة إصدارات سندات الخزينة المتوسطة وطويلة الأجل وبتنوع نشاط الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، وبالتالي فإن هذه المرحلة تعبر عن مرحلة اندماج وارتباط السوق النقدي في السوق المالي وبداية ظهور أسواق ثانوية لتبادل هذه الأوراق (بورصات).

مرحلة 5: تميزت هذه المرحلة بتطور الأسواق المالية والنقدية المحلية واندماجها مع الأسواق الدولية نتيجة لزيادة العلاقات الاقتصادية بين الدول وتطور وسائل الاتصال المختلفة حيث أصبحت كل سوق تكمل الثانية من حيث عرض النقود والطلب عليها، وأصبحت الأسواق المالية تهتم بشراء وبيع الأوراق المالية وعمليات البيع الآني والأجل... الخ.

وتجدر الإشارة إلى أننا التمسنا خلطا وعدم تفرقة في معظم الكتابات بين نشأة وتطور السوق المالي وبين نشأة وتطور البورصة هذه الأخيرة تعد شكلا من أشكال الأسواق المالية ارتبط اسمها بمصدرين:

أ/ اسم احد كبار التجار (فان دير بورص) 1339م الذي كان يقيم في مدينة بروج البلجيكية والذي كان يستقبل في فندقه العديد من التجار وعملاء المصارف والوسطاء الماليين من أجل دراسة عمليات بيع السلع وشرائها ومن ثم كتابة بواليص التأمين، وقد كانت الارتباطات تتم في شكل عقود وتعهدات ثم تطورت لتشمل التزامات مستقبلية قائمة على ثقة متبادلة بين طرفي عملية المبادلة.

ب/ فندق في مدينة بروج (bruges) كانت تزين واجهته شعار عملة على ثلاثة أكياس trois bourses، وكان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيين ووسطاء ماليين لتصريف الأعمال، ولذلك أطلق لفظ البورصة على المكان الذي يجتمع فيه الأفراد لتصريف الأعمال بالشراء والبيع.

3/ تقسيمات السوق المالي:

تتميز الأسواق المالية بالتداخل والترابط وصعوبة إيجاد فاصل بين أقسامها، وهي تصنف وفق معيار الأدوات المالية وفترات استثمارها (المعيار الأكثر انتشارا) إلى:

3-1/ أسواق رأس المال: تعد أسواق رأس المال مرآة عاكسة لواقع الاقتصاد وهي تعرف بأنها: «الإطار الذي تلتقي فيه وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار لعقد الصفقات طويلة الأجل، وتشكل الأسهم والسندات الأدوات الأكثر شيوعا في هذه الأسواق وسواء كانت هذه الأدوات تعود إلى شركات خاصة أو مؤسسات حكومية أو خزينة مركزية أو مصالح إقليمية...».

تصنف أسواق رأس المال إلى:³

3-1-1/ السوق الأولية: وهي السوق التي يتم فيها إصدار وطرح الأوراق المالية (أسهم وسندات جديدة) للاكتتاب فيها من قبل الجمهور لأول مرة.

3-1-2/ السوق الثانوية: وهي السوق التي يتم فيها تداول الأسهم والسندات بعد الاكتتاب بها في السوق الأولية، وكذا تداول بعض المشتقات المالية. وبالتالي فالسوق الثانوية تختلف عن السوق الأولية في كونها:

- متاحة لعدد كبير من المدخرين، ذلك أن عمليات إعادة البيع تسمح للمدخرين باستثمار أموالهم في أي لحظة.
- تساعد على النشر المستمر للأوراق المالية طول السنة وهذا على عكس السوق الأولية التي تحدث فيها الإصدارات في فترات قليلة ومتقطعة من السنة.

وتنقسم السوق الثانوية بدورها إلى قسمين:

- السوق المنظمة: يطلق عليها مصطلح بورصة، وهي سوق لها موقع جغرافي محدد لتداول الأوراق المالية المختلفة المدرجة بيعة وشراء وفق قواعد وإجراءات تحددها لجنة السوق توفر الحماية للمتعاملين وتضمن حقوقهم، وطبقا لمواعيد دورية وبطريقة المزايدة العلنية التي تسمح بتحديد الأسعار وفق العرض والطلب.

- السوق غير المنظمة: هي مجموعة معاملات بيع وشراء لأوراق مالية غير مدرجة بجدول أسعار البورصة وخاصة السندات، ليس لها مكان محدد، يتولاها تجار عادة ما يكونون بيوت سمسة يمتد نشاطها إلى شراء وبيع الأوراق المالية، وبذلك فعملية المبادلة تتم في أكثر من مكان سواء لدى السماسرة أو الوسطاء

المنتشرين، حيث يتم الربط بينهم من خلال شبكة الاتصالات الكترونية مما يسمح بخلق جدول لأسعار الشراء و جدول لأسعار البيع.

ويتضمن السوق غير المنظم أسواقا أخرى فرعية هي:

- السوق الثالث: هو سوق يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، يكونون مستعدين لبيع وشراء الأوراق المالية بأية كمية، يجري التعامل من خلال هذه السوق على بعض الأوراق المالية. بموجب جداول أسعار السوق المنظمة، أي أن أسعار الأوراق المالية ترتبط بأسعار التعامل في السوق المنظمة، وتشكل المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق التقاعد وصناديق الوصايا التي تدار من قبل البنوك التجارية القطاع الأكبر استثمارا في هذه السوق.

- السوق الرابع: هي صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في طلبيات كبيرة تتم بين المؤسسات المالية الكبيرة والأفراد الأغنياء، ويعود سبب قيام هذه السوق إلى حاجة بعض المؤسسات إلى تنفيذ صفقات بأحجام كبيرة 10000 سهم فأكثر وبأقل تكلفة ممكنة.

3-2/ الأسواق النقدية: تمثل الأسواق النقدية الإطار العام للمتاجرة بالأدوات المالية ذات الاستحقاقات القصيرة الأجل، وهي تعد مصدرا للتمويل قصير الأجل، و توفر الفرصة للمقترضين بالحصول على القروض قصيرة الأجل و على درجة عالية من الأمان باستثمار أموالهم في أصول مالية ذات سيولة مرتفعة كأذونات الخزينة و الأوراق التجارية وشهادات الإيداع والقبولات المصرفية.

3-3/ أسواق الصرف الأجنبي: تمثل أسواق الصرف الأجنبي بأنها كافة المعاملات المتعلقة بتبادل العملات دوليا من خلال شبكات الاتصال المنتشرة عبر المراكز المالية في كافة أنحاء العالم، لا توجد لهذه الأسواق مكان محدد للاتصال بين البائعين والمشتريين، تعتمد على عدد كبير من البنوك التجارية والوسطاء والمتاجرين المهتمين بتبادل العملات الدولية، وهي تمتاز بسرعة التقلب والتأثر لذا يتطلب من المتعاملين فيها الحذر عند اتخاذ القرارات وضرورة معرفة ومتابعة تطورات السوق وأدواتها.

II. الأزمات المالية الناتجة عن أنشطة الأسواق المالية:

تعرضت الأسواق المالية العالمية للعديد من الأزمات تميزت بسرعة انتشارها وتباين أسباب حدوثها، أدت إلى تراجع الاقتصاد العالمي والى إفلاس العديد من المؤسسات الاقتصادية.

1/ مفهوم الأزمات المالية:

بالرغم من كون مصطلح أزمة مالية معروف ومتداول في وقتنا الحالي، إلا أن معظم الاقتصاديين الذين تطرقوا إلى موضوع الأزمات حاولوا تعريفها من خلال وصف النتائج الوخيمة لها، فحسب **فريدمان** فانه

من الصعب ضبط وتبيان ماهية الأزمة المالية، إلا أن كل من يواجهها سيتعرف عليها ويدرك لا محالة أنه يواجهها.

ومن بين أهم التعريفات التي أعطيت للأزمة المالية نجد تعريف E.Borthalcon الذي يعرفها على أنها: «تغير كبير تعرفه كل أو بعض قيم المتغيرات المالية التالية: عرض السندات والأسهم وأسعارها، الطلب على القروض، حجم الودائع البنكية وسعر الصرف»⁴.

في حين يعرفها F.Smishkin بأنها: «عجز الأسواق المالية على توفير رؤوس الأموال اللازمة للمستثمرين أصحاب المشاريع الأكثر مرودية، ويعزى هذا العجز لما يسمى بالانتقاء العكسي والخطر الخلفي، فالانتقاء العكسي يتمثل في كون المستثمر صاحب المشروع الأكثر خطرا هو الذي تكون له حظوظ أوفر في الحصول على قروض من عند البنوك، أما الخطر الأخلاقي فيتمثل في كون المدين، وبعد التعاقد والحصول على قرض من البنك قد يباشر ممارسة نشاط معين آخر من شأنه رفع احتمال عدم القدرة على الدفع ومن ثمة عدم استرجاع البنك لأمواله»⁵.

بالإضافة إلى هذين التعريفين فقد عرفت الأزمة كذلك على أنها: «انهيار النظام المالي برمته مصحوبا بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي»⁶.

كما عرفت كذلك بأنها: «التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة دول، والتي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية، والذي ينعكس سلبا في تدهور كبير في قيمة العملة وأسعار الأسهم مما ينجم عنه آثار سلبية في قطاع الإنتاج والعمالة، وما ينجم عنه من إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية»⁷.

وعرفت أيضا بأنها: «حدوث انخفاض حاد في أسعار الأصول المالية ناتج عن عدم وجود تفاعل وانسجام بين السياستين المالية و النقدية و سياسات الاستثمار الأمر الذي ينجر عنه حدوث فوضى اقتصادية و يتسبب في إفلاس العديد من البنوك وشركات التأمين و الوساطة و يتولد عن ذلك انخفاض معدلات النمو الاقتصادي»⁸.

ويمكن التمييز بين 4 أشكال للأزمات المالية حسب تصنيف صندوق النقد الدولي هي:

– **أزمة مصرفية:** وهي أزمة ناتجة إما عن أزمة سيولة تحدث عند عجز المصرف على الاستجابة لطلبات المودعين بسبب الزيادة الكبيرة والمفاجئة في طلبات السحب، و إما عن أزمة ائتمان تحدث عندما ترفض البنوك منح القروض خوفا من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب المتوقعة.

وتشير الوقائع إلى أن الأزمات المالية كانت نادرة الحدوث في الخمسينات والستينات بسبب وجود قيود على حركة رؤوس الأموال و التحويل، وبدأت بالانتشار بداية من السبعينات لغاية الآن، بسبب الابتكارات الحاصلة في أدوات ووسائل التمويل، ونتيجة لتطور وسائل وتكنولوجيا الإعلام والاتصال.

- **أزمة أسواق الأوراق المالية:** وهي أزمة ناتجة عن ظاهرة الفقاعات التي تحدث بسبب ارتفاع كبير وغير مبرر لسعر الأصل بشكل يتجاوز قيمته العادية، ويكون الهدف من شراء الأصل في هذه الحالة هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرته على توليد الدخل.

- **أزمة العملة وأسعار الصرف:** وهي أزمة ناتجة عن الهبوط الحاد والسريع في قيمة العملة بسبب إحدى هجمات المضاربة، الأمر الذي يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة.

كما يمكن أن يحدث هذا النوع من الأزمات نتيجة التدفق الكبير لرؤوس الأموال إلى الداخل مصاحبا بتوسع مفرط وسريع في منح الائتمان، فيزداد حجم القروض المشكوك في تحصيلها من البنوك المحلية وعندها يحدث انخفاض اسمي في قيمة العملة الوطنية إزاء العملات الأجنبية حتى يصبح سعر الصرف الحقيقي أقرب إلى سعر العملة المنخفض، مؤديا ذلك إلى حدوث موجة من التدفقات الرأسمالية للخارج.

- **أزمة الديون:** وهي تنتج عندما يتوقف المقترض عن السداد، أو يعتقد أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، و قد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص)، أو دين سيادي (عام) وهو ما تعاني منه دول منطقة اليورو حاليا، فالدين السيادي هو دين على حكومة دولة من دول العالم مقوم بعملة غير عملتها المحلية، والتي غالبا ما تكون عملة دولية مثل الدولار والأورو. وتجدد الإشارة إلى أن معظم حكومات العالم تحرص على ألا تفشل في سداد التزاماتها نحو ديونها السيادية، وذلك حرصا منها على الحفاظ على تصنيفها الائتماني في سوق الاقتراض من التدهور.

إن هذا التصنيف للأزمات المالية لا يعنى بالضرورة أنها تأتي منفردة، فكثيرا ما تقترن أزمات العملة مع الأزمات المصرفية خاصة بعد التحرير المالي، كذلك فإن الاندماج الكبير للبنوك في الأسواق المالية يجعلها تتأثر بالانهيارات في هذه الأسواق، كما أن الأسواق المالية تتأثر بوضعية النظام المصرفي، فالترابط الكبير بين مكونات النظام المالي يجعل من الصعب أن يبقى جزء من النظام بعيدا عن أي أزمة تصيب الأجزاء الأخرى منه، فقد تنطلق الأزمة من البنوك لتشمل الأسواق المالية ثم تشكل ضغوطا على العملة المحلية بسبب هروب الرأسمال الأجنبي، وقد تبدأ الأزمة بالتهيار في السوق المالي لتنتقل بعد ذلك إلى باقي قطاعات النظام المالي.

2/ أهم أزمات أسواق المال:

عرفت الأسواق المالية العديد من الأزمات أبرزها:

– أزمة **1929-1933**: انطلقت هذه الأزمة من بورصة وول ستريت بنيويورك يوم 24 أكتوبر 1929 وامتد أثرها إلى دول أوروبا الغربية على نحو هدد أركان النظام الرأسمالي، حيث تبخر ما مجموعه 7-9 مليار دولار في يوم واحد، وانهارت البورصة خاسرة 30% من قيمتها، مما أدى إلى إفلاس المساهمين والمضاربين، وإلى إضعاف إمكانيات الصرف والإيداع والاقتراض، ففي الولايات المتحدة الأمريكية وحدها أفلس أكثر من 10000 بنكا منذ عام 1929 حتى منتصف عام 1933 أي حوالي 40% من إجمالي عدد البنوك الأمريكية، وقد أدى هذا إلى ضياع الكثير من مدخرات المودعين خاصة الصغار منهم.

– أزمة **الاثنين الأسود 1987**: بدأت الأزمة في 19 أكتوبر 1987 بحدوث خلل في التوازن بين العرض والطلب، ليس فقط في الأسواق الحاضرة وإنما أيضا في أسواق العقود المستقبلية من جراء تدافع المتعاملين لبيع أعداد كبيرة جدا من الأوراق المالية التي بحوزتهم وهو ما أدى إلى انخفاض حاد وسريع في أسعار الأوراق المالية المتداولة.

– أزمة **أسواق المال اليابانية 1990**: انهار اقتصاد اليابان في 1990، بسبب انفجار فقاعة أسواق المال ولمدة تزيد عن 15 سنة، نتج عنها فقدان السوق أكثر من 40% من قيمته، وقد انعكس هذا على الأصول والعقارات، وقد كان الحل في الخروج من هذه الأزمة هو جذب الاستثمارات الأجنبية وسن بعض القوانين الجديدة.

– أزمة **دول جنوب شرق آسيا 1997**: شهدت الأسواق المالية لدول جنوب شرق آسيا أزمة مالية بدأت سنة 1997 عندما عجزت المصارف عن مواصلة الاقتراض في ضوء التوسع المقترن بتدفق الاستثمار الأجنبي إلى البلدان، وامتدت آثار الأزمة إلى نهاية القرن العشرين، مسببة انهيار وإفلاس العديد من المؤسسات المالية والاقتصادية، وارتفاع معدلات البطالة والفقر، وتدني مستويات المعيشة، هذا بالإضافة إلى تدهور في مؤشرات البورصة الأوروبية، وانخفاض في أسعار الأسهم لكبرى الشركات المتعددة الجنسيات.

– أزمة **الأنترنيت والأسهم عام 2000**: تسمى هذه الأزمة بأزمة "الدوت كوم" وقد حدثت نتيجة تهافت المؤسسات على البيع عن طريق الأنترنيت دون وضع اللوجستيك (الإمداد بالمعلومات) والتوزيع بعين الاعتبار، فانهار مؤشر التكنولوجيا المتطورة، وانهارت معه معظم شركات الأنترنيت بسبب التلاعب في حسابات الشركات، بالإضافة إلى التوقعات الوهمية لقدرة الأنترنيت على إحداث نمو اقتصادي.

-أزمة الرهن العقاري 2007: تعد هذه الأزمة الأخطر في تاريخ الأزمات المالية، خاصة بعدما أثبتت عجز النظام الاقتصادي العالمي على احتوائها والتخفيف من أثارها بشكل سريع وفعال، وتأتي خطورة هذه الأزمة كونها انطلقت من اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية الذي يشكل قاطرة النمو في الاقتصاد العالمي، فاقتصادها هو الأكبر في العالم بحجم يبلغ 14 تريليون دولار، كما تحتل السوق المالية الأمريكية موقع القيادة للأسواق المالية العالمية، وبالتالي فإن أي مخاطر تتعرض لها هذه الأسواق تنتشر أثارها إلى باقي الأسواق المالية وبسرعة كبيرة.

ترجع أحداث الأزمة إلى انفجار فقاعة سوق العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية مسببة إفلاس العديد من البنوك و شركات العقار و التأمين، و انهيار في أسعار الأسهم والسندات، وقد امتد أثر الأزمة ليشمل دول الاتحاد الأوروبي التي هبط إنتاجها الصناعي في ماي 2008 بمعدل 1.9%، لتتشب فيه أزمة مالية هي أزمة الديون السيادية 2009 مست عددا من دوله التي توسعت في الإنفاق العام لحماية قطاعها المصرفية التي كانت متشابكة بشكل كبير بأزمة الرهن العقاري، ومن أبرز مشاكل هذه الأزمة انهيار بعض المؤسسات المالية في الدول الأوروبية، وتراكم الديون الحكومية لنسب تجاوزت الحد الأعلى المقرر من الاتحاد الأوروبي وهو 60% من الناتج المحلي الإجمالي، وتسارع ارتفاع هامش العائد على السندات والأوراق المالية الحكومية، حيث يقدر حجم الديون السيادية في منطقة اليورو حوالي 7.9 تريليون يورو أو ما يعادل 85% من إجمالي حجم اقتصاد تلك الدول البالغ 9.2 تريليون يورو.

وتجدر الإشارة إلى أن أسواق المال العربية لم تكن في منأى عن الأزمات، حيث شهدت بورصة بيروت أزمة في منتصف الستينات نتج عنها تدهور أسعار الأسهم وتراجع حجم التعامل، فبعد أن عرفت البورصة أعلى حجم لمبادلاتها عام 1964 قدر ب 81 مليون ليرة لبنانية، انخفض عام 1967 إلى 8 مليون ليرة لبنانية ليصل عام 1969 إلى أدنى حجم له وهو 1 مليون ليرة لبنانية، كما عرف سوق المناخ بالكويت أزمة عام 1983 نتج عنها هبوط في أسعار الأسهم في البورصة، وهبوط بصورة أشد في سوق المناخ (سوق غير رسمي) حيث تراجعت أسعار الأسهم الكويتية بشكل ملحوظ بين 20% إلى 40% أما التراجع في أسعار الأسهم الخليجية فكان أكثر من ذلك بكثير، حيث بلغت في كثير من الأحيان انخفاضا مقداره 80%، وفي عام 1995 عانت البورصة المصرية من أزمة كان سببها انخفاض عدد المتعاملين والإحجام عن الشراء حتى زاد العرض على الطلب وانخفضت الأسعار لأقل من القيمة الاسمية لبعض الشركات، كما شهدت سوق الإمارات للأوراق المالية أزمة مالية عام 1998 نتج عنها خسائر كبيرة لشركات المساهمة وصلت إلى 43.5 مليار درهم من قيمتها السوقية خلال الفترة من 13 سبتمبر 1998 إلى نهاية ديسمبر 2000.

3/ تشخيص لأسباب الأزمات في الأسواق المالية وحكمها الشرعي:

هناك العديد من الأسباب التي أدت إلى ظهور الأزمات المالية، سواء منها الأزمات المعاصرة أم السابقة على مر التاريخ، و الاستمرار في تجاهل هذه الأسباب يهدد بعدم الاستقرار المالي و الاقتصادي، و يجعل هذه الأزمات محل تكرار في المستقبل.

ورغم أن لكل أزمة خسائر وأسباب إلا أن هناك جملة من العوامل المشتركة تسبب معظم الأزمات في أسواق المال وهي:

3-1/ التعامل بالربا (الفائدة): الربا هي زيادة مخصوصة لأحد المتعاقدين خالية عما يقابلها من عوض وهي على نوعين :

- ربا الديون (ربا النسيئة): وهي الزيادة المشروطة التي أخذها الدائن من المدين نظير تأخير الدفع، وهي محرمة شرعا لقوله سبحانه وتعالى: (يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا الرِّبَا أَضْعَافًا مُضَاعَفَةً وَاتَّقُوا اللَّهَ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ " ⁹ . وقوله تعالى: " الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا) ¹⁰ . وقوله تعالى: (يَمْحَقُ اللَّهُ الرِّبَا وَيُرْبِي الصَّدَقَاتِ وَاللَّهُ لَا يُحِبُّ كُلَّ كَفَّارٍ أَثِيمٍ) وفي قوله عزّ وجلّ: (يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنتُمْ مُؤْمِنِينَ فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ وَإِن تُبْتُمْ فَلَكُمْ رُؤُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ) ¹¹ .

إن ربا الديون هي ربا الجاهلية، وهي مطبقة اليوم في معاملات البنوك التقليدية (الربوية) في شكل:

- الزيادة المشروطة على القرض مقابل أجل.

- مبادلة صك بنقد يدفع حالا أقل من قيمة الصك.

- ربا البيوع: وهي بيع الجنس الواحد مما يجري فيه الربا بجنسه متفاضلا، وذلك كبيع قنطار قمح بقنطار وربع من القمح، أو بيع صاغ تمر بصاغ ونصف من التمر وغيرها. وقد جاء في حديث الرسول عليه الصلاة والسلام تحريم لهذا النوع من الربا، فعن أبي سعيد الخدري رضي الله عنه قال: قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: "الذهب بالذهب والفضة بالفضة والبر بالبر والشعير بالشعير والتمر بالتمر والملح بالملح مثلاً بمثل يداً بيد فمن زاد أو استزاد فقد أربى الآخذ والمعطي فيه سواء " .

و حاليا أصبحنا نرى في أسواق المال والنقد بيع وشراء النقود الورقية دون قبض أو تسليم أو تسلم، وإنما تسوية لفروق الأسعار.

وقد أثبتت الحقائق أن التعامل بالربا بنوعيتها سواء بين الأفراد أو بين المؤسسات المالية ينطوي على خطر كبير، وقد ظهرت آثارها واضحة فيما اعتري العالم من أزمات مالية، ولا يقتصر دورها على كونها عامل معيق للاستثمار وغير مشجع للادخار، بل يمتد إلى أكثر من ذلك، فهي تزيد من نسبة البطالة، وتؤدي إلى تدهور النقود، وتزيد من ارتفاع الأسعار، كذلك تؤدي إلى سوء تخصيص الموارد وسوء توزيع الدخل، وأيضا تخفض من معدل نمو الاقتصاد القومي، وتخلق الاستغلال المقيت بين طبقات المجتمع وحتى أنها تستطيع أن تسلب الدولة حريتها وإدارتها.

3-2/ المضاربات قصيرة الأجل: تتم العمليات العاجلة في الأسواق المالية من بيع وشراء بين طرفين أحدهما البائع الذي يسلم الأوراق المالية، والآخر المشتري الذي يسلم ثمن الأوراق المالية فورا أو خلال 48 ساعة، ويكون غرض المتعاملين من هذه العملية هي الاستثمار أو المضاربة أو الاحتياط أو المراجعة، وقد أجمع الفقهاء على جواز هذه العمليات شرعا ما لم تكن على أوراق محظورة التعامل بها كالسندات، وذلك لأن شروط عقد البيع والشراء من إيجاب وقبول، وشروط العاقدين والمعقود عليه تنطبق على تلك العمليات.

غير أن التعامل في الأسواق المالية لا يقتصر فقط على هذه العمليات، فهناك صور أخرى من البيوع التي يجري التعامل بها ضمن إطار العمليات العاجلة ويكون الغرض منها المضاربة وهي :

- **البيع على المكشوف (البيع القصير):** هو عقد بيع يتم بموجبه بيع أوراق مالية معينة لا يملكها البائع عند إتمام عملية البيع، ويتم التسليم الفعلي بواسطة أوراق مالية مقترضة من وكيله مرانها على هبوط أسعارها، ثم يشترها من السوق ويعيدها لوكيله لاحقا. فإذا توقع المستثمر المضارب أن أسعار الأسهم سوف تنخفض يقوم بالبيع على المكشوف، وبما أنه لا يملك الأوراق المالية التي يريد بيعها فإنه يقترضها من سمسار ثم يصدر إليه أمرا ببيع الأوراق المقترضة محدا كميته ونوعها.

إن حكم البيع على المكشوف غير جائز باعتباره من القمار، وقد استدلل المختصون في الفقه والاقتصاد حول عدم صحته بما يلي:

- عقد البيع على المكشوف يتضمن المقامرة والمغامرة على أن سعر الأوراق المالية سوف ينخفض، كما أن السمسار الذي يقرض ما لديه من أوراق مالية يملكها يعين القائمين على البيع على القمار.

- تضليل المشتري إذ أن البائع يسلم أوراقا مالية مقترضة وليست ملكا له.

- الحصول على الأرباح على حساب المتعاملين الآخرين دون علمهم.

- دخول تصرف السمسار ضمن تصرفات الفضولي الذي يتصرف في حال غيره دون إذن منه.

- **الشراء بالهامش:** يقصد به قيام المستثمر بتمويل جزء من مشترياته نقدا والباقي يتم تسديده بقرض من الوسيط بضمان الأوراق المالية محل الصفقة وبموجب عقد اتفاق الزبون. يسمى القرض الذي يحصل عليه

المستثمر بالرصيد المدين وتحسب له فائدة تتناسب مع الفائدة التي يقرض بها المصرف بيت السمسرة بالإضافة إلى خدمات السمسار.

إن حكم الشراء بالهامش محرماً لاشتماله على عقد محرم وهو القرض الذي يحصل عليه المشتري من السمسار لتضمنه شرط رد القرض بأكثر منه.¹²

3-3/ العقود الصورية والعقود الاحتمالية: تعد العقود الصورية والمعاملات الاحتمالية مسببات رئيسية في كثير من الكوارث والأزمات، وتعرف العقود الصورية على أنها: «خلق تعامل مظهري نشط على سهم ما في الوقت الذي لا يوجد فيه تعامل فعلي يذكر على ذلك السهم، والهدف من هذا البيع إيهاام المتعاملين أن تغيرات سعرية حدثت للورقة المعنية وأن تعاملنا نشطاً يجري عليها، وهو بذلك لا يخرج عن كونه نوعاً من الخداع والاحتيال بغرض تحقيق الربح».¹³ وبعبارة أخرى فالعقد الصوري هو عقد يحوي صورة العقد ومظهره الخارجي لا حقيقته وجوهره، وذلك بأن يكون اتفاق الإرادتين على العقد في الظاهر فقط مع تحقق انتفاء الإرادة الحقيقية في أصل العقد، وتكمن عدم صحة العقود الصورية فيما يلي:¹⁴

- عدم ثبوت نيتي البيع والشراء عند الأطراف المتعاقدة.
- تعد من أنواع الحيلة الممنوعة شرعاً.
- قياسها على بيع العينة التي تعد نوعاً من الاحتيال ظاهره البيع وحقيقته الربا.
- فيها مخالفة لقصد الشارع من التكليف، فقصد الشارع من عقد البيع تبادل العوضين تبادلاً حقيقياً وأي استغلال لعقد البيع ليكون أداة للتقامر والتصرفات الضارة بالاقتصاد يعتبر مناقضة لمقصود الشارع من إباحة عقد البيع.
- تمنع سدا للذريعة.

أما العقد الاحتمالي فهو: «العقد الذي لا يستطيع كل من المتعاقدين أن يحدد وقت تمامه، أو القدر الذي أخذ، أو القدر الذي أعطي، ويكون عدم التأكد في العقود الاحتمالية في محل العقد موضوع المعاملة وقيمتها، وهو حالة خاصة من الغرر الذي يكون عدم التأكد فيه أعم إذ يشمل عدم التأكد في العقد وشروطه مثل بيعتان في بيعة وبيع العربون... الخ، كما يضم تعريف الغرر عدم التأكد في محل العقد مثل الجهل بذات المحل والجهل بجنس المحل والجهل بنوع المحل والجهل بصفة المحل والجهل بمقدار المحل والجهل بالأجل وعدم القدرة على تسليم المحل».¹⁵

وقد أجمع الفقهاء على تحريم العقود الاحتمالية لأنها أكل لأموال الناس بالباطل وتكمل علة التحريم في عدم التأكد.

وبالنظر إلى أغلب المعاملات التي تتم في الأسواق المالية نجد أن عقود المشتقات هي عقود احتمالية وصورية وليست عقود حقيقية، ذلك أن معظم المشتريين لا ينوون استلام ما اشتروه، كما أن معظم البائعين لا ينوون تسليم ما باعوه، وتنحصر العملية فقط في قبض أو دفع الفرق بين سعري الشراء والبيع وهذا عين القمار والمراهنات التي تقوم على الحظ والقدر.

وتعرف المشتقات المالية على أنها: «عقود فرعية تبني أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع...)» لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة، وذلك في نطاق ما أستخدمه عليه بالهندسة المالية¹⁶. وفيما يلي عرض لمختلف أنواع عقود المشتقات المالية التي تتم في السوق المالي والمسببة في العديد من الأزمات وحكمها الشرعي:

- **العقود المستقبلية:** هي تلك المعاملات التي تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقاً، على أن يتم تسليم الأصل ودفع الثمن في تاريخ لاحق في المستقبل. يتم تداول العقود المستقبلية في البورصات بطريقة المزاد المفتوح عن طريق وسطاء (سماسرة) حيث لا يحصل التقاء مباشر بين البائعين والمشتريين.

وتأسيساً على هذا يكون حكم المستقبليات في الشريعة الإسلامية هو التحريم وذلك استناداً على جملة من الأدلة والمبررات منها:

- في العقود المستقبلية يتم تأجيل الثمن والمثمن وهذا غير جائز لأنه من بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه.
- تنتهي العقود المستقبلية غالباً بالتسوية النقدية، فإذا كان ذلك مشروطاً في العقد فهو عين القمار المحرم، لأن كل واحد من المتعاقدين لا ينفك عن أن يكون غانماً أو غارماً حسب تغيرات الأسعار، أما إذا لم تكن التسوية على فرق السعر مشروطة في العقد فهو كذلك نوع من القمار والميسر، لأن البائع إذا لم تكن في نيته تسليم السلعة التي باعها، أو كان المشتري غير ناو تسلم السلعة التي اشتراها، وإنما يريد كل منهما أن يقبض فرق السعر إن تغيرت الأسعار في صالحه، أو يدفعه إن تغيرت في غير صالحه، فقد دخل كل منهما عقد بين غرره متأكد نظره.

- **عقود الخيارات:** الخيار هو: «عقد يتم بين طرفين يعطي لمشتريه الحق لا الالتزام بشراء أو بيع كمية معينة من الأسهم أو من سلعة معينة بسعر تنفيذ معين خلال فترة سريان العقد، لقاء مبلغ معين يسمى (ثمن الخيار)، وهو مبلغ بسيط من سعر السهم أو سعر السلعة»¹⁷.

وقد ذهب الكثير من الباحثين إلى القول بتحريم عقود الخيارات للأسباب التالية:¹⁸

- التعامل في عقود الخيارات قائم على الغرر، فكل المتعاقدين يجهل ما ستؤول إليه الأمور وينوون تعاملهم على التوقعات.

- عقود الخيارات تتضمن القمار والميسر في الحالات التي تنتهي بالتسوية النقدية بين الطرفين، ذلك أن كلا المتعاقدين متردد بين أن يكون غانما إذا تغيرت الأسعار لصالحه وبين أن يكون غارما إذا تغيرت الأسعار في غير صالحه.

- ليس فيها تسليم ولا استلام، فغالبا ما تنتهي هذه العقود بالتسوية على فروق الأسعار دون أن يكون هناك تسليم ولا استلام، إذ لا توجد أصلا رغبة من المتعاقدين، وعلى افتراض وجودها فقد يكون التسليم أو التسلم مستحيلا أحيانا عندما يكون العقد مثلا على المؤشرات.

- أكل المال بالباطل فهذا الخيار لا نفع فيه للمشتري إلا باستعماله وهو أمر يتوقف على تغير الأسعار لصالحه فإذا لم تتغير الأسعار في صالحه لم يستعمله وذهب عليه ما بذله من مال بلا مقابل.

- **عقود المبادلة:** تعرف على أنها: «التزام تعاقدى يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي، أو أصل معين مقابل تدفق أو أصل آخر، بموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد».¹⁹
إن عقد المبادلة محرم شرعا للأسباب التالية:

- العقد ينطوي على اشتراط التأجيل في العملية الثانية.
- المشتري في العملية العاجلة يبيع ما اشتراه قبل قيده في حسابه فعلا فيكون بائعا ما لم يقبضه.
- يشمل العقد على بيعتان في بيعة وهذا محظور شرعا.
- عقد المبادلة هو عقد من قبيل العينة المحرمة حيث يبيع بالأجل ما اشتراه نقدا أو يشتري بالأجل ما باعه نقدا، وهذا في حال بقاء الصفقتين بين نفس المتعاقدين، أما لو دخل طرف ثالث فلا حرج إذا تم القبض في العقد الأول ثم إبرام العقد الثاني لشخص ثالث وبعد القبض.

3-4/ توريق الديون: يقصد بها تجميع الديون المتشابهة في محفظة واحدة وتسنيدها من خلال شركة وسيطة وطرحها للاكتتاب، من أبرز منتجات توريق الديون الأوراق المالية المستندة لقروض الرهن العقاري التي ظهرت لحل مشكل ونظام تمويل السكنات في الولايات المتحدة الأمريكية، ومن بين أنواعها سندات الرهن العقاري والتي تنقسم إلى سندات خاصة بالسكنات وأخرى خاصة بالعقارات ذات الطابع التجاري. من الناحية الشرعية فإن توريق الديون محرم حيث جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي عدم جوازه للأسباب التالية:²⁰

- لا يجوز بيع الدين المؤجل من غير المدين بنقد معجل من جنسه أو من غير جنسه، لأنه من بيع الكالئ بالكالئ المنهي عنه شرعا، ولا فرق في ذلك بين كون الدين ناشئ عن قرض أو بيع أو اجل.
- لا يجوز التعامل بالسندات الربوية إصدارا أو تداولاً أو بيعا لاشتغالها على الفوائد الربوية.

- لا يجوز توريق الديون بحيث تكون قابلة للتداول في السوق الثانوية لأنه في معنى خصم الأوراق التجارية الذي يشتمل على الدين بغير المدين على وجه يشمل الربا.
- 3-5/ التلاعب:** يعرف التلاعب في سوق الأوراق المالية على أنه: «قيام شخص عادي أو اعتباري أو مجموعة أشخاص من المتعاملين في البورصة بممارسات تحدث فرقا مصطنعا بين قيمة الورقة المالية وسعرها، بهدف تحقيق الأرباح من خلال التغيرير ببقية المتعاملين»²¹. ومن أشهر مظاهره:
- سيطرة المتلاعب على سوق الأسهم من خلال شرائه لكمية كبيرة من الأسهم المتداولة، مما يجعله يتمتع بقوة احتكارية نسبية تجعل من السهل عليه التحكم بسعر الأسهم صعودا أو هبوطا.
- استخدام طلبات وعروض مصحوبة ببيع الصفقات لإيهام الآخرين بارتفاع أو انخفاض السعر.
- عقد صفقات شراء متتابعة بكميات صغيرة ترفع السعر يعقبها بيع كمية كبيرة أو العكس.
- التحكم بسعر الإغلاق من خلال إرسال أوامر سوقية بكميات كبيرة تؤدي إلى زيادة كبيرة في السعر قبيل الإغلاق، لإعطاء انطباع خاطئ بان هناك اهتمام بهذا السعر.
- شراء كميات كبيرة من الأسهم لإجبار الذين لديهم يبيع مسبقا على الشراء لتغطية مراكزهم المالية عند أسعار مرتفعة أو العكس.
- التوصيات من خلال مواقع الانترنت ورسائل الجوال تحت مسميات مختلفة (أسهم الشهر أو لأسبوع أو اليوم).
- نشر معلومات غير صحيحة من قبل المستشار المالي أو تضخيم من اثر معلومات صحيحة أو إصدار توصيات لعدد هائل من المستثمرين لرفع السعر ثم البيع أو تخفيض السعر ثم الشراء.
- قيام مصدر السهم أو مستشاره الاستشاري بنشر تقارير متحيزة أو معلومات مضللة عن حقيقة أداء الشركة ومستقبلها بهدف ترويج للإصدارات التي يقومون بتسويتها على جمهور المستثمرين.
- إن كل هذه الصور لا تخرج عن كونها كذب وغش وتدليس واحتيال واحتكار واستغلال لثقة العملاء، وكلها محرمة في الشرع لأنها تتضمن الإضرار بالمستثمرين ولا سيما الصغار منهم، والتغريب بهم وخيانة للأمانة.

III. السوق المالي الإسلامي ودوره في الحد من الأزمات المالية المتكررة:

بالرغم من مزايا وفوائد السوق المالي إلا أنه يقوم على جملة من المعالم، أثبتت الحقائق أنها المسببة الأساسية للأزمات المالية في العالم وهي: المقامرات، والمضاربات والتعامل بالربا والاحتكار المنهي عنها في الشريعة الإسلامية، ولهذا السبب اهتم الباحثين في الاقتصاد الإسلامي بتطوير الأسواق المالية لتتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، حتى يتسنى لجمهور المتعاملين المسلمين الاستفادة منها بدلاً من حرمانهم من فوائدها ومميزاتها.

1/ تعريف السوق المالي الإسلامي:

يعرف السوق المالي الإسلامي بأنه: «الإطار الذي يتضمن المعاملات المالية المنضبطة بالضوابط الشرعية»²²، فهو محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال وتمويل المشروعات البناءة والناجحة، مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة إنتاج الطيبات في المجتمع.

يحتاج السوق المالي الإسلامي للقيام بجميع وظائفه إلى مجموعة مؤسسات مالية تخضع لأحكام الشريعة الإسلامية من بنك إسلامي مركزي، مصارف إسلامية، شركات تأمين، شركات الاستثمار المالي والمؤسسات المالية، وكافة المؤسسات التي تتعامل مع التدفقات المالية، وهو يقسم إلى:

- **سوق النقد:** ينظمه البنك المركزي و مؤسسات الصيرفة، وتجدر الإشارة إلى انه لم توجد تجربة في سوق النقد باعتباره أحد عناصر السوق المالي الإسلامي، لأن هذا السوق له مؤسساته وله أدواته التي لم توجد في تطبيقات الاقتصاد الإسلامي، كما أن تجربة الاقتصاد الإسلامي لم تطور أدوات مالية قصيرة الأجل.

- **سوق التمويل:** يتم فيه التمويل بمختلف صيغ العقود المعروفة من مشاركة ومضاربة واستصناع وسلم، بالإضافة إلى العقود التي تستحدث لتستوعب التطور مع استيفائها لما هو متفق عليه فقهيًا.

إن التطبيق الفعلي لهذا السوق محدود وهذا بالرغم من وجود تجربة المصارف الإسلامية و تجربة إنشاء شركات على أسس إسلامية، نظرا لقلت هذه المؤسسات في المجتمعات التي طبقت فيها، ولذلك لا يمكن الزعم بوجود سوق تمويل إسلامي في إطار منظومة سوق مالية كاملة.

- **سوق الأوراق المالية:** هو السوق الذي يتم فيه التعامل بأدوات الملكية كالأسهم، وهو يقسم إلى سوق أولية يتم فيها الاكتتاب بأسهم الشركات التي تصدرها عند تأسيسها، وسوق ثانوية يتم فيها تداول الأسهم بعد الاكتتاب فيها في السوق الأولية بيعاً وشراءً.

ما يمكن قوله عن هذا السوق على مستوى العالم الإسلامي وفي إطار تطبيقات الاقتصاد الإسلامي، أنه وجدت أوراق مالية تم إصدارها على أساس إسلامي، وتم الاكتتاب فيها وتداولها في أسواق الأوراق المالية القائمة في البلاد التي أصدرت هذه الأوراق.

2/ الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي الإسلامي و مميزاتها:

إن أهم الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي الإسلامي تتمثل أساسا في الصكوك الإسلامية حيث عرفتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على أنها: «وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله»²³.

و الصكوك الإسلامية تتضمن عدة أنواع أهمها:

- **صكوك الإجارة:** وهي تطرح لجمع مبلغ لشراء عين كبير وتأجيرها تأجيرا تشغيليا أو منتهيا بالتملك لجهة ما، ويوزع عائد أقساط الإجارة على حملة الصكوك، مع رد جزء من قيمة العين إن كان تأجيرا منتهيا بالتملك، ويتم تداول هذه الصكوك في الأسواق المالية الإسلامية.
- **صكوك المضاربة أو القراض:** وهي أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأسمال القراض بإصدار صكوك ملكية برأسمال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس مال المضاربة، وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه.
- **صكوك المشاركة (ثابتة أو متناقصة):** وتطرح لجمع مبلغ من المال يمثل حصته في رأس المال الشركة مثل الأسهم، ولكنها تختلف عنها في كونها مؤقتة بمشروع معين أو مدة معينة، ولحامل الصك الحق في ملكية جزء شاسع من صافي أصول الشركة وحق في الربح الذي يتحقق، ويمكن تداولها بقيمة سوقية معبرة عن التغيرات التي تحدث في قيمة أصول المشاركة ومعدل الربح الموزع.
- **صكوك المراجعة:** وتطرح لجمع مبلغ من المال لتمويل عملية شراء سلعة وبيعها لعميل بتكلفة الشراء زائد الربح المتفق عليه عند عقد البيع، ويكون لحملة الصكوك الحق في المبالغ المحصلة من العميل كاسترداد أو إطفاء لصكوكهم إضافة إلى الربح المحدد في العقد، وهذه الصكوك لا يمكن تداولها في البورصة.
- **صكوك السلم:** ويطرح هذا النوع من الصكوك من أجل جمع مبلغ من المال من أجل تسليمه إلى مورد لشراء سلعة منه، تسلم بعد مدة ويكون حق حامل الصك مؤجلا إلى حين استلام السلعة وبيعها، فتصفي الصكوك بالحصول على المبلغ الأصلي زائد الربح من بيع السلعة، وهذه الصكوك لا يجوز تداولها لأنه لا يجوز بيع السلم قبل قبضه، كما أنها تمثل ديننا وتداول الديون له ضوابط لا يتيسر معه تداول الصكوك.

-**صكوك الاستصناع:** وتطرح من أجل جمع مبلغ لإنشاء مبنى أو صناعة أو آلة أو معدات مطلوبة من مؤسسة ما بمبلغ يزيد عن المبلغ اللازم لصناعتها، وحقوق حملة الصكوك تتمثل فيما دفعوه ثمنا لهذه الصكوك، إضافة إلى الربح المتحقق نتيجة الفرق بين تكلفة التصنيع وثمان البيع، ولا يجوز تداول هذا النوع من الصكوك مثله مثل صكوك السلم.

من خلال التطرق لأهم أنواع الصكوك الإسلامية يمكن حصر الإيجابيات التي تحظى بها أدوات التمويل الإسلامي فيما يلي :

- الصكوك تمثل ملكية حصص شائعة في الموجودات، بعكس السندات الربوية التي يملك حاملها حقوق الورقة المالية فقط دون استحقاق ثابت في أصل الموجودات.
- قابلية الصك الإسلامي للتداول، سواء أكان التداول بيعة أم هبة أم رهنا. و يمكن تداولها بكل الوسائل المشروعة سواء أكان بالمناولة أو بالوسائل الالكترونية.
- تصدر الصكوك الخاصة بمشروع معين بفتات متساوية، لأنها تمثل حصص متساوية في ملكية المشروع.
- ضبط الإصدار و التداول بضوابط شرعية، شأنها شأن كافة المعاملات المالية التي يجب أن تتم وفق القواعد المالية الإسلامية.
- تعمل الأدوات المالية الإسلامية على زيادة التدفقات في الاستثمارات المشروعة، الأمر الذي يؤدي إلى انفتاح سوق المال الإسلامية عالميا.
- الاعتماد على مبدأ المشاركة المتنوعة و توزيع المخاطر.
- تعمل على ضبط عملية التوريق لتكون لأصول عينية و ليس للديون، حيث أن الديون يمكن توريقها عند الإنشاء و لا تتداول.
- تقدم أسلوبا جيدا لإدارة السيولة تستطيع به المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية أن تدير به سيولتها.

3/ التطبيقات والتجارب للأسواق المالية الإسلامية:

فيما يلي سوف نستعرض أهم التجارب فيما يخص السوق المالية الإسلامية:

3-1/ السوق المالية الإسلامية الدولية: هي هيئة عالمية تعنى بتوحيد المعايير لشريحة أسواق المال ورؤوس المال الإسلامية في قطاع الخدمات المالية الإسلامية، وذلك لتوفير ما تحتاجه البنوك الإسلامية الدولية من سيولة ومنتجات مصرفية إسلامية. وتطوير سوق رأس المال وسوق النقد الإسلامية، تأسست السوق المالية الدولية عام 2002 بفضل الجهود المشتركة للمصارف المركزية في كل من البحرين وبروناي وأندونيسيا وماليزيا والسودان والبنك الإسلامي للتنمية، واتخذت من البحرين مقرا لها باعتبارها من أكبر المراكز

للمؤسسات المالية الإسلامية حيث يوجد 38 مؤسسة وعدد من المؤسسات المساندة مثل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، والوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف ومركز إدارة السيولة والمجلس العام للسيولة الإسلامية، ومركز التحكيم والمصالحة الإسلامي.

3-2/ سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا: يعود التطور الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا إلى أوائل التسعينات من القرن الماضي عندما قامت شركة (Shell MDS Sdh Bhd) بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي في عام 1990، تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه. وفي سنة 1994 قامت وزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية بتشكيل لجنة لدراسة الأنشطة والمعاملات في هذا السوق بصورة معمقة. ومن الخطوات الجوهرية التي اتخذتها هذه الهيئة هي تشكيل قسم سوق رأس المال الإسلامي في عام 1994، بالإضافة إلى اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في أواخر العام نفسه، وبعد عام من ذلك تحولت إلى اللجنة الاستشارية الشرعية.

4/ الضوابط الشرعية للسوق المالية الإسلامية:

تتمثل الضوابط الشرعية للسوق المالية الإسلامية في:

- **المنافسة الحرة:** وتظهر المنافسة في هذا السوق من خلال قانون العرض والطلب، حيث تتحدد أسعار الأوراق المالية من خلال مواجهة طلبات العرض والطلب، فالأصل في الإسلام عدم التدخل لتحديد أسعار السلع، إذ أن التعامل في شريعة الإسلام مبني على أساس الحرية وعلى ما يترضاها الطرفان وفي هذا منع للضرر الذي يعوق حركة التعامل في الأسواق.

- **الإفصاح:** وذلك من خلال نشر جميع المعلومات الخاصة بالشركات، كما يجب أن تكون هناك دراسات معمقة بالنسبة للشركات التي تقيد بالسوق المالية الإسلامية.

- **تحريم القمار:** تمنع السوق المالية الإسلامية العمليات الصورية المضاربية، حيث تقل في هذه السوق المضاربة على أسعار الأوراق المالية بدرجة كبيرة، وذلك بسبب تدخل السياسة المالية المعتمدة على الزكاة والتي تفرض عبئا مرتفعا على المتاجرة بالأدوات المالية والعملات، بينما تفرض عبئا بسيطا على الامتلاك طويل الأجل للأدوات المالية بدافع الاستثمار.

- **تحريم النجش:** وذلك من خلال الحد من الإشاعات الكاذبة التي تهدف إلى إحداث حركات مصطنعة في العرض والطلب بالتأثير على سلوكيات المتعاملين وبالتالي التأثير على الأسعار بشكل كبير ارتفاعا أو انخفاضاً.

-**تحریم الاحتكار:** وهي عملية يقوم بها المضاربون، وذلك بجمع الأوراق الموجودة في السوق واستغلال حاجة باقي المتعاملين لهذه الأوراق للوفاء بالتزاماتهم، بالتالي فهم يتحكمون في الأسعار بشكل كامل.

-**تحریم الغرر:** يطلق الغرر على البيوع التي تحمل جهالة وخذاع، ويظهر الغرر في سوق الأوراق المالية في العمليات التي تتم على الأوراق المالية دون إحضارها من أجل الاستفادة من فروقات الأسعار.

- **الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي:** في السوق المالي الإسلامي لا وجود للمضاربات بغرض الاحتكار، الذي يضيق المنافسة ويقضى على صغار المتعاملين ويؤدى إلى تركيز الثروة في يد فئة قليلة من المتعاملين تكون قادرة على السيطرة على المعاملات في الأسواق.

- **ضبط وترشيد الاستثمارات:** يهدف السوق المالي الإسلامي إلى توجيه الاستثمارات نحو المشروعات الضرورية والتي يحتاج إليها الناس جميعاً، وفيها منافع لحفظ الدين والعقل والنفوس والعرض والمال، وتجنب توجيه الأموال نحو الإسراف والتبذير، وعدم إنفاق أي مال لا يقابله عائد مشروع.

-**المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية:** إن من شروط تحقيق قيمة مضافة في الاقتصاد أن تكون الاستثمارات فيه حقيقية، وهذا ما تتميز به الأسواق المالية الإسلامية، حيث لا يوجد تناقض بين الأهداف الكلية للمجتمع في التنمية الاقتصادية وآلية تعامل الأفراد في السوق الإسلامية.

5/ الخصائص التي تؤهل السوق المالي الإسلامي للحد من الأزمات:

في إطار السوق المالي الإسلامي التي يتم من خلالها التعامل وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية أن تحد كل الأسباب المؤدية إلى فشل الأسواق المالية و نشأة الأزمات المالية و الاقتصادية و هذا من خلال الخصائص التالية:

- سوق تقل فيه المضاربات على أسعار الأوراق المالية بدرجة كبيرة، وذلك بسبب المنع الشرعي لكثير من المعاملات التي تعتبر مجالاً لعمليات المضاربة غير المشروعة، وبسبب السياسة المالية المعتمدة على الزكاة والتي تفرض عبئاً مرتفعاً على المتاجرة بالأدوات المالية بينما تعرض عبئاً بسيطاً على الامتلاك طويل الأجل للأدوات المالية بدافع الاستثمار.

- سوق يهتم بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ، ويعتبر أن معيار كفاءة الأسواق المالية هي تمويلها للمشروعات المنتجة الجديدة.

- لا يتم التعامل فيه بأدوات الدين، ذلك أنها تشجع وتحفز على تداول أدوات الملكية بشكل واسع، وتستحدث من الصيغ الاستثمارية كل ما يخدم عملية التبادل الحقيقي للسلع والخدمات.

- سوق خالي من البيوع الغير المشروعة كبيع الغرر، بيع العينــــة، بيع الكالئ بالكالئ ، بيع ما ليس عندك، بيعتين في بيعة واحدة... الخ.
 - سوق خالي من الاحتكارات والمعلومات المضللة والتي تؤثر على أسعار الأوراق المالية المتداولة.
 - سوق يوفر التمويل اللازم المشروع لشركات المساهمة العامة دون الحاجة إلى الاقتراض بفائدة أو إصدار أسهم عادية تشارك في الرقابة والإدارة.
 - سوق يساهم في التنمية الشاملة للبلاد وذلك عن طريق مشاركة المواطنين مع الدولة في مشروعيتها الإنمائية.
 - يلعب دورا فعالا في الحد من التضخم وذلك عن طريق مساهمته في إتاحة السيولة والتمويل طويل لأجل اللازمين لإيجاد فرص استثمارية جديدة.
 - يساهم في مقاومة الجشع وتشجيع الربح العادل الحلال.
- فالخصائص السابقة الذكر تؤهل السوق المالي الإسلامي للحد من الأزمات وتفسير ذلك فيما يلي:
- تظهر الفقاعة نتيجة عملية بيع الدين لأكثر من مرة مع تزايد حدة المضاربات و التعامل بالبيوع غير المشروعة، بحيث يصبح الجانب النقدي المتداول أو المتاح للتداول يفوق الجانب العيني، وهذا غير وارد في التعامل وفقا للشريعة الإسلامية، حيث من مبادئ الشريعة التعامل في الاقتصاد الحقيقي.
 - تحدد الشريعة الاسلامية هامشا للربح بما يكفل عدم المغالاة في الأسعار، ومن ثم تجنب حدوث فقاعات الأسعار.
 - ان السوق المالية الاسلامية تحد من الاكتمال وتشجع على الاستثمار بما يضمن عدم الوقوع في شح السيولة.
 - ان الاعتماد على أدوات وأساليب التمويل الشرعية في السوق المالية الاسلامية من شأنها المساهمة وبصفة فعالة في زيادة الاستثمار الحقيقي و بالتالي الحد من ظهور الفقاعة الاقتصادية.
 - توافر شرطي الرشادة الإسلامية و الكفاءة في الأسواق المالية الاسلامية من خلال الالتزام بالمعاملات والضوابط الشرعية يكفل تدنية المخاطر المرتبطة بالتعامل في الأوراق المالية، حيث لا يوجد مخاطرة للإلتئمان بسبب الشفافية التي يكفلها التعاقد في ظل السوق المالي الإسلامي، ولا يوجد مخاطرة تقلبات أسعار لفائدة، حيث لا يوجد تعامل بفائدة في الأسواق المالية و من هنا يختفي خطر السعر و خطر إعادة الاستثمار، أيضا لا وجود لمخاطرة السيولة، لوجود مبدأ لا ضرر و لا ضرار، فلا يستغل طرف طرفا آخر في المعاملة.

خاتمة:

منذ أن فرضت العولمة المالية على الاقتصاد العالمي وانعدمت القيود على حركة رؤوس الأموال، حدثت العديد من المضاربات المالية وتشابكت الأزمات، وأصبح الذعر وانهايار الثقة في الأسواق المالية هو العامل المشترك بين المستثمرين على مستوى العالم.

وان كانت الأزمة الآسيوية 1997 الأزمة التي بينت بشكل حاسم أن الأزمات المالية في نظام العولمة تنتقل بشكل سريع من سوق مالية إلى أخرى نظرا للترابط الهيكلي فيما بينها، فان أزمة الرهن العقاري 2007 تعد الأخطر، خاصة بعد ما أثبتت عجز النظام الاقتصادي العالمي على احتوائها والتخفيف من آثارها بشكل سريع وفعال، لتتسبب في ظهور أزمة الديون السيادية في عدد من دول منطقة اليورو التي توسعت في الإنفاق العام لحماية قطاعها المصرفية التي كانت متشابكة بشكل كبير بأزمة 2007 .

وبما أن التحقيقات أثبتت أن الأسباب الرئيسية لانهايار أسواق المال ترجع في الأساس إلى الممارسات والمعاملات المحرمة من الناحية الشرعية كالمقامرات، والمضاربات والتعامل بالربا والاحتكار، فقد أصبح قيام سوق مالي إسلامي محطة هامة تساهم في تقليل احتمالات الأزمات وعلاجها من خلال تركيزه على جملة من النقاط أهمها: ضبط عملية التوريق لتتم في صورة صكوك الإجارة والمشاركة والمضاربة، مع إمكانية توريق الديون عند الإنشاء دون أن تتداول وذلك من خلال صكوك المراجعة والسلم والاستصناع، ومنع أساليب المضاربات القصيرة الأجل من البيع على المكشوف والشراء بالهامش، بالإضافة إلى عدم التعامل بالمشتقات والمستقبليات والتعامل بدلا منها بأسلوب بيع السلم، وجعل الخيارات بدون مقابل والامتناع عن التعامل بالفوائد الربوية واستخدام أساليب المشاركات والبيع، ووضع ضوابط للمعاملات وإنشاء هيئات متخصصة للإشراف والرقابة في إطار الحرية المنضبطة التي يقوم عليها الاقتصاد الإسلامي ووضع السبل التي تساند الالتزام بالأخلاق الحميدة في التطبيق.

التهميش:

- ¹ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، ج1، دار كنوز اشبيلية للنشر و التوزيع، الرياض، ط1 ، 2005، ص33.
- ² احمد فهمي الإمام، أسواق الأوراق المالية في البلاد العربية ، اتحاد المصارف العربية، 1979 ، ص27.
- ³ Moez JOUDI ,Bourse des valeurs et marché financier, un article publié sur le site : www.dfr.ensta.fr
- ⁴ E.Barthalon, crises financières: un panorama des explications, revue problèmes économiques, n°2595, mars 1998, p01
- ⁵ F.Smishkin, le rôle de l'information dans les crises financières et bancaires, revue problèmes économique, n°2541-2542, Novembre 1997, p50.
- ⁶ محمد سعيد محمد الرملاوي، الأزمة الاقتصادية العالمية إنذار للأسماوية ودعوة للشريعة الإسلامية، دار الفكر العربي، الإسكندرية، 2011، ص15.
- ⁷ علي فلاح المناصر، وصفي عبد الكريم الكساسبة، الأزمة المالية العالمية حقيقتها، أسبابها، تداعياتها وسبل العلاج ، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي الدولي السابع حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال : التحديات، الفرص، الأفاق ، جامعة الزرقاء، عمان، يومي 10-11 نوفمبر 2009، ص7.
- ⁸ شوقي جباري، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، 1-2 ديسمبر 2010، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان- الأردن، ص04.
- ⁹ القرآن الكريم، سورة آل عمران، الآية 130
- ¹⁰ القرآن الكريم، سورة البقرة، الآية 275
- ¹¹ القرآن الكريم ، سورة البقرة، الآية 2278-2279
- ¹² هارون محمد صبري، أحكام السوق المالية: الأسهم والسندات ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي، دار النفائس للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 1999، ص271
- ¹³ عمر يوسف عبد الله عباينة، الأزمة المالية المعاصرة تقدير اقتصادي إسلامي، عالم الكتب الحديث، إربد، الأردن، 2011، ص170 .
- ¹⁴ عمر يوسف عبد الله عباينة، نفس المرجع، ص170-171
- ¹⁵ عمر يوسف عبد الله عباينة، نفس المرجع، ص172 .
- ¹⁶ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص917.
- ¹⁷ حجامي عبد الكريم قاسم، سلسلة الاستثمار الحديثة في خيارات الأسهم وخيارات مؤشرات الأسهم ، مطابع الفرزدق التجارية ، الرياض، بدون سنة النشر، ص9 .
- ¹⁸ المبارك محمد الطارقي، الاشتقاق المالي من منظور شرعي، مقال منشور على الموقع الإلكتروني التالي <http://iefpedia.com>.
- ¹⁹ زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ، ط1، دار وائل، 1998، ص107
- ²⁰ محمد سعيد محمد الرملاوي، الأزمة الاقتصادية العالمية إنذار للأسماوية ودعوة للشريعة الإسلامية، مرجع سابق، ص149-150
- ²¹ شوقي احمد دنيا، التلاعب في الأسواق المالية، بحث مقدم إلى الدورة ال20 للمجمع الفقهي الإسلامي - رابطة العالم الإسلامي، مكة المكرمة، 25-29 ديسمبر 2010
- ²² كمال توفيق حطاب، نحو سوق مالية إسلامية، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة ام القرى، مكة المكرمة، ص6
- ²³ نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية - البحرين-، مجلة الباحث، العدد 09/2011، جامعة ورقلة- الجزائر، ص254.