

دور السوق المالي الإسلامي في مواجهة الأزمات النقدية والمالية

دكتورة/ حدة رايس (*)

تمهيد

يتميز عالمنا المعاصر اليوم بتعدد وتنوع أزماته ، لكن تختلف فيما بينها في درجة شدتها واتساعها ويترتب على هذه الأزمات آثار متعددة اقتصادية واجتماعية ونفسية وما ينتج عن ذلك من إعادة توزيع الدخول والثروات فيما بين الأسواق الدولية ككل.

فما المقصود بالأزمة ؟ وما هي أهم أنواع وآثار الأزمات المالية والنقدية التي عرفتتها بعض البورصات العالمية والعربية ؟ وما هو دور السوق المالي الإسلامي في مواجهة الأزمات النقدية والمالية ؟ وهو ما سوف يتم التفصيل فيه من خلال العناصر التالية :

المبحث الأول: ماهية السوق المالية الإسلامية

يختلف مفهوم السوق المالية في الإسلام عن المفاهيم التقليدية السابقة الذكر ، من حيث انه يهدف إلى جعل المعاملات المالية تعقد في شكل منظم ، ومتفق عليه بين الأطراف المتعاملة ، ووفقا لأجال مختلفة ، بناء على قواعد وقيم الشريعة الإسلامية وحتى يتضح مفهومنا أكثر للسوق المالية الإسلامية نتعرض إلى نشأة هذه السوق في العديد من الدول الإسلامية وكذا حاجة الاقتصاد الإسلامي إليها وما هي الضوابط الشرعية العامة والمقومات الأساسية التي تحكم هذا النوع من الأسواق .

(*) أستاذة مساعدة مكلفة بالدروس جامعة محمد خيضر بسكرة الجزائر

المطلب الأول: نشأة وتطور السوق المالية الإسلامية

لقد عرفت الدول الإسلامية أسواق مالية في البداية، من خلال الدول الاستعمارية، حيث أنشأت العديد من البنوك والبورصات تطبيقاً لنظمها الاقتصادية، ولضمان تصدير المواد الخام إليها، وتسويق منتجاتها بهذه الدول. وفي هذا الإطار بدأت تظهر فكرة إنشاء سوق مالية إسلامية فيما بعد منذ حوالي عقدين من الزمن، وطرح هذه الفكرة د/ سامي حمود وذلك في ندوة البركة الثانية في تونس سنة ١٩٨٤م، وفي البحرين تم ذلك فعلاً سنة ١٩٨٦ بتأسيس شركات مساهمة إسلامية. وعدة منشآت استثمارية للأوراق المالية.

وتواصلت التجارب بعد ذلك، في إنشاء سوق مالية إسلامية والتي بدأت تظهر بوادرها في إصدار عدد من البنوك الإسلامية لبعض أنواع الصكوك والشهادات، وبدأت المؤسسات المالية بالتعاون لإيجاد أدوات مالية مستمدة من الشريعة الإسلامية، تشكل أساساً لسوق مالية إسلامية^(١).

ثم طرحت الفكرة أيضاً في المؤتمر الدولي الأول للبنوك الإسلامية الذي عقد في اسطنبول سنة ١٤٠٧هـ/ ١٩٨٦، وذلك في إطار: إنشاء صندوق استثمار مشترك تساهم فيه البنوك الإسلامية، وتكون مهمته إنشاء المشروعات وطرح صكوك أو شهادات لتمويل هذه المشروعات.

كما أكد د/ محمد سيد مناعي هذه الفكرة، في بحث مقدم إلى ندوة عقدت بألمانيا، في محرم ١٤٠٩هـ / أغسطس من سنة ١٩٨٦م وأكد على تطوير أدوات مالية إسلامية جديدة وتأسيس سوق ثانوية لهذه الأدوات، وهو ما أعيد التركيز عليه في القاهرة في: محرم ١٤٠٩هـ/ سبتمبر ١٩٨٨، بضرورة إنشاء سوق مالية إسلامية لتسهيل انتقال واستثمار الأموال الإسلامية في البلاد الإسلامية.

ولقد كانت لهذه المساهمات الفكرية، وإلى الوقت الحالي، اجتهادات ملحوظة في مجال الفكر الإسلامي الخاص بالأوراق المالية، وظهور عدة اقتراحات

بشأن هذه الأخيرة من الناحية العملية والعلمية وسندها من الناحية الشرعية، ولقد خرجت فعلا إلى حيز الوجود، حيث قامت العديد من الدول والمؤسسات المالية الإسلامية بإصدارها وطرحها للتداول ولقيت قبولا لدى الأفراد، مثل^(٢) : سندات الدين العام والخاص مثل سندات السلم وسندات المقارضة في الأردن، وشهادات القرض الحسن بماليزيا^(٣)، شهادات ودائع استثمارية، لبيت التمويل الكويتي والبنوك الإسلامية في السودان، وشهادات المعاملات الإسلامية في القاهرة، شهادات المشاركة في الباكستان، وشهادات صناديق التمويل لهيئة الاستثمار بالسودان...الخ.

وظهرت كذلك تدريجيا العديد من المحاولات حول إنشاء السوق المالية الإسلامية، وأهمها تجربة تأسيس مركز إدارة السيولة للبنوك الإسلامية بالبحرين عام ٢٠٠٢، ويبقى المجال مفتوحا للمزيد من البحث والتطوير.

المطلب الثاني: حاجة الاقتصاد الإسلامي إلى الأسواق المالية

إن مؤسسات الوساطة المالية، ومنها السوق المالية، هي وسائل لتحقيق الكفاءة الاقتصادية، ولها أهمية بالغة وتؤدي وظائف أساسية في الحياة الاقتصادية المعاصرة، وبشكل أخص بالنسبة للمجتمع الإسلامي، وذلك للأسباب التالية^(٤):

١٠ - لكون الاقتصاد الإسلامي اقتصاد مشاركة وليس القرض فيه وسيلة تمويل، ولذلك كانت الأوعية (ومنها الأسواق المالية) التي تؤدي إلى تعبئة المدخرات بطريقة المساهمة في رأس المال والمشاركة في مخاطر الاستثمار وفي الأرباح هي مؤسسات ملائمة للاقتصاد الإسلامي ومناسبة لطبيعته لأنها توفر الصيغ التي تمكن من توفير الأموال للمستثمرين وتحقيق السيولة للمدخرين ضمن الحدود الشرعية.

٠٢ - لاعتماد نشاطات البنوك الإسلامية على الاستثمار وليس على الإقراض ، في توظيف فائض السيولة ، ومن ثم يمكن أن تلعب الأسواق المالية دورا في تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد المالية المتاحة للبنك دون الإخلال بالتوازن المطلوب بين السيولة والربحية.

٠٣ - يضاف إلى ذلك مساهمة تكنولوجيات الإعلام والاتصال في تطوير نشاط السوق المالية الإسلامية من خلال استعراض اتجاهات الأسواق المالية العربية والأوربية ومعاملاتها المتوافقة مع الشريعة الإسلامية ، وفي ظل هذا النجاح يمكن أن ترتفع قدرة السوق المالية الإسلامية على تحدي مستويات المنافسة التي تفرضها الأسواق المالية المعاصرة.

المطلب الثالث: الضوابط الشرعية العامة للسوق المالية الإسلامية
هناك ضوابط شرعية عامة تميز السوق المالية الإسلامية وتعطيه أهمية أكثر ، نذكر منها^(٥) :

٠١ - الالتزام بالقيم الإسلامية : الإيمانية والأخلاقية والسلوكية في كل الأمور ، ومنها المعاملات في السوق المالية الإسلامية ، تجنباً للآثار السلبية لحدوث الأزمات المالية الناتجة عن ممارسة الاحتكارات ، أو التدليس ، أو المقامرة وغيرها ، من المعاملات المحرمة والتي تقتضي ضوابط السوق المالي الإسلامي الابتعاد عنها.

٠٢ - تجنب مختلف المعاملات الربوية^(٦) ، سواء في مجال الديون (ربا النسيئة) ، أو في مجال البيوع (ربا البيوع) ، باعتبار أن الفوائد الربوية هي مصدرا للأزمات الاقتصادية بصفة عامة ، والأزمات في السوق المالية بصفة خاصة^(٧).

٠٣ - تجنب البيوع غير المشروعة ، التي يتم بعضها في سوق الأوراق المالية المعاصرة مثل^(٨) : بيع الغرر ، بيع العينة ، بيع الكالئ بالكالئ ، بيع ما ليس عندك ، بيعتين في بيعة واحدة ، بيع النجش...الخ.

٠٤ - ضبط وترشيد وتوجيه الاستثمارات نحو المشروعات الضرورية ذات المنفعة العامة، بما يساهم في تحقيق التنمية الاجتماعية والاقتصادية.

٠٥ - شيوع الصديق والشفافية والأمانة في المعاملات المالية، وتقديم البيانات والمعلومات الصحيحة حول العقود والصفقات وظروف المختلفة للسوق المالية.

٠٦ - الوفاء بالعهود والعقود، وتداول الأوراق المالية الإسلامية الرائجة في السوق المالية الإسلامية، واستحداث منتجات مالية من شأنها أن تشجع المدخرين المحليين على توظيف أموالهم، وكذا إعادة توطيد الأموال المهاجرة خارج البلاد الإسلامية.

وأخيراً، فإن هذه الضوابط الشرعية تلعب دوراً استراتيجياً في تحسين أداء السوق المالية الإسلامية وتكسيبها قدرة تنافسية عالية، مستقرة ومستمرة، تجعلها في مستوى التحدي الذي تفرضه الأسواق المالية العاصرة.

المطلب الرابع: مقومات إقامة الأسواق المالية الإسلامية ومتطلباتها
يتوفر للسوق المالية الإسلامية مختلف المقومات الأساسية لاستمرار نذكر منها ما يلي^(١):

٠١ - المال: وهو متوفر، إذا تم استثماره داخل البلاد الإسلامية.

٠٢ - الأوراق المالية الإسلامية: لقد تمكن رجال الفقه والاقتصاد الإسلامي من صياغة أوراق مالية، خالية من المعاملات الربوية، تكون بديلة لمثيلاتها في السوق المالية التقليدية.

٠٣ - المؤسسات المالية المصدرة للأوراق المالية: فهي في حاجة إلى تمويل إسلامي لحمايتها من تلاعب المضاربين والمقامرين في استثمارها لمخدراتها.

٠٤ - توفر المتخصصين : من علماء الفقه الإسلامي وخبراء المال والأسواق والاقتصاد الإسلامي ، الذين يعملون على توجيه المعاملات المالية وفق الضوابط الشرعية.

وحتى يتم إنشاء سوق مالية إسلامية بمقوماتها السابقة يتطلب الأمر ما يلي^(١٠) :

٠١ - إعادة صياغة القوانين التي تحكم أسواق الأوراق المالية القائمة في البلاد الإسلامية لتتفق مع قواعد ومبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية.

٠٢ - إصدار أوراق مالية جديدة كبديل للأوراق المالية الحالية والتي تبين أنها مخالفة للشريعة الإسلامية ، وفي الفقه الإسلامي متسع لذلك.

٠٣ - وضع ميثاق لقيم المتعاملين في أسواق الأوراق المالية الإسلامية يتضمن الدوافع والزواجر (الثواب والعقاب) ، حتى يمكن ضمان عدم الانحراف في المعاملات.

٠٤ - وضع ميثاق بين كافة الدول الإسلامية للتعاون والتنسيق بينهم في التعامل في أسواق الأوراق المالية الموجودة لديهم.

٠٥ - التوسع في إنشاء المؤسسات المالية الإسلامية «مصارف إسلامية - شركات استثمار إسلامية - صناديق استثمار إسلامية - شركات سمسة إسلامية...» لدعم التعامل في أسواق الأوراق المالية الإسلامية.

المبحث الثاني: أنواع الأزمات المالية والنقدية العالمية والعربية
نتطرق في هذا المبحث إلى مفهوم الأزمة المالية وخصائصها الأساسية وأنواعها من خلال الآتي :

المطلب الأول: مفهوم الأزمة المالية وأسبابها

الأزمة هي عبارة عن التغير المفاجئ الحاد الأثر الذي يحدث بسبب تغيرات متصلة في القوى و يكون من نتائجها انهيار التوازن^(١١).

و يقصد بأزمة الأسواق المالية التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة أو مجموعة من الدول ، والتي من أبرز سماتها هو فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية و الذي ينعكس في تدهور كبير في قيمة العملة و في أسعار الأسهم لأهم الشركات الصناعية في السوق المالية^(١٢) ومن الأسباب الأساسية للأزمة المالية نذكر ما يلي^(١٣) : عدم استقرار الاقتصاد الكلي ، التقلبات في أسعار الفائدة العالمية ، التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية ، اضطرابات القطاع المالي ، عدم تلاؤم أصول و خصوم المصارف ، التحرر المالي غير الوقائي ، تدخل الحكومة في تخصيص الائتمان ، ضعف النظام المحاسبي والرقابي والتنظيمي.

المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية والمصرفية

يمكن تقسيم الأزمات في الأسواق المالية والنقدية إلى ثلاثة أنواع رئيسية هي^(١٤) :

أولاً أزمة النقد الأجنبي:

تحدث الأزمة في النقد الأجنبي أو العملة ، عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على العملة لبلد ما إلى تخفيض قيمتها أو إلى هبوط حاد فيها ، أو ترغم البنك المركزي على الدفاع على العملة ببيع مقادير ضخمة من احتياطياته ، أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة و يميز بعض المحللين بين أزمات العملة ذات الطابع القديم أو الحركة البطيئة و بين أزمات ذات طابع جديد. إذ أن الأولى تبلغ ذروتها بعد فترة من الإفراط في الإنفاق ، و الارتفاع الحقيقي في قيمة العملة التي تؤدي إلى إضعاف الحساب الجاري غالباً في سياق من الضوابط المتزايدة على رأس المال ، مما يؤدي إلى تخفيض قيمة العملة^(١٥).

أما في الحالة الثانية، فإن القلق الذي ينتاب المستثمرين بشأن جدارة ميزانيات جزء مهم من الاقتصاد، يمكن أن يؤدي في مناخ الأسواق المالية أو الرأسمالية الأكثر تحررا وتكاملا إلى الضغط سريعا على سعر الصرف.

ثانياً: الأزمة المصرفية:

تحدث الأزمات المصرفية عندما اندفاع فعلي أو محتمل على سحب الودائع من البنوك، مما يؤدي إلى قيامها بإيقاف قابلية التزاماتها الداخلية للتحويل أو إرغام الحكومة على التدخل لمنع ذلك بتقدي دعم مالي واسع النطاق للبنوك، وتميل الأزمات المصرفية إلى الاستمرار وقت أطول من أزمات العملة ولها آثار قاسية على النشاط الاقتصادي وقد كانت الأزمات نادرة نسبيا في الخمسينات والستينات بسبب القيود على رأسمال والتحويل ولكنها أصبحت أكثر شيوعا السبعينات وتحدث بالترااف مع أزمة العملة^(١٦).

ثالثاً أزمة الديون:

تحدث أزمة الديون إما عندما يتوقف عن السداد، أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث ومن ثم يتوقفون على تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية القروض القائمة. قد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص) أو دين سيادي (عام). كما أن المخاطر المتوقعة بان يتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأسمال المال الخاص إلى الداخل وإلى أزمة الصرف الأجنبي^(١٧).

رابعاً: أزمات مالية شاملة:

هي أزمات تتميز باضطرابات شديدة في الأسواق المالية، تضعف من قدرتها على العمل بكفاءة، و تؤدي إلى آثار غير مرغوب فيها بالنسبة للاقتصاد الحقيقي، ويتضمن هذا النوع صوراً مختلفة أهمها ما يلي :

٠١ - أزمة سيولة :

غالبا ما تنتج عن الاندفاع نحو سحب الودائع من البنوك ، و التي قد تكون بسيطة إذا تعلق الأمر ببنك واحد ، حيث يستطيع في هذه الحالة بيع بعض أصوله لمجابهة طلبات المودعين ، لكن إذا كان التزام على سحب الودائع ظاهرة عامة تتعلق بكل النظام المصرفي ، فان تنافس البنوك على التصرف في أصولها و محاولة تسيلها يؤدي إلى انهيار قيمتها ، و من ثم تتحول مشكلة السيولة إلى مشكلة عدم القدرة على الوفاء بالتزامات.

٠٢ - أزمة التوقف عن الوفاء بالتزامات :

وتنتج عن اختلال الهياكل التمويلية للمشروعات ، وعدم توافق هياكل الاستحقاق بين أصول وخصوم البنوك ومحدودية رؤوس أموالها ، عندما تتعرض المشروعات والبنوك إلى التعثر و تصبح على وشك التوقف عن الوفاء بالتزاماتها ، فتميل إلى الدخول في مجالات استثمار مرتفعة المخاطر أملا في الحصول على عوائد مرتفعة ، كبديل من الدخول في مجالات استثمار آمنة منخفضة العائد ، وفي كثير من الأحيان ينتهي بها هذا السلوك إلى الإفلاس ، كما حدث لبنوك الإقراض والادخار في الوم.أ مطلع الثمانينات.

٠٣ - أزمة انفجار فقائيع الأصول^(١٨) :

تحدث هذه الأزمة عندما ترتفع أسعار الأصول ارتفاعا شديدا بسبب هجوم مضاربي عنيف ، حيث يعتقد كل مضارب أنه بمعزل عن مخاطر انهيار السوق لأنه يستطيع الخروج منه في الوقت المناسب ، أو لتحقيقه مكاسبا رأسمالية ضخمة تؤمنه ضد مخاطر الانهيار ، و لكن بمجرد عودة أسعار الأصول إلى قيمتها الحقيقية يحدث الانهيار ، و خير مثال عن ذلك أزمة الكساد العظيم في ١٩٢٩ في الوم.أ ، و انهيار سوق الأوراق المالية في اليابان عام ١٩٩٠م.

٠٤ - أزمة استراتيجيات وقف الخسائر:

يحصل هذا النوع من الأزمات عند إصدار المضاربين و التجار أوامرهم بالبيع أو الشراء إلى السماسرة بسعر معين ، فإذا ما انتشرت هذه الممارسات ، فإن انخفاض الأسعار سيتفاقم بشكل ضخم ، و من أشهر الأمثلة على ذلك أزمة أكتوبر ١٩٨٧ في الو.م.^(١٩).

المطلب الثالث: أمثلة على بعض الأزمات العالمية والعربية

من أمثلة الأزمات المالية في البورصات العالمية نذكر ما يلي :

أولاً: الأزمات المالية في السبعينات:

نذكر من أهمها :

٠١ - أزمة فيانا ١٨٧٣ في ٩ ماي ١٨٧٣.

- وسببها المضاربة الجاحمة و المفرطة على الأسهم لسوق الأوراق المالية بفيانا وزيادة عمليات البيع و الشراء للأسهم مع ضمانات ضعيفة جدا على الدائع مما أدى إلى انقلاب حاد في موازين الاقتصاد العالمي^(٢٠).

٠٢ - أزمة التضخم الحاد الألماني بنوفمبر ١٩٢٣ .

وكان سببه الرئيسي الحرب العالمية الثانية حيث قامت القوات الفرنسية بشل الحركة على منطقة الرور RUHR و هي المنطقة الاقتصادية الأولى بألمانيا وقد أدى ذلك إلى انخفاض القيمة السوقية للمارك الألماني ولقد تطلبت الأزمة الألمانية تدخل من طرف الأجانب لفك الحصار الذي تشنه فرنسا مما أدى إلى استنجد الرئيس هتلر ببعض البريطانيين و الأمريكيين لحماية مصالحهم وإقناع فرنسا.

٠٣ - انهيار البورصات العالمية عام ١٩٢٩ - أزمة الخميس الأسود

شهد وول ستريت Wall Street مزيدا من الارتفاع في أسعار البورصة

خلال شهر سبتمبر من عام ١٩٢٩. بسبب الاحتفاظ أو عدم التوقف عن شراء الأسهم بالسوق، و لكن بنهاية شهر سبتمبر بدأت المشاكل حيث كانت أسعار الأسهم تنخفض أو ترتفع بسبب تدخل البنوك. و قد أخذت حركات الانخفاض في التسارع اعتباراً من يوم السبت ١٩ أكتوبر ١٩٢٩ و هو بداية انهيار البورصة، حتى جاء يوم الخميس ٢٤ أكتوبر وبدأ هجوم كثيف لطلبات البيع وتسييل محافظ الأوراق المالية لتصل الأزمة في هذا اليوم بتداول ١٢.٩ مليون سهم ناتج عنها خسارة قدرها ٦ مليار دولار^(٢١).

٤. - أزمة عدم قابلية تحويل الدولار الأمريكي أوت ١٩٧١

وحدثت هذه الأزمة في ١٥ أوت ١٩٧١ فقررت الولايات المتحدة توقيف تحويل الدولار الأمريكي إلى ذهب مما أدى إلى تبني أمريكا في فيفري ١٩٧٣ م لنظام الصرف العائم (المتقلب) و بهذا الحدث ظهرت الأسواق المالية الحديثة ببورصة أمريكا في ١٩٧٣ و نشأت تبعاً للضرورة القائمة على إنشاء سوق للصرف و ذلك لاستخدام النظام الجديد (سعر الصرف العائم) وتمويل العجز السائد بالمؤسسات المالية بأمريكا.

ثانياً: الأزمات المالية بعد الثمانينات:

ومن أهمها نذكر :

- أزمة يوم الاثنين ١٩ أكتوبر ١٩٨٧ م - الاثنين الأسود^(٢٢).
- أزمة أكتوبر ١٩٨٩ - الجمعة اليتيمة ١٣/١٠/١٩٨٩ م^(٢٣).
- الأزمة المالية في المكسيك في أواخر ١٩٩٤.
- أزمة جنوب شرق آسيا ٢٧/١٠/١٩٩٧ - النمر الآسيوية^(٢٤).
- الأزمة المالية والاقتصادية في روسيا ١٩٩٨.

- الأزمة البرازيلية عام ١٩٩٩

ثالثاً: الأزمات الحديثة بعد سنة ٢٠٠٠

ومن أمثلتها نذكر:

٠١ - إنهيار أسعار الأسهم الأمريكية في عام ٢٠٠٠ و ٢٠٠١ وتنقسم إلى أنواع الأزمات التالية^(٢٥):

- انهيار أسعار الأسهم الأمريكية في إبريل ٢٠٠٠ م.
- انهيار أسعار الأسهم الأمريكية في مارس ٢٠٠١ م.
- انهيار أسعار الأسهم الأمريكية في سبتمبر ٢٠٠١ م.

٠٢ - أزمة العقود العقارية بالولايات المتحدة الأمريكية أوت ٢٠٠٧ م «subprime»^(٢٦):

أما عن أمثلة الأزمات المالية في البورصات العربية نذكر ما يلي:

أولاً: تدهور وركود البورصة المصرية في عام ١٩٦١ م

حيث تدهور حجم التعامل من حيث النوعية وعدد الأوراق المتداولة واتجهت مستويات الأسعار إلى الهبوط السريع نتيجة العديد من الإجراءات التي أدت إلى فقدان الثقة في نفوس المتعاملين^(٢٧).

ثانياً: أزمة بورصة بيروت في منتصف الستينات

والتي انعكست بوضوح على حجم التبادل حيث تراجع حجم التعامل وتدهورت أسعار الأسهم بسبب زيادة حدة التضخم وانعكاساته على الاستثمار في البورصة.

ثالثاً: أزمة سوق المناخ بالكويت عام ١٩٨٣ م

بسبب مبالغة المتعاملين في البيع بأجل و بأسعار فاقت قدراتهم المالية.

وغياب الإطار القانوني والرقابة الفعالة على المعاملات في سوق المناخ وتوقف تدفق رؤوس الأموال إلى الكويت والمضاربات الحادة مما نتج عنه هبوط أسعار الأسهم في السوق الرسمية (البورصة)، وهبوطها بصورة اشد في سوق المناخ.

رابعاً: أزمة البورصة المصرية عام ١٩٩٥ م

بسبب التسعير الخاطئ لأسهم شركات القطاع الأعمال العام. وعملية المضاربة التي تستند أساساً على الاندفاع في الشراء أو البيع دون توفر المعلومات الكافية.

خامساً: أزمة سوق الإمارات للأوراق المالية عام ١٩٩٨ م

فقد كان ذلك نتيجة المضاربات الشديدة في أسعار الأسهم التي وصلت إلى ذروتها يوم ١٦ سبتمبر ١٩٩٨ م، حيث ارتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المساهمة التي يتم تداولها في ذلك الحين لتبلغ ١٢٣ر٨ مليار درهم كما أدت موجة بيع كميات كبيرة من الأسهم لجني أكبر قدر من الأرباح إلى تدهور الأسعار بشكل كبير حتى انخفض مؤشر أبو ظبي خلال ثلاثة الشهور ونصف الأخيرة من عام ١٩٩٨ م حوالي ١٤٧١ر٦٧ نقطة، فبعد إن وصل المؤشر إلى أعلى مستوى له في ١٦ سبتمبر ١٩٩٨ م وهو ٥٠٦٢ر٢ نقطة انخفض ليصل إلى ٣٥٩٠ر٥٣ نقطة في نهاية ديسمبر ١٩٩٨ م ويشكل هذا الانخفاض ما نسبته ٢٩ر١٪ ويعد هذا الهبوط شديد في أسعار الأسهم خلال فترة وجيزة. فقد انخفضت القيمة السوقية لأسهم هذه الشركات لتصل في نهاية ديسمبر ٢٠٠٠ م إلى ٨٠ر٣ مليار درهم، مقارنة مع ١٢٣ر٨ مليار درهم في سبتمبر ١٩٩٨ م أي إن حجم خسائر أسهم شركات المساهمة بسوق الإمارات قد بلغ ٤٣ر٥ مليار درهم من قيمتها السوقية خلال الفترة من ١٣ سبتمبر ١٩٩٨ م إلى نهاية ديسمبر ٢٠٠٠ م.

المطلب الرابع: الآثار العامة الناتجة عن أزمات الأسواق المالية

بصفة عامة فإن الآثار الناتجة عن حدوث أزمات الأسواق المالية كبيرة ومتعددة وتختلف هذه الآثار من أزمة إلى أخرى و بدرجات متفاوتة وفيما يلي أهم الآثار الناتجة عن تلك الأزمات^(٢٨):

٠١ - زيادة التوتر النفسي الذي يفقد ثقة كثير من المستثمرين في سوق الأوراق المالية .

٠٢ - انخفاض الاستثمار في الأوراق المالية والتحول إلى الاستثمارات الأخرى البديلة.

٠٣ - انخفاض قيمة الشركات المدرجة والتأثير السلبي على أدائها ونشاطها وعدم تنميتها واستقرارها.

٠٤ - التوجه إلى الاستثمارات قصيرة الأجل.

٠٥ - تفاقم مشكلة السيولة وضعف الأسواق المالية .

٠٦ - عدم الكفاءة في تخصيص الموارد.

فأزمات بورصات الأوراق المالية تؤثر تأثيرا ماديا ومعنويا على أطراف متعددة محليا ودوليا وتتأثر بها أيضا حيث تختلط الأسباب بالنتائج وتتداخل في عناصرها وأسبابها، فمثلا نجد أن أهم من يتأثر بهذه الأزمات هم المستثمرون من نواحي نفسية وعدم ثقة في الاستثمار بالأوراق المالية على الرغم من أن سلوكيات بعض المستثمرين تعد من أهم أسباب الأزمات و ذلك بقيامهم بالتلاعب في الأسعار والقيام بالمضاربات المفرطة و المعاملات التي تقوم على الغش أو رفع الأسعار وخفضها بصورة مصطنعة أو القيام بترويج الإشاعات والمعلومات غير حقيقية والممارسات غير أخلاقية وغير قانونية ، وحسب رأينا يعتبر المنهج الإسلامي

الأداة الناجعة للأزمات المالية والمصرفية في الأسواق المالية كما نوضح ذلك في العناصر الموالية.

المبحث الثالث: المنهج الإسلامي لعلاج الأزمات المالية والمصرفية في الأسواق المالية

نتعرض في هذا المبحث إلى مختلف السياسات الوضعية والإسلامية لتجنب الأزمات المالية والمصرفية كما يلي :

المطلب الأول: السياسات الوضعية لتجنب الأزمات المالية والمصرفية
تطرح في الأدبيات الاقتصادية و التجارب العملية جملة من السياسات الهادفة إلى تقليل احتمال حدوث الأزمات المالية منها^(٢٩) :

- ١- العمل على تقليل الاضطرابات و المخاطر التي يتعرض لها الجهاز المصرفي.
- ٢- التقليل من حالات عدم التلاؤم والمطابقة في السيولة مع التزامات المصرف الحاضرة .
- ٣- تقليص دور الدولة في القطاع المصرفي و التقليل من القروض الموجهة من الحكومة.
- ٤- تقوية وتدعيم النظام المحاسبي والقانوني وزيادة الشفافية والإفصاح عن نسبة الديون المعدومة من جملة أصول المصرف والقطاع المصرفي والمالي.
- ٥- تحسين نظام الحوافز لملاك المصارف وإدارتها العليا بما يخدم ويعزز نشاطات المصارف بحيث يتحمل كل طرف نتائج قراراته على سلامة أصول وأعمال المصرف.
- ٦- منع وعزل آثار سياسة سعر الصرف المعمول بها من التأثير السلبي على أعمال المصرف أو تهديد بإحداث أزمة في القطاع المصرفي .

- ٠٧ - إعطاء استقلالية أكبر للمصارف المركزية في تنفيذ السياسة النقدية الملائمة.
- ٠٨ - زيادة التنافس في السوق المالي وذلك عن طريق فتح المجال لمصارف جديدة سواء محلية أو أجنبية والحد من انتشار احتكار القلة ورفع الحد الأقصى لرأس المال المدفوع والمصرح به حتى تستطيع المصارف تلبية التزاماتها الحاضرة والمستقبلية في عالم تتسم فيه عمليات انتقال رؤوس الأموال بسرعة فائقة.
- ٠٩ - الرقابة الوقائية واستخدام طرق أفضل لمراقبة أعمال المصارف التجارية بهدف زيادة المقدرة على التنبؤ بالكوارث والأزمات المصرفية قبل حدوثها^(٣٠).
- المطلب الثاني: الأزمات المالية والمصرفية في الأسواق المالية من منظور إسلامي**
- نتناول في هذا المطلب أسباب الأزمات في السوق المالية من منظور إسلامي وكذا طرق معالجتها وفقا لهذا النظام كما هو موضح في العناصر التالية:
- أولاً: تشخيص أسباب الأزمات في السوق المالي**
- من المعالم الأساسية التي تسبب انهيار سوق الأوراق المالية: المقامرات والمضاربات والتعامل بالربا والاحتكار والتدخلات السياسية، ولعل هذه السلوكات غير الشرعية تشكل عائقاً أمام تدير الموارد المالية وحسن توظيفها وما ينتج عن ذلك من آثار سلبية وأزمات مالية، والتي نتعرض لها تفصيلاً كما يلي:
- ٠١ - سيطرة رؤوس الأموال الكبيرة في الأسواق المالية :
- وهذا يمكنهم من التأثير المخطط لإحداث ضرر كبير بصغار المستثمرين والمتعاملين ولاسيما إذا كان يدعم هؤلاء المسيطرين مؤسسات مالية أجنبية لها أغراض خاصة وحاقدة، وتؤكد مختلف الدراسات التي تمت أن - جورج سورس - اليهودي كان من بين أسباب الأزمة في دول شرق آسيا.

وتعتبر هذه السيطرة نوعاً من أنواع الاحتكار المنهي عنه شرعاً لقوله ﷺ: «المحتكر ملعون»^(٣١) وقوله ﷺ: «لا يحتكر إلا خاطئ»^(٣٢).

٠٢ - المعاملات الربوية

ومن صورها في سوق الأوراق المالية التعامل بالسندات بفائدة ثابتة وبدل التأجيل في العمليات الآجلة وشرط الفسخ، فعندما يعجز المدين عن سداد الفائدة أو رد قيمه السند في ميعاد استحقاقه تروج الشائعات حول تلك الأوراق فينخفض سعرها وتنهار معها المؤسسة أو الشركة أو الحكومة المصدرة لتلك السندات، و يترتب علي ذلك ضياع أو تبديد وأكل أموال الناس بالباطل، والإسلام يحرم التعامل بالربا لقوله تعالى: ﴿وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا﴾^(٣٣) ويقول ﷺ: «لعن الله الربا و موكله و شاهديه و كاتبه ، وقال : هم سواء»^(٣٤).

ولقد صدر عن مجمع الفقه الإسلامي بحجده في مؤتمره السادس: تحريم التعامل في السندات مهما كان نوعها أو شكلها، وفي حالة الشراء الجزئي أو البيع المكشوف، ويعجز المشتري عن سداد ما عليه من دين بفائدة وينخفض سعر الورقة وبالتالي التخلص منها بأي ثمن مما يؤدي إلى سلسلة من المضاعفات تقود إلى الانخفاض الشديد في الأسعار بدون مبرر اقتصادي و استثماري وهذا بسبب المعاملات الآجلة بقروض ربوية.

٠٣ - الشائعات المغرضة

والتي لا أساس لها من الحقيقة التي غايتها إحداث أضرار كبيرة بالتعاملين وبالسوق وبالاقتصاد القومي، والتي تقوم بها مجموعة من كبار التعاملين في الأسواق بتخطيط وتنظيم دقيق مدعم من قبل المنظمات المالية الأجنبية وقد يكون لبعضها أغراض سياسية خبيثة، فعلي سبيل المثال تصدر شائعة بوجود خسارة بالشركة فتتخفض أسعار أسهمها، أو أن يتوقع وجود عجز

في ميزانية دوله ما فينخفض سعر أوراقها وسنداتها أو أن هناك احتمالا أن تقوم الدولة بتخفيض عملاتها وهكذا...

فالإسلام يرفض هذه الشائعات لقوله تعالى: ﴿وَلَا تُطِيعُوا كُلَّ حَلَّافٍ مَّهِينٍ ۖ هَٰمَازٍ مَّشَاءٍ بِنَمِيمٍ﴾^(٣٥). ويقول تعالى: ﴿سَمْعُونََ لِلْكَذِبِ أَكْثَرُونَ لِلْحَقِّ﴾^(٣٦) وقوله ﷺ: «ثلاثة لا ينظر الله إليهم يوم القيامة ولا يزكيهم ولهم عذاب أليم: المسبل والمنان والمنفق سلعته بالحلف الكاذب»^(٣٧) ويقول ﷺ: «كبرت خيانة أن تحدث أخاك حديثا هو لك به مصدق وأنت له به كاذب»^(٣٨).

٥٤ - المقامرات القائمة علي الغرر والتدليس والكذب والغش والتوقعات وهو أن كل متعامل سواء كان مشتريا أو بائعا يربط حظه بتقلبات الأسعار المتوقعة فهذا نوع من أنواع القمار الذي نهي الشرع عنه، كما أن معظم المعاملات في سوق الأوراق المالية لا تقوم على القبض الفعلي حسب ضوابط الفقه الإسلامي حيث يتم بيع بعض الأوراق المالية وهي في ذمة البائع الأول، وقبل أن يحوزها المشتري الأول تحدث عدة بيوعات، وليس الغرض من ذلك إلا قبض أو دفع فروق الأسعار بين البائعين والمشتريين غير الفعليين، فهذه المقامرة محرمة وقد حرمت الشريعة الإسلامية التدليس بإخفاء معلومات ودليل ذلك قوله تعالى: ﴿وَلَا تَلْبِسُوا الْحَقَّ بِالْبَاطِلِ وَتَكْتُمُوا الْحَقَّ وَأَنْتُمْ تَعْمُونَ﴾^(٣٩) ويقول الله تعالى: ﴿يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ﴾^(٤٠) وقوله ﷺ: «إياكم وكثرة الحلف في البيع فانه ينفق ثم يحق»^(٤١).

٥٥ - التدخلات من قبل المنظمات المالية والنقدية العالمية

مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي وبنك الإنشاء والتعمير والتي

يسيطر عليها اليهود و الدول الأمريكية وغيرهم من الذين يحاولون السيطرة على أسواق المال في دول العالم الثالث من خلال عملائهم وهذا لا يحتاج إلى دليل أو برهان و لعل تصريحات بعض المسئولين في هذه المنظمة خير دليل على ذلك .

ولقد تبين من التحليلات السياسية والاقتصادية العالمية أنه هناك خوف و ذعر من النمو الاقتصادي في دول النمر السبع ، ووجود خلاف بينهم وبين المؤسسات المالية العالمية حول تخفيض قيمه العملة وعلاج العجز في ميزان المدفوعات وتحجيم التصدير إلى بعض الدول ، ولقد أدت هذه الخلافات إلى وجوب توجيه أزمة ماله اقتصادية إلى تلك الدول وهو ما حدث فعلا .

٠٦- اقتراض الشركات والمؤسسات وغيرها من المؤسسات المالية بفائدة ربوية فعندما يحين ميعاد سداد تلك القروض ولا تجد سيوله تضطر تلك الشركات والمؤسسات إلى التخلص مما قد يكون لديها من أسهم أو سندات في سوق الأوراق المالية بأي سعر ، ويترتب علي ذلك زيادة العرض يعقبه انخفاض في السعر وينجم عن ذلك خسارة وفوضي وإشاعات وحالة تشاؤم في السوق وهذا الانخفاض غير حقيقي وليس له مبرر اقتصادي وسببه الحقيقي القروض بالفائدة المحرمة شرعا وهي من الأسباب الرئيسية للأزمات .

٠٧- الاقتراض الأجنبي بفوائد

فقد تلجأ الشركات والمؤسسات والحكومات إلى الاقتراض بفوائد من البنوك والمؤسسات المالية العالمية الخارجية وهذا يسبب أزمات مالية وخسائر باهظة لدي المقترضين وتتدخل المؤسسات المالية العالمية مثل صندوق النقد الدولي وتفرض على الدولة المدينة رفع سعر الفائدة وهذا بدوره يفرض سلسله من المضاعفات تؤدي إلى انهيار في السوق المالية وفي الاقتصاد القومي بصفه عامة.

٥٨ - الإسراف والتبذير:

من أسباب الأزمات الاقتصادية التوجيه غير الرشيد للأموال في الكماليات والمظهرات والإسراف والتبذير، سواء من قبل بعض الشركات أو المؤسسات أو من قبل الحكومة، وهذا يعتبر تبديدا للأموال من جهة ولا يحقق التنمية الحقيقية من جهة أخرى، ويضاعف من مخاطر ذلك إذا كانت هذه الأموال مقترضة بفوائد ربوية، وهذا له دور رئيسي في إحداث الأزمات أيضا في السوق المالية.

ثانياً - قدرة السوق المالية الإسلامية على مواجهة الأزمات في الأسواق المالية
ثبتت قدرة السوق المالية الإسلامية على مواجهة الأزمات المالية والنقدية من خلال الالتزام بقيم المنهج الإسلامي على النحو التالي^(٤٢):

١- الالتزام بالقيم الإسلامية: في كل الأمور ومنها المعاملات في الأسواق، وكلما كان الالتزام بالقيم ضعيفا، كلما كانت هناك فرص لحدوث الأزمات في المعاملات في الأسواق، وتمثل هذه القيم الوجيهة أو الوقاية من حدوث الاحتكارات والتدليس والكذب والمقامرة والتعامل بالربا والإسراف والتبذير ومن بين تلك القيم نذكر:

- أ- القيم الإيمانية: ومنها استشعار الخوف من الله والمحاسبة الآخروية.
- ب- القيم الأخلاقية: ومنها الصدق والأمانة والإخلاص والعفو والتسامح والوسطية والوفاء.
- ج- القيم السلوكية: ومنها التعاون والتضامن والأخوة والاستقامة والحكم والأناة والرفق.

وصدق رسول الله ﷺ حيث يقول: «إن التجار يبعثون يوم القيامة فجارا إلا من اتقى الله وبر وصدق»^(٤٣).

٢- تجنب المعاملات الربوية: سواء كانت في مجال الديون «ربا النسيئة» أو في مجال البيوع «ربا البيوع»، وتعتبر فوائد الديون وفوائد القروض وفوائد

السندات من الربا المحرم بأدلة الكتاب والسنة وجمهور الفقهاء ، كما تعتبر هذه الفوائد من السباب الرئيسية لحدوث الأزمات المالية بصفة خاصة والاقتصادية بصفة عامة ، ومن المنظور الإسلامي تعتبر هذه الأزمات من أنواع الخراب والمحق الذي أشار الله إليه في القرآن الكريم : ﴿يَمَحَقُ اللَّهُ الرِّبَا وَيُرِيي الصَّدَقَتِ﴾^(٤٤) كما تعتبر كذلك من الحرب التي توعد الله بها المتعاملين بالربا مصداقا لقوله تعالى : ﴿يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا أَنْتَقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ فَإِنْ لَمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ﴾^(٤٥) .

٣- تجنب البيوع غير المشروعة : ومنها ما يتم في السوق المالية مثال : بيع الغرر ، بيع العينة ، بيع الكالئ بالكالئ نبيع ما ليس عندك ، بيعتين في بيعة واحدة ، بيع النجش ، بيع الوفاء ...إلخ.

٤- تطهير المعاملات من الاحتكار : سواء كان احتكار كبار المتعاملين أو احتكار المؤسسات المالية والنقدية العاملة في تلك الأسواق نأو احتكار الدولة ، ويجب أن تكون هناك منافسة حقيقية لا يشوبها غرر أو جهالة أو تدليس أو مقامرة أو مضاربة أو أي صورة من صور أكل أموال الناس بالباطل .

ومن مساوئ الاحتكار وأخطاره الجسيمة أنه يضيق المنافسة ويقضي على صغار المتعاملين ويؤدي على تركيز الثروة في يد قليلة من المتعاملين تكون قادرة على السيطرة على المعاملات في الأسواق ، ولقد تضمنت الشريعة الإسلامية القواعد والأحكام التي تعالج الاحتكار ومنها تحريم البيوع السابقة الذكر.

٥- ضبط وترشيد الاستثمارات نحو المشروعات الضرورية : والتي تحتاج إليها الناس جميعاً وفيها منافع لحفظ الدين والعقل والنفس والعرض والمال ، وتجنب توجيه الأموال نحو الإسراف والتبذير ، وعدم إنفاق أي مال لا يقابله عائد مشروع.

خلاصة

وفقا لما سبق نستخلص أن الأزمة تعبر عن حالة تواجهها المؤسسات والمشروعات تتلاحق فيها الأحداث و هي نتائج مجموعة تغيرات تراكمية تغذي كل منهما الأخرى و تتشابك معها الأسباب بالنتائج.

ولقد كانت للأزمات وقع وأثر كبيرين على اقتصاديات البلدان العربية والمتقدمة ، إذ أنها غالبا ما تشهد تدهورا حادا في الأسواق المالية نظرا لفشل الأنظمة المصرفية والمالية في أداء مهامها الرئيسية والذي يتسبب في تدهور كبير في قيمة العملة وأسعار الأوراق المالية المتداولة وبالتالي التأثير السلبي على قطاعات الإنتاج و العملة.

ومن أهم العوامل التي أسهمت في حدة الانعكاسات والآثار السلبية المباشرة للأزمات المالية والاقتصادية العالمية على الدول العربية ضيق ومحدودية الأسواق المالية العربية وعدم اندماجها في الاقتصاد العالمي ومحدودية الاستثمار الأجنبي.

كما أن الأسباب الرئيسية للأزمات وانهيار البورصات متعددة ومتداخلة ومتشابكة ، وقد ترجع هذه الأسباب إلى ضعف أو خطأ في سلوك المستثمر والمؤسسات المالية وإدارة المخاطر والمضاربات الوهمية والممارسات الغير أخلاقية والغير القانونية. والتي تفتقد كلها إلى القيم الإسلامية في المعاملات المالية والمصرفية خاصة ، حيث تقوم هذه الأخيرة على الضوابط الشرعية السابقة بهدف تطوير طرق وأساليب التمويل في الأسواق المالية والمحافظة على الموارد المالية للمجتمع وتحقيق التنمية الاقتصادية الحقيقية.

قائمة الهوامش

- (١) مجلة الاقتصاد الإسلامي، أخبار البنوك الإسلامية، بنك دبي الإسلامي، الإمارات العربية المتحدة، العددان: ٥٢-٥٣، ربيع الأول والثاني ١٤٠٦هـ/ نوفمبر وديسمبر ١٩٨٥ م، ص ١١.
- (٢) عبد الرحمان يسري أحمد، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل (الدار الجامعية، مصر، ٢٠٠٤م)، ص ٣٤٧.
- (٣) أون إسماعيل: «تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا»، ملتقى التجربة الماليزية في العمل المصرفي الإسلامي، الكويت: من ٠٩ إلى ١٢ مارس ١٩٩٧م، ص ٢٢١.
- (٤) محمد علي القرني، نحو سوق مالية إسلامية، دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، السعودية، المجلد الأول، العدد الأول، رجب ١٤١٤ / ديسمبر ١٩٩٣م، ص ١٢.
- (٥) حسين شحاتة، «المنهج الإسلامي لتشخيص ومعالجة أزمات سوق الأوراق المالية»، مجلة الاقتصاد الإسلامي، بنك دبي الإسلامي بدولة الإمارات العربية المتحدة، العدد ٢١٦، ربيع الأول ١٤٢٠ / يونيو ١٩٩٩، ص ١٣.
- (٦) عبد الرزاق رحيم جدي الهيدي، المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار أسامة للنشر، الأردن، السنة غير مذكورة، ص ٥٧ وما بعدها.
- (٧) نضال الشعار، سوق الأوراق المالية وأدواتها - البورصة، (الجندي للطباعة والنشر، سوريا، ٢٠٠٦)، ص ١٦ وما بعدها.
- (٨) نزيه حماد: معجم المصطلحات الاقتصادية في لغة الفقهاء. (المركز العالمي للفكر الإسلامي، الولايات المتحدة الأمريكية، ١٤١٤/١٩٩٣)، ص ٢٢٩.
- (٩) حسين شحاتة، مرجع سابق، ص ١٤.
- (١٠) حسين شحاتة وفيات عطية: الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية (مكتبة التقوى، مصر، ١٤٢٢ / ٢٠٠١)، ص ١٠١.
- (١١) عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في البورصات الأوراق العربية والعالمية و التنمية المتواصلة (شركة أبو ظبي للطباعة والنشر أبو ظبي. ٢٠٠٢)، ص ٢٠.

- (١٢) عرفات تقي الحسيني: التمويل الدولي (دار مجدلاوي للنشر عمان، الطبعة الأولى ١٩٩٩)، ص ٢٠٠.
- (١٣) ناجي التوني: الأزمات المالية. جسر التنمية سلسلة دورية تعني بقضايا في الأقطار العربية، عدد ٢٩ مايو ٢٠٠٤ السنة الثالثة. ص ٠٤ - ٠٨.
- (١٤) كريستينا ملدر: عين العاصفة - يدفع الطابع الجديد للأزمات إلى الإسراع بإعادة التفكير في إجراءات الوقاية وتدابير الحل. التمويل والتنمية: تصدر كل ثلاثة أشهر عن صندوق النقد الدولي، المجلد ٣٩ عدد ٤ / ديسمبر ٢٠٠٢
www.startimes.com (١٥)
- (١٦) . batna.dzwww.univ - تاريخ الإطلاع ١٧ / ١٢ / ٢٠٠٧ .
http://www.alnour7.com (١٧)
- (١٨) أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا (مصر، دار النيل للطباعة والنشر، ٢٠٠١)؛ ص ١٤، ١٦.
- (١٩) المرجع السابق، ص ١٨.
- (٢٠) Jim Roger: Immobilier US: une bulle et des requins 18-12-2007
www.contreinfo.info
- (٢١) راجع: عرفات تقي الحسيني: التمويل الدولي. مرجع سابق، ص ٢٠٢.
- أحمد فريد مصطفى وسهير محمد السيد حسن: تطور الفكر والوقائع الاقتصادية (مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، طبعة ٢٠٠٠)، ص ١٩٩-٢٠٢
- (٢٢) - مروان عطون: الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، ج ٢، طبعة ٢٠٠٠)، ص ٢٠١ وما بعدها
- ضياء مجيد الموسوي: الأزمة الاقتصادية العالمية ١٩٨٦ - ١٩٨٩ (دار الهدى للطباعة والنشر - عين مليلة الجزائر ١٩٩٠)، ص ١٠٩ وما بعدها.
- (٢٣) - مروان عطون: الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، مرجع سابق، ص ٢١٤ - ٢٢٣.

- (٢٤) - أحمد يوسف الشحات، مرجع سابق، ص ١٤ - ١٦ .
- (٢٥) Emmanuel Kessier: Une crise financière :un traitement de choc qui n'a pas pris www.france-info.com 18-12-2007
- (٢٦) Pierre angel: la crise des subprime, www.humanité.fr
- (٢٧) ففي عقاب التأميمات لم يتبق من شركات تابعة للقطاع الخاص سوى عدد محدود لا يجاوز الثلاثين (مقابل ٩٢٥ شركة قبل التأميم) مما أدى إلى تدهور نشاط البورصة بدرجة شديدة .
- (٢٨) الموقع الإلكتروني: تدهور وركود البورصة المصرية.
5/01/08:09:30 / http://www.iconaty.com
- (٢٩) الموقع www.startimes.com
- (٣٠) - ناجي التوني: الأزمات المالية. جسر التنمية سلسلة دورية تعني بقضايا في الأقطار العربية، عدد ٢٩ مايو ٢٠٠٤ السنة الثالثة، ص ١٠ - ١٢ .
- (٣١) رواه ابن ماجه.
- (٣٢) رواه مسلم.
- (٣٣) سورة البقرة، الآية ٢٧٥.
- (٣٤) رواه الخمسة.
- (٣٥) سورة القلم، الآية ١٠ - ١١ .
- (٣٦) سورة المائدة، الآية ٤٢ .
- (٣٧) رواه المسلم
- (٣٨) رواه أحمد وأبو داود.
- (٣٩) سورة البقرة، الآية ٤٢ .
- (٤٠) سورة النساء، الآية ٢٩ .
- (٤١) رواه مسلم.
- (٤٢) حسين حسين شحاتة وعطية فياض، مرجع سابق، ص ٩٨ وما بعدها.
- (٤٣) رواه الطبراني .
- (٤٤) سورة البقرة، الآية ٢٧٦ .
- (٤٥) سورة البقرة، الآية ٢٧٨ ، ٢٧٩