

الجمهورية الجزائرية
الديمقراطية الشعبية

المركز الوطني للتقنية
معهد العلوم الاقتصادية والحرف والتسيير

الملتقى الدولي الثاني

يومي 5-6 ماي 2009

2

الأزمة العالمية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية

المنتدى المصرفي والإسلامي نموذجاً

أهم الأزمات المالية الناتجة عن أنشطة الأسواق المالية التقليدية وخيار الأسواق المالية الإسلامية كبديل

كمال العقريب
بلحمدي سيد علي
المركز الجامعي حميس مليانة

lakribkamal@yahoo.fr

المقدمة: تكتسي الأسواق المالية دور بالغ الأهمية في الاقتصاديات المعاصرة وذلك للمهام التي تؤديها والتمثلة أساسا في ربط قطاعات الفائض الاقتصادي بقطاعات العجز الاقتصادي، مما جعلها تمثل أحد المصادر الهامة لتوفير فرص الاستثمار لقطاعات الفائض ومصدرا حيويا لتمويل قطاعات العجز، فأصبحت الوسيلة المناسبة لتنفيذ وتمويل المشروعات الفردية وخطط التنمية الاقتصادية والتوجيه السليم للموارد الاقتصادية، وتوفير السيولة اللازمة لها وبروزها كادات قوية بين الادخار والاستثمار لكن التغيرات الهيكلية التي تشهدها الأسواق المالية، حيث التحرير المالي، والحد من القيود وحرية تدفق رؤوس الأموال واستثمارها عبر الحدود وانفتاح الأسواق المالية بعضها على بعض قد جعل من السهل انتقال مخاطر الأزمات المالية عبر الحدود أو بين الأسواق، وخصوصا أن الأزمات وانهيار البورصات متعددة ومتداخلة ومتشابكة، قد ترجع إلى أخطاء في سلوك المستثمرين والمؤسسات، حيث تشير التجارب العالمية إلى بعض الأسباب الرئيسية والتي من أهمها المضربات الوهمية، والممارسات غير الأخلاقية وغير القانونية، والفسل في تنظيم السوق، وضعف الافصاح والشفافية. كمان توجه العالم نحو الانفتاح والعولمة ومع زيادة الترابط بين الأسواق المالية الناشئة والأسواق المالية في البلدان المتقدمة، عرفت عدت اقتصاديات أزمات مالية، هذه الأزمات مست دول مختلفة من العالم: المكسيك، البرازيل، بلدان جنوب شرق آسيا، وروسيا، ومؤخرا الولايات المتحدة الأمريكية ثم انتشرت لتمس معظم دول العالم، ولكن وعلى الرغم من اختلاف هذه الأزمات جغرافيا وتاريخيا إلا أنها ذات خصائص مشتركة.

و تؤدي الأزمات المالية إلى نتائج وخيمة سواء على اقتصاديات الدول صاحبة الأزمة أو على اقتصاديات دول العالم المتأثرة بها. ونظرا لحاجة إلى التعامل مع هذه الأسواق فإن الأمر يقتضي دراسة طبيعة الأسواق والتعرف على أساليب العمل بها حتى يمكن تكوين تصور دقيق عنها وتقدير ما يمكن أن تقدمه لنا من مزايا وأثار ايجابية أو

اجاد بديل لأسواق المالية التقليدية وتعتب الأسواق المالية هي البديل الأنسب حيث أن

السوق المالية الإسلامية فرصة مهمة جدا لكل مستثمر ،حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته ،وذلك من خلال تنويع محفظته المالية ،واختيار الأدوات الاقوى والأكثر نجاحا ومشروعية .كما تمثل السوق المالية الإسلامية محطة مهمة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال ،وتمويل المشروعات والبناء والناجحة ،مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة إنتاج الطيبات في المجتمع أن السوق المالي الإسلامي بما يتضمنه من أدوات إسلامية متقدمة ،سوف تسهم في تطوير نوعية العمل المصرفي الإسلامي ،بما يؤدي إلى زيادة الكفاءة والعدالة ،وبالتالي زيادة معدلات النمو والرفاهية وهذا سوف نتناوله في هذه المداخلة

1- الأسواق المالية أهميتها وشروط تكوينها

تشكل الأسواق المالية بتنظيماتها المختلفة ركنا أساسيا من أركان الهيكل التمويلي في النظم الاقتصادية التي تعتمد بالدرجة الاولى على آليات السوق والقطاع الخاص في التمويل الاقتصادي ،ولقد برز دور هذه الأسواق أكثر فأكثر في الاقتصاديات المعاصرة كإحدى الآليات المهمة في تجميع و تعبئة الموارد المالية من وحدات ذات الفائض إلى وحدات ذات العجز

1-1- تعريف السوق المالية: تعبر السوق المالية عن جملة من الأماكن التي يتم فيها التفاوض والتبادل المتعلقان برغبات العرض الخاصة برؤوس الأموال (طويلة الأجل عادة) والتي يمثلها مجموع المدخرين مع رغبات الطلب عليها التي يمثلها مجموع المستثمرين

كان هذا التعريف سائدا إلى غاية بداية التسعينات ،إلى انه بتزايد درجة الانفتاح ح الاقتصادي و التطورات الحاصلة في تكنولوجيا المعلومات في العقد الأخير و التي سمحت بتوسع كبير في ميدان الأسواق المالية ،مما فتح المجال لإعادة صياغته تعريفها وذلك لإلمامها بما هو أكثر، اذ عرفت على أنها وسيلة يننفى فيها شرط المكان ويلتقي خلالها المدخرين والمستثمرين والبائعون والمشترون والوسطاء والمتعاملون الآخرون والإداريون من ذوي الاهتمامات المالية أو المهتمين بالأدوات الرأسمالية والنقدية أو بالصرف الأجنبي سواء كانت حقيقية أو مالية أو نقدية، وذلك بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة استنادا إلى قوانين و أنظمة وتعليمات والى حد ما حتى العادات والتقاليد المعتمدة محليا ودوليا

ومما سق يمكن اعتبار السوق المالية هي دعامة أساسية لا يمكن أن تقوم الاقتصاديات المعاصرة دونها ،نظرا لما تقوم به من تعبئة وتوجيه للدخارات ،والسوق المالي بمنعها الواسع هي الآلية التي من خلالها يلتقي الطلب والعرض على رؤوس الأموال الطويلة والمتوسطة والقصيرة الأجل بمعنى أنها تمثل كل السوق التمويلي للاقتصاد بوساطة مؤسسات مالية مختلفة منها البنوك التجارية ،بنوك الاستثمار والأعمال.... إلا أن أهم ما نجد فيها بورصات رأس المال التي تمثل محور العملية

الاستثماري، حيث تقوم بتحويل السيولة النقدية إلى أدوات تستثمر لفترات طويلة نسبيا، وتحمل عوائد مستمرة، مما يجعل سوق رأس المال محررا لصحة الاقتصاد كونها تعكس مستوى الإنعاش والركود فيه

1-2- الشروط الملائمة لتكوين سوق رأس المال: لنجاح سوق رأس المال في بلد ما لا بد من توفر مجموعة من الشروط والتي يمكن أن نوجز أهمها فيما يلي

* وضوح الفلسفة الاقتصادية التي تحدد لرأس المال دوره، فكفاءة السوق تقاس في المقام الأول بمدى قدرته على تجميع المدخرات الخاصة وتوظيفها توظيفا مربحا

* وجود حجم كاف من المدخرات المعروضة للاستثمار من خلال أجهزة السوق يقابله وجود طلب كاف على المدخرات المعروضة

* الطاقة الاستيعابية لسوق رأس المال بحيث تكون قادرة على استيعاب رأس المال المعروض

* وجود مؤسسات مالية من كافة الاختصاصات تؤدي دورها في عدة اتجاهات من أهمها تعبئة

المدخرات وتوليد الفرص الاستثمارية وبلورتها في شكل مشاريع محددة والتروي ج لها والوساطة لتحقيق اتقاء العرض والطلب

* يجب أن تتسم السوق بالمرونة بمعنى أن المستثمر يمكنه نقل أمواله من مشروع إلى آخر بسهولة

* وجود قوانين مالية وضريبية تسهل الادخار، كون الأسواق المالية عموما تحتاج إلى مناخ استثماري مدعم بقوانين مالية وضريبية ملائمة

* الحد الأدنى من الاستقرار السياسي والنقدي داخل الدولة، وعدم وجود رقابة على النقد

* الاهتمام بوسائل الإعلام واحترام الشفافية وذلك لأن أي عملية إدراج في السوق المالي ة يجب ان يرافقها إعلام مناسب، يمكن المستثمرين من اتخاذ قراراتهم في الوقت المناسب... الخ

* تنويع أدوات الاستثمار المالي ذات المزايا المختلفة التي تضمن للسوق توسعا وفاعلية وتتيح الفرص

أمام المتعاملين كافة، فالأساليب الفنية الحديثة في الإصدار تميل إلى صياغة الأوراق المالية بشكل تصبح معه هذه الأوراق في متناول المستثمر الصغير، الأمر الذي يمكن معه تعبئة موارد مالية نتيجة اتساع قاعدة المشاركين مهما كانت مقدرتهم المالية .

1-3- الأهمية الاقتصادية للأسواق المالية: لقد أثبتت الأسواق المالية ومن خلال فترتها الطويلة

الماضية دورها الفعال في كافة الاقتصاديات التي وفرت الشروط الأساسية لإنجاحها حيث أصبحت

تعكس الوجه الحضاري لها مما جعلها تحضا بأهمية قصوى في هذه الاقتصاديات و تكمن الأهمية

الاقتصادية لأسواق المال في مايلي :

* تعبئة الموارد الماليّة وتحفيز المدخريّ وذلك عند ما تمارس الأسواق الماليّة دورها الفعّال في رفع عوائد المدخريّين التي تصبح موارد تمويليّة للمستثمرين من خلال الاكتتاب في الأسهم والسندات

* تربط الأسواق الماليّة النشاطات الاستثماريّة القصيرة الأجل بالنشاطات الاستثماريّة الطويلة الأجل إذ يلاحظ في هذه الأسواق وجود شهادات إيداع مصرفيّة قصيرة الأجل إلى جانب الأسهم والسندات اللتان هم ضمن أسواق رأس المال مع أسواق العملات، وهكذا يتعايش الهامش الضروري للمضاربة مع النشاط المحوري للاستثمار فتتوفر السيولة المطلوبة لتسيير مهام هذه الأسواق والمؤسسات المعتمدة عليها وهذا يسهم في تحقيق تراكم مصادر التمويل لتعزيز الطلب في أسواق رأس المال

*تعتبر الأسواق الماليّة مرجعا هاما لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثماريّة في الاقتصاد

*تعتبر حلقة وصل بين الادخار والاستثمار حيث تقوم الأسواق الماليّة بتوجيه الادخار إلى الأشخاص والمؤسسات وفي نفس الوقت تقوم بتقدير أسعار الفائدة وأسعار الأصول الماليّة (الأسهم و سندات)،

*إن أهمية الأسواق الماليّة تختلف من اقتصاد لآخر ،فإذا كانت هذه الاقتصاديات متقدمة ومندمجة هيكلية وتسودها انظمه سوقية ومؤسسات خاصة ،فإنها تكون ذات أهمية كبيرة لما تقوم به من تعبئة و توجيه للموارد الماليّة مما يجعلها المحرك الرئيسي للنمو الاقتصادي في هذه الاقتصاديات ،وقد أكدت العديد من الدراسات التطبيقية الحديثة على وجود علاقة وطيدة تربط مستوى تطور سوق رأس المال بمعدلات النمو الاقتصادي ومنها دراسة كبنج الذي خلص إلى وجود ارتباط قوي بين الزيادة السنويّة المتوسطة لنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي والمستوى المتوسط لتنمية القطاع المالي .

2-الأزمات الماليّة الناتجة عن أنشطة أسواق الأوراق الماليّة

2-1- ماهية الأزمات الماليّة

نحاول من خلال هذا المبحث التعرض إلى المفاهيم المتعلقة بالأزمة الماليّة، و ذلك من خلال الوقوف على النقاط التاليّة: تعريف الأزمة الماليّة، أشكالها و تقسيماتها، ثم الأسباب التي تؤدي إلى نشوءها، مع محاولة إبراز كيفية حدوث هذه الظاهرة الاقتصاديّة.

2-1-1- الأزمة الماليّة: تعريفها، أشكالها، تقسيماتها

من أجل تناول ظاهرة الأزمات الماليّة، لابد أولاً التطرق إلى الأزمات الاقتصاديّة، و ذلك لأن الأزمة الماليّة يمكن أن تكون مظهراً لأزمة اقتصاديّة، أو مفجراً لها، كما يمكن أن تكون مستقلة عنها لكن لها انعكاسات على الاقتصاد، لذا سنشير ابتداءً إلى تعريف الأزمة الاقتصاديّة، ثم الأزمة الماليّة، مع إبراز أشكالها و تقسيماتها.

2-1-1-1- تعريف الأزمة الاقتصاديّة

إن استعمال مصطلح أزمة أصبح اليوم عالميا، و ذلك منذ عدة سنوات، و بالتدقيق منذ السبعينات، فالأزمة بآثارها لا تترك أحد دون اهتمام، فهي لا تمس أفراد بل حتى مجتمعات، و مناطق و بلدان بأكملها. و بكلمة واحدة فإن الأزمة تمس مباشرة كل النظم الاقتصادية المعاصرة و تخصصها بدرجات مختلفة من الحدة هناك عدة تعاريف أعطيت للأزمة الاقتصادية، نذكر منها:

- « الأزمات الاقتصادية هي فترات اضطرابات عنيفة و إختلالات اقتصادية حادة تقطع سير عملية إعادة الإنتاج الرأسمالي الموسع التي تظهر في الفرق الشاسع بين مستوى الإنتاج و مستوى الطلب المحقق (Demande Solvable) »

هناك تعريف آخر للأزمة الاقتصادية يتمثل في التعريف المقترح من قبل كينز:

- « الأزمة هي قبل كل شيء اختلال في الأسواق الآجلة (Marchés à termes) و بصفة أدق فإن سبب التدهور الكبير حسب كينز يجب أن يؤخر بالقضاء على توقعات أو تخمينات الرأسماليين بتخفيض حجم الاستثمارات، هكذا يتفاقم الاختلال بين العرض و الطلب، إذا أصبحت الأسعار وأسعار الفائدة غير كافية لإعادة التوازن الضروري بين الادخار و الاستثمار ».

هذا التعريف يؤكد كذلك على حالة الاختلال في التوازن الاقتصادي الذي يكمن في عمليات البيع و الشراء التي تتم على المدى البعيد أو القصير، أين لا يتحكم المتعاملون الاقتصاديون في معطيات السوق كالأسعار مثلا هناك تعريف ثالث يرى « الأزمة كفترة انقطاع في وتيرة النمو الاقتصادي السابق، و حتى كفترة انخفاض الإنتاج حتى يكون النمو الفعلي أقل من النمو الكامن

2-1-1-2- تعريف الأزمة المالية

في الواقع ليس هناك تعريف واحد للأزمة المالية، بل هناك عدة تعاريف سنعرض عددا منها: الأزمة المالية يمكن تعريفها على أنها تلك التذبذبات ذات السعة الكبيرة التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجموعة من المتغيرات المالية: حجم الإصدار، أسعار الأسهم و السندات، و كذلك القروض والودائع المصرفية، و معدل الصرف، و عندما تتهاور قيم هذه المتغيرات تكون حينئذ أمام أزمة مالية . هذا الاختلاف في وصف و تقدير الظواهر الخاصة بالارتفاع و الانخفاض تستلزم فترة لتفسيرها و فهمها. مرحلة أو فترة الأزمة بالمفهوم العادي للمصطلح - أي انخفاض شامل و سريع للكميات والأسعار التي تنظم الأنشطة البنكية و المالية - تمتاز بسلوك الهروب خارج الأصول إلى غاية هذا الحد المشدود أو الثابت. من خلال هذا التعريف نرى أن كل المتعاملين يتمنون فجأة و في نفس الوقت تبديل ما يملكون بأدوات ظانين منحهم مفاوضات - القدرة على التبادل لأجل غير مسمى - و السيولة - القدرة على التبادل بدون مخاطرة بالأموال و خسارتها - الكبيرتين. كما يمكن تعريفها أيضا على أنها فترة تباطؤ لمعدل النمو الداخلي للمؤشرات المالية و النقدية، مؤشرات البورصات، أسعار الصرف... الخ، سواء

نمو شهري أو سنوي. وحسب التعريف الذي جاء به Ei chengreen : فإن الأزمة المالية تتمثل في الاضطراب الذي يحدث في الأوراق المالية، و يتميز هذا الأخير بانخفاض في أسعار الأصول، و إفسار المدنيين و الوسطاء، و هذا الاضطراب ينتشر عن طريق تشعب النظام المالي، و يعمل على إتلاف طاقة السوق، كما يؤثر على فعالية رؤوس الأموال في الاقتصاد هناك تعريف آخر يعرف الأزمة المالية بأنها انهيار في الأسواق المالية مصحوبا بفشل عدد كبير من المنظمات المالية و غير المالية، مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي و هكذا يلاحظ تعدد التعريفات المطروحة للأزمة المالية، و نحن مع الرأي الذي يرى أن كل هذه التعاريف جميعا هي في مجموعها تكاد تكون المكونات الأساسية لتعريف واحد جامع للأزمة المالية .

على هذا يمكن تعريفها بأنها أزمة الأسواق المالية (Financial Market crisis) أي التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة أو مجموعة من الدول، و التي 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 و بالتالي الآثار السلبية على قطاع الإنتاج و العمالة، و ما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخل و الثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية . هذه الأزمات المالية هناك من يطلق عليها مصطلح " الأزمات الجزئية " و التي أصبحت في زمننا هذا منتشرة و خطيرة لأن المجال النقدي و المالي للنظام الرأسمالي أصبح له استقلالية واسعة بالنسبة لمجالات الاقتصاد الأخرى، و الميادين المالية و النقدية هي الآن بؤر للأزمات.

2-1-1-3 أشكال الأزمات المالية

يمكن التمييز بين مجموعة عريضة من الأزمات المالية، حيث هذه الأخيرة تتضمن توليفات مختلفة من المشاكل النقدية، و المشاكل المصرفية:

* **أزمة العملة:** تحدث الأزمة في النقد الأجنبي أو العملة عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على عملة بلد ما إلى تخفيض قيمتها و إلى هبوط حاد فيها، أو عندما يغم البنك المركزي على الدفاع عن 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 " الطابع الحديث ". إذ الأولى تبلغ ذروتها بعد فترة من الإفراط في الإنفاق ، و الارتفاع الحقيقي في قيمة العملة التي تؤدي إلى إضعاف الحساب الجاري غالبا في سياق من الضوابط المتزايدة على رأس المال بما يؤدي في النهاية إلى تخفيض قيمة العملة، أما في الحالة الأخيرة فإن القلق الذي ينتاب المستثمرين بشأن جدارة الميزانيات بجزء مهم من الاقتصاد (سواء أكان عاما أم خاصا) بالثقة يمكن أن يؤدي في

مناخ الأسواق المالية و الرأسمالية الأكثر تحررا و تكاملا إلى الضغط السريع على سعر الصرف
الأزمة المصرفية: يشير تعبير الأزمة المصرفية إلى موقفين هما

أولا: الموقف الذي تضطر فيه البنوك نتيجة للمسارة الفعلية أو المحتملة بسحب الأموال منها، أو
نتيجة لاحتمال إخفاق هذه البنوك أو إخفاقها بالفعل في أداء مهمتها على النحو الواجب إلى وقف
التحويل الداخلي للالتزاماتها.

ثانيا: الموقف الذي تضطر فيه الحكومة للتدخل للحيلولة دون حدوث ذلك من خلال تقديم مساعدات
واسعة النطاق.

قد تصل الأزمة المصرفية إلى درجة من الشدة بحيث تلحق أضرارا بالجهاز المصرفي بأكمله، و
تشكل الأزمات المالية التي تلحق بالجهاز المصرفي إضطرابات في الأسواق المالية قد تشتد حدتها
بحيث تؤدي من خلال إضعاف قدرة هذه الأسواق على العمل بصورة فعالة إلى آثار مناوئة كبيرة على
الاقتصاد الحقيقي.

كما قد تتطوي الأزمة المالية المتعلقة بالجهاز المصرفي على أزمة في العملة، غير أن أزمة العملة لا
تتطوي بالضرورة على اختلال خطير في نطاق المدفوعات المحلية، و من ثم قد لا تصل إلى حد
الأزمة المالية في الجهاز المصرفي.

تجدر الإشارة إلى أن الأزمات المصرفية تميل إلى الاستمرار وقتنا أطول من أزمة العملة، ولها آثار
أقسى على النشاط الاقتصادي، و قد كانت هذه الأزمات نادرة نسبيا في الخمسينات و الستينات من
القرن العشرين بسبب القيود على رأس المال و التحويل، و لكن أصبحت أكثر شيوعا منذ السبعينات و
تحدث بالترادف مع أزمة العملة.

* أزمة الديون (الدين الخارجي): و يحدث هذا الشكل من الأزمة المالية إما عندما يتوقف المقترض
عن السداد، أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، و من ثم يتوقفون عن
تقديم قروض جديدة و يحاولون تصفية القروض القائمة بمعنى آخر تحدث أزمة الدين الخارجي عند
وجود أحد البلدان في موقف يعجز معه عن الوفاء بخدمة دينه الخارجي سواء للكيانات السيادية أو
الخاصة. يظهر من التعريف الأخير أن أزمة الدين قد ترتبط بدين تجاري (خاص)، أو دين سيادي
(عام)، كما أن المخاطر المتوقعة بان يتوقف القطاع العام عن السداد للالتزاماته قد تؤدي إلى هبوط حاد
في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل، و إلى أزمة في الصرف الأجنبي. لكن لابد من الإشارة أن
الأزمات المالية هي في أغلب الأحيان مختلطة حتى و لو كانت لديها مصادر مشتركة مثل الاختلالات
الاقتصادية الكلية ذات الأهمية، أو السياسات المالية الهشة في ظل مناخ سياسي غير مستقر

4.1.1.1 تقسيمات الأزمات المالية

يرجع أصل معظم الأزمات المالية إلى اختلال اقتصادي أو مالي لا يمكن تحمله مثل - عجز ضخ في الحساب الجاري، أو عجز مالي ضخ، أو إلى عدم التوافق نوعاً ما بين الأصول و الخصوم في الشركات المالية و غير المالية - و غالباً ما تصطب هذه الاختلالات بدورها ارتفاع شديد لا يمكن تحمله في أسعار الأصول عادة (أسهم الشركات و العقارات)، أو ارتفاع شديد في قيمة العملة.

إنطلاقاً من هذا يمكن تقسيم الأزمات المالية تبعاً للقطاع الذي تنشأ فيه (القطاع العام مقابل القطاع الخاص، قطاع البنوك مقابل قطاع الشركات)، ووفقاً لطبيعة الاختلالات مثل إختلال الحساب الجاري و الموازنة العامة التي تعتبر إختلالات في التدفقات، بينما أنه عدم التوافق بين الأصول و الخصوم يعتبر إختلالاً في أرصدة رأس المال، و ما إذا كان الإختلال يتعلق باحتياجات المقرض من التمويل قصير الأجل، أو بقدرته على السداد في الأجل الطويل (أزمة السيولة مقابل اليسر المالي). على أية حال، فإن الفروق بين الأزمات ليست واضحة بشكل قاطع لعدة أسباب:

أولاً: هذه التقسيمات السابقة عادة ما تتداخل فيما بينها، فغالباً ما تتعكس الإختلالات في أحد القطاعات في شكل تعرض قطاعات أخرى للمخاطر.

ثانياً: مشاكل التدفق المستمرة تؤدي في النهاية إلى إختلالات في أرصدة رأس المال، و يمكن أيضاً لمشاكل السيولة أن تؤدي بسرعة إلى الإعسار.

ثالثاً: بمجرد تفجر أزمة في أحد القطاعات فإنه يمكن بسرعة أن تغذي الأزمة في قطاعات أخرى عن طريق إرتباط الميزانيات المتبادلة (مثل ملكية البنك لسندات حكومية أو القروض المقدمة إلى قطاع الشركات التي يتوقف سدادها)، و عن طريق التعرض لهبوط أسعار الأصول (بما في ذلك تخفيض قيمة العملة).

2-2-2-2 أهم أزمات أسواق الأوراق المالية العالمية

2-2-2-1 انهيار البورصات العالمية عام 1929

بعد الأزمة التي اجتاحت معظم دول العالم خلال سنوات الحرب العالمية شهدت فترة ما بعد الحرب نوعاً من الاستقرار في العلاقات النقدية و المالية الدولية واستفاد المواطنون من زيادة في المستوى المعيشي والاقتصادي عن طريق بعض سياسات الإقراض المسهلة آنذاك و ذلك نتيجة للإصلاحات النقدية و المالية التي شهدتها هذه الفترة، هذا الرخاء أدى بالمواطن الأمريكي إلى التوسع في الاقتراض من أجل شراء مختلف المواد الاستهلاكية و الأجهزة فزاد ذلك من حدة الديون، وكانت الآراء الاقتصادية واعتماد على الفكر الكلاسيكي، تدعم فكرة ان قوى العرض و الطلب سوف تؤدي تلقائياً إلى

إعادة التوازن والقضاء على الكساد القائم، خاصة عند اتخاذ البنك الفدرالي الأمريكي قرار التوسيع النقدي الذي أدى إلى ارتفاع إنتاج السلع الاستهلاكية وانخفاض البطالة مؤقت كما اتجه سوق الأوراق المالية إلى صعود لانهاية له

ونتيجة لأوضاع المذكورة انصبت المضاربة على سوق الأوراق المالية وارتفعت أسعار الأوراق المالية وأدت هذه السلوكيات إلى ارتفاع أسعار أسهم اضعف الشركات، وأصبحت البنوك تك تضارب بأموال زبائنها

كما شهدت وول ستريت مزيدا من الارتفاع في أسعار البورصة خلال شهر سبتمبر من 1929، مع قيام المستثمرين (صغارا وكبارا) بالاحتفاظ أو عدم التوقف عن شراء الأسهم بالسوق. ولكن مع نهاية سبتمبر بدأت المشاكل، حيث كانت أسعار الأسهم تنخفض أو ترتفع بسبب تدخل البنوك. وقد أخذت حركات الانخفاض في التسارع اعتبارا من يوم السبت 10/19/ وبتدأ هجوم كثيف لطلبات البيع وتسييل محافظ الأوراق المالية لتصل الأزمة في هذا اليوم بتداول 12.9 مليون سهم نجم عنها خسارة قدرت ب 6 مليار دولار واستمر الهبوط في الأسعار في (انخفاض مؤشر نيورك تيمز من 452 في 1929/09/30 ليصل 58 في 1932/07/07 وكان لانهايار البورصة الأمريكية آثار على البورصات العالمية فبعد انهيار بورصة وول ستريت قامت البنوك الأمريكية باسترداد رؤوس أموالها المستثمرة في البورصات الأوروبية عن طريق بيع الأوراق المالية التي بحوزتها، رغبت منها في حل مشاكل السيولة مما كان له أثر في انتشار الانهيار على مستوى البورصات الدولية وترجع أسباب الانهيار إلى الأسباب التالية :

* المضاربة الوهمية: حيث ارتفعت أسعار الأسهم نتيجة الآمال، وليس لان توزيع وأرباح الشركات في ارتفاع، أي أن الأسعار تتصاعد وتصل إلى مستوى لايقابل أبدا أرباح الشركات
* الارتفاع المستمر في أسعار الأسهم قبل الأزمة بشكل خارج عن المألوف بسبب التصريحات المتفائلة ووفرت الادخار وسهولة الاقتراض

* اتساع تدهور الأسعار نتيجة فشل محاولات تنظيم السوق وعمليات البيع الشامل
* مع بداية انخفاض الأسعار سارع المضاربون والمستثمرون الذين يرغبون في التغطية إلى بيع المزيد من الأسهم على المكشوف مما أسهم في المزيد من تدهور الأسعار

2-2-2- : أزمة يوم الاثنين 19 أكتوبر 1987 وانهيار البورصات العالمية :

في يوم الاثنين الموافق ل19 أكتوبر 1987 حدثت هزة رهيبية في البورصات العالمية لم يشهد لها التاريخ مثيلا، وأطلق على هذا اليوم (الاثنين الأسود) وقد ساد الادعاء بان الأزمة نشأت أساسا في

أسواق رأس المال في الولايات المتحدة الأمريكية ، ثم منها انتقلت العدوى إلى أسواق رأس المال في باقي دول العالم ، وهناك من يرى انه حدث العكس.

بدأت الأزمة في اللحظات الاولى لافتتاح يوم الاثنين 19 أكتوبر 1987 ، نتيجة سيل متدفق من أوامر البيع لم يسبق له مثيل . فقد تدافع المتعاملون من كل حذب وصوب لبيع أعداد كبيرة جدا من الأوراق المالية التي بحوزتهم ، ونجم عن هذا الاندفاع المتهور في البيع انخفاض سريع وحاد في أسعار الأوراق المالية المتداولة في هذا اليوم . ولم يوقف هذا الانهيار في الأسعار السيل المتدفق من أوامر البيع بل زادت سرعة تدفقها، حيث أن الذعر الذي انتاب جمهور المتعاملين قد جلب مزيدا من الذعر حتى أن مؤشر (داو جونز) لمتوسط الصناعة ، خسر 299.02 نقطة في اقل من ساعتين من بدا التعامل في السوق ، وبنهاية يوم الاثنين كان هذا المؤشر قد فقد 508.32 نقطة ، أي حوالي 6.22% من قيمة الأسهم المتداولة في هذا اليوم .

أسباب الأزمة :

قدمت عدة تفسيرات مختلفة لأسباب أزمة 1987 وانهيار البورصات العالمي ، واهم هذه التفسيرات التي توضح أسباب الأزمة ما يلي:

* الأزمة هي انعكاس لردود أفعال مبالغ فيها من قبل المتعاملين ، حيث تتابعت موجات المضاربة لشراء اللاعقلاني المبالغ فيها من قبل المتعاملين في البورصة ، وانتقال المدخرين من الاستثمارات الحقيقية إلى الاستثمارات المالية ، حتى انتهى الأمر إلى هبوط سريع في الأسعار.

* عقب الأزمة مباشرة قد م جنكي دراسة كشفت عن أن مستويات أسعار الأسهم في الأسواق الأمريكية كانت أعلى كثيرا مما كان ينبغي أن تكون عليه، وان ما حدث من الأزمة لا يخرج عن كونه تصحيح الأوضاع .

* ساد اعتقاد خلال وعقب أزمة أكتوبر 1987 بان أساليب الاتجار التي استحدثت في السوق الأمريكية في منتصف السبعينيات وأوائل الثمانينيات ، إضافة إلى سوق العقود المستقبلية في الأوراق المالية الذي بدا نشاطه في عام 1987 ، هي التي تسببت في إحداث أزمة في العالم بأسره . ومن أهم الأساليب المستحدثة للمتاجرة في أسواق رأس المال الأمريكية هي : المتاجرة بالحزمة ومراجعة مؤشر الأسهم ، وتأمين المحفظة .

2-2-3- الأزمة المالية الآسيوية " أسبابها وتفسيراتها المختلفة"

لقد عرفت بعض البلدان الآسيوية أزمات مالية قبل عام 1997، مثل إندونيسيا 1978، و كوريا عام 1980 و سنغفورة عام 1985، الا أن الأزمة المالية لعام 1997 كانت أخطرها من حيث العمق

الداخلي والبعد العالمي، و كأن بلدان جنوب شرق آسيا أصبحت تعد و تمثل محور اقتصاد العالم، فماذا حدث و كيف؟

انطلاقا مما تقدم نحاول في هذا المبحث التعرض لأسباب و بواعث الأزمة المالية الآسيوية، وأيضا مختلف المناهج في تفسيرها، و أخيرا الوقوف على جانبين هاميين من جوانب تلك الأزمة فكان التقسيم لهذا المبحث كالآتي.

1.2.3. أسباب الأزمة

ما من شك أن هناك العديد من الأسباب وراء تفجر الأزمة المالي الآسيوية سنحاول من خلال هذا المطلب الوقوف على مجموعة من العوامل التي كانت وراء ذلك.

1.1.2.3. الأسباب الرئيسية

*. إتاحة موارد مالية أجنبية بأسعار فائدة منخفضة مع ارتفاع أسعار الأسهم والعقارات:

فلقد قام المستثمرون الذين يبحثون عن فرص جديدة بنقل كمية كبيرة و ضخمة من رأس المال الى البلدان الآسيوية، و مثلما يحدث في دورات "الرواج" ارتفعت بسرعة مفاجئة أسعار الأسهم والعقارات في أول الأمر، و هذا ما ساعد المنطقة في جلب موارد مالية بمقادير كبيرة، لكن التخصيص المحلي لهذه الموارد الأجنبية المقترضة لم يتم بالشكل الذي يجب أن يتم به

وذلك يرجع إلى ضعف النظم المصرفية، حيث كانت توجد بعض المشاكل التي أضعفت الجهاز

و المصرفي في بعض الدول الآسيوية، و أولها ارتفاع مديونيات البنوك المحلية المشتركة بالعملات الأجنبية، اذ توسعت تلك البنوك في الاستدانة بالدولار في السنوات الأخيرة لتمويل عمليات التوسع، و كذا لضخ السيولة في اقتصاديات آسيا الناشئة مما يعرضها إلى مخاطر كبرى في حالة تخفيض قيمة العملة المحلية كما حدث في تايلاندا و ماليزيا و أندونيسيا. و كذا انعدام الشفافية في القطاع المالي، بالإضافة الى طاقة الاستيعاب المحدودة لهذه البلدان.

*. نظم أسعار الصرف:

أعطت نظم أسعار الصرف المثبتة عمليا للمقترضين إحساسا زائفا بالأمن مما شجعهم على ابرام ديون مقومة بالدولار).

*. ضعف الصادرات الآسيوية:

و كان ذلك في منتصف التسعينات في البلدان المتأثرة بالأزمة و هناك عدة أسباب أدت إلى ذلك منها:

- ارتفاع قيمة الدولار الأمريكي مقابل الين.

- قيام الصين بتخفيض قيمة اليوان في 1994.

- فقدان بعض الأسواق أثناء عقد اتفاقية التجارة الحرة لأمريكا الشمالية.

- * تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية الضخمة:

من الواضح أن زيادة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل، وانخفاض الصادرات ينعكس على هذه البلدان بحيث يؤدي إلى اتساع عجز الحساب الجاري. فقد شهدت منطقة جنوب شرق آسيا، و لعدة سنوات ماضية تدفقات رأسمالية ضخمة من بقية أنحاء العالم، حيث جذبها انفتاح تلك الأسواق و معدلات النمو الاقتصادي لدولها، و مما زاد من مخاطر تعرض تلك الدول لتحويلات معاكسة و مفاجئة في تلك التدفقات أن نسبة كبيرة من تلك التدفقات كانت في شكل محافظ استثمارية قصيرة الأجل في أسواق الأسهم و السندات المحلية، و هي تتصف بسهولة تسيلها عند الطلب بعكس الاستثمارات المباشرة طويلة الأجل

2.1.2.3 دور الضعف المالي في حدوث الأزمة

لقد تطرقنا سلفا الى أبرز الأسباب التي أدت الى تفجر الأزمة المالية الآسيوية، سنحاول من خلال هذا العنصر التركيز على عامل الضعف المالي و دوره في حدوث الأزمة حيث هناك توافقا متزايدا على أنه من أهم العناصر و العوامل في ذلك، و قد شمل هذا الضعف أربع جوانب و هي كما يلي أولاً: ان الكثير من المؤسسات المالية و الشركات بالبلدان المتأثرة بالأزمة يقرض بالعملات الأجنبية بدون تحوط كاف، مما جعلها عرضة لأخطار انخفاض قيمة تلك العملات. ثانياً: كان قدر كبير من الدين قصير الأجل، في حين كانت الأصول طويلة الأجل. مما خلق امكانية حدوث أزمة سيولة، يشبه أثرها أثر التدافع غير العادي على سحب الودائع من المصارف. ثالثاً: ارتفعت أسعار أسواق الأسهم و العقارات، في تلك البلدان بشكل كبير قبل الأزمة مما زاد امكانية حدوث انعكاس شديد في أسعار الأصول. رابعاً: كثيرا ما كان يتم تخفيض الائتمان بصورة سيئة ، مما ساهم في إثارة مشاكل واضحة على نحو متزايد في المصارف و غيرها من المؤسسات المالية الأخرى قبل الأزمة. و في ضوء مظاهر الضعف هذه، ظهرت الأزمة الفادحة التي يصعب إيقافها و ظهر ما يعرف بالحلقة المفرغة « Cercle vicieux » و ذلك بسبب خروج المستثمرين الأجانب و المحليين بحيث انخفضت قيمة العملات، فأصبحت العديد من المؤسسات المالية معسرة و كذا عدم قدرة المقترضين على تسديد ديونهم مع ارتفاع سرعة خروج رأس المال. و هذا و فضلا على ما تقدم سيمكننا التطرق أو تناول المناهج المختلفة في تفسير الأزمة المالية الآسيوية من الوقوف على حيثيات و تفاصيل أخرى متعلقة بأسبابها و مصادرها.

-3- تصور نظري لسوق مالية إسلامية بديلة للسوق المالية التقليدية

ان ضرورة سن التشريعات المناسبة لإقامة السوق المالي الإسلامي أمر مهم ، لان السوق المالي من الأهمية بما كان في البناء الاقتصادي المتطور .

ولما كان الإسلام رسالة إنسانية كاملة شاملة صالحة لكل زمان و مكان لقوله تعالى ﴿وما أرسلناك إلا كافة للناس بشيرا ونذيرا﴾ [سبا28] فالإسلام اهتم بكل نشاطات الفرد والجماعة من دينية و دنيوية ، وهذا يعني شمول الناحية الاقتصادية بالطبع . وعندما طرح الإسلام كبديل عن الأنظمة الاقتصادية المعاصرة كان لازما أن نطرح بدائل للمؤسسات التقليدية ، ومنها الأسواق المالية ، وهي بعيدة عن أحكام الشريعة ، ولا يمكن اعتمادها لتطوير النظام الاقتصادي الإسلامي والذي يقع في قمة هرمه السوق المالي .

" تعتبر السوق المالية الإسلامية فرصة مهمة جدا لكل مستثمر مسلم ، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته ، وذلك من خلال تنويع محفظته المالية ، واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحا ومشروعية . كما تمثل السوق المالية الإسلامية محطة مهمة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال ، وتمويل المشروعات البناءة والناجحة ، مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة إنتاج الطيبات في المجتمع .

إن سوق المال الإسلامي بما يمكن أن يتضمنه من أدوات إسلامية متقدمة ، سوف تسهم في تطوير نوعية العمل المصرفي الإسلامي ، بما سيؤدي إلى زيادة الكفاءة والعدالة ، بالتالي زيادة معدلات النمو والرفاهية والسوق المتصورة هي التي يمكن أن تتداول فيها الأوراق المالية من الأسهم والسندات وشهادات الاستثمار على الوجه الذي تجيزه وتقبله الشريعة الإسلامية ويمكن أن يقام هذا السوق في كل دولة إسلامية كسوق محلي مستقل ، يجمع بينها اتحاد مركزي ، تحت مظلة رابطة العالم الإسلامي - وهي قائمة حاليا - او بنك التنمية الإسلامي .

وسيكون من مهام هذا السوق تنظيم الإعلان عن الأسهم والسندات المضبوطة بالضوابط الشرعية المعروضة للبيع ، والإعلان عن أسعارها التي يحددها العرض والطلب ، وان تكون هذه الأسواق منضمة بهيكل تنظيمي ، ومن خلال هذا الهيكل وضع لجنة شرعية من ذوي الاختصاص تقوم بالتحقق من صحة عمل السوق والأسهم والسندات للمشروعات التي تطرحها للبيع .

ويجب صياغة هذه الضوابط الإسلامية من القرآن والسنة والتي تضبط جميع أعمال السوق حيث يطمئن المستثمر له ، ويكون مقتنعا انه لن تستغل أمواله ، وانه يمكن أن يتسلمها في اية لحظة يشاء ، وانها لن تتعرض إلى المضاربات المحرمة شرعا .

3-1- مميزات السوق المالية الإسلامية المقترحة :

يجب ان تتميز السوق المالية بما يلي :

*مشروعية موضوعات التعامل ، أي أن تكون الأوراق المالية المتداولة في هذه السوق هي الأوراق المالية التي تجيزها الشريعة الإسلامية إصدارا وتداولاً .

*مشروعية المعاملات ذاتها بان لا يكون فيها ربا أو غرر أو غش أو تدنيس ، أي أن تجري عملية الأوراق المالية خالية من أي محظور شرعي .

*مشروعية المقاصد ومشروعية المآلات ، أي أن تجري عمليات السوق بما يحقق المصالح للفرد والمجتمع وبدرجة عالية من الكفاءة .

*الدعوة لقيام الأسواق المالية المحلية في كل دول العالم الإسلامي متماثلة أن لم تكن موحدة ويجمع بينها اتحاد مركزي .

والحاجة تدعوا إلى قيام هذه الأسواق لأنها هي الأدوات التي تجمع المدخرات وتوجهها إلى الاستثمار ، وهذه الأسواق المالية يجب أن تكون ملتزمة بالشريعة الإسلامية بأدواتها وضوابطها ومنطلقة من العقيدة الإسلامية ، وليست نقلا عما توصلت إليه التطورات الاقتصادية الرأسمالية ، وزرعها زراعة ناجحة في الدول الإسلامية دون تكييفها مع البيئة الإسلامية المحلية ، ولا يشترط قيام دولة إسلامية لقيام هذه السوق حيث اثبت تجربة البنوك الإسلامية ذلك .

3-2- الضوابط الشرعية للسوق المالية الإسلامية :

ان الإسلام وضع للأسواق المالية من الموازين ، ما يحقق لها الاستقرار والنماء من خلال ضوابط شرعية تتمثل في ما يلي :

***حرية المنافسة** : وتظهر هذه الحرية في أسواق المال من خلال التقاء قوى العرض والطلب ، لتحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة بها ، والتنافس المشروع بين المتعاملين في سوق المال ، فالأصل في الإسلام عدم التدخل بفرض سعر معين للسلع المتداولة في الأسواق ، حيث أن التعامل في شريعة الإسلام مبناه على الحرية ، وصحة ما يترضى عليه المتعاقدان ، وفي هذا منع للضرر الذي يعوق حركة التعامل في الأسواق ، إضافة، إلى الضرر الذي يتعرض له أصحاب السلع والمنتجات ، قال تعالى : [لا تأكلوا أموالكم بينكم بالباطل إلا أن تكون تجارة عن تراض منكم] /النساء 29/

***الإفصاح** : فنظرا لاتساع نطاق الشركات وانفصال ملكيتها عن إدارتها ، أصبح الإفصاح الدوري عن مركزها المالي ضرورة من ضروريات العصر في العلاقات المالية . ومن وسائل الإفصاح : نشر القوائم المالية للشركة وإرسالها للمساهمين ، والرقابة الخارجية عليها من خلال مكاتب المحاسبة ، وبيان حجم المبيعات والطلب الكلي ودراسة توقعات السوق ، ومشاكل التسويق ، وكذلك بيان هياكل الإدارة وصلاحياتها ، وأساليب اتخاذ القرار وملائمة المشروع ، ونسب ربحيته أو خسارته إلى رأس المال الحقيقي ، إضافة إلى تحديد المسؤولية والجزاء على إخفاء أو تحريف المعلومات والبيانات الواجب

الإفصاح عنها ، مع حماية أصحاب الأموال ، واسترداد حقوقهم عند ظهور التقصير أو التعدي ، وقد حرص الإسلام حرصا بالغاً على الإفصاح ، فقال صلى الله عليه وسلم [البيعان بالخيار ما لم يتفرقا ، أو قال : حتى يتفرقا ، فان صدقا وبينا بورك لهما في بيعهما ، وان كتما أو كذبا محقت بركة بيعهم]

***تحريم القمار [الميسر] :** فالنشاط الرئيسي لسوق الأوراق المالية يتحول بفعل سلوك المقامر من الاستثمار الحقيقي إلى عمليات صورية يُوْجَل فيها كلا طرفي المعاوضة وهي الثمن و السلعة ، سعيا وراء انتهاز الفرص الناشئة عن تغيرات الأسعار ، فان صحت توقعاتهم ربحوا وان لم تصح انتكسوا ، وبالتالي فقد قادت المقامرة إلى سلوكيات ضارة لكسب فروق الأسعار من خلال الإشاعات الكاذبة ، اعتمادا على حساسية السوق تجاه هذه الإشاعات ، فمن اجل هذا جعل الإسلام المقامرة من حبائل الشيطان ومكايده للصد عن ذكر الله تعالى وإقامة الصلاة قال تعالى [يا أيها الذين آمنوا إنما الخمر والميسر والأنصاب والأزلام رجس من عمل الشيطان فاجتنبوه لعلكم تفلحون] { المائدة 90 }

***تحريم الربا :** فيظهر الربا واضحا في سوق القسط [العملات والمعادن النفسية] ، حين يعمد تجار الصرف إلى تامين أنفسهم ضد خطر تقلبات سعر الصرف ، فهم يشترون العملة المطلوب تسليمها آجلا ، ويدعونها في المصرف إلى هذا الأجل نظير ربا ، كما يظهر الربا في سوق الأوراق المالية عن طريق الشراء في هذه السوق بالافتراض من المصارف ، وعادة ما يكون القرض نسبة من قيمة الأوراق المالية وهو ما يسمى بالشراء الهامشي أو الحدي ، فإذا كان الهامش المطلوب للإقراض على الأوراق المالية ، 70% فان المصارف التي تمول شراء الأوراق المالية تقرض 30% من سعر الشراء ، والمشتري يدفع نقدا 70% من هذا السعر ، والمستثمر هنا يتوقع أن ترتفع سوق الأوراق المالية ، حتى يقوم ببيع الأوراق المالية التي اشتراها محققا من وراء ذلك ربحا ، وإذا لم تصدق توقعاته سيتحمل خسائر فادحة ، ولذلك حرم الله عز وجل الربا ، قال تعالى حيا أيها الذين آمنوا اتقوا الله وذروا ما بقى من الربوا إن كنتم مؤمنين [البقرة 278]

***تحريم النجش :** يظهر النجش في سوق الأوراق المالية عن طريق الإشاعات الكاذبة ، والأوامر المتقابلة التي تهدف إلى إيجاد حركة مصطنعة في العرض والطب على الأوراق المالية في السوق ، واستغلال الظواهر النفسية لجمهير المتعاملين في السوق ، الذين لا يتحركون إلا بغريزة الخوف لا بدافع العقل ، والإسلام يرفض هذا الخداع ، فعن ابن عمر ان النبي صلى الله عليه وسلم " نهى عن النجش "

***تحريم الاحتكار :** فالاحتكار في سوق الأوراق المالية يظهر بما يسمى عمليات الإحراج ، والتي يسعى من خلالها المضاربون ، لجمع وحبس الصكوك ذات النوع الواحد في يد واحدة ، ثم التحكم في السوق ، واستغلال حاجة المتعاملين بالسوق تعاملآ آجلا للوفاء بالتزامهم ، عن طريق فرض سعر معين عليهم

بالنسبة لهذه الصكوك ، وقد حارب الإسلام الاحتكار وجعله محرما ، عن معمر بن عبد الله أن النبي صلى الله عليه وسلم قال " لا يحتكر إلى خاطئ "

***تحريم الغرر** : فالغرر يطلق على البيوع التي تحتوي على جهالة وخداع ، والتي لا يوثق بتسليمها وتؤدي للغبن ، وقد حرمه الإسلام ، ويظهر الغرر في سوق الأوراق المالية في العمليات التي تتم في البورصة دون إحضار الأوراق المالية موضوع التعامل ويتم التعامل بغرض فروق الأسعار فلا البائع يسلم ما باعه ، ولا المشتري يسلم ما اشتراه ، كما أن الثمن في العقود الأصلية يؤجل إلى موعد التصفية ، ولا يدفع في مجلس العقل

-3-3- المشاكل التي تواجه إقامة أسواق الأوراق المالية الإسلامية :

* ضالة عرض الأدوات الاستثمارية الحالية في الدولة الإسلامية ، لان النظام التقليدي الرأس مالي هو السائد إلى حد كبير في معظم الدول الإسلامية.

* وكذلك سيادة النمط العائلي للشركات المساهمة وهذا النمط من الشركات يتوقف عليه الاحتفاظ في أسهم هذه الشركة أو تلك في يد أفراد العائلة أو عدد محدد من الناس .

* ومن المشاكل أيضا تملك الحكومة نسبة كبيرة من أسهم الشركات المساهمة ، وقد تصل إلى أكثر من 50% ولا تسمح هذه الأنظمة بطرحها للاكتتاب العام .

* وقد تكون من أهم المشكلات انخفاض معدل الدخل النقدي في معظم الدول الإسلامية ، وهذا يؤثر في الادخار الفردي حيث ينفق الدخل على الاستهلاك ولا توجد زيادة للادخار .

* وانخفاض العائد الصافي على الأوراق المالية يعتبر شكلا من أشكال الإعاقة أمام الاستثمار في الأوراق المالية .

-3-4- التحديات التي تواجه عمل السوق الإسلامية :

السوق المالية الإسلامية ، رغم ميلادها قوية إلى أنها لاتزال في مهدها ، ولا غرو اذا ان تواجه بتحديات كبيرة من أهمها :

* ضعف التعاون بين المؤسسات المالية الإسلامية ، والتنسيق فيما بين المؤسسات الداعمة للصناعة المالية الإسلامية .

* عدم إطلاق برنامج ونظم إدارة الجودة للمؤسسات والمنتجات المالية الإسلامية ، من خلال إقرار معايير معترف بها دوليا في مجال الجودة وتطوير المنتجات .

*انعدام الاندماج لتشكيل كيان مصرفي قادر على المنافسة ، وتقليل تكلفة الخدمات ، فقد لاحظ بعض الخبراء المصرفيين أن نحو ثلثي المؤسسات المالية الإسلامية تقع مادون معايير الحد الأدنى

الحرص ، أي اقل من 500 مليون دولار من الأصول .

- * محدودية المنتجات الإسلامية المبتكرة والمجازة شرعا ، وعدم تغيير الأنظمة الضريبية وقوانين الاستثمار غير المناسبة ، وعدم معالجة التفاوت في هذه الأنظمة والقوانين من بلد إلى آخر .
- * ضعف الروابط القانونية والتكنولوجية والفنية بين أسواق المال المحلية وأسواق العالم .
- * العقبات التي تؤثر سلبا على عمل البنوك الإسلامية العالمية في دولها ، وتزيد من تكاليف منتجاتها ومقدرتها التنافسية عالميا .

3-5- مهام متوقعة للسوق الإسلامية المقترحة ووظائفها في حال قيامها :

- * المساهمة في تدعيم وزيادة حجم الاستثمار القومي عن طريق ترشيد استخدام الموارد التمويلية ، وتوجيهها للمجالات والمشروعات الاستثمارية الأكثر فائدة للمجتمع .
- * تنويع مصادر التمويل طويلة الأجل أمام المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية وبالتالي المساهمة في تصحيح التجربة المصرفية الإسلامية ، مما يمكنها من استثمار أموالها استثمارا طويلا الأجل ، وبما يساهم في تحقيق أهدافها التنموية ، ورغبتها في الموازنة بين الربحية والسيولة والأمان
- * تقديم خدمات استثمارية مثل توفير المعلومات والبيانات الاستثمارية من الأسواق المالية يسترشد بها المستثمر .
- * توزيع المخاطر : نظرا للصعوبة التنبؤ بنجاح المشروع أو فشله ، فإن السوق المالية تقوم بتوزيع المخاطر .
- * منع الاحتكار : حيث تكون سوق حرة مفتوحة تحكمها الأنظمة والتعليمات .
- * منعه التلاعب ، ويتم ذلك بواسطة أنظمة الرقابة والضوابط المحددة سلفا للشركات المسجلة في السوق والوسطاء .
- * إعطاء مؤشر حول المناخ الاستثماري : حيث يقوم الخبراء الاقتصاديون بدراسة أسواق الأوراق المالية ومعرفة وضع الاقتصاد العام في البلد .
- * صلاحية التمويل والتبادل : يتم ذلك في السوق بنقلها من مستثمر إلى آخر بسرعة .
- * القيمة المقابلة : يمكن استخدام الأوراق المالية ضمانا لقروض ، وهذا يجعلها جاذبة لمعظم المستثمرين .
- * تعبئة المدخرات في المجتمع من خلال نشر الوعي الادخاري الإسلامي ، واستقطاب الأموال المكتتزة لأسباب شرعية .
- * المساهمة في تحقيق العدالة في توزيع الدخل عن طريق الاعتماد على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة ، والاهتمام بالصناعات الصغيرة .

* الحرص على سلامة عقود الخيارات والعقود الآجلة والمستقبلية من الناحية الشرعية وبعدها عن المخالفات أو الشبهات .

مع الإشارة أخيرا إلى أن السوق المالية الإسلامية بما يمكن أن تشمل عليه من أدوات مالية إسلامية ، ستبقى دوما بحاجة إلى الابتكار والإبداع من أجل أن تقوم بالدور الاقتصادي المؤمل منها .

3-6-مقترح سوق اسلامية لعقود الاخيارات والعقود الآجلة :

يقول كمال حطاب " حرصا على سلامة عقود الخيارات والعقود الآجلة والمستقبلية من الناحية الشرعية ، وبعدها عن المخالفات أو الشبهات ، فإن اقتراح سوق مؤسسة مالية إسلامية خاصة بهذه العقود في المرحلة الاولى له ما يبرره .

ويمكن أن تقوم هذه السوق في البداية بدور تامين وضمان للمتعاملين ، فبالنسبة لمالك الأسهم الذي يشتري خيار البيع ويدفع العمولة ، فإنه يؤمن أسهمه من انخفاض أسعارها ، أما طالب خيار شراء للأسهم ، فإنه أشبه ببيع العربون - كما تقدم - وهذه أغراض مشروعة يمكن لهذه السوق أن تقوم بها وتؤمن للطرفين : ولكن ضمن ضوابط أخرى كما سيأتي بيانه .

كما يمكن لهذه السوق ضمان سلامة تنفيذ العقود الآجلة والمستقبليات من خلال قيامها بدور الوسيط بين البائعين والمشتريين لعقود السلم وعقود الاصطناع التي هي اقرب ما تكون للعقود الآجلة والمستقبليات . وهي بذلك تخدم فئة التجار المستثمرين اللذين يطلبون شراء السلع المؤجلة بالاسترخاص (من خلال عقد السلم) أو يطلبون سلعا مصنعة من خلال عقد الاصطناع ، كما تخدم فئة المزارعين والتجار أو الصناع وذلك بضمان تامين محاصيلهم أو مصنوعاتهم أو بضائعهم بأسعار معقولة

3-7- وظائف السوق المالية المقترحة :

- * تقوم هذه السوق بإصدار عقود الخيارات وتنظيمها ، على شكل عقود نمطية ، كان يمثل كل عقد مائة سهم مثلا بسعر محدد يسلم خلال فترة محددة (90 يوم مثلا) .
- * تقوم بدور بيوت التسوية أو المقاصة في بورصات العقود المعاصرة .
- * تقوم بإصدار عقود آجلة نمطية تمثل عددا من السلع المهمة والأساسية .
- * تقوم بإصدار عقود مستقبلية صناعية تمثل اغلب السلع التي يتم الاتفاق على تصنيعها في الاقتصاديات المعاصرة ... وقد تبدأ من الأثاث والمفروشات وتصل إلى عقود تصنيع الطائرات
- * تقوم بتلقي طلبات الشراء وبيع عقود الخيارات والعقود الآجلة بأنواعها المختلفة كما تقوم بمقابلة هذه الطلبات مع بعضها ، أو تقوم بنفسها بتنفيذ الشراء أو البيع .

* تقوم بتقديم استشارات فنية للمستثمرين .

* تمثل ملتقى اللبائعين والمشتريين للعقود المؤجلة والمستقبليات والخيارات بحيث يسهل الاتصال والتفاوض بما يؤدي إلى تحديد أسعار أكثر عدالة .

3-8-آلية عمل السوق :

تعتبر هذه السوق أشبه بشركة تامين إسلامية للأسهم والأوراق المالية والخيارات والعقود الآجلة والمستقبليات ، ويتم تداول العقود الآجلة والمستقبليات في إطار الضوابط الشرعية التي تحكم عقود السلم والاستصناع ، وذلك كما يلي :

عقود خيار الشراء :

تتلقى شراء عقود آجلة ومستقبلية وعقود خيار شراء أسهم بتواريخ معينة وأسعار محددة ، فتحصل على عمولات من طالبي الشراء أو الراغبين في شراء عقود خيار شراء الأسهم ، ويكون الأمر كالتالي :

بالنسبة لطالب الشراء : فإنه يحجز عددا من الأسهم لدى المؤسسة خلال فترة معينة ، بحيث يتمكن من شراء هذه الأسهم في الوقت الذي يختاره من هذه الفترة بالسعر المحدد في بداية العقد ، مقابل العمولة التي يدفعها ، فتكون المؤسسة ملزمة بالبيع بالسعر المتفق عليه مهما بلغ السعر وقت التنفيذ ويسكون طالب الشراء بالخيار ، فإذا ارتفع سعر الأسهم فمن مصلحته أن يقوم بالشراء ، لأنه سيدفع السعر المتفق عليه منذ البداية والذي هو أقل من السعر الحالي ، أما إذا انخفض سعر الأسهم فليس من مصلحة طالب الشراء تنفيذ طلبه ، وفي هذه الحالة تنحصر خسارته في العمولة فقط .

أما بالنسبة للمؤسسة فإنها سوف تلتزم بالبيع في حالة ارتفاع سعر الأسهم مهما بلغ الارتفاع ، أو أنها ستلتزم عميلا كان قد التزم بنفسه بالشراء ، وفي هذه الحالة فإن هذا العميل سوف تلحق به الخسارة ، لأنه سوف يبيع بأقل من السعر الحقيقي ، ولكن لا ينبغي أن ينسى أن هذا العميل كان قد اشترى هذه الأسهم سعر أقل من السعر الحالي غالبا ، وبالتالي فليس هناك خسارة .

أما إذا كانت المؤسسة هي التي التزمت بالبيع ، فإنها ستقوم بتعويض الخسارة من العمولات التي تتقاضاها خيارات الشراء والدفع وغيرها .

ويمكن أن يأخذ هذا البيع صفة بيع العربون - كما بينا سابقا - فإذا رأى المستثمر أن من مصلحته أن يشتري الأسهم في وقت محدد أمضى العقد بالشراء ، وإذا رأى العكس تنازل عما دفعه ثمنا لعقد الخيار (العربون)

أما في حال خيار البيع (الدفع) : فيكون لمالك الأسهم الحق في البيع إذا شاء ، مقابل عمولة يدفعها للمؤسسة ، وتكون المؤسسة ملزمة بالشراء أو البيع وهي إما أن تكسب أو تخسر ، فإذا كسبت فلا مشكلة ، أما إذا خسرت فإنها تعوض خسائرها من عدة طرق :

*العمليات الربحية .

*العمولات .

*يمكن أن تتقاضى رسوم إصدار لعقود خيار الشراء ذات النمط المحدد .

*يمكن أن تتقاضى نسبة للتأمين التكافلي ، للصفقات الكبيرة ، من المشتريين والبائعين ، غير أن عدد الطالبين لشراء العقود يمكن أن يزيد عن عدد الطالبين للبيع ، أو العكس ، وفي هذه الحالات يمكن أن تحقق أرباحا كبيرة ، أو خسائر كبيرة ، وبالتالي فهي بحاجة دائما إلى مصادر تعويضية إضافية ، مثل رسوم إصدار أو رسوم تأمين تكافلي ، و لتلافي الخسائر الكبيرة يمكن للمؤسسة أن تضع بندا في العقود ، يعفيها من تحمل الخسارة إذا زادت عن حد معين .

ضوابط احترازية :

" اقترح القرى بعض الضوابط الاحترازية لتفادي عنصر المقامرة في عقود الخيارات بشكل خاص مثل :

* أن تتعامل هذه المؤسسة مع مالكي الأسهم الحقيقيين ، وان تودع الأسهم لدى المؤسسة عند بداية العقد أو ما يثبت وجودها وملكيته .

* أن يمارس أسلوب الخيار الأوروبي فقط ، أي ينفذ الخيار في آخر يوم من مدته ، وذلك لتقليل فرص الاستفادة من التقلبات اليومية .

* أن تنتهي مدة الخيار مع بداية أول ساعة في آخر يوم من أيام العقد ، وذلك لتلافي الارتفاع بسبب تزايد الطلبات . " ويمكن إضافة ضوابط أخرى احترازية خاصة بالعقود الآجلة والمستقبليات مثل أن يتم التأكيد من تسليم السلع أو الأوراق المالية التي تمثلها العقود الآجلة .

- أن يتم التأكد من تسليم السلع أو الأوراق المالية التي تمثلها العقود الآجلة .

- أن يتم تسليم رأس المال النقدي في مجلس العقد ، كما هي شروط السلم .

- أن يتم التأكد من هوية المتعاملين بهذه العقود ، وانهم يقومون بالتجارة حقيقة .

الخاتمة :

مما سبق يمكن التوصل إلى النتائج التالية :

1 - أن سوق الأوراق المالية تقوم بأداء وظائف اقتصادية ضرورية ، ولها آثار ايجابية مهمة لا تخالف مقاصد الشرع يمكن تعظيمها والاستفادة منها .

- 2- تعاني أسواق الأوراق المالية من العديد من السلبيات التي تؤثر على أدائها ، بسبب عدم انضباطها بالضوابط والمعايير التي من شأنها أن تحدد من الغرر والجهالة ، وتعامل الشركات بالربا ، وغيرها من المحاذير الشرعية والاقتصادية .
 - 3- تتصف الأسواق المالية القائمة بنقص المعلومات ، وقصور أجهزة تجميعها ، ويتضح ذلك في عدم نشر التقارير المالية التي تخلوا من الدرجة الكافية للإفصاح .
 - 4- تتطفل المضاربة على المعاملات الحقيقية في أسواق الأوراق المالية ، وهي بيع صوري للأوراق المالية في الآجال القصير ، وينتج عنها العديد من الأضرار على النشاط الاقتصادي وعلى مستويات الأسعار وعلى عملية تحديد الفعاليات المنتجة وتخصيص الموارد ، وزعزعة استقرار النشاط الاقتصادي ، والآثار التضخمية وعلى عمليات الاستثمار الحقيقي وعلى توزيع الثروة .
 - 5- وقوع الأزمات الاقتصادية على الصعيدين العالمي والعربي كان بسبب فرض العولمة الاقتصادية على الاقتصاد العالمي ، فاعتمدت القيود على حركة رؤوس الأموال ، وحدثت لمضاربات المالية ، وانتقل الاقتصاد من الاقتصاد الحقيقي إلى اقتصاد الفقاعة ، واعتمدت على الفائدة ، فتتابعت الأزمات .
- التوصيات :

- 1- توصي الدراسة بضرورة تنظيم معايير مهنة الوساطة والسمسرة ومنع التكتلات المؤدية إلى إلحاق الضرر والظلم بالناس وتأمين الحرية والإفصاح اللازمين لرواد السوق ، ووجوب مراقبة ومحاسبة الإدارات المشرفة على الأسواق والتي حلت على المحتسب . لان رسول الله صلى الله عليه وسلم كان يستوفي الحساب على العمال ويدقق عليهم .
- 2- ضرورة العمل على إيجاد سوق مالية إسلامية ، وتطوير أدوات مالية إسلامية تواكب العصر ، وتبلي حاجيات المستثمرين ، ولا تخالف الضوابط الشرعية .
- 3- تكوين رقابة شرعية وفنية اقتصادية مالية لها قوة فاعلة وسلطة مؤثرة لتحديد الضوابط والمعايير التي من شأنها أن تحد من الغرر والجهالة وسواها من المحاذير الشرعية والاقتصادية ، وتطبيق هذه المعايير بدقة . ويكون لهذه الرقابة الحق في منع دخول أي شركة تتعامل في سلعة محرمة أو تفترض بالربا ولو كان يسيرا ، ولها كذلك منع كل أسلوب غير شرعي يؤدي إلى إحداث تلاعب وغش داخل السوق .
- 4- تصحيح مسار آلية عمل السوق بحيث تحقق السوق العناصر الآتية :

أ) ان تكون المعلومات المالية متاحة للجميع وبتكلفة صفرية . فلو توفرت المعلومات عن الشركات بصورتها الصحيحة للجميع لأدى ذلك إلى تخفيض درجة حذى أسعار المضاربات وجنى الأرباح بالطرق غير المشروعة ولتحققت المنافع الاقتصادية التي من أجلها قام السوق .

ب) ألا يكون بوسع احد المضاربيين في السوق السيطرة على حركة الأسعار أو جعلها عرضة للتلاعب والمناورة والخداع .

ج) الاهتمام بالسوق الأولية والتركيز عليها لا سيما وأنها لا تزال سوقا ناشئة في عدد من الدول الإسلامية ، إضافة إلى أننا بحاجة إلى كثير من المشاريع الإنتاجية ذات الوحدات الكبيرة لنتحول من سوق استهلاكية إلى سوق إنتاجية مصدرة ، ولذلك فإنه لابد للدول الإسلامية أن تهتم بذلك وتسهل إجراءات قيام الشركات النافعة في جميع المجالات الصناعية والزراعية والخدماتية التي تجلب الخير والرخاء وتوجد منافع حقيقية للبلاد والعباد ، وتحقق العدالة في فتح باب المساهمة لجميع أفراد المجتمع .

د) تحديد ضوابط في السوق الثانوية وذلك للحد من عقد صفقات ربحية بقصد المتاجرة ورغبة في إثراء السريع دون اهتمام بما يؤدي ذلك من أضرار اقتصادية مستقبلية لحساب فئة محدودة ، وهذا يستدعي توسيع قاعدة السوق الأولية والاهتمام بها ودعمها لينتج الأفراد إلى الإنتاج الحقيقي بدلا مما يحصل الآن .

5- من الضروري عدم السماح بنشوء أسواق موازية تكون خارج سيطرة هيئة الأوراق والأسواق المالية ، نضرا لما قد تشكله هذه الأسواق من بيئة مناسبة لظهور الأزمات .

6- دراسة الأزمات التي تعرضت لها بعض الأسواق المالية الناشئة وذلك من أجل الاستفادة من هذه التجارب في إقامة سوق إسلامية للأوراق المالية في بلداننا الإسلامية .

المراجع: اللغة العربية

1-الهنري ابراهيم ،انطوان الناشف ،العمليات المصرفية والسوق المالي ،المؤسسة الحديثة للكتاب ،طرابلس لبنان 2000 ص23.20.

2-الحسيني عرفات تقي " التمويل الدولي " دار مجدلاوي للنشر ، عمان ، 1999.ص 200

3- بن حسين محمد لخضر " الأزمات الاقتصادية ، فعلها ووظائفها في البلدان الرأسمالية المتطورة والبلدان النامية" ، منظمة العمل العربية، المعهد العربي للثقافة العمالية وبحرث العمل بالجزائر ، 1999.ص 8

4-زكرية سلامة عيسى شنطاوي ،الأثار الاقتصادية لأسواق الوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي،دار النفائس ، عمان 2009 ،

5- عبد الحافظ السيد البدوي ، " إدارة الأسواق و المؤسسات المالية نظرة معاصرة " دار الفكر العربي للنشر القاهرة، مصر، 1999.ص 37

6- عبد المطلب عبد الحميد، " العولمة و اقتصاديات البنوك"، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2001.ص 24

7- علي عبد المنعم السيد، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار حامد عمان 2004 ص 66

8- كاكامولا هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء، عمان 2003 ص 58،

9- كمال حطاب توفيق نحو سوق مالية إسلامية، المؤتمر الثالث، للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى 2005

10- بيجان بـ. أجيفلي، "الأزمة المالية الآسيوية الأسباب و العلاج"، مجلة التمويل و التنمية، العدد 2، المجلد 36، صندوق النقد الدولي، جوان 1999

ص 28

11- مجلة التمويل و التنمية، المجلد 39، العدد 4، ديسمبر 2002. ص 06

- 12 صندوق النقد الدولي: آفاق الاقتصاد العالمي، ماي 1998. ص 91

اللغة الأجنبية

1- Arnols Daniel, « Analyse des crises économiques d’hier et D’aujourd’hui », Edition Dunod, paris, 1987.p 31

2- Barthalon Eric « crise Financières, un panorama des explications », revue problèmes économiques, N° 2595, 1998 p1

3- Bernard belletante dictionnaire de la bourse édition Hatier paris 1998 p12

4- Girardin Eric, « Finance internationale l’état actuel de la théorie », édition economica, paris, France, 1992.p 409

5- Mackel ,Frédéric « Les grandes crises des années quatre – vingt dix », Revue problèmes économiques, N° 2669, 2000.p06

6- Supported Programs in Indonesia, «46-Timothy D. Lane and others, 1999, IMF, : Apreliminary assessment, IMF occasional paper 178, »Korea, Thailand (Washington: IMF). P38

7- Dictionnaire économique et social, éditions sociales, paris, 1975. p189