

مكانة الأسواق المالية في ظل الاقتصاد الافتراضي

-عرض تجارب لأسواق مالية إسلامية-

د/ بوشنافة الصادق - جامعة المدية

أ/ موزاوي عائشة - جامعة المدية

ملخص:

مع الانتشار السريع لظاهرة العولمة والتطور الكبير الذي لحق بالأسواق العالمية ظهر دور الأسواق المالية بشكل جلي كعنصر جوهري وفعال في دفع عجلة التنمية الاقتصادية، باعتبار أن الاستثمار فيها يتميز بكثرة الأرباح من خلال حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني وتزويد من معدلات الرفاه لأفراده. ولما كان الإسلام رسالة إنسانية كاملة وشاملة صالحة لكل زمان ومكان، اهتم بكافة نشاطات الفرد والجماعة دينية كانت أم دنيوية بما فيها الناحية الاقتصادية وهذا ما دفع إلى طرحه كبديل عن الأنظمة الاقتصادية المعاصرة، وذلك كون الأسواق المالية الحالية من مفرزات النظام الرأسمالي وهي بعيدة عن أحكام الشريعة، حيث تعتبر السوق المالية الإسلامية فرصة مهمة جدا لكل مستثمر ليتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته، وذلك من خلال تنويع محفظته المالية واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحا ومشروعية، ولعل النمو الكبير لعمل المؤسسات المالية الإسلامية خلال السنوات الأخيرة أكبر دليل على ذلك فقد اتسعت قاعدة المؤسسات المالية الإسلامية لتصل إلى أكثر من 170 مصرفاً ومؤسسة مالية، منها أكثر من عشر مؤسسات في الكويت لوحدها، كما وصل حجم الأموال التي تديرها هذه المؤسسات إلى أكثر من 200 مليار دولار، بل تطورت الأدوات الاستثمارية الإسلامية لتوفر بدائل متعددة لعمليات الاستثمار القصير والمتوسط والطويل الأجل، وهناك العديد من التجارب لدول إسلامية عملت على إنشاء أسواق مالية عالمية تطبق في تعاملاتها أحكام الشريعة الإسلامية ومن أمثلتها نجد ماليزيا، البحرين والسودان.....الخ.

من خلال ما سبق نقسم موضوعنا هذا إلى المحاور التالية:

- 1 - ماهية الأسواق المالية.
 - 2 - الآثار الاقتصادية للأسواق المالية.
 - 3 - السوق المالي الإسلامي بين النظرية والتطبيق.
 - 4 - بعض النماذج العملية لأسواق مالية إسلامية.
1. ماهية الأسواق المالية.

أولاً: تعريف الأسواق المالية: للأسواق المالية عدة تعاريف حيث يمكن تعريفه على أنه:

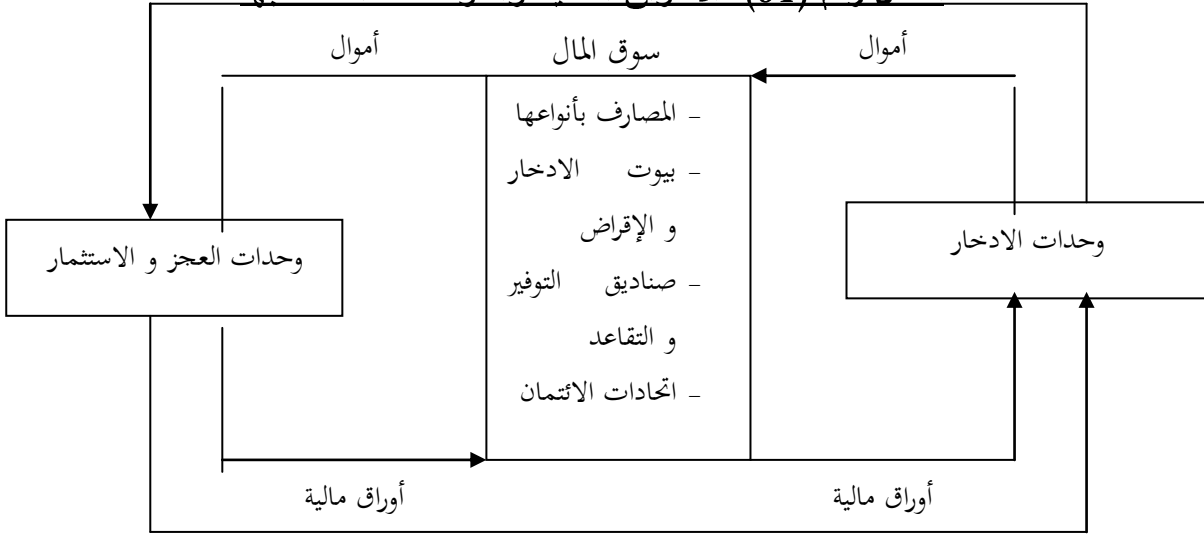
" ذلك السوق المنظم للتعامل في الأوراق المالية من أسهم وسندات الشركات، وكذا السندات الحكومية القابلة للتداول في البورصة، ويلتزم المتعاملون في البورصة بمراعاة القوانين واللوائح التي تنظم التعامل فيها، وتقوم على إدارة البورصة هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ هذه القوانين، فهو يحتوي على العديد من المؤسسات، وبيوت السماسرة الماليين أو مجموعاتها المختلفة التي توفر الخدمات المالية للمقرضين و المقترضين".

كما هو السوق الذي يساعد على انتقال مدخرات أصحاب الأرصدة النقدية (الفائض) إلى الوحدات ذات العجز من خلال المنشآت المالية. وصعوبة انتقال الأموال بين الطرفين تعود لعدة أسباب منها:

- الاختلاف في أسعار الأموال.
- عدم وجود الثقة بين الطرفين.
- الاختلاف حسب آجال الاستحقاق في الأموال.

من مفهوم السوق المالي نجد أن هناك مزايا لكل من وحدات العجز ووحدات الفائض. والشكل التالي يوضح هذه المزايا.

الشكل رقم (01): الأسواق المالية والمؤسسات العاملة بها



المصدر: أسامة عزمي سلام: الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر و التوزيع، جامعة الإسراء، 2004، ص 111.

من الشكل (01) يتضح لنا أن سوق المال يقوم بتقديم خدماته إلى أصحاب العجز حيث يتحصل هذا الأخير على الأموال من مصادر مختلفة وبأقل تكلفة.

أما وحدات الفائض فتقدم وحدات ادخارية واستثمارية في آن واحد من خلال أدوات الملكية ومديونية. ومن خلال فاعلية هذه الوحدات العاملة في السوق تتحقق كفاءة هذه الخدمات، و كذلك يتوافر عنصر السيولة والمرونة للأموال المطلوبة أو المعروضة في السوق.

ثانياً: أنواع الأسواق المالية:

تقسم الأسواق المالية إلى سوق أولي وسوق ثانوي حيث يتم إصدار الأوراق المالية وطرحها للبيع في السوق الأولي ويتم تداولها في السوق الثانوي، وهي كما يلي:

1. السوق الأولية: و يطلق عليها سوق الإصدار. و هي السوق التي يتم فيها عرض الأوراق المالية للجمهور بإصدارها لأول مرة. حيث تنشأ عندها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية، والمكتب فيها¹. و يلعب الوسطاء بمختلف أنواعهم دوراً أساسياً في هذه السوق، خاصة بنوك الاستثمار والبنوك التجارية، وتقوم الجهة المصدرة للأوراق المالية بتحديد نوعية الإصدار حيث أنه قد يكون طرح عام يمكن لمختلف المستثمرين الاكتتاب فيها، كما قد يكون الطرح من خلاله الاكتتاب موجه لفئة معينة من المستثمرين.

2. السوق الثانوية: ويعرف كذلك بسوق التداول و هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي سبق طرحها في السوق الأولى وتتمثل أهمية هذا السوق في كونها توفر عنصر السيولة وبالتالي فإن كفاءة وفعالية السوق الثانوي امتداد لكفاءة وفعالية السوق الأولى. و يقسم هذا النوع إلى:

1.1.2. السوق المنظمة (البورصة)²: يتسم بأن له مكان محدد يلتقي فيه سماسرة البائعين والمشتريين نيابة عن عملائهم، وفي ظل تطور سبل الاتصال أصبح اشتراط المكان المحدد غير ذي موضوع. فها هي صفقات تبرم في سوق لندن من خلال التجار المنتشرين في المملكة المتحدة يساعدها في ذلك نظام إلكتروني يربط فيما بينهم. وبعبارة أبسط هو عبارة عن مكان منظم يتم فيه التقاء العرض و الطلب للتعامل في الأوراق المالية للشركات المدرجة.

2.2. السوق غير المنظم (السوق الموازي): يطلق اصطلاحاً على المعاملات خارج البورصة، والتي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة من خلال شبكة اتصالات تتمثل في خيوط تليفونية وأطراف للحاسب الآلي، أو غيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار المستثمرين³. إن الأسواق غير المنظمة تتعامل بالأوراق المالية غير المدرجة في السوق المنظم والتي يتم تحديد سعرها بالتفاوض. و تحتوي على سوقين:

1.1.2.2. السوق الثالث: و تتكون من سوق السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، ويحق لهذه البيوت المتاجرة بالأسهم المدرجة في البورصة. كما تتكون هذه السوق من المؤسسات أو الشركات الاستثمارية. إن الدافع من صناعة هذه الأسواق هو عدم تمتع المؤسسات الاستثمارية الكبيرة بخصم العمولة عند تعاملها مع الأسواق المنظمة التي يلتزم عندها السماسرة بحد أدنى من العمولة لكل صفقة.

إن السبب الرئيسي في انخفاض العمولة بهذه السوق لكون بيوت السمسرة لا تدفع رسوم تسجيل، أو رسوم عضوية في السوق كما هو الحال في البورصة. هذا لا يعني انخفاض التكاليف الثابتة للخدمات التي تقدمها إلى المستثمرين⁴.

2.2.2. السوق الرابع: ويتكون من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد، فهو عبارة عن سوق غير منظم يتم التعامل فيه بالأوراق المالية غير المدرجة في البورصة. و يصنع مثل هذا النوع من السوق الحد من العمولات التي يدفعها البائع والمشتري للسماح، وتتم لصفقة بين البائع والمشتري بتدخل الوسيط، حيث أن هذا الأخير لا يحتفظ بمخزون من الأوراق المالية المتعامل فيها كما لا يسأل عن نصائح بشأن الأوراق المالية التي ينبغي أن يوجه إليها المستثمر أمواله، مما يجعل عمولته منخفضة⁵.

ثالثاً: أدوات السوق المالية:

تمثل الورقة المالية السلعة أو الأصل الذي يجري تداوله بيعة أو شراء في السوق الثانوية (البورصة) لذلك فهي الأدوات الهامة في الأسواق المعاصرة، وتنقسم أدوات السوق المالية إلى:

1. أدوات الملكية (الأسهم):

السهم عادة هو صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة، أو توصية بالأسهم بحسب الأحوال ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة قد تناسب ما يملكه من أسهم وتكون مسؤولية المساهم بقدر ما يملكه من أسهم. ونظراً لاختلاف وتفاوت ميول المستثمرين اتجاه درجة المخاطرة التي يمكن تحملها، فقد تلجأ الكثير من الشركات إلى إصدار عدة أنواع من الأسهم، كل نوع يميز مجال من العائد والمخاطرة المتوقعان كما يخول لصاحبه مجموعة من الحقوق، ويمكن حصر الأنواع الرئيسية للأسهم في مجموعتين، أسهم عادية وأسهم ممتازة*.

2. أدوات المديونية (السندات):

يعرف السند على أنه ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول، تصدرها الشركات المساهمة العامة وتطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركات بموجبها بسداد القرض وفوائده وفقاً لشروط الإصدار⁶.

3. المشتقات المالية:

أولاً: تعريفها: المشتقات هي عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية، كأوراق مالية، عملات أجنبية، سلع، الخ، ينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة وذلك في نطاق المصطلح المتعارف عليه حالياً بالهندسة المالية⁷.

وفي ضوء ما سبق فإن المستثمرين في أسواق المشتقات المالية يندرجون تحت الفئات الآتية:

* **المتحوظون hedgers**: تحاول هذه الفئة المتعاملة في الأصول المالية بتخفيض المخاطرة الناشئة عن التغيرات السريعة والحادة في الأسواق، إذ أن المشتقات تسمح بتحقيق مستوى تأكد يتفوق على الأوراق المالية الأصلية، ولكن هذا لا يعني ضمان كامل.

* **المضاربون speditors**: تحاول هذه الشريحة الاستثمارية المراهنه على تحركات الأسعار المستقبلية من أجل تحقيق مكاسب ذات احتمالية معقولة من وجهة نظرهم كمضاربين.

*المراجحون arbitrageurs: وهم شريحة استثمارية تمارس التعامل بالمشتقات عندما يكون هناك فرق سعري الأصل معين بين سوقين أو أكثر إذا تشتري من السوق المنخفض الأسعار وتباع في سوق آخر مرتفع الأسعار وتحقق ربح عديم المخاطر⁸.

ثانيا : أنواع المشتقات المالية: تتعدد المشتقات المالية باختلاف طرق التعامل بها وتتمثل في:

1. عقود الخيار:

هو عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار و الآخر بائع حيث يكون للمشتري الحق في أن يشتري من الطرف الثاني أي المحرر أو أن يبيع للطرف الثاني أصلا معينا بسعر معين و في تاريخ معين حسب الاتفاق ويقوم الطرف الأول بدفع علاوة معينة للطرف الثاني، وتسري عقود الخيار على الأسهم والسندات وكذا العملات الأجنبية، ويشمل عقد الخيار:

- تاريخ التعاقد
- نوع الأصل محل التعاقد.
- كمية العقود و كمية الأصل في كل عقد.
- سعر التنفيذ الذي بموجبه ستم التسوية بين طرفي العقد عند تنفيذ العقد.
- تاريخ التنفيذ أو الفترة الزمنية التي يسري خلالها.
- قيمة العلاوة أو المكافئة التي يدفعها مشتري الخيار لمحدد الخيار.

أنواع عقود الخيارات : تقسم عقود الخيار إلى خيار شراء وخيار بيع.

أ - خيار الشراء: يسمى عقد الخيار خيار شراء عندما يعطي للمشتري الحق بأن يشتري من الطرف المحرر للخيار بسعر معين وفترة زمنية معينة، حسب الاتفاق مقابل حصول المحرر على علاوة من المشتري تحددها شروط العقد.

ب - خيار البيع : يسمى عقد الخيار خيار البيع عندما يعطي للطرف الأول أي للمشتري الحق في البيع للطرف الثاني أصلا معينا لكمية معينة وسعر معين وتاريخ معين خلال فترة زمنية معينة وذلك مقابل حصول المحرر من المشتري على علاوة معينة تحددها شروط العقد.

2. العقود المستقبلية:

هو التزام قانوني متبادل بين الطرفين، يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر (أو يستلم منه) وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان محدد وزمان محدد، وبموجب سعر محدد. وتحدد في العقد خمسة عناصر رئيسية أخرى هي⁹:

- تاريخ العقد - تاريخ التسليم - الكمية. - نوع الأصل محل التعاقد - سعر التنفيذ أو سعر التسوية - مكان وطريقة التسليم. ومن أهم ما يميز العقود المستقبلية:

- هو عقد حقيقي ملزم لكل من الطرفين بتنفيذ ما تم عليه الاتفاق عند حلول تاريخ التسوية المنصوص عليه في العقد.

• يترتب على العقد المستقبلي صفقة شراء أو بيع، تتم بين الطرفين على أصول أو سلع حقيقية تحدد شروط العقد.

• يدفع كل من طرفي العقد المستقبلي للوسيط (بيت التسوية) هامشا معيناً بنسبة معينة من القيمة الإجمالية للعقد وذلك لتأمين الوفاء بالتزامات كل منهما للآخر.

• يتعرض المستثمر خاصة المضارب في العقود المستقبلية لدرجة عالية من المخاطر¹⁰.

3. عقود المقايضة (المبادلة):

هو اتفاق بين الطرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة لذلك فهي سلسلة من العقود اللاحقة للتنفيذ forward contracts حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دولية تكون شهر، فصيلة، أو نصف سنوية..... الخ¹¹.

كما هو اتفاق تعاقدى يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل التزامات أو حقوق ويتعهدان بموجبه على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منها الطرف الآخر وذلك دون إخلال بالتزام أي منها، الأصلي اتجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد، وعناصر العقد هي¹² :
- طرفي العقد . الالتزام أو الأصل المشمول بعقود المقايضة. - قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المقايضة.

- العملة تسدد بها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات.

-السعر الأجل لمقايضة العملة المتفق عليها. - مدة سريان العقد.

خصائص عقود المقايضة:

- تستخدم غالباً لتغطية المخاطر، خاصة مخاطر سعر الفائدة.

- الأطراف التي توافق على عقد المبادلة غالباً ما يكون أدوات دين محل تعاقد.

- غالباً ما تتركز عقود المبادلة في أدوات مديونية وتدعى بمبادلة أسعار الفائدة.

أنواع عقود المقايضة:

إن عقود المقايضة أو المبادلة هي عقود شملت مجالات استثمارية متعددة نذكر منها ما يلي:

*مبادلات العملات¹³. هي مبادلات تقوم على أصول افتراضية يوافق فيها الطرفان على تبادل

عملتين عند السعر السائد (الحالي) مقابل سعر آجل (أي في وقت لاحق يحدد مسبقاً).

وتهدف المبادلات المذكورة إلى تجاوز مخاطر تقلبات الأسعار خلال فترة المبادلة حيث يقبل أحد الطرفين بالأسعار الثابتة، ويكسب من استقرار هذه الأسعار، وفي المقابل يوافق الطرف الآخر على تغيير الأسعار المعنية.

*مبادلات أسعار الفائدة : يتم التعامل بهذا النوع من العقود في أسواق المال بسبب اختلاف ملاءة

المقترضين من جهة، ومن جهة أخرى اختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق من مقترضين

ومستثمرين حول اتجاهات تقلب أسعار الفائدة السوقية، والهدف من استخدام هذا النوع من العقود هو تخفيض تكلفة التمويل.

4. العقود الآجلة:

هي اتفاق على شراء أصل معين في وقت لاحق مقابل سعر معين، حيث يتعاقد الطرفان على إتمام الصفقة بسعر معين وكمية معينة في وقت لاحق. وتتم تسوية العقد عند استحقاقه حيث يقوم صاحب الأصل بتسليمه إلى المشتري مقابل سعر يسمى سعر التسليم الذي يقارن مع سعر السوق، فإذا ارتفع سعر السوق أعلى من سعر التنفيذ فإن المشتري يحقق مكاسب بينما يتكبد البائع خسارة، لأن الأصل في هذه الحالة يباع بأقل من قيمته الجارية، أما إذا كان سعر السوق أقل من سعر التنفيذ فإن المشتري سوف يخسر بينما البائع يكسب لأن الأصل سيبيع بسعر أكبر من قيمته الجارية¹⁴.

ونلاحظ من التعريف أن هذا النوع من العقود هو نفسه العقود المستقبلية التي سبق وأن تطرقنا لها سابقا، إلا أن الفرق الأساسي بينهما هو نوع السوق الذي تتواجد فيه، فالعقود المستقبلية تتواجد في أسواق منظمة ولها أسواق خاصة وشهيرة كسوق شيكاغو للعقود المستقبلية، بينما العقود الآجلة تتواجد في أسواق غير منظمة.

مقارنة العقود الآجلة مع العقود المستقبلية:

تتشابه العقود المستقبلية مع العقود الآجلة من حيث المبدأ، إلا أنهما يختلفان في طريقة التداول، يمكن استنتاج أهم الفروقات بينهما من التعريفين والخصائص المتناولة سابقا:

- * تعد العقود المستقبلية نمطية، حيث يحدد وقت التسديد وكميات وأنواع الأصول والمبالغ المتفق عليها بدقة تامة ووفق معايير محددة، بينما العقود الآجلة تعد عقودا شخصية تنفذ حسب رغبات الطرفين.
- * يقوم طرفي التعاقد في العقود المستقبلية بإيداع تأمين ابتدائي لدى بيوت السمسرة، والتي تضمن حقوق المتعاملين، بينما لا يوجد التزام بإيداع هذا الهامش في العقود الآجلة.
- * سعر التسليم في العقود المستقبلية يعدل ويتابع يوميا حسب تغيرات السوق اليومية، عكس ما في العقود الآجلة فإن سعر التسليم لا يتغير بل يستمر حتى نهاية الفترة.

أهمية الأسواق المالية وشروط تكوينها¹⁵:

تتجلى أهمية الأسواق المالية في جملة من المهام التي تؤديها اقتصاديات البلدان التي تتواجد بها والتي تنعكس من خلالها بالأدوار التي تلعبها هذه السوق إذا ما توفرت لها الشروط الملائمة لتكوينها .

1-أهمية السوق المالي:

- * تمثل سوق الأوراق المالية القناة التي يتم عبرها تدفق الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض إلى الوحدات التي تعاني من عجز.
- * توفر التمويل اللازم لعملية التنمية الاقتصادية حيث أن هذه السوق تعد المصدر الرئيسي التمويل الاستثمارات طويلة و متوسطة الأجل من خلال إصدار الأسهم أو السندات أو أدوات استثمارية أخرى و اقتنائها من جانب الأفراد و المؤسسات.
- * تلعب السوق المالية دورا في خلق السيولة الكافية للمدخرين عند رغبتهم في تسهيل استثماراتهم للأوراق المالية.

* توفر السوق المالية درجة عالية من المرونة في نظام الائتمان وذلك بمساهمتها في تحقيق الضغط على موارد الجهاز المصرفي وزيادة الائتمان في الخارج وبتالي التخفيف من تأثيرات و ارتفاع الأسعار (الضغوط التضخمية) التي يمكن أن تحدث نتيجة للتوسع في منح الائتمان.

* توفر سوق الأوراق المالية إمكانات كبيرة من حيث:

أولاً : تنوع المحافظ الاستثمارية للمستثمرين سواء كان ذلك من حيث أنواعها أو آجالها

ثانياً : العناية المطلوبة لاتخاذ القرارات المالية الرشيدة بتوفرها البيانات المطلوبة عن أوضاع الشركات المدرجة في السوق.

ثالثاً : حماية المتعاملين في السوق من محاولة الغش و الاحتيال من خلال وضع ضوابط صارمة لتداول الأوراق المالية فيها¹⁶.

* يمكن للأسواق المالية من خلال إدارتها و مكاتبها المتخصصة و خبرائها بتقديم النصح للشركات المصدرة للأدوات المالية المتداولة و ذلك من خلال تحليل عوامل الطلب و العرض لهذه الأدوات و بيان احتياجات هذه الشركات و تحديد أفضل الأدوات و أنسب الطرق لتمويلها.

* إن إلزام الشركات بالإفصاح و مراقبة عمليات التبادل في ردهات السوق يضمنان إلى حد بعيد مناخ استثماري يتسم بالشفافية.

* تعد الأسواق المالية مرجعاً هاماً لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في الاقتصاد.

* ضمان التوازن من خلال الحفاظ على النمو المستثمر لجانب هام من عوائد الأدوات الاستثمارية و الذي يمكن تحقيقه من خلال عمليات التحوط التي يمارسها إدارة الأسواق المالية و خاصة عند توجيه حركات المضاربة و الحد من المبالغة في حركة الأسعار¹⁷.

2- الشروط الملائمة لتكوين السوق المالي:

إن إقامة السوق للأوراق المالية سيستوجب توفر عدد من متطلبات التي تشكل بدورها الركائز و المقومات الأساسية لإقامة هذه السوق و أهم هذه المتطلبات ما يلي:

أ- **توفر مناخ استثماري ملائم:** و يقصد بالمناخ الاستثماري مجموعة من الظروف و السياسات و المؤسسات الاقتصادية و السياسية التشريعية التي تؤثر في ثقة المستثمر و تقنعه بتوجيه استثماراته إلى بلد دون غيره.

ب- **الوعي الادخاري والاستثماري:** حيث أنه يجب أن يكون هناك وعي ادخاري و استثماري بين أوساط الجمهور فهو يوفر الفرص العديدة لتدفق المدخرات نحو المشاريع و يمكن قياس هذا الوعي من خلال نمو معدل الشركات المساهمة و رؤوس أموالها و حجم الأسهم المصدرة و حجم ودائع القطاعات الخاصة و الادخار و نسبته من لنواتج المحلي الإجمالي.

ج- **كثرة عدد الشركات المساهمة و تنوع الأوراق المالية:** و يعني وجود شركات مساهمة عديدة و وجود أدوات مالية ذات مواصفات و مزايا تتمثل باليسر وانخفاض المخاطر، تغري المدخرين للإقبال عليها و اختيار المناسب منها مما يساعد على اتساع رقعة السوق وازدهارها.

د -توفر المؤسسات المالية الوسيطة: حيث تؤدي هذه المؤسسات دورا فعالا في تعبئة المدخرات المالية و توجيهها و خلق الفرص الاستثمارية عن طريق الأسواق المالية كما أن هذه المؤسسات تقوم بعمليات التسويق والترويج والتغطية من الإصدارات الجديدة.

هـ -هيكل مؤسسي فعال و متكامل: ويتمثل هذا الهيكل بوجود هيئة رسمية (حكومية) تنظم و تشرف بصورة كاملة على جميع نشاطات السوق من حيث الأوراق المدرجة و شروط إصدارها و تداولها في السوق الأولية والثانوية وكذلك الترخيص وتأهيل الكوادر والأفراد العاملين في السوق.

و -الإفصاح المالي و إشهار المعلومات: يعد إفلاس وإشهار البيانات بمثابة الروح لأي سوق للأوراق المالية لذا يتوجب تقديم المعلومات و البيانات الصحيحة المالية و غير المالية المتعلقة بالشركات التي يتم تداول أدواتها في السوق المالية ليتمكن المستخدمين و المتعاملين في هذه السوق من ترشيد قراراتهم الاستثمارية، كما أن الإفصاح أصبح مسألة قانونية أي أنه سننت له القوانين التي تلتزم الشركات بنشر البيانات والإفصاح عنها في أوقات محددة كل سنة من حيث ميزانياتها و حساب الأرباح والخسائر وتقارير مجالس الإدارة ومراقبي الحسابات وإظهار مراكزها المالية.

ي -نظام فعال للاتصالات: يعتبر هذا النظام أحد المقومات الأساسية للإقامة سوق مالية، ويتم بناء هذا النظام وفقا لآخر تطورات الثورة الإتصالية من أجهزة هاتف و فاكس و حاسوب و غيرها من الأجهزة والمعدات المتطورة، حيث تمكن السوق من معالجة أكبر حجم من المعاملات و التعرف على الفرص الاستثمارية المتنوعة في هذه الأسواق¹⁸.

II. الآثار الاقتصادية للأسواق المالية:

1. الآثار الإيجابية:

- بالنسبة للاقتصاد الوطني: تشير العديد من الدلائل على أن أسواق الأوراق المالية تقدم خدمات من شأنها دفع عجلة النمو الاقتصادي وتقوم بوظائف عديدة و ذات أهمية كبرى على مستوى الاقتصاد الوطني وتستمد أهميتها من خلال الدور المتعدد الجوانب الذي تقوم به ويمكن إجمال أهميتها فيما يلي:
- * تصلح أن تكون أداة لتوزيع الثروة بين الناس و تحقيق العدل حتى لا يكون المال في أيدي فئة قليلة من الناس .
- * تسهيل تسيير رؤوس الأموال بصفة سريعة ومستمرة من قبل المستثمرين سواء كانوا من المقرضين أو المساهمين¹⁹.
- * توفير فرص عمل جديدة من كل الطبقات و ذلك بتوسيع عمليات البورصة من وقت لآخر.
- * زيادة إيرادات الحكومة من حيث تكلفة الضرائب على الصفقات التجارية سواء كانت من قبل المؤسسات المالية أو الأشخاص.
- * إن سوق الأوراق المالية تعتبر معيارا أساسيا للواقع الاقتصادي الوطني، إذ أن حجم العمليات والمستوى النسبي للأسعار كما يرى علماء التمويل والاستثمار و خبراء البورصة يعتبر مؤشرا لقوة الاقتصاد الوطني أو ضعفه²⁰.

* تقوم سوق الأوراق المالية بجمع المدخرات وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى القطاعات ذات العجز المالي بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من خلال الوسطاء وهي بذلك تؤثر تأثيراً محسوساً على مصادر الادخار في مرحلة التجمع وعلى توزيعه في مرحلة التوظيف.

* تمثل البورصة هيئة رقابية فعالة بصورة غير مباشرة على كفاءة الشركات والمشروعات التي يجري تداول أوراقها المالية في السوق وبالتالي فإن سوق الأوراق المالية أداة لتقويم الشركات والمشروعات الاستثمارية.

* تقوم البورصة بتوزيع رؤوس الأموال على مختلف المشروعات الاستثمارية إذ لها صلة وثيقة بين المشاريع وإدخارات الأفراد، فهي تهتم بمصالح المشاريع الاستثمارية التي تسعى إلى تكوين رأسمالها أو زيادته، ومصالح الأفراد اللذين يرغبون في استثمار مدخراتهم.

* الحد من معدلات نمو التضخم في هيكل الاقتصاد الوطني حيث يساعد سوق الأوراق المالية على جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات و بالتالي امتصاص الكتلة النقدية الزائدة وتوجيه هذه المدخرات للاستثمار بدلاً من الاستهلاك.

* المساهمة في تطبيق السياسات المالية لدى الحكومات، فوجود سوق للأوراق المالية من شأنه أن يمهّد الطريق أمام السلطات الحكومية المختصة للمزج بين السياستين المالية والنقدية.

* المساعدة في جذب رؤوس الأموال الأجنبية للمشاركة في المشاريع المحلية، كما أن ما يحصل عليه المواطنون غير المقيمين من الأرباح له أثر إيجابي على ميزان المدفوعات²¹.

* إن سوق الأوراق المالية واسطة بين جميع شبكات فعاليات الاقتصاد الكلي، و منها المصارف والمؤسسات المالية الاستثمارية وبيوت التمويل لما لها من القدرة على تجميع المعلومات وتوثيق البيانات، مما يوفر قاعدة جيدة لاتخاذ القرارات الاستثمارية الموثوقة²².

● بالنسبة للأفراد و المؤسسات:

أن للبورصة دور هام بالنسبة للاقتصاد الوطني فأن لها كذلك دور لا يقل أهميته بالنسبة للأفراد و المؤسسات و من أهميتها ما يلي :

- البورصة تعد مكاناً مناسباً لبيع الحقوق وشرائها بشكل مباشر دون مساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع من أراضي و مباني و آلات و معدات ونحوها.

- المساعدة في تحديد الأسعار وفق مبادئ العرض والطلب.

- تسيير تداول الأوراق المالية و الصكوك لمن أراد إن يستثمر أو أراد سيولة سريعة، وهذه السوق توفر للمستثمر مكاناً لاستثمار مدخراته أو تحويلها إلى سيولة عند الحاجة، كما أنها

توسع دائرة الاختيار أمامه مما ينوع استثماراته، و هذا يقلل من مخاطر الاستثمار في موضع واحد، كذلك تساعد السوق الثانوية في تسهيل بيع الأوراق المالية عند زوال مثل تلك

الطوارئ و أعادتها للاستثمار في القنوات المعتادة، و لو لا وجود الأسواق المالية لبقيت الأموال معطلة للطوارئ. و تساهم البورصة فيما يلي²³:

- سرعة تداول الأوراق المالية.
 - معرفة أسعار الأسواق المالية في أي وقت و ذلك بالاطلاع على تسعيرة السوق.
 - تحويل الأوراق المالية إلى نقد سائل ولهذا السبب تجد أن الشركات والمصاريف تحوز كميات كبيرة من الأوراق المالية كمال احتياطي.
 - قبول الدائنين لأسهم كضمان لقروضهم، لان الراهن لا يقبل رهانا لا يمكن تحويله إلى أصل سائل سريعا، وبدون خسارة في قيمته، و يتم ذلك عادة بعد:
 - معرفة المركز المالي للشركة.
 - معرفة استقرار أسعار أسهمها في أسواق الأوراق المالية.
 - كمية الأرباح السنوية الموزعة على السهم الواحد.
 - سرعة تداول أسهم الشركة في سوق الأوراق المالية.
- وتلجأ المؤسسات و الأفراد إلى الاقتراض بضمان أوراقهم المالية للأسباب التالية:
- * الحاجة إلى أموال سائلة في وقت معين تكون فيه أسعار الأوراق المالية التي بحوزتهم ليست مجزية في نظرهم، ومن ثم يفضل الاقتراض بضمان هذه الأوراق والتزيت حتى يوجد السعر المناسب لها.
 - * بعض الأفراد يوجهون مدخراتهم إلى الاستثمار في الأسواق المالية حتى لا تظل أموالهم عاطلة فان احتاجوا في وقت ما إلى مال سائل اقتترضوا بضمان هذه الأوراق و هدفهم ليس الإقراض، و أنما الإبقاء على أموالهم مدخرة في شكل أوراق مالية.
 - * هناك فئة من المتعاملين تقترض من المصارف بضمان الأوراق المالية التي بحوزتهم ثم يشترون بمبلغ هذه القروض أوراقا مالية تدر عليهم عائدا أكيدا.
- هناك مزايا لإدراج الأوراق المالية للشركات في سوق البورصة تتمثل في :
- الإعلان الدائم عن الشركة المصدرة للورقة المالية.
 - المصارف التي تقرض أموالا بضمان أوراق مالية، يمكنها تتبع أسعار هذه الأوراق حتى تكون في مأمن من تدهور أسعارها فجأة.
 - التعرض على المركز المالي للشركة وذلك بالاطلاع على أسعار أوراقها ومقارنتها بممتلكات الشركة، علما أن نظام سوق الأوراق المالية يلزم الشركات التي تدرج أسهمها فيها بمايلي:
- * مسك الدفاتر القانونية التي نص عليها القانون.
 - * تعيين مراقب الحسابات للشركة مؤهل في المحاسبة لا يكون مشتركا في إدارة الشركة بشكل مباشر أو غير مباشر يتمتع بمراقب الحسابات بالحقوق التالية:
 - الاطلاع على البيانات المختلفة و مراجعة الإيضاحات التي يطلبها.
 - دعوة الجمعية العامة للانعقاد إذا رأى ذلك.
 - بيان المركز المالي الحقيقي للشركة²⁴.
- **مساهمة الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية:**

إن الأسواق المالية تعد بمثابة مقياس مهم لمراقبة الحالة الاقتصادية لأي دولة، فهي تشير بشكل عام إلى مدى التطور الاقتصادي كما تشير إلى حالة قطاع الإنتاج في الاقتصاد المعني.

وفي الحقيقة فقد يأت من غير الممكن التفكير بموضوع التنمية الصناعية خاصة و الاقتصاد عموماً دون وجود شركات مساهمة ونظام خاص بالسوق المالي (البورصة)، إذ أن المرور عن طريق هذه الأخيرة بات أمراً ضرورياً لا يمكن تفاديه لعدد من المنشآت و الشركات لجمع رؤوس الأموال الأزمة للاستثمار المطلوب أو التوسيع عملية استثمارية قائمة أصلاً .

لقد تزايدت أهمية البورصة وغدت تشكل أداة أساسية لتدعيم النمو وتحقيق الإنعاش الاقتصادي، الأمر الذي كان له أثره المباشر على سائر البلدان النامية التي تسعى التسرع عجلة التنمية وتتطلع إلى بناء اقتصاد متطور و مزدهر مبني على قاعدة نظام الحرية الاقتصادية وآلية السوق، وهناك العديد من البلدان النامية تلقت اهتماماً بموضوع سوق البورصة إلى موقع التطبيق وأقامت سوقاً خاصة لتداول الأوراق المالية بعد أن هيأت لها كافة الشروط و المقومات الأساسية التي تشغل نجاحها، وبالرغم من التباين الملحوظ في أثر البورصة على اقتصاديات البلدان، ألا أنها جميعاً تجد في سوق الأوراق المالية أو سوق رأس المال وسيلة هامة لتعبئة المدخرات وتمكين منشآت قطاع الأعمال و الحكومات من الحصول على موارد تمويلية بأقل قدر من التكاليف، كما تجدها أيضاً فاعلة لتوفير فرص أوسع للمفاضلة في تحقيق الموارد ورفع كفاءة الأنشطة الاقتصادية وعوامل النمو والازدهار.

أن اعتبار البورصة وسيلة من وسائل معرفة القيمة السوقية الحقيقية للمؤسسات أو التنبؤ بالأوضاع المستقبلية التي تمكنها من اكتساب مظهر من مظاهر الهبة إذ تصبح من المؤسسات المعترف بإمكانياتها والموثوق في أدائها كما يصبح اسمها معروفاً مادامت البورصة وسيلة إشهار. وتعمل البورصة على تسهيل إنشاء المجمعات الاقتصادية و الصناعية و التجارية التي تقوم بدور كبير في تطوير الاقتصاد.

كما أن البورصة باعتبارها موجهة للاستثمار فتكون عمليات الاستثمار مبنية على أسس عملية أي ترشيد الإنفاق الاستثماري، إذ تعمل البورصة على تحذير وتنبه الأفراد إلى مخاطر الاستثمار وإلى عدم الدخول إلى مجالات استثمارية غير مناسبة وهذا ما يعود بالإيجاب على الاقتصاد عامة .

ثانياً: الآثار السلبية للسوق المالي: ويمكن إيجازها فيما يلي:

أولاً: أن العقود الآجلة التي تجري في هذه السوق ليست في معظمها بيعاً حقيقياً ولا شراءً حقيقياً؛

لأنه لا يجري فيها التقابض بين طرفي العقد فيما يُشترط له التقابض في العوضين أو في أحدهما شرعاً.

ثانياً: أن البائع فيها غالباً ما يبيع ما لا يملك من عملات وأسهم، أو سندات قروض أو بضائع، على أمل شرائه من السوق وتسليمه في الموعد، دون أن يقبض الثمن عند العقد كما هو الشرط في السلم.

ثالثاً: أن المشتري فيها غالباً يبيع ما اشتراه لآخر قبل قبضه، والآخر يبيعه أيضاً لآخر قبل قبضه، وهكذا يتكرر البيع والشراء على الشيء ذاته قبل قبضه، إلى أن تنتهي الصفقة إلى المشتري الأخير

الذي قد يريد أن يتسلم المبيع من البائع الأول، الذي يكون قد باع ما لا يملك، أو أن يحاسبه على فرق

السعر في موعد التنفيذ، وهو يوم التصفية، بينما يقتصر دور المشتريين والبائعين غير الأول والأخير على قبض فرق السعر في حالة الربح، أو دفعه في حالة الخسارة في الموعد المذكور، كما يجري بين المقامرين تمامًا.

رابعاً: ما يقوم به الممولون من احتكار الأسهم والسندات والبضائع في السوق؛ للتحكم في البائعين الذين باعوا ما لا يملكون، على أمل الشراء قبل موعد تنفيذ العقد بسعر أقل، والتسليم في حينه وإيقاعهم في الحرج.

خامساً: إن خطورة السوق المالية هذه تأتي من اتخاذها وسيلة للتأثير في الأسواق بصفة عامة؛ لأن الأسعار فيها لا تعتمد كلياً على العرض والطلب الفعليين من قبل المحتاجين إلى البيع أو إلى الشراء، وإنما تتأثر بأشياء كثيرة بعضها مفتعل من المهيمين على السوق، أو من المحتكرين للسلع أو الأوراق المالية فيها، كإشاعة كاذبة أو نحوها، وهنا تكمن الخطورة المحظورة شرعاً؛ لأن ذلك يؤدي إلى تقلبات غير طبيعية في الأسعار، مما يؤثر على الحياة الاقتصادية تأثيراً سيئاً. وعلى سبيل المثال لا الحصر، يعتمد كبار الممولين إلى طرح مجموعة من الأوراق المالية من أسهم أو سندات قروض؛ فيهبط سعرها لكثرة العرض، فيسارع صغار حملة هذه الأوراق إلى بيعها بسعر أقل؛ خشية هبوط سعرها أكثر من ذلك وزيادة خسارتهم، فيهبط سعرها مجدداً بزيادة عرضهم، فيعود الكبار إلى شراء هذه الأوراق بسعر أقل بغية رفع سعرها بكثرة الطلب، وينتهي الأمر بتحقيق مكاسب للكبار، وإلحاق خسائر فادحة بالكثرة الغالبة، وهم صغار حملة الأوراق المالية؛ نتيجة خداعهم بطرح غير حقيقي لأوراق مماثلة، ويجري مثل ذلك أيضاً في سوق البضائع. ولذلك قد أثارت السوق المالية جدلاً كبيراً بين الاقتصاديين؛ والسبب في ذلك أنها سببت في فترات معينة من تاريخ العالم الاقتصادي ضياع ثروات ضخمة في وقت قصير، بينما كانت سبباً في غنى آخرين دون جهد، حتى إنه في الأزمات الكبيرة* التي اجتاحت العالم طالب الكثيرون بإلغائها؛ إذ تذهب بسببها ثروات، وتنتهار أوضاع اقتصادية في وقت سريع²⁵.

III. السوق المالي الإسلامي بين النظرية والتطبيق:

سوق رأس المال من أهم الأسواق التي تركز عليها التكتلات الاقتصادية على تحقيق التكامل فيما بينها إلى جانب أسواق السلع والخدمات و أسواق العمل، ورغم تأخر الدول الإسلامية في تحقيق التكامل في أسواق السلع والخدمات وكذلك أسواق العمل الإسلامية فإن هذا لا يحول دون التعاون فيما بينها لنشاء سوق مالية إسلامية موحدة .

أولاً: معوقات قيام سوق مالية إسلامية موحدة :

رغم المكاسب التي ستعود على الاقتصاديات الإسلامية من قيام سوق مالية موحدة، فإن هناك من المعوقات ما يقف حائلاً دون قيام هذه السوق، ويمكن إيجاز هذه المعوقات فيما يلي :

1- اختلاف القوانين والتشريعات وأنظمة التداول والمقاصة والتسوية التي تحكم عمل البورصات في الدول الإسلامية، وهو ما يعني ضرورة توحيد هذه القوانين والتشريعات والأنظمة بما يتفق وأحكام الشريعة الإسلامية في المقام الأول .

- 2- ضيق نطاق السوق في معظم البورصات في الدول الإسلامية ممثلاً في انخفاض عرض أدوات الاستثمار المالي وضآلة الطلب عليها، وعدم التنوع الكافي في الأوراق المالية الإسلامية.
- 3- اختلاف النظم والهيكل الاقتصادية الإسلامية، وغياب الإرادة السياسية وتفضيل بعض الدول الإسلامية التعاون الثنائي أو شبه الإقليمي على حساب التعاون المشترك .
- 4- تفاوت مستوى النمو الاقتصادي والثروات في الدول الإسلامية، وكذلك تفاوت عمق تجارب هذه الدول في مجال البورصات وأسواق المال، فما زال هناك بورصات مغلقة لا تسمح لغير مواطنيها بتملك أسهمها²⁶.
- 5- عدم توافر الوعي الكافي لدى المستثمرين في الدول الإسلامية بنظام القيد والتداول في البورصات المختلفة وكذلك خوفهم من المخاطرة .
- 6- تدني مستوى التكنولوجيا وأنظمة المعلوماتية المطبقة في العديد من الدول الإسلامية، مما يعيق عملية الربط الآلي بين البورصات والشركات المنفذة لعمليات التداول.
- 7- عدم وجود عملة موحدة أو أسلوب نقدي موحد للتسوية، فضلا عن ضعف أنظمة التحويلات المصرفية بين المصارف في البلدان الإسلامية²⁷.

ثانياً: إمكانية إنشاء سوق مالية موحدة:

رغم المعوقات السالفة الذكر إلا أن ذلك لا يحول دون اتخاذ خطوات فعلية لقيام سوق مالية إسلامية موحدة في الوقت الراهن اعتماداً على أن التنسيق في مجال الأسواق المالية يمكن أن يكون أكثر سهولة من التنسيق في مجال حركة السلع والعمالة، وأن النجاح في هذه الخطوة سيعطي دفعة للتعاون في المجالات الأخرى، وبخاصة أن العديد من الدول الإسلامية ما زالت تتوالى في القيام بالعديد من الإصلاحات في مجال حركة رؤوس الأموال. لذلك فهناك العديد من المقومات التي تمثل بنية أساسية لقيام سوق مالية إسلامية موحدة، ويمكن إيجازها فيما يلي :

- 1- معظم الأسواق لا تجيز تداول الأوراق المالية إلا من خلال وسطاء مخولين بذلك، وضرورة حصولهم على موافقات مسبقة قبل مزاوله المهنة.
- 2- حدثت تطورات مؤسسية وتشريعية ايجابية في أسواق الدول الإسلامية حيث واصلت العديد من الدول الإسلامية جهودها لجذب المستثمرين للاستثمار فيها، وتم تعديل و تطوير قوانين الاستثمار بما يوائم ذلك، كما اهتمت هذه الدول بتحسين شروط الإفصاح المالي .
- 3 - حدثت تغييرات هيكلية في القطاع المالي على أساس دعم الملكية الخاصة، واعتمدت برامج الخصخصة في العديد من الدول الإسلامية وإن كان ذلك بدرجات متفاوتة كأخذ مقومات الإصلاح الاقتصادي، وهو ما يؤكد الإجماع على ضرورة توسيع قاعدة الملكية، وطرح كميات متزايدة من أسهم المشروعات للاكتتاب العام داخليا وخارجيا، وهو ما يمثل موردا مستمرا يمد سوق رأس المال بحاجتها من الأوراق المالية للسنوات القادمة .
- 4 - الظروف الاقتصادية في معظم الدول الإسلامية تتطلب إيجاد أدوات مالية تكون أدوات ملكية ومشاركة لا أدوات إقراض واقتراض، كما تتطلب الاعتماد في التمويل على السوق المحلية

وعلى المدخرات التي يمكن تعبئتها وجمعها محليا بدلا من الاعتماد على المؤسسات الدولية وعلى حركة رؤوس الأموال الأجنبية لارتفاع أعبائها وللشروط المجحفة لأعضائها وللتدخلات السافرة التي تصاحبها، لذا يصبح من الضروري البحث عن الأدوات التي تنحاز لصالح النشاط الحقيقي للمنتج وتستجيب للاحتياجات الفعلية للاقتصاديات الإسلامية وهي الأدوات المالية الإسلامية، فإذا أنشأت وتطورت السوق المالية الإسلامية الموحدة وتوسعت في إصدار الأدوات المالية طويلة الأجل نسبيا، فإن النتيجة المتوقعة هي أن نشاط هذه السوق سوف يكون ملبيا للحاجات الفعلية للاقتصاد الإسلامي، و مترجما حقيقيا لأحواله وظروفه وستتحول هذه السوق إلى أداة فعالة لتدعيم ذلك الاقتصاد²⁸.

ثالثا: مبادئ وأدوات السوق المالية الإسلامية:

من خلال المعطيات السابقة الذكر يتضح لنا جليا أن للأسواق المالية الإسلامية مبادئ وأسس مخالفة تماما لغيرها من الأسواق المالية العادية.

1/ مبادئ الأسواق المالية الإسلامية: وتتمثل في النقاط التالية:

- **الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية:** بشكل عام تدخل الإسلام بهيكل السوق حيث حرم كل عقد يؤدي إلى الربا والظلم والغرر والغبن والتدليس، وفلسفة الإسلام في ذلك أنها شروط أساسية للمنافسة الكفؤة الشريفة، وبطبيعة الحال ينطبق هذا المبدأ على السوق المالية الإسلامية، أي السوق المنضبطة بالضوابط الشرعية، ولم يتدخل الإسلام بألية السوق لأنها من الحريات الطبيعية التي أقرتها الشريعة الإسلامية كشرط مكمل لأداء السوق بكفاءة .

- **الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي:** في الأسواق المالية المعاصرة تكثر المضاربات غير الأخلاقية من بعض المتعاملين بالسوق المالي فيقومون بشراء الأوراق المالية وبيعها ليس بغرض الاستثمار أو الإسترباح ولكن بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم وهذا ما يؤدي إلى ظهور ميول احتكارية في هذه الأسواق، لكن في السوق الإسلامية لا توجد مثل هذه المضاربات لأن الناظر في العقود الإسلامية يرى أنها عقود تهدف إلى الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي مثل المشاركات والبيوع والإيجارات وغيرها من العقود، إضافة إلى ذلك فإن الإسلام قد حرم الاحتكار، فقال عليه الصلاة والسلام "المحتكر ملعون والجالب مرزوق".

- **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 كما ذكرنا آنفاً، وهذا مبدأ مهم من مبادئ الاقتصاد الإسلامي، حيث أنه لا يوجد تناقض بين الأهداف الكلية للمجتمع في التنمية الاقتصادية وآلية تعامل الأفراد في السوق الإسلامية .

2/ أدوات السوق المالية الإسلامية: أدوات السوق المالية الإسلامية متنوعة نذكر منها :

- **أدوات المشاركة:** أي سندات المشاركة المستمرة والمتناقصة حيث يقوم المتعاملون بإبرام عقد مشاركة تتمثل في سندات يمثل كل سند حصة أو سهم مشاركة في رأس مال مشروع، ويتم تعيين هيئة لإدارة المشاركة بحسب شروط نشرة الإصدار مع الأخذ بعين الاعتبار الشروط

الشرعية لعقد المشاركة، ويتم تداول هذه الحصص في السوق المالي الإسلامي وتحديد نوع المشاركة إذا كانت مستمرة أو متناقصة، وذلك لقاء عائد فعلى حقيقي حسب نتيجة المشروع من ربح أو خسارة .

- أدوات البيوع (المرابحة والسلم والإستصناع): حيث تقوم جهة معينة في السوق المالي بإصدار سندات بيوع يمثل كل سند حصة في رأس مال المشروع لتمويل السلع والبضائع الحالة كما في المرابحة والمؤجلة كما في السلم والإستصناع وذلك لقاء عمولة لهذه الجهة وتتولى هذه الجهة متابعة المستحقات وتوزيع الأرباح الفعلية لأصحاب السندات أو الأسهم .
- أدوات المنافع : وهي سندات الإجارة التي تقوم على أساس عقد الإجارة المعروف في الفقه الإسلامي حيث تقوم جهة معينة تملك عقارات مؤجرة تدر دخلاً بشكل منتظم بإصدار سندات إجارة للتداول بين المتعاملين ويمثل كل سند حصة في ملكية العقار يستحق حامله بحسب نصيبه في هذا العقار جزء من الإيراد المتحقق، أو تقوم جهة معينة بشراء أصول ثابتة مثل معدات أو سيارات وتقوم بإصدار سندات تمثل مجموعها رأس مال هذه الأصول وتقوم بإدارتها من تأجير وصيانة وتأمين لقاء عمولة، ومن ثم تحويل صافي المتحقق لحاملي السندات أو الأسهم²⁹.

IV. بعض النماذج العملية لأسواق مالية إسلامية:

بلغ حجم الأموال في السوق الإسلامية حوالي 180 مليار دولار أمريكي رغم حداثة نشأتها، وفيما يلي بعض الأمثلة عن الامتداد الجغرافي لهذه السوق :

1/ التجربة البحرينية:

بكل تأكيد تعتبر البحرين مركزا ماليا كبيرا ومتطورا ويكفي أن أكثر من ثلاثمائة مؤسسة مصرفية ومالية تعمل الآن فيها، ونذكر منها بنك البحرين الإسلامي كأول مصرف إسلامي أنشئ عام 1987، ثم بدأ حجم ونشاط البنوك الإسلامية في البحرين والمؤسسات المالية وشركات التأمين الإسلامية في الانتشار بالإضافة إلى عدة صناديق استثمارية، وبدأت المصارف الإسلامية في التزايد إلى أن وصلت إلى 27 مصرف من بينها 4 مصارف تجارية كبيرة.

وقد كانت وسائل وصيغ التمويل الإسلامي المتبعة في البحرين متنوعة تنوعا كبيرا حيث نجد المرابحة، المشاركة، الإجارة (المنتهية بالتمليك) ومرابحة السلع، والسلم والسلم الموازي، والإستصناع، والصكوك، حيث إن عدة مشروعات قامت بالبحرين بنيت على فكرة الصناديق الاستثمارية وإصدارات صكوكها المختلفة، ويكفي أن عدة صناديق قد وصلت قيمة الواحد منها 25 مليون دولار، ومما ساعد على رواج هذه الصكوك أنها قابلة للتداول بسوق البحرين للأوراق المالية، كما أن قيام سوق المال الإسلامي العالمي بالبحرين وإنشاء ما يسمى بمركز إدارة السيولة المالية برأس مال بلغ 200 مليون دولار أمريكي مدفوع بالكامل بواسطة بنك التنمية الإسلامي، وبيت التمويل الكويتي وبنك دبي الإسلامي ومصرف البحرين الإسلامي وذلك بغرض تسهيل التمويل والحركة الاستثمارية بين البنوك الإسلامية ولتخلق وتطور مصدرا للتمويل القصير والمتوسط الأجل مدعوما بالصكوك وغيرها من الأدوات التي يمكن إدراجها وتداولها في الأسواق علما بأن هذه المؤسسة قد توقعت بأن تكون

الاستثمارات القصيرة المنفقة في حدود 25% إلى 30% من إجمالي الأصول المقدرة بـ 270 مليار دولار³⁰.

2/ التجربة الماليزية:

تفطنت الحكومة الماليزية إلى أن من أهم عوامل نجاح تجربة المصارف الإسلامية هو قدرة هذه المؤسسات الإسلامية على إدارة سيولتها إدارة فعالة، فأنشأت أول سوق مالية إسلامية لاستثمار السيولة لدى المؤسسات المالية الإسلامية، كما ابتكرت نظاما للمصارف الإسلامية يعرف بـ "inter-ban"، يتم بموجبه الإيداع بين البنوك الإسلامية وبينها وبين البنك المركزي، ويتم هذا الإيداع إما عن طريق المتاجرة في الأوراق المالية، أو عن طريق المضاربة.

وتعتبر ماليزيا الدولة الأولى من حيث إصدار الصكوك الإسلامية، حيث أصدرت العديد من الصكوك لتمويل البنى التحتية للدولة والشركات التابعة لها في سبيل تعزيز هذه الأداة في الأسواق المالية، كما أن ماليزيا عضو مؤسس في الكثير من المؤسسات والمراكز التي تخدم هذه الصناعة، ومنها على سبيل المثال مجلس الخدمات المالية الإسلامية ومقره كوالالمبور وهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ومقرها البحرين.

إن التجربة الماليزية الخاصة بالمصارف الإسلامية والأدوات الإسلامية المستخدمة في أسواق المال في تطور مستمر من حيث الهياكل التنظيمية نجدها في ماليزيا تقريبا مكتملة مقارنة بالدول الأخرى وكل ذلك قد تحقق عبر الخبرات والمهارات التي اكتسبها الماليزيون في مجال المصارف الإسلامية وأسواق المال الإسلامية حيث تم إنشاء العديد من الصناديق الاستثمارية الضخمة، وعليه فالتجربة الماليزية في الأوراق المالية هي الوحيدة التي عبرت الحدود إلى أسواق مالية خارجية بنسبة تراوحت بين 12% إلى 15%، ويكفي أن أصول المصارف الإسلامية في الاستثمارات المختلفة بلغت 6,2 مليار دولار وأن حجم الصكوك الإسلامية موزعة في 6 أقطار بلغت 25 مليار دولار وأن حجم الصناديق الاستثمارية الإسلامية المشتركة بلغت 3,3 مليار دولار في أكثر من 110 صندوق، وتجربة سوق المال الماليزية من حيث الحجم تعتبر كبيرة للغاية، وإن المصارف الإسلامية الماليزية تساهم فيها بنسبة عالية تصل إلى أكثر من 25%، وكما هو واضح فإن الأدوات المالية المستخدمة هي صكوك الصناديق الاستثمارية المتنوعة وهي نفس الصيغ الإسلامية التي نجدها في كل من الدول الإسلامية الأخرى (مرابحة، مشاركة، مضاربة... الخ)³¹.

ولعل من المفارقات في التجربة الماليزية هو الإقبال على الإيداع والاستثمار في المصارف الإسلامية من قبل غير المسلمين من المواطنين الماليزيين، حيث تبلغ نسبة إيداعاتهم 25% من مجمل الإيداعات في البنوك الإسلامية. كما أن التجربة خالفت في بعض أدواتها المالية ما استقر عليه رأي جمهور علماء المسلمين فيما صدر عن المجامع الفقهية من قرارات، مثل بيع العينة وبيع الوفاء وبيع الديون وغرامات التأخير، مما جعلها غير مقبولة عند عامة المسلمين خارج ماليزيا، وبالتالي حال بينها وبين الاستفادة من العمق التاريخي لهذه الصناعة وهو العالم العربي.

3/ التجربة السودانية:

يعد السودان أول دولة مسلمة عملت على تحويل قطاعها المصرفي للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية بأكمله، وفي مجال إيجاد أدوات مالية وتمويلية إسلامية تتصف بصفات السندات التقليدية، من حيث السيولة والربحية والضمان في إطار ما هو ممكن، وبما لا يتعارض مع قواعد الشريعة الإسلامية فقد استحدثت الحكومة السودانية عام 1995 قانوناً سمي (بقانون صكوك التمويل) تمشياً مع قرارات الدولة الرامية لإلغاء الصيغ القائمة على الفائدة من معاملات الدولة عموماً. ويعتبر إصدار هذا القانون الخطوة الأولى التي قامت بها دولة السودان في سبيل إيجاد أدوات استثمارية تمويلية بديلة لسندات الدين التقليدية التي كانت تستخدم لإدارة السيولة ولسد العجز في ميزانية الدولة، وذلك لأسلمة النظام الاقتصادي والمالي في السودان.

إن المصارف السودانية العاملة كلها تعمل وفق النظام المصرفي الإسلامي، والسياسات التمويلية بمنشوراتها المتنوعة التي يصدرها البنك المركزي في السودان، مع قانون البنك المركزي، وقانون سوق الخرطوم للأوراق المالية، وقانون صكوك التمويل، وقانون الشركات، وقانون الاستثمار كلها منصبة في التعامل وفق القواعد الشرعية المجازة.

كما أنها شجعت بقدر كبير التعامل في الاستثمار المباشر خاصة الاستثمار في أسهم شركات المساهمة العامة القائمة والحديثة التكوين والصناديق الاستثمارية. فالمصارف الإسلامية في السودان كان لها دور كبير في عمليات سوق الأوراق المالية المحلي حيث شكلت نسبة تعاملات البنوك الإسلامية في السودان حوالي 35% من إصدارات السوق الأولى وحوالي 25% من التعاملات في السوق الثانوي باستثناء الصناديق الاستثمارية والتي تشكل البنوك الإسلامية في التعاملات فيها نسبة عالية تصل إلى 70%.

وقد تمكن المصرف المركزي السوداني في عام 1999 من إصدار شهادات المصرف المركزي (شمم) وشهادات المشاركة الحكومية (شهامه)، كأدوات مالية إسلامية تؤدي وظيفة السوق المفتوح على نحو شرعي، وهي أدوات تقوم على أسس شرعية أهمها مبدأ "الغرم بالغنم" وتتميز بدرجة من المرونة تساعد البنك المركزي على إدارة السيولة عموماً، وإدارتها في الجهاز المصرفي على وجه الخصوص بهدف الحد من التضخم³².

بالإضافة إلى تجارب أخرى مثل:

-البنك الإسلامي للتنمية وهو بنك دولي يشارك في عضويته الدول الإسلامية الأعضاء في منظمة المؤتمر الإسلامي، من الجهات السباقة لإصدار صكوك إسلامية بلغت حوالي 400 مليون دولار عام 2003، إلى جانب مشاركته كمدير في إصدار صكوك لدولة قطر بمبلغ 600 مليون دولار، و يأتي إصدار ثاني له عام 2005 بمبلغ 500 مليون دولار .

-باكستان من أوائل الدول التي تعاملت في السوق المالية حيث أصدرت الحكومة صكوكاً إسلامية بمبلغ 600 مليون دولار ونظراً للإقبال الشديد عليها وصل الاكتتاب فيها إلى مبلغ 2 مليار دولار .

-في دولة الإمارات العربية المتحدة عدة إصدارات إسلامية من أهمها إصدار لصالح شركة طيران الإمارات بمبلغ 500 مليون دولار، وفي عام 2006 قام بنك دبي الإسلامي بإصدار صكوك إجارة لصالح هيئة الطيران المدني بلغ حجمها 750 مليون دولار أمريكي.

-في تركيا أصدرت عام 1984 صكوك مشاركة بمبلغ 200 مليون دولار لتحويل بناء جسر معلق على مضيق البوسفور، كما أصدرت سندات إسلامية عام 2003 بقيمة 500 مليون دولار .

-في قطر أصدرت صكوك أيضا بقيمة 700 مليون دولار.

-الأردن أصدرت صكوك المقارضة وسميت بسندات المقارضة والتي نظم إصدارها بقانون.

هذه مجرد أمثلة توضح الانتشار الجغرافي والتنوع في الصكوك مع مراعاة أن هذه الصكوك يتم تداولها في جميع بورصات العالم³³.

الخاتمة:

نظرا للأهمية البالغة للأسواق المالية التي كانت وليدة النظام الرأسمالي كآلية لجمع المدخرات وإعادة استثمارها كونها أصبحت تشكل جزءا من حياة المجتمع وثقافته وعاداته، والدول الإسلامية كغيرها من الدول كان لزاما عليها إتباع هذا النظام.

وعلى اعتبار أن البورصة كانت مهدا لانطلاق معظم الأزمات المالية التي شهدتها الاقتصاد العالمي والتي كبدته خسائر مالية واقتصادية فادحة، لذا كان لزاما على الدول أن تعيد التفكير في مبادئ النظام الرأسمالي القائم على الربا (سعر الفائدة).

وعلى اعتبار أن الاقتصاد الإسلامي هو مجموعة الأصول والمبادئ الواردة في القرآن الكريم والسنة والتي تحكم النشاط الاقتصادي للدول الإسلامية، فهو يعالج مشاكل المجتمع الاقتصادية وفقا للمنظور الإسلامي بعيدا عن الربا، حيث أنه لا يعارض فكرة تواجد البورصة بحد ذاتها وإنما يحدد المعاملات فيها بضوابط شرعية، أي أنه حدد شروط التعامل بالأوراق المالية وفق الشريعة الإسلامية، إلا أنه لحد الآن لم نصل إلى قيام سوق مالي إسلامي بمعناه الفعلي، وذلك لعدة عوائق منها النظم الاقتصادية المطبقة في الدول الإسلامية التي تعتمد في معاملاتها على قواعد غير شرعية، من وجهة نظر الشريعة الإسلامية التي تحترم التعامل بالسندات لأن الأصل في التعامل بها ربوي، فوجدت بدائل لها مثل سندات المقارضة وسندات الاستثمار، وبالمقابل أجازت التعامل في الأسهم كونها جزء من رأس المال وتساهم في الربح والخسارة ما لم يكن مجال نشاط الشركة محرما.

من خلال دراستنا للموضوع توصلنا إلى بعض النتائج :

- إن السوق المالي لها دور مهم في الاقتصاد من خلال تحريك المدخرات من الوحدات الاقتصادية التي لديها فائض إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي بغرض استثمارها، وهذا عن طريق التعامل في سوقها بقسميه الأولي والثانوي باستعمال العديد من الأدوات المالية كالأسهم والسندات بالإضافة إلى المشتقات المالية الأخرى.
- للسوق في الإسلام مكانة عالية ومنزلة سامية لأهميته المالية والاقتصادية في حياة الناس، لذا وضع له ضوابط وسن له آدابا وطهره من كثير من المعاملات المحرمة.

- أن الأعمال التي تتم في البورصة مقابل فائدة تدفعها أو تأخذها مهما قلت فإنها محرمة.
- أن العمليات العاجلة في البورصة إذا تم التعامل فيها على أساس تسليم الثمن للبائع والسلعة للمشتري في مجلس العقد فإن هذا جائز.
- أما العمليات الآجلة فهي غير جائزة لما فيها من وسيلة أكل المال بالباطل وذلك عن طريق المقامرة والمخاطرة.
- إن التسعير لا يجوز إلا عند الحاجة والضرورة إليه، كما إذا عمد التجار إلى رفع الأسعار بأن يبيعوا بأكثر من الأسعار المعقولة، مراعاة لمصالح عامة الناس، وذلك بفرض سعر عادل، حيث يضمن ربحاً مناسباً للبائع كما يضمن وصول السلعة إلى المشتري دون ظلم.
- وعليه يمكن تقديم التوصيات التالية :**
- الدعوة إلى إنشاء أسواق إسلامية بعيدة عن الربا في سائر البلدان الإسلامية، وذلك كخطوة أولى نحو بناء نظام اقتصادي إسلامي متكامل وشامل.
- الدعوة إلى إنشاء سوق إسلامية مشتركة تقوم على أسس ومبادئ وأهداف مشروعة، وذلك كوسيلة من وسائل الاستغناء عن التعامل في الأسواق الربوية .
- الالتزام بالتعامل أو تفضيل التعامل دائماً بالأسهم والبدايل الشرعية للسندات لأن الأصل في التعامل بها حلال والعمل على نشرها في جميع الأسواق .

الهوامش:

1. أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات، أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي، 2003، ص34.
2. غازي عبد الرزاق النقاش: التمويل و العمليات المصرفية الدولية، دار وائل للنشر، 1996، ص 59.
3. أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية دار المسيرة، جامعة الإسراء، الأردن، 2000، ص 121.
4. منير إبراهيم الهندي: إدارة المنشآت المالية و أسواق المال، جامعة طنطا، الإسكندرية، 1998، ص 460.
5. نفس المرجع، ص 106.
6. أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 121.
7. منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص 470.
- * السهم العادي هو وثيقة مالية يصدر عن شركة مساهمة ما، بقيمة اسمية ثابتة تضمن حقوقاً وواجبات متساوية لمالكها وتطرح عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، أما السهم الممتاز هو السهم الذي تلجأ إليه الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين بالاكتتاب للمساهمة في توسيع رأس مالها وتمويل مشروعاتها الجديدة أو في مواجهة بعض صعوباتها المالية.
8. محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة، الأردن، 2004، ص 220.
9. نفس المرجع، ص 296.
10. محمود محمد الداغر، أسواق مالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص ص 125، 126.
11. محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 306 .
12. نفس المرجع، ص 307.
13. محمود محمد الداغر، مرجع سابق الذكر، ص 137.
14. محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 316.
15. هوشيار معروف، الاستثمار والأسواق المالية، دار النشر، جامعة البلقاء، عمان، 2003، ص 171.
16. محمود محمد الداغر، مرجع سابق الذكر، ص 133.
17. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية - بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 305.

18. حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأسواق المالية، مؤسسة للوراق للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، 2004، ص136-138.
19. هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص84-86.
20. حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص139-143.
21. محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص28، 30.
22. رضوان سمير عبد الحميد، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة 1996، ص34.
23. حسن أحمد محي الدين أحمد، عمل شركات الاستثمار في السوق العالمية، الطبعة الأولى، الدار السعودية، جدة، 1993، ص125.
24. محمد يوسف كمال، المصرفية الإسلامية الأزمنة والمخرج، الطبعة الثانية، دار الوفاء للطباعة والنشر والتوزيع، المنصورة، 1996، ص99.
25. محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص ص28، 29.
26. حسين أحمد محي الدين، مرجع سبق ذكره ص ص150، 153.
27. <http://www.badlah.com/page-956.html>
- *ونجد من أهم أسباب الأزمات المالية العالمية:
- الربا (معدل الفائدة)، فقاعة بيع الديون، فقاعة المقامرة التي عرفت باسم المضاربات من خلال البيع على المكشوف(بيع أوراق مالية لا يملكها البائع عند إتمام عملية البيع) والمشتقات المالية على الأوراق المالية سواء أكانت تلك الأوراق خاصة بالديون العقارية أم غيرها.
- وقد تأثرت البورصات في العالم بصورة مباشرة بالأزمات المالية العالمية، حيث تشير التقديرات بأن أسواق المال في العالم خسرت في الأزمنة المالية لعام 2008 أكثر من 20 تريليون دولار
- كما نجد أن هنالك نوعان من الأزمات المالية التي تتعرض لها الدول: أزمات مالية تتعلق بسوق السلع والخدمات العينية (الاقتصاد العيني أو الحقيقي)، وأخرى تمس رؤوس الأموال (الاقتصاد النقدي). للمزيد من المعلومات أنظر: إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية-الإسكندرية، مصر، 2009، ص24.
28. أشرف محمد دوابه، نحو سوق مالية إسلامية، دار السلام للنشر و التوزيع، ط1، القاهرة، مصر، 2006، ص ص155، 156.
29. نفس المرجع، ص 157 .
30. نفس المرجع، ص ص158، 160.
31. أحمد محمد محمود نصار، الأسواق المالية الإسلامية مبادئها وأدواتها، مقال منشور على شبكة الإنترنت على الموقع: **Erreur !** [Référence de lien hypertexte non valide.](#) التصفح: 22 / 12 / 2011.
32. زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، ص ص207، 208.
33. نفس المرجع، ص ص220، 221.
34. نفس المرجع، ص ص222، 223.
35. www.islamfingo-Forun.net

