

الأسواق المالية الإسلامية وتمويل التنمية- الأسس والمتطلبات

أ.د. نوري عبد الرسول الخاقاني

الباحث أحمد عباس عبد الحسين

كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة الكوفة

المقدمة:

يعد تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية في مقدمة القضايا التي تتطلبها عملية تمويل التنمية في اقتصاد معاصر، ولاسيما أنّ سوق الأوراق المالية الإسلامية يؤدي مجموعة من الوظائف الهامة مثل تمكين المدخرين والمستثمرين، فضلاً عن أهمية أن يسترشد المستثمرون بأداء مؤسسة الأعمال التي تتضح من خلال أسعار الأسهم، بيد أنّ ذلك يتطلب مجموعة الاشتراطات والمتطلبات التي يتعين دراستها، من أجل ضمان تحقيق المشاركة الإيجابية الفاعلة في تلبية الأهداف الاقتصادية للمجتمع الإسلامي.

أهمية البحث:

تأتي أهمية البحث من ضرورة تطوير المؤسسات المالية الإسلامية لتكون صالحة للتطبيق في اقتصاد معاصر، وتكون قادرة على تجاوز الإشكاليات والتحديات التي تواجهها، وذلك من خلال تحديد المتطلبات الاقتصادية والشرعية، التي تكفل لها مساراً هاماً في تحسين الأداء، وتحقيق النتائج المنشودة.

مشكلة البحث:

تكمن المشكلة التي يحاول البحث معالجتها في إيجاد الوسائل الاقتصادية -المقبولة في الإطار الشرعي- ولاسيما في ظل قلة التجارب الفعلية لمثل هذه المؤسسات المالية.

فرضية البحث:

ينطلق البحث من فرضية ترى إمكانية تطوير دور الاسواق المالية الإسلامية في عملية تمويل التنمية وفقاً للأسس الشرعية والمتطلبات الاقتصادية الإسلامية.

هدف البحث:

يهدف البحث إلى تحقيق ما يأتي:

- تحديد الأسس النظرية للأسواق المالية في اقتصاد إسلامي معاصر.
 - تحديد الأسس والمتطلبات التي تحكم العلاقة ما بين الأسواق المالية وتمويل التنمية.
- هيكلية البحث:

لغرض الوصول إلى هدف البحث فقد تم تقسيم البحث على مبحثين تناول المبحث الأول الأسس النظرية للأسواق المالية، فيما تناول المبحث الثاني الدور التمويلي للأسواق المالية ومتطلباتها.

المبحث الأول: الأسس النظرية للأسواق المالية:

المطلب الأول: الأسواق المالية: النماذج والخصائص

تشكل الاسواق المالية في الاقتصاد المعاصر جانبًا ماليًا مهمًا، لتعبئة المدخرات، وتنمية رؤوس الاموال، لذلك لا بد للنهج التنموي الإسلامي من تضمين رؤيته وشروطه لتفعيل تلك الاسواق، أو جعلها متلائمة مع الشريعة الإسلامية، لذا سندرس نماذج الاسواق المالية بالوصف والمعايير الإسلامية لها، وتبيان ما تتطوي عليه من خصائص ومعالجات، يمكن أن تعزز حركة التنمية في الاقتصاديات الإسلامية.

أولاً: النماذج الإسلامية

هنالك نموذجان حديثان للأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر هما: الأسواق الاولية والأسواق الثانوية، وفي الاقتصاد الإسلامي، يمكن توضيحهما على النحو الآتي:

١- الأسواق الأولية: إنّ إحدى أهم التحديات التي تواجه تطبيق النظام المالي الإسلامي تتجسد في إيجاد أدوات مالية ذات مخاطر، يمكن من خلالها توفير السيولة، والربحية للمستثمرين، بحيث يتم تحفيزهم على اقتنائها^(١).

وبناءً على ذلك، تم اقتراح صيغ مباحة متنوعة مثل: شهادات المرابحة، وشهادات الاستثمار، والمضاربة، والايجار وغيرها. وهناك اقتراح لتطوير أدوات مالية تصدرها المصارف المركزية أو الحكومات تكون

مرتبطة حصراً بمشاريع استثمارية محددة، ومثل هذه الأدوات مقبولة إسلامياً إذا ما ارتبطت مباشرة بأصل حقيقي، وكانت ذات عائد متغير حقيقي^(٢).

٢- الأسواق الثانية: تعد الأسواق الثانوية أمراً مهماً لقيام الأسواق المالية، وللمدخرين كذلك بحسب تفضيلاتهم للسيولة، وهذا التفضيل قائم أيضاً في الاقتصاد الإسلامي، وأن اختلفت حدوده ومداه، ولكن يجب أن ترتبط الأدوات المالية في السوق الثانوية بمشاريع استثمارية معينة، لذا لا بد من أخذ مخاطر ربحية المنشأة، والعسر المالي في نظر الاعتبار، عند اتخاذ أي قرار يتصل بتتويج محافظهم الاستثمارية^(٣).

إنّ تطوير الأسواق المالية بشقيها الأولية والثانوية ذو أهمية قصوى، لتعبئة الموارد المالية بألية فعالة، فالأسواق الأولية تساعد على منح الموارد المالية لمن يكون قادراً على استثمارها بشكل منتج، والأسواق الثانوية مهمة جداً لتمكين المستثمرين والمدخرين من تسهيل مدخراتهم عند الحاجة، فقد يؤدي غياب الاسواق الثانوية إلى احتفاظ المدخرين بأرصدة كبيرة، لدوافع احتياطية، وهذا ما يؤدي إلى زيادة حصيله الاكتزاز، وتخفيض معدلات النمو الاقتصادي، لعدم قيام المدخرات بوظيفتها الطبيعية^(٤).

وتحتاج كل من الأسواق الأولية والثانوية إلى دعم واسع من قبل الدولة، والبنك المركزي الإسلامي، لا في تأسيسها وتحديثها فحسب، بل في الأشراف والمتابعة التي تحافظ على التزامها بالأحكام الشرعية^(٥).

ولم يقتصر الأمر على النموذجين المتقدمين فقد باتت الأسواق المستقبلية والمشتقات تشكل حافزاً هاماً لتحقيق النمو الأسرع في القطاع النقدي، ومن الواضح أنّ هذا الأمر يجعل السوق الحقيقي بعيداً عن مكانه المناسب، وهذه نقطة افتراق مهمة للاقتصاد الإسلامي عن الاقتصاد التقليدي، تؤدي إلى اختلاف تأثير كل من الحقلين على التوازن العام في الاقتصاد^(٦)، إذ تنطوي المشتقات على عدم اليقين المفرط (الغرر)، كونها تسهل إدارة بعض مخاطر السوق، مثل تلك التي تتعلق بالأسعار، وأسعار الصرف، وما شاكل ذلك، أمّا فيما يتصل بدعوى أنّها تؤدي إلى زيادة السيولة، وتطور كفاءة السوق التشغيلية في الأسواق المالية، فهي ليست مؤكدة،

ولعل الذي يمكن إثباته تجريبياً هو أنه مهما كانت الفوائد الأولية التي يحصل عليها فئة معينة من المستثمرين فيها، فإن توافر المشتقات يؤدي إلى نشاط المضاربة^(٧)، لذلك يكون النهج التنموي الإسلامي بعيداً عن تطوير مؤشرات أو مؤسسات ذات طابع نقدي فقط، تنتفع من خلالها فئات محددة من المجتمع على حساب الفئات الأخرى.

ثانياً: خصائص النموذج الإسلامي

لم يكن الاستثمار في سوق الأوراق المالية خياراً مفضلاً للمستثمرين المسلمين حتى أواخر التسعينات ، ويعزى السبب في ذلك إلى أمرين هما^(٨):

الأول: إنَّ المضاربات الضخمة في البورصات، كما يعتقد كثير من المسلمين تشبه القمار، لكونها تنطوي على عناصر الغرر، وهذا النشاط غير مقبول إسلامياً، لذلك تدعو الحاجة إلى تنظيم هذا النشاط إسلامياً.

الثاني: لم تكن عمليات معظم الشركات التي تتداول في البورصات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. والشرط الضروري لجعل أسواق الأوراق المالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، هو أن تعمل هذه الاسواق بعيداً عن الربا، والغرر، والقمار التي تضر بالقطاع الحقيقي، وتسبب بحدوث الأزمات المالية.

وهذا يعني بأنَّ المشاكل الحالية في أسواق الأسهم مثل المعلومات غير المتكافئة، والتلاعبات التي تقود استثمارات الأسهم نحو المقامرة ، والحوكمة السيئة، يجب أن يتم التخلص منها بشكل سريع، يتضمن إجراءات تنظيمية مناسبة، وبما يسهم في تطوير سلوك استثماري إسلامي حقيقي^(٩)، وبالفعل تعد عملية المضاربة احتمالاً منطقياً يتلاءم مع الهيكل النظري طويل المدى، والذي يتم من خلاله تقاسم إجمالي الإنتاج، بشكل شامل وعادل، بين رأس المال وموارد العمل، في عقد مباشر بين الطرفين لتقاسم الأرباح^(١٠)، ولكن قد يؤدي إدخال مزيد من الشروط التي تحقق الانضباط في النظام المالي، إلى حرمان بعض المقترضين من الحصول على الائتمان اللازم، لذا تتطلب العدالة أن يتم إدخال بعض الابتكارات،

أو التغييرات المناسبة في النظام المالي، من أجل ضمان أن يضمن المقترضون الصغار حصولهم على الائتمان الكافي^(١١).

لقد جرى تنظيم الهيكل المالي الذي تم إنشاؤه بواسطة نظام السوق الحر، بشكل ينفع مصالح أولئك الذين يقعون في طليعة المعلومات الاقتصادية^(١٢)، إذ صمم نظام الدين المالي الحديث بالشكل الذي يجعل اهتمامه منصبًا على "الطلب" وليس على "العرض"، وهذه ما يتناقض مع النجاح الأخير في الهيكل المالي الإسلامي، الذي يركز على جانب العرض، وليس على جانب الطلب، لذا جذبت الخدمات المصرفية الإسلامية أموال ضخمة قابلة للاستثمار عن طريق نظام تقاسم الأرباح، أي إنّ نظام الدين الحديث جاء في الأساس للتعبير عن تفضيلات جانب الطلب، وليس مسارًا يستوعب جانب العرض من أجل عائدات آمنة^(١٣).

إنّ معظم الإشكاليات التي تعاني منها الاقتصاديات النامية، تكمن في التركيز على جانب الطلب، وأهمال جانب العرض تمامًا، فلم يتم الاهتمام بعملية تأسيس المشاريع الإنتاجية ودعمها، بل تم التأكيد على الطلب في القطاعين الماليين والنقدي، ومن هنا تظهر أهمية تنظيم الهيكل المالي في السوق المالية الإسلامية، لتكون أكثر تركيزًا على معالجة العرض بوصفها جانبًا مهمًا، من عملية تصحيح التوازن الاقتصادي، وعملية تصحيح المسار التنموي.

وبصفة عامة، يمكن توضيح بعض المميزات التي يجب أن يتسم بها النموذج الإسلامي لسوق الأوراق المالية على النحو الآتي^(١٤):

١- خضوع السوق المالية للقطاع الحقيقي، بمعنى أن حركة المتغيرات في السوق المالية، يجب أن تكون مرتبطة بقوة بحركة المتغيرات في سوق الممتلكات المادية، وهذا يعني أنّ النشاط الاقتصادي الحقيقي هو من يوجه حركة الأسهم.

٢- تستند قيم الاسهم في السوق على التوقعات طويلة الأجل، وليس على التوقعات قصيرة الأجل، وفي هذه الحالة يتم الحد من اتجاهات المضاربة البحتة من جهة، ويشجع الاستثمارات طويلة الأجل من جهة أخرى.

٣- لا تقتصر دوافع المستثمرين على تحقيق العوائد النقدية المتوقعة فقط، بل تتجاوز ذلك إلى تحقيق المشاركة الإيجابية الفاعلة في تلبية الأهداف الاقتصادية للمجتمع الإسلامي.

المطلب الثاني: البورصات الإسلامية: المفهوم والوظائف:

لقد أفضى التطور الاقتصادي المتسارع إلى إنشاء مؤسسات مالية نقدية جديدة، كان لها أثر كبير على المتغيرات الاقتصادية الكلية، وعلى عملية التنمية برمتها، ولكن آلية عمل هذه البورصات في الاقتصاد الإسلامي، تختلف في خصائصها ووظائفها عن البورصات في الاقتصاديات الوضعية، لذا لا بد من تحديد خطوط ومسارات هذا النموذج الإسلامي، والدور الذي يؤديه في المقاربة التنموية الإسلامية لاقتصاد معاصر.

تلتزم البورصات المالية في العمل وفقاً للمعايير الإسلامية، ولاسيما في تجنب الغرر، والقمار، والربا وسائر المعاملات المحرمة. إذ تحكم أسواق السلع، والعملات، والأوراق المالية قيود عديدة مثل: عدم جواز بيع الدين بالدين، أو بيع ما لا يملكه الإنسان، الأمر الذي يؤدي إلى اختفاء المضاربات نهائياً، ويحد من حدوث التقلبات الاقتصادية التي تتكرر باستمرار في الاقتصاديات الرأسمالية^(١٥).

إنّ التداول الذي يتم تشجيعه في السوق الإسلامية، يجب أن ينتج عنه خلق فائدة حقيقية، بغض النظر عن كون ذلك يتم بشكل مباشر أو غير مباشر، وعن طريق خدمات الإنتاج المساعدة في المدى القصير أو الطويل، أو من خلال الوساطة الإنتاجية^(١٦)، أي لا يسمح للاستثمار في البورصات التجارية الذي يهدف إلى توليد أرباح فقط، لأحد أطراف التبادل من دون توفير قيمة حقيقية للمجتمع، كما هو الحال في معظم الوسائل المالية والحقيقية لأنشطة المضاربة، التي تهيمن على النظام الرأسمالي الحديث^(١٧).

لقد كفلت الحرية للأفراد في بيع أو شراء أسهم الشركات في أي وقت، طالما أستبعدت نزعات القمار والمقامرة، وبهذه الطريقة، فأَنَّ من المتوقع أن تكون سرعة تداول الأسهم بسبب القيود الشرعية أقل بكثير، وسوف ينخفض معها سعر الصرف المدفوع بعامل المضاربة بشكل كبير، إلا إنَّ هذا الارتفاع قد لا يكون أكبر من السعر العادي المطلوب في عملية إنتاج السيولة اللازمة في السوق^(١٨).

ومع ذلك يمكن للبورصة في الاقتصاد الإسلامي أن تعمل بكفاءة أعلى، إذا ما تمت مراقبة عملها، ووضعت القيود الشرعية لمراقبتها، التي تكفل الحماية من إشكالية الغرر في البورصات، بما يسهم في خلق التقارب الوثيق بين أسعار السوق الفعلية للأسهم، وبين قيمها الاقتصادية الحقيقية^(١٩).

إنَّ تداول الأسهم التي لا يمكن أن تضيف أي قيمة حقيقية للمجتمع الانساني، بصرف النظر عن المكاسب المالية لبعض جزئياتها، يجب أن تبقى في إطار ضيق ومحدود جدًا، ولا سيما وأن الاسواق في الدول النامية صغيرة جدًا، وغير متكاملة نسبيًا، لا من حيث الكم، ولا من حيث النوع، لذا يجب توخي أقصى قدر درجات العناية والاهتمام، لتثبيط الميول المضاربية، ويجب توجيه الأسهم نحو أدوار أكثر إنتاجية، وأكثر قربًا مع تحقيق التنمية^(٢٠).

ولهذا يجب ملاحظة أنَّ المفهوم الوضعي لكفاءة سوق رأس المال، لا يتطابق تمامًا مع المفهوم الإسلامي، إذ لا يعطي الأخير للحوافز التي تؤثر على توقع الربح الفوري أي دور في عملية حركة رأس المال، وذلك لأنَّ المفهوم الإسلامي لسوق أسهم فعال، ينطوي مبدئيًا على الابعاد الاجتماعية المهمة، ليس من السهل التغاضي عن آثارها أو استبعادها من دوافع المستثمرين للاستثمار^(٢١).

يتميز بعض الاقتصاديين بين نوعين من الكفاءة هما: الكفاءة الخارجية والكفاءة الداخلية، يركز النوع الأول على إتاحة البيانات الاقتصادية المناسبة للمستثمرين المحتملين، بأقصى سرعة، وأقل تكلفة ممكنة، فيما يركز النوع الثاني على تكلفة التداول التي يتم فيها إبرام الصفقات والسرعة التي يتم بها ذلك، بمجرد استيفاء هذين الشرطين ستتعدل القيمة السوقية لكل نوع من أنواع الأسهم مع القيم الاقتصادية الحقيقية^(٢٢).

أما في النظام المالي الإسلامي، فيجري التركيز على تحقيق العدالة، وذلك من خلال الإيفاء بشرطين أساسين يتشكلان بناءً على القيم الأخلاقية، الأول هو أن يشارك الممول في المخاطرة حتى لا ينقل عبء الخسائر بالكامل عند حدوثها إلى صاحب المشروع، والآخر هو أن تصبح حصة عادلة من الموارد المالية متاحة للفقراء لمساعدتهم^(٢٣)، لهذا الغرض، نجد بأن أحد المبادئ الأساسية للتمويل الإسلامي هو: "لا مخاطر، لا ربح" وهذا من شأنه أن يسهم في إدخال الانضباط الشديد إلى النظام المالي، وذلك يحدث من خلال تحفيز المؤسسات المالية الإسلامية على أن تقيم المخاطر بعناية أكبر، وأن تراقب استعمال الأموال من قبل المقترضين بشكل فعال^(٢٤)، ما يفضي إلى زيادة إجمالي إنتاجية العوامل التي ستزداد مع زيادة مدفوعات العوامل الحقيقية في الاقتصاد، ولكن إذا ظل الناتج مرتفعاً، وكانت الأسعار منخفضة ومستقرة، فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة الدخل إلى حد ما، ومن دون أن تكون هنالك أية مشاكل تنظيمية معينة في هذا الشأن^(٢٥).

إنَّ تجنب الغرر يمثل الركيزة الأساسية في عمل البورصات الإسلامية، ولذلك نجد بأنَّ هنالك قيدين من القيود الشرعية يجسدان هذا الاتجاه هما: الدعوة إلى توفير المعلومات اللازمة من جهة، والتأكيد على القدرة التحليلية في تقدير قيم التبادل الحقيقية من جهة أخرى، وبهذه الطريقة، يمكن مواجهة الغرر والوصول نحو حساب لنقارب قيم الأسهم بحيث يكون سعر السهم الفعلي متقارباً مع القيمة الاقتصادية الحقيقية المتوقعة^(٢٦).

تؤدي بورصة الأوراق المالية في النهج التنموي الإسلامي مجموعة من الوظائف المهمة والتي يمكن توضيحها على النحو الآتي^(٢٧):

أولاً: تمكين المدخرين من تحقيق المشاركة الكاملة في ملكية مشروع الأعمال من خلال تقاسم الأرباح والمخاطر.

ثانياً: تمكين المساهمين ليكونوا قادرين من الحصول على السيولة المالية، وذلك من خلال بيع أسهمهم وفقاً لقواعد البورصة.

ثالثًا: السماح لأصحاب الأعمال بجمع رأس مال خارجي، يضمن إنشاء مشاريع جديدة لهم، أو يسهم في توسيع خطوط إنتاج المشاريع القديمة .

رابعًا: فصل العمليات التجارية للمشاريع الاستثمارية عن التقلبات قصيرة المدى التي تحصل في أسعار الأسهم، والتي تمثل الخاصية الأساس لأسواق الأوراق المالية غير الإسلامية.

خامسًا: السماح للمستثمر في الاقتصاد بأن يسترشد في تنفيذ مشاريعه بأداء مؤسسة الأعمال كما يتضح في أسعار الأسهم.

المطلب الثالث: مكونات البورصة في الاقتصاد الإسلامي

تشتمل البورصة في أي اقتصاد على ثلاث جوانب مهمة : هي جانب العرض، وجانب الطلب، وتحقيق التوازن بينهما، وفي الاقتصاد الإسلامي، يجري تأطير تلك الجوانب بمجموعة من الاسس والركائز، الذي يمنحها طابعًا خاصًا، يجمع ما بين تحقيق الكفاءة الاقتصادية وتحقيق العدالة.

وعلى ذلك تكون عمليات سوق الأسهم في الاقتصاد الإسلامي، مختلفة تمامًا ، ويمكن التعبير عن علاقة الطلب على الأسهم كما يأتي^(٢٨) :

$$D = D (p) \quad (1)$$

وعلاقة العرض

$$S = S (p, p) \quad (2)$$

حيث p السعر الحالي للسهم

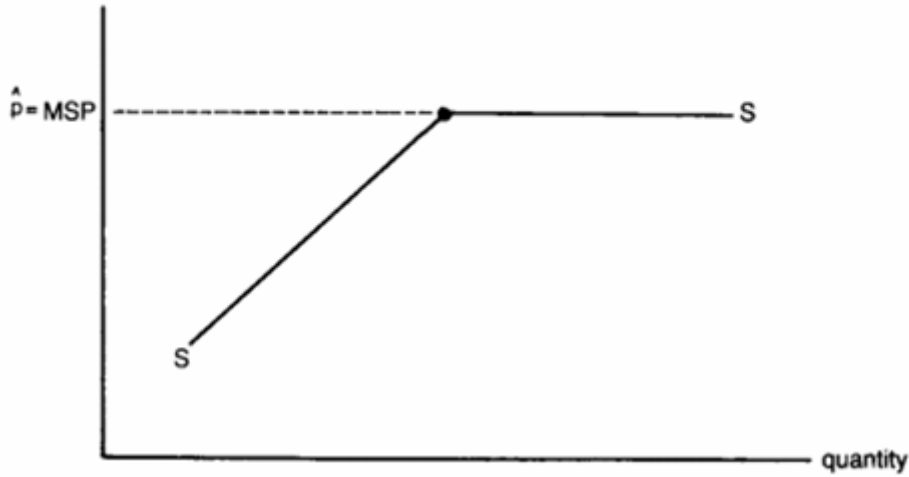
$$p = MSP$$

ولتناول عمليات البورصة في النهج التتموي الإسلامي، نقدم أولاً :

أولاً: عرض الأسهم في البورصة في الاقتصاد الإسلامي

يشير الجزء اللانهائي في منحنى العرض إلى أن P لن تتأثر تماما بالكمية المعروضة، أي هناك حد أقصى لا يمكن تجاوزه، لذا لا يتوقع الافراد ارتفاع الاسعار فوق ذلك الحد الأقصى، ويمكن توضيح ذلك في الشكل الآتي:

الشكل (١) عرض الأسهم في البورصة في الاقتصاد الإسلامي



(¹) Mokhtar Mohammad Metwally, The Role of the Stock..., OP.Cit.P.65.

إن لمنحنى العرض المتعرج الذي تقدمت الإشارة إليه تأثيرين اقتصاديين هما (^{٢٩}):

١- هنالك حد أقصى للسعر الذي يمكن أن يحصل عليه بائعو الأسهم، وهو السعر p الذي يمثل امتدادًا للجزء اللانهائي المرن من منحنى SS ، وهذا من شأنه أن يحد من الرغبة في المضاربة على البورصة الإسلامية في السوق.

وذلك يتأتى من أنّ هنالك حدود معينة من الأرباح لا يمكن تجاوزها، لما يمكن أن يحصل عليه المستثمرون، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى تخفيض شدة التقلبات، ولاسيما في الأجل القصير.

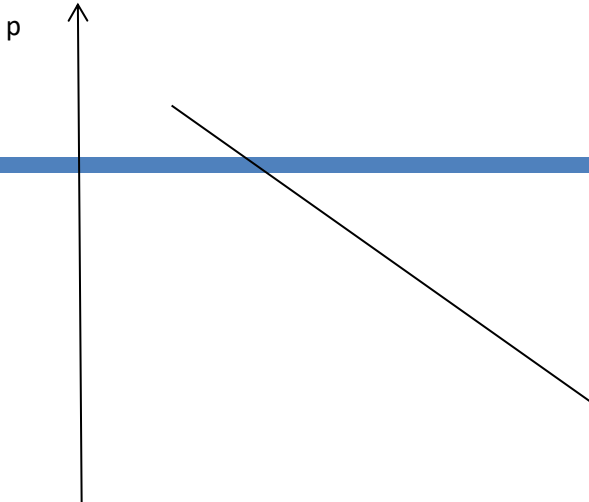
٢- يمكن للبايعين المسلمين أن يبيعوا بسعر أقل من p (MSP) إذا رغبوا في الحصول على السيولة، طالما كان العرض يتحدد عبر جزء معين من منحنى SS .

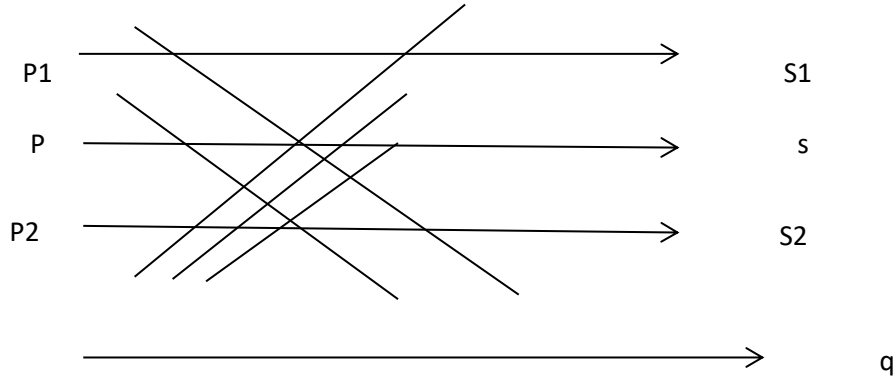
ثانيًا: الطلب على الاسهم في البورصة

يعتمد الطلب على الاسهم على أداء الشركات، وعلى الرغبة في تنويع المحفظة الاستثمارية، ولذلك تحدث التحولات في منحى الطلب مسببة التغير في السعر التوازني، وقد يرتبط مع التغير في الطلب تغير في العرض أيضًا.

إنّ ما يميز عمل البورصة في الاقتصاد الإسلامي، عن تلك التي تعمل في إطار غير إسلامي، هو أن أداء أسعار الأسهم في الاقتصاد الإسلامي، يرتبط بشكل وثيق ومباشر بأداء الشركة التي أصدرت الحصة المعنية، وعلى هذا الأساس، يمكن التمييز بين نوعين من التحولات التي تحدث في منحنى العرض للأسهم هما : (أ) التحولات بسبب التغيرات التي تحدث في أداء الشركة و(ب) التحولات التي تحدث بسبب عوامل أخرى، مثل الرغبة في تعزيز السيولة، أو تغيير المحفظة، ينتج عن النوع الأول تحول في منحنى SS بأكمله، الارتفاع إلى أعلى يشير إلى أداء أفضل للشركة، وأما الانخفاض للأدنى فيشير إلى تباطؤ في أداء الشركة^(٢٠)، ويمكن توضيح ذلك في الشكل الآتي:

الشكل (٢) التحولات في عرض الاسهم والطلب عليها في البورصات



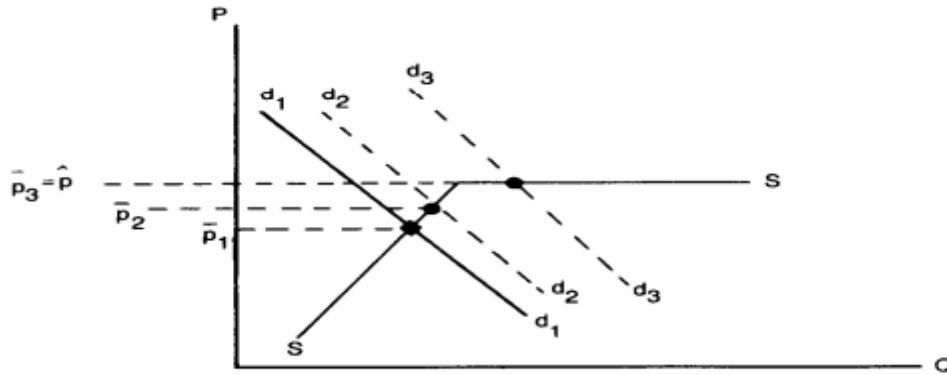


ثالثاً: التوازن في البورصة الإسلامية

يحدث التوازن في بورصة الأوراق المالية في الاقتصاد الإسلامي عند نقطة تقاطع منحنى الطلب على الأسهم مع منحنى العرض، ويمكن توضيح ذلك في الشكل الآتي :

الشكل (٣)

التوازن في بورصة الأوراق المالية للاقتصاد الإسلامي



(¹) Mokhtar Mohammad Metwally, The Role of the Stock..., OP.Cit.p.67.

ويظهر من خلال الشكل أعلاه، بأن نقطة التوازن قد تحددت P1 وبسبب ارتفاع الطلب، مع ثبات السعر فقد ازداد السعر إلى P2 ، وهكذا يستمر الارتفاع إلى P3، وهو السعر التوازني الذي يحقق التوازن بين عرض الاسهم والطلب عليها.

وبناءً على ما تقدم، يمكن تلخيص الجوانب الأساسية التي توطر دور البورصة في الاقتصاد الإسلامي، والمحددات التي تعمل في ضوءها على النحو الآتي^(٣١) :

١- من الممكن إنشاء بورصة في اقتصاد خال من الفوائد، ويتم فيه تجنب المضاربة من النوع الكينزي، وذلك بالنظر إلى الهيكل الصحيح للبورصة.

٢- يتجنب التقلبات المفرطة في أسعار الأسهم، ومع ذلك يحافظ الهيكل المقترح للبورصة على درجة عالية من السيولة والكفاءة المالية، وبذلك يتجنب التقلبات المفرطة في أسعار الاسهم.

٣- يرتبط أداء البورصة ارتباطاً مباشراً بأداء الشركات التي تقوم بإصدار الأسهم.

٤- يتم تقديم منحى العرض للأسهم بوصفه أداة لتحليل السوق .

٥- يمكن للدولة أن تتدخل لتنظيم السوق في الحالات التي فيها خرق المبادئ الإسلامية، من خلال حالات القمار، ويمثل فرض الحد الأقصى للسعر من أهم الوسائل السعرية، في تحقيق ذلك.

المبحث الثاني: الدور التمويلي للأسواق المالية ومتطلباتها:

المطلب الأول: التمويل والأسهم

إنّ من الضروري في كل اقتصاد معاصر التحرك نحو أسواق رأس المال، وبالتحديد مؤسسات سوق الأسهم وأدواته، من أجل تحقيق تمويل إسلامي حقيقي، يتميز عن التمويل التقليدي الذي يركز على سعر الفائدة كمحدد رئيس له^(٣٢).

يرى بعضهم بأنّ تمويل الأسهم قد يكون أكثر ملاءمة للتمويل الإسلامي، وذلك بسبب اشتماله على ميزة تقاسم المخاطر، من خلال الصلة المباشرة التي يقيمها بين رأس المال المستثمر ونتائج المشروع، وهذا من شأنه أن يحقق الفعالية، والكفاءة، والإدارة الأفضل في الأعمال، وعلى الرغم من كون الاستثمار في

الأسهم قد يعد أكثر إسلامية مقارنة بالمنتجات المصرفية، إلا إنَّ خصائص الشركة التي تتلقى الاستثمار، يجب أن تكون متوافقة مع مبادئ الشريعة^(٣٣).

بيد أنَّ الإشكالية التي تواجه سوق الأسهم تكمن في المضاربات، التي تحدث في الأجل القصير مسببة اختلالات نقدية عديدة، إلا إنَّ ذلك لا يعني إلغاء سوق الاسهم نهائياً، وانما تحقيق الاصلاح اللازم لتطويرها .

ويمكن توضيح الإشكاليات التي تثيرها المضاربة، وما تتطوي عليها من عمليات غير مرغوب بها في الاقتصاد الإسلامي على النحو الآتي^(٣٤):

أولاً: تتكون المضاربة من عمليات بيع وشراء، تشبه المبيعات المؤجلة، ولا يهتم الموزع بخصائص السلعة على الإطلاق.

ثانياً: تتطوي المضاربة على خطر محض ، فهي مجرد مراهنة منفصلة عن النشاط التجاري.

ثالثاً: ينتفع المضاربون الكبار نتيجة لنفوذهم ومعلوماتهم، وهذا ما يعزز مكاسبهم كثيراً، فيما يعتمد المضاربون الصغار على الحظ . والمعلومات البسيطة.

رابعاً: هي ممارسة رأسمالية يتم فيها إخفاء المقامرة تحت غطاء المنافسات الثقافية، وهي تخفي كثيراً من الخداع والتلاعب.

خامساً: لا تؤدي المضاربة إلى تسعير صحيح للسلع والأسهم، وذلك لأنها لا ترتبط بأداء الشركة أو القيمة الحقيقية للأسهم أو السلع.

ومن ناحية أخرى، لا يمكن التسليم بمبدأ أنَّ الأسواق الحرة تقدم أفضل النتائج الاقتصادية الممكنة للمجتمع، لا سيما عندما يتضح جلياً بأن السماح للجميع التصرف بحرية مطلقة، سيمنح قوة إضافية للطبقات الثرية على حساب الطبقات الفقيرة ، وهذا ما يفسر أسباب تزايد عدم المساواة خلال العقود المنصرمة^(٣٥)، لذلك يكمن السؤال الاساس للتنمية الاقتصادية هو كيف يمكن تطوير المؤسسات والمنظمات، لتكون أكثر انتاجية في تعاملها مع الموارد المحدودة^(٣٦)، ومن هنا تظهر أهمية إعادة النظر

بالمؤسسات الاقتصادية، وجعلها تعمل في ضوء المبادئ الإسلامية، بما يضمن تحقيق الاهداف التنموية الإسلامية في اقتصاد معاصر، تتسم فيه المؤسسات المالية بدور كبير ومؤثر على مختلف المتغيرات الاقتصادية.

وعلى ذلك الاساس، فالحل المقترح ليس بالاستغناء عن سوق الأسهم، بل بالاستغناء عن المضاربة، إذ إن سوق الأسهم بدون مضاربة هو أكثر عدالة وفائدة للاقتصاد، وهذا يمكن أن يحدث عن طريق إلغاء العقود المؤجلة، وهي خطوة جرى تنفيذها بالفعل في بعض أسواق الأسهم^(٣٧).

ولا يمكن من منظور اجتماعي الدفاع عن مفهوم الكفاءة الذي يركز على سرعة الاستجابة لمؤشرات الربحية، لأن هذا من شأنه أن يضعف حوافز الاستثمار في القطاع الحقيقي، على المدى الطويل من جهة، ويجذب أصحاب رأس المال الطامحين بجني الربح السريع على المدى القصير من جهة أخرى، والذي قد يكون في بعض الأحيان قصير جدًا، وعلى ذلك فإن هذه النقطة الأساسية، مع الشروط الشرعية للتداول المالي، ستضيف سببًا جديدًا يبطئ تداول الأسهم في النموذج الإسلامي مقارنة بالنموذج الغربي^(٣٨).

وتختلف المضاربة عن الاستثمار في الأسهم، في كون الهدف الاساس للمستثمر، هو الحصول على الربح، ويجوز له بيعها عند الحاجة، من أجل تحقيق مكاسب رأسمالية، مع أن ذلك لا يمثل الحالة الطبيعية، أما المضارب فإنه يقوم بشراء السهم حتى يبيعه في الأجل القصير عند ارتفاع السعر، لكي يحقق مكاسب رأسمالية عالية وسريعة، وبهذا يتضح اختلاف المضاربة عن الاستثمار من حيث المدة، ودرجة المخاطرة، والإيرادات المتوقعة^(٣٩).

وبناءً على ما تقدم، يصبح تداول الأسهم في الاقتصاد الإسلامي موضوعًا ذا أهمية قصوى في تمويل التنمية، وتطوير المشاريع الاستثمارية التي تفتقر إلى رؤوس الاموال بعيدًا عن الربا والاختلالات النقدية.
المطلب الثاني: أسس تمويل الأسواق المالية للتنمية ومتطلباتها

تحكم عملية تمويل التنمية أسس ومبادئ عديدة، تؤكد على ربط التمويل بالقطاع الحقيقي، واستبعاد الربا من النظام المصرفي نهائيًا، والاعتماد على قنوات تمويلية مبتكرة، يجب أن تكون متناسبة مع ما يتطلبه الاقتصاد المعاصر.

يجب أن يسهم التمويل الإسلامي في زيادة رؤوس الأموال من خلال عملية تقاسم الأرباح والخسائر أو القنوات الأخرى، وهذا ما يسهم في تمكين الفرد أو الشركة الاستثمارية من شراء السلع والخدمات الحقيقية المطلوبة بشكل عاجل، وبما ينسجم مع قدرته المستقبلية على إجراء الدفع لاحقًا^(٤٠)، ومع ذلك، فهناك عدد من الشروط الإسلامية في هذا الشأن، نذكر منها ما يأتي^(٤١):

أولاً: يجب أن يكون للأصل الذي يتم بيعه، أو تأجيره وجودًا حقيقيًا وليس خياليًا أو نظريًا.

ثانيًا: يجب على البائع أن يكون مالكًا، أو حائزًا للبضائع المباعة أو المؤجرة.

ثالثًا: يجب أن تكون الصفقة صفة تجارية حقيقية مشروعة، مع النية الكاملة للتسليم والاستلام.

رابعًا: الديون لا يمكن بيعها، ولهذا فإن المخاطر المرتبطة بها يجب أن يتحملها المقرض نفسه.

تؤدي هذه الشروط إلى القضاء على المضاربة، وكذلك على المعاملات التي تنطوي على الغرر،

وتضمن ارتباط توسع الائتمان المالي مع القطاع الحقيقي، ويحافظ على الموارد المالية من الخسائر، ومن

ثم تحرر رصيّدًا من الموارد المالية، والتي يمكن الاستفادة منها لاحقًا في بناء مشاريع استثمارية جديدة.

إنّ المقاربة الإسلامية للمخاطر المالية واقعية جدًا، لهذا لا يسمح بأن تتم الصفقات التي تنطوي على عدم

يقين مفرط (الغرر)، إذ يجب أن يتم تقاسم الثروة الإضافية التي تم انشاؤها، من خلال الثروة الحالية بين

مستخدمي الأموال، ومالكي الصناديق، حيث يتحمل كلاهما المخاطر التي قد تواجه المشاريع

الاستثمارية، والخسائر الناتجة عن ذلك^(٤٢)، وعلى الرغم من أنّ دافع كل طرف منهما، هو الحصول على

الأرباح، بيد أنّه يختلف تمامًا عن المخاطرة التي تحدث في المقامرة، إذ إنّ هناك ثروة حقيقية يراد

تكوينها، ومكاسب حقيقية يراد جنيها، وهذا الأمر مختلف تمامًا عن مقايضات الائتمان، إذ لا يحصل أي

طرف على حصص في تكوين الثروة الحقيقية^(٤٣).

في خضم الأزمات المالية المستمرة، نجد بأن الأسواق التقليدية قد لجأت إلى بعض أفكار ومبادئ التمويل الإسلامي، إذ إنَّ الحظر المتأخر للبيع على المكشوف للأسهم، وكذلك قطع أسعار الفائدة من قبل البنوك التقليدية، يؤكد ذلك المعنى ، إذ كانت هذه المبادئ غائبة تمامًا عن ممارسات البنوك التقليدية^(٤٤).

لذلك لم يعاني التمويل الإسلامي من تأثير مالي في مواجهة كارثة التمويل العالمية الحالية، كما في الأزمة المالية الآسيوية إلا بحدود ضعيفة جدًا، وأثبت في مراحل عديدة بأنه البديل الأمثل للتمويل التقليدي، وذلك لأنه يعزز من قدرته على التأثير، وإعادة تشكيل المؤسسة العالمية للتمويل عبر ممارساته الأكثر أمانًا، ولذلك يعتقد بعض خبراء الصناعة بأن التمويل الإسلامي بات يشكل الصناعة الأسرع نموًا في الوقت الراهن، بمعدل نمو سنوي يتراوح ما بين ١٠ إلى ١٥٪^(٤٥).

بيد أنَّ الإشكالية التي تواجه التمويل الإسلامي في الوقت الحاضر، هي حصته الصغيرة جدًا من التمويل العالمي، ومع ذلك ، فإنَّ من الممكن حل تلك الإشكالية، إذا ما أسس المسلمون أنفسهم النظام بصدق وانضباط دقيق، وقد يلتفت العالم بأسره لذلك، وربما يتبنى على الأقل بعض ميزات^(٤٦)، ولكن يجب أن تكون هنالك موائمة مع المتغيرات المعاصرة وأخذها بنظر الاعتبار عند وضع البنك المركزي للسياسات النقدية، من أجل ضمان تمويل مستدام لعملية التنمية.

لقد جرى تنظيم الهيكل المالي الذي تم إنشاؤه بواسطة نظام السوق الحر، بشكل ينفع مصالح أولئك الذين يقعون في طليعة المعلومات الاقتصادية^(٤٧)، إذ صمم نظام الدين المالي الحديث بالشكل الذي يجعل اهتمامه منصبًا على "الطلب" وليس على "العرض"، وهذه ما يتناقض مع النجاح الأخير في الهيكل المالي الإسلامي، الذي يرتكز على جانب العرض، وليس على جانب الطلب، لذا جذبت الخدمات المصرفية الإسلامية أموال ضخمة قابلة للاستثمار عن طريق نظام تقاسم الأرباح، أي إنَّ نظام الدين الحديث جاء في الأساس للتعبير عن تفضيلات جانب الطلب، وليس مسارًا يستوعب جانب العرض من أجل عائدات آمنة^(٤٨).

إنَّ معظم الإشكاليات التي تعاني منها الاقتصاديات النامية، تكمن في التركيز على جانب الطلب، وإهمال جانب العرض تمامًا، فلم يتم الاهتمام بعملية تأسيس المشاريع الانتاجية ودعمها، بل تم التأكيد على الطلب في القطاعين المالىين والنقدي، ومن هنا تظهر أهمية تنظيم الهيكل المالى في السوق المالية الإسلامية، لتكون أكثر تركيزاً على معالجة العرض بوصفها جانباً مهماً، من عملية تصحيح التوازن الاقتصادي، وعملية تصحيح المسار التنموي.

وبصفة عامة، يمكن توضيح بعض المميزات التي يجب أن يتسم بها النموذج الإسلامي لسوق الأوراق المالية على النحو الآتي^(٤٩):

أولاً: خضوع السوق المالية للقطاع الحقيقي، بمعنى أن حركة المتغيرات في السوق المالية، يجب أن تكون مرتبطة وبقوة بحركة المتغيرات في سوق الممتلكات المادية، وهذا يعني أنَّ النشاط الاقتصادي الحقيقي هو من يوجه حركة الأسهم.

ثانياً: تستند قيم الاسهم في السوق على التوقعات طويلة الأجل، وليس على التوقعات قصيرة الأجل، وفي هذه الحالة يتم الحد من اتجاهات المضاربة البحتة من جهة، ويشجع الاستثمارات طويلة الأجل من جهة أخرى.

ثالثاً: لا تقتصر دوافع المستثمرين على تحقيق العوائد النقدية المتوقعة فقط، بل تتجاوز ذلك إلى تحقيق المشاركة الإيجابية الفاعلة في تلبية الأهداف الاقتصادية للمجتمع الإسلامي. الاستنتاجات

١- إنَّ تجنب الغرر يمثل الركيزة الأهم في عمل البورصات الإسلامية، لذا فإنَّ هنالك قيدين من القيود الشرعية يعززان هذا الاتجاه هما : الدعوة إلى توفير المعلومات اللازمة من ناحية، والتأكيد على القدرة التحليلية في تقدير قيم التبادل الحقيقية من ناحية أخرى.

٢- تؤدي بورصة الأوراق المالية في المنهج التنموي الإسلامي مجموعة من الوظائف الهامة مثل: تمكين المدخرين من المشاركة الفاعلية في ملكية مشروع الاعمال، وكذلك تمكين المساهمين من حصولهم على

السيولة المالية اللازمة ، وفصل العمليات التجارية للمنشآت الاستثمارية عن التقلبات قصيرة الأجل التي يمكن أن تحصل في أسعار الأسهم.

٣- تحكم عملية تمويل التنمية في الاقتصاد الإسلامي أسس ومبادئ عديدة، تؤكد بالدرجة الأساس على ربط التمويل بالقطاع الحقيقي، واستبعاد الربا نهائياً من النظام المصرفي الإسلامي. التوصيات:

١- العمل على إنشاء بورصة مالية ذات طابع إسلامي، يكون أداؤها مرتبطاً بشكل مباشر بأداء المنشآت الاستثمارية التي تقوم بإصدار الأسهم.

٢- يجب توفير برامج التمويل الأصغر، ودعم التدريب المهني، وتوفير الاحتياجات اللازمة في مجال مرافق البنية التحتية، ودعم التسويق في الأحياء الفقيرة من المدن، والمناطق الريفية.

٣- يجب الاعتماد على قنوات تمويلية مبتكرة تكون متناسبة مع ما تتطلبه التطورات الاقتصادية الاقتصادية المعاصرة.

الهوامش:

(1) MOHSIN S. KHAN and ABBAS MIRAKHOR, Monetary Management in an Islamic Economy, J. KAU: Islamic Econ., Vol. 6, 1994,P.12.

(2)Ibid,P.١٢.

(3) MOHSIN S. KHAN and ABBAS MIRAKHOR, Monetary Management ..., OP.Cit. P.13.

(٤) محمد عمر شابرا، النظام النقدي والمصرفي في اقتصاد إسلامي، مصدر سابق، ص ١٠.

(5) MOHSIN S. KHAN and ABBAS MIRAKHOR, Monetary Management ..., OP.Cit.P.13.

(6) Masyhudi Muqorobin,Journey of Islamic ..., OP.Cit. P.390.

(7) Mohammad Nejatullah Siddiqi, Current Financial Crisis and Islamic Economics, Issues in the International Financial Crisis from an Islamic Perspective Prepared by :Group of

Researchers Islamic Economic Research Center King Abdulaziz University, Jeddah,2009,P.8.

(8) Mehmet Saraç, Investing in Islamic ..., OP.Cit.P.62.

(9) Mehmet Saraç, Investing in Islamic ..., OP.Cit.P.62.

(10) SEIF I. TAG EL-DIN, Debt and Equity in a Primary Financial Market: A Theory with Islamic Implications, JKAU: Islamic Econ., Vol. 4, 1992.P.28.

(11)Mohammad Umer Chapra, The Global Financial Crisis..., OP.Cit. P.17.

(12) SEIF I. TAG EL-DIN, Debt and Equity ..., OP.Cit.P.28.

(13) Ibid,P.٢٨.

(14) SEIF EL-DIN I. TAJ EL-DIN, Towards an Islamic Model of Stock Market ,J.KAU: Islamic Econ., Vol. 14, 2002,P.25.

(١٥) محور السياسة المالية من من منظور الاقتصاد الإسلامية، مؤتمر اتجاهات اقتصادية عالمية، مصدر سابق، ص٣٢.

(16) SEIF EL-DIN I. TAJ EL-DIN, Towards an Islamic..., OP.Cit.,P.17.

(17)Ibid,P.١٧.

(18)SEIF I. TAG EL-DIN, The Stock-Exchange from an Islamic Perspective, J.KAU: Islamic Econ., Vol. 8, 1996,P.44.

(19)Ibid,P.٤٣.

(20)Ibid,P.٤٤.

(21) SEIF EL-DIN I. TAJ EL-DIN, Towards an Islamic ..., OP.Cit.P.11.

(22) Ibid,P.١١.

(23) Mohammad Umer Chapra, The Global Financial Crisis ..., OP.Cit. P.15.

(24) Ibid,P.١٥.

- (25) MASUDUL ALAM CHOUDHURY, Regulation in the Islamic ..., OP.Cit.P.32.
- (26) SEIF I. TAG EL-DIN, The Stock-Exchange ..., OP.Cit.P.44.
- (27) Mokhtar Mohammad Metwally, The Role of the Stock Exchange in An Islamic Economy, Issues in the International Financial Crisis from an Islamic Perspective Prepared by :Group of Researchers Islamic Economic Research Center King Abdulaziz, Without a year of publication, 2009, P.62.
- (28) Mokhtar Mohammad Metwally, The Role of the Stock..., OP.Cit., p.65.
- (29) Mokhtar Mohammad Metwally, The Role of the Stock ..., OP.Cit.P.65-66.
- (30) Mokhtar Mohammad Metwally, The Role of the Stock..., OP.Cit., p.66.
- (31) Mokhtar Mohammad Metwally, The Role of the Stock..., OP.Cit.p.69.
- (32) Mehmet Saraç, Investing in Islamic Stocks: A Wiser Way to Achieve Genuine Interest-Free Finance, JKAU: Islamic Econ., Vol. 30 Special Issue, 2017, P.62.
- (33) Ibid, P. ٦٢.
- (34) Rafic Yunus Al-Masri, Speculation between Proponents and Opponents, J.KAU: Islamic Econ., Vol. 20, No. 1, 2007, P.50-51.
- (35) Asad Zaman, Launching a Revolution, based on Islamic Foundations, JKAU: Islamic Econ., Vol. 32 No. 2, 2019, P.82.
- (36) Necati Aydin, Institutional Values Needed for Transformative Socio-economic Development in the Muslim World, JKAU: Islamic Econ., Vol. 30 Special Issue, 2017, P.25.
- (37) Rafic Yunus Al-Masri, Speculation between ..., OP.Cit.P.50.
- (38) SEIF EL-DIN I. TAJ EL-DIN, Towards an Islamic ..., OP.Cit.P.12.
- (39) Rafic Yunus Al-Masri, Speculation between..., OP.Cit.P.45.
- (40) Mohammad Umer Chapra, The Global Financial Crisis..., OP.Cit.P.16.
- (41) Ibid, P. ١٦.

- (42) Mohammad Nejatullah Siddiqi, Current Financial OP.Cit.P.5.
(43)Ibid,P.٥.
(44)Abdullah Mohammed Seidu,Current Global Financial Crisis ..., OP.Cit. P.39.
(45)Ibid,P.29.
(46)Mohammad Umer Chapra, The Global Financial Crisis..., OP.Cit.P.18.
(47) SEIF I. TAG EL-DIN, Debt and Equity ..., OP.Cit.P.28.
(48) Ibid,P.٢٨.
(49) SEIF EL-DIN I. TAJ EL-DIN, Towards an Islamic Model of Stock Market ,J.KAU: Islamic Econ., Vol. 14, 2002,P.25.

المراجع:

- ١- Asad Zaman, Launching a Revolution, based on Islamic Foundations, JKAU: Islamic Econ., Vol. 32 No. 2, 2019.
2- Mehmet Saraç, Investing in Islamic Stocks: A Wiser Way to Achieve Genuine Interest-Free Finance, JKAU: Islamic Econ., Vol. 30 Special Issue, 2017.
3- Mohammad Nejatullah Siddiqi, Current Financial Crisis and Islamic Economics, Issues in the International Financial Crisis from an Islamic Perspective Prepared by :Group of Researchers Islamic Economic Research Center King Abdulaziz University, Jeddah,2009.
٤- MOHSIN S. KHAN and ABBAS MIRAKHOR, Monetary Management in an Islamic Economy, J. KAU: Islamic Econ., Vol. 6, 1994.
5- Mokhtar Mohammad Metwally,The Role of the Stock Exchange in An Islamic Economy, Issues in the International Financial Crisis from an Islamic Perspective Prepared by :Group

of Researchers Islamic Economic Research Center King Abdulaziz, Without a year of publication,2009.

6- Necati Aydin, Institutional Values Needed for Transformative Socioeconomic Development in the Muslim World, JKAU: Islamic Econ., Vol. 30 Special Issue, 2017.

7- Rafic Yunus Al-Masri, Speculation between Proponents and Opponents, J.KAU: Islamic Econ., Vol. 20, No. 1, 2007.

8- SEIF EL-DIN I. TAJ EL-DIN, Towards an Islamic Model of Stock Market ,J.KAU: Islamic Econ, Vol. 14, 2002.

9- SEIF I. TAG EL-DIN, Debt and Equity in a Primary Financial Market: A Theory with Islamic Implications, JKAU: Islamic Econ., Vol. 4, 1992. 10- SEIF I. TAG EL-DIN, The Stock-Exchange from an Islamic Perspective, J.KAU: Islamic Econ., Vol. 8, 1996.