

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 أنَّ سوق الأوراق المالية الإسلامية يؤدي مجموعة من الوظائف الهامة مثل تمكين المدخرين والمستثمرين، فضلاً عن أهمية أن يسترشد المستثمرون بآداء مؤسسة الأعمال التي تتضح من خلال أسعار الأسهم، بيد أنَّ ذلك يتطلب مجموعة الاحتياطات 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 الأسواق 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 مباحثين 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 الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر جانباً مالياً مهماً، لتعبئة المدخرات، وتنمية رؤوس الأموال، لذلك لا بد للنجاح التموي الإسلامي من تضمين رؤيته وشروطه لتفعيل تلك الأسواق، أو جعلها متلائمة مع الشريعة الإسلامية، لذا سندرس نماذج الأسواق المالية بالوصف والمعايير الإسلامية لها، وتبيان ما تتطوي عليه من خصائص ومعالجات، يمكن أن تعزز حركة التنمية في الاقتصاديات الإسلامية.

أولاً: النماذج الإسلامية

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

١- الأسواق الأولية: إن أحدى 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 اقتناصها^(١).

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

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

٢- الأسواق الثانية: تعد الأسواق الثانوية أمرًا مهمًا لقيام الأسواق المالية، وللمدخرين كذلك بحسب تفضيلاتهم للسيولة، وهذا التفضيل قائم أيضًا في الاقتصاد الإسلامي، وأن اختفت حدوده ومداه، ولكن يجب أن ترتبط الأدوات المالية في السوق الثانوية بمشاريع استثمارية معينة، لذا لابد منأخذ مخاطر ربحية المنشأة، والعسر المالي في نظر الاعتبار، عند اتخاذ أي قرار يتصل بتنويع محافظهم الاستثمارية^(٣).

إنَّ تطوير الأسواق المالية بشقيها الأولية والثانوية ذو أهمية قصوى، لتعبئته الموارد المالية بالآلية فعالة، فالأسواق الأولية تساعد على منح الموارد المالية لمن يكون قادرًا على استثمارها بشكل منتج، والأسواق الثانوية مهمة جدًا لتمكين المستثمرين والمدخرين من تسليم مدخراتهم عند الحاجة، فقد يؤدي غياب الأسواق الثانوية إلى احتفاظ المدخرين بأرصدة كبيرة ، لدفافع احتياطية، وهذا ما يؤدي إلى زيادة حصيلة الاكتتاب ، وتخفيف 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 الامر على النموذجين المتقدمين فقد باتت الأسواق المستقبلية والمشتقات تشكل حافرًا هاماً لتحقيق النمو الأسرع في القطاع النقدي ، ومن الواضح أنَّ هذا الأمر يجعل السوق الحقيقي بعيدًا عن مكانه المناسب ، وهذه نقطة افتراق مهمة للاقتصاد الإسلامي عن الاقتصاد التقليدي، تؤدي إلى اختلاف تأثير كل من الحقولين على التوازن العام في الاقتصاد^(٦)، إذ تتطوّر 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 أنَّها تؤدي إلى زيادة السيولة، وتتطور كفاءة السوق التشغيلية في الأسواق المالية، فهي ليست مؤكدة،

ولعل الذي يمكن إثباته تجريبًا 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 بعيدًا عن تطوير مؤشرات أو مؤسسات ذات طابع نقي فقط، تنتفع من خلالها فئات محددة من المجتمع على حساب الفئات الأخرى.

ثانيًا: خصائص النموذج الإسلامي

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

الأول: إنَّ المضاربات الضخمة في البورصات، كما يعتقد كثير من المسلمين تشبه القمار، لكونها تتطوّي على عناصر الغرر، وهذا النشاط غير مقبول إسلاميًا، 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 متوافقًا مع الشريعة الإسلامية، هو أن تعمل هذه الأسواق بعيدًا عن الربا، والغرر، والقامرة 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 ، والحكومة 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 اهتماه منصبًا على "الطلب" وليس على "العرض"، وهذه مايتناقض 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^(١٣).

إنَّ معظم الإشكاليات التي تعاني منها الاقتصاديات النامية، تكمن في التركيز على جانب الطلب، وأهمال جانب العرض تماماً، فلم يتم الاهتمام بعملية تأسيس المشاريع الانتاجية ودعمها، بل تم التأكيد على الطلب في القطاعين الماليين والنفطي، ومن هنا تظهر أهمية تنظيم الهيكل المالي في السوق المالية الإسلامية، لتكون أكثر تركيزاً 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 وبقوة بحركة المتغيرات في سوق الممتلكات المادية، وهذا يعني أنَّ النشاط الاقتصادي الحقيقي هو من يوجه حركة الأسهم.

٢- تستند قيم الأسهم 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 المتتسارع 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 لابد من تحديد خطوط ومسارات هذا النموذج الإسلامي، والدور الذي يؤديه في المقاربة التنموية الإسلامية لاقتصاد معاصر.

تللزم 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).

إن التداول الذي يتم تشجيعه في السوق الإسلامية، يجب أن ينبع 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 حقيقة للمجتمع ، كما هو الحال في معظم الوسائل المالية والحقيقة 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، فأنَّ 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 الحقيقة^(١٩).

إنَّ تداول الأسهم التي لا يمكن أن تضيف أي قيمة حقيقية للمجتمع الإنساني، بصرف النظر عن المكاسب المالية لبعض جزئياتها، يجب أن تبقى في إطار ضيق ومحدود جدًا، ولا سيما وأنَّ السوق في الدول النامية صغيرة جدًا، وغير متكاملة نسبياً، لا من حيث الكم، ولا من حيث النوع، لذا يجب توخي أقصى قدر درجات العناية والاهتمام، لتبسيط الميل المضاربية، ويجب توجيه الأسهم نحو أدوار أكثر انتاجية، وأكثر قرباً مع تحقيق التنمية^(٢٠).

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

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

أما في النظام المالي الإسلامي، فيجري التركيز على تحقيق العدالة، وذلك من خلال الإيفاء بشرطين أساسيين 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 بأنَّ 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 تقييم المخاطر بعناية أكبر، وأن ترافق استعمال الأموال من قبل المقترضين بشكل فعال^(٢٤)، ما يفضي إلى زيادة إجمالي إنتاجية العوامل التي ستزداد مع زيادة مدفوعات العوامل الحقيقة 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 بما : الدعوة إلى توفير المعلومات الازمة من جهة، والتأكد على القدرة التحليلية في تقدير قيم التبادل الحقيقة من جهة أخرى، وبهذه الطريقة، يمكن مواجهة الغرر والوصول نحو حساب لتقارب قيم الأسهم بحيث يكون سعر السهم الفعلي متقارباً مع القيمة الاقتصادية الحقيقة 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.

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

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

خامساً: 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 ثلات جوانب مهمة : هي جانب العرض، وجانب الطلب، وتحقيق التوازن بينهما، وفي الاقتصاد الإسلامي، يجري تأطير تلك الجوانب بمجموعة من الاسس والركائز، الذي يمنحها طابعاً خاصاً، يجمع ما بين تحقيق الكفاءة الاقتصادية وتحقيق العدالة.

وعلى ذلك تكون عمليات سوق الأسهم في الاقتصاد الإسلامي، مختلفة تماماً ، 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

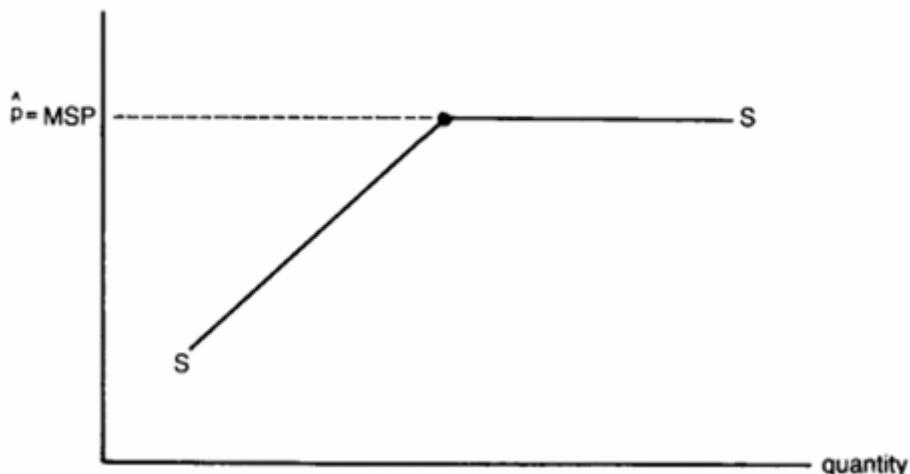
$$p = MSP$$

ولتناول عمليات البورصة في النهج التنموي الإسلامي، نقدم أولاً :

أولاً: عرض الأسهم في البورصة في الاقتصاد الإسلامي

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

الشكل (١) عرض الأسهم في البورصة في الاقتصاد الإسلامي



^(١) Mokhtar Mohammad Metwally, The Role of the Stock..., OP.Cit.P.65.

إن لمنحنى العرض المترعرع 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 امتداداً للجزء الlanهائي المرن من منحنى SS ، وهذا من شأنه أن يحد من الرغبة في المضاربة على البورصة الإسلامية في السوق.

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

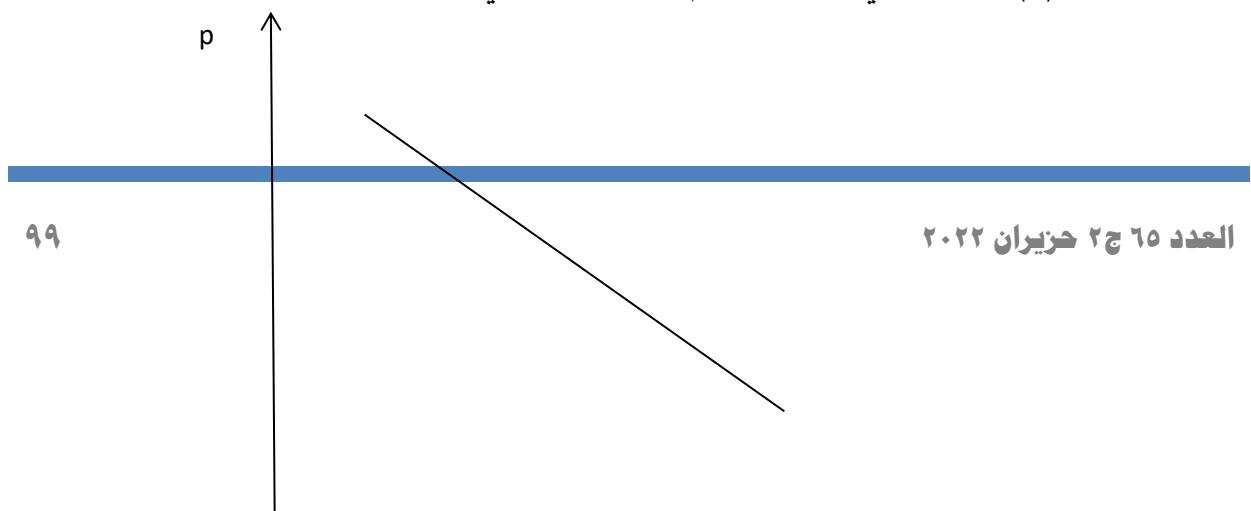
٢- يمكن للبائعين المسلمين أن يبيعوا بسعر أقل من (MSP) p إذا رغبوا في الحصول على السيولة، طالما كان العرض يتحدد عبر جزء معين من منحنى SS .

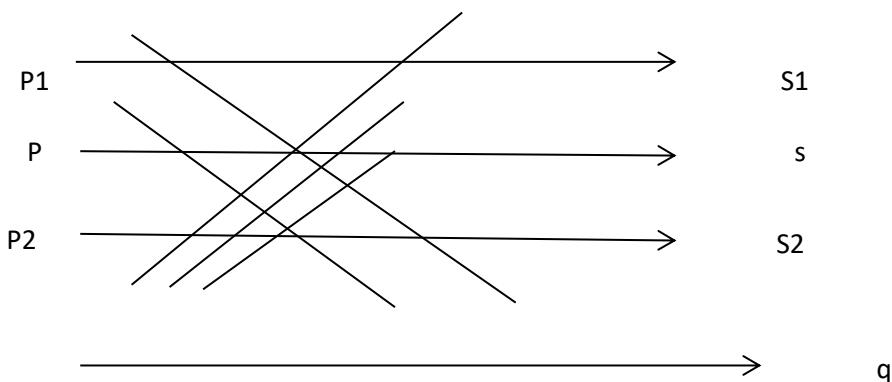
ثانياً: الطلب على الأسهم في البورصة

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

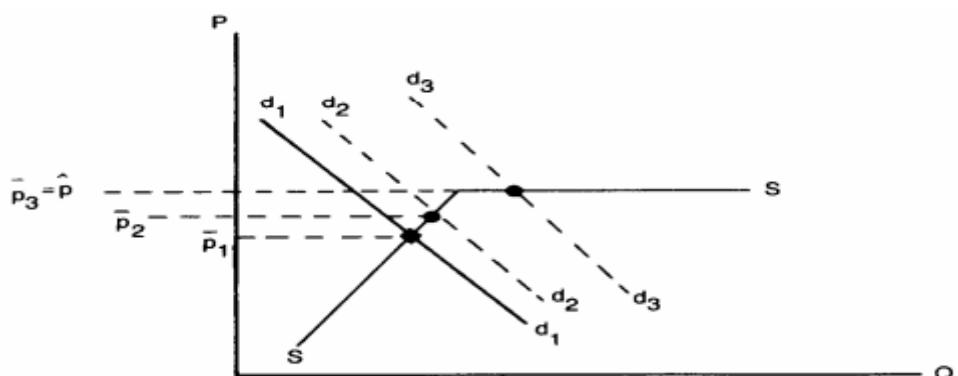
إن ما يميز عمل البورصة في الاقتصاد الإسلامي، عن تلك التي تعمل في إطار غير إسلامي، هو أن أداء أسعار الأسهم في الاقتصاد الإسلامي، يرتبط بشكل وثيق و مباشر بأداء الشركة التي أصدرت الحصة المعينة، وعلى هذا الأساس، يمكن التمييز بين نوعين من التحولات التي تحدث في منحنى العرض للأسهم هما : (أ) التحولات بسبب التغيرات 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^(٣٠)، ويمكن توضيح ذلك في الشكل الآتي:

الشكل (٢) التحولات في عرض الأسهم 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



^(١) Mokhtar Mohammad Metwally, The Role of the Stock..., OP.Cit.p.67.

ويظهر من خلال الشكل أعلاه، بأنَّ نقطة التوازن قد تحددت P_1 وبسبب ارتفاع الطلب، مع ثبات السعر فقد ازداد السعر إلى P_2 ، وهكذا يستمر الارتفاع إلى P_3 ، وهو السعر التوازني الذي يحقق التوازن بين عرض الأسهم والطلب عليها.

وبناءً على ما نقدم، يمكن تلخيص الجوانب الأساسية التي تؤطر 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 المقترن للبورصة على درجة عالية من السيولة والكفاءة المالية، وبذلك يتجنب التقلبات المفرطة في أسعار الأسهم.

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

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

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

المبحث الثاني: الدور التمويلي للأسوق المالية ومتطلباتها:

المطلب الأول: التمويل والأسهم

إنَّ 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 يرتكز على سعر الفائدة كمحدد رئيس له^(٣٢).

يرى بعضهم بأنَّ تمويل الأسهم قد يكون أكثر ملاءمة للتمويل الإسلامي، وذلك بسبب اشتغاله 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 إنّ خصائص الشركة التي تتلقى الاستثمار، يجب أن تكون متوافقة مع مبادئ الشريعة^(٣٣).

بيد أنّ الاشكالية التي تواجه سوق الأسهم تكمن في المضاربات، التي تحدث في الأجل القصير مسببة اختلالات نقدية عديدة، إلا إنّ ذلك لا يعني إلغاء سوق الأسهم نهائياً، وإنما 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: تكون 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: ينفع 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 الدخاع والتلاعب.

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

ومن ناحية أخرى، لا يمكن التسلیم بمبدأ أنّ الأسواق الحرة تقدم أفضل النتائج الاقتصادية الممكنة للمجتمع، لا سيما عندما يتضح جلياً بأن السماح للجميع للتصرف بحرية مطلقة، سيممنح قوة إضافية للطبقات الثرية على حساب الطبقات الفقيرة ، وهذا ما يفسر أسباب تزايد عدم المساواة خلال العقود المنصرمة^(٣٥)، لذلك يمكن 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، تنسن 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 إنّ سوق الأسهم بدون مضاربة هو أكثر عدالة وفائدة للاقتصاد، وهذا يمكن أن يحدث عن طريق إلغاء العقود المؤجلة، وهي خطوة جرى تفيذها بالفعل في بعض أسواق الأسهم^(٣٧).

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

وتحتفل المضاربة عن الاستثمار في الأسهم، في كون الهدف الأساس للمستثمر، هو الحصول على الربح، ويجوز له بيعها عند الحاجة، من أجل تحقيق مكاسب رأسمالية، مع أنّ ذلك لا يمثل الحالة الطبيعية، أما المضارب فأنه 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 نقدم، يصبح تداول الأسهم في الاقتصاد الإسلامي موضوعاً ذا أهمية قصوى في تمويل التنمية، وتطوير المشاريع الاستثمارية التي تفتقر إلى رؤوس الاموال بعيداً 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 نهائياً، 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 الحقيقة المطلوبة بشكل عاجل، وبما ينسجم مع قدرته المستقبلية على إجراء الدفع لاحقاً^(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 وجوداً حقيقياً وليس خيالياً أو نظرياً.

ثانياً: يجب على البائع أن يكون مالكاً، أو حائزًا للبضائع المباعة أو المؤجرة.

ثالثاً: يجب أن تكون الصفقة صفة تجارية حقيقة مشروعة، مع النية الكاملة للتسليم والاستلام.

رابعاً: 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 تتطوّي على الغرر ، وتتضمن ارتباط توسيع الائتمان المالي مع القطاع الحقيقي، ويحافظ على الموارد المالية من الخسائر، ومن ثم تحرر رصيداً من الموارد المالية، والتي يمكن الاستفادة منها لاحقاً في بناء مشاريع استثمارية جديدة .

إن المقاربة الإسلامية للمخاطر المالية واقعية جداً، لهذا لا يسمح بأن تتم الصفقات التي تتطوّي على عدم يقين مفترض (الغرر)، إذ يجب أن يتم تقاسم الثروة الإضافية التي تم إنشاؤها، 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 أن دافع كل طرف منهم، هو الحصول على الأرباح ، بيد أنه يختلف تماماً عن المخاطرة التي تحدث في المقامرة، إذ إن هناك ثروة حقيقة يراد تكوينها، ومكاسب حقيقة يراد جنيها، وهذا الأمر مختلف تماماً عن مقاييس الائتمان، إذ لا يحصل أي طرف على حصة في تكوين الثروة الحقيقة^(٤٣).

في خضم الأزمات المالية المستمرة، نجد بأنَّ 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، يؤكِّد ذلك المعنى ، إذ كانت هذه المبادئ غائبة تماماً 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، وأثبتت في مراحل عديدة بأنَّه البديل الأمثل للتمويل التقليدي، وذلك لأنَّه يعزز من قدرته على التأثير، وإعادة تشكيل المؤسسة العالمية للتمويل عبر ممارساته الأكثر أماناً، ولذلك يعتقد بعض خبراء الصناعة بأنَ التمويل الإسلامي بات يشكل الصناعة الأسرع نمواً في الوقت الراهن، بمعدل نمو سنوي يتراوح ما بين ١٠٪ إلى ١٥٪^(٤٥).

بيد أنَّ الإشكالية التي تواجه التمويل الإسلامي في الوقت الحاضر، هي حصة الصغيرة جدًا من التمويل العالمي، ومع ذلك ، فإنَّ من الممكن حل تلك الإشكالية، إذا ما أنس المسلمين أنفسهم النظام بصدق وانضباط دقيق، وقد يلتقت العالم بأسره لذلك، وربما يتبنى على الأقل بعض ميزاته^(٤٦)، ولكن يجب أن تكون هنالك موافقة 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 اهتماه منصبًا على "الطلب" وليس على "العرض" ، وهذه مايتناقض 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 تماماً، فلم يتم الاهتمام بعملية تأسيس المشاريع الانتاجية ودعمها، بل تم التأكيد على الطلب في القطاعين الماليين والنقدِي، ومن هنا تظهر أهمية تنظيم الهيكل المالي 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 الأسهم في السوق على التوقعات طويلة الأجل، وليس على التوقعات قصيرة الأجل، وفي هذه الحالة يتم الحد من اتجاهات المضاربة البختة 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، والتأكد على القدرة التحليلية في تقدير قيم التبادل الحقيقة 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 أدائها مرتبطة 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 الاقتصاد 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 شبرا، 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 Sarac, Investing in Islamic ..., OP.Cit.P.62.
- (9) Mehmet Sarac, 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، ص ٢٢.
- (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 CHAUDHURY, 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 Sarac, 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.٦٦.

-
- (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.
- ٢- Mehmet Sarac, Investing in Islamic Stocks: A Wiser Way to Achieve Genuine Interest-Free Finance, JKAU: Islamic Econ., Vol. 30 Special Issue, 2017.
- ٣- 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.
- ٥- 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 yaer 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.