

الفصل الأول

الركائز الشرعية لقيام سوق رأس المال الإسلامي

تمهيد:

نظراً للدور الكبير الذي يضطلع به سوق رأس المال في المجال الاقتصادي ، وبما أن الإسلام قد حث على حفظ المال وتنميته واستثماره بأفضل وأكفأ الوسائل والأساليب المشروعة، وقياساً عليه بات من الضروري إقامة سوق رأس مال إسلامي، لتحقيق مصالح المسلمين الاقتصادية المتوافقة مع شريعتهم، ويختلف هذا السوق اختلافاً كبيراً عن سوق رأس المال التقليدي في جوانب عديدة، كما زاد الاهتمام بالهندسة المالية الإسلامية وما تتضمنه من تصميم وتطوير وتنفيذ أدوات مالية مبتكرة، وإيجاد حلول إبداعية لمشاكل التمويل بطرق شرعية وهو ما يمثل تطوراً وازدهاراً لسوق رأس المال الإسلامي والمؤسسات المالية الإسلامية.

ورغبة منّا في تسليط الضوء على سوق رأس المال الإسلامي وأهم مقوماته كمدخل، بعد أخذ فكرة عن سوق رأس المال التقليدي، تم تقسيم الفصل الأول إلى مبحثين هما على التوالي:

المبحث الأول: موقع سوق رأس المال على خريطة النشاط الاقتصادي من منظور الاقتصاد التقليدي.

المبحث الثاني: مقومات سوق رأس المال الإسلامي.

المبحث الأول: موقع سوق رأس المال على خريطة النشاط الاقتصادي من منظور الاقتصاد التقليدي

قبل التطرق إلى سوق رأس المال الإسلامي سيتم توضيح بعض الأمور التي تساعد في فهم حقيقة وطبيعة سوق رأس المال، وتحديد موقعه على خريطة النشاط الاقتصادي من منظور الاقتصاد التقليدي، علما أن المقصود من ذلك هو إعطاء صورة واقعية لسوق رأس المال بصرف النظر عن شرعية هذه السوق والأدوات المتداولة فيها.

المطلب الأول: ماهية السوق المالية.

سنتطرق في هذا المطلب إلى نشأة ومفهوم الأسواق المالية، ثم أهميتها ووظائفها، وأخيرا شروط قيام السوق المالية وعملياتها.

الفرع الأول: نشأة ومفهوم الأسواق المالية.

يعني هذا الفرع بتوضيح نشأة الأسواق المالية وتطورها التاريخي ثم مفهومها.

أولا: نشأة الأسواق المالية وتطورها التاريخي.

يرجع تاريخ نشأة الأسواق المالية إلى الرومان، الذين كانوا أول من عرف الأسواق المالية في القرن الخامس عشر قبل الميلاد، وكذلك أنشأ اليونانيون متجر المقايضات في أثينا⁽¹⁾، أما البورصات فقد ظهرت في نهاية القرن الثالث عشر ميلادي، حيث بدأت بيوت التجارة والصرافة الإيطالية في الهجرة، وأقاموا مستعمرات في واحدة من أشهر المدن والمراكز التجارية العالمية في ذلك الحين وهي مدينة "بروج" واحتفظت بمركز الصدارة في المال والتجارة ومقرها بلجيكا، حيث أقيمت البورصة فيها سنة 1300 واستمرت إلى سنة 1475، وأقيمت بعد ذلك بورصات في مختلف دول العالم فرنسا، هولندا، الوم وألمانيا... الخ⁽²⁾.

أما أهم الأسواق المالية التي أنشأت في العالم الإسلامي، فكانت بداياتها في مصر، حيث أنشأت بورصة الإسكندرية عام 1883م، وبورصة القاهرة عام 1890م، ثم سوق بيروت للأوراق المالية عام 1920م، وافتتحت في المغرب بورصة القيم عام 1967م بالدار البيضاء، ثم شهدت الكويت افتتاح بورصة الأوراق المالية عام 1977م، ثم تبعها إنشاء سوق عمان في الأردن عام 1978م، ثم في المملكة العربية السعودية سنة 1984م، ثم في دولة البحرين سنة 1988م، ثم في سلطنة عمان قام سوق مسقط للأوراق المالية عام 1989م، ثم في العراق عام 1993م.⁽³⁾

(1) - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية. مصر: دار الفكر الإسلامي، 1996، ص 30.

(2) - شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي - دراسة تحليلية نقدية. - مصر: دار الفكر المعاصر، الطبعة الأولى، 2002، ص ص 28، 29.

(3) - عبد الله بن محمد الرزين، سوق المال. السعودية: نشر جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الطبعة الأولى، 1427، ص ص 26، 27.

ولقد مرت نشأة السوق المالية بالعديد من المراحل، يمكن تقسيمها إلى أربعة مراحل وهي:

1- **مرحلة إنشاء سوق مالية للبضائع:** إن التطور والانتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية وما رافق ذلك من هجرة الأيدي العاملة إلى المدن الكبرى، حيث أصبح تموين هذه المدن منظماً بالأغذية والحبوب فأدى هذا إلى وجود سوق عالمي للتجار بالمحاصيل الزراعية، فنشأ فريق جديد من المتعاملين سموا بالمضاربين ليتحملوا خطر تقلبات الأسعار، فساهمت البنوك بمساعدة هؤلاء التجار، فنشأت البورصات في أماكن متعددة للتجار في هذه المحاصيل سميت بورصة البضائع، فقد أنشأت أول سوق للبضاعة في باريس عام 1304م.

2- **مرحلة التعامل بالأوراق المالية:** بدأ في فرنسا في القرن الثالث عشر تداول بعض الأوراق المالية حيث أوجد الملك "فليب الأشقر" مهنة سماسرة الصرف من أجل تنظيم هذا التداول، وفي إنجلترا سنة 1688 كان التعامل يتم في سندات الائتمان، وكذلك في أسهم شركة الهند الشرقية التي تأسست عام 1599.

3- **مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي:** إن التعامل في الأوراق المالية في بدايته كان يجري في سوق البضائع، وبعد أن خرج المتعاملون في الأوراق المالية في سوق البضائع صاروا يبحثون عن مكان لهم، فبدؤوا يجتمعون في المقاهي خاصة في الأيام الممطرة ومن أشهر المقاهي في تلك الفترة هي: مقهى "جوناتان" في لندن وفي أمريكا كانوا يتجهون إلى المقاهي للتعامل بصكوك الدين المصدرة سنة 1790، حيث كان السماسرة يجتمعون في شارع وول ستريت ثم انتقلوا إلى مقهى "نوتتين" وشهدت باريس نفس الظاهرة.

4- **مرحلة استقلال الأسواق المالية بمبانيها وأنظمتها:** لقد شهدت هذه المرحلة تطوراً صناعياً وذلك بنشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية، فبنمو الاقتصاد وتطور الصناعة وزيادة الدخل من ناحية ورواج التعامل في الأوراق المالية من ناحية أخرى، أدى إلى ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة وضرورة تطور نظمها وأساليب التعامل فيها، إلا أن مختلف الأسواق المالية لم تظهر بمكانتها المرموقة في الحياة الاقتصادية إلا منذ أواسط القرن 19، عندما نشطت حركة تقدم العلوم والاختراعات الجديدة فاستقلت بمبانيها ونظمها في وقت مبكر⁽¹⁾، وقد أتاح ذلك التطور والتقدم العظيم انقلاباً اقتصادياً تمثل في⁽²⁾:

أ- تركز الأموال في المؤسسات المالية والتجارية الضخمة التي تحتاج إلى أموال.

ب- اتساع دائرة التبادل بين شعوب العالم وانسياب المنتجات الصناعية من الدول الاستعمارية إلى أسواق المستعمرات.

ج- نمو الإنتاج الزراعي والصناعي والتعدين نمواً هائلاً رافقه توسع في الاستهلاك لا مثيل له من قبل.

ومن أشهر البورصات العالمية بورصة باريس سنة 1724، وبورصة لندن سنة 1773، وبورصة

طوكيو... الخ.

(1) - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 30.

(2) - حسين بن هاني، الأسواق المالية. عمان: دار الكندي، دون سنة نشر، ص 7.

وبذلك نجد أن الأسواق المالية في الدول المتقدمة تطورت تاريخياً بصورة متزامنة مع التغيرات الاقتصادية والتطورات التكنولوجية وتنامي حجم الإنتاج ووحدة الأعمال الكبيرة بصورة أسرع من الوسائل المتاحة للتمويل الذي تحتاجه الاستثمارات من الثروات الخاصة، وبذلك تزايد عدد الأسواق المالية في العالم ليشمل حتى الدول السائرة في طريق النمو، وظهرت بذلك الأسواق المالية الدولية.

ثانياً: مفهوم السوق المالية (Financial market)

السوق المالية مصطلح مركب من كلمتين، هما: السوق والمال، لذا يستحسن التعريف بالمصطلحين قبل التعريف بالسوق المالية.

1- مفهوم السوق لغة واصطلاحاً :

أ- المفهوم اللغوي للسوق: يطلق لفظ السوق بضم السين لغة على معنى البياعات وموضع البيع والشراء للسلع والمنتجات المختلفة، وهو مؤنث ويذكر كذلك⁽¹⁾.

ب- المفهوم الاصطلاحي للسوق: يطلق لفظ السوق في الاصطلاح على كل مكان وقع فيه تبادل بين بائع ومشتري⁽²⁾.

من خلال المقارنة بين المفهومين اللغوي والاصطلاحي يتبين أن المفهوم الاصطلاحي أعم وأشمل؛ إذ أن السوق بالمعنى الاصطلاحي يشمل كل موضع جرت فيه المبادلات التجارية، وإن لم يكن معروفاً عند الناس بأنه سوق، أما في المفهوم اللغوي فهو يخص فقط الموضع المخصص المعروف الذي يجمع الناس بقصد البيع والشراء.

ج- مفهوم السوق في الاصطلاح الاقتصادي⁽³⁾: إنَّ المتعارف عليه بين الاقتصاديين المعاصرين هو أنهم يرفضون التعريف التقليدي للسوق بأنه المكان الذي يتقابل فيه كل من البائعين والمشتريين لتبادل سلعة ما، ذلك لأنه يعاب على هذا التعريف بأنه يربط السوق بمكان معين لا يتعداه، وبأسلوب تقليدي هو المقابلة المباشرة بين جملة البائعين والمشتريين، والذي لا يمكن تجاهله هو أن أغلب السلع التي نعرفها في الوقت الحاضر يتم تبادلها في أسواق غير محددة بمكان معين، إذ تشمل العالم كله وبوسائل الاتصال الحديثة للبيع والشراء وتبادل المنافع المختلفة.

وصارت أغلب أسواق السلع لا تحددها الحدود السياسية ولا الجغرافية للدولة المنتجة لها، لذلك يلجأ الاقتصاديون المحدثون إلى عدم الأخذ بالتعريف السابق للسوق، وإنما يلجئون إلى تعريف محدد مفاده أن:

(1) - ابن منظور، لسان العرب. القاهرة: دار المعارف، 1981، المجلد الثالث، الجزء الرابع والعشرين، باب السين، ص 2154.

(2) - أحمد بن يوسف بن أحمد الدريوش، أحكام السوق في الإسلام وأثرها في الاقتصاد الإسلامي. الرياض: دار عالم الكتب للنشر والتوزيع الطبعة الأولى، 1989، ص 22.

(3) - محمد الأمين ولد عالي الغلاوي الشنقيطي، الاجتهاد وتطبيقاته المعاصرة في مجال الأسواق المالية. بيروت: دار ابن حزم للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 1429 هـ 2008 م، ص 216.

«السوق تعتبر قائمة إذا كانت هناك وسيلة للاتصال بين مجموعتين من البائعين والمشتريين لتبادل سلعة معينة بسعر معين وفي ظل ظروف معينة».

2- مفهوم المال لغةً واصطلاحاً:

أ- مفهوم المال في اللغة: يطلق المال في لغة العرب ويراد به معنى عام، وهو كل ما يقع عليه الملك من جميع الأشياء، فالمال معروف: ما ملكته من جميع الأشياء⁽¹⁾.

والحاصل أن المال عام في كل ما يملك، وقد يطلق على شيء بعينه لاعتبار معين، والمال يذكر ويؤنث.

ب- مفهوم المال في الاصطلاح الاقتصادي: يطلق المال عند المتخصصين الاقتصاديين على كل ما ينتفع به على وجه من وجوه النفع، كما يعد كل ما يقوم بثمن مالا، أي كان نوعه أو قيمته، فكل شيء يمكن أن يعرض في السوق وتقدر له قيمة فهو مال⁽²⁾.

3- مفهوم السوق المالية:

يقصد بالسوق المالية بأنها: «السوق التي تشمل مجموعة من الترتيبات التي من خلالها تتداول الأوراق المالية طويلة الأجل، مثل الأسهم والسندات، بالإضافة إلى المشتقات المالية المتمثلة في عقود الخيارات المالية والعقود المستقبلية والآجلة، عقود المبادلة، وتوفر هذه الأسواق للشركات والحكومات والمؤسسات المختلفة فرصة الحصول على الأموال اللازمة للقيام بأنشطتها المختلفة، حيث يمكن اعتبارها الجهاز الذي يتم من خلاله الاتصال بين الوحدات ذات الفائض والوحدات ذات العجز، ونظرا لتباين أهداف الوحدات الاقتصادية فإن المنشآت المالية هي التي تتمكن من مقابلة تحقيق أهداف الوحدات الاقتصادية المختلفة»⁽³⁾.

كما يمكن تعريف السوق المالية بأنها: «تلك السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال، وهي تتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل حيث يتم تداولها في سوق منظمة (البورصة) وسوق غير منظمة أو ما يطلق عليها السوق الموازية، وعادة ما ينصرف سوق المال، إذا أطلق بدون تحديد إلى سوق الأوراق المالية أي الأسهم والسندات»، وهذا هو المفهوم الضيق لسوق المال.

وهناك مفهوم آخر يشمل المؤسسات المالية التي تتعامل في الإقراض طويل الأجل، غير أن هذا المفهوم هو المقبول لسوق المال والذي يتضمن أيضاً جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة⁽⁴⁾.

وبشكل عام يمكن تعريف السوق المالية بأنها: «إطار لتنظيم وتسيير العمليات المالية المتعلقة بالقيم المنقولة أو المتداولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخريين (أعوان اقتصادية)، ومختلف الشركات والمؤسسات العامة

(1)- ابن منظور، مرجع سابق، المجلد السادس، ص 4300.

(2)- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة. الرياض: دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الجزء الأول، 2005/1426م، ص 32.

(3)- سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة. مصر: مكتبة أم القرى، 2001، ص 17.

(4) - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال. مصر: دار الجامعة الجديدة، 2003، ص 11.

أو الخاصة، فيمكن القول بأنَّ السوق المالي هو المكان الذي يلتقي فيه دورياً أعوان مختصون ومعتدون، حيث يقومون بإبرام الصفقات بالبيع والشراء للقيم المنقولة المتداولة ممثلة في الأوراق المالية، أو أشياء غير موجودة (عقود الخيارات، العقود المستقبلية، عقود المبادلة) تتم برضا الأطراف المتعاقدة بأسعار متفاوض عليها، والتي إماً أن تكون بالتقايض (عمليات عاجلة) أو بصفة آجلة (عمليات آجلة)، شريطة أن تتم كل العمليات في السوق تحت مراقبة السلطات العمومية بهدف توجيه واستخدام الموارد المتاحة للمجتمع بكفاءة عالية».

الفرع الثاني: أهمية ووظائف السوق المالية

لقد ازداد الاهتمام بالأسواق المالية في السنوات القليلة الماضية لما لها من أهمية في الحياة الاقتصادية حيث تتطلب جميع الأموال وتوظيفها، إذ يتوقف هذا التجميع بدوره على الادخار والاستثمار، فالبنوك التجارية لا تستطيع أن تقوم بتمويل مثل هذا النوع من الاستثمار المتوسط وطويل الأجل، نظراً لقلّة الأموال المتاحة من جهة وزيادة مخاطر الاستثمار لتمويلها من جهة أخرى خصوصاً في البلدان النامية⁽¹⁾.

أولاً: أهمية السوق المالية.

أصبحت الأسواق المالية في وقتنا الحاضر ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي، ودعامة قوية من دعوماته، لما تقوم به هذه الأسواق من دور واضح في دعم عملية النمو والتطور الاقتصادي.

وقد ازدادت أهمية الأسواق المالية إثر حدوث تطورات مهمة على المستوى العالمي، فقد وصل التطور العلمي والتكنولوجي مستوى متقدماً في ميادين الاتصالات المتنوعة، وكان حصاد ذلك ارتباط دول العالم مع بعضها البعض بشبكة واسعة من العلاقات المالية والتجارية، وأصبحت الكرة الأرضية كما لو كانت قرية صغيرة⁽²⁾.

ويمكن أن نقول أن أهمية الأسواق المالية ترجع إلى مجموعة من العوامل يمكن إيجازها على النحو التالي⁽³⁾:

1. تمويل خطط التنمية الاقتصادية، حيث تحتاج مشاريع التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوافر عند الدولة، وهنا بدلاً من لجوء الدولة إلى عمليات الاقتراض الخارجي، تقوم بطرح مشاريعها في الأسواق المالية المنظمة، وبواسطة هذه الأسواق تستطيع تمويل مشاريعها التنموية ويكون ذلك بإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب فيها.
2. عدم قدرة البنوك التجارية على التمويل المتوسط والطويل الأجل لأسباب متعددة، منها: مشاكل التضخم، مشاكل المخاطرة التي تتعرض لها البنوك عند منحها للقروض متوسطة وطويلة الأجل.

(1) - خليل هندي، أنطوان الكاشف، العمليات المصرفية والسوق المالية. لبنان: المؤسسة الحديثة للكتاب، 2000، ص 31.

(2) - حسين بن هاني، مرجع سابق، ص 9، 11.

(3) - رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص 12، 13.

3. تساعد الأسواق المالية على منح التمويل بشروط ميسرة، وتكاليف منخفضة مقارنة بقروض البنوك الدولية، أو القروض الخارجية.
4. كثيراً ما تتعامل الأسواق المالية بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملة القابلة للتحويل، ما يترتب على ذلك إمكانية تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية.
5. أنّ بعض الأفراد قد يتوفر لديهم فائض مالي، ويرغبون في استثماره بما يعود عليهم بالربح خلال فترة معينة، ونظراً لأن أصحاب ذلك الفائض تنقصهم الخبرة والمعرفة الجيدة بالأوجه التي يمكن أن يستثمر فيها هذا الفائض مثل هذه الفوائض وتشجيع الاستثمار في المشروعات المنتجة.
6. أنّ التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية تمكن حاملها من تحويل هذه الأوراق إلى أموال بسهولة وبدون تحمل أية خسائر.
7. أنّ السوق المالي يعمل على تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسرعته، وحماية صغار المستثمرين، وبالتالي فهو يحقق التكافؤ والتوازن للسوق من خلال انتقال ملكية الأوراق المالية من مستثمر لآخر.
8. تعتبر الأسواق المالية مؤشراً للحالة الاقتصادية؛ فالسوق المالي يساعد على تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، والتي تساعد المستثمرين في الاستثمار بالأوراق المالية الأكثر ربحاً وأقل مخاطرة.
9. زيادة فرص العمل من خلال إقامة مشروعات جديدة، أو توسيع المشروعات القائمة.
10. أنّها تسهم في اكتشاف الأسعار المعادلة للأسهم، وبالتالي قيم الشركات التي تمثلها، مما يؤدي إلى تخصيص أمثل لموارد المجتمع نحو أفضل الاستخدامات.

ثانياً: وظائف السوق المالية.

لقد تناولت العديد من الدراسات تحديد وظائف السوق المالية من أكثر من زاوية، وبالرغم من تعدد وتنوع هذه الوظائف إلا أنه يمكن تجميعها في وظيفتين أساسيتين، وذلك إلى جانب بعض الوظائف الأخرى التي وجدت نتيجة التطور الاقتصادي الذي لحق بالأسواق المالية، وتتلخص هذه الوظائف فيما يلي:

1- الوظائف الأساسية: وتتمثل فيما يلي⁽¹⁾:

أ- الوظيفة الرئيسية الأولى للسوق المالية تتمثل في توجيه الأموال المدخرة وتعبئتها لخدمة الاقتصاد الوطني، وذلك عن طريق توظيفها لتدر عائداً، وذلك لتحسين كفاءة وحسن عمل الأسواق المالية والوسطاء الماليين

(1) - غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، اقتصاديات النقود والبنوك. الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع، 2002، ص ص 40، 41.

ب- أما الوظيفة الرئيسية الثانية فتتمثل في ضرورة إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية، وذلك لإمكان استرداد المستثمر لمدخراته، فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكن بيعها في أي وقت واستعادة قيمتها عند الحاجة إليها، وبصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج لمدخراته طبقاً لظروفه الطارئة.

فهي بذلك تسهل عملية بيع الأوراق المالية من أجل زيادة النقدية حيث تجعل من أدواتها أكثر سيولة.

2- الوظائف الثانوية⁽¹⁾:

إلى جانب الوظائف الأساسية هناك وظائف أخرى للسوق المالي نذكر منها:

أ- تقوم الأسواق المالية بتوفير الحماية من أنواع عديدة من المخاطر من خلال توفير فرص شراء وبيع الأصول المالية لتغطية مخاطر تقلبات أسعار الصرف.

ب- أن الأسواق المالية هي القناة الرئيسية في الاقتصاد الحديث التي تستطيع الحكومات من خلاله تنفيذ سياستها النقدية حيث تقوم النقود بوظائفها الديناميكية في التأثير على الأنشطة الاقتصادية.

ج- تعكس أسعار الأوراق المالية التي يتم تحديدها ليوم توقعات المستثمرين بشأن النشاط الاقتصادي في الفترات القادمة⁽²⁾.

د- تعريف المستثمرين ورجال الأعمال، الشركات والمؤسسات المالية الوطنية ووضعها المالي.

ل- تنظيم ومراقبة عملية إصدار الأسهم والسندات وغيرها والتعامل بها بالشكل الذي يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته، بما يضمن سلامة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين.

م- المساهمة في تعبئة الموارد المالية المعطلة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار طويلة ومتوسطة الأجل والمساعدة في جذب رؤوس الأموال الأجنبية .

و- توفير التشكيلة المتنوعة من أدوات الاستثمار والمفاضلة بينها من حيث التكلفة والعائد والمخاطرة.

هـ- مساعدة المنشآت في الحصول على ما تحتاجه من تمويل طويل الأجل، حيث أن الإقبال على شراء الإصدارات الجديدة للمنشآت يعتبر نوعاً من الاعتراف بقدرتها هذه المنشآت وكفاءتها، بما يخلق درجة معينة من الاطمئنان والثقة، ويسهل توجيه المستثمرين لمدخراتهم نحو هذه الأوراق المالية وبالتالي تحصل المنشآت على ما تحتاجه من أموال لتمويل احتياجاتها الطويلة الأجل.

(1)- حسين بن هاني، مرجع سابق، ص 11.

(2) -عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين، النقود والمصارف والأسواق المالية، الأردن: دار حامد للنشر والتوزيع، 2004، ص 67.

ي- تعتبر الأسواق المالية مؤشرا للحالة الاقتصادية، فحجم التعاملات في السوق المالي يعبر عن الأموال السائلة المتداولة في البلاد، كذلك فان ما يستخلص من جداول الأسعار العامة يعبر عن ارتفاع أو هبوط الميل لدى المنتجين نحو الإنتاج.

الفرع الثالث: شروط قيام السوق المالية وعملياتها

سيتناول هذا المبحث أهم الشروط الأساسية لقيام السوق المالية في دولة ما، ومختلف أنواع الأسواق المالية بالاعتماد في ذلك على درجة تصنيف هذه الأسواق.

أولاً: الشروط الأساسية لقيام سوق مالية.

لا تنشأ سوق مالية مجرد الرغبة في ذلك، ولا بصدور قرار من السلطات المختصة، ولكنها تتطلب مجموعة من الشروط الأساسية متمثلة فيما يلي:

- 1- وجود حجم كاف من المدخرات المعروضة أي ثروات الأفراد.
- 2- طاقة استيعابية مقبولة ومعقولة وقادرة على استيعاب رأس المال المعروض تتمثل في توفر مشاريع ذات جدوى اقتصادية وربحية مجزية.
- 3- وجود مؤسسات مالية ومصرفية من كافة التخصصات لتؤدي دورها في عدة اتجاهات، من أهمها تعبئة المدخرات وتوليد الفرص الاستثمارية وبلورتها في شكل مشاريع محددة والترويج لها والتوسط لتحقيق التقاء العرض والطلب⁽¹⁾.
- 4- توافر مناخ استثماري مستقر يتمثل في حالة استقرار اقتصادي وسياسي واجتماعي بالإضافة إلى وجود سياسة اقتصادية رشيدة ومرنة وحالة انتعاش اقتصادي.
- 5- توافر الحرية الاقتصادية والوعي الاقتصادي حتى تتمكن سوق الأوراق المالية من القيام بدورها.
- 6- توافر التقنية المناسبة (شبكة اتصالات متقدمة، أو شبكة إلكترونيات متطورة) لربط الأسواق المالية ببعضها البعض، وذلك بهدف ضمان توافر المعلومات بدقة⁽²⁾.
- 7- توافر الإفصاح والعلانية، وذلك بنشر الأسعار اليومية للأوراق المالية المتعامل عليها في نشرة مكتوبة كما تلتزم الشركات بنشر ميزانياتها ونتائج أعمالها وبيانات كافة مشروعاتها، حتى يكون المستثمر على بينة من أمر نشاط وتطور هذه الشركات، ويبعث الثقة في الأوراق المالية والوصول إلى السعر الحقيقي لها بخضوعها لقوانين العرض وطلب في السوق.

(1) -أسامة الفولي، زينب عوض الله، اقتصاديات النقود والتمويل. مصر: دار الجامعة الجديدة، 2005، ص ص 264، 265.

(2) - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص 30.

- 8- الأوراق المالية لا بد أن تكون سليمة قابلة للتداول، بحيث يتم التأكد من إتمام التعامل على هذه الأوراق، وأن عقد العمليات بالسوق لا يشوبه غش أو نصب أو احتيال أو مضاربات وهمية ويتم التعامل بواسطة وسطاء.
- 9- السرعة والدقة حيث يجب سرعة إتمام الصفقات وعرض أوامر العملاء وتنفيذها خلال المدة وبالشروط المحددة بأوامرهم.
- 10- المرونة: حيث يجب أن تتسم الأوراق المالية بالمرونة الكافية لسهولة انتقال ملكية الأوراق المالية من مشروع لآخر.
- 11- الموقع الجغرافي للبلد ومدى قربه من الأسواق المالية الأخرى⁽¹⁾.
- 12- عدم وجود أي قيود أو رقابة على الصرف.
- 13- ضرورة وجود نظام ضريبي مقبول وغير مبالغ في أسعاره ومعدلاته.
- 14- ضرورة استخدام كافة الأدوات المالية سواء التقليدية المتمثلة في الأسهم والسندات أو المستحدثة المتمثلة في عقود الخيرات المالية، عقود المبادلة، العقود المستقبلية والآجلة والتوريق.
- 15- ضرورة وجود مكاتب متخصصة في الإدارة الحديثة لمحافظ الأوراق المالية.
- 16- الانفتاح على الأسواق الدولية وهو ما يرتبط بتكنولوجيا اتصالات متقدمة من ناحية مع مواكبة التطورات الحديثة في تلك الأسواق من ناحية أخرى .
- والجدير بالذكر أيضا أن قيام أسواق مالية واستمرارها يتطلب توافر شرطين أساسيين هما:
- أ- توافر الملكية الخاصة لهذه الأوراق للمستثمرين، سواء كانوا أفرادا طبيعيين أو اعتباريين وهذه الملكية تمثل نصيبا في رأس مال المنشآت القائمة.
- ب- ضمان حرية التصرف في هذه الأوراق المالية بالبيع.
- إلى جانب كل هذا فهناك شروط أخرى يتعين اتخاذها تتمثل في طرح الأسهم، ضرورة قيد شركات المساهمة وأسهمها، رفع نسبة المصارف التجارية على الأوراق، تحريك محافظ الأوراق المالية... الخ⁽²⁾.

(1) - صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية. مصر: عالم الكتب للنشر والتوزيع، 2003، ص ص 21، 22.

(2) - عبد الغفار حنفي، أسواق المال وتمويل المشروعات. مصر: الدار الجامعية للنشر، 2005، ص ص 30، 31.

ثانيا: عمليات السوق المالية.

ويقصد بعمليات السوق المالية "تلك العمليات المتعلقة بشراء أو بيع القيم المنقولة في البورصة"، حيث يمكن تقسيم العمليات حسب الالتزامات المترتبة في الصفقات المبرمة إلى عمليات عاجلة وعمليات آجلة.

1- العمليات العاجلة:

وتتميز هذه العمليات بأنها تتم فورا حيث يجري دفع الثمن للبائع حالا، ويسلم الأوراق المالية محل الصفقة مباشرة للمشتري أو خلال فترة زمنية قصيرة لاتتعدى يوم أو يومين. وبصفة عامة فان العمليات العاجلة تمثل الجزء الأكبر من عمليات البورصة، ولأن المبادلات العاجلة عادة ما تحتاج إلى أموال سائلة ضخمة، فإنه عادة ما يكون اللجوء إلى هذا الأسلوب في شراء قيم متداولة غير مرغوب فيها لدى المضاربين المحترفين، حيث يعمدون إلى شراء أو بيع الأوراق المالية في السوق الآجلة لعدة أسباب نذكر منها⁽¹⁾:

أ- من منظور العائد: الرغبة في الاحتفاظ بالقيم المتداولة المشتراة في محافظهم المالية، وذلك لفترة زمنية بغية الحصول على عوائد منتظمة خلال تلك الفترة.

ب- من منظور المضاربة: فإن المضاربة على ارتفاع الأسعار، حيث يتم القيام بالبيع عندما تتحسن ظروف السوق للحصول على العوائد الناتجة عن عملية البيع هذه بغية توفير السيولة المطلوبة وذلك ببيع القيم في السوق العاجلة⁽²⁾.

2- العمليات الآجلة:

ويتم عقدها مباشرة، ولكن تؤجل تصفيتها لموعد قادم، وبذلك لا يتم دفع الثمن أو تسليم الأوراق المالية في السوق الآجلة لدى عقد الصفقة، ولكن بعد فترة زمنية معينة حسب الاتفاق المبرم بين الطرفين. ولذلك فإن أنظمة السوق المالية تشترط على المتعاملين بالسوق الآجلة تقديم تأمين مالي (تغطية)، حتى يتم تنفيذ الصفقة نهائيا وتأخذ عملية التصفية أحد الأشكال التالية⁽³⁾:

أ- دفع الثمن وتسليم القيم المتداولة بصورة فعلية خلال الأيام اللاحقة لتاريخ التصفية.

(1) - صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سابق ص 16.

(2) - شعون شعون، البورصة وبورصة الجزائر. الجزائر: دار الأطلس للنشر، دون سنة نشر، ص ص 53،54.

(3) - صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سابق، ص 17.

ب- تسوية الفرق بين سعريّة القيم المتداولة موضوع الصفقة "السعر عند عقد الصفقة، والسعر عند موعد التصفية"

ج- إلى جانب هذا أيضا نجد الحد من درجة المخاطرة وذلك وفق مبدأ عدم إلحاق الضرر بأحد المتعاملين، فإنه يتعين على المتعاملين في السوق الآجلة (خاصة المشتري) بتسديد جزء من قيمة الصفقة فورا، على أن يتم دفع المتبقى حسب الاتفاق، ويعتبر الجزء المدفوع في البداية تأمينا ماليا ويعرف بـ "هامش التغطية" وتختلف هذه النسبة وفقا لنوع العمليات المتعاقد عليها، والتي قد تكون نقدا أو قيما متداولة⁽¹⁾.

وتتميز الأوراق المالية التي يتم تداولها في الأسواق الآجلة (الخيارات المالية، المبادلات، العقود المستقبلية والآجلة)، بانها أوراق مسعرة أي لها سعر سوقي، حيث يمكن للمستثمر أن يعرف السعر الحالي للورقة المالية من خلال السماسرة أو النشرة اليومية للسوق، بل ويمكن معرفة أسعار التداول خلال يوم العمل داخل السوق من خلال الاشتراك في شبكات الاتصالات المحلية والعالمية.

وتأخذ العمليات الآجلة أحد الأشكال التالية:

- عمليات آجلة قطعية: يتم الالتزام بتنفيذها في تاريخ التصفية النهائي حيث يدفع للمشتري قيمة الأوراق المالية، ويسلم البائع موضوع العقد ولا يمكن التراجع عن تنفيذها، وهو ما يؤدي إلى تعريض أحد طرفي العقد إلى خسارة.
- عمليات آجلة بشرط: تنفيذ الصفقة في تاريخ التسوية باتفاق بين الطرفين، كما يمكن التراجع عن التنفيذ بشرط متفق عليه وقت إبرام الصفقة، ومن أشكال العمليات الآجلة بشرط نذكر⁽²⁾:
- ✓ عمليات آجلة بشرط التعويض: وهي العمليات التي تمكن المتعاقدين من تنفيذ الصفقة في موعد التسوية أو الامتناع عن التنفيذ، في مقابل دفع مكافأة (تعويض).
- ✓ عمليات آجلة بشرط الزيادة (عقود الخيار): تمكن هذه الصيغة المتعاقدين من تنفيذ الصفقة في موعد التسوية، أو إلغاء العقد من أحد الطرفين على أن يدفع تعويضا للطرف الآخر كحق اختيار.
- ✓ عمليات آجلة بشرط الانتفاع (عقد خيار مزدوج): يتضمن التعويض سعر خيارين (خيار شراء وخيار بيع) وللطرف المتعاقد حق الخيار في تنفيذ الصفقة على حسب تحركات الأسعار.

(1) - حدة رايس، محاضرات في مقياس الأسواق المالية. السنة الرابعة مالية نقود وبنوك، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2008، 2009، ص 43.

(2) - منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال. مصر: منشأة المعارف للنشر، 1997، ص 83.

المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية.

إن تطور الأسواق المالية خلال العقود الأخيرة قد حمل تنوعاً متزايداً من حيث التنظيمات والوظائف والأدوات والمجالات مما أدى إلى تنوع الأسواق المالية واختلاف تقسيماتها حيث تمثلت فيما يلي:

الفرع الأول: أنواع الأسواق المالية من حيث الإصدار والتداول.

تنقسم الأسواق المالية من حيث الإصدار والتداول إلى قسمين رئيسيين هما: السوق الأولية والسوق الثانوية، وهما الأكثر شيوعاً واستخداماً في مختلف الأسواق المالية.

أولاً: السوق الأولية (سوق الإصدار أو الاكتتاب): **Primary market**

1- تعريف السوق الأولية: عرفت السوق الأولية أو سوق الإصدار بأنها: «ذلك السوق الذي تخلقه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور أوراق مالية قامت بإصدارها لأول مرة لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية»⁽¹⁾.

وعرفت أيضاً بأنها: «الأسواق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، وتختص بتأسيس الشركات الجديدة، أو التوسع في رأسمال الشركات في صورة أوراق مالية»⁽²⁾.

ويتم تداول الأوراق المالية في هذه الأسواق من خلال البنوك الاستثمارية، والبنوك التجارية، وبيوت السمسة. وتعتبر هذه المؤسسات المالية التي تتولى عملية الإصدار وسيطاً بين المستثمرين للأوراق المالية، وبين الجهة المقررة لإصدار الورقة المالية، وقد يتم تصريف الأوراق المالية في هذه السوق من الشركة المصدرة لها مباشرة، حيث تقوم بالاتصال مع المشتريين سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات مالية وتبيعهم تلك الأوراق المالية⁽³⁾.

وبالتالي فإنها تنشأ في هذه السوق علاقة مباشرة بين المؤسسة التي أصدرت الورقة المالية المتداولة والمكتتب الأول لها (أي بين المقرض والمقترض)، فالأوراق المالية المتداولة في هذه السوق هي أوراق مالية جديدة لتمويل استثمارات جديدة.

2- طبيعة العمليات في السوق الأولية: من الجدير بالذكر أن السوق الأولية في غالبية الحالات لا تكون معروفة للجمهور، وتكون العمليات في هذه السوق على نوعين:

أ- العمليات المباشرة: وتتم هذه العمليات عندما تبيع الشركة المصدرة للأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى للجمهور من أفراد ومؤسسات مختصة مباشرة، دون أن يكون هناك أي وسيط، أي إنها تقوم

(1) - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية. مصر: منشأة المعارف للتوزيع، 1999، ص 76.

(2) - رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية. عمان: دار المعترف للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2005، ص 22.

(3) - عبد النافع الزرري، غازي توفيق فرح، الأسواق المالية. عمان: دار وائل للنشر، دون سنة نشر، ص 48.

بيوعها للمستثمرين الذين فضلوا أوراقها المالية، وعادة ما تمتاز العمليات المباشرة بارتفاع تكاليفها وذلك لأن البحث عن المشتري قد يطول مما يرفع تكاليف العملية⁽¹⁾.

ب- العمليات غير المباشرة: وتتم هذه العمليات عن طريق بيع الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى إلى وسيط معين، عادة ما يكون مؤسسة مالية مختصة، حيث يقوم ذلك الوسيط ببيع الأوراق المالية مرة أخرى للجُمهور والمؤسسات التي ترغب في الاستثمار في تلك الأوراق، وتتميز بانخفاض تكاليفها مقارنة بالعمليات المباشرة⁽²⁾، ويقوم الوسطاء الماليون بدور كبير في إنجاز هذه الاتفاقيات غير المباشرة، وذلك باستخدام ثلاثة أنواع من العروض وهي:

- عروض الاكتتاب الكامل: وفيها يلتزم الوسيط المالي بضمان توفير المبلغ المطلوب في العملية بالكامل أيا كانت استحابة السوق، فمثلا إذا كانت هناك وحدة ذات عجز سواء كانت وحدة حكومية أو مصرف أو مؤسسة عامة وأرادت الحصول على قرض عن طريق إصدار سندات فإنها تلجأ إلى وسيط مالي (وليكن مصرف رائد مثلا)، ليتولى إدارة العملية ويقوم الوسيط بنفسه وبالاتفاق مع عدد من المصارف أو الوسطاء الآخرين (مصارف مشتركة) بالاكتتاب في هذه السندات بالكامل أي الحصول على المبلغ الذي يحتاجه بالكامل، ويسرى نفس المنطق بالطبع في حالة المساهمة في رؤوس الأموال أو طرح الأسهم.
- عروض بذل أقصى جهد: وفيها يلتزم الوسيط المتمثل في مجموعة الإدارة التي تشمل المصرف الرائد والمصارف المشتركة ببذل أقصى جهدها لتحقيق الاكتتاب الكامل للعملية ولكنها لا تقدم في النهاية إلى المدين إلا ما توصلت إليه من اكتتابات فعلية أيا كانت نسبتها إلى إجمالي العملية.
- العروض المزدوجة: وتلتزم فيها مجموعة الإدارة التزاما نهائيا بتقديم مبلغ معين (أو نسبة معينة) من إجمال قيمة العملية والباقي تبذل فيه أقصى جهد⁽³⁾.

3- أهمية السوق الأولية: تعتبر السوق الأولية ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي، ودعامة قوية من دعاماته، حيث يصعب تحقيق التنمية بدونها في ظل النظم الاقتصادية المعاصرة، وبالتالي فان لهذه السوق أهمية كبرى يمكن إيجازها فيما يلي⁽⁴⁾:

أ- تكوين ثروة المجتمع: قد نذكر هنا بعض المفكرين الاقتصاديين مثل فورد، إديسون وآخرون الذين أوجدوا صناعات جديدة أدت إلى حالة استخدام كبيرة في القوة العاملة ورفع مستوى المعيشة، لأن

(1) - محمود بونس، عبد المنعم مبارك، النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية. مصر: الدار الجامعية، 2003، ص 131.

(2) - جبار محفوظ، البورصة. الجزائر: دار هومة للنشر، الجزء الأول، 2002، ص 56.

(3) - إسماعيل أحمد الشناوي، عبد المنعم مبارك، اقتصاديات البنوك والأسواق المالية. مصر: الدار الجامعية، 2005، ص ص 134، 135.

(4) - خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية. الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع، 1999، ص ص 86، 87.

كل منهم كانت له فكرة فريدة من نوعها نتجت عنها قيمة للمجتمع، ولكن لم يكن لأحدهم رأس المال الكافي لوضع فكرته موضع التنفيذ وحل مشكله السيولة لجؤوا إلى بيع الأوراق المالية وبذلك تمكنوا من الحصول على ما يحتاجون إليه من رأس المال لتنفيذ أفكارهم، وقد استفاد المجتمع من خلال تطوير الإنتاجية واستفاد هؤلاء المبدعون بزيادة ثروتهم، كذلك فإن مشتري الأوراق المالية قد استفادوا من زيادة قيمة الأوراق المالية هذه المشتراة، قد يكون لقصد هؤلاء نوع من التطرف ولكن النقطة الأساسية هي أن الأسواق المالية ساهمت في زيادة الثروة المستقبلية للمجتمع والحياة اليومية.

ب- بمرونة الاستثمار والاستهلاك: إن وجود الأسواق المالية يزيد من مرونة الاستهلاك والاستثمار، فإذا كانت سوق الأوراق المالية الأولية غير موجودة فإن ما يستهلكه الأفراد لا يزيد عن القيمة السوقية لأية أصول يملكها، ولكن بوجود السوق الأولية عندئذ يمكن للأفراد الاقتراض والإنفاق اليومي مستخدمين التعهد والوعد بالدفع بدخول مستقلة، أما من وجهة نظرا الاستثمار فبدون وجود الأوراق المالية التي خلقت في الأسواق الأولية، فإن الأفراد الذين لديهم إدخارات متراكمة سيضطرون إلى الادخار من خلال تملكهم أصول حقيقية حيث أن وجود الأوراق المالية المخلوقة في الأسواق الأولية تهيأ مثل هؤلاء المدخرين بطريقة سهلة وغير مكلفة لتراكم الثروة من خلال الاستثمار المالي.

ج- أن شركات المساهمة لا تستطيع أن تقوم في غياب الأسواق الأولية، التي تعتبر الوسيلة المثلى في تمويلها، ولم تقم هذه الأسواق إلا حينما عجز الأفراد عن تمويل المشروعات العملاقة، مما تشعر الفرد بالانتماء بمشاركته في تمويل التنمية الاقتصادية⁽¹⁾.

ثانيا- السوق الثانوية (سوق التداول) Secondary Market.

1- تعريف السوق الثانوية: وهي السوق التي يتم فيها تداول هذه الإصدارات بعد الاكتتاب فيها من قبل حامل هذه الأوراق وبين مستثمر آخر بالبيع أو الشراء، أي أن الأوراق المالية في هذه السوق متداولة من قبل، ومن الجدير بالذكر أن السوق الثانوية في أحيان كثيرة أهم بكثير من السوق الأولية، حيث انه إذا كانت السوق الأولية تتيح للمقرضين الحصول على النقود، فان السوق الثانوية هي التي تقوم بتوفير عامل السيولة للمقرضين حيث بدونها قد يضطر حملة الإصدارات بشكل عام إلى الاحتفاظ بها حتى ميعاد استحقاقها⁽²⁾.

(1) - فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية. عمان: جداد للكتاب العلمي، 2006، ص ص 41، 40.

(2) - نعمة الله نجيب وآخرون، مقدمة في اقتصاديات النقود والصرف والسياسات النقدية. مصر: الدار الجامعية للنشر، 2001، ص 123.

كما يمكن تعريفها أيضا بأنها: «السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها ويتم تداولها للمرة الثانية وهذه الأوراق تخص استثمارات قائمة، وتكتسب هذه السوق أهمية كبيرة ذلك أنها توفر لحائزها فرصة لإعادة بيعها»⁽¹⁾.

وهذا النوع من الأسواق عادة ما يطلق عليها "سوق التداول" أو "البورصة"، حيث يتم فيها تداول الأوراق المالية والتعامل بها بيعا وشراءً.

2- وظائف السوق الثانوية: يمكن القول أن السوق الثانوية تقوم بوظيفتين هامتين هما:

أ- تسهيل عملية بيع الأوراق المالية من أجل زيادة النقدية، حيث تجعل الأدوات المالية أكثر سيولة، وهذا يساعد ويرغب الشركات المساهمة لإصدار الأوراق المالية وبيعها بالأسواق الثانوية.

ب- تحدد الأسواق الثانوية أسعار الأوراق المالية التي أصدرتها الشركات المساهمة لبيعها في الأسواق الثانوية، وترتفع أسعار الأوراق المالية في الأسواق الثانوية، كلما ارتفعت أسعار الأوراق المالية للشركات المساهمة التي يتم إصدارها حديثا في الأسواق الأساسية، وهذا يؤدي إلى زيادة مرتفعة في رأس المال.

مما سبق تظهر أهمية الأسواق الثانوية للشركات المساهمة عند إصدارها للأوراق المالية، ولهذا السبب عندما يتم التعامل مع الأسواق المالية فيتم التركيز على سلوك الأسواق الثانوية أكثر من الأسواق الأولية.

3- تنظيم السوق الثانوية: يتم تنظيم الأسواق الثانوية عن طريق⁽²⁾:

أ- التبادل المنظم: حيث يتم اللقاء بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية في مكان مركزي محدد لإدارة التجارة بينها.

ب- أسواق ما بين الوسطاء: يقوم الوسطاء والوكلاء الذين لديهم حجم كبير من الأوراق المالية وفي أماكن مختلفة بشراء وبيع الأوراق المالية لأي شخص يأتي لهم ولديه الرغبة في قبول أسعارهم، ويعتبر السوق ما بين الوسطاء أكثر الأسواق منافسة ولا يختلف كثيرا عن سوق التبادل المنظم.

4- أهمية السوق الثانوية: تعتبر الأسواق الثانوية من أهم وأوسع الأسواق الثانوية وذلك لأمر عدة⁽³⁾:

أ- اكتشاف الأسعار: وبالتالي قيم الشركات التي تمثلها، حيث يمكن استنتاج معدل العائد المطلوب للأوراق المالية، التي يمتلكها المستثمرون، فعلى سبيل المثال معدل العائد المطلوب على سند أصدرته منشأة معينة يمكن احتسابه بمعرفة موعد استحقاق السند والفائدة المقدر دفعها وسعر السوق الجاري،

(1) - عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية المحلية والعالمية والتنمية المتواصلة. أبو ظبي: شركة أبو ظبي للنشر، 2002، ص 231.

(2) - غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، مرجع سابق، ص 41.

(3) - خالد وهيب الراوي، مرجع سابق، ص ص 88، 89.

وبنفس المعنى فإن معرفة السعر الجاري للسهم لنفس المنشأة يساعد في تقرير العائد المطلوب على السهم العادي للمنشأة، حيث يساعد المدير المالي في قراره فيما إذا كانت المشاريع الجديدة من المحتمل أن تغطي التكاليف المالية المطلوبة، وهذه قيمة كبيرة للمجتمع مادامت مصدرا لتخصيص الأموال لمخاطر الأعمال والمتوقعة لخلق ثروة المجتمع.

ب- تخفيف تكاليف المعاملة: يمكن خلق شبكة تجمع بين المشترين والبائعين المحتملين نظرا لاتساع الاقتصاد بشكل كبير، فمثلا إذا كان هناك مجمع مركزي لتداول عدد كبير من سندات مختلفة، فإن ذلك يحقق تكلفة أقل للبائعين والمشترين.

ج- تحقيق التنوع: يشمل التنوع امتلاك أعداد كبيرة من أوراق مالية مختلفة، حيث يساهم في تخفيف مخاطر المحفظة الاستثمارية، كما أن تحقيق التنوع يمكن أن يتم من خلال الشراء من الأسواق الأولية، ولكن بالنسبة لبعض المستثمرين الصغار فإنه من السهل عليهم تحقيق مستويات معقولة من التنوع، عند التعامل بأحجام صغيرة من الأوراق المالية.

د- السيولة: تعتبر السيولة أحد الأسباب الشائعة في وجود الأسواق الثانوية، فالورقة المالية التي تتصف بالسيولة العالية قد تباع فورا، وبدون تكلفة عمولة، ضرائب، تأثيرات على السعر، إن المنافع من وجود سوق سائلة أي ذات سيولة عالية واضحة للعيان فهي تسمح للشخص بالتداول أو التعامل بالسوق عندما تظهر الحاجة للنقد أو هناك فائض متاح من الأصول.

5- أنواع الأسواق الثانوية: من الجدير بالذكر الأسواق الثانوية تتنوع حسب طبيعة تنظيمها إلى أربعة أنواع: النوع الأول: السوق المنظمة (البورصة).

يطلق على السوق المنظمة اصطلاح بورصة الأوراق المالية، ويسمى هذا النوع أيضا السوق الرسمية⁽¹⁾ ويمكن تعريف البورصة بأنها مكان محدد يلتقي فيه البائعون والمشترين من خلال السماسرة، لتداول الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، كما أنها تعرف بسوق المال طويل الأجل، وهي أقرب ما يكون من السوق الكاملة، إذ يتحدد فيها سعر واحد للصفقة الواحدة للسهم أو السند مع سهولة نقلها أو سهولة الاتصال بينهم وتدار بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق⁽²⁾.

هذا ويترتب على تسجيل الأوراق المالية بالبورصات المنظمة تحقيق العديد من المزايا، حيث يمكن للمستثمرين الحصول على معلومات كاملة وفي الحال عن الشركة وأسعار الأوراق المالية، بالإضافة إلى الحماية

(1) - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 49.

(2) - محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية. مصر: دار الوفاء للطباعة والنشر، 2000، ص 36.

المرتبة على استمرار التسجيل بالبورصة، والشهرة التي تحظى بها الشركات المسجلة بالبورصة المنظمة، مما يؤثر ذلك على المستقبل المالي للشركة وعلى منتجاتها⁽¹⁾.

ومن الأمثلة على ذلك: سوق نيويورك للأسهم الذي ظهر عام 1792م، واستمر السوق في التطور حتى سجل رسمياً عام 1934م⁽²⁾.

أ- أعضاء البورصة: ويمكن تصنيف أعضاء البورصة طبقاً للوظائف التي يقومون بها:

- سماسة العمولة: وتمثل الوظيفة الرئيسية التي يقوم بها هؤلاء السماسرة في تلقي الأوامر المختلفة لبيع أو شراء الأوراق المالية من مختلف فئات العملاء وذلك من أجل تنفيذها بالبورصة.
- سماسة الأرضية: وتمثل الوظيفة الرئيسية التي يقوم بها هؤلاء السماسرة هي مساعدة سماسة العمولة في تنفيذ الأوامر كبيرة الحجم التي يصعب عليهم تنفيذها.
- تجار الأرضية: تشمل مجموعة من تجار الأوراق المالية الذين يقومون بالانتجار لحسابهم الخاص بهدف تحقيق الربح، ويتحقق الربح لهؤلاء التجار عند اختلال هيكل الأسعار ارتفاعاً أو انخفاضاً إلى مستويات غير طبيعية، حيث يقوم هؤلاء التجار بشراء الأوراق المالية التي يعتقدون إنها مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية وبيع تلك الأوراق التي يعتقدون أنها مقومة بأعلى من قيمتها الحقيقية⁽³⁾.

ب- أنواع البورصة: إن التطور المادي الذي رافق مرحلة الإنتاج الصناعي أدى إلى زيادة الأنشطة التجارية والاقتصادية، وبالتالي نشوء شركات المساهمة الكبيرة وازدياد عددها، فأصبحت الحاجة ملحة إلى وجود بورصات متعددة و منظمة للسلع والأوراق المالية والصراف الأجنبي، حيث أنه في بداية نشأة البورصات لم يكن هناك فصل بين إدارتها وأعمالها، حيث كان التجار يبيعون الأوراق المالية في بورصة البضائع وبمرور الزمن تطور جهاز البورصات وعملياتها وحصل تنوع وتعدد في أنواعها، ليمتد نشاطها ليشمل مختلف مجالات الحياة الاقتصادية، ويمكن تصنيف البورصات إلى أنواع متعددة⁽⁴⁾.

- أنواع البورصات من حيث ما يتداول فيها: تنقسم البورصات من حيث ما يتداول فيها من قيم ومنتجات إلى ما يلي :

✓ بورصة البضائع الحاضرة : وهي سوق منظمة يجرى فيها التعامل على منتجات ذات طبيعة خاصة وذات أهمية عالمية كالقطن والسكر، والبن والقمح، المطاط... الخ، وتعرف ببورصة البضائع بالبورصة

(1) - أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية. القاهرة: نشر جامعة القاهرة، دون سنة نشر، ص ص 8,9.

(2) - فهد الحوياني، المال والاستثمار في الأسواق المالية. الرياض: الطبعة الثانية، 2006، ص 62.

(3) - سعد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق، ص 192.

(4) - أحمد بن يوسف الدريوش، أحكام السوق في الإسلام وأثرها في الاقتصاد الإسلامي. الرياض: دار عالم الكتب، 1989، ص 568.

التجارية، وفي مثل هذه البورصات لا يشترط في السلعة أي قيد أو شرط بل ينظر إلى النوع، إذ يمكن إحلال كمية من نوع معين مكان كمية أخرى من نفس النوع، وهذا النوع الأخير المتعارف عليه هو النوع الوسط الذي هو الشرط الأساسي لوجود بورصات السلع.

✓ بورصة العقود: هي البورصة التي يكون موضوعها عقود ثنائية ومضمونها التزامات قائمة على بضائع نموذجية غير موجودة فعلياً، ويمكن التحلل منها بدفع فرق السعر المتحقق لدى تصفية العملية، ويتم تسليمها أجلاً حيث يحدد تاريخ التسليم⁽¹⁾.

✓ بورصة الذهب والعملات: يتم فيها عمليات شراء وبيع الوسائل التي بموجبها يمكن تسوية المدفوعات بين الدول وتمثل عموماً في تداول العملات الأجنبية والسلع النفيسة من ذهب وبلاتين وفضة وألماس.

✓ بورصة القيم المتداولة: وهي سوق منظمة يتم فيها تبادل الأوراق المالية الأساسية منها والمشتقة، والتي هي عبارة عن ممتلكات للمؤسسات من الأموال الموظفة في مختلف الأصول الثابتة ومختلف معدات الإنتاج التي تمتلكها هذه الشركات نذكر منها الأسهم والسندات، عقود الخيار والعقود المستقبلية، وتتم عملية التداول في هذه السوق لمختلف الأوراق المالية بصفة عاجلة، وذلك بتسليم الأوراق للمشتري ودفع الثمن للبائع أو بصفة آجلة، فتقتصر بورصة القيم المنقولة على تلك القيم المسجلة في جدول التسعيرة بطلب من مصدرها، وذلك بعد إجراء تحقيق معمق قبل قبولها .

وبصفة عامة يمكن تعريف البورصة على أنها عبارة عن سوق ثابتة المكان وتقوم باستمرار في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة حيث يلتقي فيها أصحاب رؤوس الأموال والوسطاء المختصون في هذا النوع من المعاملات على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع⁽²⁾.

• أنواع البورصات من حيث مدى التعامل الجغرافي: وتنقسم البورصات من حيث التعامل الجغرافي إلى⁽³⁾:

✓ بورصات محلية: وهي التي لا تمتد معاملاتها دولياً، ونشاطها محدود للغاية أي في حدودها الجغرافية.

✓ بورصات دولية: وهي التي تمتد نشاط معاملاتها إلى الدولة المختلفة وهي بورصات ضخمة ومتوسطة الحجم.

(1) - جبار محفوظ، مرجع سابق، ص ص 74، 75.

(2) - حدة رايس، المرجع السابق، ص 65.

(3) - محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة. القاهرة: دار إيتراك للنشر، 1996، ص 25.

- أنواع البورصات من حيث التسجيل والاعتراف الحكومي: وتنقسم إلى⁽¹⁾:
 - ✓ بورصات رسمية: وهي بورصات تعمل بشكل رسمي، وتمارس فيها المعاملات في ضوء قواعد ونظم محددة وتحت رقابة حكومية.
 - ✓ بورصات غير رسمية: وهي بورصات تعمل في ضوء قواعد خاصة بها تعمل بشكل غير رسمي، ولا تعترف بها الحكومة ولا تتعامل فيها من جهاتها الرسمية، وبالتالي فإنها تتضمن مخاطر حتمية.

(1) - المرجع السابق، ص26.

شكل رقم 01: أنواع البورصات



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على المعلومات السابقة.

النوع الثاني: السوق غير المنظمة (السوق الموازية).

يسمى هذا النوع بالسوق غير الرسمية، والسوق الموازية⁽¹⁾.

السوق غير المنظمة هي سوق العمليات التي تتم خارج نطاق البورصة من خلال بيوت السمسرة، لذلك لا يشترط لاتمامها مكان محدد بل يكفي عقدها من خلال وسائل الاتصال الحديثة ممثلة بالكمبيوتر والهاتف بشكل رسمي، ويكثر تداول السندات في هذه الأسواق وكافة الأوراق المالية التي لا يتم تداولها في البورصة (لا تتوافر فيها شروط التسجيل في البورصة)، ولذلك يقل تداول الأسهم في الغالب، كما لا يتعدى التعامل بها الشركات الصغيرة، من هنا نجد عدم وجود آليات محددة لتحديد الأسعار والتأثير على ارتفاعها أو انخفاضها، وهذا ما يفسر وجود السوق الثالث والرابع في سياق الحديث عن الأسواق الثانوية غير المنظمة⁽²⁾.

كما تتميز هذه السوق بعدم وجود مكان محدد للتداول، أو ساعات عمل محددة، بل يقوم بعقد الصفقات فيها عدد من شركات السمسرة، وتجار الأوراق المالية، عبر شبكة كبيرة من الاتصالات المتطورة التي تربط السماسرة بالمستثمرين، مما جعل هذا النوع من الأسواق يتميز بالمرونة العالية⁽³⁾.

ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار من يقدم له أفضل الأسعار، ويتم تحديد سعر الورقة المالية عادة بالتفاوض، بعد أن يقوم المستثمر بالتعرف على الأسعار المختلفة التي تعرض عليه بواسطة السماسرة أو التجار عبر شبكات الحاسب الآلي التي توفر لحظة بلحظة الأسعار السوقية لكل ورقة مالية يتم التداول فيها.

ومن الأمثلة على ذلك: سوق نازداك الذي ظهر عام 1971م، والذي كان يعرض بشكل أوتوماتيكي أسعار البيع والشراء لأسهم أكثر من 4000 شركة، يتم التعامل بها من خلال شاشات عرض الكترونية موجودة لدى المشتركين، ومربوطة بجهاز كمبيوتر مركزي، وتغطي هذه الشبكة جميع مناطق الولايات المتحدة⁽⁴⁾.

ومن الجدير بالذكر أن الأسواق غير المنظمة يؤخذ عليها أنه لا توجد آليات للحد من الارتفاع أو الانخفاض الحاد في الأسعار، الذي قد يحدث نتيجة لعدم التوازن بين العرض والطلب، بخلاف ما هو عليه في الأسواق المنظمة⁽⁵⁾.

(1) - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 52.

(2) - ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، مرجع سابق، ص 191.

(3) - زياد رمضان، مرجع سابق، ص 126.

(4) - فهد الخويماني، مرجع سابق، ص 71.

(5) - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية. الإسكندرية: منشأة المعارف، الطبعة الثانية، 2006، ص 44.

النوع الثالث: السوق الثالث

ويرمز لها بالرمز (M3) وتتكون من بيوت السمسرة لغير أعضاء السوق المنظمة، حيث تستمر فيها عملية بيع وشراء الأوراق بكميات مختلفة، مما يجعلها منافسا حقيقيا للسوق المنظمة، وما يفسر وجود هذه السوق عدم القدرة على التفاوض في العمولة لدى الأسواق الأخرى، مما يتيح الفرصة لخفض معدلات العمولة من طرف بيوت السمسرة، لكون العمليات التي تتم تكون محدودة والسماسرة غير ملزمين بعمولة محدودة ناهيك عن ميزة عدم خضوع بيوت السمسرة للرسوم كما هو الحال في البورصات ومن يعمل فيها بالتزام⁽¹⁾.

النوع الرابع: السوق الرابع

يرمز للسوق الرابع (M4) حيث يتكون من يبيعون ويشترون الأوراق المالية بكميات كبيرة كالمؤسسات الاستثمارية وكبار المستثمرين الأفراد حتى يتجنبوا دفع العمولات للسماسرة، فيتوقف الأمر على وسيط يسوي العملية من خلال الهاتف والكمبيوتر ووسائل الاتصال المتاحة، الأمر الذي يسمح بإتمام الصفقة بالسرعة الفائقة وبتكلفة أقل بكثير من غيرها، ولذلك فهذه السوق تشكل منافسا حقيقيا، حيث ستفرض على السماسرة والوسطاء تخفيض عمولاتهم والمصاريف المقبوضة ضمن السوق المنظمة للحد من المنافسة⁽²⁾.

وخلاصة القول فكل من السوق الثالث والرابع هما جزء من السوق الثانوية، وكل من هذه الأسواق سابقة الذكر تشكل أجزاء من سوق رأس المال، حيث أن لكل سوق دوره في التمويل الاقتصادي بشكل عام.

ثالثا: العلاقة بين الأسواق الأولية والأسواق الثانوية

هناك علاقة وثيقة بين السوق الأولية والسوق الثانوية، فلا يمكن أن يكون هناك سوق للتداول دون أن تكون هناك إصدارات واسعة من خلال السوق الأولية، وكذلك لا يمكن أن يكون هناك سوق أولي (إصدار) ما لم يكن هناك سوق ثانوي، إلا أن تأثير عمل الأسواق الثانوية على عمل الأسواق الأولية يتمثل في أمور منها:

1. إن مشتري الأوراق المالية من السوق الأولية يستطيع تحويلها إلى نقود عن طريق بيعها في السوق الثانوية عند حاجته للسيولة النقدية، وهذا يشجع من لديهم فائض في الأموال على استخدام مدخراتهم في شراء الأوراق المالية من السوق الأولية، وعندما يحتاجون لهذه الأموال فإنهم يقومون ببيع الأوراق المالية في هذه السوق الثانوية، وبذلك يزداد الإقبال على شراء الأوراق المالية من السوق الأولية، والتي يمكن بيعها في السوق الثانوية عند الحاجة لقيمتها.

(1) - خالد وهيب الراوي، الاستثمار في الأوراق المالية. الأردن: دار المسيرة للطباعة والنشر، 1999، ص 91.

(2) - منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 46.

2. إنَّ تحديد السعر للأوراق المالية التي يتعامل بها في السوق الأولية يتم من خلال السوق الثانوية، إذ أنَّ مشتري الورقة المالية في السوق الأولية يعتمد في شرائه لها على سعرها المتوقع في السوق الثانوية، فالورقة المالية التي يتوقع لها سعر أعلى في السوق الثانوية يتم طلبها بكمية أكبر ويكون مستعداً لدفع أعلى سعر لها في السوق الأولية، في حين أنَّ الورقة المالية التي يتوقع لها سعر متدنٍ في السوق الثانوية، فإنَّ المشتري لها لا يطلبها بكمية كبيرة ولا يدفع لها سعراً مرتفعاً.

وبذلك فإنَّ تحديد سعر الورقة المالية في السوق الأولية يعتمد وبدرجة كبيرة على الأرباح المستقبلية للشركة، والتي يتحدّد بناءً عليها سعر الورقة في السوق الثانوية.

الفرع الثاني: أنواع الأسواق المالية من حيث نوع الأدوات المتداولة فيها.

تنوع الأسواق المالية من حيث نوع الأدوات المتداولة فيها إلى سوق النقد وسوق رأس المال.

أولاً: سوق النقد (money market)

1- تعريف سوق النقد: عرفت السوق النقدية بأنها: «السوق الذي يتم فيه تداول أدوات الاستثمار قصيرة الأجل»⁽¹⁾، وعرفت أيضاً بأنها: «أسواق الاستثمار قصيرة الأجل الذي لا يتجاوز أجل استحقاق الأوراق المالية فيها سنة واحدة»، وهذا النوع من الأسواق المالية ليس له مكان خاص ومحدد لإبرام الصفقات، وإنما يتم بواسطة السماسرة أو البنوك التجارية، إمّا مباشرة أو من خلال وسائل الاتصال المختلفة، والهدف الأساس من وجود هذا النوع من الأسواق هو تمويل الحكومة والمشروعات الإنتاجية ومدّها بالقروض.

ومن أهم الأوراق المتداولة في سوق النقد: شهادات الإيداع، الأوراق التجارية أذونات الخزنة، والقبولات المصرفية، ومن أهم مزايا سوق التّقد مرونته العالية، حيث أنَّ معظم الصفقات التي تتم تحدث بإجراءات مبسطة وبتكاليف منخفضة، بالإضافة إلى تدني درجة المخاطرة فيه، حيث أنَّ الأوراق المتداولة فيه قصيرة الأجل (سنة واحدة فأقل)، وبالتالي فإنَّ التغيرات الحادثة في الأسعار السوقية لهذه الأوراق محدودة، كما أنَّ هذه الأوراق المتداولة فيه تكون صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية؛ كالبنك المركزي للدولة، أو البنوك التجارية، ولذا فإنَّ احتمالات عدم الوفاء بالدين مستبعدة.

2- أهمية سوق النقد: تؤدّي السوق التّقدية دوراً هاماً على مستوى الاقتصاد المحلي، وذلك من جهتين:

- الأولى: أنَّ سوق التّقد يقوم بدور مهم في تخطيط السياسات النقدية للدولة، إذ بواسطته يتمكّن البنك المركزي من ممارسة دور فعّال في تغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل، وذلك عن طريق بيع وشراء السّنّدات قصيرة الأجل فيما يعرف بعمليات السوق المفتوحة.

- الثانية: توفر سوق التّقد على سيولة مرتفعة للأصول المالية قصيرة الأجل، وهذا يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل قصيرة الأجل، وبالتالي يزيد من سرعة دوران رؤوس الأموال للمشروعات الاقتصادية المختلفة.

(1) - طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار. عمان: دار المستقبل للنشر والتوزيع، 1997، ص 31.

ثانيا: سوق رأس المال (Capital Market)

1- تعريف سوق رأس المال: عرفت سوق رأس المال بأنها: «السوق الذي يتم فيها تداول أدوات الاستثمار طويلة الأجل (أكثر من سنة)»، وعرفت أيضاً بأنها: «سوق الصفقات المالية طويلة الأجل، والتي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في شكل إصدارات طويلة الأجل». وسميت بهذا الاسم لأنها تعتبر مصدر الأموال لتمويل المشروعات المختلفة، ويعتبر هذا السوق أقل اتساعاً من السوق النقدي، لكنه في الوقت نفسه أكثر تنظيماً، حيث يتواجد فيه الوكلاء المتخصصون في الصفقات الكبيرة، مما جعل البعض يطلق عليها اسم "سوق الصفقات الكبيرة"، وإن كان يمكن أن تتم فيه صفقات صغيرة.

ومن أهم المؤسسات المالية التي تستثمر في هذا النوع من الأسواق: البنوك العقارية، البنوك التجارية، بنوك التنمية الصناعية، صناديق التأمين والشركات الاستثمارية وصناديق الاستثمار. ومن الجدير بالذكر أن الاستثمار في سوق رأس المال أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، نظراً لأن أدوات الاستثمار فيه طويلة الأجل، الأمر الذي يحتمل تغييراً في الأسعار السوقية، ومن أهم الأدوات المتداولة في سوق رأس المال: الأسهم، السندات، الصكوك الاستثمارية، الخيارات وغيرها.

2- خصائص سوق رأس المال: لقد تمت الإشارة سابقاً إلى أن سوق رأس المال هو سوق الأدوات المالية التي يحين استحقاقها بعد أجل طويل مما يحملها عبئاً ثقيلاً ومخاطرة كبيرة لاسيما عندما نتحدث عن الأسهم والسندات والظروف الاقتصادية ومن هنا يمكن إجمال خصائص سوق رأس المال فيما يلي⁽¹⁾:

أ- من حيث العائد: يمتاز الاستثمار في سوق رأس المال بالوفرة، مما يدفع بالمستثمرين للتفكير والاهتمام بالدخل أكثر من اهتمامهم بالسيولة، ولذلك يجب أن تتوفر الأدوات الاستثمارية الأكثر عائداً وبأقل تكلفة ممكنة.

ب- من حيث التنظيم: فالتعامل في السوق المالي أكثر انتظاماً من التعامل في السوق النقدي نظراً لمحدوديته فضلاً عن كون المتعاملين فيه على درجة كبيرة من التخصص والمهارة في عقدهم.

ج- من حيث الأجل: يمتاز الاستثمار في سوق رأس المال بكونه يتعامل بالأوراق المالية ذات الأجل الطويلة، مما يتيح فرصة التمويل لكثير من المشروعات لاسيما إذا علمنا أن بعض المشروعات تتكلف في بداية عمرها الإنتاجي بكثير من المصاريف التأسيسية مما يجعل إمكانية التسديد الفوري ضعيفة الاحتمال وبالتالي تحتاج تلك المشروعات لأموال يتم سدادها بعد طول أجل .

(1)- ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي. الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع، 1999، صص 188، 189.

د- درجة المخاطرة: إذا كان العائد مرتفع فالمخاطرة كذلك ستكون عالية نظرا لقلّة السيولة عما كانت عليه في السوق النقدي، فهذا بديهي كون السندات والأسهم يتغير سعرها السوقي من زمن لآخر مما يجعل مخاطرة الأسهم تحديدا كبيرة.

ه- من حيث درجة السيولة: لنجاح سوق رأس المال لابد من توافر سوق ثانوي نشط لتوفير السيولة اللازمة وزيادة سرعة الدوران، حتى يتمكن حامل الورقة المالية من بيعها متى شاء ولو قبل تاريخ استحقاقها بزمن، وهذا بدوره يعتمد على نشاط السوق الأولي وتعدد الإصدارات الجديدة من أسهم وسندات على حد سواء.

الفرع الثالث: أنواع الأسواق المالية من حيث فترات التعاقد (الزمن).

تنقسم الأسواق المالية من حيث فترات التعاقد إلى أسواق فورية (حالية) وأسواق مستقبلية، ويمكن توضيح ذلك فيما يلي:

أولا: الأسواق الفورية (الحالية).

هي تلك الأسواق التي يتم فيها عرض وتداول وتسجيل الأدوات المالية المختلفة وتعقد فيها الصفقات لتنفذ عادة بشكل فوري، كما يقصد بها أيضا تلك الأسواق التي تتعامل في أوراق مالية متوسطة وطويلة الأجل ويتم فيها تسليم وتسلم الورقة المالية محل الصفقة في نفس اليوم أو خلال فترة وجيزة لا تتعدى 48 ساعة (لا تتعدى يومين)⁽¹⁾.

ثانيا: الأسواق المستقبلية.

وتعرف هذه الأسواق أيضا بأسواق المشتقات المالية وذلك لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات من أدوات الأسواق المالية الرئيسية (أسهم وسندات)، على أن يتم تسليم وتسلم الصفقة محل التعاقد في تاريخ لاحق (مستقبلي)، ومن أهم المشتقات المتداولة في هذه السوق هي عقود الخيارات المالية، عقود المبادلة، العقود المستقبلية والآجلة.

يوجد نوع آخر من الأسواق يسمى الأسواق الاحتكارية وتمثل هذه الأسواق في وزارة الخزانة أو البنك المركزي للدول المعنية، حيث يحتكر التعامل في أنواع معينة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة⁽²⁾ وتكون هذه السوق عندما يتوفر في السوق وجود بائع وحيد يؤثر في سعر السوق ويشترط تحقيق ركنين⁽³⁾:

1- وجود منتج أو بائع واحد.

(1) - هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية. الأردن: دار الصفاء للنشر والتوزيع، 2003، ص ص 84، 85.

(2) - نوزاد الهيتي، مقدمة في الأسواق المالية. طرابلس: أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية، 1998، ص 29.

(3) - محمود أمين زويل، مرجع سابق، ص 31.

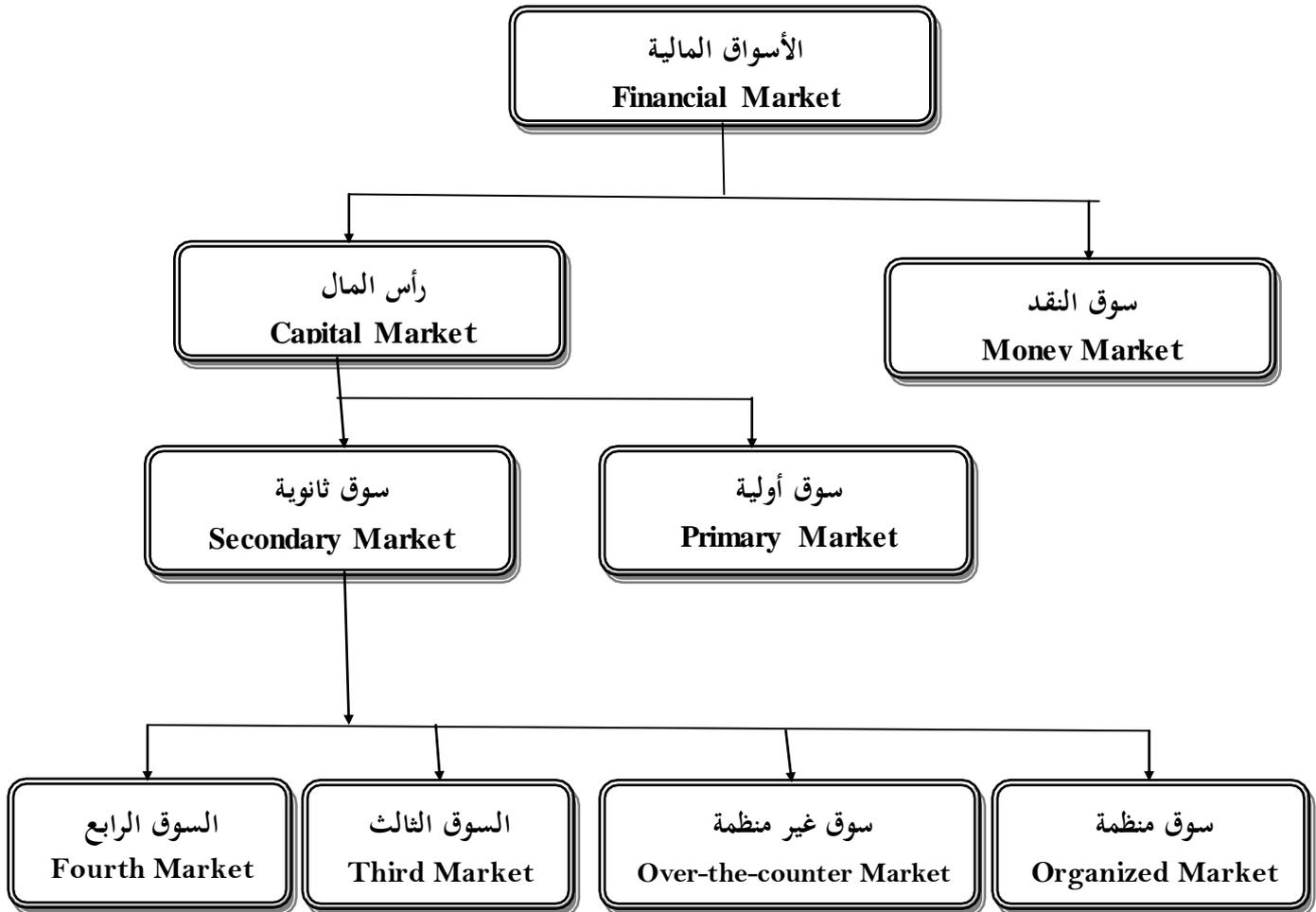
2- لا يوجد للسلعة المعروضة للبيع بديل كامل يحل محلها.

ومع توافر هذين الشرطين يسيطر المحتكر تماما على السوق من حيث سيطرته على الكمية المعروضة حيث يستطيع أن يغرق السوق بها وتسمى "سياسة الاغراق"، كما يحدث أحيانا من دول الشرق الأقصى الصناعية (تايوان، هونغ كونغ)، من إغراق الأسواق لها، رغم أن لديها بديل كامل وبأسعار لا يمكن منافستها وبالتالي تتجه الأسعار إلى الانخفاض حتى في السلع المنافسة البديلة.

وعن طريق سياسة الاغراق يسيطر البائع على السوق ويستحوذ على جميع المشتريات لمنتجاته، كما يستطيع المحتكر أن يقبض يده ويقتر في المعروض من السلعة فتتجه الأسعار إلى الارتفاع الشديد بافتراض وجود طلب عليها .

ومما يجدر ملاحظته أن المحتكر يستطيع أن يؤثر إما في الكمية أو السعر ولا يمكن أن يؤثر في الاثنين معا، ومن أمثلة سوق الاحتكار التام الكهرباء والمياه، والاتصالات.

شكل رقم 2: أنواع الأسواق المالية وموقع سوق رأس المال منها.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على المعلومات السابقة.

المبحث الثاني: مقومات سوق رأس المال الإسلامي

نظراً للممارسات غير الأخلاقية التي تميز سوق رأس المال التقليدي، فالحاجة ماسة إلى إيجاد سوق رأس مال إسلامي كبديل شرعي للسوق الربوي ودعمه بالأدوات الاستثمارية الشرعية وخضوعه للرقابة الشرعية، والدور الهام الذي تلعبه الهندسة المالية الإسلامية في إقامة سوق رأس المال الإسلامي وتطوير أدواته.

المطلب الأول: الحاجة إلى قيام سوق رأس مال إسلامي والرقابة الشرعية عليه.

يتطرق هذا المطلب إلى أهم الممارسات غير الأخلاقية التي تميز سوق رأس المال التقليدي، والحاجة الماسة إلى إيجاد البديل الشرعي الذي يحقق مصالح المسلمين الاقتصادية المشروعة من خلال سوق رأس مال إسلامي مدعوم بأدوات استثمارية شرعية.

الفرع الأول: الممارسات غير الأخلاقية في سوق رأس المال التقليدي وأهمية إيجاد سوق رأس مال إسلامي ودعمه بالأدوات الاستثمارية الشرعية.

يعنى هذا الفرع بتوضيح الممارسات غير الأخلاقية في سوق رأس المال التقليدي وأهمية إيجاد سوق رأس مال إسلامي ودعمه بالأدوات الاستثمارية الشرعية.

أولاً: الممارسات غير الأخلاقية في سوق رأس المال التقليدي.

يعتبر سوق رأس المال سوقاً مثالياً تتحقق فيه المنافسة الحرة وتحدد فيه الأسعار وفقاً لقانون الطلب والعرض، ولكن لجوء بعض الأطراف إلى نوع مشبوه من الممارسات قصد الربح السريع أو قصد إزاحة الأطراف المنافسة في سوق رأس المال التقليدي، وهي تصرفات غير مقبولة شرعاً وقد لاقت جدلاً واسعاً، يمكن حصر أهمها فيما يلي⁽¹⁾:

1- البيع الصوري أو المظهري: يقصد بالبيع الصوري أو المظهري خلق تعامل مظهري نشط على سهم ما، في الوقت الذي قد لا يوجد فيه تعامل فعلي يذكر على ذلك السهم ومن صور البيع المظهري قيام شخص ما ببيع أوراقاً مالية صورياً لابنه أو أحد أفراد أسرته، ومن صورته كذلك قيام ذات الشخص بشراء وبيع الورقة في ذلك اليوم لشخص يتفق معه على ذلك، تتم العملية بأن يقوم المشتري بإعادة بيع الورقة إلى ذات الشخص الذي سبق أن اشتراها منه، وذلك في نفس اليوم وبسعر أكبر أو أقل حسب الاتفاق.

كذلك يمكن للمستثمر "المخادع" أن ينتهز فرصة ارتفاع في القيمة السوقية للأسهم التي يمتلكها فيقوم بالاتفاق مع أشخاص آخرين لبيعها صورياً لهم بسعر أعلى من السعر الجاري، ثم يقوم هؤلاء الأشخاص في نفس اليوم بإعادة بيعها له، مثل هذه الممارسات من شأنها أن توهي بتزايد التعامل على تلك الأسهم، وهو ما قد يعتبره بعض المستثمرين مؤشراً على تحسين في ظروف المنشأة المصدر لها، مما قد يشجع بعضهم على الدخول لشرائها، والنتيجة مزيد من الارتفاع في قيمتها السوقية فيقوم المستثمر المخادع ببيع ما يملكه منها

(1) - حسين شحاتة، عطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية (البورصة). مصر: مكتبة التقوى، الطبعة الأولى، 2001، ص 54.

بالسعر المرتفع ويجني الأرباح، وإلى جانب إمكانية استخدام البيع المظهري لتحقيق المزيد من الأرباح، فإنه يمكن أن يستخدم لأغراض ضريبية، يحدث ذلك عندما يقوم المستثمر المخادع ببيع ما يملكه من الأوراق صورياً إلى شخص آخر بسعر أقل من السعر المحدد الذي سبق أن اشتراها به، محققاً خسائر دفترية تخصم من إيراداته قبل حساب الضريبة، ولمواجهة هذا النوع من الغش والتدليس صدرت تشريعات تقتضي باعتبار التلاعب في الأسعار بصورة مختلفة - ومن بينها البيع المظهري - جريمة يعاقب مرتكبها بالغرامة أو السجن أو هما معاً.

2- الشراء بغرض الاحتكار: يقصد بالشراء لغرض الاحتكار قيام شخص ما بالعمل على شراء كل الكميات المعروضة من الورقة المالية، وذلك بغرض تحقيق نوع من الاحتكار، يمكنه فيما بعد من بيع الورقة للراغبين في شرائها بالسعر الذي يراه، وفي حالات يحصر الشخص المذكور نشاطه الاحتكاري في شراء الأسهم التي يبيعها الآخرون على المكشوف حتى يحتكر تداولها فترتفع الورقية يحقق ربحاً مضموناً.

3- استغلال ثقة العملاء: يقصد باستغلال ثقة العملاء الممارسات غير الأخلاقية من قبل السمسار تجاه أحد عملائه وذلك بإبرام صفقات نيابة عنه، أو تشجيعه على إبرام الصفقات دون أن يكون في ذلك مصلحة له، حيث يحصل السمسار على عمولة السمسرة من صفقات البيع والشراء التي يبرمها لعملائه سواء كانت تلك الصفقات مربحة أو غير مربحة، وكلما زادت الصفقات عدداً وقيمة كلما زادت حصيلة السمسرة باختصار يهدف السمسار من تلك الممارسات غير الأخلاقية إلى ابتزاز العميل لا أكثر ولا أقل.

4- اتفاقيات التلاعب: اتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق المالية تتم بواسطة شخصين أو أكثر، وتهدف أحداث تغيرات مفتعلة في أسعار الأوراق المالية بغرض تحقيق الربح، وقد تشمل العضوية في مثل هذه الاتفاقيات على سمسرة وعاملين في بعض المنشآت التي لها أوراق مالية متداولة، كما قد يساهم بعض الأعضاء بالعمل بينما يساهم الآخرون برأس المال، وقد يعين مدير يتولى تنفيذ الاتفاقية ويوجد نوعين من الاتفاقيات: اتفاقيات المتاجرة، واتفاقيات الاختيار.

ثانياً: أهمية إيجاد سوق رأس مال إسلامي ودعمه بالأدوات الاستثمارية الشرعية⁽¹⁾:

إن وجود سوق رأس مال إسلامي تتمتع بكافة العناصر والأدوات الاستثمارية التي يمكن تسهيلها بشكل سريع يعد ضرورة حيوية هامة في الحديث عن الأفاق المستقبلية للعمل المالي والمصرفي الإسلامي، حيث أن توافر أدوات استثمارية شرعية لاستثمار فوائض الأموال وسد الفجوات في سوق رأس المال الإسلامي قد أصبح ضرورة ملحة.

ويكمن نجاح أي سوق في أسواق المال في قدرته على تخصيص الموارد المالية بكفاءة عالية وتوجيهها لتمويل مشروعات القطاع العام طويلة الأمد ومشروعات القطاع الخاص في مجالي الإنتاج والخدمات، ولهذا السبب تلعب أسواق رأس المال النشطة دوراً مهماً في تقليل المخاطر وحفز النمو الاقتصادي، ولما كانت البنوك

(1) - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق. بيروت: مؤسسة الرسالة ناشرون، الطبعة الأولى، 1429هـ/2008م، ص223.

والمؤسسات المالية الإسلامية لا تستطيع ولوج سوق رأس المال التقليدي، وذلك لعدم انضباط ذلك السوق بالضوابط الشرعية، فإن وجود سوق رأس مال خاص بها يصبح في غاية الأهمية، والمحاولات القليلة نسبياً لإصدار صكوك (سندات) إسلامية، رغم نجاحها، فإنها واجهت معضلة غياب السوق الثانوية التي تسمح بتداول تلك الأوراق المالية⁽¹⁾.

ومما يؤكد أهمية إيجاد سوق رأس مال إسلامي ما انتهى إليه المشاركون من قرارات وتوصيات في الندوة الأولى للسوق المالية المعقدة بالرباط سنة 1986 بين البنك الإسلامي للتنمية وجمع الفقه الإسلامي⁽²⁾:

1. في ضوء ما هو مقرر في الشريعة الإسلامية من الحث على الكسب الحلال واستثمار المال وتنمية المدخرات، ولما لأسواق رأس المال من دور في تداول الأموال وتنشيط استثمارها، فإن العناية بأمر هذه الأسواق هي من تمام إقامة الواجب في حفظ المال وتنميته، باعتبار ذلك أحد مقاصد الشريعة، وباعتبار ما يستتبعه هذا من التعاون لسد الحاجات العامة وأداء ما في المال من حقوق دينية أو دنيوية.

2. ترجع أهمية سوق رأس المال الإسلامي إلى أنها تمثل فرصة هامة جداً لكل مستثمر مسلم، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته، وذلك من خلال تنوع محفظته المالية، واختبار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحاً ومشروعية. كما يمثل سوق رأس المال الإسلامي محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال وتمويل المشروعات البناء والناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة إنتاج الطيبات في المجتمع⁽³⁾.

3. إن الاهتمام بدراسة أسواق رأس المال في العصر الحاضر والبحث في أحكامها يلي حاجة ماسة لتعريف الناس بفقه دينهم في المستجدات العصرية، ويتلاقى مع الجهود الأصيلة لفقهاء الشريعة الإسلامية في بيان أحكام المعاملات المالية وبخاصة أحكام السوق ونظام الحسبة على الأسواق.

4. إن أهمية سوق رأس المال لا تقتصر على السوق الأولية (سوق الإصدارات) بل تشمل الأسواق الثانوية أيضاً، لأنها تتيح للمستثمرين المتعاملين فيها أن يعاودوا دخول السوق الأولية، كما أن وجودها يشكل فرصة للحصول على السيولة وهو بدوره يشجع على الإقدام على توظيف المال في الأسواق الأولية ثقة بإمكان الخروج منها عند الحاجة.

(1) - بشير عمر محمد فضل الله، تجربة البنك الإسلامي للتنمية في دعم التنمية في الدول الإسلامية والتحديات المستقبلية التي تواجه الصناعة المصرفية الإسلامية، منتدى الفكر الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي، جدة، المملكة العربية السعودية، 13 ربيع الأول 1427هـ/ 11 أبريل 2006م، ص22.

(2) - عبد الكريم قندوز، مرجع سابق، ص223.

(3) - جاسم علي سالم الشامسي، سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجامع الفقهية الإسلامية بين الأمل والواقع، المؤتمر الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص5.

5. إن أسس الاستثمار الإسلامي تقوم على المشاركة في الأعباء وتحمل المخاطر، ونظام المشاركة لا تنتج عنه مديونية، وإن المديونية العالمية التي تعاني منها الشعوب والأفراد هي نتيجة ما هو غالب في التعامل المالي والأسواق المالية من نظام الاقتراض الربوي للحصول على المال، وإن تحمل المخاطر وإلغاء فوائد الديون (الربا) لأن الالتزام بتحريم الفوائد يوجه المدخرات كلها إلى أوراق مالية تمثل حقوق ملكية مشتركة.

الفرع الثاني: مفهوم سوق رأس المال الإسلامي وضوابطه الشرعية.

أولاً: مفهوم سوق رأس المال الإسلامي.

1- تعريف سوق رأس المال الإسلامي: يطلق مصطلح سوق رأس المال بمعناه الضيق على سوق أو بورصة الأوراق المالية، كما يطلق بمعناه الواسع على مجموع التدفقات المالية في المجتمع سواء كانت لآجال قصيرة أو متوسطة أو طويلة بين أفرادهم ومؤسساتهم وقطاعاتهم، وفي ضوء هذا المعنى الواسع فإن سوق رأس المال لا تنحصر في مكان محدد وإنما في معاملات محددة، ومن هنا فإن مصطلح سوق رأس المال الإسلامي، يمكن أن يتضمن المعاملات المالية المنضبطة بالضوابط الشرعية⁽¹⁾.

ومن المعلوم أن تحقق المعنى الضيق يرتبط بتحقيق المعنى الواسع، فلن توجد أسواق رأس مال إسلامية ما لم توجد أوراق مالية إسلامية، ولن توجد هذه الأوراق ما لم توجد مؤسسات مالية إسلامية تصدرها، وبنك مركزي إسلامي أو جهاز مركزي إسلامي يمنح ترخيصاً بإصدارها، وهكذا يمكن القول أن سوق رأس المال تشمل على البنك المركزي والبنوك التجارية وشركات التأمين وشركات الاستثمار المالي والمؤسسات المالية وبورصات الأوراق المالية وكافة المؤسسات التي تتعامل مع التدفقات المالية، ولكي تكون سوق رأس المال إسلامية فينبغي أن تخضع هذه المؤسسات والبنوك للضوابط الشرعية⁽²⁾.

إن سوق رأس المال الإسلامي بما يمكن أن تتضمنه من أدوات إسلامية متقدمة مثل عقود الخيارات والمستقبلات والعقود الآجلة بعد تطويرها بما يتفق والشريعة الإسلامية، سوف تسهم في تطوير نوعية العمل المصرفي الإسلامي، بما يؤدي إلى زيادة الكفاءة والعدالة، وبالتالي زيادة معدلات النمو والرفاهية.

2- مبادئ سوق رأس المال الإسلامي: سوق رأس المال هي إحدى أجهزة الوساطة المالية المهمة في الاقتصاديات المعاصرة، لأنها توفر للمستثمر الضمان والسيولة والربحية والتوازن بين هذه الأهداف وهو طموح أي مستثمر، ولهذا السبب اهتم الباحثون في الاقتصاد الإسلامي بهذه الأسواق، وذلك باستحداث أدوات

(1) - كمال توفيق خطاب، نحو سوق مالية إسلامية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الثالث / للاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، 2005 ص3.

(2) - المرجع السابق، ص3.

متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، لكي يتسنى لجمهور المتعاملين المسلمين التعامل مع سوق رأس المال بدلا من حرمانهم من فوائدها ومميزاتها، وفيما يلي أهم مبادئ سوق رأس المال الإسلامي⁽¹⁾:

1. الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية: عنى الإسلام بالسوق ووضع لها ضوابط تشريعية وأخلاقية منها منع كل عقد يؤدي إلى الربا والظلم والغرز والغبن والتدليس، وفلسفة الإسلام في ذلك أنها شروط أساسية للمنافسة الكفؤة الشريفة، وبطبيعة الحال ينطبق هذا المبدأ على سوق رأس المال الإسلامي، أي السوق المنضبطة بالضوابط الشرعية، ولم يتدخل الإسلام بآلية السوق (العرض والطلب) لأنها من الحريات الطبيعية التي أقرتها الشريعة الإسلامية كشرط مكمل لأداء السوق بكفاءة.

ب- الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي: في أسواق رأس المال التقليدية تكثر المضاربات غير الأخلاقية من بعض المتعاملين بسوق رأس المال التقليدي، فيقومون بشراء الأوراق المالية وبيعها ليس بغرض الاستثمار، ولكن بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم، وهذا ما يؤدي إلى ظهور ميول احتكارية في هذه الأسواق، لكن في سوق رأس المال الإسلامي لا توجد مثل هذه المضاربات لأن الناظر في العقود الإسلامية يرى أنها عقود تهدف إلى الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي مثل المشاركات والبيوع والإجازات وغيرها من العقود، بالإضافة إلى ذلك فإن الإسلام قد حرم الاحتكار.

ج- المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية: إن من شروط تحقيق قيمة مضافة في الاقتصاد أن تكون الاستثمارات فيه حقيقية، وهذا ما تتميز به سوق رأس المال الإسلامي، وهو مبدأ مهم من مبادئ الاقتصاد الإسلامي، حيث أنه لا يوجد تناقض بين الأهداف الكلية للمجتمع في التنمية الاقتصادية وآلية تعامل الأفراد في السوق الإسلامية.

ثانيا: الضوابط الشرعية لسوق رأس المال الإسلامي.

يهتم الإسلام بأن يكون الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي بعيدا عن الممارسات غير الأخلاقية لذلك فقد وضع من الموازين ما يحقق لها الاستقرار، والنماء عن طريق ضوابط شرعية مجتمعة فيما يلي⁽²⁾:

- 1- أن تكون الأدوات المالية الاستثمارية المتداولة في السوق جائزة شرعا.
 - 2- أن تكون عمليات السوق خالية من المحظورات الشرعية.
 - 3- أن تكون كفاءة التشغيل في سوق رأس المال الإسلامي عالية بما يحقق المصالح المرجوة وذلك عن طريق⁽³⁾:
- أ- وجود مكان معلوم.

(1)- أحمد محمد محمود نصار، الأسواق المالية الإسلامية: مبادئها وأدواتها،

http://www.kantakji.com/figh/files/market/135.com تاريخ الاطلاع: 2010/11/04.

(2) - أحمد أسعد أحمد المسعودي، متطلبات إنشاء سوق إسلامية في ليبيا- دراسة ميدانية - أطروحة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة دكتوراه الفلسفة في التمويل والمصارف، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، الأردن، 2009، ص 48 .

(3) - أشرف محمد دواية، نحو سوق مالية إسلامية. مصر: دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، الطبعة الأولى، 1427/2006، ص33.

ب- اتصال البائعين والمشتريين بسهولة ويسر.

ج- اتجاه الأدوات المالية المتداولة نحو التساوي أو اتخاذ وضعها السليم بسرعة وسهولة.

4- حرية المنافسة: وتظهر هذه الحرية في أسواق المال عن طريق التقاء قوى العرض والطلب، لاتخاذ أسعار الأوراق المالية المتداولة بها والتنافس المشروع بين المتعاملين في سوق رأس المال، فالأصل في الشريعة الإسلامية، عدم التدخل بفرض سعر معين للسلع المتداولة في الأسواق، حيث إن التعامل في الشريعة الإسلامية مبني على الحرية، وعلى صحة ما يتراضى عليه المتعاقدان، وفي هذا منع للضرر الذي يعيق حركة التعامل في الأسواق، فضلا عن الضرر الذي يتعرض له أصحاب السلع والمنتجات، قال الله تعالى: ﴿ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُم بَيْنَكُم بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ بِيحَارَةً مِّنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ ⁽¹⁾ .

5- الإفصاح Disclosur: نظرا لاتساع نطاق الشركات وانفصال ملكيتها عن إدارتها، أصبح الإفصاح الدوري عن مركزها المالي ضرورة من ضرورات العصر في العلاقات المالية ومن وسائل الإفصاح: نشر القوائم المالية للشركة وإرسالها للمساهمين، والرقابة الخارجية عليها عن طريق مكاتب المحاسبة، وبيان حجم المبيعات، الطلب الكلي ودراسة توقعات السوق، ومشكلات التسويق، وكذلك بيان هيكل الإدارة وصلاحياتها، وأساليب اتخاذ القرار وملائمة المشروع، ونسب ربحيته أو خسارته إلى رأس المال الحقيقي، فضلا عن اتخاذ المسؤولية والجزاء على إخفاء أو تحريف المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها مع حماية أصحاب الأموال واسترداد حقوقهم عند ظهور التقصير أو التعدي، وقد حرص الإسلام حرصا بالغا على الإفصاح والدليل على ذلك قوله صلى الله عليه وسلم: «البيعان بالخيار ما لم يتفرقا، أو قال حتى يتفرقا، فإن صدقا وبينا بورك لهما في بيعهما، وإن كتما وكذبا محقت بركة بيعهم»⁽²⁾، كما يقصد بالإفصاح بيان المعاملات التي يمكن أن تؤديها الأدوات المالية الإسلامية التي يتم ابتكارها أو حتى تطويرها، وذلك لسد الثغرات التي يمكن أن ينفذ منها المتلاعبون أو المضاربون لاستخدام تلك الأدوات لتحقيق غايات لم تكن تهدف إليها أصلا أو التحايل على الربا أو القمار⁽³⁾.

6- تحريم المقامرة (الميسر): فالنشاط الرئيس لسوق رأس المال يتحول بفعل سلوك المقامرين على ارتفاع أو هبوط الأسعار من الاستثمار الحقيقي إلى عمليات صورية، يؤجل فيها كلا طرفي المعوضة، وهي الثمن والسلعة سعيا وراء انتهاز الفرص الناشئة عن تغيرات الأسعار، فإن صحت توقعاتهم ربحوا وإن لم تصح انتكسوا، وهذا فقد قادت المقامرة إلى سلوكات ضارة لكسب فروق الأسعار بالإشاعات الكاذبة، اعتمادا على حساسية السوق تجاه هذه الإشاعات، وأيضا من خلال عمليات الإحراج التي تعتمد على حبس الأوراق المالية من نوع واحد في يد واحدة، ثم التحكم في السوق بعد ذلك، ومن ثم لا يجد المتعاملون في هذه النوعية من الأوراق

(1) - سورة النساء، الآية 29.

(2) - رواه مسلم.

(3) - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية. المملكة العربية السعودية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد 20، العدد2، 1428هـ/2008م، ص34.

المالية ما يوفون به التزاماتهم التي حان أجلها، وبالتالي يخضعون لتحكم هؤلاء المحتكرين ويشترون هذه الأوراق بالأسعار التي يفرضونها⁽¹⁾، وعلى حد قول كينز تحول سوق رأس المال من سوق حرة تحسن تخصيص الموارد إلى ناد للقمار يلعب فيه المقامرون بمقدرات الأمم الاقتصادية⁽²⁾، فمن أجل ذلك منعت الشريعة الإسلامية المقامرة، يقول الله تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِنَّمَا الْخَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَامُ رِجْسٌ مِّنْ عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ﴾⁽³⁾.

7- تحريم الربا: يظهر الربا واضحا في سوق رأس المال التقليدي عن طريق الشراء في هذه السوق بالاقتراض من البنوك، وعادة ما يكون القرض نسبة من قيمة الأوراق المالية، وهو ما يسمى بالشراء الهامشي أو الحدي فإذا كان الهامش المطلوب للاقتراض على الأوراق المالية 70%، فإن البنوك التي تمول شراء الأوراق المالية تقرض 30% من سعر الشراء والمشتري يدفع نقدا 70% من هذا السعر، والمستثمر هنا يتوقع أن ترتفع أسعار الأوراق المالية حتى يقوم ببيع الأوراق المالية التي اشتراها محققا من وراء ذلك ربحا، وإذا لم تصدق توقعاته سيتحمل خسائر فادحة، ولم يبلغ أمر أراد الإسلام إبطاله من أمور الجاهلية ما بلغ الربا من تفضيع، ولا بلغ من التهديد في اللفظ والمعنى ما بلغ أمر الربا، فقال تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنتُمْ مُؤْمِنِينَ فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ﴾⁽⁴⁾.

8- تحريم النجش*: يظهر النجش في سوق رأس المال التقليدي عن طريق الإشاعات الكاذبة، والأوامر المتقابلة التي تهدف إلى إيجاد حركة مصطنعة في الطلب والعرض على الأوراق المالية في السوق واستغلال الظواهر النفسية لجماهير المتعاملين في السوق، الذي يتحركون بغريزة الخوف لا بدافع العقل، والشريعة الإسلامية ترفض هذا الخداع.

9- تحريم الاحتكار⁽⁵⁾: فالاحتكار في سوق رأس المال يظهر بما يسمى عمليات الإحراج، والتي يسعى عن طريقها المضاربون لجمع وحبس الصكوك ذات النوع الواحد في يد واحدة، ثم التحكم في السوق واستغلال حاجة المتعاملين في السوق تعاملًا آجلا للوفاء بالتزامهم، عن طريق فرض سعر معين عليهم بالنسبة لهذه الصكوك، وقد منعت الشريعة الإسلامية الاحتكار وجعلته محرما.

(1) - أشرف محمد دوابه، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية. مصر: دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، الطبعة الأولى، 1427/2006، ص279.

(2) - يوسف كمال محمد، المصرفية الإسلامية الأزمة والمخارج. القاهرة: دار القلم للنشر والتوزيع، 1422هـ/2005م، صص 234، 235.

(3) - سورة المائدة، آية 90.

(4) - سورة البقرة، آية 278، 279.

* يكون بيع النجش عن طريق طرف ثالث غير البائع والمشتري، يسمى "الناجش" وهو الذي يزيد في ثمن السلعة، لبيد غير زيادته دون قصد الشراء، وقصد الناجش هو تعزيز المشتري وإيهامه بأن السلعة تساوي مبلغا معينا للإضرار به.

(5) - أشرف محمد دوابه، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص283.

10- تحريم الغرر: الغرر يطلق على البيوع التي تحتوي على جهالة وخذاع، والتي لا يوثق في الوجود أو الحصول أو الأجل وتؤدي إلى الغبن، فقد يكون المبيع محتمل الحصول وعدمه، وفي بعض الصور غير محدد في نوعه ومقداره، وفي بعضها مجهول الحالة والصفة جريا وراء ربح يزيد عن الحد في مقابل خسارة تفوق المعتاد تتوقف على تحديد النتيجة⁽¹⁾، وقد حرمته الشريعة الإسلامية أيضا، ويظهر الغرر في سوق رأس المال في العمليات التي تتم فيه دون إحضار الأوراق المالية موضوع التعامل، ويتم التعامل بغرض فروق الأسعار، فلا البائع يستلم ما باعه ولا المشتري يستلم ما اشتراه، كما أن الثمن في العقود الأصلية يؤجل إلى موعد التصفية، ولا يدفع في مجلس العقد.

فمن طريق هذه الضوابط تسهم سوق رأس المال الإسلامي في تحقيق مقاصد الشريعة وأهدافها بشكل عام، عن طريق معاملاتها المتداولة، كجزء من النشاط التمويلي الذي تقوم به والاستثمارات التي تدعو إليها.

الفرع الثالث: خصائص، وظائف وكفاءة سوق رأس المال الإسلامي.

يعنى هذا الفرع بتوضيح خصائص، وظائف وكفاءة سوق رأس المال الإسلامي.

أولاً: خصائص سوق رأس المال الإسلامي⁽²⁾: من أهم خصائص سوق رأس المال الإسلامي ما يلي:

- 1- إنها سوق تنعدم فيها المضاربة في الأوراق المالية، وذلك بسبب المنع الشرعي لكثير من المعاملات التي تعد مجالا لعمليات المضاربة، وبسبب تدخل السياسة المالية والعملة، بينما تفرض عبئا بسيطا على الامتلاك طويل الأجل للأدوات المالية بدافع الاستثمار.
- 2- إنها سوق تهتم بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ، وتعد أن معيار كفاءة الأسواق المالية هو مدى تمويلها للمشروعات المنتجة الجديدة.
- 3- إنها سوق لا تتعامل بأدوات الدين، وإنما تشجع وتحفز على تداول أدوات الملكية بشكل واسع وتستحدث من الصيغ الاستثمارية، كل ما يخدم عملية التبادل الحقيقي للسلع والخدمات.
- 4- إنها سوق خالية من الاحتكارات والمعلومات المضللة، التي تؤثر في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها.

ثانياً: وظائف سوق رأس المال الإسلامي:

يمكن لسوق رأس المال الإسلامي أن يؤدي الوظائف التالية⁽³⁾:

- 1- تنويع مصادر التمويل طويلة الأجل أمام البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية وبالتالي المساهمة في تصحيح تجربة المصرفية الإسلامية، مما يمكنها من استثمار أموالها استثمارا طويلا الأجل، وبما يساهم في تحقيق أهدافها لتنمية، ورغبتها في الموازنة بين الربحية والسيولة والأمان⁽⁴⁾.

(1) - يوسف كمال محمد، فقه الاقتصاد النقدي - النقود - المصارف - البورصات. القاهرة: دار القلم للنشر والتوزيع، 2002، ص ص 278، 279.

(2) - أحمد أسعد أحمد المسعودي، المرجع السابق، ص 53.

(3) - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 227.

(4) - أشرف محمد دوابه، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 290.

- 2- تدعيم الاستثمار طويل الأجل عن طريق تطوير أساليب الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية من خلال الاعتماد على سوق الإصدار وسوق التداول في أسواق رأس المال.
- 3- من خلال سوق الإصدار يسعى سوق رأس المال الإسلامي إلى الاستثمار المادي بطرح العديد من الأدوات المالية للاكتتاب العام، والمتمثلة في: شهادات الاستثمار القابلة للتداول، وثائق صناديق الاستثمار، أسهم شركات التأجير التمويلي، أسهم شركات رأس المال المخاطر.
- 4- من خلال سوق التداول يسعى سوق رأس المال الإسلامي إلى:
 - أ- تداول الأدوات المالية التي يتم إصدارها في سوق الإصدار.
 - ب- الاستثمار المالي من خلال:
 - ج- إنشاء صناديق استثمار القيم المنقولة
 - د- إدارة وتكوين محفظة أوراق مالية
- 5- تنوع الخيارات الاستثمارية أمام المدخرين للاستثمار الشرعي الخالي من شبهة الربا، وبما يتناسب مع حاجتهم لتحقيق الربحية والسيولة والأمان.
- 6- الحرص على سلامة عقود الخيارات والعقود الآجلة والمستقبلية من الناحية الشرعية، وبعدها عن المخالفات الشرعية أو الشبهات.⁽¹⁾

ثالثاً: كفاءة سوق رأس المال الإسلامي.

إن مفهوم الكفاءة في سوق رأس المال له العديد من التعريفات، أهمها بأن الكفاءة في سوق رأس المال يعنى بما مدى توفر المعلومات للمستثمرين من سرعة وجودها وسهولة الحصول عليها وقلة تكلفتها، بحيث تعكس الأوراق المالية المتبادلة القيم الحقيقية للأصول المالية، وأن تكون حركة الأموال بسهولة وسرعة ودقة². وللكفاءة نوعان هما:

أ- الكفاءة الخارجية: وتعنى بتوفر المعلومات للمتعاملين وسهولة الحصول عليها وقلة تكلفتها، وإلى أي مدى تنعكس تلك المعلومات على الأسعار، وتقرب قيم الأوراق المالية من قيمتها الحقيقية، بحيث يصعب الحصول على أرباح غير عادية.

ب- الكفاءة الداخلية: وتعنى بخفض تكاليف التبادل للحد الأدنى، وحرية الدخول إلى الأسواق وارتفاع أعداد المتعاملين والوسطاء مما يؤدي إلى ارتفاع مستوى المنافسة.

كيف تتحقق الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال في الاقتصاد الإسلامي⁽³⁾:

(1)- كمال توفيق حطاب، مرجع سابق، ص31.

(2)- هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية. الإسكندرية: منشأة المعارف للتوزيع، 1999ص05.

(3)- عبد الله بن محمد الرزين - <http://www.darululoom> 2010-04-05

إن القواعد العامة التي جاءت بها تعاليم الإسلام والضوابط الشرعية العامة التي لا بد من وجودها ومراعاتها عند إجراء العمليات المالية كفيلة جميعها بوجود سوق رأس مال منضبطة اقتصاديا واجتماعيا. وإذا ما أريد توضيح ذلك على نوعي الكفاءة سنجد أن الاقتصاد الإسلامي يسعى لتحقيقهما اعتمادا على مبادئه الرئيسية في التعاملات، ويمكن إجمال القول في ذلك كما يلي:

أ- على مستوى الكفاءة الخارجية:

يتجلى ذلك في عناية الاقتصاد الإسلامي بمنع الربا والعمل على تطبيق نظام المشتريات النقدية، كما أن إشهار المعلومات، والإفصاح المالي عن الشركات المساهمة سيكون لها الأثر البارز في عمل سوق رأس المال في الاقتصاد الإسلامي، كما أن سعي الاقتصاد الإسلامي إلى العمل على إتاحة التفاعل بين قوى العرض والطلب - كما سيلاحظ في الكفاءة الداخلية - يعمل على الاقتراب أو الحصول على الأسعار العادلة والتي تعبر إلى حد كبير عن الأسعار الحقيقية.

ب- على مستوى الكفاءة الداخلية:

من المبادئ الأساسية في الاقتصاد الإسلامي في تنظيم الأسواق مبدأ كفاءة دخول السوق ببسر وسهولة، وكذلك النهي عن الاحتكار والتحذير منه، وكلا المبدئين يتيح التفاعل المباشر بين قوى العرض والطلب في سوق السلع العينية، الأمر الذي يعمل على الاقتراب أو الحصول على الأسعار العادلة، كما أن وجود عدد كبير من المتعاملين يعمل على خفض تكاليف التبادل الناتج عن التنافس بين الوسطاء في الأسواق.

ويجب التنبيه أن تطبيق مبدأ حرية دخول السوق قد يترتب عليه مقدار من الغرر والجهالة في التبادل بين المتعاملين بسبب عدم اتصاف الكثير من المتعاملين بالرشد الاقتصادي، مما يتطلب تقييد عملية التداول ووجود هيئة استشارية تقدم خدماتها مجانا أو بأسعار رمزية .

ويقترح أحد الاقتصاديين بعض الخصائص التي ينبغي أن تتصف بها سوق رأس المال الإسلامي حتى تتمكن من أداء دورها بكفاءة وفاعلية⁽¹⁾:

1- تبعية سوق رأس المال للسوق الحقيقية، وذلك حتى تسود المعرفة الاقتصادية الحقيقية في توجيه تحركات الأسهم.

2- استناد القيم السوقية على توقعات المدى البعيد، بدلا من تقلبات المدى القريب، وفي ذلك تقليل لالتجاهات المضاربة البحتة وتشجيع للاستثمارات ذات الأجل الطويل.

3- توجيه السلوك العام لمجتمع المساهمين لا يجعل اهتمامهم منحصرًا في العائد النقدي المتوقع فقط، وإنما يتعداه إلى إشباع الرغبة في المشاركة الإيجابية لإنجاز الأهداف الاقتصادية للمجتمع المسلم.

(1) - المرجع السابق.

مع الإشارة أخيراً إلى أن سوق رأس المال الإسلامي بما يمكن أن تشتمل عليه من أدوات مالية إسلامية ستبقى دوماً بحاجة إلى الابتكار والإبداع من أجل أن تقوم بالدور الاقتصادي المؤمل منها، وهذا يعني ضمناً أن يبقى الدور الأساسي للهندسة المالية الإسلامية والذي يمكن أن يسهم في ضمان فعالية سوق رأس المال الإسلامي ومنافستها للأسواق المالية في الدول المتطورة.

الفرع الرابع: الرقابة الشرعية على سوق رأس المال الإسلامي.

أولاً: مشروعية مراقبة الدولة لسوق رأس المال الإسلامي.

1- مفهوم مراقبة الدولة لسوق رأس المال الإسلامي.

يراد بمراقبة سوق رأس المال الإشراف على السوق وما يصدر فيها من أدوات مالية، وما يجري فيها من معاملات على تلك الأدوات، من حيث اتفاقها مع أحكام الشريعة الإسلامية والتزام المتعاملين فيها بما تصدره الجهات المختصة من إجراءات تنظيمية تكفل الحقوق واستقرار الأسعار.

والمراقبة بهذا المعنى هي نوع من أنواع الحسبة* على الأسواق، حيث تعتبر هذه الأخيرة رقابة إدارية تقوم بها الدولة عن طريق موظفين خاصين على نشاط الأفراد في مجال الأخلاق والدين والاقتصاد، أي في المجال الاجتماعي بوجه عام، تحقيقاً للعدل والفضيلة وفقاً للمبادئ المقررة في الشرع الإسلامي وللأعراف المألوفة في كل بيئة وزمن⁽¹⁾.

وهي ولاية من الولايات الشرعية ووظيفة من وظائف الدولة المسلمة، يجب على إمام المسلمين أن ينصب لها من أهل العلم والخبرة والصلاح من يقوم بها ويتولى وظائفها ومهامها، إذ بذلك حفظ للدين الذي هو أهم ما يلزم الإمام من أمور الأمة، ومما يدل على لزوم الحسبة على الأسواق والإشراف عليها في حق الدولة ممثلة في الإمام ونوابه قوله صلى الله عليه وسلم: «ألا كلكم راع وكلكم مسؤول عن رعيته، فالإمام الذي على الناس راع وهو مسؤول عن رعيته، والرجل راع على أهل بيته وهو مسؤول عن رعيته، والمرأة راعية على أهل بيت زوجها وولده وهي مسؤولة عنهم، وعبد الرجل راع على مال سيده وهو مسؤول عنه، ألا فكلكم راع وكلكم مسؤول عن رعيته».

2- مشروعية مراقبة الدولة لسوق رأس المال الإسلامي.

ونظراً لأهمية الحسبة والمراقبة على الأسواق، وما يترتب على ذلك من إشاعة التعامل بالمعاملات الشرعية الصحيحة ومنع التعامل بالمعاملات المحرمة، فقد باشرها النبي صلى الله عليه وسلم بنفسه، حيث مر

* لقد عرفها شيخ الإسلام ابن تيمية في مؤلفه الحسبة بأنها: الأمر بالمعروف إذا ظهر تركه، والنهي عن المنكر إذا ظهر فعله، وزاد بعضهم: وإصلاح بين الناس.

(1) - د. محمود محمد بابلي، ولاية الحسبة في الإسلام،

<http://www.darululoom-deoband.com/arabic/magazine/1182076366/fix4sub3file.htm>

تاريخ الإطلاع: 2010/07/19.

على صبرة طعام فأدخل يده فيها فنالت أصابعه بللًا، فقال: ما هذا يا صاحب الطعام، قال: أصابته السماء يا رسول الله، قال: أفلا جعلته فوق الطعام كي يراه الناس، من غش فليس مني⁽¹⁾.

هنا تظهر مشروعية المراقبة والإشراف على أسواق رأس المال المعاصرة من قبل الدولة، إذ هي سوق من الأسواق وإن لم تتقيد بمكان، وذلك أن المقصود بالإشراف على ما يجري فيها من معاملات، لا المكان الذي تجري فيه تلك المعاملات.

والمقصود من الإشراف عليها ضبط التعامل فيها بما يحقق العدل بين المتعاملين، ويوصل إليهم حقوقهم وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية الغراء، وتستند مهمة الرقابة والإشراف على أسواق رأس المال في العصر الحاضر إلى هيئات مستقلة أو جهات حكومية، وكل ذلك سائغ شرعا إذا روعي في ذلك أن يكون القائمون عليها من أهل الكفاية في دينهم وعلمهم وخبرتهم، وأن تنطلق فيما يصدر عنها من تنظيمات أو قرارات من أحكام الشريعة الإسلامية⁽²⁾.

ثانيا: جوانب الرقابة الشرعية على سوق رأس المال الإسلامي.

ينقسم سوق رأس المال إلى عدة أقسام أهمها: السوق الأولية التي يتم من خلالها إصدار الأدوات المالية الجديدة، والسوق الثانوية التي يتم فيها تداول بيع وشراء تلك الأدوات، وعلى ذلك فإن الرقابة الشرعية على سوق رأس المال تكون في جانبين⁽³⁾:

- الجانب الأول: مراقبة إصدار الأدوات المالية.

- الجانب الثاني: مراقبة تداول الأدوات المالية.

أما في الجانب الأول فإن الرقابة تكون بالنظر في سلامة الأدوات المالية التي يتم إصدارها من المحاذير الشرعية كالربا وأكل أموال الناس بالباطل، وحيث يصدر في سوق رأس المال أدوات الملكية كالأسهم وأدوات الدين كالسندات وأدوات أخرى مستحدثة، فإنه يشترط في الأسهم التي هي حصص شائعة في موجودات شركات المساهمة، أن تكون شروط إصدارها متفقة مع أحكام وقواعد الشركة المقررة في الاقتصاد الإسلامي ومن ذلك أن يكون لها نصيبا شائعا في الربح، لا مبلغا معيناً ولا نسبة محددة من رأس مال الشركة، كما يشترط في أدوات الاقتراض أن لا تتضمن شروط إصدارها رد القرض بأكثر منه، أو نحو ذلك مما فيه منفعة للمقرض، لأن ذلك من الربا المحرم*.

أما في الجانب الثاني وهو مراقبة تداول الأدوات المالية فيراد بذلك مراقبة المعاملات التي تتم في سوق رأس المال الإسلامي من حيث مشروعية تلك المعاملات وخلوها من الربا والقمار والجهالة والغرر وبيع الدين بالدين، وغير ذلك من المحاذير الشرعية، كذلك مراقبة الأسعار واتخاذ الإجراءات التي تحول دون الارتفاع أو

(1) - أخرجه مسلم في صحيحه عن أبي هريرة.

(2) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص98.

(3) - المرجع السابق، ص99.

* سيأتي مزيد من التفصيل عن الأدوات المالية التي يتم إصدارها وتداولها في سوق رأس المال الإسلامي في الفصل التالي.

الانخفاض غير المبرر في الأسعار، مثل نشر المعلومات عن الشركات لعموم المتعاملين بعد التأكد من صحتها وتكذيب الشائعات عنها قبل انتشارها، ومنع المعاملات غير الحقيقية التي يراد بها التأثير على الأسعار، ومن ذلك تحديد ساعات التداول في اليوم تسهيلا للمراقبة، ووضع حدود سعرية لانخفاض وارتفاع أسعار التداول في اليوم الواحد.

المطلب الثاني: صناعة الهندسة المالية الإسلامية لتطوير سوق رأس المال الإسلامي.

إن الحاجة ماسة لما يسمى بالهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي، حيث يتخصص مجموعة من الباحثين والتمرسين في تصميم وابتكار أدوات مالية تجمع ما بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية العملية، والناظر في واقع التغيرات الاقتصادية اليوم يجد أن الاقتصاد العالمي يبحث عن بدائل وحلول جديدة ونماذج مغايرة لما اعتاد عليها، والفرصة مهيأة الآن أكثر من ذي قبل لتقدم النموذج البديل لسوق رأس المال التقليدي المضطرب ودور الهندسة المالية الإسلامية في إقامته وتطوير أدواته.

الفرع الأول: دور الهندسة المالية الإسلامية في إقامة سوق رأس المال الإسلامي وتطوير أدواته.

سيتم التطرق في هذا الفرع إلى دور الهندسة المالية الإسلامية في إقامة سوق رأس المال الإسلامي وتطوير أدواته.

أولاً: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية Islamic Financial Engineering

يمكن تعريف الهندسة المالية الإسلامية على أنها: «مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، إضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل، وكل ذلك في إطار توجيهات الشرع الإسلامي»⁽¹⁾.

هذا التعريف مطابق لتعريف الهندسة المالية التقليدية، إلا أنه أضاف عنصراً جديداً هو أنه يأخذ بعين الاعتبار ضرورة أن يكون موافقاً للشريعة الإسلامية، هذا التعريف يشير إلى أن الهندسة المالية الإسلامية تتضمن العناصر التالية:

- 1- ابتكار أدوات مالية جديدة.
- 2- ابتكار آليات تمويلية جديدة.
- 3- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع.
- 4- أن تكون الابتكارات المشار إليها سابقاً، سواء في الأدوات أو العمليات التمويلية موافقة للشرع مع الابتعاد بأكبر قدر ممكن عن الاختلافات الفقهية، مما يميزها بالمصداقية الشرعية.

(1) - فتح الرحمان علي محمد صالح، أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل الهندسة المالية الإسلامية. مجلة المصرفي، العدد 26 بنك السودان، الخرطوم، ديسمبر 2002. ص 06.

ثانياً: أهمية الهندسة المالية الإسلامية⁽¹⁾:

تحتاج المؤسسات المالية الإسلامية دوماً إلى الاحتفاظ بتشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية تمكنها من إدارة سيولتها بصورة مريحة، بالإضافة إلى توفيرها للمرونة المناسبة للاستجابة لمتغيرات البيئة الاقتصادية، ومن هنا تبرز أهمية الهندسة المالية كأداة مناسبة لإيجاد حلول مبتكرة وأدوات مالية جديدة تجمع بين موجهات الشرع الحنيف واعتبارات الكفاءة الاقتصادية، وفي هذه الفترة بالذات والتي شهد فيها تغيرات جذرية هائلة تمثلت في تغير أسلوب إدارة الموارد الاقتصادية إلى النمط الاقتصادي الحر، إلى جانب ترابط أسواق التمويل الدولية بفعل ثورة الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات، فإن ذلك يفرض ضغوطاً تنافسية حادة تكون غير متكافئة بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، وبالذات في أسواق التمويل، ويستدعي ذلك بالضرورة تطوير منتجات مالية إسلامية مستحدثة تضمن للمؤسسات قدراً من المرونة ونصيباً سوقياً وافراً يساعدها على الاستمرار بفعالية.

ثالثاً: دور الهندسة المالية الإسلامية في إقامة سوق رأس المال الإسلامي وتطوير أدواته:

يمكن توضيح دور الهندسة المالية الإسلامية في إقامة سوق رأس المال الإسلامي وتطويرها، وذلك من خلال الجوانب التالية⁽²⁾:

- 1- يحتاج سوق رأس المال الإسلامي إلى تنوع في الأوراق المالية المتداولة: دور الهندسة المالية الإسلامية هنا هو ابتكار الأدوات التي تسهل التعاملات من جهة كما تطور وتبتكر أوراق مالية تحقق الكفاءة الاقتصادية من جهة وتتوافق مع الشريعة الإسلامية.
- 2- يحتاج سوق رأس المال إلى مؤسسات مالية متطورة ودور الهندسة المالية الإسلامية سيكون هو ابتكار الطرق والعمليات التمويلية التي تضمن لهذه المؤسسات المالية القدرة التنافسية من جهة، ومن جهة أخرى ضمان تدخل فعال لهذه المؤسسات في هذه الأسواق، سواء من خلال التحوط أو إدارة المخاطر.
- 3- تطوير مؤشر إسلامي.

رابعاً: محددات الهندسة المالية الإسلامية في تطوير أدوات سوق رأس المال الإسلامي:

لا بد من الإشارة إلى أنه لا يمكن اعتبار الأداة أو الآلية التي يتم ابتكارها أو تطويرها من خلال الهندسة المالية الإسلامية إسلامية إلا في حال توفر ثلاثة شروط هي⁽³⁾:

(1)-محمد كريم قروف، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، 23/24 فيفري 2011، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، ص12/11.

(2) -عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص226.

(3)-عبد الرحمن يسري أحمد، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل. الإسكندرية: الدار الجامعية، 2001م، ص426.

1. الالتزام بشرط المشاركة في الربح والخسارة في نص واضح كامل لا يقبل التأويل وذلك على أساس القواعد الشرعية المعمول بها في عقود المضاربة والشركات، وهذا الشرط يعتبر ضرورياً لكنه غير كاف، بمعنى أن الالتزام به ضرورة إسلامية لا تقبل الجدل، ولكنه لا يكفي في حد ذاته لكي تصبح الورقة أو الأداة المالية المبتكرة إسلامية فعلاً في مجال التطبيق.
2. أن لا يعاد دفع الموارد المعبأة عن طريق الأوراق والأدوات المالية (التي أصدرت على أساس التخلي عن شرط الفائدة) إلى مؤسسات لا تعمل وفق الشريعة الإسلامية، أو شركات تتعامل بنظام الفائدة في كل تعاملاتها، كما لا يجب استثمار الموارد النقدية للأوراق والأدوات المالية الإسلامية في مشروعات تدر عوائد متفق عليها مقدماً على سبيل التأكيد مع عدم المشاركة في مخاطرة النشاط الذي يدر هذه العوائد، فمثل هذه العوائد لا تختلف عن الفوائد وإن سميت أرباحاً.
3. ضرورة استثمار الموارد التمويلية للأوراق في مشروعات لها أوليات واضحة في مجال المصلحة العامة للمجتمع الإسلامي.

الفرع الثاني: مؤسسات البنية التحتية الداعمة للصناعة المالية الإسلامية والعمل المصرفي الإسلامي
أولاً: مؤسسات البنية التحتية الداعمة للصناعة المالية الإسلامية⁽¹⁾:

شهدت الصناعة المالية الإسلامية في السنوات الأخيرة تأسيس العديد من المؤسسات الدولية الداعمة التي تعكس عالمية هذه الصناعة، ومن أهمها في الوقت الحالي:

1. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (Accounting And Auditing Organisation For Islamic Financial Institutions (AAOIFI)⁽²⁾): تم تأسيسها في أول صفر 1410 هـ الموافق لـ 26 فيفري 1990م في الجزائر، وتم تسجيلها في دولة البحرين في 11 رمضان 1411 هـ الموافق لـ 27 مارس 1991م، بصفتها هيئة مالية ذات شخصية معنوية مستقلة لا تسعى للربح، ومن أهدافها تطوير معايير الصناعة المالية والمصرفية الإسلامية، وكذا تطوير فكر المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، عن طريق التدريب وعقد الندوات وإصدار النشرات وإعداد البحوث والمعايير الشرعية لجهات الرقابة الإشرافية، ولها مجلس شرعي عدد أعضائه عشرون عضواً من أشهر علماء وفقهاء العالم الإسلامي، وتتجاوز عضوية الهيئة 155 مؤسسة مالية من أكثر من 40 دولة، وقد أصدرت الهيئة ثلاثين معياراً شرعياً لجميع المنتجات الإسلامية، بالإضافة إلى معايير محاسبية إسلامية.

مجلس الخدمات المالية الإسلامية (Islamic Financial Services Board) (IFSB): هو هيئة دولية تضع معايير لتطوير وتعزيز صناعة الخدمات المالية الإسلامية وذلك بإصدار معايير رقابية ومبادئ إرشادية لهذه الصناعة التي تضم بصفة عامة قطاع البنوك، سوق المال، والتكافل (التأمين الإسلامي)، ويعد مجلس الخدمات

(1) - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 146.

(2) - موقع هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، تاريخ الإطلاع: 2010/07/17 <http://www.aaofi.com>

المالية الإسلامية أبحاثاً تتعلق بهذه الصناعة، وينظم ندوات ومؤتمرات علمية للسلطات الرقابية وأصحاب الاهتمام بهذه الصناعة، وقد صدر قانون عام 2002م في ماليزيا بإنشائه كمنظمة دولية ذات امتيازات خاصة، وافتتحت أعماله في نوفمبر 2002م⁽¹⁾، ركّز هذا المجلس أيضاً على تنمية وتطوير أدوات وصكوك إدارة المخاطر الإسلامية من خلال التدريب على البحوث والمساعدة التقنية⁽²⁾.

2. السوق المالي الإسلامي الدولي (International Islamic Financial Market) (IIFM)⁽³⁾: هذا الجهاز إداري مهمته تطوير وتنمية وتوجيه السوق المالي الإسلامي الدولي واعتماد الأدوات المالية المتداولة والترويج للفكرة في المحافل الدولية والمصرفية، صدر مرسوم ملكي في مملكة البحرين برقم 23 لسنة 2002 بتأسيسه كشخصية اعتبارية في 1423 /06/02 هـ الموافق 2002/08/11م.

3. المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية (General Council For Islamic Banks And Financial Institutions) (CIBAFI)⁽⁴⁾: هذا الجهاز هو بمثابة اتحاد مهني للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية يستهدف التعريف والتوثيق للعمل المصرفي الإسلامي وتمثيل مصالح مؤسساته علمياً، وقد انبثق كتطور طبيعي لاجتماعات البنك الإسلامي للتنمية مع البنوك الإسلامية خلال (17 عاماً)، وصدر المرسوم الملكي في مملكة البحرين برقم 23 لسنة 2001م الموافق 6 محرم 1422 هـ بالموافقة على الاتفاق بشأن المقر بين حكومة دولة البحرين والمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية.

4. مركز إدارة السيولة المالية (Liquidity Management Center)⁽⁵⁾: أنشأت كشركة مساهمة بحرينية رأس مالها المدفوع (20) عشرون مليون دولار أمريكي والمصرح به 200 مليون دولار أمريكي وسجلت في وزارة التجارة بمملكة البحرين في 1423/05/19 هـ الموافق 2002/07/29م، يعمل هذا المركز كذراع تشغيل للسوق المالية الإسلامية الدولية في سعيها لإيجاد سوق بينية تجعل باستطاعة المؤسسات المالية الإسلامية إدارة موجوداتها والتزاماتها بفعالية، ويوجد مركز إدارة السيولة المالية فرص استثمار قصيرة الأجل تتماشى مع الشريعة من خلال توفير أدوات تمويل تقوم على الموجودات وتتمتع بالسيولة والتداول والتي ستستخدم فيها المؤسسات المالية الإسلامية فوائض سيولتها، كما سيساعد في استقطاب وتصكيك الموجودات والمتاجرة في الصكوك من خلال عر أسعار البيع والشراء لهذه الصكوك.

(1) - موقع مجلس الخدمات المالية الإسلامية، تاريخ الإطلاع: 2010/07/17 <http://www.ifs.org>

(2) - zeti akhtar aziz, **islamic banking and finance progress and prospects**, collected speeches : 2000-2005, (kuala lampur : Bank Negara Malaysia), 2005, p 61-63

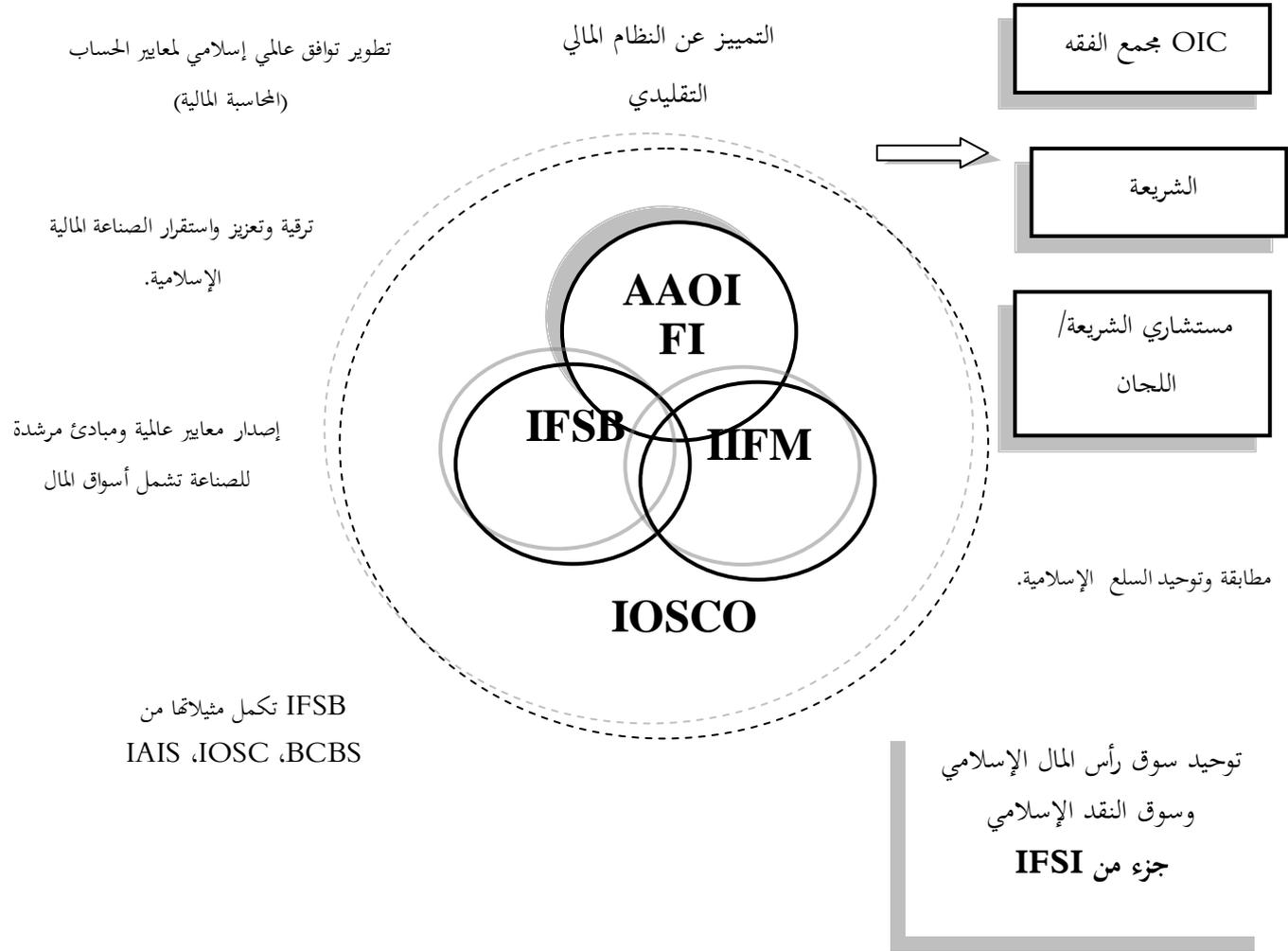
(3) - موقع السوق المالي الإسلامي الدولي - <http://www.iifm.net> تاريخ الإطلاع: 2010/07/17

(4) - موقع المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية / <http://www.ci bafi.org> تاريخ الإطلاع: 2010/07/17

(5) - محمد عمر شابرا وحبيب أحمد، الإدارة المؤسسية في المؤسسات المالية الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب - عضو مجموعة البنك الإسلامي للتنمية -، ورقة مناسبات (6)، الطبعة الأولى، 1427هـ/2006م، ص 93.

5. الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف الائتماني: اقتضت الطبيعة الخاصة للمؤسسات المالية الإسلامية أن تتضافر جهودها لإنشاء هذه الوكالة للقيام بمهام التصنيف الائتماني لهذه المؤسسات ولا يخفى أن التصنيف يعتبر مؤشرا ضروريا للحكم على أداء وكفاءة المؤسسات المالية، وقد وثق عقد تأسيس الوكالة كشركة مساهمة بحرينية لدى كاتب العدل في 18/08/1423 هـ الموافق 21/10/2001م برأس مال مصرح به قدر بتسعة ملايين دولار أمريكي والمدفوع 945,000 دولار فقط.

الشكل رقم 3: الإطار التنظيمي العالمي (الدولي) لسوق رأس المال الإسلامي⁽¹⁾:



(1)- Wan rizaidy wan M saufi. **Regulating the Islamic capital market**. Bursa Malaysia. 2010, p08

ثانيا: مؤسسات البنية التحتية الداعمة للعمل المصرفي الإسلامي⁽¹⁾:

1. المركز الإسلامي الدولي للتحكيم التجاري*: لاستكمال منظومة مؤسسات العمل التمويلي الإسلامي، قام البنك الإسلامي للتنمية بالتعاون مع دولة الإمارات العربية المتحدة والمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية في إنشاء المركز المشار إليه وقد تم ذلك في عام 2003م ومقره دبي بدولة الإمارات العربية المتحدة، وكما يشير الاسم فإن الهدف الرئيس للمركز هو التوسط وحل المنازعات المالية والتجارية التي تطرأ بين مؤسسات التمويل الإسلامي، أو بينها وبين أطراف أخرى، والتي يجب أن تضبطها الأحكام الشرعية، وقد اتخذت الجمعية العمومية للمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية في اجتماعها السنوي في عاصمة كازاخستان في 1424/07/04هـ الموافق 2003/09/01م قرار بالموافقة على إنشائه.

2- المركز الدولي للجودة والتطهير المالي.

3- المركز الدولي للتدريب والبحوث والدراسات المالية الإسلامية.

4- المركز الدولي للفتوى والرقابة الشرعية.

الفرع الثالث: الجوانب المتعلقة بتصنيف المؤسسات المالية الإسلامية والتحديات التي تواجهها.

أولاً: الجوانب المتعلقة بتصنيف المؤسسات المالية الإسلامية (شركات التأمين، وشركات الوساطة المالية الإسلامية، وصناديق الاستثمار).

إن عدد مؤسسات الأسهم المتخصصة، والمؤسسات التي تقوم بتقديم أسهم رأسمالية من خلال سوق رأس المال قليل جدا في الدول الإسلامية، وتوجه كثير من المؤسسات المالية في الدول الإسلامية جزءا كبيرا من مواردها إلى الأسواق المالية في البلدان الصناعية، ونظرا لأهمية رأس المال في المدى الطويل لتحقيق النمو الاقتصادي فإن إنشاء مؤسسات توفر أسهما - رأسمالية - يعتبر شرطا أساسيا لنجاح التمويل الإسلامي، إن على المؤسسات المالية الإسلامية أن تضع في اعتبارها التطورات التي حدثت في الأسواق المالية الدولية، ففي جميع أرجاء العالم يهجر آلاف المدخرين حسابات البنوك التقليدية والسندات الحكومية ذات العائد المنخفض ونتيجة لذلك تشهد أسواق الأسهم معدلات مرتفعة من النمو، لأن التحدي الذي تمثله هذه التطورات للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية يقتضي منها إعداد نفسها بسرعة للدخول في أسواق الأسهم التي يتزايد نشاطها وينمو بسرعة⁽²⁾.

(1) - بشير عمر محمد فضل الله، مرجع سابق، ص 21.

* طرح البنك الإسلامي للتنمية بالتعاون مع المجلس العام للمؤسسات المالية الإسلامية فكرة إنشاء المركز الدولي الإسلامي للمصالحة والتحكيم التجاري على الاجتماع الذي عقد في الجزائر عام 2002م

(2) - منور إقبال وأوصاف أحمد وطارق الله خان، التحديات التي تواجه العمل المصرفي الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، الطبعة الثانية، 2001م، ص ص 44،45.

كما أن هناك بعض الجوانب التي يجب النظر إليها عند التحقق من الجودة الشرعية لهذه المؤسسات كشركات التأمين، وشركات الوساطة المالية الإسلامية وصناديق الاستثمار.

1- ما يراعى بشأن الجوانب الشرعية لشركات التأمين الإسلامية⁽¹⁾:

- أ - وجود هيئة شرعية، عدد أعضائها، جهة تعيينها، دورية اجتماعاتها، الوقت المخصص لذلك ومحاضرها.
 - ب - علاقة الهيئة بإدارة المؤسسة، وجهة تلقي تقاريرها وعلاقتها بكل من مجلس الإدارة والجمعية العمومية.
 - ج - عملية المراجعة الشرعية من حيث مواعيدها، الخطط والوسائل المصممة لاكتشاف المخالفات، وتصحيحها وطرح البدائل الشرعية.
 - د - الرقابة الشرعية الداخلية: وجودها وعدد المراقبين، مؤهلاتهم، وتقاريرهم.
 - هـ - التدريب وبرامجه ومستواه وكميته وجدواه.
 - و - دور الهيئة في حساب الزكاة أو إخراجها.
 - ز - تجسيد الهوية الإسلامية للمؤسسة.
 - ح - إجراءات تطهير المكاسب مما يشوبها.
 - ط - كيفية استثمار أموال محفظة التأمين.
 - ي - طريقة معالجة الفائض التأميني.
 - ك - طريقة معالجة العجز في التعويضات.
- ### 2- ما يراعى بشأن شركات الوساطة المالية⁽²⁾:

- أ - وجود هيئة شرعية، عدد أعضائها، جهة تعيينها، دورية اجتماعاتها، الوقت المخصص لذلك ومحاضرها.
- ب - علاقة هيئة إدارة المؤسسة، وجهة تلقي تقاريرها وعلاقتها بكل من مجلس الإدارة والجمعية العمومية.
- ج - عملية المراجعة الشرعية من حيث مواعيدها، الخطط والوسائل المصممة لاكتشاف المخالفات، تصحيحها وطرح البدائل الشرعية.
- د - معايير وضوابط تصنيف الشركات المساهمة المختلطة بالحرام والتي تتبعها الشركة إذا ما أرادت الاستثمار في شركات مختلطة.
- هـ - معايير وضوابط التخلص من الحرام.
- و - معايير وضوابط تداول أسهم الشركات ووحدات الصناديق والصكوك الاستثمارية.

(1)-منصور علي القضاة، التصنيف الشرعي لمنتجات المؤسسات المالية الإسلامية ودوره في تطوير أدائها. أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن، 2009م، ص 75.

(2) - المرجع السابق، ص 76.

- ز - نطاق هذه الضوابط*، والمرجعية المعتمدة**، للضوابط والذي تعتمد عليه هيئة الرقابة الشرعية للشركة.
- ح - المعايير المستخدمة سواء في مجال المحاسبة أو الضبط الشرعي.
- ط - التدريب وبرامجه ومستواه وكميته وجدواه.
- ي - دور الهيئة في حساب الزكاة أو إخراجها.
- 3- ما يراعى بشأن صناديق الاستثمار⁽¹⁾:
- أ - وجود هيئة شرعية، وعدد أعضائها، وجهة تعيينها، ودورية اجتماعاتها، والوقت المخصص لذلك ومحاضرها، ومراعاة الضوابط الشرعية التي تضعها الهيئة لتداول أسهم الشركات و وحدات الصناديق الاستثمارية⁽²⁾.
- ب - الرقابة الشرعية الداخلية، وجودها وعدد المراقبين، مؤهلاتهم، تقاريرهم، والأدلة المعتمدة لإجراءات الرقابة، والمستوى النوعي لها.
- ج - التحقق من الالتزام بتجنب النشاطات الممنوعة، بعد تكوين قائمة يعدها القائمون على الصندوق لاستثمارات ليس في نشاطها الأساسي ما هو محرم، وضالة عنصر الحرام في الاقتراض والإيداع، والعبرة بما تقرر الهيئة الشرعية في تلك القائمة.
- د - دور الهيئة في حساب الزكاة أو إخراجها، والنظر في وجوه الصرف أيضا.
- هـ - المصلحة الاجتماعية مثل العناية بالمؤسسات الصغيرة و المستهلكين.
- و - إجراءات تطهير المكاسب مما يشوبها.
- ز - قيام مدير الصندوق بإجراءات تطهير المكاسب.
- ح - إبراز الهوية الإسلامية في التسويق والتنويه بقرارات الهيئة.
- ط - مستوى نشرة الصندوق ووثائق الإصدار ووضوح شروط الإصدار للمكتتبين إضافة إلى الضوابط الشرعية الصادرة عن الهيئة.
- وتتمثل النقاط السابقة إجراءات عمل المصنف الشرعي، ويجب عدم إغفال أي منها لأهميتها في التأثير في درجة التصنيف الشرعي للمؤسسة أو الصندوق.

* المقصود هنا مثلا الاستثمار والتجارة بالأسهم هل تقوم به الشركة بنفسها أو بواسطة غيرها أو وكالة لغيرها كوكالة بأجر أو مضاربة أو غير ذلك.

** يقصد بذلك ما هي المرجعية المعتمدة في تحديد مثلا نسبة النشاط المحرم هل هي قوائم مالية مدققة أم غير مدققة والتكرار المعتمد (سنوية، نصف سنوية، ربع سنوية، آخر ثلاث سنوات مالية).

(1) - منصور علي القضاة، مرجع سابق، ص77.

(2) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، الضوابط الشرعية لتداول أسهم الشركات و وحدات الصناديق المشتملة على ديون ونقود، الملتقى الفقهي الأول لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، الأردن، 27 جوان 2002م، ص33.

ثانيا: التحديات التي تواجه المؤسسات المالية الإسلامية وسوق رأس المال الإسلامي

1. التحديات التي تواجه المؤسسات المالية الإسلامية: انتشرت المؤسسات المالية الإسلامية علميا حتى صارت واقعا فرض نفسه في ساحة الاقتصاد العالمي، وقد واجهت هذه المؤسسات في مسيرتها تحديات ومعوقات حالت دون تحقيقها لأهدافها التنموية بالقدر المأمول⁽¹⁾، ومن هذه التحديات التي تواجه الصناعة المالية الإسلامية بشكل عام ما يلي⁽²⁾:

2. باستثناء مجموعة من المؤسسات الإسلامية خاصة الحديثة، فإن معظمها يعاني من صغر ومحدودية حجم رأسمالها، ولما كان حجم رأس المال يمثل عنصرا أساسيا في القدرة على المنافسة مع مؤسسات التمويل الأخرى، فإنه يتوجب على المؤسسات المالية الإسلامية أن تسعى حثيثا إلى زيادة رأسمالها أو الدخول في عملية الاندماجات لتكون مؤسسات مالية قادرة على المنافسة والثبات علميا، ويزداد الوضع إلحاحا في ظل الإقبال الكبير للبنوك التقليدية لفتح فروع إسلامية أو بنوك كاملة تابعة لها.

ب- للسبب أعلاه ولكون معظم موارد المؤسسات الإسلامية التجارية هي موارد قصيرة الأجل، فإنها تنجح إلى التمويل قصير الأجل في مجالات تمويل التجارة ونحوها، ويبقى الطلب على التمويل متوسطا وطويل الأجل لصالح المشروعات الإنتاجية والخدمية غير مغطى من قبل هذه المؤسسات، مما يضعف قدرته على التنافس في هذه السوق، فإن التحدي يكمل في قدرة هذه المؤسسات على ابتكار أدوات مالية لسد هذه الفجوة، تستعمل لتعبئة موارد من السوق لهذا الغرض، ونجاحها في إيجاد وسائل كفؤة لإدارة السيولة.

ج- ضعف قدرة إدارات البحوث التابعة للمؤسسات الإسلامية على تطوير أدوات مالية وفق أحكام الشريعة الإسلامية، تمثل أوعية لاستيعاب السيولة، وتستجيب للطلب المتزايد على التمويل الإسلامي، فالمنتجات المالية الإسلامية المتداولة حاليا للتمويل قصير الأجل المتمثلة في المراجعة ومشترقاتها، وتلك التي تعنى بالتمويل متوسط وطويل الأجل كالمشاركة والإجارة والبيع لأجل والاستصناع وبيع السلم ونحو ذلك، لا تفي بالحاجة المتزايدة لمثل هذا النوع من التمويل ولعجز مؤسسات التمويل الإسلامي عن القيام بهذا الدور، وقد اتجهت بعض البنوك التقليدية إلى فتح نوافذ ومنتجات إسلامية تحتاج إلى كثير من المراجعة في الجوانب الشرعية.

د- ضعف دور هيئات الرقابة الشرعية في مواكبة التطورات المتسارعة في الصناعة المالية الإسلامية وانتشار البنوك، والأسواق والمؤسسات المالية الإسلامية بمعدل لم يسبق له مثيل في العالم.

1. تعاني البنوك والأسواق والمؤسسات المالية الإسلامية من نقص في الكوادر المؤهلة والمدربة في مجال الصيرفة والتمويل الإسلامي ومجهودات التدريب، التي تتم سواء على مستوى معاهدة التدريب وإدارات التدريب لتلك البنوك لا تفي إلا بالقليل، وعليه فإنه من المناسب أن تضع هذه المؤسسات

(1) - أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص 03.

(2) - بشير عمر محمد فضل الله، مرجع سابق، ص 21.

برنامجا موحدًا للتدريب، تشترك كلها في تمويله لتطوير الكوادر البشرية بطريقة علمية، وفي هذا الخصوص فإنه من الأهمية بمكان أن تتبادل هذه المؤسسات خبراتها، وتجاربها مع بعضها بعضًا لاسيما الناشئة منها، عن طريق نظام انتداب الموظفين بما من شأنه نقل الخبرات وتبادلها بين تلك المؤسسات، إضافة إلى ضرورة توحيد الفتاوى والمعايير المحاسبية لتلبية لمقتضيات التعامل في سوق رأس المال الإسلامي للخروج بتلك المؤسسات إلى فضاء العالمية.

2. تحديات تواجه سوق رأس المال الإسلامي: يمكن إيجاز أهم التحديات التي تواجه نشاط سوق رأس المال الإسلامي فيما يلي⁽¹⁾:

أ- ضعف الروابط القانونية والفنية والتكنولوجية بين أسواق رأس المال الإسلامية.
 ب- محدودية المنتجات الإسلامية المبتكرة والمجازة شرعًا، وعدم تغيير الأنظمة الضريبية وقوانين الاستثمار غير المناسبة لنشاطها، وبطء معالجة التفاوت في هذه الأنظمة والقوانين من بلد إلى آخر.
 ج- فقدان الإطار الذي يتلاقى في عرض الأموال المتوافرة لدى العالم الإسلامي مع عنصر الطلب على تلك الأموال، ضمن نطاق الأرضية المشتركة للتلاقي المباشر بين المستثمرين وطالبي التمويل.
 د- غياب عملة موحدة للتعامل المباشر دون الحاجة إلى وسطاء الدفع والتغطية، والتحويل والتداول في معظم البلدان العربية والإسلامية.
 د- يكمن نجاح أي سوق من أسواق المال في قدرته على تخصيص الموارد المالية بكفاءة عالية، وتوجيهها لتمويل مشروعات القطاع العام طويلة الأمد ومشروعات القطاع الخاص في مجالي الإنتاج والخدمات، ولهذا السبب يمارس سوق رأس المال النشط دورًا مهمًا في تقليل المخاطر وحفز النمو الاقتصادي، ولما كانت البنوك الإسلامية لا تستطيع ولوج سوق رأس المال التقليدي، وذلك لعدم انضباط ذلك السوق بالضوابط الشرعية، فإن وجود سوق رأس المال الإسلامي في غاية الأهمية، والمحاولات القليلة نسبيًا لإصدار صكوك إسلامية رغم نجاحها، فإنها واجهت معضلة غياب السوق الثانوية التي تسمح بتداول الأدوات المالية الإسلامية⁽²⁾.

ويشهد القرن الحادي والعشرون دراسات وبحوثًا لتوحيد نشاطات أسواق رأس المال الإسلامية من قبل بعض الدول العربية والإسلامية، لأن في توحيد الأسواق مصلحة عامة بحيث تسهل التقاء عرض الأموال مع الطلب عليها، الأمر الذي قد يؤدي إلى زوال مديونية العالم العربي للعالم الغربي، حيث إن الموجودات الأجنبية للعالم العربي في الخارج تفوق ما على العالم العربي من ديون هائلة للعالم الغربي، فوجود سوق مالية إسلامية نشطة موحدة الإجراءات والقوانين يسهل انتقال هذه الموجودات إلى العالم العربي على شكل استثمارات عن

(1) - أحمد أسعد أحمد المسعودي، مرجع سابق، ص 85.

(2) - بشير عمر محمد فضل الله، مرجع سابق، ص 21.

طريق الأدوات المالية الإسلامية، ومن أهم الأمور التي تساعد على التغلب على التحديات التي تواجه أسواق رأس المال الإسلامية ما يلي⁽¹⁾:

- أ- إيجاد عملة موحدة مثل الدينار الإسلامي، وهو وحدة حسابية تسهل تسويق الإصدارات من الأدوات المستحدثة، بحيث لا يتأثر الاستثمار في هذه الأوراق بالتقلبات الحادة في أسعار صرف العملات.
- ب- إصدار تشريعات وقوانين من قبل الدول الإسلامية والعربية للتعامل مع الأدوات المالية الإسلامية المستحدثة.

المطلب الثالث: واقع الصناعة المالية الإسلامية.

الفرع الأول: مؤشرات حول صناعة المال الإسلامي⁽²⁾:

إن حجم الموجودات للمؤسسات المالية الإسلامية وصل عام 2008 حسب البيانات الصادرة عن المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية إلى 74.5 بليون دولار أمريكي مقارنة بـ 583.1 بليون دولار أمريكي عام 2007.

وتشير التقديرات الأولية لأسواق رأس المال الإسلامية أن هناك أكثر من 300 مؤسسة مالية إسلامية منتشرة في أكثر من 75 بلداً، وأن حجم هذه الموجودات (أصول المؤسسات المالية الإسلامية) بلغ حوالي 823 بليون دولار أمريكي في عام 2009، ليرتفع إلى 895 بليون دولار في عام 2010 بنسبة 8.85%، توقع أن يتضاعف هذا الحجم في عام 2015 ليصل إلى 1.5 ترليون دولار، أما معدلات النمو فقد حققت زيادة بمقدار 28.4 عام 2008، وقد كان متوسط معدل النمو خلال الفترة من 2002 إلى 2008 في حدود 32%، ومن المتوقع أن تستمر هذه الصناعة في النمو بمعدلات تتراوح بين 10-15% خلال الثلاث سنوات المقبلة⁽³⁾.

إن التحديات التي تواجهها صناعة المال الإسلامي تمثلت في عدم كفاية الكوادر المدربة، بالإضافة إلى نقص في أعداد أعضاء الهيئات الشرعية، وتضارب الفتاوى في بعض الأدوات المالية الإسلامية.

إن عدد المؤسسات المالية الإسلامية في العالم والذي بلغ 426 مؤسسة، وتشكل البنوك الإسلامية منها ما نسبته 41% وهي مقيدة بحكم الجهات الإشرافية والرقابية في غالب الدول بوجود هيئة شرعية تابعة لها، وذلك يشكل أهمية خاصة وعبء على هذه الهيئات الشرعية، ويلفت النظر لجدوى الاهتمام بتوفير معايير تحاكي أفضل ممارسات قواعد الحكومة والمؤسساتية.

1- أحمد أسعد أحمد المسعودي، مرجع سابق، ص 86.

(2)- تقرير أصول المؤسسات المالية الإسلامية :

<http://www.islamfeqh.com/News/NewsItem.aspx?NewsItemID=38342010/07/30>

(3)- عبد الرزاق الخريجي، حجم أصول المؤسسات المالية الإسلامية عام 2010 -

http://www.aletq.com/2011/05/08/article_535749.html ، تاريخ الإطلاع: 2010/07/30

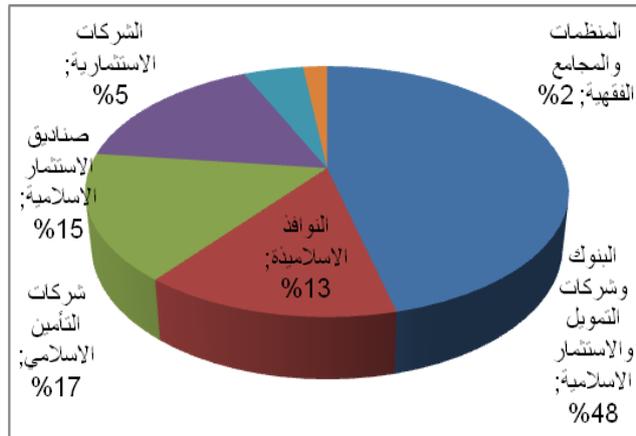
إن استشراف المستقبل بالاعتماد على معدلات النمو المرتفعة بالرغم من قلة حجم الموجودات التابعة للمؤسسات المالية الإسلامية مقارنة مع حجم الموجودات للمؤسسات المالية التقليدية، وتنامي رؤوس الأموال المستثمرة في هذا الاتجاه مع وجود تركيز لهذه الصناعة في الدول الناشئة خاصة ومع الأزمة المالية العالمية التي أعطت الضوء الأخضر لنداء البدائل يقودنا إلى استشراف المستقبل في صناعة المال الإسلامي مع الأخذ بعين الاعتبار حجم المسؤولية المترتبة على قيادة العمل المالي الإسلامي.

إن الاسترشاد بمقاصد التشريع وفقه المصالح والأولويات من شأنه أن يضعنا في دائرة المسؤولية لرسم معالم الطريق المستقبلي والتحفيز على البناء المتكامل للقواعد التي من شأنها أن توجه الصناعة بما يحفظ إنجازاتها ويؤهلها للمرحلة القادمة.

الفرع الثاني: التحليل العام للهيئات الشرعية⁽¹⁾:

قاعدة البيانات التالية متوفرة لدى المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية حتى نهاية عام 2009 ، يدرس الواقع الحالي للهيئات الشرعية، حيث تحصي هذه البيانات 621 عالماً موزعين في 40 دولة حول العالم، ويشغلون 1767 منصباً في الهيئات الشرعية التابعة لحوالي 478 من المؤسسات الإسلامية بمختلف أنواعها (مصارف إسلامية، شركات تمويل واستثمار إسلامية، نوافذ إسلامية، شركات تكافل، صناديق استثمارية، شركات استشارية شرعية، ومنظمات ومجامع فقهية ..)، وتشكل البنوك الإسلامية وشركات التمويل الإسلامية طبقاً للشكل رقم (1) نسبة 48% من إجمالي المؤسسات المالية الإسلامية، ويليهما شركات التأمين الإسلامي بنسبة 17%، ثم صناديق الاستثمار الإسلامية بنسبة 15% والنوافذ الإسلامية بنسبة 12%، أما الشركات الاستشارية وأيضاً المنظمات والمجامع الفقهية فهما يشكلان نسبة بسيطة هي 5% و 2% على التوالي.

شكل رقم (4): أنواع المؤسسات المالية الإسلامية



المصدر: الاستشارات المالية الإسلامية - BDO JORDAN المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية تقرير حول

الهيئات الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون مع تحليل الواقع وآفاق المستقبل، 2010

(1)-الاستشارات المالية الإسلامية - BDO JORDAN المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية تقرير حول الهيئات الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون مع تحليل الواقع وآفاق المستقبل، 2010.

وبناء على ذلك تم تقسيم البيانات المتاحة إلى أربع مجموعات كما يلي:

- 1- المجموعة الأولى: البنوك الإسلامية وشركات التمويل والاستثمار الإسلامي والنوافذ الإسلامية.
- 2- المجموعة الثانية: شركات التأمين الإسلامي.
- 3- المجموعة الثالثة: صناديق الاستثمار.
- 4- المجموعة الرابعة: مؤسسات أخرى (الشركات الاستثمارية الشرعية والمنظمات والجامع الفقهية).

ويظهر الجدول رقم (1) أن 59% من مناصب أعضاء الهيئات الشرعية تتركز في المجموعة الأولى المتعلقة بالبنوك والنوافذ وشركات التمويل والاستثمار الإسلامية، يليها 16% من المناصب تتركز في المجموعة الثانية المتعلقة بشركات التأمين الإسلامي (التكافل) أما مناصب أعضاء الهيئات الشرعية في مجموعة صناديق الاستثمار فهي بنسبة 12%.

جدول رقم (1): عدد العلماء والمناصب حسب المجموعات

المجموعة	عدد العلماء	عدد المناصب	النسبة	عدد الدول
البيانات الإجمالية	621	1767		40
المجموعة 1: البنوك والنوافذ وشركات التمويل والاستثمار الإسلامية	434	1040	59%	38
المجموعة 2: شركات التأمين الإسلامي (التكافل)	184	276	16%	19
المجموعة 3: صناديق الاستثمار الإسلامية	57	213	12%	12
المجموعة 4: أخرى	144	238	13%	16

المصدر: المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، 2010

يلاحظ وجود تكرار العالم الواحد في أكثر من مجموعة، ويلاحظ تكرار المؤسسات المالية الإسلامية

بحسب المجموعة في الدول.

لقد بينت النتائج أنَّ أعضاء الهيئات الشرعية العشرين الأوائل في الصناعة الإسلامية بمجموع مؤسساتها يشكلون 3% من المجموع الكلي البالغ عددهم 621 عضو، يشغلون 708 منصباً في الهيئات الشرعية من أصل 1767 منصباً أي ما نسبته 40%، وذلك من خلال تواجدهم في 26 دولة من أصل 40 دولة 487 مؤسسة أي ما نسبته 60%، ويشغل أعضاء الهيئات الشرعية العشرين الأوائل في الصناعة 510 منصباً، أي ما نسبته 73% من مجموع العشرين الأوائل البالغ عددهم 708، كما يشغل أعضاء الهيئات الشرعية الخمس الأوائل 271 منصباً أي ما نسبته 52%.

وتتنفق مجموعات البنوك والنوافذ وشركات التمويل والاستثمار الإسلامية (المجموعة الأولى)، وكذلك مجموعة شركات التأمين الإسلامي (المجموعة الثانية)، في اتجاههما العام مع النسب المذكورة أعلاه في الصناعة المالية الإسلامية عموماً.

الجدول رقم (2): توزيع الأوائل من العلماء ومناصبهم حسب المجموعات

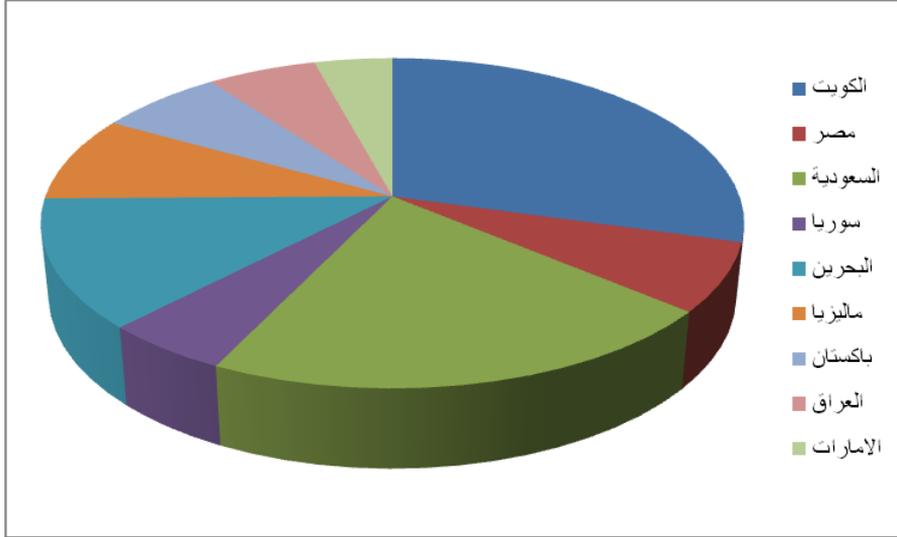
المجموعة 4: أخرى	المجموعة 3: صناديق الاستثمار الإسلامية	المجموعة 2: شركات التأمين الإسلامي	المجموعة 1: البنوك والنوافذ وشركات التمويل والاستثمار الإسلامية	كامل الصناعة	
144	57	184	434	621	عدد العلماء الإجمالي
138	213	276	1040	1767	عدد المناصب الإجمالي
109	165	90	430	708	العشرون الأوائل: عدد مناصب العشرين الأوائل
%46	%77	%23	%41	%40	نسبة مناصب العشرين الأوائل
81	125	60	318	510	العشرة الأوائل: عدد مناصب العشرة الأوائل
%74	%76	%67	%74	%76	نسبة المناصب من العشرة الأوائل
%34	%59	%22	%31	%29	نسبة المناصب من إجمالي المجموعة
54	80	40	229	371	الخمس الأوائل: عدد مناصب الخمسة الأوائل
%50	%48	%44	53%	%52	نسبة المناصب من الخمسة الأوائل
%23	%38	%14	%22	21%	نسبة المناصب من إجمالي المجموعة

المصدر: المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، 2010.

وقد تم التركيز على العينة المكونة من عشرين عالماً هم الأكثر تبيؤاً للمناصب في الهيئات الشرعية، كما تم استعراض المناصب التي يشغلها هؤلاء العلماء في هذه المؤسسات باختلاف أنواعها. ويظهر الجدول رقم (2) توزيع أعضاء الهيئات الشرعية العشرين الأوائل في المجموعات الثلاثة المكونة من البنوك وشركات التمويل والاستثمار الإسلامية وشركات التأمين وشركات الاستشارات الشرعية والمجامع الفقهية، أي باستثناء صناديق الاستثمار الإسلامية نظراً لأن العضوية في هذه الصناديق قد تكون أحياناً عضوية مباشرة مستقلة، كما قد تكون أحياناً أخرى عضوية غير مباشرة تابعة لعضوية المؤسسة المالية المنشئة للصناديق، كما يبين الجدول السابق أيضاً نسبة مشاركات العشرين الأوائل في مختلف هذه المجموعات. ومن حيث جنسية العلماء العشرين الأوائل في الهيئات الشرعية يتضح من الشكل رقم (2) أن علماء الشريعة من الكويت يتصدرون قائمة العشرين الأوائل بواقع سبعة علماء نظراً لتوسع قاعدة المؤسسات العامة في الكويت، وتأتي السعودية في المرتبة الثانية، حيث تضم أربعة أعضاء من العشرين الأوائل، وتساهم البحرين

وباكستان بعالمين اثنين في كل منها ضمن قائمة العشرين الأوائل، في حين تضم القائمة عالم واحد من كل الدول الخمس التالية: الإمارات، سوريا، مصر، العراق وماليزيا.

شكل رقم (5): جنسيات العشرين الأوائل.



المصدر: الاستشارات المالية الإسلامية - BDO JORDAN المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية تقرير حول الهيئات الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون مع تحليل الواقع وآفاق المستقبل، 2010

وبناء على ما سبق يسجل النقص الكبير في عدد العلماء المفروض تواجدهم على رأس المؤسسات الإسلامية القائمة، حيث أن عددهم الحالي ينحصر في 621 عالماً يشغلون منصباً شرعياً في 478 مؤسسة مالية، بينما الاحتياجات الفعلية للصناعة في الوقت الراهن يرتفع إلى 2290 عضواً شرعياً بافتراض توافر خمسة أعضاء في كل هيئة شرعية وكذلك افتراض عدم تكرار العضوية في أكثر من مؤسسة، أما بافتراض الحد الأدنى ثلاثة أعضاء فقط لكل مؤسسة فإن احتياجات الصناعة من العلماء تصل إلى 1434 عضواً.

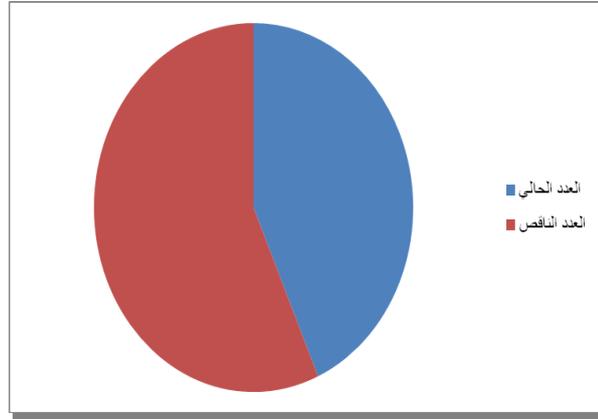
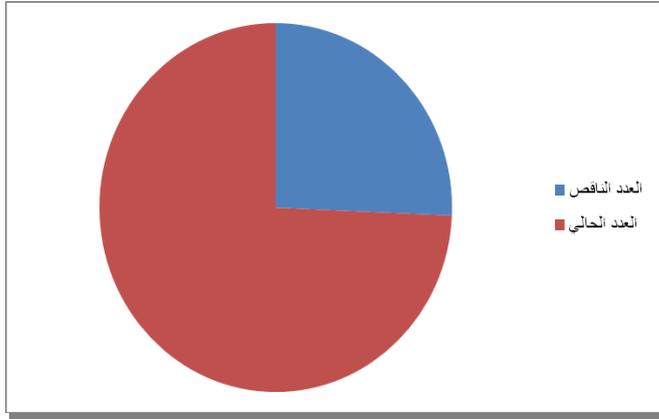
وبهذا يتضح أن هناك نقص في عدد أعضاء الهيئات الشرعية يتراوح بين 812 و1729 عضواً، أي أن عدد أعضاء الهيئات يجب أن يتضاعف مرة واحدة في حده الأدنى ومرتين في الحد الأعلى لتلبية الاحتياجات الحالية من العلماء في الصناعة، وذلك دون الأخذ بعين الاعتبار الاحتياجات الإضافية المتوقعة نتيجة النمو الطبيعي لعدد المؤسسات المالية الإسلامية.

وتحتاج الصناعة المالية الإسلامية بمختلف مؤسساتها إلى حوالي 2000 عالم خلال السنوات الخمس القادمة بافتراض نسبة نمو عدد المؤسسات بواقع 5%.

شكل رقم (6): سيناريوهات الاحتياج الفعلي من العلماء في عام 2010.

سيناريو 1: إقراض 5 أعضاء لكل هيئة

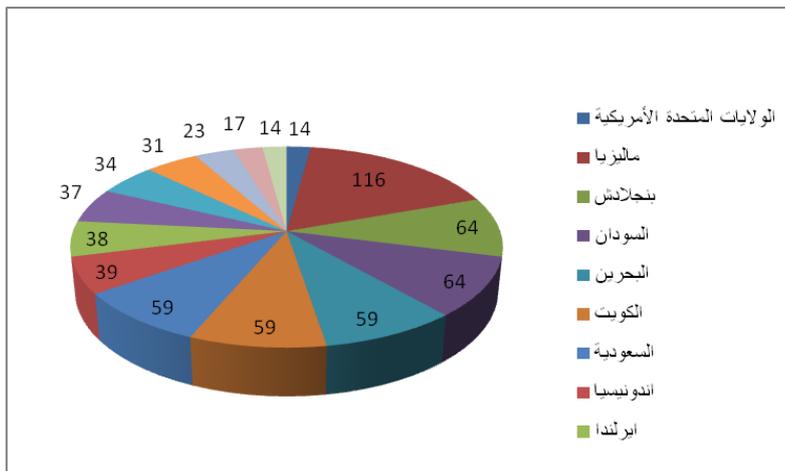
سيناريو 2: إقراض 3 أعضاء لكل هيئة



الفرع الثالث: التحليل الجغرافي⁽¹⁾:

يقدم العلماء أعضاء الهيئات الشرعية خدماتهم في العديد من الدول وتستقطب دولة ماليزيا بمختلف مؤسساتها حوالي 116 عالماً، وتليها بنغلادش والسودان بواقع 64 عالم، ثم كل من السعودية والكويت والبحرين بواقع 59 عالم، ويبين الرسم رقم (5) أدناه العلماء الذين يقدمون خدماتهم في الدول الخمس عشر الأولى من حيث استقطاب العلماء.

الشكل رقم (7): عدد العلماء الذين يقدمون خدماتهم حسب الدول



المصدر: الاستشارات المالية الإسلامية - BDO JORDAN المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية تقرير حول

الهيئات الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون مع تحليل الواقع وآفاق المستقبل، 2010

ومن حيث المناصب التي يشغلها العلماء أعضاء الهيئات الشرعية يظهر الجدول رقم (4) تحليلاً مفصلاً لعدد هذه المناصب موزعة حسب الدول، ففي المجموعة الأولى الخاصة بالبنوك والنوفاذ وشركات

(1) - المرجع السابق.

التمويل والاستثمار الإسلامية تتصدر الكويت القائمة بإجمالي عدد 174 منصب ويليهما ثلاثة دول خليجية هي السعودية (112 منصب)، البحرين (107 منصب)، والإمارات (84 منصب)، ثم تليها ماليزيا (84 منصب)، والسودان (70 منصب).

ويختلف ترتيب المناصب في المجموعة الثانية الخاصة بشركات التأمين والمجموعة الثالثة الخاصة بالصناديق، حيث تتصدر دولة ماليزيا القائمة بإجمالي عدد 44 منصب في شركات التأمين و17 منصب في صناديق الاستثمار، بينما تأتي دول الخليج في مراتب تالية.

الجدول رقم (3): عدد مناصب العلماء حسب الدول (المجموعة 1).

المجموعة الأولى: البنوك وشركات التمويل والاستثمار الإسلامي والنوافذ الإسلامية.

الدولة	عدد المناصب الإجمالي	عدد العلماء	عدد مناصب العلماء الثلاثة	نسبة المناصب للعلماء الثلاثة الأوائل
الكويت	174	53	44	25%
السعودية	113	43	49	43%
البحرين	107	32	39	43%
الإمارات	84	26	29	35%
ماليزيا	84	78	11	13%
السودان	70	47	18	26%
بنغلادش	56	21	28	59%
المملكة المتحدة	52	21	28	59%
قطر	49	22	15	31%
اندونيسيا	32	28	8	25%

المصدر: المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، 2010.

الجدول رقم (4): عدد مناصب العلماء حسب الدول (المجموعة 2).

المجموعة الثانية: شركات التأمين الإسلامي.

الدولة	عدد المناصب	عدد العلماء	عدد مناصب العلماء الثلاثة	نسبة المناصب للعلماء الثلاثة الأوائل
ماليزيا	44	40	8	18%
الإمارات	23	18	15	45%
السعودية	29	15	15	56%
بنغلادش	27	24	6	22%
اندونيسيا	27	17	16	44%
السودان	26	21	9	35%
الكويت	23	16	10	43%
البحرين	17	9	10	59%
بروناي	15	10	9	60%
باكستان	11	7	7	64%

المصدر: المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، 2010.

وفيما يلي تفصيلاً لما ورد سابقاً، وبالتركيز على دول الخليج العربي:

1. الكويت: تعد الكويت الدولة الأولى من حيث إجمالي عدد المناصب في الهيئات الشرعية لمجموعة البنوك والنوافذ وشركات التمويل والاستثمار الإسلامية وذلك بواقع 174 منصب، ي بنسبة 77%، ويبلغ عدد العلماء الأعضاء في الهيئات الشرعية 52 عالم.
2. المملكة العربية السعودية: تسجل السعودية على مستوى الخليج أعلى نسبة للكثافة على مستوى المجموعة الأولى (البنوك والنوافذ وشركات التمويل والاستثمار الإسلامية)، حيث أن العلماء الثلاثة الأوائل يشغلون 49 منصب من إجمالي 112 منصب بنسبة 43%.
3. البحرين: تحتل البحرين المرتبة الثالثة من حيث إجمالي عدد المناصب في مجموعة البنوك وشركات التمويل والاستثمار بواقع 107 منصب، كما تحقق المرتبة الثالثة من حيث معدل الكثافة، إذ يشغل العلماء الثلاثة الأوائل 39 منصب بنسبة 36%.
4. الإمارات: تتميز الإمارات بأنها تحتل المرتبة الثانية عالمياً بعد ماليزيا المرتبة الأولى خليجياً على مستوى إجمالي عدد المناصب في شركات التأمين الإسلامية بواقع 22 منصب، ويشغل العلماء الثلاث الأوائل 15 منصب من إجمالي 22 منصب أي بنسبة 45%.
5. ماليزيا: بالرغم من حصول ماليزيا على المرتبة الخامسة عالمياً على مستوى عدد المناصب الإجمالي في مجموعة البنوك وشركات التمويل والاستثمار الإسلامي، وذلك بعدد 74 منصب إلا أنها تتميز بانخفاض معدل الكثافة، حيث يحتل ثلاثة من علماء ماليزيا المرتبة الثانية بواقع منصبين لكل منهم، ويحافظ باقي العلماء على منصب واحد لا غير، ونجد هذا الاتجاه المنخفض في الكثافة قائماً كذلك في كل من اندونيسيا وبنغلادش والدول الآسيوية، ومن ناحية ثانية تتصدر ماليزيا قائمة الدول من حيث إجمالي عدد المناصب على مستوى شركات التأمين بواقع 44 منصب، ويحتل 4 علماء ماليزيين الصدارة بواقع منصبين لكل منهم، في حين يشغل باقي العلماء منصباً واحداً فقط.
6. السودان: يرتفع عدد العلماء الأعضاء في الهيئات الشرعية في مجموعة البنوك وشركات التمويل والاستثمار الإسلامي في دولة السودان إلى 57 عالم منهم 36 عالم يشغل منصب واحد فقط.
7. قطر: تأتي دولة قطر في المرتبة التاسعة من حيث العدد الإجمالي للمناصب في عضوية البنوك وشركات التمويل الإسلامية بواقع 49 منصب وعدد العلماء الإجمالي يبلغ 22 عالماً، هذا ولا تتدرج دولة قطر ضمن الدول العشر الأوائل في مجموعة شركات التأمين حيث أنها تحتل المرتبة الخامسة عشر حسب الهيئات المتوفرة في قاعدة البيانات.

الفرع الرابع: التحليل القطاعي⁽¹⁾:

يعرض الجدول رقم (5) تحليلاً تفصيلياً لعدد المناصب والهيئات الشرعية موزعة بين مختلف القطاعات والدول، وتتصدر دولة ماليزيا القائمة بواقع 236 منصب لكل منهما من إجمالي 1767 منصب، ويليهما السعودية (205 منصب)، البحرين (175 منصب) ثم الإمارات (140 منصب).

الجدول رقم (5): توزيع المناصب حسب القطاعات والدول

المجموعة 4: أخرى		المجموعة 3: صناديق الاستثمار الإسلامية		المجموعة 2: شركات التأمين الإسلامي		المجموعة 1: البنوك والنوافذ وشركات التمويل والاستثمار الإسلامية		كل الصناعة	
57	البحرين	77	ماليزيا	44	ماليزيا	174	الكويت	236	ماليزيا
28	ايرلندا	54	السعودية	33	الإمارات	113	السعودية	236	الكويت
21	ماليزيا	64	الكويت	29	السعودية	107	البحرين	205	السعودية
25	المملكة المتحدة	21	باكستان	67	بنغلادش	84	الإمارات	185	البحرين
20	الولايات الأمريكية	6	جنوب إفريقيا	67	اندونيسيا	84	ماليزيا	140	الإمارات
17	الإمارات	6	الإمارات	62	السودان	70	السودان	98	السودان
15	الكويت	6	فرنسا	63	الكويت	65	بنغلادش	96	بنغلادش
9	السعودية	4	البحرين	17	البحرين	56	المملكة م	85	المملكة المتحدة
5	باكستان	4	سويسرا	14	بروناي	49	قطر	66	باكستان
5	الأردن	4	المملكة المتحدة	11	باكستان	32	اندونيسيا	59	اندونيسيا
16	بقية الدول	7	بقية الدول	24	بقية الدول	206	بقية الدول	325	بقية الدول
138		112		176		1040		1767	المجموع

المصدر: المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية.

يلاحظ من الجدول أعلاه أن غالبية المناصب في الهيئات الشرعية للعلماء العشر الأوائل تتركز في قلة البنوك والمؤسسات المالية الاستثمارية بنسبة 45%، يليها في المرتبة الثانية فئة النوافذ البنكية بنسبة 16%، ثم فئة الصناديق الاستثمارية بنسبة 15%، أما المرتبة الرابعة فتمثلها فئة المنظمات بنسبة 7%، يليها فئة المؤسسات الاستشارية بنسبة 6%، ثم فئات أخرى بنسبة 2%، وأخيراً فئة النوافذ التكافلية بنسبة 1%.

(1) - المرجع السابق.

خلاصة الفصل الأول:

السوق المالي هو المكان الذي يلتقى فيه دوريا أعوان مختصون ومعتمدون، حيث يقومون بإبرام الصفقات بالبيع والشراء لقيم منقولة متداولة ممثلة بالأوراق المالية وعقود الخيار، عقود المبادلة، والعقود المستقبلية والتي تتم برضا الأطراف المتعاقدة، وهو يعمل على توجيه الأموال المدخرة وتعبئتها لخدمة الاقتصاد الوطني، توفير الحماية من أنواع عديدة من المخاطر من خلال توفير فرص شراء وبيع الأصول المالية لتغطية مخاطر تقلبات اسعار الصرف.

لكن ولقيام سوق مالي يجب توفر عدة شروط نذكر من بينها وجود حجم كافي من المدخرات المعروضة، ووجود طاقة استيعابية مقبولة وقادرة على استيعاب رأس المال المعروض وتوفر مؤسسات مالية ومصرفية من كافة التخصصات لتؤدي دورها بالاضافة إلى توافر مناخ استثماري مستقر، الحرية الاقتصادية والوعي الاقتصادي وتوافر عدد كبير من الأوراق المالية وحرية التصرف فيها.

للسوق المالي عدة أنواع فمنها السوق الفوري والسوق المستقبلي، السوق الأولي والسوق الثانوي، السوق المنظمة والسوق الموازية بالاضافة إلى السوق الاحتكارية حيث تختلف هذه الأسواق فيما بينها من حيث طبيعة ونوع العمليات التي تتم بداخلها، فهناك عمليات عاجلة تتم فورا حيث يتم فيها دفع الثمن للبائع حالا وتسلم الأوراق المالية محل الصفقة مباشرة للمشتري، وهي تمثل الجزء الأكبر من عمليات البورصة، والنوع الثاني من هذه العمليات هي العمليات الآجلة والتي يتم عقدها مباشرة ولكن تؤجل تصفيته لموعد قادم، وبذلك لا يتم دفع الثمن أو تسليم الأوراق المالية في السوق الآجلة لدى عقد الصفقة، ولكن بعد فترة زمنية معينة حسب الاتفاق المبرم بين الطرفين، وهذه العمليات تكون تحت مراقبة السلطات العمومية بهدف توجيه واستخدام الموارد المتاحة للمجتمع بكفاءة عالية.

إن الممارسات غير الأخلاقية التي تميز سوق رأس المال التقليدي من بيع صوري وشراء بغرض الاحتكار واستغلال ثقة العملاء وتلاعب في الأسعار إلى غير ذلك، يؤكد أهمية وضرورة إيجاد سوق رأس مال إسلامي ودعّمه بالأدوات الاستثمارية الشرعية وتميزه بضوابط أخلاقية وخضوعه للرقابة الشرعية، دون نكران الحاجة إلى الابتكار والإبداع من أجل أن يقوم بالدور الاقتصادي المؤمل منها، لتحقيق مصالح المسلمين الاقتصادية المتوافقة مع شريعتهم.

تعتبر الهندسة المالية الإسلامية الأداة الأنسب التي يمكنها تقديم مساعدة فعالة لتحقيق الأهداف الإستراتيجية التي تخطط لها المؤسسات المالية الإسلامية، وتسعى إلى قيام هذه المؤسسات برسم سياسات مالية قوية وتطوير وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة وآليات واستراتيجيات مالية مرنة من شأنها تطوير سوق رأس المال الإسلامي، أي محاولة جعل هذه التغيرات مفيدة بدلا من اعتبارها مصدر خطر عليها.