

## البورصة - حلم و كابوس

إعداد

د. شوقي أحمد دنيا

أستاذ الاقتصاد

العميد السابق لكلية التجارة

جامعة الأزهر

### مقدمة:

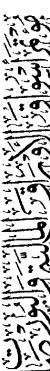
اقتضت سنة الله في خلقه وجود العديد من الأسواق، كاماكن أو مجالات تيسير للناس الحصول على احتياجاتهم، مما هو مطروح فيها من أموال على اختلاف صنوفها.

وإذا كانت الأسواق، بوجه عام على درجة كبيرة من الأهمية فإن هناك نوعية معينة منها تكتسب أهمية أكبر، لما هو منوط بها من مهام وما تقوم به من وظائف، تلك هي أسواق الأوراق المالية أو ما يعرف بـ (البورصات) ومرجع هذه الأهمية المتزايدة لهذه النوعية من الأسواق أن موضوع التعامل فيها ليس سلعاً ولا خدمات عادية، وإنما هي أموال من طبيعة خاصة، إنما الصكوك المالية أو الأصول المالية من أسهم وسندات وغيرها. ومعروف ما لهذه الأصول المالية من أهمية قصوى في نمو وازدهار الاقتصاد القومي، على مستوى المشروعات الاقتصادية والاجتماعية والهيئات العامة وكذلك على مستوى الأشخاص العاديين والاعتباريين من أصحاب القوائض المالية. يضاف إلى ذلك ما هو مشاهد من أحجام الصفقات باللغة الضخامة في قيمتها وأعدادها، والتي تتجاوز في البلدة الواحدة في اليوم عشرات المليارات في كثير من الحالات.

ومن المفارقات العجيبة أننا في هذا الشأن أمام مؤسسة بالغة الأهمية وفي نفس الوقت باللغة الخطورة. إننا أمام مؤسسة ينطح بها الإسهام البارز في كل تقدم ونمو من جهة،



1



وتتحمل أوزاراً بالغة العباء والثقل من جهة أخرى. فكما أنها تسهم بفعالية في تقدم المجتمعات فهي تسهم بنفس الدرجة بل أشد كثراً في إلحاق أبلغ الأضرار بالمجتمعات، فما من زعزعة أو اضطراب اقتصادي إلا وتحملت في جره البورصات سهماً وافراً. حدث ذلك بالأمس البعيد (أوائل القرن العشرين) وحدث ذلك ذلك بالأمس القريب (أواخر القرن العشرين)، ويحدث مثله الآن.

وتفسir هذه المفارقة ليس صعباً. إن مؤسسة البورصة أريد منها القيام بمهام جليلة قل أن يستغنى عنها اقتصاد يريد النمو والازدهار، لكن تحقيق ذلك يتطلب توفر الكثير من الأوضاع والشروط. فإذا ما توفرت هذه المتطلبات كانت البورصة مؤسسة خادمة مفيدة وضرورية، وإلا كانت البورصة بمثابة بركان ثائر أو زلزال مدمر. وهكذا دارت البورصة بين الأحلام والكوابيس. ما هي المهام والوظائف؟ وما هي الشروط والمتطلبات؟ وما مدى توفر هذه المتطلبات في حياتنا العملية؟ وما هي الشرور والآسي التي تتولد عند عدم توفرها؟

هذه الأسئلة وغيرها هي ما تحاول أن تجيب عليه هذه الورقة. ونحب أن نؤكد على أن هذه الورقة لا تستهدف الجري وراء الجزيئات ودقائق القضايا والمسائل التي تقوم عليها البورصة، تاركة ذلك لأوراق أخرى مقدمة للمؤتمر. والمقصد هو تقديم صورة كلية عامة عن البورصة بين المأمول منها والواقع الفعلي. على هذه الصورة العامة تلقت الانظار إلى أهمية إجراء المزيد من الإصلاحات دعماً للاقتصاد ووقاية له من الضياع والآهيا.

ويسير بحث هذا الموضوع على النحو التالي:

المبحث الأول: المهام والوظائف المنوطة بالبورصة.

المبحث الثاني: متطلبات ضرورية.

المبحث الثالث: مخاطر ومضار.

الخاتمة: أهم الاستخلاصات.

## المبحث الأول

### مهام البورصة ووظائفها

من المعروف أن التنمية تتطلب وجود العديد من المشروعات على اختلاف طبائعها و مجالاتها، كذلك فإن الحكومات المختلفة تحتاج العديد من المرافق والمؤسسات، وكل ذلك يتوقف إنجازه على توفر المزيد من الأموال لتمويل هذه المشروعات. وبورصة الأوراق المالية تسهم في توفير ذلك بنصيب كبير. وليس هذا فقط، وإنما تسهم في توفير ذلك بكفاءة وفعالية، بمعنى أنها تعمل على تحقيق ما يعرف بكفاءة تخصيص الموارد، وهذه الكفاءة لا تقل أهمية للاقتصاد عن وجود الموارد نفسها، ثم إنما تعمل على تحقيق ما يعرف بالسعر العادل لهذه الأوراق. وحتى تحقق البورصة مهمتها في التمويل بشكل جيد، فهي تقوم بإصدار الأوراق ثم تقوم بتداول هذه الأوراق، بما يوفر السيولة اللازمة للمشروع من جهة، وحامل الورقة من جهة أخرى، والبورصة فوق هذا وذاك تقدم مؤشرات ذات أهمية عن الاقتصاد القومي، بما يقيه الكثير من المخاطر المتوقعة، وفي الأخير هي مكان مهم لتوظيف الفوائض المالية لدى الأشخاص، وتحقيق عائد مالية قد تكون عالية ومحربة لهم.

وفيما يلي نبسط القول في تلك الوظائف والمهام بعض الشيء.

**أولاً: البورصة وتقويل المشروعات والحكومات:**

أصبح التمويل من خلال الصكوك المالية أسلوباً رئيساً من أساليب وطرق التمويل، والأوراق المالية، أيًّا كان نوعها، شأنها شأن أي شيء آخر يجري التعامل فيها تحتاج سوقاً يجري فيه طرحها وتداولها، وما هذه السوق إلا البورصة. المعروف أن هناك وحدات قد تمثل في الحكومات أو في مشروعات خاصة ذات عجز وتحتاج إلى سد هذا العجز، وفي الوقت ذاته هناك وحدات ذات فائض، وهي بدورها تحتاج إلى توظيف

هذه الفوائض، وهم معاً في حاجة إلى سوق يجمعهما ويتحقق لكل منهما مأربه بشكل ميسر واقتصادي. المعروف أن كلاً الطرفين ليسا في حاجة إلى تعامل لمرة واحدة وينتهي الأمر، بل إنهما في حاجة إلى معاودة التعامل، يعني أن مشتري الورقة المالية في حاجة إلى أن تؤمن له فرصة إعادة بيعها عندما يرغب، دونما اضطرار إلى الرجوع المباشر للجهة التي باعه إليها. والبورصة، كما وفرت له الحصول على هذه الصكوك من خلال ما يعرف بسوق الإصدار أو السوق الأول (Primary Market) توفر له إمكانية التخلص منها من خلال ما يعرف بسوق التداول أو السوق الثاني (Secondary Market)<sup>(1)</sup>.

وإذا كان سوق الإصدار مهمًا لكل من الطرفين بما يمثله من بوابة أمام المشروعات والحكومات للحصول على ما يلزمها من تمويل لتوسيعها واستثمارها، وما يمثله أمام المدخرين أصحاب الفوائض المالية لتوظيف واستثمار ما لديهم من موارد. ومن ثم ينمو الاقتصاد القومي وتعالج مشكلات البطالة والفقر وغيرها، فإن هذه المهمة لا تكتمل على الوجه المرضي دون وجود خطوة أخرى تالية تتمثل في تمكّن أصحاب أو حملة الأوراق المالية من التصرف في هذه الأوراق بسهولة وفي الوقت المناسب وبالسعر المناسب. وهذا ما يوفره سوق التداول. فمن الطبيعي أن المدخل قبل أن يقدم على قرار توظيف أمواله فإنه يحسب جيداً مدى إمكانية التصرف أو الخروج من هذا التوظيف وتسييل أمواله مرة أخرى عندما تجد الحاجة لذلك. فإذا ما توفر ذلك فإنه يقدم على توظيف أمواله، وإلا فإنه سيتوقف كثيراً غالباً ما لا يتخذ قرار التوظيف. ووجود سوق التداول في البورصة يحقق له ذلك المطلب. ثم إن سوق التداول يحقق لأصحاب



(1) د. سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، القاهرة ، ص 22.  
د. السيد الطيبى، كتاب الأهرام الاقتصادي، البورصات ودعم الاقتصاد الوطنى، القاهرة، العدد 57، 1992.

الأعمال وطالبي الأموال مطلبهم، حيث يؤمن لهم جمهور المدخرين الذي يقبلون على الاكتتاب في أوراقهم. وهذا كان سوق التداول مهمًا كما هو سوق الإصدار<sup>(2)</sup>.

وبانضمام سوق التداول إلى سوق الإصدار يكمل البناء المؤسسي للبورصة وتكتمل مقوماته. ومن المهم أن ندرك بشكل جيد ما بين هذين السوقين من وثيق صلة وتبادلية التأثير. فسوق التداول ما جاء إلا لخدمة سوق الإصدار، وليس هو بديلاً عنه ولا مستقلاً عنه، وإنما ينبع عن ذلك الكثير من المضار والمخاطر التي نعيش طرفاً منها الآن. وليس معنى ذلك قلة أهمية سوق التداول فهو كما سبق الذي يمد سوق الإصدار بالكثير من عناصر القوة والفاعلية، وبالتالي كلما كان هذا السوق قوياً وذا كفاءة كلما انعکس ذلك قوة وكفاءة على سوق الإصدار. والعكس صحيح. وعلينا أن نحسن التمييز بين قوة وفعالية سوق التداول وبين بطيئه وطغيانه، بل وسيطرته على سوق الإصدار. في حالته الأولى الخير الكبير وفي حالته الثانية الخطير الكبير والضرر العظيم.

ومن جهة أخرى فإن سوق التداول يستمد قوته وفعاليته من سوق الإصدار، فكما كان سوق الإصدار قوياً وفعلاً كلما كان سوق التبادل قوياً وفعلاً هو الآخر. والعكس صحيح، وكثيراً ما تبين أن الكثير من جوانب الضعف في سوق التبادل مرجعها ضعف سوق الإصدار<sup>(3)</sup>.

(2) د. محمد متير هندي، الأوراق المالية وسوق رأس المال، الإسكندرية، منشأة المعارف، ص 665.  
د. محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والstocks وتحليل الأوراق المالية، مؤسسة الخليج للطباعة والنشر، ط 1، ص 63.

(3) د. مصطفى النابلي، الأسواق المالية والبورصة والتجربة التونسية، مجلة جمع الفقه الإسلامي، العدد السادس، الجزء الثاني، ص 1362.  
د. عاطف وليم، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة، 2005، ص 8.

أحمد الإسلامبولي، الجوانب الشرعية والاقتصادية للأوراق المالية في أسواق المال، ماجستير، معهد الدراسات الإسلامية، القاهرة، 1999، ص 161.

والخلاصة أن البورصة الجيدة القوية ترتكز على سوق إصدار وتداول قوين جيدين. وقبل أن ننهي هذه الفقرة نحب الإشارة إلى ما يقال ويتردد كثيراً من أن سوق الإصدار هي سوق الاستثمار العيني الحقيقي، حيث المشروعات الإنتاجية. وأن سوق التداول ما هو إلا سوق الاستثمار المالي أو توظيف الأموال دونما تأثير على إنشاء المشروعات أو توسيعها، فما هو إلا نقل ملكية أصل من شخص لشخص. وهذا القول صحيح إلى حد كبير، لكن ذلك لا يعني أنه سوق عدم الأهمية بالنسبة للاقتصاد القومي، فهو مهم لما له من تأثيرات إيجابية أو سلبية قوية على سوق الإصدار، وربما كان وراء تردید هذا القول كثيراً التحذير من سطوهه وبطشه على سوق الإصدار، واستخدام البورصة كما لو كانت مكاناً له وحده، وكأنه هو الأهم، وهو محور نشاطها. وهذا التحذير صحيح تماماً. إن توفير السيولة أمر على درجة كبيرة من الأهمية، وإذا كان سوق الإصدار يوفر السيولة للمشروعات والحكومات فإن سوق التداول يوفر السيولة لمن قام في السابق بتوفير السيولة للمشروعات والحكومات. أو بعبارة أخرى يعيد له سيولته. ومن هنا كانت الأهمية لكل من السوقين وكان التأثير المتبادل بينهما.

#### ثانياً: البورصة وكفاءة تحصيص الموارد:

لا ينط بالبورصة فقط توفير التمويل والتوظيف للمشروعات والأشخاص، وإنما ينط بها أيضاً وبنفس الأهمية حسن تحصيص الموارد، وذلك من خلال توفير الفرصة للجمعيات الكبيرة من العارضين والطلابين، وتقديم المعلومات الضرورية لهم، وتأمين الأسعار العادلة والقريبة من الحقيقة للأوراق المالية<sup>(4)</sup>.

وفي ضوء ذلك فإن البورصة تحسن إلى المشروع الجيد وتكافئه وتعاقب المشروع السيء. ومن ثم يتم حسن تحصيص الموارد، وتحجّه بشكل صحيح لخدمة أغراض التقدم

والتنمية<sup>(5)</sup>. وفي الوقت ذاته يحافظ عليها من الهدر والضياع. وبالطبع فإن ذلك العمل المهم الذي ينطأ بالبورصة يبقى رهين توفر العديد من الشروط من ذلك شيوخ التنافسية، وحرية المعلومات للمجتمع، وسلامة طرح الأوراق، والبعد عن التلاعب<sup>(6)</sup>. وإلا مارست البورصة تسعيرًا مضللاً للأوراق المالية ينجم عنه مكافأة المسيطر ومعاقبة المحسن. وبالتالي يساء تخصيص الموارد بما يعكس على تعوق المشروعات المفيدة من جهة وضياع الأموال من جهة أخرى. إن جسامته هذه المخاطر جديرة بأن تجعل صلاحية وكفاءة ورشادة جهاز البورصة أمراً بالغ الأهمية.

### ثالثاً: البورصة وتوعي الاستثمارات:

من المعروف أن البورصة تتيح أمام أصحاب المدخرات العديد من الأوراق المالية متعددة الطابع والتي تتعمى إلى العديد من الجهات ذات العجز على اختلاف مجالاتها وتنوع عوائدها ومخاطرها. وبالتالي توفر لهم إمكانية التنوع في توظيف أموالهم وكذلك فرصة الاختيار الجيد بين البدائل المتعددة.

وبالطبع فإن تحقيق هذه المهمة تتطلب ضمن ما تتطلب توفر العديد من الشركات المدرجة في البورصة وكذلك توفر العديد من الأوراق والمنتجات المالية، أو بعبارة أخرى توفر ما يعرف بعمق السوق.

### رابعاً: البورصة وتوفير المؤشرات ذات الأهمية الاقتصادية:

إن البورصة بما تقوم به من أعمال وما يجرى فيها من أنشطة هي بمثابة مرآة للاقتصاد

(5) د. محمد منير هندي، *البورصات العربية .. حجم صغير وكفاءة غائبة*، مجلة البورصة المصرية، العدد 200

د. سعد عبد الحميد مطابع، *الأسواق المالية المعاصرة*، القاهرة، ص 24.

(6) د. عبد الغفار حنفي، *الأسواق والمؤسسات المالية*، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2004م، ص 277.

د. سعد عبد الحميد مطابع، مرجع سابق، ص 23.

د. أحمد محى الدين، *عمل شركات الاستثمار الإسلامية في الأسواق العالمية*، البحرين، ط، 1996م، ص 149 وما بعدها.

القومي، بل والأوضاع المجتمع بوجه عام. كما أنها بمثابة جرس إنذار مبكر تنبه المسؤولين إلى مواطن الخطر، ومن ثم ضرورة اتخاذ الإجراءات التصحيحية في الوقت المناسب. كما أنها آلية لإعادة توجيه الموارد على المستوى المحلي والمستوى العالمي<sup>(7)</sup>.

#### خامساً: البورصة وتفعيل نشاط البنوك:

من الخدمات المهمة التي تقدمها البورصة ما تقدمه للبنوك من إمكانية توظيف ما لديها من أموال وما توفره لها من صناديق استثمارية. وبقدر ما يمكن للبورصة أن تقدمه من منافع مهمة للبنوك بقدر ما يمكن لها أن تجلبه من مضار خطيرة عليها. فقد تستحوذ على عمالها ومودعيها. والخطورة هنا لا تقف عند البنوك بل تتعداها إلى الاقتصاد القومي إذا ما كان التوجه نحو سوق التداول والتجارة فيه.

هذه هي – باختصار – أهمية بورصة الأوراق المالية والمهام المنوطة بها والوظائف التي تقوم بها، وهي بذلك تعد من المؤسسات ذات الأهمية الكبيرة على المستوى الاقتصادي الكلي والجزئي. بل وعلى الأصعدة المختلفة في المجتمع.

والسؤال المطروح هو: هل مجرد وجود البورصة يحقق تلك المهام والأهداف أم أن الأمر متوقف على توفر العديد من المتطلبات؟.

والإجابة، في كلمة، إن الأمر في حاجة إلى توفر العديد من المتطلبات، حتى تتحقق هذه الأهداف، وإلا فإن هذه الأهداف لن تتحقق، بل إن البورصة عندئذ تصيب عيناً ثقيلاً على الاقتصاد القومي وعلى المجتمع بأكمله، وتتحول الأهداف إلى أغراض تجهز البورصة عليها.

وفي الفقرة التالية نعرض لذلك بقدر من البساط.

(7) د. محمد القرى بن عيد، الأسواق المالية، مجلة جمع الفقه الإسلامي، العدد السادس، الجزء الثاني، ص 1579. د. محمد منير هندي، الأوراق المالية.....، مرجع سابق، ص 525. د. سعد مطاوع، مرجع سابق، ص 23. د. أحمد عيي الدين، مرجع سابق، ص 148.

## المبحث الثاني

### متطلبات ضرورية

يتفق خبراء الأسواق المالية على أنه من الضروري أن توفر للبورصة البيئة الصالحة لعناصرها المختلفة حتى يتأنى للبورصة أداء مهامها. ويمكن ت甠يب وتصنيف أبعاد وجوانب البيئة الصالحة على النحو التالي:

#### أولاً: عملاء أو زبائن البورصة:

من المعروف أن عميل البورصة قد يكون مستثمراً وقد يكون مضارباً وقد يكون مقامراً. ويرغم ما قد يبدو من تشابه ظاهري بين الثلاثة فإن هناك تمييزاً بين كل منهم يمكن أن يخفى على البعض. ويمكن القول إن المضارب هو مستثمر من نوع خاص يتميز عادة بروح المخاطرة العالية أو المقامرة المحسوبة، كما يتميز بالانصراف في عمله إلى الأجل القصير، فاستثماراته عادة قصيرة الأجل، وعالية المخاطر. إنه ينشد الربح العالي والسرعة. أما المقامر فهو شخص يتعامل دون استناد إلى أسس موضوعية، فهو الذي يتصرف بدافع الأمل الجرد من أي اعتبار، فلا تجري تصرفاته من خلال حسابات مدروسة<sup>(8)</sup>.

وإذا كان وجود المستثمر ضرورياً من أجل قيام البورصة فإن وجود المضارب هو الآخر ضروري من أجل تحسين كفاءتها وتحقيق استقرارها. وإن عدم وجود المقامر هو الآخر ضروري، لأن تصرفاته طائشة تلحق الضرار به وبغيره، وكلما تخلصت البورصة مما يعرف بفريق الضوضاء وفريق المضاربين الغوغائيين كان ذلك سيراً في طريق الكفاية<sup>(9)</sup>.

(8) د. محمد صالح الحناوي، مجلة البورصة المصرية، العدد 13، 1997م.  
عبد الجيد المهمي، التحليل الفني للأسواق المالية، القاهرة: البلاغ للنشر والتوزيع، 2004م، صـ 28.

(9) د. محمد منير هندي، الأوراق المالية...، مرجع سابق، صـ 669.

ومن المهم أن يكون عميل البورصة على وعي طيب بطبيعة البورصة وقواعد العمل فيها. فالبورصة – كما قال بحق أحد الخبراء – ليست ملعاً يمرح فيه الهوا. وهناك جوانب عديدة ينبغي أن يكون الزبون على وعي بها، منها: الوعي بمخاطر الأسهم، المتعلقة بها وبعوائدها، وهذا الوعي يجعل العميل على التحוט الجاد قبل اتخاذ قرار الدخول في البورصة والتعامل فيها. وكذلك الوعي بضرورة التوثيق الصحيح لاتخاذ القرار؛ بيعاً وشراءً، ومن ثم حسن التعامل مع الوقت. وفي ذلك يقول جيسى ليفر مور أ benign مضارب في بورصات الأوراق المالية الأمريكية في النصف الأول من القرن العشرين: «إن الطريق إلى تكوين ثروة كبيرة هو أن تكون مصيباً تماماً في الوقت الصحيح، وإن الأهم من الشراء بأسعار رخيصة هو الشراء في الوقت المناسب»<sup>(10)</sup>.

وقد برهنت الواقع أن الكثير من المصائب والهزات العنيفة كان وراءها عدم التوثيق الصحيح في البيع أو الشراء. كذلك عليه أن يعي جيداً أن البورصة يشبع فيها سلوك القطبي. وينصح بعض الخبراء بأهمية معاكسة هذا السلوك، معنى أن يسر في الاتجاه المعاكس، وأن يكون مع الأقلية في مواجهة الأكثرية. فعامة الناس عادة ما تشعر في تعاملاتها المالية إما بالخوف الشديد أو الجشع المتزايد، وكثيراً ما يحدث الاندفاع نحو الشراء عند قمم الأسعار أو القرب منها، والاندفاع نحو البيع عند قيعان الأسعار، مع أن هذا السلوك غير سليم<sup>(11)</sup>.

وعليه أن يعي جيداً أهمية فكرة تنويع الاستثمارات (Diversification) وأن يحسن تطبيقه، فلا يضع كل أمواله في ورقة واحدة أو وريقات محدودة. مهما كان وراءها من إغراء. كذلك عليه أن يحسن تقييم الخسارة والتعامل معها. فرُفُوع الخسائر في التعاملات المالية أمر عادي. ومن الخطأ الكبير الدخول إلى البورصة بعقيدة عدم تحمل

10

(10) نقلأً عن عبد الحميد المهيلي، مرجع سابق، صـ 27.

(11) نفس المرجع، صـ 211 وما بعدها.

أي خسارة. وما يقال في ذلك إنه ليس كل مكسب جيداً وليس كل خسارة سيئة. فكم من خسارة جلبت الكثير من المكاسب، وكم من مكسب جلب المزيد من الخسائر. والمهم حسن التعامل مع الخسارة التي تقع<sup>(12)</sup>.

هذه مجرد أمثلة أو نماذج لما يجب أن يكون عليه عملاء البورصة، حتى تتمكن البورصة من القيام بعهامتها، وإلا أصبحت البورصة عبئاً ثقيلاً على عملائها وعلى المجتمع كله.

#### ثانياً: جهاز البورصة:

البورصة اليوم سوق يتميز بالضخامة الفائقة لصفقاته وبالسرعة المذهلة لإبرام تعاملاته وبالتنوع الشديد لمرتاديه وزبائنه. وبفتح أبوابه المادية والمعنوية أمام كل من يريد الدخول من مواطنين وأجانب. ومعنى ذلك أننا أمام جهاز بالغ التعقيد، يتطلب جهازاً إدارياً ذا كفاءة عالية، ونظاماً إدارياً فعالاً ومجموعة من القواعد واللوائح ذات وضوح وصرامة. ونظماماً عقائياً ذا قدرة كبيرة على التجر والردع. كذلك عليه أن يوفر قاعدة معلومات تتسم بالصدق والوضوح والشيوخ بين الجميع، بحيث يكون كل متعامل بالسوق على علم كامل بما، لا فرق بين عميل وعميل، وخاصة بين عميل كبير ذي قوة وصلات وعميل عادي صغير.

كذلك من الضروري أن تتوفر فيه المؤسسات الفعالة من وسطاء وعملاء وصناع للسوق ومضاربين رشداء. وأيضاً من الضروري توفير العديد من الأدوات والمنتجات المالية الملائمة للسوق<sup>(13)</sup>.

(12) لمزيد من المعرفة يراجع عبد الحميد المهلحي، مرجع سابق، ص 256 وما بعدها. كما يراجع نبيل فرجات، أخطاء شائعة في البورصة، مجلة البورصة المصرية، العدد 105، 1999م.

(13) د. عبد الحميد حنفي، مرجع سابق، ص 273، د. مصطفى النابلي، مرجع سابق، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السادس، الجزء الثاني، ص 1364.

## ثالثاً: البيئة الخيطية:

من المعروف أن بورصة الأوراق المالية من أكبر المؤسسات حساسية لكل ما يجري ويدور من أحداث ووقائع، بل وأحاديث وإعلانات وشائعات ليس فقط على المستوى المحلي، بل على المستوى الإقليمي والمستوى العالمي. كما أنها شديدة التأثر بما يجري بوجه خاص على مستوى السياسات الاقتصادية من نقدية ومالية وتجارية وغيرها. ومن ثم كان من الضروري مراعاة ذلك الارتباط والآثار عند قيام المسؤولين بالتخاذلية قرارات أو رسم آية سياسات في هذا الصدد. إن البورصة تتأثر كثيراً بأسعار الفائدة إيجاباً وسلباً، كما تتأثر بمعدلات التضخم، وسعر الصرف الأجنبي، وكذلك السياسة الضريبية، وسياسات الاستثمار بوجه عام<sup>(14)</sup>. فعند تدنى سعر الفائدة يتحول المودعون إلى مستثمرين في البورصة، ويقبل عملاء البورصة الفعليون أو الاحتماليون على الاقتراض من المصارف لا شيء إلا للتوجه بما افترضوه للتعامل به في البورصة. وفي ذلك ما فيه من المضار الاقتصادية على القطاع الاقتصادي الحقيقي في المجتمع، وقد تؤدي السياسة الضريبية إلى توجيه الموارد من الاستثمارات الحقيقة إلى التوظيفات المالية في البورصات. وفي ذلك ما فيه من المضار، وقد شاهدنا حالياً الكثير من رجال الأعمال وأصحاب المشروعات يحولون أنشطتهم إلى توظيفات مالية في البورصات وبالتالي فإن نجاح البورصة في أدائها لمهامها يتوقف جزئياً على سلامتها ورشاده السياسات الاقتصادية السائدة، كما يتوقف على وجود استقرار اقتصادي حميد وغلو بمعدلات مقبولة، وأيضاً يتوقف على توفير أكبر قدر ممكن من الديمقراطية والمشاركة الشعبية الجادة في الحكم، إضافة إلى تقليل حجم ونطاق الفساد إلى أدنى مستوى ممكن. فالبورصة تعانى بشدة من جراء وجود أصحاب الثروات وأصحاب الثروات المتضخمة ذوى الصلات الوثيقة برجال السلطة. كذلك فإن وجود العديد من المؤسسات المالية القوية يعد مطلباً ضرورياً

12

(14) د. منير هندي، البورصات العربية .....، مجلة البورصة المصرية، مرجع سابق.

للكفاءة البوصلة.

خلاصة القول إن البورصة في حاجة ماسة إلى وجود العديد والعديد من المقومات والعناصر التي تشكل بيئة أو مناخاً ملائماً، تتمكن من خلاله من القيام بمهامها وأداء وظائفها التي أنشئت من أجلها.

وعليينا أن ندرك بوضوح شديد أن البورصة سلاح ذو حدين، أو أنها حقيقة ذات وجهين؛ وجه أبيض مليح ووجه أسود كليع. وهي إما هذا وإما ذاك. وبقدر ما تتوفر الشروط والأوضاع بقدر ما يتسع ويقوى الجانب المضي للبورصة وينكمش الجانب المظلم لها، والعكس صحيح. والسؤال المطروح حالياً: إلى أي مدى تتوفر هذه المتطلبات في بورصاتنا العربية الناشئة. هذا ما يعرض له البحث التالي.

13

### المبحث الثالث

#### مخاطر ومساوئ

إذا كان للبورصة وجهها المشرق مليح فلا شك أن لها وجهاً عبوساً مقطعاً. والأمر في النهاية رهين مجموعة من الشروط والمتطلبات، فإذا ما توفرت بدا الوجه الأبيض، وإن بدأ الوجه الأسود.

وقد عرضنا في البحث السابق لهذه الشروط والعناصر عرضاً كلياً إجمالياً. وهنا نود الإطلاعة على واقعنا لرؤية مدى توفر هذه المتطلبات، ومن ثم مدى بروز وظهور المثالب والمضار، الناجمة عن عدم توفرها.

وإجمالاً يمكن القول إن بورصانا الناشئة تفتقد الكثير من المتطلبات المهمة لتغدو بمهامها بكفاءة، سواء في ذلك ما يتعلق بعملاء البورصة أو بجهازها أو بالبيئة المحيطة؛ الاقتصادية والسياسية وغيرهما. وقد أنعكس ذلك سلباً على أداء الكثير من هذه البورصات، وانحرافها عن تحقيق الكثير من أهدافها، بل انقضاضها عليها. وإذا كنا

نتكلم عن السلبيات وأوجه القصور فإن ذلك لا يعني أن الكوب أصبح فارغاً فلاشك أن هناك الكثير من الإيجابيات، لكننا نرجو المزيد.

من الواضح أن الكثير من عمالة البورصة ليسوا على الدرجة المطلوبة من الوعي الجيد بقواعد التعامل الصحيح في البورصة. وقد شهدنا في أيامنا هذه الكثير من الأفراد العاديين والأمينين يدخلون البورصة مجرد سماعهم لما هنالك من فرص واسعة لجني الأرباح الكثيرة والسريعة. وقد قام الكثير منهم بتسهيل بعض ما لديه من أصول وإياعادة توجيه مدخراه، بل إن بعضهم عمل جاهداً على الاقتراض من البنوك وغيرها ليعمل في البورصة. والمشكلة هنا تكمن في عدم توفر الوعي لدى الكثير من هؤلاء. وقد نجم عن ذلك ضياع الكثير من مدخراهم، وإشاعة الفوضى والاحتلال في البورصة. ومن الطرافق التي تحكى في ذلك تاريخياً أنه قبل حدوث الكساد العالمي الشهير عام 1929م بعدة أيام كان أحد السماسرة يلمع حذاءه فأخبره ماسح الأحذية أنه اشتري أسهماً في بورصة نيويورك. فاندهش السمسار وسأله من أين جئت بالمال؟ فقال: اقترضته من بنك ماهايتان. فقال له: ومن ذلك على هذا؟ فقال ماسح الأحذية ضاحكاً: سيدى كل زملائي من ماسحي الأحذية هنا فعلوا نفس الشيء. وعندما ذهب السمسار فوراً وسحب أمواله من البورصة قبل وقوع الافتخار بعدة أيام، إن المشكلة في ذلك أن الكثير والكثير من هؤلاء يتعاملون في البورصة منطق لاعب «البوكر» والبورصة تحتاج للاعب الشطرنج. يضاف إلى ذلك فقدان البعض للجانب الأخلاقي في التعامل. وسيطرة حافر الكسب الكبير السريع مهما كان الأسلوب ومهما كانت النتائج.

وهناك الكبار ذوو الصلات. بمصادر القرارات ومنتجي المعلومات. ومن ثم هناك ممارسات احتكارية وانتهازية. وهناك الكثير من الأجانب، ويرغم ما في وجودهم من فوائد لكن ذلك لا ينسينا أنهم أكثر حنكة وخبرة من جهة وأنهم مثل العصافير الطائرة،



تفتقر الفرصة أو تصنفها لتخرج مسرعة مختلفة وراءها الكثير من المأسى والضحايا. وعلى الجهة الثانية فإن جهاز البورصة في عالمنا العربي ينقصه الكثير من مقومات وعناصر الكفاءة، فهناك اختلال واضح بين نشاط سوق الإصدار ونشاط سوق التداول، ولا أدل على ذلك من تضخم حجم الصفقات والمعاملات في السوقين، حيث تشير بعض الإحصاءات إلى أن حجم التعامل في سوق الإصدار بلغ في البورصة السعودية عام 2005م 6.666 مليار دولار بينما بلغ في سوق التداول 1.104 تريليون دولار ولم تشدن عن ذلك باقي البورصات العربية.

وهناك فلتان واسع في عمليات تسعير الورقة الواحدة، حيث تسرع في اليوم الواحد عدة تسعيرات، ووضع الشركة هو هو<sup>(15)</sup>.

ولا شك أن ذلك يمثل خللاً جوهرياً في نشاط البورصة وأثارها على الاقتصاد القومي. كذلك تفتقر البورصات العربية إلى العدد الكبير المتتنوع من الأوراق المالية، وكذلك إلى بعض المنتجات والأدوات المالية الحديثة، إضافة إلى ما يشوب المؤسسات العاملة فيها من جوانب القصور الإدارية والتنظيمية.

وفوق هذا وذلك افتقاد الكثير منها لنظام عقابي رادع، وللأنظمة واللوائح الصارمة. وقد شاهدنا في بعض البورصات قيام إحدى الشركات بطرح أكتتاب لها في البورصة بقيمة معينة ثم سرعان ما قامت بالتوسط مع بعض الوسطاء بتخفيض سعر أوراقها بشكل حاد، وعلى الفور قامت بشرائه بثمن بخس، محققة المكاسب الفاحشة. فهل هناك أفعى وأبغض من هذا السلوك الإجرامي؟!.

وهل قامت البورصات من أجل ممارسة مثل هذه السلوكات؟! وهل هناك تفسير اقتصادي لوجود شركات تحقق أرباحاً تربو على 20% سنوياً ومع ذلك تنهار أسعار

(15) د. محمد القرني بن عيد، مرجع سابق، مجلة مجتمع الفقه الإسلامي، العدد السادس، الجزء الثاني، ص 1583.

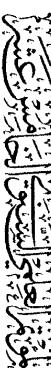
أوراقها المالية بصفة مستمرة.

وعلى الجهة الثالثة فإن هناك بعض الشوائب والقصور في السياسات الاقتصادية المتبعة، وهناك ضعف المؤسسات المالية القائمة، وهناك غياب شبه كامل للديمقراطية والمشاركة الشعبية الحقيقة، وهناك الكثير من التحالفات بين رجال الحكم والسلطة ورجال المال، وهناك غياب كبير للمنافسة الشريفة ولتدفق المعلومات أمام الجميع دون تمييز.

ولا شك أن وجود هذه الأشياء يقلل كثيراً من كفاءة البورصة في إنجاز مهامها، بل إنه في حالات كثيرة يجعلها من جبل نجاة إلى جبل غرق، ومن أدلة بناء وتنمية إلى أداة هدم وتخلف.

وما يؤسف له أن بورصاتنا اليوم تعامل في الورقات المالية كما لو كانت سلعة عادية منبة الصلة بالشركة المصدرة لها وأوضاعها. ومن ثم يجري تسعير الورقة بشكل غير مبرر غالباً ما يؤدي إلى الانفجار ثم التدهور الحاد مع ما ينجم عن ذلك من شرور وماسي على المستوى الكلى وعلى المستوى الجزئي.

إن الحقائق الدامغة للكثير مما يجري في البورصات جعل بعض كبار الاقتصاديين يشبهون البورصة بنادي القمار<sup>(16)</sup>. ومن يطلع على بعض مجريات الأمور في البورصة يصادق على هذا التشبيه، بل قد يصل إلى ما هو أبعد.



(16) موريس آلية، الشروط النقدية لاقتصاد السوق: من دروس الأمس إلى إصلاحات الغد، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب 1413هـ.

## خاتمة

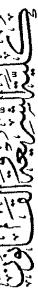
في نهاية المطاف نجدنا أمام هذا التساؤل: هل الحل في الإبقاء على البورصة أم في إغلاقها؟

والجواب: إن الحل لا في هذا ولا في ذاك. فالإغلاق غير مقبول وغير ممكن اقتصادياً في ظل شيوخ الاقتصاديات الحرة، اقتصاديات السوق، وكذلك الإبقاء على هذا الحال دون إجراء إصلاحات جوهرية على مختلف الأصعدة، داخل البورصة وخارجها يحمل في طياته الكثير والكثير من المحاطر والمضار الاقتصادية والاجتماعية. وما أخبار الأختيارات المالية القديمة والحديثة والمعاصرة بغاية عن الأذهان، ولا ما جرته من ويلات وما سي بشيء غير معلوم. وإذا فلما نحن بحال ما هي، فالحل بقوه على إصلاح كل ما يمكن إصلاحه واستكمال كل ما يمكن من مقومات وعناصر البيئة المناسبة. وإلى أن يتم ذلك ستظل البورصة عامل إيجابي وعامل سلب معاً، وكلما سرنا في طريق التصحيف والإصلاح زاد المفعول الإيجابي وقل المفعول السلبي.

ومع التسليم بصعوبة وتعقيد الموضوع لكن أمر التصحيف والإصلاح ليس في عداد المستحيلات متى ما صحت إرادة التطوير والإصلاح. وطالما استخدمت منهجه ذات رؤيا واضحة.

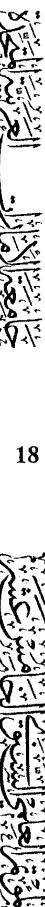
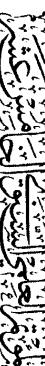
إن كل ما نبغيه أن نتمكن البورصة من أدائها لمهامها الضرورية لخدمة المجتمع بشكل مرضي، وهو هدف يستحق ما يبذل فيه من جهد وعناء، ولا ننسى في النهاية أن قيام تعاون قوى بين البورصات العربية هو متطلب ضروري لتحقيق المزيد من الاستقرار في تلك البورصات.

والله أعلم



### المراجع

- 1- د. سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، القاهرة.
- 2- د. منير هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الإسكندرية، منشأة المعارف.
- 3- د. مصطفى النابلي، الأسواق المالية والبورصة والتجربة التونسية، مجلة مجتمع الفقه الإسلامي، العدد السادس، الجزء الثاني.
- 4- د. عاطف وليم، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة، 2005م.
- 5- Merkohn, Financial Institutions and Markets, N. York: McGraw Hill, Inc., 1994.
- 6- منير هندي، البورصات العربية .. حجم صغير وكفاءة غائبة، مجلة البورصة المالية العدد 200 .200
- 7- د. عبد الغفار حنفي، الأسواق او المؤسسات المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2004.
- 8- د. محمد القرى، الأسواق المالية، مجلة مجتمع الفقه الإسلامي، العدد السادس، الجزء الثاني.
- 9- د. محمد الحناوي، محمد صالح الحناوي، مجلة البورصة المصرية، العدد 13.
- 10- عبد الحميد المصيلحي، التحليل الفني للأسواق المالية، القاهرة، بدون ناشر، ط2، 2005م.
- 11- نبيل فرات، أخطاء شائعة في البورصة، مجلة البورصة المصرية، العدد 105.
- 12- د. السيد الطيبي، البورصات وتدعم الاقتصاد الوطني، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد 57 عام 1992م.
- 13- د. أحمد محيي الدين، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في الأسواق العالمية،



- البحرين، ط 1، 1986م.
- 14- موريس آلية، الدروس النقدية لاقتصاد الأسواق، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 1413هـ.
- 15- د. محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسنادات وتحليل الأوراق المالية، مؤسسة الخليج للطباعة والنشر، ط 1.
- 16- أحمد الإسلامي، الجوانب الشرعية والاقتصادية للأوراق المالية المتداولة في أسواق المال، رسالة ماجستير، معهد الدراسات الإسلامية، القاهرة، 1999م.



رات

.com