

## السوق المالية الإسلامية: التجربة الماليزية وإمكانية الاستفادة منها

أ.د. بن علي بلعزوز، أ. عبد الكريم قندوز  
نائب رئيس الجامعة المكلف بالبيداغوجيا ورئيس  
المجلس العلمي بكلية العلوم الاقتصادية، ماجستير في  
العلوم الاقتصادية تخصص نقود و مالية.  
جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف.

### مستخلص البحث:

تعتبر السوق المالية الإسلامية عامة و سوق الأوراق المالية الإسلامية فرصة هامة جداً لكل مستثمر مسلم، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته، وذلك من خلال تنوع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحاً ومشروعية. كما تمثل السوق المالية الإسلامية محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال وتمويل المشروعات البناءة والناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة إنتاج الطيبات في المجتمع.

لا شك أن هذه السوق بما يمكن أن تتضمنه من أدوات إسلامية كالصكوك الإسلامية و الأسهم على اختلاف أنواعها بالإضافة إلى الأدوات الأخرى المستحدثة أو حتى الممكن تطويرها مستقبلاً مثل عقود الخيارات والمستقبليات والعقود الأجلة الإسلامية، سوف تسهم في تطوير نوعية العمل المصرفي و المالي الإسلامي

وبناء على ما سبق سوف تشتمل هذه الدراسة على المحاور التالية:

- المحور الأول: أساسيات حول الأسواق المالية
- المحور الثاني: السوق المالية الإسلامية: ماهيتها، أهميتها و ضوابطها.
- المحور الثالث: السوق المالية الإسلامية بماليزيا وإمكانيات الاستفادة منها بالجزائر

### المحور الأول: أساسيات حول الأسواق المالية أولاً: مفهوم السوق المالي، وأهميته.

هي عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق<sup>1</sup> أو هي: "مكان معلوم و محدد مسبقاً، يجتمع فيه المتعاملون بغرض القيام بعمليات تبادل: بيعاً

1 د. عبد الغفار حنفي " الاستثمار في الأوراق المالية " الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 37.

و شراءً. و يتوفر فيها قدر مناسب من العلانية والشفافية، بحيث تعكس أثارها على جميع المتعاملين وعلى معاملاتهم، فتتجدد بناءً عليها الأسعار سواءً صعوداً أو هبوطاً أو ثباتاً. كما يتم خلالها رصد ومتابعة المتغيرات و المستجدات التي تطرأ على حركة التعامل بسهولة و يسر، و بالتالي يمكن قياس أثرها و معرفة اتجاهاتها، و تحليل هذه الاتجاهات، و التنبؤ بما يمكن أن تكون عليه في المستقبل، ثم في النهاية يمكن إتمام حركات المعاملات بجوانبها: المالية، القانونية و الاقتصادية، من حيث تيسير إتمام عملية التبادل ما بين طرفي المبادلة: البائع و المشتري. و تيسير إتمام عملية نقل الملكية و التسجيل القانوني لعملية البيع أو للشيء المباع. و تيسير إتمام عملية نقل الحيازة و تحقيق الانتفاع في الأصل الذي تم بيعه<sup>2</sup>. و يمكن أن نميز بين نوعين من السوق المالي هما:

1. السوق الأولي (سوق الإصدار): هو السوق الذي يتم فيه بيع إصدارات الأسهم والسندات الجديدة، حيث تقوم شركات قطاع الأعمال بطرح سندات أو بيع أسهم للحصول على موارد مالية لتمويل الاستثمار الثابت، وهنا تقوم المؤسسات المالية ولاسيما البنوك كمتعهد لطرح هذه الأوراق<sup>3</sup>.
2. السوق الثانوي (سوق التداول): هي السوق التي يجري من خلالها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها من خلال السوق الأولية. و يطلق عليها أيضاً سوق التداول<sup>4</sup>.

تتميز السوق الثانوية بكونها أكبر الحجم عن السوق الأولية، كما أن التداول فيها يتم دورياً وباستمرار. تحتوي السوق الثانوية على عدد أكبر من المتعاملين مقارنة بالسوق الأولية، ذلك لأن المتعاملين في السوق الثانوية يتمكنون من مضاعفة معاملاتهم أكثر من مرة واحدة خلال اليوم، بينما في السوق الأولية يتم التعامل مرة واحدة فقط عند بداية الطرح

2 د. محسن أحمد الخضيري، " كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة"، دار إيتراك، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 1996، ص 10.

3 د. محمد أبو الفتوح علي الناقة، " نظرية النقود والأسواق المالية"، مكتبة ومطبعة الإشعار الفنية، الطبعة الأولى، 2000، ص 14.

4 د. سمير عبد الحميد رضوان، " المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2005، ص 29.

- ✓ تيسير تداول الأوراق المالية لتنشيط عمليتي الاستثمار و السيولة.
- ✓ بيع الحقوق و شرائها.
- ✓ توفير مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصاً أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار.
- ✓ التأمين ضد أخطار تقلبات الأسعار، بفضل التحوط أو التغطية...<sup>3</sup>
- ✓ إيجاد مجال للمضاربة، و هي لازمة لاستمرار عمل البورصة.

إن زيادة لجوء الاقتصاد الإسلامي إلى التمويل بالمشاركة يجعل من الضروري إيجاد تنظيم أكثر كفاءة لكل من الأسواق المالية الأولية و الثانوية لمساعدة المنشآت التجارية على الوصول إلى المال دون صعوبة، وتقديم السيولة للمستثمرين الذين لا يستطيعون الاحتفاظ بأسهم المشاركة التي اشتروها، أو لا يرغبون في ذلك. و من الصعب تطوير سوق أولية فعالة بدون تطوير سوق ثانوية في الوقت نفسه.<sup>4</sup>

### ثالثاً: أهمية إيجاد سوق مالية إسلامية و دعمها بالأدوات الاستثمارية الشرعية:

إن وجود سوق مالية إسلامية تتمتع بكافة العناصر و الأدوات الاستثمارية التي يمكن تسهيلها بشكل سريع يعد ضرورة حيوية هامة في الحديث عن الآفاق المستقبلية للعمل المصرفي و المالي الإسلامي. حيث أن توافر أدوات استثمارية شرعية لاستثمار فوائض الأموال و سد الفجوات في السوق المالية الإسلامية قد أصبح ضرورة ملحة. 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 تلعب أسواق المال النشطة دوراً مهماً في تقليل المخاطر وحفز النمو الاقتصادي. ولما كانت المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية لا تستطيع ولوج سوق المال التقليدي وذلك لعدم انضباط ذلك السوق بالضوابط

لأول مرة. و من أهم ميزات السوق الثانوية بأنها أداة تتبع ورصد للمتغيرات والمستجدات التي تطرأ على الورقة المالية، ومن ثم فإن المتتبع لحركة التعامل يستطيع أن يكون كما هائلاً من البيانات والمعلومات المختلفة عن الورقة المالية المتداولة في السوق.<sup>1</sup>

**ثانياً: أهمية السوق المالية بالنسبة للاقتصاد الكلي و الجزئي.** يتضح أهمية السوق المالية بالنسبة للمؤسسات المالية عامة من خلال الدور الذي تلعبه الأسواق المالية على المستويين الجزئي و الكلي على حد سواء.

تؤدي البورصة الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الكلي عدة وظائف، يمكن إجمال أهمها فيما يلي:

- ✓ إيجاد سوق مستمرة وحررة لبيع وشراء الأوراق المالية، بحيث تمكن جمهور المتعاملين من شراء أو بيع الأوراق المالية، طلباً للفائدة المتولدة منها أو تغييراً لنوع الاستثمار ليتناسب مع رغبات المدخر.
- ✓ إعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار وظروف الاستثمار ومعدلات الادخار.
- ✓ تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشروعات.
- ✓ تقويم الأداء الاقتصادي للشركات والمشروعات.
- ✓ الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدولة، وتمهيد الطريق أمام السلطات الحكومية المختصة للمزج بين السياستين المالية والنقدية.
- ✓ جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في شركات محلية وفقاً لقوانين الاستثمار والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي.
- ✓ إتاحة الفرصة للاستثمارات قصيرة الأجل.<sup>2</sup>
- ✓ التقليل من مخاطر التضخم والانكماش المالي.
- كما تؤدي البورصة عدة وظائف بالنسبة إلى الاقتصاد الجزئي، يمكن إجمالها فيما يلي:
- ✓ التعرف على المراكز المالية للشركات من خلال إدراج الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية.

3 شعبان محمد إسلام البروراي، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية"، دار الفكر، دمشق، سوريا، ص48.

4 د. محمد عمر شابرا، "نحو نظام نقدي عادل"، ترجمة سيد محمد سكر، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، الولايات المتحدة الأمريكية، 1989، ص132.

1 د. محسن أحمد الخضيرى " كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة " إيتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، الطبعة الثانية، 1999، ص40.

2 د. أحمد محبي الدين، "عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية"، بنك البركة الإسلامي، البحرين، 1986، ص148-150.

من آليات وأدوات وتعديل ما ينبغي تعديله في ضوء مقررات الشريعة الإسلامية.

4- إن أهمية الأسواق المالية لا تقتصر على السوق الأولية (سوق الإصدارات) بل تشمل الأسواق الثانوية أيضا، 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.

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 الحل البديل لمشكلة المديونية العالمية يقدمه الإسلام من خلال نظام المشاركة في تحمل المخاطر، وإلغاء فوائد الديون (الربا) لأن الالتزام بتحريم الفوائد يوجه المدخرات كلها إلى أوراق مالية تمثل حقوق ملكية مشتركة.<sup>2</sup>

المحور الثاني: السوق المالية الإسلامية: ماهيتها، أهميتها و ضوابطها.

**أولاً: مفهوم السوق المالية الإسلامية، وأهميتها.**  
يطلق مصطلح السوق المالية بمعناه الضيق على سوق أو بورصة الأوراق المالية، كما يطلق بمعناه الواسع على مجموع التدفقات المالية في المجتمع سواء كانت لأجل قصيرة أو متوسطة أو طويلة بين أفراد ومؤسساته وقطاعاته، وفي ضوء هذا المعنى الواسع فإن السوق المالية لا تنحصر في مكان محدد، وإنما في معاملات محددة، ومن هنا فإن مصطلح السوق المالية الإسلامية، يمكن أن يتضمن المعاملات المالية المنضبطة بالضوابط الشرعية.<sup>3</sup>

2 مجمع الفقه الإسلامي، "الندوة الأولى للأسواق المالية"، 1989/10،

<http://www.fiqhacademy.org.sa/ndwat/3.htm>

3 د. كمال توفيق خطاب، "نحو سوق مالية إسلامية"، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم

الشرعية، فإن وجود سوق مالي 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.<sup>1</sup>

ومما يؤكد أهمية الأسواق المالية ما انتهى إليه المشاركون من قرارات و توصيات في الندوة الأولى للسوق المالية المنعقد بالرباط سنة 1986 بين البنك الإسلامي للتنمية و مجمع الفقه الإسلامي:

1- في ضوء ما هو مقرر في الشريعة الإسلامية من الحث على الكسب الحلال واستثمار المال وتنمية المدخرات، ولما للأسواق المالية 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- إن الاهتمام بدراسة الأسواق المالية في عصرنا الحاضر والبحث في أحكامها يلبي حاجة ماسة لتعريف الناس بفقه دينهم في المستجدات العصرية، ويتلاقى مع الجهود الأصلية لفقهاء الشريعة الإسلامية في بيان أحكام المعاملات المالية وبخاصة أحكام السوق ونظام الحسبة على الأسواق.

3- بعد استعراض المشاركين في الندوة لما تناولته البحوث المقدمة والمناقشات المستفيضة في قوانين الأسواق المالية القائمة وأنظمتها وآلياتها وأدواتها، تبين بوضوح أن هذه الأسواق - مع الحاجة إلى أصل فكرتها - هي في حالتها الراهنة ليست النموذج المحقق لأهداف تنمية المال واستثماره من الوجهة الإسلامية، وهذا الوضع يتطلب بذل جهود علمية مشتركة من الاقتصاديين والفقهاء لمراجعة ما تقوم عليه من أنظمة وما تعتمده

1 د. بشير عمر محمد فضل الله، "تجربة البنك الإسلامي للتنمية في دعم التنمية في الدول الإسلامية والتحديات المستقبلية التي تجابه الصناعة المصرفية الإسلامية"، مجمع الفقه الإسلامي، منتدى الفكر الإسلامي، جدة، المملكة العربية السعودية، 11 أبريل 2006م، ص22.

(<http://www.fiqhacademy.org.sa/fislami/cg/10.doc>)23/04/2006

حسابات المصارف التقليدية والسندات الحكومية ذات العائد المنخفض، ونتيجة لذلك تشهد أسواق الأسهم معدلات مرتفعة من النمو.. إن التحدي الذي تمثله هذه التطورات للمصارف و المؤسسات المالية الإسلامية يقتضي منها إعداد نفسها بسرعة للدخول في أسواق الأسهم التي يتزايد نشاطها وينمو بسرعة.

### ثانياً: أسس تطوير أدوات السوق المالية الإسلامية.

لا بد من الإشارة إلى أنه لا يمكننا اعتبار الأداة التي يتم ابتكارها أو تطويرها من خلال الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي إسلامية إلا في حال توفر ثلاثة شروط هي:<sup>1</sup>

- الالتزام بشرط المشاركة في الربح أو الخسارة في نص واضح كامل لا يقبل التأويل و ذلك على أساس القواعد الشرعية المعمول بها في عقود المضاربة و الشركات. و هذا الشرط يعتبر ضرورياً لكنه غير كافٍ، بمعنى أن الالتزام به ضرورة إسلامية لا تقبل الجدل، و لكنه لا يكفي في حد ذاته لكي تصبح الورقة أو الأداة المالية المبتكرة إسلامية فعلاً في مجال التطبيق.

- أن لا يعاد دقق الموارد المعبأة عن طريق الأوراق و الأدوات المالية(التي أصدرت على أساس التخلي عن شرط الفائدة الربوية) إلى مؤسسات تعمل وفق الشريعة الإسلامية، شركات تتعامل بنظام الفائدة في كل تعاملاتها. كما لا يجب استثمار الموارد النقدية للأوراق و الأدوات 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 و إن سميت أرباحاً.

- ضرورة استثمار الموارد التمويلية للأوراق في مشروعات لها أولويات واضحة في مجال المصلحة العامة للمجتمع الإسلامي.

### ثالثاً: الضوابط الشرعية للأسواق المالية.

ومن المعلوم أن تحقق المعنى الضيق يرتبط بتحقيق المعنى الواسع، فلن توجد أسواق أوراق مالية إسلامية ما لم توجد أوراق مالية إسلامية، ولن توجد هذه الأوراق ما لم توجد مؤسسات مالية إسلامية تصدرها، ومصرف مركزي إسلامي أو جهاز مركزي إسلامي يمنح ترخيصاً بإصدارها.. وهكذا يمكن القول أن السوق المالية تشتمل على المصرف المركزي والمصارف التجارية وشركات التأمين وشركات الاستثمار المالي والمؤسسات المالية وبورصات الأوراق المالية وكافة المؤسسات التي تتعامل مع التدفقات المالية، ولكي تكون السوق المالية إسلامية فينبغي أن تخضع هذه المؤسسات والمصارف للضوابط الشرعية، و ترجع أهمية السوق المالية الإسلامية إلى أنها تمثل فرصة هامة جداً لكل مستثمر مسلم، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته، وذلك من خلال تنويع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحاً ومشروعية. كما تمثل السوق المالية الإسلامية محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال وتمويل المشروعات البناءة والناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة إنتاج الطيبات في المجتمع.

إن سوق المال الإسلامي بما يمكن أن تتضمنه من أدوات إسلامية متقدمة مثل عقود الخيارات والمستقبليات 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.

إن عدد مؤسسات الأسهم المتخصصة، والمؤسسات التي تقوم بتقديم أسهم رأسمالية من خلال البورصة قليل جداً في الدول الإسلامية، وتوجه كثير من المؤسسات المالية في الدول الإسلامية جزءاً كبيراً من مواردها إلى الأسواق المالية في البلدان الصناعية... ونظراً لأهمية رأس المال في المدى الطويل لتحقيق النمو الاقتصادي فإن إنشاء مؤسسات توفر أسهما - رأسمالية- يعتبر شرطاً أساسياً لنجاح التمويل الإسلامية.. إن على المؤسسات المالية الإسلامية أن تضع في اعتبارها التطورات التي حدثت في الأسواق المالية الدولية. ففي جميع أرجاء العالم يهجر آلاف المدخرين

القرى، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، 2003، ص6.

1 د. عبد الرحمان يسري أحمد، "قضايا إسلامية معاصرة في النقود و البنوك و التمويل"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص426. (بتصرف)

العملة المطلوب تسليمها آجلاً، ويودعونها في المصرف إلى هذا الأجل نظير ربا، كما يظهر الربا في سوق الأوراق المالية عن طريق الشراء في هذه السوق بالاقتراض من المصارف، وعادة ما يكون القرض نسبة من قيمة الأوراق المالية، وهو ما يسمى بالشراء الهامشي أو الحدي، فإذا كان الهامش المطلوب للاقتراض علي الأوراق المالية 70%، فإن المصارف التي تمول شراء الأوراق المالية تقرض 30% من سعر الشراء، والمشتري يدفع نقدا 70% من هذا السعر، والمستثمر هنا يتوقع أن ترتفع سوق الأوراق المالية، حتى يقوم ببيع الأوراق المالية التي اشتراها محققا من وراء ذلك ربحا، وإذا لم تصدق توقعاته سيتحمل خسائر فادحة.

5. **تحریم النجش**، ويقع النجش عند مواطأة البائع ممن يزايد علي السلعة غير قاصد الشراء، لدفع الغير لشرائها بثمان مرتفع، أو يدخل فيه من يخبر أنه اشترى السلعة بأكثر مما اشترى ليضر غيره، ويظهر النجش في سوق الأوراق المالية عن طريق الإشاعات الكاذبة، والأوامر المتقابلة التي تهدف إلى إيجاد حركة مصنعة في الطلب والعرض علي الأوراق المالية في السوق، واستغلال الظواهر النفسية لجماهير المتعاملين في السوق.

6. **تحریم الاحتكار**، فالاحتكار في سوق الأوراق المالية يظهر بما يسمى عمليات الإحراج، والتي يسعى من خلالها المضاربون لجمع وحبس الصكوك ذات النوع الواحد في يد واحدة، ثم التحكم في السوق، واستغلال حاجة المتعاملين بالسوق تعاملًا آجلاً للوفاء بالتزامهم، عن طريق فرض سعر معين عليهم بالنسبة لهذه الصكوك.

7. **تحریم الغرر**، فالغرر يطلق على البيوع التي تحتوى علي جهالة وخداع، والتي لا يوثق بتسليمها وتؤدي للغبن.

#### رابعاً: وظائف السوق المالية الإسلامية.

يمكن للسوق المالية الإسلامية أن تؤدي الوظائف التالية:

1. **حرية المنافسة**، وتظهر هذه الحرية في أسواق المال من خلال التقاء قوى العرض والطلب، لتحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة بها، والتنافس المشروع بين المتعاملين في سوق المال، فالأصل في الإسلام عدم التدخل بفرض سعر معين للسلع المتداولة في الأسواق، حيث أن التعامل في شريعة الإسلام مبناه علي الحرية، وصحة ما يتراضي عليه المتعاقدان، وفي هذا منع للضرر الذي يعوق حركة التعامل في الأسواق، فضلا عن الضرر الذي يتعرض له أصحاب السلع والمنتجات.

2. **الإفصاح**، فنظرا 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 من خلال مكاتب المحاسبة، وبيان حجم المبيعات والطلب الكلي، ودراسة توقعات السوق، ومشاكل التسويق، وكذلك بيان هيكل الإدارة وصلاحياتها، وأساليب اتخاذ القرار وملاءمة المشروع، ونسب ربحيته أو خسارته إلى رأس المال الحقيقي.

3. **تحریم القمار(الميسر)**، فالنشاط الرئيس لسوق الأوراق المالية يتحول بفعل سلوك المقامرين، على ارتفاع أو هبوط الأسعار من الاستثمار الحقيقي، إلى عمليات صورية يؤجل فيها كلا طرفي المعوضة وهي الثمن والسلعة، سعياً وراء انتهاء الفرص الناشئة عن تغيرات الأسعار، فإن صحت توقعاتهم ربحوا وان لم تصح انتكسوا، وبالتالي فقد قادت المقامرة إلى سلوكيات ضارة لكسب فروق الأسعار من خلال الإشاعات الكاذبة، اعتمادا علي حساسية السوق تجاه هذه الإشاعات، فمن أجل هذا جعل الإسلام المقامرة من حبال الشيطان ومكايده.

4. **تحریم الربا**، فيظهر الربا واضحا في سوق القطع (العملات والمعادن النفيسة)، حين يعمد تجار الصرف إلى تأمين أنفسهم ضد خطر تقلبات سعر الصرف، فهم يشترون

مع الإشارة أخيراً إلى أن السوق المالية الإسلامية 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 وفق المنهج الإسلامي والذي يمكن أن يسهم في ضمان فعالية الأسواق المالية الإسلامية و منافستها للأسواق المالية في الدول الغربية.

### المحور الثالث: السوق المالية الإسلامية بماليزيا و

#### إمكانيات الاستفاد منها بالجزائر

تعتبر ماليزيا من أوائل وأكبر الدول التي تنتشط فيها السوق المالية الإسلامية، حيث تمثل الإصدارات الإسلامية فيها أكثر من ثلثي الإصدارات الخاصة في سوقها المالي، إذ تبلغ حوالي 802 مليار دولار، وبدأت الإصدارات فيها منذ عام 1990 م بإصدار صكوك إسلامية من قبل شركة بترول بمبلغ 5000 مليون دولار.<sup>3</sup>

لكن قبل تناول السوق الإسلامية المالية بماليزيا، نرى أنه من الضروري التعرف على التجربة التنموية لماليزيا و بشكل مختصر، بعدها نتناول النظام المالي، موضحين دوره فيما حققته ماليزيا إلى الآن، و أخيراً دور لسوق المالية الإسلامية ضمن النظام المالي ككل.

استطاعت تجربة التنمية في ماليزيا خلال العقود الثلاثة الماضية أن تجمع بين معدلات نمو مرتفعة ومعدلات تضخم منخفضة نسبياً، و أن تحقق تحولاً هيكلياً مع عدالة في التوزيع، وذلك في دولة تتميز بتعدد في الأديان والثقافات والقوميات. فبدأً بعام 1971 وصولاً إلى عام 1990م تحولت ماليزيا من بلد متوسط الدخل ومنتج للمواد الخام إلى

3 كذلك حكومة البحرين فهي تتعامل بالصكوك الإسلامية من عام 2001م، حيث أصدرت منذ ذلك التاريخ وحتى الآن، عشرة إصدارات لصكوك إجارة بلغ مجموعها 750 مليون دولار، بجانب إصدار صكوك سلم بمبلغ 250 مليون دولار. البنك الإسلامي للتنمية، وهو بنك دولي يشارك في عضويته الدول الإسلامية أعضاء منظمة المؤتمر الإسلامي، فقد أصدر صكوك إسلامية بلغت حوالي 400 مليون دولار عام 2003م، إلى جانب مشاركته كمدير في إصدار صكوك لدولة قطر بمبلغ 6000 مليون دولار، ويأتي ثاني إصدار له عام 2005 م بمبلغ 500 مليون دولار.

1. تدعيم الاستثمار طويل الأجل عن طريق تطوير أساليب الاستثمار في المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية من خلال الاعتماد على سوق الإصدار و سوق التداول في أسواق رأس المال.

2. من خلال سوق الإصدار تسعى السوق المالية الإسلامية إلى الاستثمار المادي بطرح العديد من الأدوات المالية للاكتتاب العام، والمتمثلة في: شهادات الاستثمار القابلة للتداول، و وثائق صناديق الاستثمار، أسهم شركات التأجير التمويلي، أسهم شركات رأس المال المخاطر.

3. من خلال سوق التداول يسعى السوق الإسلامية إلى:

- تداول الأدوات المالية التي يتم إصدارها في سوق الإصدار.
- الاستثمار المالي من خلال:
- إنشاء صناديق استثمار القيم المنقولة.
- إدارة وتكوين محفظة أوراق مالية.

4. تنويع الخيارات الاستثمارية أمام المدخرين للاستثمار الشرعي الخالي من شبهة الربا، وبما يتناسب مع حاجتهم لتحقيق الربحية والسيولة والأمان.

5. تنويع مصادر التمويل طويلة الأجل أمام المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية و بالتالي المساهمة في تصحيح تجربة المصرفية الإسلامية، مما يمكنها من استثمار أموالها استثماراً طويلاً الأجل، وبما يساهم في تحقيق أهدافها لتنموية، ورغبتها في المواءمة بين الربحية والسيولة والأمان.<sup>1</sup>

6. الحرص على سلامة عقود الخيارات والعقود الأجلة والمستقبلية من الناحية الشرعية، وبعدها عن المخالفات أو الشبهات...<sup>2</sup>

1 د. أشرف دوايبة، " دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية"، مجلة المستثمر، العدد 49، تاريخ: 14 ماي 2006.

(<http://www.mosgcc.com/topics/current/index.php?catid=172&issue=24>)

2 د. كمال توفيق حطاب، "نحو سوق مالية إسلامية"، مرجع سابق، ص 31.

المصرفي، و يمكن عرض بعض هذه الإجراءات كالاتي:

1- تزايد الاعتماد على سوق الأوراق المالية من خلال رفع وزنه النسبي بداخل القطاع المالي الماليزي في مواجهة نخفي الاعتماد الكبير على الجهاز المصرفي.

2- تطوير سوق السندات الحكومية و السندات الخاصة.

3- إعادة النظر في اللوائح و الإجراءات التحوطية في أسواق المال الماليزية بصفة عامة و سوق الأوراق المالية بصفة خاصة في ضوء التغيرات المستمرة في البيئة الاقتصادية و المالية المحلية و الإقليمية و الدولية.

و قد انعكس هذا التوجه الجديد على هيكل النظام المالي الماليزي الراهن و تشكلت بنيته المؤسسية و التشريعية و التنظيمية الراهنة في ضوء عمليات التطوير المستمرة التي خضع لها.

**ثالثاً: تجربة سوق الأوراق المالية في ماليزيا، و مكانة السوق المالية الإسلامية ضمنها.**

بالرغم من أن إنشاء أول بورصة للأوراق المالية في ماليزيا يعتبر نسبياً حديثاً، إلا أن جذور صناعة الأوراق المالية ترجع إلى نهايات القرن التاسع عشر كامتداد طبيعي لوجود الشركات البريطانية خصوصاً في صناعة المطاط و القصدير، و قد بدأ الاتجاه نحو إنشاء بورصة منظمة للأوراق المالية في ماليزية منذ عم 1930 حينما تم إنشاء اتحاد لحائزين الأوراق المالية، غير أن تشكيل بورصة للأوراق المالية بالمفهوم المتعارف عليه تأخر حتى عام 1960، حينما تم تأسيس بورصة المالايو و بدأ تداول الأوراق المالية بها في نفس العام، وقد تشكلت غرفتان للتعامل في عام 1961 إحداها في ماليزيا و الأخرى في سنغافورة اعتبرت بمثابة سوق وحدة تم ربطهما باستخدام خطوط الهاتف و تسجل و تتداول فيها نفس الأسهم، و في عام 1964 تم تشكيل بورصة ماليزيا للأوراق المالية و مع خروج سنغافورة من الاتحاد الماليزي استمرت البورصة في أداء وظائفها و لكن كبورصة مشتركة لكل من دولتي ماليزيا و سنغافورة و في عام 1973 انقسمت البورصة إلى كيانين مستقلين: بورصة كوالالمبور للأوراق المالية Klce، و بورصة

دولة اقتصادية صاعدة متعددة القطاعات. ونموها في معظمه اعتمد بشكل استثنائي على الصادرات وبالذات على الالكترونية منها...و مما لا شك فيه أن الدور الذي لعبته الأسواق المالية بهذه الدولة معتبر، و بشكل خاص السوق المالية الإسلامية...لكن بداية لا بد من التعرف على النظام المالي الماليزي... إن هدفنا من التعرف على النظام المالي الماليزي هو معرفة مدى مساهمة الأسواق المالية بشكل عام في تكوينه، و بشكل خاص مساهمة السوق المالية الإسلامية في تكوينه.

عموماً يتكون هيكل النظام المالي الماليزي من النظام المصرفي (يشمل البنوك الإسلامية، البنوك التجارية، بنوك التاجر)، المؤسسات المالية غير المصرفية (كالبنك الوطني للادخار و صناديق المعاشات، و شركات التأمين...)، هذا بالإضافة إلى السوق المالية (بورصة كوالالمبور و سوق المال الإسلامي لما بين المصارف)، و فيما يلي تفصيل ما سبق:

**أولاً: النظام المالي الماليزي و تطوره.** اتصف النظام المالي الماليزي بطبيعة خاصة يعكسها تعدد أدواته و تنوع مؤسساته و خضوعه دائماً وبشكل مستمر للتطوير، كما اتسم بسياسته الحذرة و المتروية التي ظهرت بوضوح في تعامله مع الأزمات المالية التي صادفت الاقتصاد الماليزي خلال حقبة الثمانينات و التسعينيات من القرن الماضي حيث اتخذت ماليزيا نهجا أساسيا كأساس للإصلاح، التزم بالتدرج السليم، و نتيجة لذلك كان الاقتصاد الماليزي هو الأقل تضرراً في الأزمات المالية التي عصفت باقتصاديات دول شرق آسيا و آخرها عام 1997، كما كان أكثر الاقتصاديات قدرة في التعامل مع تداعيات الأزمة و اتخاذ الإجراءات التعويضية لإزالتها أو الحد منها. و مما لا شك أن التطور الذي حققته التجربة الماليزية في العمل المصرفي الإسلامي ما هو إلا ثمرة من ثمار التطور العام الذي حققته ماليزيا في العديد من المجالات، بما أهلها للانضمام بجدارة إلى فريق النور الآسيوية، الذي نجح في تحقيق ما اصطلاح على تسميته بالمعجزة الآسيوية.

**ثانياً: السوق المالية الماليزية.**

لقد وجدت الحكومة الماليزية نفسها خلال الأزمة المالية التي واجهتها وما بعدها مطالبة بتحقيق مجموعة من الإجراءات تصب في مجملها في زيادة الاعتماد على الأسواق المالية و ذلك لتجنب الإخفاقات التي يمكن أن يتسبب فيها النظام

التحول نحو سوق أكثر ديناميكية وتطوراً، وبالفعل بدأت صناعة لمشتقات تتبلور في ماليزيا في يوليو 1980 مع إنشاء بورصة كوالالمبور للبضائع والتي اعتبرت الأولى من نوعها في جنوب شرق راسيا، وقد شهدت صناعة الأوراق المالية في ماليزيا تطورا نوعيا جديدا مع إنشاء بورصة كوالالمبور للخيارات والمستقبلات المالية في نهاية عام 1996، وفي عام 1998 تم إدماج بورصة Klce مع بورصة mme لتشكل بورصة ماليزيا للسلع والنقود، وفي عام 2001 تأسست البورصة الماليزية للمشتقات ككيان جديدي نشأ من اندماج بورصة CLOFFE وبورصة COMDEX يعمل على توفير أدوات دارة المخاطر في المجالات السلعية والنقدية والمالية، وتعمل بورصة MEDX تحت إشراف لجنة الأوراق المالية كما تخضع لسلطات وزارة المالية، ويحكمها قانون المستقبلات الصادر في عام 1993، وتتداول في هذه السوق العقود السلعية إلى جانب العقود المالية والنقدية.

(3) مركز لابوان: قررت الحكومة الماليزية في إطار خطتها الهادفة لدعم القطاع المالي بحيث تشكل الخدمات المالية نسبة اكبر من الناتج القومي الإجمالي في عام 1990 إنشاء مركز مالي دولي خارجي هو Labouan International Offshore Financial Centre، وقد جاء إنشاء هذا المركز ليكمل أنشطة سوق المال المحلي، وأخضع لإشراف هيئة متخصصة عملت على توفير بيئة متميزة يعمل في إطارها المركز يتمتع فيها بمعاملة ضريبية تفضيلية، و بإعفاء من القيود على الصرف الأجنبي، وبتكلفة تشغيل منخفضة، وقد تركزت إستراتيجية المركز على جذب اكبر قاعدة ممكنة من المؤسسات المالية العالمية التي تتمتع بسمعة حسنة ويمكنها أن توفر أفضل الخدمات والمنتجات المالية للمستثمرين الراغبين في العمل بالمنطقة، وقد نجح المركز في جذب العديد من المؤسسات المالية التي بلغت نحو 60 بنكا عالمياً، 78 شركة تأمين أو شركات مرتبطة بأعمال التأمين، 20 شركة أمانات وودائع، وقد شكلت هذه المؤسسات جوهر نشاط المركز، واتصفت بالتنوع الجغرافي تبعاً لمنشئها، ولأن المركز يعمل في إطار بيئة دولية متغيرة وتحت

سنغافورة للأوراق المالية Ses، بيد أن الارتباط بين البورصتين ظل قائماً، حيث استمر تسجيل أسهم الشركات الماليزية و أسهم الشركات السنغافورية في كلتا البورصتين و استمر هذا الارتباط قائماً حتى عام 1990 حينما تقرر إلغاء تسجيل أسهم الشركات الماليزية في بورصة سنغافورة، وإلغاء تسجيل أسهم الشركات السنغافورية في بورصة كوالالمبور Klse.

وتعتبر بورصة كوالالمبور للأسهم في الوقت الراهن أساس سوق الأوراق المالية في ماليزيا والكيان الذي يحكم سلوك أعضائه وشركات وساطة الأوراق المالية في تعاملات الأوراق المالية، و يتحقق من استيفاء أسس ومتطلبات القيد و معايير الإفصاح و أخيراً مراقبة أداء السوق. وتجدر الإشارة إلى أنه مع التطور المستمر في سوق الأوراق المالية في ماليزيا يوجد إلى جانب سوق كوالالمبور الأسواق التالية:

- الأسواق المالية التقليدية: تشمل

(1) سوق (MESDAQ) Malaysian

Exchange of Securities Dealing and Automated Quotation and تهدف هذه السوق إلى توفير الأموال اللازمة للشركات المتخصصة في مجال التكنولوجيا، و الشركات ذات فرص النمو المرتفعة، و رأس المال المخاطر. و قد أنشئت هذه السوق في مارس 2002 ككيان مستقل عن بورصة كوالالمبور بعد دراسة مستفيضة لتجارب الأسواق المماثلة في الدول الأخرى كسوق ناسداك (Nasdaq) في الولايات المتحدة الأمريكية، و سوق (Jasdaq) باليابان، و سوق لاستثمار البديل في المملكة المتحدة، و شبكة التعامل في كندا، و التي كرسست جميعها لخدمة هدف تمويل صناعة التكنولوجيا و تمويل رأس المال المخاطر. و يتوقع أن يلعب سوق (MESDAQ) دوراً فاعلاً في تنمية قطاع تكنولوجيا المعلومات و على وجه الخصوص صناعة البرمجيات.

(2) البورصة الماليزية للمشتقات: في إطار

النهج التدريجي المستمر الذي تتبعه ماليزيا لتطوير نظامها المالي بصفة عامة وسوقها للأوراق المالية بصفة خاصة ومع تزايد الاستثمارات الأجنبية في ماليزيا، نشأت الحاجة لإدخال أدوات المشتقات المالية في السوق لتمارس دورا هاما في إطار



والاستثمارات المشتركة بين المصارف تعمل على السماح للبنوك ذات الفائض بتحويل بعض من رصيدها المالي إلى البنوك التي تعاني من العجز في السيولة النقدية، مما يؤدي بالضرورة إلى الحفاظ على آلية التمويل والسيولة سعياً لتعزيز الاستقرار في النظام المصرفي.<sup>2</sup>

و قد طرحت فكرة إنشاء سوق المال الإسلامي بين المصارف في 3 يناير عام 1994 كحل قصير الأجل يهدف إلى توفير مصدر جاهز لتمويل الاستثمارات قصيرة الأجل وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية. ومن المتوقع أن تساعد هذه السوق المصارف الإسلامية وغيرها من المصارف المشتركة في النظام المصرفي الإسلامي على تلبية متطلبات التمويل على نحو إيجابي وفعال. ومن ناحية أخرى، فقد أصدر بنك نيجارا ماليزيا (البنك الماليزي المركزي) بعض المبادئ التوجيهية التي تتعلق بسوق المال الإسلامي بين المصارف في 18 ديسمبر 1993 بهدف تسهيل نشأة السوق على نحو لائق وصحيح.<sup>3</sup>

**النتائج التي يمكن الخروج منها بعد عرض النظام المالي بماليزيا(بشكل خاص ما تعلق بالسوق المالية و السوق المالية الإسلامية):**

- ✓ تعتبر الأسواق المالية الماليزية قديمة النشأة، لكنها لم تكن تساهم منذ نشأتها إلى غاية الأزمة المالية 1997 بنسبة كبيرة في النظام المالي.
- ✓ اعتمد النظام المالي الماليزي بشكل كبير على النظام المصرفي.
- ✓ هياً النظام المصرفي و الذي كان الطاغي كما أشرنا على النظام المالي بماليزيا الجو

2 سوق المال الإسلامي بين المصارف، 2006/08/10.

<http://iimm.bnm.gov.my/index.php?ch=4&pg=4&ac=98>

3 قرأت لأحد وزراء المالية بأمريكا اللاتينية ما معناه: "إن النظام المصرفي لن يأخذك إلى الجنة أبداً، لكنه يستطيع خلال لحظة واحدة أن يرمي بك في الجحيم"... و معنى العبارة أنه على الرغم من كل ما تقوم به الدولة تجاه النظام المصرفي و ما تصرفه من وقت و مال و جهد من أجل النظام المصرفي سواء لحمايته أو الرقابة عليه...فإن لن يؤدي أبداً إلى التنمية أو قد يؤدي لكن تأثيره منخفض، بينما يمكن أن يتسبب خلال لحظات في أزمة مالية تهوي بالاقتصاد بأكمله...؟؟؟

ظروف تنافسية متزايدة، فقد خضعت سياسته بصفة عامة لعمليات تطوير مستمرة لتنمية قدرته التنافسية بشكل جعله دائماً قادراً على المنافسة

- **الأسواق المالية و النقدية الإسلامية:**

(1) **السوق الماليزية الإسلامية لرأس المال:**

تلعب هذه السوق دوراً هاماً شأن الأسواق الأخرى في دعم النمو الاقتصادي في ماليزيا، كما تلبي هذه السوق احتياجات الأغلبية الملايوية الإسلامية في الموارد المالية وأدوات الاستثمار المالي الإسلامي، وقد بدأت السوق الإسلامية كسوق موازية للسوق التقليدية للأوراق المالية، وشكلت مع البنوك الإسلامية وشركات التكافل أهم دعائم النظام المالي الإسلامي في ماليزيا، غير أن تطور هذه السوق ظل مرهوناً بضرورة توفير بنية تحتية تنظيمية لها، وكانت المبادرة الأولى لتحقيق هذا الهدف هي إنشاء وحدة للسوق الإسلامية لرأس المال، أنيط بها وضع خطة طويلة الأجل لتنمية السوق وتقويته إلى جانب إجراء البحوث الأزمة في ذلك المجال، وتتعدد الأدوات التي يتم تداولها في هذه السوق وأهمها أدوات الدين الإسلامية، و أسهم الشركات التي تستثمر وفقاً للأسس ولقواعد الإسلامية، وقد تم تكوين مؤشرات لهذه السوق تتضمن أسهم الشركات الإسلامية لتساعد المستثمرين الذين يرغبون في العمل بهذه السوق.

(2) **السوق النقدية أو سوق المال الإسلامي**

**بين المصارف<sup>1</sup>** سوق المال الإسلامي ما بين المصارف (أو السوق النقدية) هو نظام متكامل مع أهداف النظام المصرفي الإسلامي والتي تتمثل في المقام الأول في توفير التسهيلات للمؤسسات المالية الإسلامية لتقدم التمويل اللازم للمشروعات وتسوية استثمارات الأوراق المالية قصيرة الأجل، إلى جانب القيام بدور القناة التي يجري من خلالها تنفيذ السياسة النقدية. ومن المعروف أن المعاملات المالية

1 هكذا أطلق عليه الماليزيون: سوق المال لما بين المصارف، و هو الذي نصلح عليه بالسوق النقدية، و كما هو معروف فإن ما يميزها عن السوق المالية هو آجال التعامل ضمن هذه السوق و التي تكون قصيرة الأجل لا تتجاوز مدتها السنة الواحدة...

الجزائري، حيث و كما هو معروف يعتمد أساساً على النظام المصرفي، و هو نفس ما عرفته ماليزيا في مراحل سابقة...فليس من الضروري أن تمر الجزائر بأزمة تهز النظام المصرفي لتدرك أهمية الانتقال من اقتصاد يعتمد على التمويل المباشر عن طريق الأسواق المالية...كما أن الذين يحذرون من أن الأسواق المالية (بورصة الأوراق المالية) قد تكون أخطر على الاقتصاد من النظام المصرفي، يدركون تماماً أن السبب هو عدم الالتزام بالقواعد التنظيمية التي تمنع المقامرات و المضاربات الوهمية...و إذا أضفنا إلى ذلك أن السوق المالية الإسلامية أكثر انضباطاً من الأسواق المالية التقليدية (بسبب انضباط أحكام فقه المعاملات المالية) فإن الاستفادة من السوق المالية الإسلامية تبدو مطلباً ملحاً. و يضاف إلى كل ما سبق ضرورة الاستجابة لرغبات فئات كبيرة من المستثمرين و حتى الأفراد الراغبين في الحصول على تمويل من السوق المالية (أي تمويل مباشر) من جهة، و يتماشى مع قواعد الشريعة الإسلامية من جهة أخرى...علماً أنه و في التجربة الماليزية كان سبب إنشاء السوق المالية الإسلامية تلبية لرغبات واحتياجات الأغلبية الملايوية المسلمة، بينما حالة الجزائر الدافع يبدو أقوى

الملائم لانتقال عدوى الأزمة المالية، و زيادة أثرها (و كانت النتائج وخيمة على النظام المالي نفسه حيث أفلست معظم البنوك).

✓ انتهجت ماليزيا إستراتيجية جديدة في بناء النظام المالي تركز بشكل أساسي على السوق المالية، على اعتبارها أقدر على مواجهة الأزمات إذا انضبطت بالقواعد التنظيمية.

✓ أثبتت الأزمة المالية لسنة 1997، نجاعة النظام المالي الإسلامي في مواجهة الأزمات، من خلال تزايد عدد المصارف الإسلامية، و زيادة التوجه نحو الصيرفة الإسلامية حتى بالمؤسسات المالية التقليدية.

✓ يؤكد العرض السابق حقيقة التطور المستمر لسوق الأوراق لمالية في ماليزيا وتميزها بخصائص التنوع والاستجابة لرغبات الأطراف العاملة في السوق فضلا عن التعدد في تحقيق الأهداف، فإشياء سوق المشتقات فرضته ضرورة وجود آلية لتغطية المخاطر لتشجيع الاستثمار الأجنبي،

✓ جاء إنشاء السوق المالية الإسلامية بمثابة تقوية لدعائم النظام المالي الإسلامي لتلبية رغبات واحتياجات الأغلبية الملايوية الإسلامية في ماليزيا ويساهم في تحقيق احد الأهداف السياسية والاجتماعية المتمثل في إعادة توزيع لثروة في صالح الأغلبية في مواجهة الأقليات الصينية والهندية.

✓ جاء إنشاء سوق لتنمية الصناعات المكثفة لاستخدام التكنولوجيا، وأخيرا تأسس مركز لتحقيق هدف تعظيم مساهمة القطاع المالي في الاقتصاد الماليزي وتأكيداً لهدف الحكومة الماليزية نحو إنشاء مركز هذه المنظومة وأساسها المتمثل في بورصة كوالالمبور للتطوير المستمر إلى أن أصبحت بوضعها الراهن احد أكثر ببورصات الأسهم تطورا ونموا علو المستوى الإقليمي والعالمي...

و ختاماً، و دون التطرق لجوانب أخرى، تجعل النموذج الماليزي أقرب إلى التطبيق بالجزائر، كعدد السكان، و تاريخ الاستقلال، و الموارد الطبيعية...فإن ما يمكن أن يربط بين التجريبتين (الجزائرية و الماليزية) هو طبيعة النظام المالي

## واقع البورصات العربية الناشئة

الأستاذ بوكار عبد العزيز

أستاذ مساعد مكلف بالدروس – قسم العلوم التجارية-  
الجامعة الإفريقية العقيد أحمد دراية – أدرار-

التجارية فضلاً عن كونه بنكاً للحكومة، إضافة إلى ما يقوم به من مهام لإدارة العرض النقدي، ومن تنظيمه للسوق النقدية في الاقتصاد الوطني<sup>(3)</sup>.

**ثانياً: البنوك التجارية:** وتقوم بدور المقرض والمقرض في سوق النقد من خلال تلقيها لودائع العملاء وإقراضها لعملاء آخرين سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات قروضاً قصيرة الأجل.

### 2-1 أسواق رأس المال: Capital Markets

في هذه السوق يتم تداول الأدوات المالية طويلة الأجل والتي تزيد مدة استحقاقها أكثر من سنة (الأسهم، والقروض المصرفية طويلة الأجل) وفي إطار هذه السوق يتم تمويل المتعاملين الاقتصاديين (المؤسسات، الأفراد) بما يحتاجونه من أموال لتمويل استثماراتهم.

أنشأت العديد من الدول العربية في العقدين الأخيرين من القرن الماضي أسواق لتداول الأوراق المالية (الجزائر، السودان، الكويت، الإمارات العربية المتحدة وسوريا في الفترة الأخيرة) حيث جاءت هذه الخطوة في إطار الإصلاحات التي عرفها القطاع المالي بهذه الدول، إضافة إلى الأهمية التي يمكن أن تلعبها البورصة في الحياة الاقتصادية بشكل عام في التخصيص الأمثل للموارد.

وفي هذا الإطار تسعى هذه الورقة إلى التعرض إلى واقع أسواق المال في الوطن العربي مع الإشارة إلى بورصة القاهرة باعتبارها من أعرق البورصات في المنطقة العربية هذا من جهة، ولكونها عرفت إستقراراً في المدة الأخيرة عكس أسواق المال في منطقة الخليج التي مرت بأزمة ألحقت أضراراً بالمتعاملين في هذه الأسواق جراء عمليات المضاربة، فما هي الإجراءات الواجب اتخاذها لتفادي مثل هذه الأزمات مستقبلاً؟ وقبل التعرض إلى واقع أسواق المال العربية وأهم التحديات التي تواجه هذه الأخيرة، سنحاول التعريف بهذه السوق (سوق الأوراق المالية) وظهار أهميتها في الحياة الاقتصادية بشكل عام.

**1- ماهية البورصة:** البورصة هي مكان التقاء عرض الأموال من طرف المدخرين بالطلب عليها من طرف المستثمرين، حيث يتم فيها إصدار وتداول الأدوات المالية<sup>(1)</sup>، حيث يمكن تقسيم سوق رأس المال إلى نوعين رئيسيين:

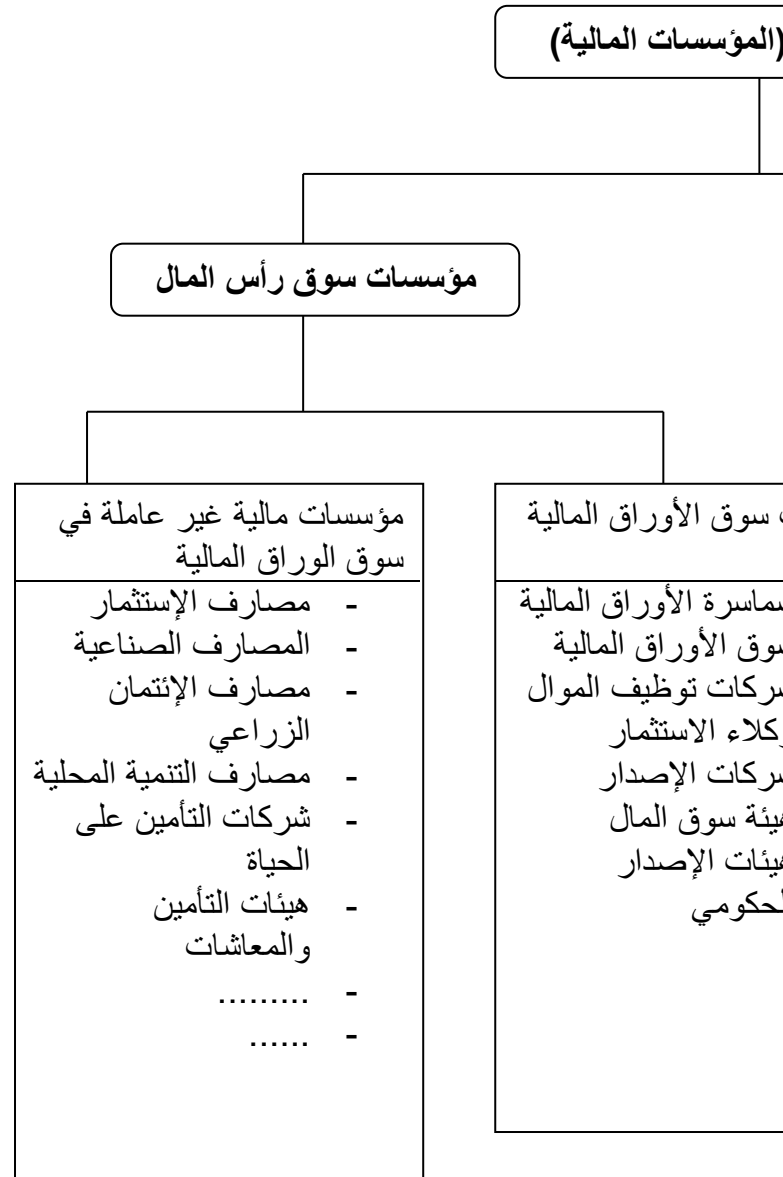
### 1-1 سوق النقد: Money Markets

هي سوق يتم فيها التعامل بالأصول النقدية (سندات، مخزونات، منازل، والأشكال الأخرى للثروة) في سوق الأرصدة، ودراسة هذه الأخيرة يعني تحليل حركات هذه الأصول بين حائزي النقود (السيولة النقدية) والطالبيين لها، عن طريق المؤسسات المالية والنقدية الوسيطة<sup>(2)</sup> والمتمثلة في:

**أولاً: البنك المركزي:** وهو بنك البنوك، إذ يقوم هذا الأخير بعدة وظائف رئيسية، فهو بنك البنوك

وينقسم سوق رأس المال بدوره الى عدة أسواق، فنجد سوق الإصدار (Primary Markets) التي تهتم بكل ما يتعلق بإصدار الأدوات المالية الجديدة، والأسواق الثانوية (Secondary Markets) والتي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية التي سبق إصدارها<sup>(4)</sup> والشكل التالي يوضح هيكل السوق المالي:

### 1 : هيكل السوق المالي.



صادية معاصرة، مصر، مكتبة دار الأدب، 1998، ص: 122.

- تمكن أسواق رأس المال في الفصل بين الملكية والمسيرين كما أنها تساهم في تقليل الأضرار التي قد تنجم عن تغيير مستمر في المالكين لحصص الشركات المدرجة في هذه الأسواق.

- تساهم في رفع الكفاءة الاقتصادية للمشاريع المدرجة، وذلك من خلال إعلان الشركات لنتائجها المالية بصفة دورية، حيث تكون محل متابعة وتقييم من طرف المساهمين،

تيسر تداول الأوراق المالية لمن يريد استثماراً حقيقياً أو مالياً أو يريد سيولة سريعة، مما يساهم في تضيق الفجوة بين الاستثمار قصير وطويل الأجل.

- تتيح سوق المال إمكانية تحويل الإستثمارات الى سيولة، كما أنها توسع دائرة الخيارات أمام المدخرين، كما أنها تعتبر وسيلة من وسائل تغطية المخاطر.

- تعد الحقل الذي تعمل فيه الدول لتحقيق الإستقرار النقدي عن طريق أداة السوق المفتوحة من خلال بيع وشراء الأوراق المالية من طرف البنك المركزي للتأثير على كتلة النقود في الاقتصاد توسعاً أو انكماشاً.

### 3- خصائص أسواق المال في المنطقة العربية

تتميز أسواق رأس المال في المنطقة العربية بحدائتها نشأتها نسبياً رغم أن بعض الدول مثل مصر ولبنان ورثت أسواق من هذا النوع من الفترة الاستعمارية، تبقى هذه الأخيرة تعاني من مشاكل بالرغم من الإصلاحات التي عرفتها وتعرفها فيما يخص الأطر القانونية والتنظيمية ومجال الوساطة المالية وعمليات الخصخصة<sup>(6)</sup>.

### 3-1 ضيق السوق:

ويعود سبب ضيق سوق الأوراق المالية في الوطن العربي الى محدودية عرض أدوات الاستثمار المالي وضالة الطلب عليه في هذه الأسواق<sup>(7)</sup>، وفي هذا الإطار يمكن الإشارة الى أن عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية لا يتجاوز 58 باستثناء مصر، مقابل 330 شركة في البورصات الناشئة و 750 شركة في البورصات المتقدمة، إذ بلغت رسملة البورصة في سنة 1990 في الولايات المتحدة الأمريكية والتي تتميز أسواقها المالية بالعمق والاتساع 172 % من الناتج الداخلي الخام، في حين تبلغ 68 % في الدول الأوروبية<sup>(8)</sup>، حيث يبقى هذا العدد قليل رغم عمليات الخصخصة

وتأتي أهمية سوق المال من كونها أداة لدعم التنمية الاقتصادية من خلال وظيفتها الأساسية والمتمثلة في تجميع رأس المال المعتمد أساساً على معدل الإدخار، من خلال تعبئة الإدخار والتوزيع الكفاء لهذه المدخرات على الإستثمارات المتنوعة. فوجد نظام مالي باستطاعته حشد وتخصيص الموارد المالية بكفاءة لتمويل الإستثمارات المنتجة من المتطلبات الرئيسية لتحقيق معدلات نمو عالية وقابلة للاستمرار<sup>(5)</sup>، وهذه النقطة تطرح بالحاح خاصة بالنسبة للدول العربية التي تعاني تركيز شديدة في صادراتها الى العالم الخارجي، وتزايد أهمية هذا القطاع على باقي القطاعات، فضلاً عن تعميق اندماجها في الاقتصاد العالمي.

### 2- أهمية أسواق رأس المال: تلعب أسواق المال

دور مهم في الحياة الاقتصادية حيث يمكن أن تساهم في:

- تعبئة النقدية وتوجيهها نحو الاستثمار،  
- توزيع رأس المال على مختلف الأنشطة الاستثمارية،

- لا يترتب عليها آثار تضخمية، بخلاف ما يترتب على منح الائتمان من طرف البنوك التجارية،

- إن السماح للسوق المالي بمباشرة نشاطه بالعملة القابلة للتمويل، وقبول إدراج طرح أسهم ومستندات الشركات والحكومات المختلفة بالعملة الأجنبية قد يؤدي الى تمويل هذه السوق الى سوق إقليمية أو دولية، كما أنها تنمي الوعي لدى المدخرين لأهمية التمويل من خلال سوق الأوراق المالية،

- تعطي عمليات سوق المال مؤشراً عاماً لاتجاهات الأسعار والإدخار والاستثمار،

- من خلال المؤشرات التي يمكن أن تعطيها سوق رأس المال عن وضعية الاقتصاد، يمكن الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدولة، كما أنها توفر قاعدة للبيانات لما تنتجه من شفافية في هذا الإطار لاتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة.

- إن رواج نشاط سوق الأوراق المالية المستند الى الحقائق الإنتاجية يدفع الأفراد الى توجيه مدخراتهم الى هذه الشركات المقيدة في البورصة عن طريق شراء أسهمها، كما أن تجديد أسعار أسهم المشاريع المدرجة في البورصة وفقاً لمبدأ العرض والطلب في سوق تنافسية يؤدي الى تحسين تخصيص الموارد.

(الرياض، الكويت، دبي) درجة عالية من الارتباك في معاملاتها اليومية إلى مستويات غير مسبوقة، حيث أثبتت اقتصاديات المنطقة مرة أخرى مدى التباين بين مؤشرات السوق المالي المبنية على التوقعات والواقع الاقتصادي لدول الخليج المبني على الحقائق.

وفي ختام هذه الورقة سنحاول إعطاء بعض التوصيات نراها ضرورية للرفع من مستوى أداء أسواق المال في المنطقة العربية نوردتها في النقاط التالية:

- الاستفادة من التكنولوجيا وأنظمة الحاسب الآلي لتسهيل عمل البورصة،
- رفع مستوى الشفافية والإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة بهذه الأسواق، وتبسيطها وبصفة خاصة الميزانيات السنوية وتقارير مجالس الإدارة، وحسابي الأرباح والخسائر،
- العمل على زيادة الوعي في هذا الإطار من خلال نشر الوعي الادخاري والتوظيفي لدى الأفراد من خلال مختلف وسائل الإعلام،
- الإسراع في عمليات الخوصصة في إطار دعم سوق الوراق المالية (زيادة العرض)،
- العمل على تطوير الأسواق الناشئة في المنطقة العربية فيما يخص الأطر القانونية والتنظيمية لمراقبة السوق وفيما يخص عمليات البورصة ومهام لجنة (هيئة) عمليات البورصة وعلى سلوك المدخرين،
- عدم المبالغة في قيمة الأسهم المطروحة في السوق من قبل الشركات القابضة، بحيث تكون هذه القيمة تمثل القيمة الحقيقية لأصول وأداء الشركات التي طرحت هذه الأسهم.

التي باشرت العديد من الدول العربية، وفي هذا الإطار قامت قطر في عام 2003 مثلاً بخصخصة شركة الأسمدة الوطنية بنسبة 30 % وشركة الحديد بنسبة 45 % وأقسام من مصانع البتروكيماوية بنسبة 35 % بهدف تنويع وتوسيع قاعدة الملكية<sup>(9)</sup>.

## 2- تركيز عمليات التداول وضعف التنوع في الأوراق المالية:

حيث تعاني جل البورصات العربية تركيز معظم عملياتها في عدد محدود من الأسهم (الأسهم القيادية)، ويعود هذا التركيز إلى عدة أسباب أهمها عدم جودة غالبية الأسهم المدرجة، وخاصة تلك العائدة إلى القطاع العام الذي يسيطر على حصة كبيرة في هذه الأسواق، رغم عمليات الخصخصة التي باشرت هذه الدول، كما أن هذه الأسواق تعاني من عدم التنوع والذي إن وجد سيئح للمستثمرين تنويع محافظهم المالية للتقليل من درجة الخطر.

فعلى سبيل المثال تشكل السندات 70% من حجم التعامل في أغلب أسواق المال في العالم، فسوق السندات في مصر مثلاً محدودة بالنسبة لهذه الورقة، حيث تمثل 14% من الإصدارات الجديدة على أقصى تقدير خلال الفترة (96/97-2002-2003) إذ تستحوذ إصدارات الأسهم العادية على نحو 86%<sup>(10)</sup>.

## 3- ضعف السيولة:

إن توفر السيولة أحد أهم الوظائف التي يمكن أن تقوم بها سوق الأوراق المالية، غير أن البورصات العربية تعاني من ضعف في السيولة ويظهر ذلك جلياً في انخفاض عمليات التداول اليومية والسنوية، فضلاً عن انخفاض معدل دوران الأسهم الذي يتراوح بين 0.03 % في بورصة الجزائر و 12.56 في بورصة عمان خلال الربع الأول من عام 2004<sup>(11)</sup>.

## 4- التقلبات الشديدة في الأسعار:

تتميز أسواق المال في الدول العربية بتقلبات أسعار أسهم الشركات المدرجة بها، ويعود ذلك بدرجة كبيرة إلى الاعتماد على القروض التي تمنحها البنوك في تمويل السوق، والمبالغة في تحديد أسعار الأسهم، حيث شهدت الأشهر الأخيرة من سنة 2006 أسواق المال في دول الخليج

## المراجع:

- (1)- أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية عربية، ورقة قدمت لندوة التجارة العربية البنينية والتكامل الاقتصادي، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، الجامعة الأردنية، الجزء الثاني، عمان، سبتمبر 2004، ص: 454.
- (2)- مصطفى رشدي شيحة، الاقتصاد النقدي والمصرفي، لبنان، الدار الجامعية، 1989، ص: 284.
- (3)- أسامة بشير الدباغ، أثيل عبد الجبار الجومرد، المقدمة في الاقتصاد الكلي، الأردن، دار المناهج للنشر والتوزيع، 2003، ص: 276.
- (4) في هذا الإطار أنظر:
- صلاح الدين حسن السيسي، قضايا إقتصادية معاصرة، مصر، مكتبة دار الأدب، 1998، ص: 122.
- أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية عربية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 456-457.
- (5)- محمد الفنيش، القطاع المالي في البلدان العربية وتحديات المرحلة المقبلة القضايا الرئيسية، ورقة مقدمة الى ندوة القطاع المالي في البلدان العربية وتحديات المرحلة المقبلة، صندوق النقد العربي، الصندوق العربي للإنماء الإقتصادي والإجتماعي، الإمارات العربية المتحدة، أفريل 2000، ص: 19.
- (6)- في هذا الإطار أنظر:
- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، سبتمبر 2004، ص ص: 133-134.
- (7)- يقاس العرض بعدد الشركات المدرجة بالسوق، بينما يقاس الطلب بعدد أوامر الشراء.
- (8)- أنظر، LOURO, Problèmes Economiques, le premier pas de l'euro comme monnaie internationale, n°02-635, 13 octobre, 1999.
- (9)- صندوق النقد العربي، تقرير الإقتصاد العربي الموحد، سبتمبر 2004، ص: 135.
- (10)- حسين عبد المطلب الأسرج، آليات تفعيل البورصة المصرية لتنمية الادخار، مجلة مصر المعاصرة، العدد 477/478، أبريل 2005، ص: 561.
- (11)- أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية عربية، مرجع سبق ذكره، ص: 470.