

## دور الأسواق المالية في فاعلية النشاط الاقتصادي ( مع الإشارة إلى وجهة النظر الإسلامية )

م.م. مهدي وهاب نصر الله  
كلية الإدارة والاقتصاد  
جامعة كربلاء

م.م. عباس كاظم الدعيمي  
كلية الإدارة والاقتصاد  
جامعة كربلاء

ملاحظ. بشرى صالح  
رئاسة جامعة كربلاء

م.م. حيدر يونس الموسوي  
كلية الإدارة والاقتصاد  
جامعة كربلاء

### المقدمة :

مما لا شك فيه إن علم الاقتصاد يتعامل مع المستقبل طالما ان الجزء الأكبر منه يتعامل مع المستقبل بشكل أساسي , وإزاء الرغبة في معرفة المستقبل أو التنبؤ به فإن المتعاملين في الأسواق المالية يحتاجون قبل اتخاذ القرارات المهمة فيما يخص عمليات البيع والشراء إلى تحسس المستقبل والإلمام بالادوات والظروف التي تحكمها , ولذا ظهرت الحاجة الملحة والهامة إلى التوقع والتنبؤ بمستقبل أسعار الأوراق المالية وهذا يتطلب توافر البيانات

الكاملة والدقيقة عن الماضي فضلاً عن الاستناد إلى قوانين أو فروض نظرية تفسر العلاقات بين الظواهر .

ويعد سوق الأوراق المالية من المعالم البارزة التي تعكس مدى تطور الجهاز المالي ، طالما كان قادراً على استغلال الموارد المالية المتاحة بصورة أفضل من خلال تجميع المدخرات الوطنية والاجنبية واستثمارها في الشركات والمشاريع ذات الجدوى الاقتصادية الجيدة فضلاً عن ذلك فإنها تعد من اجهزة الادخار والاستثمار المهمة في الدول التي تتمتع بالحرية الاقتصادية ، فالدول ذات الاقتصاد المختلط تلعب كلاً من اجهزة الدولة والقطاع الخاص دوراً في هذا الشأن فسوق المال هو سوق لإستثمار اموال الأفراد والمصارف التجارية وشركات التأمين وصناديق الادخار وغيرها من مصادر تجميع الأموال وبالتالي دفع عجلة التنمية الاقتصادية في البلاد .

والاستثمار في الأوراق المالية اخذ يشغل حيزاً كبيراً من اهتمامات المختصين بشؤون المال والاقتصاد الامر الذي تطلب ان يكون المتعاملون في هذا المجال متخصصون في الغالب في احدى العلوم الاقتصادية سعياً منه وراء مواكبة المستجدات الخاصة بحقل الاستثمار بالأوراق المالية لما للأخير من دور في التأثير على مجمل النشاط الاقتصادي من خلال ما تسعى اليه تلك الأسواق في تشجيع الادخارات لدى الأفراد من اجل تمويل المؤسسات التي تستثمر في مختلف القطاعات الاقتصادية مما يفضي في المحصلة إلى تنمية الاقتصاد وتطوره ، فسوق الأوراق المالية هو الممول الرئيسي للنمو الاقتصادي في البلدان وبالتالي فإن التطور الاقتصادي يرتبط بشكل وثيق بوجود سوق مالية مزدهرة ومتطورة .

## مشكلة البحث وهدفه:

تغاني المؤسسات المالية والمصرفية في البلدان النامية من وجود تشوهات في آليات عمل هذه الأسواق، فضلاً عن ضعف إمكانياتها المادية والتقنية مما يعيق هذه المؤسسات عن مواكبة التطورات الهائلة في هذا المجال والتي حصلت في البلدان المتقدمة. ويهدف البحث إلى جملة من الأهداف أهمها : توضيح ماهية السوق المالية وتقسيماتها وبيان العوامل التي تحكم الأوراق المالية المتداولة في هذه الأسواق .

- بيان وجهة النظر الإسلامية في سوق التداول الخاص بالأسهم والسندات .
- توضيح أهم المؤشرات الرئيسية للأسواق العالمية والعربية .
- بيان دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية .

## فرضية البحث :

للمؤسسات المالية والمصرفية دور محوري وهام في التأثير على الحياة الاقتصادية. وبالتالي فيمكن للدول النامية والإسلامية على وجه التحديد تفعيل دور هذه المؤسسات عن طريق تنفيذ بعض الخطوات اللازمة لمواكبة التطورات التي حصلت على المؤسسات المالية في الدول المتقدمة .

## هيكلية البحث :

تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة محاور رئيسية ، إذ اشار المحور الأول إلى الإطار النظري للأسواق المالية والذي يتضمن مفاهيم عن الأسواق المالية وتقسيماتها فضلاً عن الأدوات المستخدمة في السوق ،اما المحور الثاني فقد اشار إلى الأسواق المالية من وجهة النظر الإسلامية والذي تضمن التخرجات الفقهية للأوراق المالية ،اما المحور الثالث تناول فاعلية السوق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي والذي تضمن أهم المؤشرات الرئيسية

للاسواق المالية العالمية والعربية فضلاً عن الإشارة إلى كفاءة السوق المالية ودورها في النشاط الاقتصادي وقد تم التوصل إلى مجموعة من الاستنتاجات والتوصيات .

## المحور الأول

### الإطار النظري

أولاً : تطور الأسواق المالية عبر التاريخ

قبل مايقارب أربعة الآلاف عام عرفت حضارة وادي الرافدين أقدم أشكال التمويل والصيرفة من خلال شريعة حمورابي وألتمتضمنة مواد قانونية استجذبت الحاجة إليها بعد أن تطورت التجارة وظهرت أشكال من التعامل المالي والتقدي ومن أهمها تأسيس بيوت المال وعمليات الإقراض والتمويل وتسوية المدفوعات وغيرها من اعمال الصيرفة ، كذلك عرف الرومان الأسواق المالية في القرن الخامس قبل الميلاد وأطلقوا عليها ( - Cllegia Mercatorum ) ، وفي العصور الوسطى اعتبرت كل من بروج وأنفرس وليون وأمستردام ولندن والتي تعد من أهم المراكز المالية ، إذ قامت فيها الأسواق المالية إلى جانب الأسواق التجارية وظهرت أول قائمة لأسعار الأسهم في مدينة ( أنفرس ) في عام ١٩٥٢ ( أنجفي، ١٩٩٢، ١١ ) .

وقد مرّ تأسيس الأسواق المالية بمراحل عدة، إذ كان هنالك نوعان من الأسواق أولهما يتعامل بالأوراق المالية ( الأسهم والسندات ) واخرهما يتعامل بالبضائع والمنتجات الزراعية والصناعية فضلاً عن ذلك فإن تأسيس السوق المالية قد تتولاه السلطات الحكومية كما في فرنسا ، أو يتولاه الأفراد والهيئات المهنية كما في الولايات المتحدة ومصر . فضلاً عن ما تقدم فإن فكرة إنشاء الأسواق المالية تستند إلى نظرية ادم سميث والتي تنص على أن

تقسيم العمل يعتمد إلى حد الناشف، حجم السوق وبما إن هناك علاقة وثيقة بين حجم السوق وحجم الإنتاج فإن هذه العلاقة تنعكس على التطور المالي ومعدل دخل الفرد .

وقد مرّت فكرة إنشاء الأسواق المالية بخمس مراحل وهي مرتبطة بالتطور المالي والاقتصادي للدولة وتلك المراحل هي (الهندي والناشف، ٢٠٠٠، : ٢٦ ) :

- المرحلة الأولى : تتميز بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومجالات الصيرفة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في القطاعات الاقتصادية المختلفة كافة.
- المرحلة الثانية: تمتاز ببداية ظهور البنوك المركزية وسيطرتها على البنوك التجارية بعد أن كانت المرحلة الأولى تمتاز بحرية اقتصادية مطلقة.
- المرحلة الثالثة: مرحلة ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل الأجل.
- المرحلة الرابعة: مرحلة بداية ظهور الأسواق النقدية المحلية، فوجود سوق نقدية متطورة يقتضي وجود موارد مالية كبيرة لحجم العمليات التي تجري فيها.
- المرحلة الخامسة: مرحلة اندماج الأسواق المالية المحلية في الأسواق المالية الدولية.

ثانياً : مفهوم السوق المالية وتقسيماتها

تستمد السوق المالية مفهومها من مفهوم السوق بشكل عام ، فالسوق يمثل المكان الذي فيه البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق

وهذا يعني إن السوق لا ينحصر في مكان جغرافي محدد ( ولو إن المكان يزيد من كفاءة وفاعلية السوق ) بل يكفي نشوءه تواجد وسائل فعالة لاتصال البائع والمشتري ، لذا فالسوق المالي هو الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة الأموال لغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توافر قنوات اتصال فعالة ( التميمي و سلام ، ٢٠٠٤ ، ١١٠ ) .

ويمكن تقسيم السوق المالية إلى عدة أنواع تبعاً لأسس مختلفة وكما يلي:

١- الأسواق المالية من حيث العلاقة بين المصدرين والمستثمرين: وتقسّم إلى:

• سوق الإصدارات ( السوق الأولية ) : وهي السوق التي تتجمع فيها المدخرات الخاصة والتي لم تكن موجودة للتداول من قبل أي أوراق جديدة لغرض تحويلها إلى استثمارات جديدة ، وتنشأ في هذه السوق علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية (المقرض) وبين المكتتب الأول فيها (المقترض) .

• سوق التداول (السوق الثانوية) : وهي السوق التي يتم تداول الأوراق المالية فيها بين حاملي هذه الأوراق وبين مستثمرين آخرين من خلال عمليتي البيع والشراء ، وهذه الأوراق متداولة أصلاً؟ استمرار قائم وليس جديد وهذا ما يفرق سوق التداول عن سوق الإصدارات ( ألنجفي ، ١٩٩٢ ، ٢١ ) .

٢- الأسواق المالية من حيث القوانين التي يخضع لها السوق:- وتقسّم إلى :

• السوق المحلية : أو كما يطلق عليها أحياناً السوق الوطنية والتي تتفرد بقوانينها وإجراءاتها ومؤسساتها التي تميزها عن الأسواق

الأخرى ويقتصر التعامل فيها على المقيمين أو المواطنين في ذلك البلد .

• السوق الملحقة: هي السوق الأجنبية أو السوق الملحقة بالسوق المحلية وتطبق فيها قوانين وتعليمات خاصة بالأجانب، إذ يشاركون في عرض الأموال أو الطلب عليها ولكن وفقاً للقواعد والقوانين المقررة لغير المقيمين في السوق المحلية.

• السوق الخارجية : وهي سوق التعامل المالي الخارجي أي خارج حدود السلطة السياسية للبلد ولا ترتبط بالسوق المحلية سوى العملة المستخدمة كوحدة لقياس قيمة الحقوق المالية ، أي أنها لا تخضع للقوانين والتعليمات التي تحكم السوق المحلية بسأى شكل من الأشكال ( السيد علي و العيسى ، ٢٠٠٤ ، ١١٨ ) .

٣- الأسواق المالية من حيث طبيعة التمويل :- وتقسم إلى :

• سوق التمويل المباشر : وهي السوق التي تتعامل بجميع أنواع الأدوات المالية الأولية التي تصدرها الشركة المقترضة وتسوقها مباشرة أو من خلال خبراء التسويق (السماسة والمتاجرين) وبدون تدخل الوسطاء ، أو تستخدم الشركة المقترضة أي أداة من الأدوات المالية سواء أكانت الأسهم أم السندات للقروض طويلة الأجل أم الأدوات التجارية قصيرة الأجل .

• سوق التمويل غير المباشر : ويقصد بها تلك السوق التي تتضمن جميع التعاملات التي من خلال الوسطاء الماليين الذين يقومون بشراء الأوراق المالية في السوق الأولية من المقترضين ويبيعون أوراق مالية ثانوية في الأسواق الثانوية من طرف آخر ، أي إن

سوق التمويل غير المباشر يتعامل في السوقين الأولية والثانوية  
ويتدخل الوسطاء الماليين (د.الهندي، ٢٠٠٢، ٥١١).

٤- الأسواق المالية من حيث مدة الاستحقاق:- وتنقسم إلى:

- الأسواق الرأسمالية : وتعرف بسوق الأموال الطويلة الأجل ، إذ من خلاله تلتقى وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار بعقد صفقات طويلة الأجل بصورة مباشرة عن طريق الاكتتاب بالأسهم والسندات، بمعنى أن تنصب على الأوراق المالية التي تزيد مرة استحقاقها سنة واحدة ويكون الغرض الرئيسي من الأموال المستحصلة لتحويل الاستثمارات الحقيقية للبناء والمعامل .
- الأسواق النقدية :- وتعرف بالسوق قصيرة الأجل التي لا تتعدى التعامل بالأدوات المالية فيها من حيث مدة استحقاقها أو استخدامها مدة السنة ، وتمثل الميدان الاقتصادي الذي تباع فيه أوراق السدين قصيرة الأجل (التميمي، ٢٠٠٤ ، ١١٤-١١٦).

١- الأسواق المالية من حيث توقيت التنفيذ : وتنقسم إلى :

- الأسواق الفورية: وتعرف بالأسواق الحاضرة، إذ تنتقل حقوق الملكية فوراً من البائع إلى المشتري بعد دفع قيمتها واستلامها من قبل البائع بعد أن تم الاتفاق على شراء الأسهم والسندات والأوراق التجارية بينهما ( د. الهندي ، ٢٠٠٢ ، ٤٨١ ) .
- الأسواق المستقبلية: ويطلق على هذه الأسواق بأسواق العقود المستقبلية، إذ يتم الاتفاق بين البائع والمشتري على شراء أسهم وسندات أو عملات أجنبية وتسليمها في موعد يتفق عليه في المستقبل وبسعر يتفق عليه عند توقيع العقد.



- أسواق الاخيارات : تشبه إلى حد كبير الأسواق المستقبلية من حيث التعامل بين البائعين والمشتريين وبموجب عقود نظامية ولكن الفرق بينهما يكمن في إن عقود الاخيارات غير ملزمة أي اختيارية خلال مدة العقد بالنسبة للبائع والمشتري ولكن المشتري يكون ملزماً بدفع الفرق بين السعر المنفق عليه والسعر الفعلي في حالة انخفاض السعر ويدفع البائع كذلك الفرق في حالة ارتفاع السعر .

### ثالثاً: الأوراق المتداولة في السوقين النقدي والمالي

تعد السوق المالية النظام الأوسع والأشمل والتي يتمحور نشاطها في الأوراق المالية ، لذا فإن من المتداول تبويب السوق المالية وفقاً لأغراض التمويل فمنها ما يخصص لأغراض التمويل الخاصة بالمشاريع الاقتصادية ومنها ما يمول عمليات التشغيل ، وطبقاً لهذا التصنيف يمكن تقسيم السوق المالية إلى سوق نقدي وسوق رأسمالي وفيما يلي أهم الأدوات المستخدمة في كلا السوقين (التميمي، ٢٠٠٤، ١١٥) :

١- ادوات الاستثمار في سوق النقود : يوجد في سوق النقد مجموعة من الأوراق المالية التي تشكل بطبيعتها دين وتشارك جميعها بخاصية القابلية للتسويق العالية ومخاطرة منخفضة وبأجل قصير لا يتعدى السنة وأهم أنواع هذه الأوراق هي :

- حوالات الخزينة (اذونات الخزينة ) : وتعد من ادوات الدين العام للحكومة والتي تصدر من قبل السلطة النقدية في البلد المعني وفي الغالب الاعم لحاملها وتباع بطريقة المزايادة العلنية وبخصم عن القيمة الاسمية المثبتة في شهادة الحوالة

. وتتداول اذونات الخزينة وفقاً للسعرين الأول سعر الشراء والآخر سعر البيع وتحدد هذه الاسعار بناءً على سعر خصم البيع واخر للشراء المعلنة في الصحف المحلية وقد تصدر هذه الاذونات اما بالاشهر مثل ( ٣ - ٦ - ٩ - ١٢ ) شهراً أو بالايام ( ٩١ - ١٨١ - ٣٦٥ ) يوماً .

• الأوراق التجارية : وهي تعهدات غير مضمونة بموجبات مادية تصدرها الشركات ذات المراكز الائتمانية القوية تتراوح آجالها ما بين (٣٠-٢٧٠) يوماً واحياناً تكون اصداراتها بالاشهر ما بين (٢-٦) اشهر وتتسم الأوراق التجارية بالمخاطرة العالية نسبياً قياساً بحالات الخزينة .

• القبولات المصرفية : وهي عبارة عن سحبات مصرفية تصدر عن المصرف التجاري لأغراض الترتيبات الائتمانية القصيرة الأجل ، إذ يستخدمها المستورد عند استيراد بضاعة ما من الخارج يتعهد المصرف بالدفع عند الطلب أو خصمها قبل تاريخ الاستحقاق وتتداول هذه الحوالات بشكل واسع لأغراض تمويل التجارة الخارجية ، ويتراوح استحقاقها بين ( ٣٠ - ١٨٠ ) يوماً فضلاً عن أنها معتدلة المخاطرة وقصيرة الأجل وترتبط من حيث الحجم مع معدل الفائدة على القروض المصرفية بعلاقة عكسية .

• شهادات الايداع المصرفية : وهي عبارة عن أوراق تصدر عن المصارف التجارية ترتب لحاملها بذمة الجهة المصدرة لها والحصول على الفوائد عند الاستحقاق والتي لا تتجاوز

السنة الواحدة وبنسبة مؤية من القيمة الاسمية المثبتة بشهادة  
الوديعة ، وتحمل هذه الورقة الزمزم الشائع في التداول وهي  
( CD ) ويتم التداول على اساس سعر الفائدة وليس الخصم  
( أي أنها لا تباع بخصم القيمة الاسمية وانما يمكن لحاملها  
ان يحصل على قيمتها في أي وقت مقابل التضحية بجزء من  
الفائدة التي تخص المدة المتبقية من الاستحقاق ) .

٢- ادوات الاستثمار في سوق رأس المال : من خلال هذا السوق تلتقي  
وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل بصورة  
مباشرة عن طريق الاكتتاب بالأسهم والسندات واهم الأوراق المالية  
المتداولة في هذا السوق هي :

• الأسهم : وهي أوراق مالية تصدرها الشركات المساهمة  
العامة والخاصة وشركات التوصية ، والسهم هو المصلحة  
التي تكون للمساهم في الشركة وتقاس هذه المصلحة بمبلغ  
من النقود لأغراض المسؤولية بالدرجة الأولى ولأغراض  
النفع المادي والمعنوي بالدرجة الثانية ، ومن حيث الحقوق  
التي تقرر لها للمساهم فهي تقسم إلى اسهم عادية واسهم  
ممتازة ، ويتمتع حامل السهم بالحصول على عائد سنوي  
نتيجة استثماره لرأسماله وتختلف هذه العوائد من سنة إلى  
أخرى وتبعاً للأرباح والخسائر التي تحققها الشركة المصدرة  
للسهم وهو بذلك يختلف عن السند الذي يحصل حامله على  
فائدة سنوية محددة مسبقاً ( التلاحة ، ٢٠٠٤ ، ٢٣١-٢٣٢ )

• **السندات :** وهي واحدة من الاستثمارات المالية الطويلة الأجل التي تصدر عن الحكومات ومنشآت الأعمال ، إذ تتعهد بموجبها الأخيرة لحامل السند بدفع سلسلة من الفوائد الدورية بالافضلا عن ضافة إلى اعادة المبلغ الاصلي (القيمة الاسمية للسند ) عند تاريخ الاستحقاق وتمتاز اغلب السندات بخصائص معينة منها مدة الاستحقاق ، إذ تتراوح ما بين ( ١٠ - ٣٠ ) سنة وهناك أنواع متعددة من السندات قابلة لأضافة أنواع جديدة تبعاً لتطور الأسواق المالية مما يساهم في تنشيط دور هذه الأسواق في الاقتصاديات الدولية واهم هذه السندات هي ( السندات المضمونة ، السندات غير المضمونة ، السندات القابلة للتحويل إلى اسهم ، السندات القابلة للاستدعاء ، السندات ذات القسائم الصفرية ، سندات الدخل ، التراخيص ، السندات الدولية ( العامري ، ٢٠٠٢ ، ٢٣ - ٣٠ ) .

٣- الأدوات الاليكترونية : اخذت معظم الأسواق الدولية تعتمد وبشكل اساسي على منتجات الثورة الاليكترونية بوصفها خطوة مهمة لتسهيل عملية التبادل الدولي للأوراق المالية ولسرعة انجازها مما يجعل خطوات الأسواق المالية الدولية اسرع بكثير من ذي قبل ومن بين ابرز تلك الأدوات الاليكترونية هي ( العاني ، ٢٠٠٢ ، ٢١٩ ) :

- الشبكة الدولية للمعلومات والاتصالات الاليكترونية .
- شبكة ويب العالمية ( بوابة التجارة العالمية Word wide web ) . ( web.www ) .

- شبكة سوفت : شبكة الاتصالات الدولية المالية الهاتفية بين المصارف والتي تديرها الجمعية الدولية للاتصالات الدولية الهاتفية .

#### رابعاً : العوامل المؤثرة في خلق وتفعيل السوق المالية

من اجل جذب المدخرات لتشجيع الاستثمار وتطوير الأسواق المالية لا بد من توفر جملة من المتطلبات الرئيسية لبلوغ الاهداف المرجوة منها ، إذ ان إنشاء وخلق سوق الأوراق المالية ليس مجرد رغبة في ذلك ولا بصدور قرار من السلطات المختصة ولكن هناك متطلبات لا بد من توافرها وهي (الهندي و الناشف ، ٢٠٠٠ ، ٥٣ ) :

- وضوح الفلسفة الاقتصادية ، فمن اجل تشجيع الاستثمار لا بد من اتخاذ قرارات استثمارية في بلد ما بهدف خلق مناخ ملائم للأدخار والاستثمار معاً ومن ضمن الاولويات هو خلق الاستقرار الامني والسياسي ووضوح الخطط الاستراتيجية والسياسات الاقتصادية والمالية والنقدية الواضحة والسليمة والتي تمهد لتحقيق النمو الاقتصادي وتخفيف التقلبات في اسعار الصرف وتوفير السيولة اللازمة للنشاط الاقتصادي وغيرها من الاجراءات .
- وجود قدر كاف من المدخرات المعروضة للإستثمار من خلال اجهزة السوق في المقابل يوجد طلب كاف على تلك المدخرات المعروضة .
- توافر طاقات استيعابية قادرة على استيعاب رأس المال المعروض متمثلاً في توفير مشاريع ذات جدوى اقتصادية وربح معقول ( أي قدرة القطاعات الاقتصادية المختلفة لأستيعاب رؤوس الأموال ) .

- وجود اطار تشريعي وتنظيمي مرن قادر على التطور والاستجابة للمتغيرات المستجدة وبإمكانه تسهيل المعاملات وتوفير الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين .
- وجود مؤسسات مالية ومصرفية من الاختصاصات كافة لتؤدي دورها في عدة اتجاهات أهمها تعبئة المسدخرات وتوليد فرص استثمارية من خلال ايجاد المشاريع والترويج لها .
- تنوع ادوات الاستثمار المالي ذات المزايا المختلفة التي تضمن للسوق توسعاً وفاعلية وتخلق الفرص امام المتعاملين كافة من خلال الاساليب الفنية الحديثة في الاصدار .

## المحور الثاني

### الأسواق المالية من وجهة النظر الإسلامية

#### أولاً : الأسواق المالية الإسلامية وادواتها

كما اشرنا في المحور الأول ان سوق الأوراق المالية هو المكان الذي تلتقي فيه الوحدات الادخارية مع الاستثمارية ومن خلاله تتم عملية الاكتتاب بالأسهم والسندات التي تصدرها الحكومات والشركات الخاصة سعياً وراء الربح ، في حين ان عملية تجميع الأموال وتوضيفها في المجتمع الاسلامي تتولاه الدولة نفسها عن طريق بنك رسمي يعمل ويتعامل بقوانين الشرعية الاسلامية ولا يسمح بالاستثمارات المصرفية للقطاع الخاص وبهذا ينفصل الهدف التنموي لهذه العملية عن مغزاها الرأسمالي عنه فسي الاقتصاد الاسلامي ، إذ تصبح عملية تجميع الأموال عملية اجتماعية تنوب فيها الدولة عن اصحاب الأموال انفسهم واي قدرة جديدة يخلقها هذا المجتمع لن تكون ملكاً لفرد أو افراد محددين كأولئك الذين يسيطرون على النشاط المصرفي

وممكون بزمام الحياة الاقتصادية في المجتمعات الرأسمالية فضلاً عن ان الدولة في المجتمع الاسلامي لا تعتمد في جميع الأموال المدخرة على الاعراء بدخل ثابت تحت اسم الفوائد كما تعمل البنوك التقليدية وانما تنطلق في رسم سياساتها وفقاً للحقائق والقضايا المستمدة من مذهبها الاقتصادي ومستوحاة من الروح العامة للتشريع الاسلامي (الصدر (ق.س.س.هـ) ، ١٩٧٧ ، ١٩٦ ) ، وتقسّم الأسواق المالية بحسب وجهة النظر الاسلامية إلى قسمين هما :

- ١- السوق غير المنظم : ويطلق عليها السوق غير الرسمي أو سوق المنتوج أو سوق فوق الحاجز وكل ما سبق من مرادفات تعبر عن السوق الغير خاضع للنظم ولا تتوافر فيه كفاءة التداول من حيث عدالة الاسعار ، إذ ان لسلوكيات الوسطاء والسماسرة والمستثمرين والمضاربين تأثيراً كبيراً في تحديد الاسعار ارتفاعاً وانخفاضاً وفي عدم الموازنة بين العرض والطلب ( الشيخ الفياض ، بلا ، ٢٧ ) .
- ٢- السوق المنظم : وهو ما يعرف بالبورصة ، إذ أنها سوق منظم للأوراق المالية ومكان تعقد فيه صفقات التداول بالأسهم والسندات وعملية تبادلها وشرائها بطريقة منظمة ، ويتم التداول بالأسهم والسندات المسجلة فقط وليس بشكلٍ مطلق ويكون التداول خاضع لجملة من القوانين والاجراءات الرسمية وفي اوقات محددة ويتم التداول فيها بواسطة الوسطاء المتخصصين والمسجلين لدى ادارة السوق ويكون التداول بشكلٍ علني وبصورة مسموعة ومعلومة وتشرف على نشاطات السوق هيئة رقابة متخصصة وهذه المزايا والخصوصيات تجعل السوق سوقاً مثاليّاً لبيع وشراء الأسهم

والسندات ، إذ أنها تخضع لرقابة شديدة وبالتالي عدم امكانية اجراء اتفاقيات سرية أو سلوكيات غير قانونية كالتلاعب بالاسعار أو استغلال المعلومات ، لذا فإن الاسلام أو الشريعة الاسلامية تجيز التعامل في تلك الأسواق ، وبرز صور الأوراق المالية كما اشرنا سابقاً هي الأسهم والسندات ، فالاسهم قد تكون عادية أو ممتازة والسندات قد تكون طويلة أو متوسطة أو قصيرة الأجل ، ويرى بعض الفقهاء عدم شرعية التعامل بالسندات سواء اكان التعامل لحساب البنوك أم لحساب عملاءه ، إذ ان التعامل بالسندات قائم على اساس الحصول على الفوائد وما ينطبق على السندات ينطبق على الأسهم الممتازة والتي عادة ما تحمل كابوناً بسنة محددة ومعلومة مسبقاً في ما يخص الارباح ، اما الأسهم العادية فهي نشاط مشروع كونه يشارك في الربح والخسارة لذا سينصب البحث في دراسة الأسهم العادية وتخريجاتها الفقهية ( د. الهندي ، ٢٠٠٢ ، ٢٧٨ ) .

ثانياً : الأسهم والسندات

١- الأسهم : وهي أوراق مالية ذات قيمة اسمية محددة ويتم الاكتتاب عليها وهي تمثل حصة من رأس مال الشركة ويترتب على ملكية الأسهم حقوق والتزامات منها حق بقاء ملكها للشركة فضلاً عن حق الاولوية في الاكتتاب وحق اقتسام موجودات الشركة وحق التدخل في القرارات وغيرها ، وهناك عدة أنواع للشركات المساهمة منها ( الشيخ الفياض ، ١٩ ، ٢٦٢ ) .

• القسم الأول : الشركة المساهمة التي رأسمالها حلال وتعامل بالحلال لكل نشاطاتها الاستثمارية على اساس نظامها التأسيسي



ينص على أنها تتعامل في حدود دائرة الحلال كشركة الكهرباء المساهمة والزراعة والمعادن والنفط والصناعة التحويلية شريطة ان تتعامل تلك الشركات في حدود الدائرة المحللة لها ولا تتعامل بالربا إقراضاً واقتراضاً ولا غيره من الاعمال المحرمة .

• القسم الثاني : الشركة المساهمة التي رأس مالها حرام أو مخلوط بالحرام وتتعامل بالحلال والحرام كأننتاج الخمر والربا وغيرها ولا تتقيد بالحلال .

• القسم الثالث : الشركة التي رأس مالها حلال ولكنها لا تتقيد بنص نظامها التأسيسي على انه تتعامل بالحلال لا بالحرام . وعلى هذا الاساس تتمحور المشاركة في شراء الأسهم من القسم الأول من الشركات المساهمة والدخول في عضويتها والاتجار فيها .

٢- السندات : تقوم الحكومات أو احدى الهيئات العامة المتمثلة بالبنك باستثمار جزء من اموالها الخاصة المودعة لديها في شراء الأوراق المالية والتي في الغالب الاعم تكون على شكل سندات واتجار البنك بالسندات تعد من الناحية الفقهية كإتجار أي شخص اخر بشراء وبيع تلك الأوراق ( السندات ) (الصدر (قدس سره) ، ١٩٧٧ ، ١١٦ ) .

ثالثاً : تكيف عمليات التداول من الناحية الشرعية

١- التخريج الفقهي للتداول بالأسهم : سبقت الإشارة إلى الشرعية الإسلامية على جواز التعامل بالأسهم في المحور الأول والتي رأس مالها حلال وتتعامل بالحلال في انشطتها الاستثمارية كافة ومن هنا يمكن تخريج العملية فقهيًا وتطبيقياً وعلى النحو الاتسي: (الشيخ الفراهي، بلا ، ٣٧٥-٣٨٤) .

- يتم العامل أو التداول في السوق المالية بين المتعاملين، إذ يلتزم كلاً من البائع والمشتري بتسليم البائع الأسهم المالية والمشتري الثمن اللازم لها في مدة لا تتجاوز اليوم وبالتالي فإن كلاً منهما يأمن أو يحقق ربحاً\* اعتماداً على ظروف العرض والطلب وهذا البيع العاجل بكامل الثمن والمثمن جائز من الناحية الشرعية .
- بيع الأسهم بالأجل، إذ يتم الاتفاق بين المتعاقدين في السوق على تسليم الأسهم بعد شهر مثلاً وتسلم الثمن عاجلاً في هذه الحالة أو على المشتري تسليم الثمن حالاً إلى البائع وان البائع يقوم بتسليم الأسهم عند حلول الأجل وهذه العملية لا أشكال في صحتها من الناحية الشرعية .
- المبادلة بين الأسهم والثمن خلال مدة زمنية متفق عليها من كلا الطرفين البائع والمشتري كأن تكون شهر أو شهرين أو ثلاثة أشهر وعلى هذا الأساس فعلى المتعاقدين الالتزام بالتسليم وتصفية الحساب ويمكن الحكم على هذه العملية بصحتها شرعاً وينطبق في صحة ومشروعية هذه العملية عنوان عام (التجارة عن تراضٍ عليه) استناداً إلى قوله تعالى ( ولا تأكلوا أموالكم بينكم بالباطل إلا أن تكون تجارة عن تراضٍ النساء(٢٩) ).
- عقد بين المتعاقدين في السوق على تسليم الثمن بعد شهر وتسليم الأسهم عاجلاً وهو عكس الحالة الثانية الأنفة الذكر ولا ريب في صحة هذه العملية شرعاً .
- يجوز شراء الأسهم معجلة بسعر ومؤجلة بسعر آخر كما هو الحال في سائر البضائع .

• البيع القصير ويقصد به بيع اسهم في مدة قصيرة ويعاد شراءها مرة اخرى ويمكن تفسير ذلك على النحو الاتي ، إذ يوقع احد المستثمرين بأن سعر الأسهم سوف يرتفع يقوم باقتراض عدد من الأسهم من الشركات الاخرى في السوق من خلال الوسطاء ويحتفظ بها ، فإذا ارتفع السعر وتحقق التوقع قام ببيعها بالسعر السائد في السوق ثم يعيد شراءها مرة اخرى في حالة انخفاض الاسعار وبعد ذلك يقوم بأرجاع الأسهم المقترضة إلى اصحابها الاصليين وبالتالي فإن المستثمر يحقق الربح من خلال الفرق بين السعيرين ، وفي الواقع ان هناك عمليتين أولهما هي عملية اقراض وهذه العملية غير جائزة شرعاً لأنها تعد قرضاً ربوياً وهو حرام ، اما العملية الثانية فهي عملية بيع وشراء في مدة قصيرة ويمكن جوازها من الناحية الشرعية .

• البيع الطويل ، فإذا ما أريد شراء الأسهم بدافع الاحتفاظ بها بأمل الحصول على ارباح من الشركة أو يقوم ببيعها فيما اذا ارتفعت اسعارها فهذا جائز من الناحية الشرعية .

• يجوز للبايع ان يقوم ببيع الأسهم التي اشتراها قبل قبضها ولكن بشرط ان يكون المباع من المكيل أو الموزون .

٢- التخريج الفقهي للتداول بالسندات: معظم الفقهاء يجمعون على عدم جواز التعامل بالسندات بسبب ان التعامل بها قائم على اساس الفائدة أو الحصول على الفائدة ولكن هناك وجهة نظر فقهية يمكن من خلالها التعامل أو تداول السندات وعلى اساسين مهمين :

• تفسير عملية بيع وشراء السندات على اساس أنها عقد قرض ، بمعنى ان الجهة المصدرة تصدر السند بقيمة اسمية ولنفرض (٩٠٠ دينار) وتبعيه بـ (٨٠٠ دينار) مؤجلة إلى سنة هي في الواقع تمارس عملية اقتراض من الغير أي أنها تقترض (٨٠٠ دينار) من الشخص الذي يقوم بشراء السند وتدفع اليه دينه في نهاية المدة المقررة أو المتفق عليها وتعد الزيادة المدفوعة وهي (١٠٠ دينار) في المثال اعلاه هي فائدة ربوية على القرض وهذا محرم من الناحية الشرعية ، إذ حرم الاسلام الربا (وأحل الله البيع وحرم الربا -البقره ٢٧٥) (التسخيري ، ٢٠٠٣ ، ٢٩١) .

• اما اذا فسرت العملية على اساس عقد البيع والشراء بأجل فالجهة التي تصدر السند كما في المثال السابق تبيع السند الذي قيمته ٩٠٠ دينار مؤجلة الدفع إلى سنة بـ (٨٠٠ دينار) حاضرة ولا بأس ان يختلف الثمن عند المثلن في عقد البيع ويزيد عليه ولو كانا من جنس واحد ما لم يكن هذا الجنس الواحد مكيلاً أو موزوناً وبالتالي جواز هذه العملية من الناحية الشرعية ولكن في حقيقة الامر ان تفسير هذه العملية ليس الا مجرد تغطية لفظية لهذه العملية ولا يمكن اخفاء طبيعتها بوصفها قرضاً مهما تنوعت أو اختلفت التعابير ولهذا يجمع الفقهاء على تجنب التعامل أو تداول هذه الأوراق الا في حدود الجهات الحكومية أو الجهات التي تتعامل مع البنوك اللاربوية

## المحور الثالث

فاعلية السوق المالية واثرها في تحقيق النمو الاقتصادي

أولاً: المؤشرات الرئيسية للأسواق المالية العالمية

قد يخفى على الكثيرين أهمية المؤشرات العالمية للأسواق المالية مثل ( داو جونز) في سوق نيويورك ومؤشر (فيناشال تايمز ) في سوق لندن ومؤشر (نيكي) في سوق طوكيو ومؤشر (كال) في سوق فرنسا... الخ من المؤشرات العالمية الأخرى وبايجاز يمكن معرفة ماذا تعني تلك المؤشرات، إذ ان وجود عدد كبير من الأسهم في كل سوق مالية ولصعوبة تحديد الاتجاه العام لنشاط السوق مع تزامن ارتفاع بعض اسعار الأسهم وانخفاض البعض الآخر، لذا ارتأى المتعاملين في السوق إلى التوصل إلى استخراج واعتماد مؤشر خاص لكل سوق مالية وهو يمثل متوسط اسعار الأسهم يومياً ويتم الاعتماد عليه في عمليات التداول للأسهم لذا نلاحظ في كل سوق مالية مؤشرها الخاص بها والاعتماد عليه في مراقبة نشاط السوق وتمكين المستثمر من بناء توقعاته الخاصة بإدارة محفظته الاستثمارية، ومن ابرز المؤشرات العالمية هي ( المهيلمي والبيلاوي ، ٢٠٠٤ ، ٢٩٥ ) :

١- مؤشر داو جونز الصناعي DJIA ( سوق نيويورك المالي ) :

يحتل هذا المؤشر الصناعي المرتبة الأولى في العالم ويمثل ابسط أداة يستخدمها المتعاملين كافة لقياس الأداء العام لسوق الأوراق المالية الأمريكية والتي تمثل اكبر سوق مالية في العالم، فضلاً عن إلى كونه البارومتر الذي يقاس بواسطته أداء الأسواق العالمية الأخرى بحيث تصبح لدى المستثمر العادي صورة واضحة عما يحدث في السوق المالية العالمية، فمؤشر داوجونز هو متوسط تم حسابه من اسعار الأسهم المميزة المتداولة في سوق

نيويورك للأوراق المالية وكلها اسهم ذات شهرة عريقة تجوب الافاق ، وقد تم حساب هذا المتوسط لأول مرة في عام ١٨٩٦ وكان يضم حينذاك ( ١٢ شركة ) وكانت تلك أول محاولة لقياس السوق . وفي عام ١٨٨٤ كان مقياس السوق يتكون من ( ١١ سهماً ) ومعظمها لشركات السكك الحديدية ، وفي عام ١٩٢٨ توسع هذا المتوسط ليشمل ( ٣٠ سهماً ) . والمتوسط ( الرقم القياسي ) هو عبارة عن قيمة عددية يقاس بها التغير في الأسواق المالية ويعبر عنه كنسبة مئوية للتغير في يوم معين مقارنة بقيمته فيمده الاساس ، ويقاس المؤشر تحركات اسعار اسهم مجموعة من أهم واكبر الشركات ارتفاعاً وانخفاضاً ، الامر الذي يعكس سعر السوق واتجاهه وهو يمثل للمستثمر معيار لقياس مستوى سوق الأسهم ككل وايضاً اداء لقياس سهم معين بالنسبة للسوق ككل . ويتضمن مؤشر داوجونز بالاضافة لمؤشر داوجونز الصناعي والذي يتكون من ( ٣٠ شركة ) ومعدل لأسعار الشركات الخدمية ويتكون من ( ١٥ شركة ) ، ومعدل اسعار شركات النقل والمواصلات ويتكون من ٢٠ شركة ، والمعدل المركب لهذه المعدلات الثلاثة ويتكون من ٦٥ شركة .

٢- مؤشر ايبكس الاسباني ( IBEX ) :

ويضم هذا المؤشر ( ٣٥ شركة ) وهي من اكثر الشركات سيولة في السوق الاسبانية وهو المؤشر الرئيسي للسوق الاسبانية ، ووضع بقيمة اساس ( ٣٠٠٠ نقطة ) في عام ١٩٨٩ .

٣- مؤشر ميب الايطالي ( MIB ) :

ويضم ( ٣٠ شركة ) في ايطاليا وهذا المؤشر يتداول في سوق ميلانو بأساس ( ١٠٠٠٠ نقطة ) ووضعت في عام ١٩٩٢ .

...

- ٤- مؤشر أف تي البريطاني (FT) أو فوتسي ( Footsie ) :
- مؤشر جريدة فاينا نشيال تايمز واسهم اكبر ١٠٠ شركة مدرجة فسي سوق لندن المالي بدأ هذا المؤشر في عام ١٩٨٦ بقيمة اساس ( ١٠٠٠ نقطة ) .
- ٥- مؤشر أس- أم- أي السويسري ( SMI ) :
- وهو مؤشر مرجح برأسمال سوقي لأكثر ٢١ شركة واكثرها مسيطرة ويستتم تداولها بنظام السوق الاليكترونية السويسري للأوراق المالية وبأساس ( ١٥٠٠ نقطة ) ووضع في عام ١٩٨٨ .
- ٦- مؤشر كاك الفرنسي ( CAC ) :
- ويمثل سوق الأوراق المالية الفرنسية ويضم اكبر واهم ( ٤٠ شركة ) في سوق باريس وبأساس ( ١٠٠٠ نقطة ) ووضعت في عام ١٩٨٧ .
- ٧- مؤشر أي-أس-أكس الاسترالي ( ASX ) :
- ويمثل مؤشر لأكثر من ٢٠٠ شركة في سوق الأوراق المالية الاسترالية .
- ٨- مؤشر نيكي الياباني ( Nikkei ) :
- ويعد من أهم المؤشرات الاسيوية على الاطلاق ويتكون من اكبر واهم ( ٢٢٥ شركة ) مدرجة في بورصة طوكيو للأوراق المالية ، إذ يتم حسابه يومياً من قبل جريدة ( نايهن كايزاي شمبون ) منذ عام ١٩٧١ وهو متوسط مرجح لسعر السهم بالين الياباني ويتم تعديل مكوناته مرة واحدة سنوياً .
- ٩- مؤشر تاكس التايواني :
- وهو مؤشر مرجح برأسمال السوق يضم كل الأسهم المدرجة في السوق التايوانية ولمدة شهر على الاقل وبقيمة اساس ١٠٠ نقطة ووضعت في عام ١٩٦٦ .
- ١٠- مؤشر كوسبي الكوري الجنوبي ( Kospì ) :

وهو مؤشر يضم جميع الأسهم العادية المدرجة في السوق وبقيمة اساس ١٠٠ نقطة ووضعت في عام ١٩٨٠ .

١١- مؤشر هانج سنغ ( هونج كونج ) :

ويضم ٣٣ شركة تمثل نحو ( ٧٠ % ) من القيمة الرأسمالية لسوق الأوراق المالية في هونج كونج ، ومكونات هذا المؤشر تضم اربعة قطاعات هي التجارة والصناعة والمالية والمرافق العامة والعقارات ، وقد بدأ بقيمة اساس ١٠٠ نقطة في عام ١٩٦٤ .

وبالإضافة إلى المؤشرات الانفة الذكر هناك بعض المؤشرات العالمية الاخرى وهي مؤشر مورجان ستانلي للأوراق الناشئة ، ومؤشر مورجان ستانلي لجميع دول العالم ، ومؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة ، اوربا ، الشرق الاوسط وافريقيا .

ثانياً: الأسواق المالية العربية واهم مؤشراتها

شهدت اسواق الأوراق المالية العربية تطورات ايجابية في مجالات الإفصاح وتقنية المعلومات والخصخصة والاطر التنظيمية وبما يعزز من دور هذه الأسواق في استقطاب المزيد من الاستثمارات المحلية والاجنبية ، إذ تلعب هذه الأسواق دوراً مهماً في الحياة الاقتصادية وفي دفع عجلة التنمية الاقتصادية من خلال المهام التي تؤديها واهدافها المتمثلة في تعبئة المدخرات وتخصيصها للاستثمار وترشيد استخدام الموارد وخلق السيولة للأدوات المالية وفي امكانية توفير وسائل تمويل الاستثمارات الطويلة الأجل إلى اصول سائلة ( صندوق النقد العربي ، ٢٠٠٥ ، ١٢٩ ) .

ولو تصفحنا التدرج التاريخي لنشوء الأسواق المالية لتبين لنا ان المنطقه العربية وحتى النصف الأول من الستينات كان هناك سوقان منتظمان فقط في



كلأ من مصر ولبنان ، إذ تم تأسيسهما خلال المدة الممتدة ما بين ١٨٩٩ و ١٩٢٠ وقبل نهاية الستينات خطت كلأ من المغرب وتونس نحو اقامة بورصة للأوراق المالية وتحديدأ في عام ١٩٦٩ ، تبعها في ذلك افتتاح بورصة للأوراق المالية في كل من الكويت والاردن للأعوام ١٩٧٧ و ١٩٧٨ على التوالي ، وفي عام ١٩٨٨:إنشأت البحرين بورصتها ثم تبعتها سلطنة عمان في عام ١٩٨٩ ، وفي بداية التسعينات وتحديدأ عام ( ١٩٩٣ ) انشأ سوق بغداد للأوراق المالية ، ثم بدأت الخرطوم بنشاطها في هذا المجال عام ١٩٩٥ ، وهكذا توالت جميع البلدان العربية نحو الإهتمام بهذا النشاط الاقتصادي ( الهندي والقاضي ، ٢٠٠٠ ، ٢١٣ ) .

ومما لا شك فيه ان هناك عددا لا حصر له من المؤشرات الخاصة بالاسواق العربية إذ كان هذا نتيجة طبيعية لحدائثة الأسواق في تلك البلدان ولمحاولة كل بورصة أو شركة أو بنك استثماري عمل مؤشر خاص بها ولكن مع مرور الوقت فإن عدد تلك المؤشرات سيقبل حتماً وستحاول كل سوق عمل مؤشر واحد فقط كما هو الحال في البلدان المتقدمة ، ولذا سوف يتم الإشارة إلى مؤشر واحد فقط لكل بلد عربي أو ان يكون هذا المؤشر المعتمد أو الأكثر شيوعاً فيها وكما يأتي ( المهيلمي و البيلاوي ، ٢٠٠٥ ، ٣٠٢ ) :

#### ١- سوق عمان المالي ( الاردن ) :

بدأ سوق عمان بأحتساب الرقم القياسي المرجح.بالقيمة السوقية في عام ١٩٩١ كمدى اساس وبقيمة ( ١٠٠ نقطة ) ويقوم هذا المؤشر على اساس اختيار عينة من ٥٠ شركة ممثلة للسوق تمت بعد ذلك زيادتها إلى ٦٠ شركة ثم إلى ٧٠ شركة في عام ٢٠٠١ ، وهناك معايير لأختيار هذه العينة تعكس حجم الشركات ومدى سيولتها واهم هذه المعايير ( القيمة السوقية للشركة -

عدد ايام التداول - معدل دوران السهم - حجم التداول - عدد الأسهم المتداولة ) مع الاخذ بنظر الاعتبار التمثيل القطاعي للعينة ( التميمي و سلام ، ٢٠٠٤ ، ١٥٤ ) .

٢- مؤشر بنك ابو ظبي الوطني ( الامارات العربية المتحدة ) :

وهو مؤشر مرجح يضم ٣٨ شركة مدرجة في كل من سوق ابو ظبي ودبي للأوراق المالية ، وهذه الشركات تمثل ( ٧٥ % ) من السوق الكلي الاماراتي والرأسمال السوقي لعدد ٥٢ شركة مسجلة ونشطة بقيمة ٢٢ بليون دولار موزعة على القطاعات الاتية- ( ١٨ مؤسسة مالية ومصرفية ، ١٢ شركة تأمين ، ٢٢ شركة خدمات ) ( صندوق النقد العربي ، ٢٠٠٥ ، ١٣١ )

٣- مؤشر البحرين المالي :

ويتم حسابه بطريقة رأس المال السوقي المرجح لعدد يتألف من ٢٤ شركة ويقسم إلى ٦ مؤشرات ثانوية تمثل القطاعات الاتية ( البنوك ، الفنادق السياحية ، الصناعة ، التأمين ، الاستثمار ، الخدمات ) وقد بدأ هذا المؤشر في عام ١٩٨٩ بـ ( ٤٢ شركة ) مدرجة بقيمة ٦ بليون دولار .

٤- مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية :

وهو مؤشر مرجح بالقيمة السوقية لأسعار ٣٥ شركة مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية من مجموع ٩٠ شركة رأسمالها الاجمالي نحو ٢٥ بليون دولار وتمثل القطاعات الاتية ( ٨ شركات بنوك ، ٢٠ شركة في قطاع الاستثمار ، ٤ شركات في قطاع التأمين ، ١٣ شركة في القطاع العقاري ، ١٦ شركة في قطاع الصناعة ، ١٥ شركة في قطاع الخدمات ، ٤ شركات في صناعة الاغذية ) فضلاً عن ١٠ شركات غير كويتية .

٥- مؤشر مازي MASI ( المغرب ) :

وهو مؤشر شامل للأسهم المغربية كونه مؤشراً شاملاً لرسملة ، ويضم مؤشر مازي جميع الفيم من نوع الأسهم المسومة في بورصة الدار البيضاء . كما ويهدف إلى تقديم تطور السوق على العموم وتقديم سرجمية ذات امد طويل .

٦- المؤشر العام للأوراق المالية في المملكة العربية السعودية :

تقوم مؤسسة ساما للنقد السعودي بأحتساب المؤشر العام للأوراق المالية ، ويضم جميع الشركات المدرجة في السوق السعودي ، ففي عام ٢٠٠١ كانت هناك ٧٦ شركة تمثل القطاعات الاتية ( ٩ شركات في قطاع البنوك بقيمة ٣٥ بليون دولار - ٢٣ شركة في الصناعة بقيمة ١٧,٤ بليون دولار - ٨ شركات في الاسمنت بقيمة ٧,٦ بليون دولار - ١٧ شركة في قطاع الخدمات بقيمة ٣ بليون دولار - ٥ شركات في قطاع الكهرباء بقيمة ٩,٨ بليون دولار - ٩ شركات زراعية بقيمة ٣,٢ بليون دولار ) .

٧- مؤشر مسقط للأوراق المالية ( عمان ) :

وهو مؤشر عام للسوق بسلطنة عمان يضم ٣٣ شركة منها ١٣ بقطاع البنوك والاستثمار و ١١ شركة في القطاع الصناعي و ٩ شركات في قطاع الخدمات .

٨- مؤشر سوق الدوحة ( قطر ) :

وقد تم اعتماد المؤشر العام للأسعار في عام ١٩٨٨ بـ ( ١٠٠ نقطة ) كأساس ، ويتم حساب هذا المؤشر للشركات المدرجة في سوق الدوحة للأوراق المالية وحسب المعادلة الاتية :

المؤشر العام للأسعار =  $\frac{\text{اجمالي القيمة السوقية ليوم التداول لـ ( ٢٠ شركة )} \times \text{مؤشر الاسعار ليوم التداول}}{\text{اجمالي القيمة السوقية ليوم الاساس لـ ( ٢٠ شركة ) المدرجة في المؤشر}}$

#### ٩- مؤشر بلوم ( لبنان ) :

باشـر مؤشـر لبنان والمهجر للأسهم اللبنانية عام ١٩٩٦ من قبل بنك لبنان والمهجر للأعمال وقد حددت قيمته الأساسية بـ ( ١٠٠ نقطة ) مع تثبيت القيمة السوقية للأسهم بـ ( ٢,٣ بليون دولار ) ويضم هذا المؤشر حالياً ١٦ سهماً فضلاً عن صندوق استثمار متقلّب بحجم قيمتها السوقية وتحسب قيمة المؤشر على اساس نسبة القيمة السوقية الحالية من القيمة السوقية الأساسية مضروبة بـ ( ١٠٠٠ ) .

#### ١٠- مؤشر كاس ( مصر ) :

تم احتساب هذا المؤشر لبورصة القاهرة والاسكندرية في عام ١٩٩٨ ، وكانت قيمة هذا المؤشر ( ١٠٠٠ نقطة ) ويضم ٣٠ شركة والتي تعد من اكبر الشركات من حيث السيولة والنشاط ويتم حسابه بطريقة رأس المال السوقي المرجح لحساب الأسهم الحرة المتداولة .

#### ثالثاً : السوق المالية وكفاءتها

#### ١- كفاءة السوق ونماذجها :

من المفاهيم المالية الحديثة التي تم اكتشافها بالصدفة مفهوم كفاءة السوق ، وذلك عندما حاول موريس كافرال دراسة سلوك اسعار الأسهم كمحاولة منه لضبط نماذج متكررة من تلك الاسعار وفي عديدات زمنية مختلفة من السروج والكساد ، فمفهوم كفاءة السوق ليس مفهوماً مطلقاً وإنما مفهوم نسبي يتحدد بمدى طبيعة العلاقة القائمة بين الاسعار المتداولة فيه من جهة و المعلومات

المتاحة للمتعاملين فيه من الشركات المدرجة من جهة اخرى ( التمييزي و سلام , ٢٠٠٤ , ١٣٤ ) .  
وبالامكان تحديد ثلاثة نماذج لفرضيات السوق الكفاء هي (النجار , ٢٠٠٢ , ٩ ) :

- النموذج الضعيف من السوق الكفاء : وبموجبه فان المعلومات التي تعكسها الاسعار السوقية للأسهم والسندات معلومات تاريخية متعلقة بحركات تلك الاسعار واحجام التداول .
- النموذج شبه القوي : ووفق هذا النموذج تعكس الاسعار المتداولسة للأوراق المالية في السوق المعلومات المحتواة في البيانات المالية المنشورة فضلاً عن المعلومات التاريخية .
- النموذج القوي للسوق الكفاء : هذا النوع من السوق الكفاء يعني ان الاسعار الحالية للأوراق المالية تعكس جميع المعلومات العامة سواء كانت المعلومات المعلنة أمو المتاحة ، كذلك كل ما يتوفر من معلومات من الشركة المدرجة .

٢- شروط السوق الكفاء :

لكي يؤدي سوق الأوراق المالية خدماته بشكل فاعل ولكي يتفاعل مع المجتمع ينبغي توفر السمات الاساسية الاتية ( النجار , ٢٠٠٢ , ١١ ) :

- كفاءة التسعير : إذ يجب ان يكون تسعير التورقة المالية على اساس المعلومات المتاحة أو المتوفرة وليس على اساس الاشاعات الامر الذي يتطلب ان تصل المعلومات بسرعة وبصدق للمتعاملين فضلاً عن ذلك يجب ان لا يدفعوا في سبيل الحصول عليها تكاليف باهضة

، فالمعلومات في حقيقتها ما هي الا البنية الاساسية لسوق رأس المال .

- الكفاءة التنظيمية : تتحدد الكفاءة التنظيمية للسوق من خلال تسوافر الاطر التنظيمية الواضحة للسوق فضلاً عن تنظيم مهمة الوساطة والتي من شأنها تسهيل عملية الرقابة والاشراف على تنظيم تداول الأوراق المالية بما يؤمن عملية منع استغلال السوق في المضاربات وتسهيل عملية التبادل ونقل الملكية .

- الكفاءة الفنية للسوق : تتحدد الكفاءة الفنية من خلال ادوات الاستثمار أي تعدد ادوات الاستثمار وعدم اعتمادها على أداة واحدة كأساس للتعامل تفاعلياً للمهزات والازمات الاقتصادية فضلاً عن العمل بنظام المزاد المكتوب في التداول .

- الكفاءة التشغيلية : تعد من الركائز الاساسية لسوق الأوراق المالية والتي تعمل على استقرار السوق ، والكفاءة التشغيلية تتطلب نظاماً كفءً وفعال للمعلومات المحاسبية تظهر المراكز المالية الحقيقية للشركات المسجلة فيه والتي بدورها تعكس القيم الحقيقية لأسهمها واصولها .

- الأمان : ويقصد به توفير الحماية ضد المخاطر التجارية وغير التجارية التي يتعرض لها المستثمر .

رابعاً : دور الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي

للاسواق المالية دور كبير وفاعل في تحقيق النمو الاقتصادي لا سيما عندما تتمتع هذه السوق بدرجة عالية من الفاعلية والكفاءة ، إذ ترتبط السوق المالية بعلاقة ايجابية مع معدل النمو الاقتصادي ، وتؤدي اضافةً إلى ذلك بعض

الوظائف التي من شأنها التأثير على مستوى اداء النشاط الاقتصادي وكالاتي

١- توجيه وتوزيع الادخارات نحو الاستثمارات وتحقيق افضل العوائد من استخدامها ، إذ تقوم السوق المالية بتخصيص الادخارات ( الأموال ) باتجاهين يهدف الاستثمار هما ( السيد علي و العيسى ، ٢٠٠٤ ، ٦٧ ) :

- الاتجاه الأول ما تقوم به الوحدات الإنتاجية من استخدام هذه الأموال لأغراض تكوين رؤوس الأموال والمتمثلة بالأبنية الإنتاجية والمكانن والمعدات ووسائل النقل والخزين من المواد الأولية والوسيلة .
- الاتجاه الثاني ما تقوم به الوحدات الاستهلاكية من استخدام القروض لنفس الغرض ( أي تكوين رؤوس اموال ) والمتمثلة بالأبنية السكنية الجديدة .

ويتضح من ذلك ان الأسواق المالية تعمل كحلقة وصل بين الادخار والاستثمار لتحقيق عملية النمو الاقتصادي وبالتالي تحقيق الرفاهية لجميع شعوب العالم ، لأن الاستثمار في اقتصاد حديث مكون من وحدات إنتاجية كبيرة ومنخفضة تحتاج إلى مبالغ كبيرة تفوق بكثير ما يستطيع الفرد أو الأفراد توفيره من ادخاراتهم الشخصية الامر الذي يبرز فيه دور الأسواق المالية في تجميع تلك المدخرات وتحويلها إلى استثمارات فعلية تؤدي إلى زيادة الإنتاج والدخل واستخدام القوى العاملة .

٢- توفير السيولة المالية : فمثلما تقوم به الأسواق المالية بتوفير الفرص لتحويل النقود إلى أشكال مالية اخرى للاحتفاظ بها كشكل من أشكال الثروة ( اسهم وسندات واشكال اخرى ) فإنها في نفس الوقت توفر الفرص

لأصحاب الثروات المالية لتحويل موجوداتهم من الأوراق المالية إلى نقود في أي وقت يحتاج فيه المتعاملين لسيولة أكبر ( العاني ، ٢٠٠٢ ، ٦٣ ) .

٣- تقوم الأسواق المالية بوظائف مساعدة ومكملة لوظائف النقود ، فأحدى وظائف النقود هي استخدامها كأداة للدفع المالي والاجل ، فالاسواق المالية هي الآلية التي بواسطتها تقوم النقود بهذه الوظائف ، فالشيكات التي تستخدم كوسيلة للدفع يتم التعامل بها وتصفيتها من خلال المصارف العاملة في الأسواق المالية ، والقروض التي تمنح من قبل المصارف هي جزء من قروض الائتمان التي توفرها الأسواق المالية ( السيد علي و العيسى ، ٢٠٠٤ ، ٦٩ ) .

٤- قيامها بتوفير الحماية للعديد من المخاطر اما عن طريق توفير خدمات التأمين على الحياة أو الصحة أو الممتلكات أو عن طريق توفير فرص بيع وشراء الاصول المالية المستقبلية لتغطية مخاطر تغير اسعار الفائدة أو اسعار صرف العملات أو اسعار السلع والخدمات نفسها والتي يطلق عليها عملية التحوط ( الباتل ، ١٩٩٩ ، ٢٠٤ ) .

٥- الأسواق المالية هي القنوات الرئيسية في الاقتصاديات الحديثة ، إذ تستطيع الحكومات من خلالها تنفيذ سياساتها النقدية وبذلك تقوم النقود بوظائفها الديناميكية في التأثير على الأنشطة الاقتصادية المختلفة .



## الاستنتاجات والتوصيات

أولاً : الاستنتاجات

١- ان الأسواق عبر التاريخ شهدت تطورات عدة في بنيتها وادواتها  
افرزت صوراً ابداعية لأدوات الاستثمار شكلت فيما بعد عامل جذب  
للعديد من المستثمرين ( افراد وشركات ) فضلاً عن قيامها بدورٍ  
فاعل وحو في المجتمعات كافة .

٢- تعد السوق المالية المحرك الرئيسي للنمو الاقتصادي في أي بلد ، إذ  
ان التطور الاقتصادي يرتبط بشكل وثيق بوجود سوق مالية متطورة  
وتتضح أهمية السوق من خلال دورها كحلقة وصل بين الادخار  
والاستثمار ( تكوين رؤوس الأموال ) وبالتالي تحقيق النمو  
الاقتصادي والوصول إلى الرفاهية العامة .

٣- بما ان الهدف الرئيسي للسوق المالية هو تجميع المدخرات العاطلة  
وتوجيهها إلى استثمارات جديدة فأنا نميز نوع جديد من الاستثمار  
هو الاستثمار في اصول وادوات مالية مختلفة تهدف إلى توظيف  
اموال في اصول مالية تنتج عنها عوائد مستقبلية دورية أو غير  
دورية ، إذ ان الاستثمار في الأوراق المالية يعمل على تحقيق معدل  
نمو استثماري مرتفع ومستمر .

٤- أنجاز الاسلام التعامل بالأسهم بيغاً وشراءً من اجل الحصول على  
الارباح في حين يجمع معظم الفقهاء على عدم جواز التعامل فسي  
السندات على اساس أنها تتعامل بالفائدة ووجهة الاسلام واضحة فيما  
خص الفائدة ، إذ أنها تعدها ربا .

٥- ضعف الأسواق المالية العربية ويتضح ذلك من خلال مؤشرات الأسواق العربية وحجم رؤوس الأموال ودورها الضئيل في تحقيق عملية التنمية الاقتصادية بالمقارنة مع حجم ومؤشرات الأسواق العالمية .

#### ثانياً: التوصيات

١- تحقيق قدر كاف من الاستقرار السياسي والأمني داخل البلدان التي ترغب في تطوير إمكاناتها المالية والذي يعد من الضرورات لتشجيع الاستثمارات ولاسيما في البلدان العربية عن طريق تحفيز رؤوس الأموال المحلية وتشجيع رؤوس الأموال الأجنبية على التدفق إلى الداخل .

٢- سن القوانين والأنظمة التي من شأنها تحقيق ضمان قانوني للمستثمرين المحليين والأجانب وبالتالي حماية رؤوس أموالهم مما يخلق الثقة في الأسواق المالية لهذه البلدان ورفع كفاءتها .

٣- ضرورة الاهتمام بتطوير وتوسيع قاعدة المصارف الإسلامية ورفع مستواها وكفاءتها داخل البلدان العربية والذي من شأنه أن يلبى طموحات المجتمعات الإسلامية.

٤- ضرورة التوجه نحو تطوير وتوسيع شبكة الاتصالات والمعلوماتية داخل الأسواق المالية العربية لأنها تعد العمود الفقري في خلق سوق مالية ناجحة ومستمرة مما يعجل من عملية تحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة في هذه البلدان .

## المصادر

أولاً : الكتب

- ١- التلاحمة ، خالد إبراهيم . التشریحات المالية والمصرفية من الوجهتين النظرية والعملية ، دار الاسراء للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، عمان - الاردن ، ٢٠٠٤ .
- ٢- التميمي ، ارشد فؤاد و سلام ، اسامة ، الاستثمار بالأوراق المالية ، دار المسيرة للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، عمان - الاردن ، ٢٠٠٤ .
- ٣- الأنجفي ، حسن ، سوق الأوراق المالية ، شركة الاعتدال للطباعة الفنية المحدودة ، بغداد - العراق ، ١٩٩٢ .
- ٤- الهندي ، خليل و الناشف ، انطوان ، العمليات المصرفية والسوق المالية ( المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي ) ، الجزء الثاني ، المؤسسة الحديثة للكتاب ، طرابلس ، ٢٠٠٠ .
- ٥- المهيلمي ، عبد المجيد و البيلاوي ، حازم ، التحليل الفني للأسواق المالية ( دليل شامل لتحقيق الارباح في المضاربة والاستثمار ) ، الطبعة الثانية ، القاهرة - مصر ، ٢٠٠٥ .
- ٦- السيد علي ، عبد المنعم و العيسى ، نزار سعد الدين ، النقود والمصارف والاسواق المالية ، دار الحامد للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، عمان - الاردن ، ٢٠٠٤ .

٧- العاني ، عماد محمد علي ، اندماج الأسواق المالية الدولية ( اسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي ) ، بيت الحكمة ، الطبعة الأولى ، بغداد - العراق ، ٢٠٠٢ .

٨- الصدر ، السيد محمد باقر (قدس سره) ، البنك اللاربوي في الاسلام ، دار التعارف للمطبوعات ، الطبعة الخامسة ، بيروت - لبنان ، ١٩٧٧ .

٩- الفياض ، الشيخ محمد اسحاق ، البنوك ( احكام البنوك والاسهم والسندات والاسواق المالية ) ( البورصات ) من وجهة نظر اسلامية ، بلا .

١٠- التسخيري ، محمد علي ، خمسون درساً في الاقتصاد الاسلامي ، دار المشرق للثقافة والنشر ، الطبعة الأولى ، طهران - ايران ، ٢٠٠٣ .

١١- الهندي ، منير ابراهيم ، ادارة الأسواق والمنشآت المالية ، منشأة المصارف ، الاسكندرية - مصر ، ٢٠٠٢ .

#### ثانياً : المجالات والتقارير

١- الباتل ، عبد الله حمدان ، عوامل الاقتصاد الكمي المحدد لأسعار الأسهم السعودية ، مجلة دراسات الخليج العربي ، مجلس النشر العلمي - جامعة الكويت ، ١٩٩٩ .

٢- النجار ، فايق جبر ، مقدمة عن الأسواق المالية وكفاءتها ، مجلة البنوك في الاردن ، العدد الرابع ، المملكة الاردنية الهاشمية ، ٢٠٠٢ .

- ٣- العامري ، محمد علي ابراهيم ، السياسات المصرفية للسندات ،  
المجلة العراقية للعلوم الادارية ، جامعة كربلاء - كلية الادارة  
والاقتصاد ، العدد الثالث ، ٢٠٠٢ .
- ٤- صندوق النقد العربي ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، ابو  
ضبي ، الامارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٥ .