



سلسلة المنتدى الاقتصادي - المنتدى ( ٣ )

# أزمة البورصات العالمية

فإن

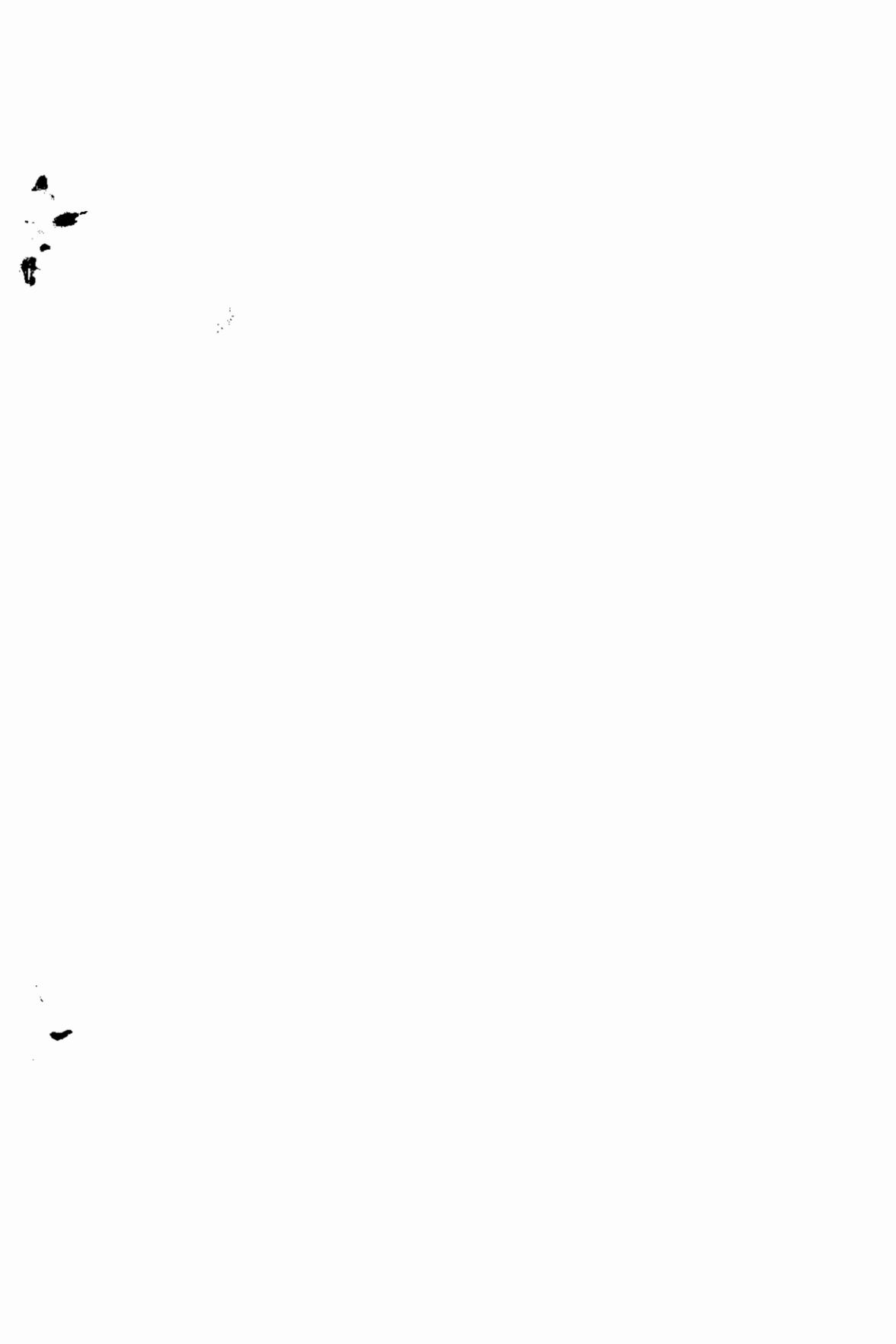
أكتوبر ١٩٩٧م

الأسباب، النتائج،

تحليل اقتصادي وشرعي

يصدرها مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي بجامعة الأزهر

٢٢ نوفمبر ١٩٩٧م



المنتدى الاقتصادي الثالث

أزمة البورصات العالمية في أكتوبر ١٩٩٧م:

الأسباب، النتائج - تحليل اقتصادي وشرعي

٢٢ نوفمبر ١٩٩٧م

برعاية

فضيلة الأستاذ الدكتور / أحمد عمر هاشم

رئيس جامعة الأزهر

ضيف شرف المنتدى

السيد الأستاذ / عبد الحميد إبراهيم

رئيس الهيئة العامة لسوق المال المصرية

مقرر عام المنتدى

الأستاذ الدكتور / محمد عبد الجليم عمر

مدير مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي جامعة الأزهر

21

21

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



## تصدير

بحمد الله وتوفيقه تصدر أعمال المنتدى الاقتصادي الثالث الذي يتم عقده دورياً بالمركز، والغرض من عقد هذا المنتدى هو إلقاء الضوء على إحدى القضايا الاقتصادية المعاصرة بغرض التعرف عليها من كافة جوانبها وبيان المقترحات المناسبة للتعامل معها من خلال خبراء مختصين، وأعمال المنتدى الذي بين أيدينا كانت حول أزمة البورصات العالمية التي انطلقت شرارتها في أكتوبر ١٩٩٧م من دول جنوب شرق آسيا المعروفة بالنمور الآسيوية ثم امتدت لتصيب بورصات العالم الكبرى في صورة انخفاض حاد في عملات هذه الدول ثم انخفاض في أسعار الأوراق المالية.

وقد حضر اللقاء عدد كبير من الجماهير وشارك في تقديم أوراق العمل والبحوث نخبة من أساتذة الجامعات وخبراء البورصات وقدموا رؤية متكاملة حول الأزمة من حيث مظاهرها ونتائجها وأثارها وأهم أسبابها وموقف البورصة المصرية منها ثم التفسير الإسلامي لها، وإن كانت الأزمة لم تنته فصولها بعد حتى هذه اللحظة إلا أن ما نشر عنها أوضح بجلاء أبعادها وجوانبها المختلفة والتي تناولتها البحوث المقدمة بالتفسير والتحليل واستخلاص النتائج.

ويمكن إجمال الدروس المستفادة من هذه الأزمة في الآتي:

أولاً: خطورة الاعتماد بشكل كبير على الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة والتي تتوجه إلى الاستثمار في العملات والأوراق المالية، إذ أنه بجانب عدم مساهمتها مساهمة حقيقية في البناء الاقتصادي للدولة المضيفة، فإنها تحمل مخاطر الانسحاب المفاجئ من السوق وإرباكه.

ثانياً: أن نظام العولمة الجديد وبما ينطوي عليه من آليات للتعامل بين دول العالم إنما يسعى لصالح الدول الكبيرة والمتقدمة على حساب مصالح الدول الصغيرة والنامية.

ثالثاً: أن تجارب دول النمر الآسيوية بما حققت من تقدم ملموس ليست صالحة للنقل الحرفي للدول الأخرى والإقتداء بها بشكل إجمالي، فلكل دولة ظروفها العملية التي يجب أن تراعى عند إعادة هيكلة وبناء اقتصادها القومي.

رابعاً: أن ما يتم الآن وما تعارف عليه العالم وينشر في المؤلفات العلمية حول أساليب التعامل في العملات الأجنبية وأسواق الأوراق المالية، مثل عقود المتقبليات والاختيارات والمشتقات منها والمؤشرات تبين أن به ثغرات كبيرة مكنت المضاربين من التلاعب في هذه الأسواق وإلحاق الإضرار باقتصاديات الدول التي توجد بها، الأمر الذي يلزم معه عدم النقل الحرفي لهذه الأساليب وغيرها من الأساليب الاقتصادية الأخرى لإدارة اقتصاديات الدول الإسلامية

خاصة بعد ما ظهر أن أغلب هذه الأساليب ينطوي على مخالفات لأحكام الشريعة الإسلامية، ومما يتأكد معه أن على الدول الإسلامية التوجه إلى الإسلام لاستقاء ما يلزمها لتنظيم وإدارة كل شئون الحياة.

والحمد لله فإن الشريعة الإسلامية بها من الأحكام والتوجيهات ما يمكن معه تنظيم جميع شئون الحياة بكفاءة عالية ومنها الشئون الاقتصادية بوجه عام وشئون أسواق المال بوجه خاص، وهذا هو ما يهدف إليه مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي في جميع أعماله ومنها هذا اللقاء الذي ندعو الله عز وجل أن يجعله نافعا ومفيدا للمسلمين والدول الإسلامية وأن يمثل إضافة للعلم النافع الذي يرضى الله عز وجل وتزدهر به الحياة.

والله ولى التوفيق

مدير المركز

أ.د/ محمد عبد الحليم عمر

5

4

1

## الكلمات الافتتاحية

- ١ - كلمة الأستاذ الدكتور/ محمد عبد الحليم  
مدير مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي
- ٢ - كلمة الأستاذ الدكتور/ سامح جاد  
نائب رئيس الجامعة لفرع البنات

2

4

## كلمة الأستاذ الدكتور / محمد عبد الحليم عمر

مدير مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي

بسم الله الرحمن الرحيم

الحمد لله رب العالمين، والصلاة والسلام على أشرف المرسلين سيدنا محمد وعلى آله وصحبه وسلم، وبعد..

في البداية أرحب بحضراتكم وأشكركم على تليبتكم لدعوتنا بحضور هذا اللقاء، كما أشكر السادة المشاركين لتفضلهم بقبول اعداد ورقات العمل والتحدث في هذا اللقاء.

إن اختيار موضوع هذا اللقاء جاء استجابة لنداء فخامة السيد/ محمد حسنى مبارك رئيس الجمهورية الذى أفضى به إلى السادة رؤساء تحرير الصحف حين عودته من السعودية، وبعد عودته من مؤتمر قمة الـ ١٥ في ماليزيا حيث أصدر توجيهاته بتشكيل لجنة على مستوى عال لبحث الأزمة وأسبابها ونتائجها وموقف السوق المصرية منها وكيفية تلافيتها.

وكانت جامعة الأزهر سبّاقة لتلبية هذا النداء، ومن خلال مركز صالح كامل الذى من أغراضه دراسة وبحث القضايا الاقتصادية المعاصرة من منظور إسلامي أعدنا على عجل لهذا اللقاء كي نتناول فيه **«أزمة البورصات العالمية، تحليل اقتصادي شرعي»**. مع العلم بأن الأزمة وقد بدأت منذ شهر مازالت مستمرة

وفصولها لم تكتمل، وطبيعة المنتدى الاقتصادي الذي يعقد دورياً في المركز هو تسليط الضوء على قضية من القضايا المعاصرة، بواسطة الأساتذة والخبراء المختصين وفتح باب المناقشات حولها ثم تسجيلها وتحريرها وطبعها لتكون في متناول المختصين وطلاب العلم.

وبما أننا في جامعة الأزهر فكان لابد أن نبين أسباب الأزمة من الناحية الشرعية، سواء كانت أسباباً سياسية أو اقتصادية أو مالية أو نقدية، حتى نبين موقف الشريعة الإسلامية من هذه الأسباب وكيفية تلافئها ولكي يكون أداء البورصات في العالم الإسلامي غير مخالف لأحكام الشريعة التي جاءت لتحقيق مصالح الناس.

وفي نهاية كلمتي أرحب بحضراتكم، وأدعوا الله ان يجعلنا من العابدين ومن المعمرين في الأرض اعلاء لشأن ديننا الحنيف وخدمة لوطننا الغالي.

والسلام عليكم ورحمة الله وبركاته

## كلمة الأستاذ الدكتور / سامح جواد

نائب رئيس جامعة الأزهر لفرع البنات

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

والصلاة والسلام على أشرف المرسلين سيدنا محمد بن  
عبدالله وعلى آله وصحبه أجمعين، وبعد..

إنه ليسعدنى باسم جامعة الأزهر أن أرحب بكم جميعاً في هذه  
الندوة التى تتناقش موضوعاً هاماً من موضوعات الساعة.

وإن جامعة الأزهر وهى تستضيف هذه الندوة إنما تؤكد دائماً  
على موقفها وسنتها في أنها تجمع بين الأصالة والمعاصرة،  
الأصالة متمثلة في محافظتها على تراثنا الإسلامى العظيم،  
والمعاصرة التى تتمثل في ارتباطها بالمجتمع ومشاكله، فهى لا  
تفصل عن المجتمع ولا تتبت صلتها به، وهذا يوضح لنا أن جامعة  
الأزهر في ثوبها الجديد وبقيادتها تراعى أن تكون متصلة بالمجتمع  
في كل ما يهمه.

فهذا الموضوع الذى تناقشونه اليوم، وهو موضوع على جانب  
كبير من الخطورة تمثل فيما اعترى البورصات العالمية من نكسة  
في خلال شهر أكتوبر الماضى كان له أثر كبير على الاقتصاد  
العالمى، ولاشك أننا كدولة من دول العالم لابد أن يكون لهذه النكسة  
اثر عندنا.

من أجل ذلك كان هذا اللقاء لكي تفضلوا مشكورين ببحث هذه الأمور التي تتعلق بالاقتصاد، سواء كان الاقتصاد الوطنى أو العالمى. سوف تبحثون مجموعة من الأمور على جانب كبير من الخطورة وهى البعد الاقتصادى لهذه الأزمة والبعد المالى لها وآثار هذه الأزمة على البورصة فى مصر ثم بعد ذلك ننظر إلى هذه الأزمة والمتغيرات الاقتصادية من منظور إسلامى لتحاولوا أن تجدوا لهذه الأمور حلولاً من الشريعة الإسلامية التى تحتوى على كل شئ وذلك فى ظل تحليل اقتصادى من منظور إسلامى.

ادعوا الله سبحانه وتعالى أن يوفقكم إلى الخلوص إلى النتائج التى تتفق وشريعتنا الإسلامية والتى يكون من جرائها تحقيق الخير لمجتمعنا الإسلامى والعربى.

والسلام عليكم ورحمة الله وبركاته

## الكلمات والبحوث التي أقيمت

### في المنتدى

١- الأستاذ الدكتور/ حاتم عبد الجليل القرنشاوى

أستاذ الاقتصاد وعميد كلية التجارة بجامعة الأزهر بنات

### التفسير الاقتصادى للأزمة

وقد قام بالقاء كلمته في اللقاء وتم تسجيلها صوتياً وتفرغها ثم تحريرها.

٢- الأستاذ الدكتور/ منير هندی

أستاذ الإدارة بجامعة طنطا وخبير البورصات

وقدم ورقة مكتوبة بعنوان:

### التحليل للأزمة من داخل البورصات

٣- الأستاذ الدكتور/ محمد عبد الحليم عمر

أستاذ المحاسبة بكلية التجارة ومدير مركز صالح كامل

وقدم بحثاً مكتوباً بعنوان:

### التفسير الإسلامى لأزمة البورصات العالمية

٤- الدكتور/ محمد الصهجرتى

المستشار بالهيئة العامة لسوق المال

قام بالقاء كلمته في اللقاء وتم تسجيلها صوتياً وتفرغها ثم تحريرها

### مقارنة إجمالية لوضع بورصات الأزمة والبورصة المصرية

٥- الدكتور/ محسن السلامونى

العضو المنتدب للمجموعة الدولية للاستثمار

وقدم ورقة مكتوبة بعنوان:

### أزمة البورصات العالمية وأثرها على البورصات المصرية



## التفسير الاقتصادي للأزمة

الأستاذ الدكتور/ حاتم عبد الجليل القرنشاوى

بسم الله الرحمن الرحيم

في الحقيقة إن أزمة البورصات إذا جاز لنا أن نسميها أزمة عودتنا أن تكون دائماً في أكتوبر، واتجهت بعض التعليقات إلى تسميتها بالدورة الاكثوبرية (أكتوبريزم)، لأننا نذكر أن الإثتين الأسود حدث في أكتوبر وتكررت مرات وكانت في حدود العشرينات من أكتوبر، لأن وهذا أمر بعيد عن التحليل الاقتصادي أو التحليل المالي راجع إلى العنصر النفسى فكلنا يعلم أهمية العنصر النفسى في اتخاذ القرارات في البورصة وفي الأوراق المالية وانعكس هذا كنوع من الحساسية على متخذى القرارات في البورصة كلما اقترب موعد أكتوبر.

فكلنا يعلم أن بواخر التغييرات قد بدأت في جنوب شرق آسيا، وبدأت في الحقيقة قبل أكتوبر بعدة شهور، بدأت في يونيو من العام الحالى في تايلاند تحديداً، ثم امتدت مظاهرها لتشمل مجموعة دول جنوب شرق آسيا ثم انتقلت بعد ذلك إلى البورصات ومراكز تداول الأوراق المالية عالمياً.

ما الذى حدث في جنوب شرق آسيا بدء من تايلاند مروراً بماليزيا، أندونيسيا، تايوان، كوريا، وأخيراً هونج كونج والذى انتقل بعد ذلك بتأثيرات متباينة إلى الأسواق العالمية؟ كالمعتاد تراوحت

التفسيرات ما بين نظرية المؤامرة، والمضاربات، والعوامل  
الداخلية لتفسر طبقاً لما يلي:

**التفسير الأول: نظرية المؤامرة:** ونفسر ما حدث بأنه درس  
مقصود أتخذته مراكز القرار العالمية لروع دول منظمة الأسيان،  
صورته إحدى الصحف العالمية بأنه التبجح الذى مارسته هذه  
الدول بالقول بأن العالم سيتحول إلى آسيا وستكون آسيا هي محور  
القرن القادم، يؤيد انصار هذا الرأى أقوالهم بما حدث للمكسيك في  
مجال هيمنة الولايات الأمريكية وما قد تصوره البعض من حدوث  
نهضة في أمريكا اللاتينية تقودها المكسيك.

**التفسير الثاني:** لا يبتعد كثيراً عن تفسير نظرية المؤامرة وإن  
كان لا يحصرها في واضعى القرار الكبار أو الأربعة الكبار، وإن  
كان يربط هذا بتحركات المضاربين، وكلنا استمعنا إلى الاتهامات  
المحددة التى وجهت إلى "سورس" أحد كبار المضاربين في أسواق  
العملات بأنه وراء الانهيار الذى حدث في تايلاند والانهيار الذى  
حدث في ماليزيا.

**التفسير الثالث:** وينطلق من أن الأمر بدأ واستمر وسيستمر  
لفترة بتأثير عوامل داخلية في هذه الدول وليست عوامل خارجية.  
سأحاول في خلال الاستعراض الموجز الذى كما ذكرت سأثير  
فيه محاور مختلفة لما اعتقد أنه يصور ما حدث ويحاول أن يدلى

بدلوه في تفسير ما حدث واستقراء نتائجه حيث التفاعلات ما زالت مستمرة كما أشار الدكتور/ محمد عبد الحليم عمر .

وفي استعراض موجز لأسباب هذه الأزمة وتحليلها يمكن أن نخلص إلى مايلي:

• أحد الاسباب الموضوعية للأزمة في جنوب شرق آسيا هو العجز الشديد في موازين المدفوعات لهذه الدول، تزايد هذا العجز بسبب نوعية الاستثمارات التي تمت في هذه الدول، وأركز على الاستثمارات فيما يسمى بالتصنيع، هناك تشابه كبير في نمط التصنيع الذي تم في هذه الدول تايلاند، ماليزيا، تايوان، سنغافورة، أمّا هونج كونج فتمثل استثناءً من هذا المجال، نتيجة هذا التشابه في كثير من الأحيان بين المنتجات، فإن أى انخفاض في العملات لدولة من هذه الدول أو زيادة الكفاءة الانتاجية لإحدى هذه الدول يترتب عليه ارتفاع حدة المنافسة لأنها تنافس على ذات السواق بذات المنتجات ومن ثم تدخل في نوع قد يقود إلى ما يسمى بالمنافسة القاتلة، لاشك أن دخول الصين في الفترة الأخيرة بكثافة بهذه المنتجات كان له تأثيره على الأسواق العالمية مما زاد من حدة التأثير على التوسع في صادرات هذه الدول.

• الجانب الآخر، لأن الميزان التجارى وميزان المعاملات الجارية لا يرتبط فقط بالصادرات وإنما يرتبط بالواردات، في جانب آخر كان هو التزايد السريع في الوردات الترفيه والاستهلاكية

لعديد من هذه الدول، وتوجه جانب كبير من الاتفاق إلى استثمارات بالغة الترف ذكرت تحديداً في العديد من التحليلات العالمية في مجال الإسكان فوق الفاخر، وفي مجال الفنادق فوق الفاخرة، وفي مجال الترفية، ولعل هذا يعطى إشارة إلى ملاعب الجولف، حيث تكرر ذكرها في ٤٠٪ من التحليلات التي قرأتها، لسنا ضد لعبة الجولف، ولاهى بذاتها تؤدي إلى انهيار البورصات، ولكنها كانت مؤشراً على نمط الاستهلاك في نشاط ليس له جذور في هذه المناطق.

• انخفاض العملات الذى حدث وكان تدريجياً في بعض الدول، أدى بها إلى مركز تنافسى أقوى من غيرها، وهنا ثار التساؤل، هل ستسمح الدول المستوردة بذلك؟ فعلى سبيل المثال إن انخفاض العملات في جنوب شرق آسيا بحوالى ٤٠٪ قد يعنى زيادة واردات الولايات المتحدة الأمريكية من هذه المنطقة من ١٩١ مليون دولار إلى ٣٠٠ بليون دولار نتيجة ارتفاع القدرة التنافسية نظراً لانخفاض العملة في مواجهة الدولار، فهل ستقف الولايات المتحدة ساكنة أمام مثل هذه الزيادة الضخمة في الاستيراد، في نفس الوقت فإن الانخفاض في عملة تايلاند يعنى أن أجراس التنبيه التى تدق في كل دول المنطقة تعلن بأنه لو سمح لتايلاند بزيادة الصادرات فإنه سيكون على حساب الدول الأخرى التى تصدر إلى حد كبير منتجات متشابهة.

• تزامن مع هذا أن الاتفاق الخاص والعام على حد سواء في هذه الدول كان مبنياً على توسع كبير ومتزامن في الاقتراض الداخلي والخارجي، وتوجه جانب كبير ورئيسي من هذا الاقتراض في مجالات ترفيهه واستثمارات عقارية مما بدا كمؤشر على وجود فجوة بين الاقتراض وقدرة الدولة على تحمل أعباء الدين المتزايد. المؤشر على هذا أن الديون المعدومة لدى مصارف جنوب شرق آسيا في بداية ١٩٩٨ من المقدر أن تصل إلى ٧٣ بليون دولار وهو ما يعادل حوالي ١٤,٧٪ من ديون المنطقة، هذه ليست الديون المتعثرة لكن الديون المعدومة.

أسباب هذا الارتفاع الشديد في نسبة الديون المعدومة، أرجع في التحليلات المختلفة إلى ثلاثة أسباب:

- ١- ضعف النظام المصرفي الذي لم ينمو بالقدر الكافي ليتحمل مثل هذا التوسع الشديد في منح الائتمان للأفراد والشركات.
- ٢- تمويل شراء الأسهم والسندات والتي توجه جانب كبير من هذه القروض للمضاربين في البورصة.
- ٣- الاستثمار في قطاع العقارات.

• معدل النمو يتوقع أن ينخفض في تايلاند ١٪ في العام القادم وإذا تمكنت تايلاند من كبح جماح التغيرات أن ترتفع إلى ٢٪ في عام ١٩٩٩م، أما ماليزيا وأندونيسيا فمن المقدر أن ينخفض معدل النمو إلى ١,٥٪ وإذا تمكنت هذه الدول من معالجة الأزمة والمرور

بها، فمن المأمول أن يرتفع في عام ١٩٩٩م وبدايات عام ٢٠٠٠م إلى ٤٪، إذا تضافرت مجموعة من الأسباب بعضها هيكلية متعلق بنوعية الصناعة والتي اتجه الجانب الأكبر من الاستثمار الأجنبي المباشر في هذه الدول إلى الصناعات التجميعية، والمحاذير هنا أن هذه الصناعات من الممكن أن ترحل بسهولة، وهذا هو الخطر الحقيقي في المدى المتوسط والطويل. إذا ظهرت ميزات تنافسية أكبر في مواقع أخرى في جنوب شرق آسيا أو غيرها من الممكن أن ترحل هذه الاستثمارات إلى مناطق أكثر جاذبية لأن الاستثمار الثابت فيها محدود.

• النمو السريع في الائتمان الممنوح داخليا والاقتراض الخارجي الذي توجه في جانب كبير منه إلى استثمارات غير منتجة، بمعنى أنها لاتضيف إلى الطاقة الانتاجية الحقيقية من سلع وخدمات عالية المكون المحلي في أي من هذه البلاد. وجانب كبير من الاقتراض وجانب كبير من الاستثمار توجه إلى البورصة لشراء الأسهم والأوراق المالية أملاً في تحقيق معدلات الربح السريعة وكان هذا حقيقياً أيضاً بالنسبة للاستثمار الأجنبي الذي تدفق والذي كان أغلبه ليس استثماراً مباشراً وإنما كان استثماراً في البورصات بغرض المضاربة وليس الاقتناء وإذا كان لنا أن نتقن من البعض ففي تحليل حديث للأزمة منذ عدة أيام كان يرى أن بداية الأزمة العالمية والتي بدأت في جنوب شرق آسيا بدأت بالنمو

السريع في أسواق رأس المال وفي البورصات في البلاد الجنوب شرق آسيوية وبما لا يتلاءم مع معدلات نمو الانتاج أو الخدمات الحقيقية.

• الجانب الآخر الذى يفسر به البعض ما حدث هو سرعة انفتاح هذه الأسواق على الأسواق العالمية، حيث دخلت بسرعة فيما تصورته أنه خطوات نمو العمولة دون أن تكون مجهزة لتقبل أن قواعد اللعبة التى يمارسها الكبار لا يستطيع الصغار أو متوسطى الحجم أن يمارسوها بذات القواعد وإنما لهم قواعد أخرى عليهم أن يمارسوا اللعب بها، ولعل هذا ما تبلور في قمة الـ ١٥ عندما دار الحديث والتوجيه إلى إنشاء وإرساء قواعد للدخول إلى العولمة تتناسب مع قدرات وإمكانيات هذه الدول.

إن الدين الخارجى الكبير والمتزايد، والدين الداخلى، والتوسع الشديد في منح الائتمان وجانب كبير منه، وأكبرها كثيراً، في استثمارات غير منتجة في المدى القصير والمتوسط وتركز جانب كبير منها في الاستثمار العقارى وما سمي اصطلاحاً بالاستثمار السياحى فضلاً عن استخدام الأموال في المضاربة في البورصة. ومعنى هذا أن أى اهتزاز في عملية البورصة يدفع المضارب إلى سرعة التخلص من السهم ليستطيع سداد أعباء الدين أو إلى مزيد من الاقتراض لمواجهة الخسائر وانتهينا إلى الرقم الذى ذكرته بالنسبة للديون المعدومة.

هذا التوازن الهش صاحبه بالتالى ضغوط على عملات هذه الدول والتي قامت كثير من أسواق النقد في العالم بأخذ مراكز على عملاتها التي ارتبطت بالتوسع السريع ومعدلات النمو العالية، ومع بؤادر الانخفاض بدأت هذه القوى أو المراكز أو المضاربين يعيدون حساباتهم بالنسبة لتوقعات هذه الدول، وأيضاً بالنسبة للاستثمار في الأوراق المالية، حيث أننا في النهاية نقوم بتحويل الكل إلى الدولار أو الاسترليني إلى آخره.. فالانخفاض الذى وصل إلى ما يتجاوز الـ ٥٠٪ في الـ (البات) التايلاندى مثلاً، معناه أنه مهما كانت معدلات العائد الداخلى على الأسهم والأوراق المالية المختلفة فإنه عندما تحول إلى العملة التي دخل بها الاستثمار الأصلي لن تعوض مثل هذه الخسارة، فبدأت عمليات الضغوط للتخلص من هذه العملات، وتغيير مراكزها، وطبعاً أدى هذا إلى مزيد من الضغط على هذه العملات. الاحتياطات الموجودة لدى البنوك المركزية التي يمكن أن تواجه بها مثل هذا الانسحاب المفاجئ سواء من عرض العملات أو من بيع الأسهم التي يمكن أن تتدخل بصورة أو بأخرى للمحافظة عليها، الصين مثلاً تدخلت في هونج كونج بقوة عن طريق دفع الشركات وكبار مليونيرات هونج كونج لاتخاذ إجراءات عملية لدعم الموقف في هونج كونج، بنك الصين أعلن أنه لن يتخلى عن هونج كونج، بعض الكبار الرأسماليين الصينيين بلغت خسائرهم في خلال أسابيع قليلة ولو احد

منهم ما يتجاوز ٩٧٥ مليون دولار نتيجة حرصه على دعم دولار هونج كونج بالتنسيق مع الحكومة الصينية في هذا الشأن، ثلاثة من كبار الرأسماليين الصينيين في هونج كونج بلغت خسائرهم المجمعة خلال هذه الفترة ما يتجاوز الـ ٢ بليون دولار، واحد منهم والذي كان ترتيبه التاسع في قائمة أغنى اغنياء العالم تراجع مركزه نتيجة هذا إلى المركز الـ ٣٥. ليست كل دولة لها هذه الإمكانيات، الصين بمالها من عمق وإمكانيات صناعية ومادية وبنك الصين باحتياطياته، تركزت احتياطات الكثير من الدول في محاولتها للتدخل لإصلاح الأوضاع، كما لجأت هذه الدول إلى صندوق النقد الدولي كالمعتاد، وهنا أيضاً درس آخر اعتقد أنه من المهم جداً أن نستفيد منه، صندوق النقد الدولي كان متواجداً منذ البداية في تايلاند، وفي أندونيسيا وكان قريباً من المكسيك، لكننا لم نسمع عن تنبؤات الصندوق بالنسبة لهذه التطورات، رغم أن هناك محللين كتبوا في هذا الأمر مثيرين علامات استفهام عن ماذا سيحدث مع سرعة التطور في هذه الأسواق الناشئة؟ وهل تستطيع معدلات النمو والصادرات ان تصمد في ظل تكرار نمط التصنيع في هذه البلاد؟ وهل تستطيع على سبيل المثال، كما قرأنا عن الاستثمارات في بعض المجالات ومنها مجال تجميع السيارات وانعكاساتها على الاقتصاد؟ ومع هذا لم يتدخل صندوق النقد الدولي الذي يدعى أن

لديه الخبرة والمعرفة والنظرة والعمق والنصيحة التي تقود الأمور وتوجهها.

لكن عندما وقعت الواقعة بدأ يظهر صندوق النقد الدولي، فعلى سبيل المثال أعطى النصيحة لأندونيسيا بإغلاق ١٦ بنكاً، وقد تم هذا بالفعل، وإيقاف مجموعة من الاستثمارات، كما أعطى النصيحة لتايلاند بإغلاق عدد من البنوك ورفع معدلات الفائدة لتحجيم الاستثمار، ومنح لثاني مرة في تاريخه، وهنا أضع عدة خطوط أيضاً، منح تايلاند ثاني أكبر قرض داعم في تاريخ الصندوق وبما يتجاوز كل القواعد المطبقة في الصندوق، وكان قد تجاوزها عندما منح المكسيك ١٧,٨ بليون دولار، وهي تعادل تقريباً إن لم تخنى الذاكرة سبعة أمثال ما تستحقه المكسيك طبعاً بتأثير مباشر من الراعي الولايات المتحدة الأمريكية، في حالة تايلاند لم تتمكن اليابان إلا أن ترفع القرض إلى ٣,٩ بليون لصالح تايلاند ولم تتمكن من إقناع الصندوق بمزيد من هذا فتقدمت بقرض مماثل بنفس القيمة تقريباً إلى تايلاند لإيقاف التدهور في تايلاند.

هذا أيضاً يطرح علينا سؤال اعتقد أنه وثيق الصلة بجهودنا في مصر التي تبذل في سبيلها الكثير من أجل تحقيق معدل التنمية، هل المهم أن نرفع معدلات الادخار؟ ونحن نتحدث كثيراً عن ضرورة رفع معدلات الادخار والاستثمار سواء الادخار المحلي أو الاستثمارات الأجنبية؟، هل هذا هو المهم أم المهم نوعية الادخار

ونوعية الاستثمار وليس معدل الادخار والاستثمار؟ شهدت هذه الدول معدلات عالية للغاية من نمو الائتار المحلي ومعدلات عالية غير مسبوقه في بعض الأحيان من نمو الاستثمارات، لكنها كانت عرضة للشرخ والانكسار لأول هزة أياماً كان مصدرها، سواء كانت العوامل الداخلية او الضغوط الخارجية.

هناك الكثير من أوجه التشابه كما أن هناك الكثير من الاختلاف بين ما يجرى في منطقتنا وما يجرى في هذه المناطق.

### كيف انتقل هذا التأثير إلى باقى دول العالم؟

على سبيل المثال أمريكا توجه ٢٠٪ من صادراتها وطبقاً للإحصاءات المتاحة عام ٩٧،٩٦ - إلى منطقة جنوب شرق آسيا- اليابان توجه ٤٤٪ من صادراتها إلى عموم دول جنوب شرق آسيا.  $\frac{3}{4}$  النمو في الصادرات اليابانية مرتبط بالنمو في جنوب شرق آسيا.

معنى هذا أنه كان لابد لهذه الدول أن تتأثر سلباً بما حدث في جنوب شرق آسيا من تراجع في الاستثمار فضلاً عن أن جانباً كبيراً من الاستثمارات المالية التي دخلت إلى قطاع الأسهم والسندات والبورصات في جنوب شرق آسيا كانت أموالاً أمريكية ويابانية وأوربية.

هذا التطور الذي حدث هناك من المنتظر منه أن يؤثر على الولايات المتحدة بانخفاض معدل نمو بما يعادل ٠,٢٪، وينتظر في اليابان أن يبلغ التأثير ما يقرب من ٠,٨٪ فكان لا يمكن أن تقف هذه الدول معزولة عما يجري هناك، الولايات المتحدة الأمريكية لم تتدخل بكثير في هذا، لكن المستثمرين الذين بدأوا في عمليات المضاربة نزولاً أو صعوداً إن لم يكن كل المضاربات نزولاً في أسواق جنوب شرق آسيا، أنه تمكنت بعض بيوت السمسرة والمضاربات المالية في بعض دول جنوب شرق آسيا مثل تايلاند وماليزيا في المضاربة على النزول ثم المضاربة على الصعود بعد ذلك لتحقيق هامش الفرق من هذا وهو هامش كبير، وتمكن بعض بيوت السمسرة المحلية من الاستحواز على جانب كبير من هذه الأسهم لحساب مستثمرين آخرين، وهذا يذكرنا بما حدث أيضاً في يوم الإثنين الأسود في أمريكا عندما تمكن عدد قليل جداً من بيوت السمسرة من الاستفادة من النصيحة القديمة التي ربما أختتم بها هذا الحديث.

التأثير إذن كان على بورصات الأوراق المالية في اليابان والولايات المتحدة أكثر منه في أوروبا للارتباطات التجارية الكبيرة بين هاتين المنطقتين من العالم. أوروبا كانت أقل تأثراً لأن حجم تعاملاتها مع دول جنوب شرق آسيا هو ٧٪ فقط من تجارتها الدولية، وجزء يتناسب مع هذا من صادراتها.

التوقعات داخل الدول المتقدمة أثارت الكثير لأن انخفاض العملات الآسيوية وهى مركز رئيس لصادرات كثير من الصناعات التجميعية بحوالى ٤٠٪. يعنى تهديداً مباشراً لصادرات الدول المتقدمة صناعياً، وبالتالي كان لابد أن ينعكس هذا على توقعات النمو لكثير من الشركات، مما انعكس على الأوراق المالية لهذه الشركات وبدأ يحدث تأثيره في مؤشرات البورصات العالمية مثل مؤشر داو جونز، ونظراً لاستخدام أسلوب الشراء بتمويل مصرفى في أسواق الأسهم الأمريكية، فإن الحاسية شديدة لأنخفاض الأوراق المالية، حيث يندفع المضاربون للتخلص السريع من الأوراق المالية مع أول انخفاض، وهذا هو الذى جعل - بعدما تعلمت البورصات الأمريكية من درس الإثنين الأسود - أن تتدخل إدارة البورصات لإيقاف التداول نصف ساعة ثم نصف ساعة مرة ثانية إلى آخره، لأننا نعلم أن الورقة المالية لا ترتبط بمثل هذا الجو المحموم، بل بالأداء الحقيقى في عرض الورقة. وقد كان من المأمول أن ينتبه الناس عندما توقفت في أول مرة أن يوقف التداول الآلى ويلاحظوا أن التدهور أكثر مما يجب، لم يحدث هذا بل زاد التداول فاضطرت مرة أخرى إلى التدخل ثانية وهنا يبدأ تدخل العامل النفسى إلى جانب عامل الـ "مارجنت ريدنج"، والحمد لله إلى الآن لم نسمح به بصورة رسمية في مصر.

هل وجود راعي مثل اليابان لتايلاند والولايات المتحدة

للمكسيك يمثل صمام أمان لهذه لدول الدول من تقلبات محتملة؟

وكما ذكرت أننا هنا معنيون بالانعكاسات على مصر، هل نلجأ إلى أن نكون تحت حماية قوة اقتصادية كبرى؟ في الحقيقة هناك فارق بين الإثنين، الدول الصناعية الكبرى والدول المتقدمة اقتصادياً تستطيع أن تفتح أسواقها، تستطيع أن تسمح بالانخفاض والارتفاع في حدود معينة، وإن كان بعضها لم يتحمل هذا مثلما حدث في بريطانيا ١٩٩٢م، لكنها كانت واقفة على قاعدة اقتصادية قوية، الدول الآخذة في النمو أو النامية أو النمر أو أيا ماكان تسميتها لم تصل بعد إلى هذه القدرة الذاتية التي تمكنها من مواجهة هذه التقلبات.

الولايات المتحدة كما ذكرت قدمت للمكسيك حوالي ٤٠ مليون

دولار واستخدمت نفوذها لدى صندوق النقد الدولي لتقديم ١٧,٨ بليون دولار لكن ما هو الثمن الذي دفعته المكسيك؟ تزايد الدين الخارجي بحوالي ٣٠ بليون دولار، رهن عائد صادرات البترول تحت ما يسمى صندوق الدعم، وهذا يضع علامات استفهام كثيرة حول مستقبل المكسيك في الفترة القادمة.

هل يا ترى بالنسبة لنا ما هو الوضع بالنسبة للاستثمار الأجنبي في البورصة، الاستثمار الأجنبي يجب أن ندعمه بالاستثمار المباشر، أما الاستثمار في البورصة فنحن نرحب به،

لكن الاستثمار في البورصة هو استثمار في أوراق مالية، في أصول مالية، ويجب أن تتذكر هذا جيداً، وليس استثماراً في أصول حقيقية، وإن كان له تأثير غير مباشر على زيادة الاستثمار الحقيقي، لكن إذا كان التركيز على جذب الاستثمارات في البورصة، فأعتقد أننا يجب أن نتوقف ونضع علامة استفهام وأن نخضع هذه الاستثمارات للمتابعة، لا أقول للتدخل وإنما لمتابعة دقيقة وحريصة، لأن التدفقات التي تدخل بطرق المضاربة ومعظمها ليس بغرض الاقتناء، لآمانع من وجودها لكن كما دخلت بسهولة يمكن ان تخرج بسهولة وعند أول بادرة مع استبعاد نظرية المؤامرة، ببساطة شديدة هي تبغى الربح السريع حيثما وجد، بعض هذه الصناديق مارس هذه اللعبة في مصر ولاحرج لأن هذه هي قواعد اللعبة، لكي ينبغي عدم السماح لها بأن تتجاوز حدوداً معينة.

أكرر الاستثمار المباشر والاستثمار المباشر والاستثمار المباشر.. هو الأمل في المدى المتوسط والطويل، ولكن ليس أى استثمار مباشر، الاستثمار المباشر في عمليات إنتاجية حقيقية.

في تقرير لأحد كبار مستشارى الاستثمار العالميين وهو صادر حديثاً جداً ينصب على ماليزيا، وسوف أعرض على حضراتكم فقرة منه بدون تعليق، يرى معد التقرير أن ماليزيا فقدت فرصة جيدة لأن تعطى مؤشرات لسوق الاستثمار الدولى أنها في طريق الاصلاح لأنها لم تنظر إلى المشكلات الحقيقية وكانت الآثار

السلبية التي أعطتها لهذه الأسواق، أنها عندما خفضت الضرائب على الشركات وزادت من الاعفاء الضريبي للاستثمارات الأجنبية، فإن هذا كان مؤشراً يعطى الانطباع بأن ماليزيا ما زالت في موقف الضعيف الذي يستجدي مثل هذه الاستثمارات وكانت هذه هي إحدى النقاط التي طرحها هذا التقرير ويرى فيها نقاط ضعف. هذا التقرير وأعتذر عن عدم ذكر أسم الشركة التي أصدرته لأنه تقرير داخلي لمستثمريها توجه فيه النصيحة لمستخدمي القرار لديها في العالم إلى أن استثماراتهم يجب أن تركز على مايلي:

يجب أن يكون الاعتماد على الاستثمار المملوك، عدم التوسع في الائتمان بنسب غير مدروسة، الأفكار الهلامية والتي لا تترجم إلى إنتاج حقيقي يجب أن تتلخص منها، ومرة أخرى النصيحة التقليدية وهي أن يبدأ مستثمري هذه الشركة في البيع عندما يقبل الآخرون على الشراء.

## ماذا يجري في البورصات العالمية؟ هل نحن في الطريق إلى يوم الإثنين أسود آخر؟ أين البورصات العربية مما يحدث حول العالم؟

دكتور/ منير إبراهيم هندی

بسم الله الرحمن الرحيم

تعرضت سوق الأوراق المالية في هونج كونج إلى انخفاض كبير في الأسعار، ولم يمض سوى بضعة أيام إلا وانتقلت العدوى إلى السوق الأمريكية. فلم تلبث بورصة نيويورك أن تفتح أبوابها يوم الإثنين ٢٧ أكتوبر، إلا وبدأ الاتجاه الهبوطي للأسعار وما إن وصل الانخفاض إلى ٣٥٠ نقطة، حتى أعلنت إدارة البورصة لأول مرة في تاريخها - عن استخدام آلية يطلق عليها Circuit Breaker، وبمقتضاها تم إيقاف التداول Trading Halt كلية لمدة ٣٠ دقيقة وخلال تلك الدقائق بدا واضحا أن حجما هائلا من أوامر البيع جرى اعدادها. ومن ثم كان من الطبيعي أن يستمر الانخفاض مع اعادة التعامل، مما أجبر إدارة البورصة إلى إيقاف التداول لمدة نصف ساعة أخرى، لينتهي التعامل في ذلك اليوم بفقدان مؤشر داو جونز ٥٥٤ نقطة، حيث أقل عند ٧١٦١ نقطة.

ولم يختلف الأمر بالنسبة لمؤشر ستاندرد اند بور ٥٠٠ (S&P 500)، حيث فقد المؤشر ٦٤ نقطة إذ أقل عند ٨٧٦ نقطة. بما يعنى أن الانخفاض وفقا لارقام المؤشرين كان في حدود ٧٪.

اما مؤشر نازداك NASDAQ للسوق غير المنظمة، والتي يتداول فيها أسهم شركات من نوع خاص، نقصد أسهم شركات صغيرة ومتوسطة، فقد أنخفض كذلك بما يعادل ١١٥ نقطة، حيث اقل عند ١٥٣٥ نقطة. وهو معدل هبوطي في حدود ٧٪ أيضاً.

وكان على العالم أن ينتظر بضع ساعات - بسبب فروق التوقيت - ليتعرف على رد الفعل في أسواق استراليا وجنوب شرق آسيا. انخفضت الاسعار ٧,٢٥٪ في سيدني، ٧٪ في سنغافورة، ٦٪ في مانيل. كما فقد مؤشر نيكي للسوق الياباني ما يوازي ٤,٢٥٪ من قيمته، وان كان قد فقد منذ يناير ١٩٩١م حوالي ١٢٪ من قيمته مؤكداً بذلك على ضعف متوقع في معدل نمو الاقتصاد القومي. تلى ذلك انخفاض مؤشر السوق البريطاني حوالي ٦٪، والسوق الفرنسي حوالي ٧٪ وذلك في يوم الثلاثاء ٢٨ أكتوبر.

هذه إذن حالة عامة، لنتذكر ما حدث في يوم الإثنين السود ١٩٨٧م، بفارق زاحد هو أن الأزمة هذه المرة قد بدأت بوضوح في أسواق جنوب شرق آسيا، وهو الأمر الذي كان محل شك في عام ١٩٨٧م. وكما جرت العادة في مثل تلك الازمات العالمية، يكون التركيز على تحليل اوضاع السوق الامريكي، وذلك لاسباب اقتصادية لها ما يبررها. وهنا سوف نفرق بين اسباب عقلانية، واسباب عاطفية أو ما يسمى برود الأفعال.

## الأسباب العقلانية المحتملة

**السبب الأول:** في مقدمة تلك الأسباب ضخامة الاستثمارات الأمريكية في أسواق جنوب شرق آسيا. ومع اتجاه بعض الدول في تلك المنطقة لتخفيض سعر صرف عملتها، وانخفاض قيمة عملات دول أخرى في مواجهة الدولار، أصبح في حكم المؤكد أن تتخفض رباح الشركات الأمريكية المتعددة الجنسيات من عملياتها هناك، وذلك عند تحويلها إلى الدولار. ومن بين المظاهر التي تؤكد ذلك الانخفاض الكبير الذي تعرضت له أسعار أسهم شركات: الكوا Alcoa، وأى بي أم IBM، ومرك Merk، وجى بى مورجان J.B. Morgen ولكن هل إنخفاض في أسعار عدد محدود من الأسهم من شأنه أن يحدث كل ذلك التأثير؟ سؤال يصعب أن تكون اجابته بالإيجاب.

**السبب الثاني:** سبب آخر محتمل هو أن انخفاض سعر صرف عملات بعض دول جنوب شرق آسيا في مواجهة الدولار، حمل في طياته توقعات بانخفاض الصادرات الأمريكية، وهو ما يعنى بالتبعية توقعات بانخفاض مستقبلي لأرباح الشركات التي تمثل صادراتها إلى جنوب شرق آسيا جزءاً كبيراً من مبيعاتها، وهو ما ترتب عليه بالتبعية انخفاض في أسعار اسهمها. مرة أخرى إذا كان ذلك صحيحاً ومؤثراً، فكيف يفسر الانخفاض في أسعار أسهم شركات أمريكية لا تصدر إلى تلك المنطقة من العالم؟.

**السبب الثالث:** سبب ثالث هو الادعاء بأن ما يحدث ما هو إلا تصحيح لأوضاع سابقة. فمثلا ارتفعت اسعار أسهم شركات الإلكترونيات، بشكل لم يسبق له مثيل. فمنذ يناير ١٩٩٧م ارتفع سعر سهم شركة دل كمبيوتر Dell Computer بنسبة ٢٢٠٪ وسهم شركة مايكرو سوفت Microsoft بنسبة ٦٠٪ بل وأن مراجعة حركة الأسعار في تلك الصناعة يكشف ان الهبوط الذى تعرضت له أسعار تلك الأسهم، أعادها إلى ما كانت عليه في شهرى يوليو وأغسطس من هذا العام. ولعل المستثمر الأمريكى يتذكر جرين سبان Green Span محافظ البنك المركزى الأمريكى، حين قال كلمته الشهيرة، أن الامريكيين أكثر نفاؤلاً مما ينبغى، بما يحمل في طياته أن أسعار الأسهم باتت مبالغاً فيها. قد يكون التصحيح سبباً، ولكن هل كل الأسهم كانت هناك مغالاة في أسعارها حتى تتعرض كلها للانخفاض، وينخفض المؤشر بذلك المعدل الكبير، خاصة وأن التصحيح قد بدأت في السوق الأمريكية منذ حوالى ثلاث شهور؟ فلقد كان مؤشر دو جونز قد تخطى ٨٠٠٠ نقطة بعدة مئات، وكان يتجه في طريقه إلى مستوى ٩٠٠٠ نقطة، وإذا به قبيل وقوع الأزمة ينخفض تدريجياً حتى وصل إلى أقل من ٨٠٠٠ نقطة.

**السبب الرابع:** هو عمليات المراجعة بين الأسواق Arbitrage. فهناك أسهم شركات أمريكية مقيدة في بورصات أخرى في جنوب شرق آسيا، ومن بينها بورصة هونج كونج التى انتقلت منها

الأزمة. وعليه فإن انخفاض أسعار أسهم تلك الشركات في أسواق جنوب شرق آسيا، قد حدا بالمراجحين - أو ما يمكن تسميتهم بالمضاربين - إلى شرائها من تلك الأسواق وبيعها في السوق الأمريكي، وبإزدياد أوامر البيع لتلك الأسهم في السوق الأمريكي انخفضت اسعارها. وهذا يعد بمثابة تحذير من أن قيد شركات مصرية في أسواق أخرى سوف يتسبب في إحداث هزات للسوق المصري، مالم نسارع في توفير الدعامات الأساسية الغائبة، وفي مقدمتها آليات استيعاب الخلل بين العرض والطلب. ونعود لنسأل كم عدد الأسهم الأمريكية المقيدة في البورصات الأخرى، حتى تحدث مثل ذلك التأثير؟.

#### السبب الخامس: الشراء الهامشى. نقصد بذلك حالة

المستثمرين الذين قاموا بتمويل جزء من مشترياتهم من الأسهم بأموال مقترضة. فمع انخفاض الأسعار، أصبح أمامهم خيارين: إما سداد جزء من قيمة القرض الذى حصلوا عليه، أو بيع جزء من الأسهم التى اشتروها. وفي ظل هبوط الأسعار عادة ما يميل هؤلاء المشترين إلى بيع جزء من الأسهم، مما يزيد من الاتجاه الهبوطى للأسعار. نعم هذا صحيح، ولكنه لايسبب أزمة، بل يسهم فقط في زيادة حدتها.

#### السبب السادس: هناك سبب محتمل هو انخفاض عملة الدولة،

في الوقت الذى تعتمد فيه على الاستيراد من دول تتسم عملاتها

بالقوة. هذا يحمل في طياته تأثير عكسى على ربحية الشركات ويؤدى بالتالى إلى انخفاض معدل نمو ربحيتها وانخفاض اسعارها بالتبعية. هذا لم يحدث للولايات المتحدة الأمريكية، كما يحدث الكثير من الدول الأوروبية.

### أسباب نفسية وردود أفعال محتملة:

يأتى في مقدمة تلك الأسباب العوامل النفسية التى تحيط بشهر أكتوبر ويوم الأثنين الأسود عام ١٩٨٧م ورغم هذا فإن من المعتقد أن عملية التصحيح قد ذهبت إلى أبعد مما ينبغى كما سبقت الإشارة.

إن مستوى الذعر بين المتعاملين أقل مما كان عليه في أكتوبر ١٩٨٧م. ذلك أن كافة آليات السوق تعمل بكفاءة، وإن الطلبات تتفد على الفور، مهما كان السعر الذى تجرى على أساسه الصفقات. هذا ما ذكره رئيس بورصة نيويورك والبورصة الأمريكية ونازادك. يقابل ذلك في أكتوبر ١٩٨٧م أن السماسرة وصناع السوق، لم يكونوا يردون حتى على مكالمات العملاء.

إن حالة الاقتصاد الأمريكى - وهو محور الاقتصاد العالمى الآن، هى على ما يرام فبعد إقفال البورصة بساعتين في يوم الإثنين، خرج علينا وزير الخزانة الأمريكى بعد طول انتظار، ليتكلم لمدة دقيقة واحدة، دون أن يعطى أى فرصة للصحفيين!!.

قال خلالها تعليقا على الموقف: ان الاقتصاد الامريكى قوى، ومعدل النمو مرتفع، ومعدل التضخم متدننى (اقل من ٣%)، وان آليات السوق تعمل بكفاءة. كلمات محسوبة دقيقة تحمل في طياتها ما يسمى بالإشارات المالية Financial Signals فهى تحمل في مضمونها نون صراحة أن الأداء المتوقع للشركات بصفة عامة مرتفع، وليس هناك من سبب موضوعى يبرر هبوط الأسعار بمعدلات كبيرة، كتلك التى يتعرض لها السوق الآن. وفي تعليق للرئيس الأمريكى من شيكاغو في اليوم التالى، وبالتحديد صباح يوم الثلاثاء ٢٨ أكتوبر، أشار تذكروا أن اقتصادنا قوى وينبض بالحيوية بشكل لم يسبق له مثيل، اقتصادنا يواصل النمو بإضطراد، لذا فإننا نشعر بالثقة، ونواصل استراتيجياتنا الاقتصادية. مرة أخرى كلمات متزنة لم يتطرق فيها مباشرة لسوق رأس المال، ولكنها كلمات تعطى الأمل. وهذه هى اللغة التى ينبغى أن يتحدث بها المسئولون في الأسواق التى يعاقب فيها القانون، على عبارة غير دقيقة من مسئول إذا ما ترتب عليها الإضرار ببعض المستثمرين. وأيضاً في كلمات محسوبة بميزان من ذهب، أجاب رئيس بورصة نيويورك وليام جونستون William Johnston عن سؤال بشأن نصيحته للمستثمر في ظل هذه الأزمة، قال عليه أن يلجأ إلى مستشاره الاستثمارى، دون أى محاولة من رئيس البورصة لإثبات وجوده أو قدرته أو اعطاء أى إشارة لتهدئة ما يجرى في السوق، أن كلمات

الرئيس الأمريكى ووزير الخزانة واجابة رئيس بورصة نيورك،  
تعد بحق درسا ينبغى أن يستفيد منه المسئولون في الأسواق  
الناشئة.

إن حالة الاقتصاد الأمريكى أفضل كثيراً مما كانت عليه في  
عام ١٩٨٧م. ولا يختلف الحال بالنسبة للعديد من الدول المتقدمة،  
باستثناء اليابان، التى يعانى اقتصادها من ضعف معدل النمو، حتى  
أن الخبراء يتوقعون تعرضها لأزمة كساد حادة. ويكفى للتدليل على  
قوة الاقتصاد المريكى أنه في ذات اليوم الذى وقعت فيه الأزمة،  
وهو يوم الإثنين ٢٧ أكتوبر ١٩٩٧م. كان الرئيس الأمريكى قد  
أعلن في كلمة له قبل أن يعلن عن وقوع أزمة أن حجم العجز  
لايتجاوز الآن ٢ مليار دولار، في حين كان منذ عشر سنوات  
مضت ٢٢ مليار دولار.

إن حالة الاقتصاد في معظم دول أوروبا والعديد من دول جنوب  
شرق آسيا لا تقل كثيراً عن مثلتها في الولايات المتحدة الامريكية،  
بما في ذلك هونج كونج - التى بدأت منها الأزمة - حيث البطالة  
أقل من ٢٪، ومعدل النمو يتراوح بين ٤٪، ٥٪. كما أن معدل  
الضرائب يبلغ في المتوسط ١٥٪ فقط.

أن ما حدث سوف يقف حائلاً دون قيام البنك المركزى  
الامريكى برفع أسعار الفائدة كما كان متوقعاً. والمعروف أن رفع

أسعار الفائدة من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية، كما يحدث هزات في أسعار الصرف في مواجهة الدولار. أنه رغم النقاط التي فقدتها مؤشر داو جونز (٥٥٤ نقطة) هي الأعلى في تاريخ السوق الأمريكية. إلا أنها لاتعطي صورة دقيقة لما حدث. فبالمقارنة بما حدث يوم الاثنين الأسود حيث انخفض المؤشر بما يعادل ٣٥٠ نقطة، كان ذلك يمثل نسبة قدرها ٢٢٪. في حين أن ٥٥٤ نقطة الآن لاتمثل سوى ٧٪ من قيمة المؤشر. هذا فضلاً عن أن هذا الانخفاض لايقارن بحقيقة أن مؤشر داو جونز قد تضاعفت قيمته في الأربع سنوات الأخيرة.

أنه عندما وقعت أحداث أكتوبر، كانت أقرب خبرة متاحة عن الأزمات الحادة لسوق رأس المال، هي الكساد العظيم الذي وقع في ٢٩ أكتوبر ١٩٢٩م. أما الأزمة الحالية فلم تتعد كثيراً عن سابقتها، فالفارق الزمني حوالي ٩ سنوات، وان الكثير ممن عاصروا أزمة ١٩٨٧م مازالوا على قيد الحياة. وأنهم بالتأكيد يتذكرون أن السوق الأمريكي استرد قواه خلال فترة لم تتجاوز ثلاثة شهور، تبعته الأسواق الأوروبية ثم الآسيوية. كما يتذكرون أيضاً أن الخاسر كان المستثمر الذي أصابه الذعر وباع ما يملكه من أسهم. أما من احتفظ بما يملكه من أسهم لبضع شهور فقط بعد الأزمة فقد حقق أرباحاً لا بأس بها.

أن ردود أفعال صناديق الاستثمار وشركات إدارة المحافظ الأمريكية، بمجرد انتهاء التعامل في يوم الاثنين وشركات إدارة المحافظ الأمريكية، بمجرد انتهاء التعامل في يوم الاثنين ٢٧ أكتوبر، كان ينبئ باتجاهها إلى الشراء في يوم الثلاثاء، حيث أصبحت تلك المؤسسات تعتقد أن العديد من الأسهم ومنها سهم شركة IBM وشركة وول مارت أقل مما ينبغي أن تكون عليه.

لكل هذه الأسباب من غير المعتقد أن يزداد الانهيار عمقا. وحتى ولو حدث فسوف تستعيد الاسواق العالمية قواها، بعد فترة لن تطول بأى حال، كما كان الأمر مع أزمة يوم الاثنين الاسود. ذلك أنه لا توجد أسباب عقلانية تبرر ذلك الانخفاض. وأن ما حدث كما يسميه خبراء الأسواق ما هو إلا فرقة في الهواء Market Bubble. وفي لحظة كتابة تلك السطور جاءت الأنباء من وول ستريت بأن مؤشر دو جونز قد ارتفع بما يزيد عن ٣٠٠ نقطة، وارتفع مؤشر سوق هونج كونج بمعدل ٧٪، ومؤشر نيكي بنسبة ٣٪ ورغم هذا يتوقع أن تحدث تقلبات أقل عنفاً خلال الفترة القصيرة القادمة، ولكنها تقلبات يمكن تسميتها بتوابع الزلزال.

أين الأسواق العربية من كل هذا؟ ليس هناك مبرر لتأثر الأسواق العربية بما يحدث. وإذا ما حدث هبوط في الاسعار، فالاكثر احتمالاً أنه سيكون بفعل فاعل، يغتتم الظروف العالمية ليضارب على اتجاه هبوطي للاسعار. ان ما يجعل أسواق أوروبا

والولايات المتحدة وجنوب شرق اسيا تتأثر ببعضها البعض، هي العلاقات الاقتصادية التي تربط بينها، والتي تمثل في ضخامة حجم استثمارات كل دولة من تلك الدول في الدول الأخرى، وضخامة حجم التبادل التجارى بينها، وأن أسعار صرف عملات تلك الدول عرضة للتغير مع تغير ظروفها الاقتصادية والظروف الاقتصادية للدول التي لها معها ارتباط كبير. وان اسهم بعض الشركات قد تكون مقيدة في أكثر من سوق مما يتيح الفرصة لعمليات المراجعة التي تحدث مزيداً من الخلل في الأسعار، خاصة خلال الأزمات.

هذه هي بعض الأسباب الحقيقية التي تسبب انتقال العدوى من سوق إلى آخر، والتي في ظلها يمكن القول بأن أسواقنا في معزل عن ما يحدث الان في الأسواق العالمية. وبلغة أسواق رأس المال، يمكن القول بأن الأسواق العربية- ومن بينها السوق المصرى بالتأكيد - تكاد تكون مغلقة، إذ لم تسمح لها الظروف بعد لأن تتفاعل مع الأحداث العالمية. بل وكيف تتأثر البورصة المصرية والبورصات الناشئة بصفة عامة سلبياً. إذا كانت تلك الأسواق هي الملاذ الأخير عند وقوع مثل تلك الأزمات، خاصة بالنسبة للمستثمرين المؤسسين، بما يعنى في النهاية زيادة الطلب على الأوراق المالية المتداولة فيها.



## التفسير الإسلامي لأزمة البورصات العالمية

الأستاذ الدكتور/ محمد عبد الحليم عمر

بسم الله الرحمن الرحيم

### موضوع الدراسة:

لقد تعرضت البورصات العالمية في دول جنوب شرق آسيا إلى أزمة حادة بدأت يوم الاثنين ١١/١٠/١٩٩٧م وما زالت آثارها مستمرة حتى الآن والتي امتدت إلى عدد من البورصات في أوروبا وأمريكا، وتمثلت هذه الأزمة في الانخفاض الكبير في أسعار الأوراق المالية وفي العملات النقدية لهذه الدول وما نتج عنه من خسائر طائلة للمستثمرين في الأصول المالية وضياع جزء كبير من احتياطي النقد الأجنبي في هذه الدول، وما كشفت عنه هذه الأزمة من مشاكل اقتصادية ومالية عديدة.

ونظراً لحدثة وقوع الأزمة وقصر الفترة المنقضية من وقت وقوعها حتى الآن فإنه لم تتوفر عنها دراسات علمية مبنية على بيانات كاملة ودقيقة من حيث الأسباب الحقيقية والنتائج الكاملة، إلا أن هذا لاينفي أنه توافر من خلال الرصد الظاهري للأزمة كثير من البيانات التي نشرتها وسائل الاعلام المختلفة وكلها تؤكد جوانب الأزمة ورصد لأهم أسبابها وبعض النتائج العامة لها على لسان المسؤولين في هذه الدول وخبراء البورصات والاستثمار في العالم،

ونظراً لأن الدول التي وقعت بها الأزمة من الدول النامية، وبعضاً منها من الدول الإسلامية، وأنها حققت في السنوات القليلة الماضية معدلات عالية من النمو والتقدم الاقتصادي لدرجة أن أطلق عليها دول النمر الآسيوية تشبيهاً بالنمر من حيث رشاقة الحركة وسرعة الففزات، الأمر الذي جعل كثيراً من الدول النامية ومنها مصر تحاول استعارة تجربة هذه الدول والسير على خطاها؛ وبوقوع أزمة البورصات فيها وما تبعه من آثار على اقتصاديات هذه الدول برزت تساؤلات حائرة حول كيف تحدث هذه الأزمة في ظل اقتصاديات يشهد لها الجميع بالتقدم والتفوق؟ فما هي أسباب ذلك؟ وما هي نتائجها؟ وهل يمكن أن تؤثر هذه الأزمة على اقتصاديات هذه الدول فتعيدها إلى ما كانت عليه؟ أو تعيق التنمية والتقدم فيها؟ وإلى أي مدى؟ ثم كيف يمكن تفادي حدوث مثل هذه الأزمات في الدول الأخرى النامية التي بدأت مسيرة التقدم الاقتصادي مثل مصر؟

ومن هنا قررت إدارة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي عقد لقاء حول موضوع الأزمة لمحاولة الاجابة على التساؤلات السابقة، ولما كانت الدراسات في المركز تركز على الفكر الإسلامي، لذلك فإنه تقرر ان تعد دراسة ضمن اللقاء حول التفسير الإسلامي للأزمة إنطلاقاً من أحكام الشريعة الإسلامية التي عنيت عناية فائقة بالمعاملات المالية، وطبقاً للقاعدة الفقهية التي تقول "إن

الحكم على الشيء فرع عن تصوره" فإن هذه الدراسة تبدأ بالتعرف على سوق الأوراق المالية بشكل عام. وكيفية التعامل فيها ثم التعرف على الجوانب المختلفة للآزمة التي حدثت في البورصات العالمية، وأخيراً بيان التفسير الإسلامي لها وذلك وفق الخطة التالية:

### ١- التعرف على سوق الأوراق المالية

١/١: الجوانب التنظيمية للسوق

٢/١: الجوانب التطبيقية للسوق

### ٢- التعرف على أزمة البورصات العالمية (أكتوبر ١٩٩٧م)

١/١: أبعاد وجوانب الأزمة

٢/٢: أسباب الأزمة

### ٣- التفسير الإسلامي للآزمة

١/٣: التحليل الإسلامي للجوانب العامة للآزمة

٢/٣: التحليل الإسلامي للجوانب الخاصة للآزمة

## ١- التعرف على سوق الأوراق المالية

- بما ان الأزمة محل الدراسة وقعت في أسواق رأس المال لدول جنوب شرق آسيا وامتدت آثارها إلى باقي بورصات العالم.  
- وان بحث الموضوع من وجهة نظر الاقتصاد الإسلامي يهم كلا من الفقيه والاقتصادي لقيام الاقتصاد الإسلامي على فرعى الفقه والاقتصاد.

لذلك نبدأ الدراسة بالتعرف على سوق الأوراق المالية في جانبها التنظيمى والتطبيقى كمدخل للتعرف على جذور أسباب أزمات البورصات المتكررة ومنها الأزمة الحاضرة.  
وبذلك يمكن تناول هذا الموضوع في الفقرات التالية:

١/١: الجوانب التنظيمية لأسواق الأوراق المالية

٢/١: الجوانب التطبيقية لأسواق الأوراق المالية

١/١: الجوانب التنظيمية لأسواق الأوراق المالية:

١/١/١: موقع سوق الأوراق المالية والبورصة على خريطة نطاق الأسواق المالية.

إن النشاط الاقتصادى يتحدد بصورة رئيسية في كل من وظيفتى الانتاج والاستهلاك وكل منهما يحتاج مسبقاً إلى تمويل، والأصل أن يتم تمويل نشاط كل شخص من دخله أو

مدخراته، ولكن مع زيادة النشاط الاقتصادي وتنوعه وتخصسه احتيج إلى تمويل من مدخرات الآخرين، وكان يتم ذلك وما زال على نطاق ضيق من خلال علاقات مباشرة بين فئات الفائض (المدخرين) وفئات العجز (المستثمرين أو محتاجي التمويل) ولكن مع تعقد الحياة والعلاقات وجدت فئة ثالثة وسط بين المدخرين والمستثمرين هي فئة الوسطاء الماليين مثل البنوك وشركات التأمين ثم ظهرت طرق التمويل وأدوات التمويل المختلفة وسوق يتم فيها تداول الأموال، كما يتم تداول السلع يسمى "سوق المال"، وانقسمت هذه السوق إلى أسواق عدة بحسب الأدوات المالية التي يتم تداولها فيها طبقاً لما يظهر من الشكل التالي:

## أسواق المال

هي الأسواق التي يتم فيها عرض وتداول الفوائض المالية



ومما سبق يتضح مايلي:

- 1- إن سوق المال يعبر ليس عن النطاق المكاني وإنما على أسلوب التقاء المتعاملين من فئات الفائض وفئات العجز في المجتمع لالتمام معاملاتهم وأن محل التعامل هو "المال" اصداراً أو تداولاً سواء كان نقداً أو أدوات لاثبات دين أو حق في ملكية.

٢- وان موقع سوق الأوراق المالية في هذه السوق هو المعاملات التي تجرى على الأوراق المالية إما عند إصدارها لأول مرة أو عند تداولها.

٣- وأن البورصة اصطلاح يطلق على مكان مخصص تتم من خلاله التعاملات على الأوراق المالية السابق إصدارها في اطار تنظيم معين في كل دولة، وأما السوق غير المنظمة فهي تطلق على المعاملات التي تتم خارج البورصة في مكاتب السماسرة وتجار الأوراق المالية.

٤- أن سوق التمويل والاقراض المباشر وإن كان موضوعه رؤوس الأموال إلا أنه يفترق عن سوق الأوراق المالية، في أن سندات الدين في الأول لا يتم تداولها في سوق ثانوية.

٥- أن وجود سوق الأوراق المالية أصبح ضروريا في الاقتصاديات المعاصرة، وسوف يتبين ذلك في الفقرة التالية:

٢/١/١: أهمية، ووظائف سوق الأوراق المالية: إن الشكل القانوني السائد لكثير من المشروعات في العالم الآن هو الشركة المساهمة ورأس مال هذه الشركات يتكون من مبالغ كبيرة يعجز جمعها من فرد واحداً أو عدد قليل من الافراد، لذلك يتم تقسيم راس المال إلى أسهم متساوية القيمة بمبالغ في حدود ١٠٠ جنيه لكل سهم مثلاً، ونظراً لأن عدد الأسهم يكون كبيراً مما يصعب معه الاتصال الشخصي بالمدخرين لبيع هذه

الأسهم لهم، لذلك يتم طرح الاسهم للاكتتاب العام بمعنى عرضها للبيع من خلال وسيط (بنوك، شركات الاستثمار وشركات الترويج والتغطية) وبعد إتمام البيع ينتهى دور الوسيط المالى ويسلم الأموال إلى الشركة، وهذه العملية تتم من خلال السوق الأولى أو سوق الاصدار، وتلجأ الشركات إلى هذا العمل عند كل زيادة لراس المال، كما أن الشركات قد تحتاج إلى تمويل بطريقة الافتراض فتصدر سندات وتجري عليها الاكتتاب العام مثل الاسهم؛ وبذلك فإن كل عملية اصدار للاسهم أو السندات تمثل جذباً جديداً للمدخرات وتوجيهها للاستثمار، أى أن كل عملية اصدار يقابلها إنشاء أو زيادة حجم وحدة اقتصادية جديدة بما يضيف للاقتصاد القومى.

وبعد أن يحصل المدخرون على الأسهم والسندات كوثائق لاثبات حقهم في ملكية الشركة أو الدين عليها، فإنهم قد يحتاجون إلى سيولة نقدية لغرض ما، وحيث أنه يصعب عملاً وقانوناً رد السهم أو السند للشركة في أى وقت والحصول على مقابلة، فإنه وجدت السوق الثانوية للأوراق المالية لتداول هذه الأسهم والسندات مع مدخرين آخرين، مع مراعاة أنهم لا يبيعون لهم هذه الأوراق بنفس المبلغ الذى دفعوه عند شرائها، إذ قد يزيد السعر بمقدار ما يزيد من حقوق للورقة قبل الشركة المصدرة نتيجة لما حققته هي من تقدم ونمو، وقد ينقص أيضاً إذا كانت نتيجة أدائها غير

مرضية، ومن هنا يمكن التعرف على أهمية وجود سوق للأوراق المالية والتي تمثل في نفس الوقت وظائفها الأساسية ويمكن تلخيصها فيما يلي:

أ - أن أهمية السوق الأولية تنبع من أنها تعتبر وسيلة فعالة لإمكان تكوين الشركات وتوفير التمويل اللازم للتوسع في أنشطتها بما يمثل إضافات إلى الاقتصاد القومي.

ب- أما أهمية السوق الثانوية فيمكن تلخيصها في الآتي<sup>(١)</sup>:

١/٢/١/١: وجود وسيلة سهلة وسريعة لامكان تسهيل الأموال المالية وخروج المساهمين من الشركة أو تصفية موقف الدائنين فيها، وذلك يشجع الناس على اتخاذ قرارات شراء الأوراق المالية عند الاصدار أو بعد ذلك.

٢/٢/١/١: إن الغرض الأصلي لاستثمار شخص ما مدخراته في الأوراق المالية هو الحصول على العائد ممثلاً في ربح السهم أو فائدة السند، وهذا العائد يتم احتسابه في نهاية كل عام أو نصف عام على الأقل، ونظراً لأن أسعار هذه الأوراق في البورصة تزيد أحياناً عن سعر شرائها لذلك فإن كثيراً من المستثمرين يتعاملون في هذه الأوراق بالبيع للحصول على ربح رأسمالي ممثلاً في

(١) د/ محمد على القرى - نحو سوق مالية إسلامية (بحث منشور بمجلة دراسات اقتصادية

- المعهد الإسلامي للبحوث بجدّة - ديسمبر ١٩٩٣م - ص ١٣.

الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع وبالتالي فإن ما تحققه سوق رأس المال من تسهيل تداول الأوراق المالية يمكنهم من تحقيق هذا الغرض.

٣/٢/١/١: المفروض أن أسعار الأوراق المالية في البورصة تعبر عن قيمة ما يخص السهم في صافي أصول الشركة، وحيث أن صافي هذه الأصول يزيد وينقص طبقاً لما تحققه الشركة من أداء والذي يمكن التعرف عليه من البيانات والمعلومات المحاسبية التي تنشر عنها، كما أن قيمة السند تتحدد أيضاً في ضوء الفائدة المقررة عليه والفائدة السارية في السوق وموقف الشركة المالي من حيث إمكانية الوفاء بعض حاملي السندات.

لكل ما سبق فإن أسعار الأوراق المالية لشركة ما في السوق تعتبر أداة للرقابة الخارجية على أداء إدارة الشركة، وهنا يكون مستوى أسعار أسهم الشركة في السوق بمثابة تقييم فوري للأداء، وذلك ما يلقي بآثره المباشر على المستوى القومي بإعادة تخصيص الموارد إلى الوحدات والأنشطة التي تحقق أفضل استخدام لها مما يجعل لسوق الأوراق المالية دوراً في التخصيص الأمثل للموارد في المجتمع.

٤/٢/١/١: إن النشاط في سوق الأوراق المالية يمثل مؤشراً مستمراً على مدى قوة أو ضعف الاقتصاد القومي أو أحد

قطاعاته إذ أن حجم العمليات التي تتم واتجاه المستوى العام للأسعار فيما يعرف "بمؤشرات السوق" تعتبر دليلاً على قوة الاقتصاد القومي أو أحد قطاعاته الرئيسية إذا كان المؤشر يميل إلى الثبات النسبي أو الارتفاع والعكس صحيح.

٥/٢/١/١: إذا كان تداول الأوراق المالية في السوق الثانوية لا يمثل إضافة إلى الاستثمار القومي بل هو تغيير للمراكز المالية للأفراد والجهات، إلا أن له أثر غير مباشر على حجم الاستثمارات ممثلة في الإصدارات الجديدة أو زيادة رأس المال، إذا لو تعذر على من يحتاج إلى سيولة بيع الورقة المالية التي يحوزها لما توجه إلى الأسهم في شركات المساهمة من الأصل، فضلاً على أن سعر السهم في البورصة يمثل مؤشراً لتحديد قيمة أسهم الزيادة في رأس المال عند إصدارها.

هذه هي وظائف سوق رأس المال كما يتفق عليها الكتاب والتي فيها تتضح أهمية البورصة ومدى أسهامها في تحقيق المصالح الاقتصادية، وحيث أن المقصود الرئيسي للشرعية الإسلامية هو تحقيق المصالح في شتى المجالات لذلك فإن السوق بهذا الشكل تسير في فلك مقصود الشرعية.

غير أن الأمر يتطلب وقفة قبل الجزم بمدى مشروعية سوق رأس المال بناء على ما أوردناه من تحديد لوظائف هذه السوق، وذلك حتى نتعرف على التطبيق العملي فيها، ومدى تحقيقه لهذه الوظائف.

وهذا ما سنتعرف عليه في الفقرة التالية:

### ٢/١: الجوانب التطبيقية لسوق الأوراق المالية

إن العناصر الرئيسية لسوق الأوراق المالية تكون من المتعاملين، والبضاعة، وأسلوب التعامل. ونورد فيما يلي نبذة مختصرة عن كل عنصر فيها:

#### ١/٢/١: المتعاملون في سوق الأوراق المالية

إذا كانت السوق محلاً للبيع والشراء فإن التصور البسيط للمتعاملين فيها هم المشترون والبائعون سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات يستثمرون جزءاً من مدخراتهم في شراء وبيع الأوراق المالية، ولعدة اعتبارات فإن السوق لا تقتصر على هذه الطرفين بالتقائهما معاً مباشرة وإنما وجدت فئات أخرى يمكن حصرهم بحسب دورهم في الفئات التالية:

#### ١/١/٢/١: الفئة الأولى: الوسطاء

نظراً لطبيعة التعامل في الأوراق المالية والتي تحتاج إلى خبرات فنية عالية، فإنه لا يمكن للكثيرين مباشرة استثمار مدخراتهم

في شراء وبيع الأوراق المالية ومن هنا استقر التطبيق العملي والتشريعات المنظمة للسوق على وجود جهات تقوم بأدوار متعددة لتسهيل التعامل في الأوراق المالية، يطلق عليها أحياناً "الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية"<sup>(١)</sup> ومنها:

#### أ- شركات السمسرة:

وهي التي تقوم بالتوسط بين البائع والمشتري لإتمام الصفقة، وقد لزم القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢. بضرورة أن تتم التعاملات على الأوراق في البورصة من خلال شركات السمسرة، وهي تمثل شرعاً دور الوكيل بأجر وذلك جائز شرعاً.

#### ب- شركة تكوين وإدارة محافظة الأوراق المالية:

وهي شركات تقوم نيابة عن كبار المستثمرين بتكوين محفظة لكل مهم مكونه من مجموعة من الأوراق المالية وإدارة هذه المحفظة بالشراء والبيع لتحقيق أفضل عائد لصاحب المحفظة، وهي هنا تقوم بدور وكيل الاستثمار مقابل أجر، وذلك جائز شرعاً.

#### ج- صناديق الاستثمار:

وهي مؤسسات تتكون لاستثمار مدخرات عدد كبير من المستثمرين في الأوراق المالية، مع تقسيم جملة مواردها إلى وثائق

---

(١) د. محمد عبد الحليم عمر: بحث "الجوانب الشرعية العامة للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية" مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي ١٩٩٧.

كل وثيقة بقيمة اسمية متساوية تعطى لمن يقدم أمواله إليها مع توزيع العائد بين حملة الوثائق والصندوق الذي تديره شركة إدارة متخصصة مقابل نسبة من صافى الأصول وجزء من العائد إذا زاد عن حد معين، ومع تحمل أصحاب الأموال بالخسائر إن وجدت. ويكيّف عمل هذه الصناديق على أساس عقد المضاربة الشرعي الذي يقوم على طرف يقدم المال وطرف يديره للاستثمار مع المشاركة في الربح أو العائد، وذلك جائز شرعاً.

#### د- شركة تغطية وترويج الاكتتاب:

وهي شركات تقوم بالإتفاق مع شركة مساهمة على ترويج إصداراتها من الأسهم والسندات مقابل أجر، وهذا عمل جائز شرعاً، أو تشتري هي كل الكمية المطروحة للبيع ثم تقوم بعد ذلك ببيعها مرة أخرى والحصول على الفرق بين ثمن البيع والشراء، وهذا أيضاً جائز شرعاً.

#### هـ- شركات رأس المال المخاطر:

وهي شركات تستثمر أموالها في تشجيع وتنمية بعض الأنشطة الصغيرة التي يتوقع لها مستقبلاً كبيراً حتى تكبر هذه المشروعات وتتحول إلى شركات مساهمة وتحصل مقابل أموالها على جزء من أسهم هذه الشركة ثم تبيعها بعد ذلك محققة عائداً، وهذا أمر جائز شرعاً.

## و- شركات المقاصة والتسوية والحفظ:

نظراً لأن التعامل في الأوراق المالية يتم بشكل مكثف وتنشأ عنه باستمرار مراكز مالية متغيرة للمتعاملين، وما يحتاجه التعامل من إجراءات تتمثل في تسليم وتسلم البضاعة (الأوراق المالية) وتسجيلها بأسماء المشتريين، لذلك وجدت شركات تتولى إجراءات المقاصة وتسوية مراكز المتعاملين، وحفظ الأوراق المالية التي يتم التعامل عليها لتسهيل عملية التسليم والتسلم وذلك كله مقابل أجر، وهو عمل مشروع.

### ٢/١/٢: الفئة الثانية: تجار الأوراق المالية

أن أي شخص يريد استثمار مدخراته في الأوراق المالية يذهب إلى السوق ليشتريها، كما أن أي شخص لديه أوراقاً مالية يريد بيعها فإنه أيضاً يذهب إلى السوق لبيعها، وقد لا يجد كل منهما الطرف الآخر الذي لديه استعداد لبيع أو شراء الورقة في نفس التوقيت، لذلك وجدت طبقة أو فئة تقوم بشراء الأوراق وتخزينها انتظاراً لفرصة بيعها بسعر أعلى، وذلك حتى تستمر السوق وتزيد حركتها ويوجد من هذه الفئة تجار الجملة وتجار التجزئة شأن أي سوق وعملهم بهذا الشكل جائز شرعاً لأن العمليتين بيع وشراء، أو الدخول في شركات قائمة والانسحاب منها وكل ذلك مشروع.

### ٣/١/٢/١: الفئة الثالثة: الجهات الإشرافية:

يتطلب التعامل في الأوراق المالية كثيراً من الظروف التي تقوم أولاً على ضرورة توفير الثقة في المعاملات، وأن السوق بشكلها كسوق كبيرة مفتوحة لجميع المواطنين يشترون أو يبيعون الأوراق المالية مما يحتاج معه إلى التأكد من سلامة الورقة وسلامة تحديد الأسعار، وبذلك فإن السوق بهذا الشكل أشبه بالمرافق العامة التي يجب أن يكون للحكومة دور فيها بالتنظيم والإشراف.

ومن أجل ذلك توجد جهات إشرافية حكومية ممثلة في الهيئة العامة لسوق المال، وإدارة البورصة وذلك لضبط المعاملات في السوق وتوفير قدر من الثقة في المعاملات التي تتم بها، وهذا أمر مطلوب شرعاً ويتفق مع نظام الحسبة الإسلامي الذي كان يقوم المحتسب فيه بدور هام في رقابة الأسواق وإزالة المخالفات فوراً<sup>(١)</sup>.

### ٢/٢/١: البضاعة أو محل التعامل في السوق:

إن البضاعة هذه السوق هي الأوراق المالية والتي يمكن تعريفها بأنها محرر كتابي يمثل وثيقة لإثبات حق في ملكية مثل الأسهم، أو في دين مثل السندات. وبذلك يظهر أن محل التعامل ليس الورقة في حد ذاتها ولكن ما تمثله من حقوق لمالك الورقة.

(١) عماد القرشي "معالم القرية في أحكام الحسبة" الهيئة المصرية العامة للكتاب ١٩٧٦.

والتعامل بالأسهم طبقاً لهذا الشكل إصداراً أو تداولاً أمر جائز شرعاً لأنه دخول في شركة أو خروج منها، ويشترط أن لا يكون نشاط الشركة محرماً، أما التعامل في السندات فهو حرام شرعاً. أولاً: لانطوائه على التعامل بالفائدة الربوية، وثانياً: لأن تداول السند يمثل بيع دين، ومن أهم شروط بيع الدين عدم الزيادة على القيمة الاسمية، أي ضرورة بيع الدين بمثل مبلغه ومدته.

### ٣/٢/١: المعاملات في سوق الأوراق المالية:

بداية فإن التعامل في سوق الإصدار يمثل الإسهام في تكوين شركة وهذا جائز شرعاً، أما تداول الأسهم بعد إصدارها في السوق الثانوية، فإن العملية تنحصر في إطار البيع والشراء، وللتعرف على ذلك سوف نتناول ما يتصل به فيما يلي:

### ١/٣/٢/١: تسعير الأوراق المالية:

كما سبق القول فإن محل البيع والشراء ليس الورقة المالية ذاتها ولكن ما تمثله من حق حصة السهم في صافي أصول الشركة ولما كانت الورقة تصدر بقيمة إسمية (١٠٠ جنية مثلاً) فإنه بعد قيام الشركة واستخدام رأسمالها في شراء الأصول مثل المباني والأراضي والبضاعة، فإن أسعار هذه الأصول تتقلب طبقاً لحالة السوق وقدره الشركة الكسبية والحالة الاقتصادية العامة في الدولة، وبذلك تتقلب أسعار الأسهم تبعاً لذلك، وبناء عليه فإن تسعير الأسهم يجب أن يبنى على معلومات صادقة وموثوق منها عن

صافى أصول الشركة وقدرتها الكسبية وهذه المعلومات تظهرها القوائم المالية التي تنشرها الشركة دورياً.

هذا ولما كانت أسعار الأوراق المالية هي العامل المحدد لتحقيق وظائف سوق الأوراق المالية السابقة الإشارة إليها تفصيلاً في الفقرة (٢/١/١)، فهل ما يحدث في الواقع هو تحديد الأسعار بناء على صافى قيمة أصول الشركة وقدرتها الكسبية أم لا؟

في الحقيقة فإن الواقع العملي يؤكد أن الأسعار تتحدد بناء على المضاربات ولا تعبر عن القيمة الحقيقية للأسهم أو حتى عن قواعد التعامل المتعارف عليها بظروف العرض والطلب، والدليل على ذلك أنه في تعليق الخبراء على الأزمة الحالية في بورصات العالم أرجعوا الانخفاض الكبير في أسعار الأوراق المالية إلى أنها ارتفعت بدرجة كبيرة ودون النظر إلى قيمتها الحقيقية كما جاء بالنص إن هناك عاملاً آخر يعزز التوقعات باستمرار الاضطراب يتمثل في ارتفاع أسعار الأسهم فوق قيمتها الحقيقية<sup>(١)</sup>، وفي قول آخر جاء فيه "إن الانهيار النقدي الأخير وإن كان كارثة على آسيا، إلا أنه كان ذو مفعول تصحيحي على سوق المال الأمريكية التي

---

(١) كوما نسكى، رئيس مجلس إدارة ميريل لينش "جريدة الشرق الأوسط ١١/٣/١٩٩٧.

كانت مرتفعة بشكل لا عقلاي عديم العلة بالوضع الحقيقي لاقتصاد البلاد<sup>(١)</sup>.

وقبل الحكم على مدى شرعية الارتفاع غير المبرر في أسعار الأسهم يحسن أن نتعرف على العوامل المؤدية لهذا الارتفاع، والتي يمكن تلخيصها في أنها ناتجة عن المضاربة على الأسعار في البورصة فما هي المضاربة وأساليبها؟ هذا ما سنوضحه في الفقرة التالية:

### ٢/٣/٢/١: المضاربات في البورصة:

الأصل أن التعامل في الأوراق المالية يكون بغرض الحصول على العائد المتوقع ربحاً للسهم أو فائدة للسند، ولكن هناك بعض الفئات سواء من الأفراد أو الجهات المتعاملة في الأوراق المالية تقصد من الشراء انتهاز فرصة ارتفاع الأسعار والحصول على الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء كربح رأسمالي، لدرجة أنه وجدت فئة متخصصة في ذلك يطلق عليهم المضاربون في البورصة.

فالمضاربة بهذا المعنى تعنى شراء وبيع الأوراق المالية اعتماداً على توقعات تقلبات الأسعار والحصول على فروق هذه الأسعار كربح، والأمر بهذا الشكل ليس فيه شبهة حرمة ولكن

---

(١) ألان غرينسيان، رئيس مجلس إدارة الاحتياط الفيدرالي الأمريكية - جريدة الحياة ١٩٩٧/١١/٢.

لمحاولة زيادة الربحية من المضاربة فإنه صاحبها وأصبح لصيقاً بها بعض السمات من أهمها ما يلي:

أ- سرعة حركة التداول بمعنى استمرارية الشراء والبيع على نفس الأسهم وبمعدل دوران كبير في وقت قصير حتى يحصل المضاربون في كل دورة على ربح مما يعظم منافعهم، وهذا أمر ضار بالمتعاملين الآخرين في الأوراق المالية كما يؤكد الخبراء حيث جاء أنه من الأفضل للمستثمر في الأسهم لكي لا يتعرض للأزمات والخسائر أن لا يتصرف فيها قبل خمس سنوات على الأقل من حيازتها<sup>(١)</sup>.

وهناك دليل آخر على إقرار أن سرعة حركة التداول ضارة تتمثل في أن بعض الكتاب ينادى وهو ما تأخذ به بعض الدول بالعمل على تقليل المتاجرة قصيرة المدى بالأوراق المالية وهى ظاهرة توحى بالقامرة وذلك باستخدام النظام الضريبي عن طريق فرض ضرائب أعلى على الربح الرأسمالي المتحقق من شراء وبيع الأوراق المالية في فترة قصيرة<sup>(٢)</sup>، وهو ما يحدث في أمريكا حيث تفرض ضرائب بنسبة ٣٠٪ من الأرباح الرأسمالية المحققة من بيع الأوراق المالية التي تباع قبل مرور ثلاثة أشهر على شرائها.

---

(١) بول مونتجمرى مدير صندوق المعاشات فى بوسطن "جريدة الشرق الأوسط

١٩٩٧/١١/٢

(٢) د. محمد على القرى- مرجع سابق ص ١٨.

ب- ضرورة تقلب الأسعار باستمرار حتى تكون هناك فروق أسعار يحصل عليها المضاربون كربح، وبالطبع فإن التقلب الناتج عن تغير في قيمة ما تمثله الورقة من حق لا يتأتى بالسرعة المطلوبة للمضاربين وبالتالي فإنهم يعمدون إلى التأثير على الأسعار لتزيد بنقص العرض ولتقل بزيادة الطلب ولو بشكل صوري وبتابع الممارسات غير الأخلاقية من استغلال ثقة المتعاملين والاحتكار، وفي هذا يقول موريس آليه "إن هذه البورصات بما فيها من تقلبات عامة للأسعار إنما تولد موجات من التفاؤل والتشاؤم ذات أثر كبير على الاقتصاد الحقيقي وهنا يظهر الطابع غير العقلاني والضرار للنطاق المؤسسي الحالي للبورصات"<sup>(١)</sup>.

ومما يؤكد ضرر التقلبات في الأسعار بشكل غير عقلاني ما تضعه بعض الدول من قيود على تحركات الأسعار بشكل سريع يمكن من المقامرة مثل اليابان التي لا تسمح بارتفاع سعر السهم بما يزيد عن ١٠٪ خلال يوم واحد.

ج- التعامل بكميات كبيرة تسمح بالحصول على ربح كبير والتحكم في الأسعار لصالحهم وبذلك يسعى المضاربون إلى الاحتكار والتواطؤ بين كبار المتعاملين منهم ليعمل السوق

---

(١) موريس آليه "الشروط النقدية لاقتصاد الأسواق" نشر المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب بجمعه ١٩٩٣ ص ٣٥.

لصالحهم، وهذا أمر ضار يؤكد ما تتبعه بعض الدول من وضع قيود تمنع ذلك مثل تحديد نسبة لما تملكه جهة واحدة من اسهم حتى لا تكون لديها المقدرة للتلاعب في السوق لصالحها.

وهنا تجدر الإشارة إلى أن المضاربة بسماتها السابقة تمثل ضرراً بالغاً على السوق كما يؤكد الخبراء الأمر الذي يمكن معه القول بعدم شرعية هذه الممارسات نظراً لما ينتج عنها من أضرار ولأن الشريعة الإسلامية منعت كل تصرف يؤدي إلى التأثير على الأسعار لصالح طرف من أطراف المعاملات سواء بتقديم معلومات مضللة أو الاحتكار أو البيع الصوري أو استغلال ثقة الآخرين<sup>(١)</sup>.

د - وللتأكيد على أن واقع البورصات يقوم على المضاربات ولصالح كبار المضاربين، فإن الكتاب وخبراء البورصات يضعون معايير لقياس كفاءة سوق الأوراق المالية منها عمق السوق وإتساعه ومرونته وهي تدور حول تقلبات الأسعار وكبير حجم المعاملات وسرعة حركة التداول.

ونظراً لأن ما يربحه البعض هو ما يخسره البعض الآخر في البورصة، فإن المضاربين في البورصة ينقسمون إلى قسمين هما:

---

(١) يمكن الرجوع لتفصيل ذلك في بحثنا عن الجوانب الشرعية العامة للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية - مرجع سابق.

القسم الأول: كبار المضاربين والذين لديهم القدرة على التأثير في الأسعار والمعاملات لصالحهم ويطلق عليهم المتخصصون أو صناع السوق، وهم الرابحون غالباً.

القسم الثاني: صغار المضاربين ويطلق عليهم (القطيع أو الرعاع أو الغوغاء) تعبيراً عن حالتهم في المضاربة والتي يخسرون فيها لصالح كبار المضاربين.

هذا مع ضرورة الإشارة إلى أن الأمر لا يقتصر على ذلك بل إنه امتد لايجاد صور من التعامل تسعى في نهاية الأمر لخدمة المضاربين وتجعل المضاربة في البورصة أقرب إلى المقامرة منها إلى الاستثمار وهذا ما سنوضحه لأهميته في فقرة مستقلة هي:

٣/٣/٢/١: صور التعامل في البورصة: إن البورصة بصفتها سوقاً للأوراق المالية وشأن أي سوق أخرى للسلع والخدمات تقوم بالمعاملات فيها على البيع والشراء للأوراق المالية (الأسهم والسندات) ومن المعروف أن الصور التي تتم بها معاملات البيع والشراء تتلخص في ثلاثة صور هي:

- تسليم واستلام الثمن والبضاعة عند التعاقد ويطلق عليه شرعاً و عرفاً البيع الناجز أو الفوري أو النقدي، وهي الصورة الأصل في البيع وجائزه شرعاً.

- تسليم الأوراق وتأخير تسليم الثمن إلى أجل معين، ويطلق عليه شرعاً و عرفاً البيع بالأجل وهو جائز شرعاً.

- تسليم الثمن وتأخير تسليم الأوراق إلى أجل معين، ويطلق عليه شرعاً بيع السلم وهو جائز شرعاً.

ولكن في أسواق الأوراق المالية وجدت صوراً أخرى من أجل تنشيط المضاربات في البورصات وتحقيق أفضل عائد للمضاربين وحماية لهم من المخاطر المختلفة، وسوف نتعرف على الصور كما تجرى بالبورصات ومنها بورصات الأزمة للتعرف على حقيقتها تاركين الحكم عليها شرعاً إلى الجزء الخاص بالتفسير الإسلامي للأزمة في هذه الدراسة، أما هذه الصور فهي ما يلي:

#### أ - الشراء الجزئي أو بالحد أو الهامش:

وتقوم حقيقة هذه الصورة على قيام المضارب بسداد جزء من قيمة الصفقة نقداً يسمى الهامش المبدئي، بينما يقوم السمسار بالحصول على قرض بباقي الثمن من البنك لسداد باقى القيمة، على أن توضع الأوراق محل الصفقة كرهن لدى السمسار لسداد قيمة القرض وعلى أن تسجل الأوراق المالية المشتراه باسم شركة السمسرة وليس باسم العميل المشتري، ويدفع السمسار للبنك فائدة على القرض ثم يحصل من العميل هذه الفائدة بسعر أعلى من سعر الفائدة للبنك بما يتراوح بين ٢٪، ٥٪ وتمثل هذه الزيادة عائداً إضافياً للسمسار.

ويلجأ المضاربون لهذه الصورة المنتشرة في بورصات العالم توقعاً لزيادة القيمة السوقية للورقة فيما بعد فيحصلون على عائد مرتفع على الجزء الذي دفعوه نقداً عن ما إذا دفعوا القيمة بالكامل، هذا مع مراعاة أن ما يدفعه العميل كجزء من الثمن نقداً يدور حول ٥٠٪ أو ٦٠٪ من القيمة السوقية للورقة عند الشراء ويسمى الهامش المبدئي وبشرط أن لا يقل عن ٢٥٪ من قيمتها ويسمى هذا بهامش الأمان، وخلال فترة الانتظار لبيع الأوراق ومن واقع متابعة تقلبات الأسعار السوقية للأوراق إذا قل الهامش عن النسبة المحددة وذلك في حالة انخفاض القيمة السوقية للورقة يطالب السمسار العميل بسداد الفرق فوراً وإلا باع الورقة.

وعندما يتم بيع الورقة يحصل السمسار على مستحقاته (القرض + عمولة السمسرة على البيع + الفوائد) وإذا بقي شيء يدفع للعميل، ومن الناحية الاقتصادية والمالية فإن هذه الصورة تؤدي إلى ما يلي:

- تحقيق عائد أعلى للمضارب على استثمارته إذا ارتفعت الأسعار طبقاً لنظرية الرفع المالي، وبزيادة العائد تزداد المخاطر،  
- ضمان حق السمسار ممثلاً في احتفاظه بالورقة وباسمه، واستلام ثمن بيعها.

- إيجاد فرصة لزيادة المضاربات على الأسعار في البورصة لأن العميل يتبع هذه الصورة وهو غير موقن تماماً بحركة الأسعار

وإنما يبني قراره على احتمالات قد تحدث وقد لا تحدث وهو في ذلك مضارب على صعود الأسعار.

- التوسع في تمويل العمليات بخلق وسائل دفع ائتمانية من لا شيء<sup>(١)</sup>، مما يؤدي إلى الإفراط في تمويل المراهنات وزيادة حجم النقود في الدولة بشكل يزيد من معدل التضخم.

- عادة ما يصاحب هذه الصورة ككل صور المضاربات ممارسات غير أخلاقية من كبار المضاربين على حساب القطيع من صغار المضاربين لزيادة مكاسبهم.

#### ب- البيع على المكشوف:

ولقد عرفتة الموسوعة الأمريكية بأنه الذي يحدث عندما يبيع شخص ما لا يملكه بعد، كما عرف أيضاً بأنه بيع لأوراق مالية غير مملوكة للبائع عند إصدار أمر البيع ثم اقتراضها من السمسار يوم التنفيذ وتسليمها للمشتري واحتفاظ السمسار بالثمن لدية، على أمل أن تنخفض أسعار الورقة فيشتريها السمسار لحساب العميل وإعادتها لمالكها الأصلي ويحصل المضارب على الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، كما يحصل السمسار على العمولة وعلى فائدة القرض.

(١) موريس إليه - مرجع سابق - ص ٣٤.

وهكذا فإن هذه الصورة تدخل مباشرة في عملية المضاربة على هبوط الأسعار ولذا جاء (أن البيع على المكشوف عملية مضاربة تستهدف تمكين المضاربين من الربح من خلال انخفاض أسعار الأسهم) وعادة ما يدفع العميل تأميناً للسمسار لضمان تغطية الفرق فيما لو زادت أسعار الأسهم بعد ذلك.

ومن أهم سمات هذه الصورة ما يلي:

- أن المضارب يبيع ما لا يملك وقت إصدار الأمر.
- أن السمسار قد يقرض أوراقاً محفوظة لديه مملوكة للغير بدون علمهم.
- أن المضارب معرض لمخاطر ارتفاع سعر الورقة بجانب تحمله بقيمة التوزيعات للمقرض إن وجدت.
- أن للتوسع في البيع على المكشوف آثاراً سلبية على سوق رأس المال نفسه لأنه إذا زادت المضاربات بهذه الصورة على ورقة ما فإن ذلك يوحى للآخرين بأن سعرها سوف ينخفض وبالتالي تنخفض قيمتها في السوق دون أن تكون هناك معلومات تشير إلى سوء حالة المنشأة المصدرة لتلك الورقة وهو أمر إذا استمر من شأنه أن يضعف كفاءة السوق<sup>(١)</sup>.

---

(١) د. منير إبراهيم هندی - مرجع سابق - ص ١١٨.

## ج- الاختيارات (Options)<sup>(١)</sup>:

وهي صورة تقوم على تعاقد بين طرفين يعطى لحامله حق الخيار في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة معينة (فترة الصلاحية) بسعر يتفق عليه للورقة (سعر التنفيذ) مقابل دفع مبلغ من المال (مكافأة) لمحرر الاختيار غير قابلة للرد ولا تعتبر جزءاً من ثمن الورقة، ويمكن لمشتري الخيار التصرف فيه بالتداول مع الغير، وخلال مدة الاختيار (الصلاحية) يكون من حقه تسوية الصفقة طبقاً لما يراه.

وتفسير ذلك بمثال عملي: اتفق (أ) مع (ب) على شراء حق اختيار شراء ١٠٠ سهم من أسهم الشركة العالمية بسعر تنفيذ ١٠٠ جنية للسهم ومدة صلاحية الاختيار ثلاثة شهور وذلك مقابل مكافأة يدفعها (أ) لمشتري الاختيار إلى (ب) محرر الاختيار قدرها ٣ جنية عن كل سهم، علماً بأن سعر السوق الجارى وقت توقيع عقد الاختيار هو ٩٦ جنية.

---

(١) تجدر ملاحظة أن الاختيارات بهذا المعنى تفرق عن الخيارات المعروفة في الفقه الإسلامي إذ أن الأخيرة مرتبطة بوقوع صفقة بيع بالفعل وهي حق يحصل عليه أحد الأطراف بدون مقابل وإنما بالاتفاق أو اقرار الشريعة له مثل خيار الشرط أو الرؤية بمعنى اعطاء المشتري مدة ليحرب السلعة أو يراها إن كان قد اشتراها بدون معاينة وبعد ذلك إما إن يقرر امضاء الصفقة أو فسخها ورد الثمن.

وفي ظل الفروض التالية أن سعر السهم في السوق خلال فترة  
الصلاحية بلغ ٩٥ جنيه أو ١٠٦ جنيه أو ظل كما هو ١٠٠ جنيه.  
فما هو الموقف في كل فرض على الطرفين والقرار  
المناسب؟.

### الحل

**الفرض الأول:** أن مشتري الاختيار قد دفع ٣٠٠ جنيه قيمة  
الاختيار بمعنى أنه خسره، فإذا انخفض سعر الأوراق المالية بمبلغ  
٥ جنيه (الفرق سعر التنفيذ وسعر السوق) (٩٥-١٠٠) فلو أنه أتم  
الصفقة سوف يخسر فيها ٥٠٠ جنيه (١٠٠×٥) لأنه اشترى  
بموجب عقد لاختيار الأوراق بسعر ١٠٠ جنيه للورقة ويمكن له  
الآن أن يشتريها بسعر ٩٥ جنيه، وهنا يكتفى بخسارة المكافأة  
ويختار عدم اتمام الصفقة.

**الفرض الثاني:** ما دفعه المشتري كمكافأة هو ٣٠٠ جنيه، فإذا  
ارتفع السعر سوف يحقق مكسباً ٦٠٠ جنيه (١٠٦ سعر السوق -  
١٠٠ سعر العقد = ٦٠٠) وبالتالي يكون صافي مكسبه من  
الصفقة ٣٠٠ جنيه محققه عن استثمار ٣٠٠ جنيه قيمة المكافأة  
بنسبة ١٠٠٪ وبالتالي يختار اتمام الصفقة.

### الفرض الثالث يستوى فيها الأمران

وهكذا فإن مشتري الاختيار يتخذ قراره باتمام الصفقة إذا  
وجدت أي زيادة في سعر السوق عند التسوية عن سعر التنفيذ،

وبعدم الاتمام إذا كان أقل من ذلك وبالتالي فهو يضارب على صعود الأسعار.

أما محرر الاختيار فإن ما يخسره مشتري الاختيار يمثل مكسباً له، والعكس صحيح مع مراعاة أنه ملزم في كل الأحوال بقرار مشتري الاختيار.

هذا مع ضرورة الإشارة إلى أن البائع محرر الاختيار لا يكون لديه الأوراق المتعاقد عليها عند التنفيذ لأنه يمكنه شراؤها من السوق إذا طلب اتمام الصفقة مع أنه في الغالب لا تتم الصفقة بتسليم الأوراق ولكن تتم التسوية بدفعه للفرق بين السعرين في حالة ارتفاع الأسعار كربح لمشتري الاختيار.

وفي المقابل فإنه كما يوجد اختيار الشراء يوجد اختيار البيع والذي يكون فيه لبائع الورقة حق الاختيار بين امضاء الصفقة أو عدم اتمامها.

وبذلك يمكن أن نحدد أهم سمات الاختيارات في الآتى:

- أنها صفقة موضوعها الأساسى حق مجرد هو حق الاختيار، وأما شراء وبيع الورقة فهو صفقة تالية أخرى وإن كانت مرتبطة بالأولى إلا أنه قد تحدث وقد لا تحدث.

- أنه في الغالب لا تتم صفقة البيع والشراء بل تتم التسوية بحصول مشتري الخيار أو بائعه على فروق الأسعار إن وجدت، وبالتالي فهي لا تتضمن تداولاً للأوراق المالية.

- أنه يصاحبها مخاطر عدة تتمثل في المضاربة على الصعود للأسعار في حالة شراء الاختيار وعلى الهبوط للأسعار في حالة بيع الاختيار فهي شبيهة بالمراهنات، ولذا يحتاط المضاربون بإجراء عقد اختيار عكسي لما أبرموه فمشتري الاختيار يبرم عقد بيع اختيار مماثل لتلافي المخاطر،
- أنه يتم إعادة تداول حق الاختيار بما يتضمن إجراء معاملات على شيء صوري.
- أن من يبيع الورقة لا يملكها عادة عند عقد توقيع العقد بمعنى أنه يبيع ما لا يملك.
- أنه في العادة توجد هيئة ضامنة لتنفيذ حق الاختيار وتحصل على مبلغ من محرر الاختيار لتسوية الأمر إذا تخلف عن أداء التزامه مقابل الطرف الآخر.

#### د - عقود المستقبلات:

وحقيقة هذه الصورة أنها عقود تبرم لبيع وشراء بضاعة (أوراق مالية في حالتنا) على أن يتم تسليم البضاعة في وقت لاحق بعد مدة معينة يتفق عليها وعلى أن يؤجل أيضاً دفع الثمن لنفس المدة مع اشتراط ايداع الطرفين تأميناً إلى مؤسسة التسوية بالسوق ضماناً للوفاء بالعقد، ويتم المتاجرة بهذه العقود ببيعها مرات عديدة في السوق قبل حلول موعد تنفيذ الصفقة والتي تنتهي غالباً بعدم

تسلم البضاعة أو الثمن وإنما تسوية المراكز المالية للطرفين بواسطة مؤسسة التسوية في البورصة.

ويمكن أن نحدد أهم سمات عقود المستقبلات في الآتى:

- أنه عقد يؤجل فيه تسليم البديلين إلى وقت لاحق.
- أنها تقوم على بيع الإنسان ما لا يملكه عند التعاقد.
- أنها وسيلة تمكن المضاربين الذين يهتمون فرص الربحية من عقد الصفقات دون أن يمتلكون الثمن أو السلعة، أو أن تكون لهم حاجة فيها.
- أنها تتطلب تقلب الأسعار باستمرار وبسرعة حتى يتمكن المضاربون من جنى فرصة الكسب، مما يجعلهم قد يلجأون إلى ممارسات غير أخلاقية للتأثير على الأسعار.
- أنها تتطوى على مخاطر عالية، إذا أن كل طرف يضارب على ما يحقق مصلحته صعوداً أو هبوطاً للسعر في مواجهة مضاربة الطرف الآخر.
- أنه تتم تسوية المراكز المالية للعملاء كل يوم طبقاً لتقلبات الأسعار، إذ تقوم مؤسسة التسوية بفتح حساب لكل طرف مثل الحساب الجارى في البنوك فإذا زادت الأسعار في يوم ما، تضيف قيمة الزيادة إلى حساب المشتري خصماً من حساب البائع والعكس صحيح.

- أنه يتم المتاجرة بهذا العقد عن طريق قيام المشتري ببيع الصفقة إلى آخر ويخرج منها، ويمكن أن يقوم الآخر ببيعها أيضاً إلى ثالث وهكذا دون أن يتسلم أحدهم السلعة بل تتم العملية في صورة الحصول على فروق الأسعار إن وجدت. - أن العملية تنتهي في نهاية أجلها إلى تسوية للمراكز المالية للطرفين دون أن يحدث تسلّم السلعة كما ينص العقد.

- أنها تفترق عن البيوع الآجلة أو الأمامية في أن الأخيرة عقود شخصية وفيها يتم دفع الثمن وتأجيل تسليم السلعة كما أنه لا يتم المتاجرة بها فضلاً على عدم وجود وسيط (مؤسسة التسوية بينهما).

- أن هذ العقود وأن كانت تشبه عقود الاختيارات من ناحية الأجل إلا أنها تفترق عنها في وجود حق الاختيار لأحد الطرفين لتسوية الصفقة لصالحه.

#### هـ- التعامل على المؤشرات:

رغم أن هذه الصورة ليست وسيلة مستقلة للتعامل فقد يتم التعامل فيها بأسلوب الاختيارات أو المستقبلات، إلا أن حقيقتها أن محل التعامل فيها ليست الأوراق المالية من أسهم أو سندات وإنما محل البيع والشراء هو الرقم القياسي لأسعار السوق، وتمثيل ذلك أن كل سوق للأوراق المالية يتداول فيها عدد كبير من الأسهم

للشركات المساهمة المقيدة بها، وبالطبع فإن قيمة هذه الأسهم تختلف عن بعضها كما تتقلب أسعار أسهم نفس الشركة من وقت لآخر طبقاً لحركة التداول ودرج العمل للتعرف على نشاط السوق بشكل عام أن يتم استخراج متوسط لأسعار الأسهم لكل الشركات أو لمجموعة منها تحت اسم مؤشر السوق والذي يدل مقارنة باليوم السابق عن ارتفاع أو انخفاض متوسط الأسعار وبالتالي ارتفاع أو انخفاض المؤشر .

وعلى ذلك فالمؤشر رقم حسابي يستعمل للدلالة على تطور أسعار التعامل في سوق معينة ويحسب إما بالمتوسط الحسابي لأسعار الأسهم =  $\frac{\text{مجموع أسعار الأسهم}}{\text{عددها}}$

أو بالمتوسط المرجح بالكميات المتداولة =  $\frac{\text{قيمة الأسهم المتداولة}}{\text{عدد الأسهم}}$

وعادة ما ينسب هذا الرقم إلى سنة سابقة تسمى سنة الأساس وبالتالي يكون المؤشر في يوم ما  $\frac{\text{س } 1 \times \text{ك}}{\text{س } 4 \times \text{ك}}$  للدلالة على عدد نقاط المؤشر مقارنة بسنة الأساس.

[حيث س 1 أسعار الأسهم في الوقت الحاضر، ك 1 كمية الأسهم المتداولة بهذه الأسعار في الوقت الحاضر، (س ، ك) أسعار وكميات الأسهم في سنة الأساس].

ويوجد لكل سوق مؤشر خاص بها مثل مؤشر داوجونز الأشهر وهو الوسط الحسابي لأسعار مجموعة مختارة من أسهم ثلاثين شركة من أفضل الشركات الأمريكية، ومثله يوجد مؤشر نيكاي في اليابان، FAT في بريطانيا ومؤشر DAX في ألمانيا ... وهكذا.

وأما التعامل على هذه المؤشرات فيتم إما طبقاً لعقود الاختيارات أو المستقبلات السابق شرحها، وذلك بأن يقوم شخص بالتعاقد مع شخص آخر لشراء عدد معين من وحدات المؤشر ولتكن ١٠٠ وحدة بسعر ١٦٠ جنيه والذي يمثل متوسط أسعار الأسهم في السوق في ذلك الوقت، على أن يتم التنفيذ بعد مدة معينة، فإذا ارتفع متوسط السعر (المؤشر) بعد ذلك ليصبح ١٧٠ جنيه فإنه بالطبع لن يجرى تنفيذ الصفقة حيث أن المؤشر تعبير رقمي مثل درجة الحرارة لا يتصور تسليمه في صفقة بيع، بل يتم حصول الطرف المشتري على فرق السعر  $170 - 160 \times 100 = 1000$  جنيه كمكسب من الطرف الآخر.

وبذلك فإن محل العقد هنا ليس سلعة أو ورقة مالية بل شيء مجرد لا يمكن تصور تنفيذ العقد بتسليم المبيع، فهي عملية مرهنة على ارتفاع المؤشر من جانب المشتري في مقابلة المرهنة على انخفاضه من جانب البائع.

وهكذا يتضح من الاستعراض الموجز لصور التعاملات في البورصات أنها كلها وضعت لخدمة المضاربين المحترفين الذين لا هم لهم إلا المراهنة على سلوك القطيع من المراهنين الآخرين فالأمر في هذه الصور ليس أمر قرارات اقتصادية بل مجرد عمليات مراهنة حيث العارفون بالأسرار فقط هم الذين يمكنهم أن يربحوا كما يقول الاقتصادي (الفرنسي البارز مورييس آليه الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد) والذي يؤكد أيضاً أن التنظيم الحالي للبورصات قد صمم لصالح المضاربين المحترفين في مواجهة المضاربين الرعاع أو القطيع وهذا التنظيم أبعد عن أن يكون نافعا بل هو ضار جداً لمجموع الاقتصاد حيث يؤدي إلى تقلب الأسواق تقلباً شديداً ويمكن من كل أنواع التحكم التي يمارسها المضاربون ويولد الغش والممارسات غير الأخلاقية ويكلف بلا جدوى<sup>(١)</sup>.

وهكذا ما يؤكد أيضاً ما تقوم به السلطات في الدول المتقدمة مثل أمريكا من وضع قيود كمية على التعامل بهذه العقود ومراقبتها بشكل مكثف، ومع ذلك توتى آثارها الضارة.

وهكذا ننتهي إلى التعرف على سوق رأس المال وأساليب التعامل بها والذي قصدنا التوسعه فيه لتسهيل التفسير الإسلامي للأزمة الحالية لأن لأساليب التعامل في البورصة دوراً مباشراً في هذه الأزمة كما سيتضح في القسم التالي من الدراسة.

(١) مرجع سابق ص ٤٩.

## ٢- التعرف على أزمة البورصات العالمية

إن أزمة البورصات العالمية الراهنة بدأت منذ منتصف أكتوبر ١٩٩٧ وما زالت قائمة حتى اليوم، وما زالت آثارها تتوالى باستمرار، ولذا فإن فصولها لم تكتمل بعد، الأمر الذى يوجد صعوبة فى التعرف عليها بشكل متكامل حيث لم تصدر دراسات أو تقارير شاملة عنها وإنما هى أخبار متفرقة تنشر فى الصحف والمجلات المتخصصة وبعض وسائل النشر الأخرى وفي ضوء ما نشر عنها حتى الآن سوف نحاول التعرف على أبعاد وجوانب الأزمة ثم نحاول تحديد وتحليل أسبابها وأهم نتائجها وذلك فى الفقرات التالية.

١/٢: أبعاد وجوانب الأزمة.

٢/٢: أسباب الأزمة.

١/٢: أبعاد وجوانب الأزمة:

١/١/٢: جذور الأزمة: إن تقلبات التعامل فى البورصات سواء بسبب تقلب السعر أو كمية الأوراق المتداولة أمر طبيعى فى السوق، ولكن عندما يحدث التقلب بصورة كبيرة وفى اتجاه نزولى، أى انخفاض المستوى العام للأسعار فى حدود ١٠٪ فما فوق، فإنه يقال إن هناك أزمة أو بداية انهيار للبورصة، ونظراً لتشابك العوامل الاقتصادية من إنتاجية مالية ونقدية وغير ذلك، فإنها تمثل

حلقة يؤدي كسر احداها إلى التأثير على باقى المجموعة، وهذا ما حدث بالنسبة للأزمة الحالية حيث انطلقت من بانكوك عاصمة تايلاند فى منتصف هذا العام يوليو ١٩٩٧ عندما اضطرت السلطات فيها الى اتخاذ قرار بفك ارتباط عملتها المحلية (البات) بالدولار الأمريكى بسبب صعوبات اقتصادية كبيرة تواجه البلاد فأدى ذلك إلى دخول المضاربين على العملة بالمضاربة على هبوط (البات) فى مقابل الدولار الأمر الذى أدى إلى انهيار كبير لقيمة العملة المحلية فى سلسلة متعاقبة وسريعة وصلت إلى إنخفاض فى تسمية العملية المحلية بنسبة ٣٠٪ فى أيام قليلة مما جعل الحكومة تتدخل بأمرين هما: اتفاق جزء من احتياطها النقدى بالدولار لشراء العملة المحلية، ورفع سعر الفائدة عليها، مما دفع المضاربين الى بيع أوراقهم المالية والتخلص منها والتي انخفضت قيمتها بسبب انخفاض قيمة العملة من ناحية وبسبب كثرة عروض البيع من ناحية أخرى والقيام بتسوية المراكز المالية للذين يتعاملون بالمشتقات من عقود الاختيارات والبيع على المكشوف وبيع المستقبلات، وترتب على ذلك هبوط مؤشر بورصة بانكوك بنسبة ٥٠٪، ورغم أن تايلاند من أضعف دول النمرور الآسيوية إلا أن العدوى انتقلت إلى باقى هذه الدول من جراء تصرفات المضاربين على العملات والأوراق المالية وبدأت بالنمرور الصغيرة (ماليزيا وأندونيسيا والفلبين) ثم انتقلت بعد ذلك الى النمرور الكبيرة وهى

(كوريا وتايوان وسنغافورة وهونج كونج)، ونظراً لاعتماد اقتصاديات هذه الدول على العالم الخارجى فى اقتصادياتها ممثلة فى التجارة الخارجية والتصدير، وفى الاستثمار الأجنبى فيها، ولربط عملات بعضها بالدولار الأمريكى فضلاً على العولمة التى يعيشها العالم الآن، انتقلت الأزمة وإن كانت بنسب متفاوتة إلى باقى دول العالم والمتقدمة منها على الأخص، وقد أخذت الأزمة ابعاداً عدة نوجزها فى الفقرة التالية.

٢/١/٢: أبعاد الأزمة: ونقصد بها كل من مظاهر الأزمة،

وبعدها المكانية، والزمانى وسوف نوجز كل منها فى الآتى:

١/٢/١/٢: مظاهر الأزمة: يمكن تلخيص مظاهر الأزمة فيما

يلى:

أ- انهيار الأسعار فى البورصات ويتمثل ذلك فى تراجع مؤشرات البورصات العالمية بنسب عالية ومتدرجة، ورغم أنه لا يمكن حصر نقاط التراجع فى المؤشرات أو نسبته المئوية الآن، لأن التقلب فيها ما زال مستمراً حتى كتابة هذه السطور، إلا ان ما نشر عن نسبة هذا التراجع خلال فترة الأزمة من ٩٧/١٠/١١ وحتى الآن يؤكد أنه حدث بنسبة كبيرة.

فعلى سبيل المثال فى ٢٩/ أكتوبر هبط مؤشر هنج سونج

بدولة هونج كونج بمقدار ١٤٣٨ نقطة وبنسبة ٧، ١٣٪، ومؤشر

نيكاي بطوكيو بانخفاض ٦٧، ٧٢٥ بنسبة ٢٦، ٤ ومؤشر ستريتس

تايمز بسنغافورة انخفض ١٢٣ نقطة بنسبة ٧,٥٩ ومؤشر الفانينشال تيمز ببريطانيا انخفض بمعدل ٨,٦٪، ومؤشر داكس الالمانى انخفض بمعدل ٢٥,٨٪ ومثله مؤشر كاك الفرنسى، وتراجعت البورصة فى تايلاند ٢٠٪ فى خلال شهر واحد.

أما مؤشر داوجونز الأمريكى فقد حدث به هبوط فى ١٠ / ٢٩ بنسبة ٧,٢٪ وهو أكبر هبوط من نوعه حدث له حتى الآن خلال الأزمة.

ب- انخفاض قيمة عملات دول الأزمة مما يلقى بآثار سيئة على اقتصادياتها بشكل عام وعلى التعامل فى البوصات على الأخص حيث سجل سعر الصرف للبات التايلاندى بالنسبة للدولار الأمريكى تراجعاً بلغ ٣٠٪، والبيزو الفلبينى ١١٪، والرينغيت الماليزى ٩٪ وذلك على سبيل المثال.

ج- تقلص حجم الاحتياطى النقدى الأجنبي نظراً لقيام دول الأزمة بسحب جزء من هذا الاحتياطى وشراء عملتها المحلية لمحاولة الحفاظ على قيمتها حيث استخدمت تايلاند ٤,٢٣ مليار دولار أمريكى من أصل الاحتياطى لديها البالغ ٣٠ ملياراً، والفلبين رمت فى محرقة الدولار لتدافع عن عملتها أكثر من ستة مليارات دولار قبل أن تتركها عائمة.

د- رفع سعر الفائدة على العملة المحلية كإجراء آخر لحماية عملتها وما يؤثر ذلك على مجمل أداء النشاط الاقتصادى وتراجع

اسعار الأسهم فى البورصة حيث ارتفعت الفائدة على سبيل المثال فى الفلبين من ١٥٪ الى ٤٢٪ وكذا فى تايلاند وصل سعر الفائدة ما يزيد على ٣٠٪.

هـ- غلق كثير من البنوك لسلوكها المعيب خلال الأزمة، ففى اندونيسيا أغلقت ١٦ بنكاً، وفى تايلاند حوالى ٣٠ بنكاً.

و- اعدام كثير من الديون خاصة الممنوحة للمضاربين للمضاربة على أسعار الأوراق المالية بالبورصة.

ز- تحقيق خسائر كبيرة نتيجة انخفاض أسعار الأوراق المالية فى البورصات وصلت إلى عشرات المليارات من الدولارات لبعض الصناديق والمضاربين خاصة المضاربين على الصعود والذى جاء انخفاض الأسعار على غير ما يتوقعون.

هذه هى أهم مظاهر الأزمة أما بعدها المكانى فنشير إليه فى النقطة التالية.

٢/٢/١/٢: البعد المكانى للأزمة: إن نظام العولمة الذى يعيشه العالم الآن ألقى بظلاله على الأزمة فامتدت من احدى الدول الصغيرة بجنوب شرق آسيا وهى تايلاند لتصيب كل بورصات العالم نظراً لسهولة انتقال رؤوس الأموال بين دول العالم فى صورة الاستثمار الأجنبى غير المباشر بالذات والذى يطلق عليها الأموال الساخنة التى تستثمر فى هذه البورصات، فضلاً على ربط كثير من الدول عملتها بالدولار الأمريكى، وبالتالي فإذا حدثت أية

أزمة في إحدى دول العالم سرعان ما تمتد إلى باقى الدول التى لها مصالح كبيرة فيها، وهو ما حدث على سبيل المثال للأستثمارات الأمريكية والأوروبية واليابانية فى أسواق جنوب شرق آسيا خاصة صناديق التحوط والمعاشات الأمريكية وكبار المضاربين الذين سرعان ما عمدوا الى تصفية مراكزهم المالية فى دول الأزمة عن طريق تسيل مراكزهم المالية فى بورصات أمريكا لتغطية موافقهم الخاسرة فى بورصات آسيا مما أحدث ذعراً فى السوق الأمريكية وتراجع المؤشرات فيه الى نسبة كبيرة.

وهنا نتساءل: هل انتهت الأزمة ونتائجها بعد مرور اكثر من شهر على حدوثها أم لا؟

هذا ما سنوضحه فى البعد الزمنى للأزمة:

٣/٢/١/٢: البعد الزمنى للأزمة: إن الأزمات فى البورصة عادة ما يكون مداها الزمنى قصير، ولكن بالنسبة لأزمة اليوم وإن كان حدوثها عنيفاً فى بدايتها خاصة بالنسبة لدول النمرور الآسيوية، فإن آثارها سوف تمتد لسنوات يقدرها الخبراء بحوالى ثلاث سنوات، هذا فضلاً على أنه رغم مرور اكثر من شهر على الأزمة حتى الآن فإن تداعياتها ممثلة فى توالى الانخفاض للمؤشرات فى بعض البورصات العالمية ما زالت مستمرة رغم ارتفاعها وبنسب قليلة احياناً خلال هذه المدة فقد نشر فى جرائد ١٣/١١/١٩٩٧ أن

البورصات العالمية منيت بهبوط كبير الأربعاء ١٢/١١/١٩٩٧ يبلغ  
٢٪ لمؤشر فايننشال تايمز البريطاني، ٤٪ لمؤشر هنج كونج، ٢٪  
لمؤشر داكس الالماني و ٥,١٪ لمؤشر البورصة الفرنسية، مما  
يعنى أن الأزمة ما زالت مستمرة حتى الآن.

وبعد ان تعرفنا على جذور الأزمة ومظاهرها وأبعادها سوف  
نشير فى عجالة إلى نتائجها أو آثارها الاقتصادية والاجتماعية فى  
الفقرة التالية.

٣/١/٢: نتائج الأزمة: إن آثار الأزمة لم تقتصر على  
المتعاملين فى سوق المال فقط وإنما تمتد لتشمل جميع الجوانب  
الاقتصادية فى هذه الدول، هذا مع مراعاة أنه إذا كانت أسباب  
الأزمة ومظاهرها واضحة فإن نتائجها لم تكتمل بعد، ويمكن فى  
ضوء المعلومات المتوفرة أن نتناول أهم الآثار والنتائج فيما يلى:

١/٣/١/٢: ان انخفاض قيمة العملات فى دول الأزمة سوف  
يؤثر بالسلب ممثلاً فى ارتفاع تكاليف المعيشة وزيادة التضخم  
وتقليص حجم الاستثمارات.

٢/٣/١/٢: ان الارتفاع سعر الفائدة سوف يقلل أولاً من التعامل  
فى الأسهم وبالتالي تنخفض أسعارها تبعاً، فضلاً على أثره السئ  
على أداء الشركات التى تتحمل بتكلفة فائدة عالية مما يقلل ربحيتها  
من جهة ويؤدى بالتسلسل إلى انخفاض أسهمها فى البورصة.

٣/٣/١/٢: خروج الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة من السوق في هذه الدول فجأة وبكميات كبيرة سوف تفقد معه مصدراً كبيراً كانت تعتمد عليه بصورة رئيسية.

٤/٣/١/٢: انخفاض معدلات النمو في هذه الدول عما كانت عليه سلفاً.

٥/٣/١/٢: التشكك في معجزة النمرور الآسيوية وأنها كانت نموراً من ورق.

٦/٣/١/٢: تأكيد أن العولمة نظام يعمل لصالح الدول الكبرى وأنه لا تواكبه آليات لكيفية تنفيذه، فضلاً على تشديد الرقابة من الدول الكبرى على الدول الصغرى في مجالات الاقتصاد دون حق الدول الصغرى في تطبيق نفس الأمر في مواجهة الدول الكبرى.

٧/٣/١/٢: سوف يؤدي تخفيض قيمة العملة المحلية إلى رخص المنتجات مما تتمكن منه هذه الدول من زيادة صادراتها إلى الدول الكبرى ومناقستها، وهذا أثر يتوقف على كيفية تجاوز هذه الدولة للأزمة الحالية.

إلى غير ذلك من الآثار والنتائج التي تكتشف تباعاً للأزمة.  
وهنا نتساءل ما هي أسباب هذه الأزمة؟ هذا ما سنتناوله في الفقرة التالية.

## ٤/٤: أسباب الأزمة:

إن البورصات تمثل نوعاً من سوق الأوراق المالية الذي يعد قسماً من سوق رأس المال والذي بدوره يمثل أحد قسَمي سوق المال كما سبق بيانه في القسم الأول من الدراسة، وسوق المال في حد ذاته يعتبر أحد قطاعات الاقتصاد القومي والذي يخضع في شكله للظروف السياسية والاجتماعية في الدولة، وبذلك فإنه توجد علاقات متشابكة وعنصرية بين جميع هذه الأقسام والأنواع والقطاعات العاملة في الدولة ويحدث باستمرار تأثير متبادل فيما بينها في صورة دائرية الأمر الذي يجعل الأسباب تختلط بالنتائج لأي ظاهرة تحدث في أي منها.

وما تشر حول أزمة البورصات الحالية كثير ومتنوع ومتعدد وليست هناك صعوبة في حصر أسبابه ولكن الأمر يحتاج إلى تصنيف هذه الأسباب حيث توجد أسباب رئيسية وأسباب فرعية كما يمكن تصنيفها بأسباب مباشرة وأسباب غير مباشرة، ومن وجه آخر يمكن تصنيفها إلى أسباب سياسية واقتصادية ومالية ونقدية، وسوف نأخذ بالتصنيف الأخير لوضوحه بعض الشيء وذلك على الوجه التالي:

## ٤/٤/١: الأسباب السياسية للأزمة: ويمكن رصد أهم هذه

الأسباب فيما يلي:

٢/٢/٢: إن الأزمة انفجرت في مرحلة مهمة جدا من حياة المنطقة السياسية فهي جاءت بعد عودة هونج كونج إلى الصين وترحيب دول الأزمة بصلوع الصين بدور إقليمي أسيوى يوازى ثقلها المالى الجديد.

٢/٢/٢: أن الدول التى تعرضت للأزمة تشكل نواة مجموعة دول شرق آسيا فى شكلها الجديد (منظمة أسيان) والتى تتطلع للعب دور إقليمي من خلال تدخلها لتهدئة الوضع فى كمبوديا وقبولها بورما ولاوس عضواً فى المنظمة رغم الضغوط الأمريكية لابقاء الحصار الاقتصادى والسياسى على نظام بورما، إلى جانب النية لقبول كمبوديا عضواً فى المنظمة.

٣/١/٢/٢: إن الأزمة تأتى تعبيراً عن رغبة النظام العالمى الجديد فى تدجين تلك القوى الاقتصادية الصاعدة التى بتجربتها الاقتصادية أصبحت قريبة من امتلاك زمام الأمور والتأثير العالمى.

٤/١/٢/٢: قيام الملياردير العالمى اليهودى جورج سورس بدور كبير فى المضاربات على العملات الآسيوية وكذا التكتلات المالية العالمية الكبرى وعلى حد تعبير محاضير محمد رئيس الوزراء الماليزى فى اتهام مورس وهذه التكتلات بالرغبة فى هدم اقتصاد دول آسيا، عن طريق خلخلة نظام عملاتها وفى مقدمة هذه التكتلات صناديق الاستثمار والتوفير والتحوط الأمريكية، وامتد

إتهامه إلى جورج سورس بالتدخل مباشرة والمضاربة على عملات دول المنظمة بهدف الضغط لعدم قبول بورما عضواً في المنظمة. ولم ينف جورج سورس قيامه بالمضاربة، بل ربط بين دوره في الأزمة وبين المواقف السياسية العامة لدول المنظمة، وبالتالي يظهر أن جزءاً من أسباب الأزمة هو السيطرة التي تحاول المؤسسات المالية الدولية فرضها على القرارات السياسية لهذه الدول.

هذه أهم الأسباب السياسية للأزمة، وهي إن كانت أسباب غير مباشرة إلا أثرها واضحاً في أحداث هذه الأزمة.

٢/٢/٢: **الأسباب الاقتصادية للأزمة:** إن أزمة البورصات بكل جوانبها اقتصادية في المقام الأول، ولكننا نقصد بالأسباب الاقتصادية هنا المتعلقة بأداء الاقتصاد الكلي، ويمكن تلخيص أهم هذه الأسباب الاقتصادية ما يلي:

١/٢/٢/١: عجز ميزان المدفوعات وحجم الديون الخارجية، فلقد وصل العجز في الميزان في تايلاند على سبيل المثال إلى ١٤ مليار دولار، كما بلغت الديون الخارجية فيها نحو ٩٠ مليار دولار. ٢/٢/٢/١: النمو غير المتوازن، فرغم الاهتمام بالصناعة في هذه الدول إلا أنه لم يتزامن معه اهتمام برفع مستوى التعليم وتحسين مستوى الخدمات الأساسية مثل شبكات النقل والاتصالات والمصارف وشركات التأمين.

٣/٢/٢/٢: الافراط في الاستهلاك وتمويل ذلك بالديون بفائدة الأمر الذى أدى إلى زيادة حجم الديون المشكوك فيها والتي بلغت ٧٣ مليار دولار حوال ١٤,٧٪ من مجمل ديون المنطقة والذى يعادل ١٣,٣٪ من مجمل الناتج القومى لتايلاند وأندونيسيا وماليزيا والفلبين وسنغافورة.

٤:٢/٢/٢: تدنى معدلات النمو في اقتصاديات هذه الدول، فبعد أن كان قد وصل إلى ما بين ٥، ٨٪ تدنى إلى ٢٪ في تايلاند و ١,٥، ٤٪ في اندونيسيا وماليزيا والفلبين.

٥:٢/٢/٢: الاستثمار الأجنبي، من المعروف أن كثيراً من الدول لا يمكن أن تمول استثمارها من مواردها الذاتية بل تحتاج إلى تمويل أجنبي، ولقد كان يتم الاعتماد على هذا التمويل في صورة قروض دولية ونظراً لما صاحب ذلك من مشاكل عديدة تحولت صورة التمويل إلى الاستثمار الأجنبي بشقيه الاستثمار الأجنبي المباشر أى قيام رأس المال الأجنبي بالاستثمار في مشروعات طويلة ومتوسطة الأجل بنفسه في الدولة المضيفة، والاستثمار الاجنبى غير المباشر وذلك بالاستثمار في الأوراق المالية ببورصات الدوله المضيفة، ولقد تحول التمويل الأجنبى من القروض التى بلغت عام ١٩٩٦م ٣٠٪ من حجم التدفقات المالية للدول الناشئة بعد أن كان ٨٠٪ في الثمانينات إلى الاستثمار الأجنبى بشقيه والتي بلغت نسبته ٧٠٪ ما بين استثمار أجنبى مباشر

٤٥٪ وغير مباشر ٢٥٪، ونال الدول الآسيوية أكبر نسبة منها إذ تصل إلى ٤٠٪ وفي بعض الدول وصلت نسبة الاستثمار الأجنبي غير المباشر فيها ما بين ٦٠٪ و ٧٠٪.

وهذا الاستثمار الأجنبي غير المباشر يطلق عليه الأموال الساخنة أى التى تحصر للمضاربة فى أسواق المال واغتنام فرص الربح بسرعة ثم الهرب إلى أسواق أخرى مما لا يؤدي إلى استثمار حقيقى فى الدولة المضيفة، وقد ساعد على زيادة هذه النسبة فى دول الأزمة عدم وجود ضوابط سواء من حيث حجم هذه الاستثمارات بالنسبة إلى الاستثمارات المحلية أو ترك الباب مفتوحاً للدخول والخروج بالأرباح الطائلة خاصة فى ظل نظام العولمة الجديد الذى لم تتوفر له آليات مناسبة للعمل فى أسواق هذه الدول.

هذه هى أهم الأسباب الاقتصادية للأزمة، ولكن قبل أن ننتقل إلى الفقرة التالية نتساءل إذا كانت الأسباب الاقتصادية الداخلية بالذات فى هذه الدول تقف بصورة مباشرة وراء الأزمة كما يؤكد بعض المحللين نظراً لما يوجد من خلل هيكلى فى هذه الاقتصاديات وسوء الإدارة الحكومية، وهو تفسير وإن كان مقبولاً بالنسبة لتايلاند التى تمثل أضعف حلقة فى النمر الآسيوية، فلماذا حدثت الأزمة فى دول أخرى منها تتميز بقوة اقتصادياتها مثل هونج كونج وسنغافورة، بل ووصلت إلى الدول الأوروبية والأمريكية؟! إن الأمر يظهر وكأنه مؤامرة بالفعل ومحاولة التهرب من المسئولية

عن الأزمة وإلقاء عبئها على اقتصاديات هذه الدول التي يشهد لها الجميع بالقوة والتقدم، بل أن أحد مسئولى صندوق النقد الدولى (١) يؤكد أن ادارة الصندوق تعلمت من التجربة الناجحة لاقتصاديات دول النمرور.

## موضوع الأزمة

### ٤/٢: الأسباب النقدية:

وهى من الأسباب اللصيقة بحدوث الأزمة كما يتضح ما يلى:  
١/٣/٢: إن بداية الأزمة كما سبق القول نتجت عن المضاربة على عملة تايلاند وكانت مضاربة على هبوط قيمتها في مواجهة الدولار وذلك بمحاولة المضاربين التخلص مما لديهم من عملة تايلاند وشراء الدولار الأمريكى مقابلها مما أدى إلى زيادة الطلب على الدولار في مواجهة هذه العملة وانخفاض قيمتها تبعاً، وبالتالي أنخفضت قيمة الأوراق المالية.

٢/٣/٢: إن قيام السلطات النقدية في تايلاند للمحافظة على معدل سعر الصرف بين عملتها (البات) والدولار جعلها تنزل السوق ببيع جزء كبير من احتياطي الدولار لديها كما سبق القول

(١) د. خالد كرم رئيس بعثة صندوق النقد الدولى في القاهرة - جريدة الجمهورية الخميس

١٩٩٧/١١/٢٠ م.

في تصرف مضاد للمضاربين أوحى للكثيرين بأن هناك مأزقاً  
لحياسة العملة المحلية مما جعل الكثير سواء من المواطنين أو  
الأجانب يحاولون الحصول على الدولار الأمريكي وبالتالي ارتفع  
سعره في مواجهة (البات) الذي انخفضت قيمته تبعاً.

٣/٣/٢: وفي سياسة أخرى قامت السلطات النقدية في هذه  
الدول برفع سعر الفائدة على العملة المحلية بشكل كبير الذي ألقى  
بظله على سوق الأوراق المالية حيث عمد المضاربون إلى تصفية  
مراكز المالية في البورصات ببيع الاسم والسندات المتعاقدين عليها  
وبكميات كبيرة مما أدى بدوره إلى انخفاض أسعارها، وفي نفس  
الوقت أدى ارتفاع سعر الفائدة إلى تعثر الشركات المصدرة  
للأوراق المالية التي تعتمد في جزء كبير من تمويلها على  
الاقتراض بالفائدة مما أثر على أدائها ومثل ذلك سبباً آخر  
لانخفاض أسهمها في البورصة.

٤/٣/٢: التوسع في الائتمان من قبل المصارف لتمويل شراء  
الأوراق المالية في البورصة مما أدى إلى زيادة القوة الشرائية  
المستخدمة في السوق التي خلقت من لا شيء بواسطة الائتمان  
وبالتالي تزداد أسعار الأوراق المالية إلى مستويات أعلى من  
حقيقتها.

٥/٣/٢: ضعف الرقابة في هذه الدول على النشاط المصرفي  
مما أدى إلى قيام كثير من البنوك بمنح قروض بدون ضوابط

وللاستثمار في مشاريع غير إنتاجية وغير مجددة وتمويل المضاربين، إلى جانب عدم أخذ الضمانات الكافية مما أدى إلى تزايد الديون المعدومة لدى هذه المصارف، وهذا ما أدى إلى قيام اندونيسيا إلى إغلاق ١٦ مصرفاً بها لما ثبت من تورطها في مخالفات عديدة.

٦/٣/٢: ومن الأسباب النقدية الأخرى ربط عملات هذه الدول بالدولار الأمريكي ورغم أن اقتصاديين بارزين مثل موريس آليه<sup>(١)</sup> قد نبهوا إلى خطورة ذلك على مستوى العالم ككل وجاء في كلمته ضمن متطلبات اصلاح النظام النقدي العالمي ما يلي: ضرورة التخلص بصورة كاملة عن الدولار بوصفه وحدة حساب وأداة تبادل ومخزن قيمة على الصعيد الدولي "فإن دول جنوب شرق آسيا لم تستوعب الدرس وتمت المضاربة على عملاتها لربطها بالدولار فحدثت الأزمة، ولذا يقول الدكتور/ خالد كرم - رئيس بعثة البنك الدولي بالقاهرة في جريدة الجمهورية أمس الأول ٢٠/١١/١٩٩٧م حول هذه النقطة (إن هذه النمر لا تستطيع ولا تتحمل ان يكون لديها اسعار ثابتة لتحويل العملات حتى لا تتاح للمضاربين الفرصة لاستغلال نقاط الضعف بعكس ما لو كانت أسعار الصرف قابلة للصعود والهبوط). وهذا ما يؤكد جاك أتالي رئيس البنك الأوربي

---

(١) مرجع سابق ص ٣٧.

للاعمار والتنمية بأن من أهم أسباب الأزمة تبعية عملات آسيا للدولار.

إذا كان ما سبق من أسباب سياسية واقتصادية ونقدية قد تسبب بشكل مباشر أو غير مباشر في حدوث أزمة البورصات، فماذا عن الأسباب المتعلقة بالأداء في البورصات ذاتها؟ هذا ما سنداول استجلاؤه في الفقرة التالية.

#### ٤/٢: الأسباب المتعلقة بالأداء في البورصات محل الأزمة:

رغم قوة تأثير الأسباب السياسية والاقتصادية والنقدية فما كان لها أن تحدث آثارها ما لم تكن هناك ثغرات في نظم التعامل في البورصات مكنت من حدوث الأزمة، وسوف نلخص هذه الأسباب فيما يلي:

١/٤/٢: المضاربات غير المنضبطة في البورصة، يجمع كل الخبراء والمحللين على أن السبب الرئيسي المباشر للأزمة هو المضاربات غير المنضبطة في هذه البورصات فلقد سبق القول إن المضاربات بمعناها البسيط هو الشراء توقعاً لارتفاع الأسعار والبيع بعد ذلك وجنى فروق الأسعار كربح، وهذا المعنى ليس له وجود في الواقع العملي، إذ تتم المضاربة بأساليب وممارسات تدفع البورصات نحو الأزمة إلى جانب الممارسات غير الأخلاقية السابق الإشارة إليها.

وهذا هو ما حدث في بورصات الأزمة، إذ يرصد الخبراء والمسئولون أن الهجمات التي شنتها صناديق التحوط والمضاربين بالعملة الدولية على العملات المحلية وفي أسواق رأس المال كانت السبب المباشر والرئيسي للأزمة، وهذه المضاربات وإن كانت شرعية طبقاً لنظم العمل في السوق إلا أنها لم تكن لتجرؤ على تنظيم هذه الحملات لولا عثورها على ثغرات ضعف تمكنها من تحقيق أرباح طائلة خلال فترة قصيرة، وهو ما أكده المسئولون في هذه الدول حيث هاجم رئيس وزراء ماليزيا المضاربين وبالذات الأجانب في أنهم السبب الرئيسي للأزمة، ويؤكد الملياردير والمستثمر الأمريكي (وارن بيفت) أن المضاربة في أسواق الأسهم شبيهة بالمقامرة ورغم معرفة معادلاتها الحسابية فإنه يصعب التنبؤ بنتائجها.

٢/٤/٢: الارتفاع المغالى فيه في قيمة الأسهم عن قيمتها الحقيقية ويؤكد ذلك كثير من الخبراء منهم (كومانسكى) رئيس مجلس إدارة ميريل لينش الذى يتوقع ليس حدوث الأزمة فقط وإنما استمرار الاضطراب بسبب ارتفاع اسعار الأسهم فوق قيمتها الحقيقية بدرجة كبيرة حتى أن الأسواق باتت تبحث عن عذر لها للتصحيح الهبوطى، وفي قول آخر لتبرير الهبوط في البورصات الأمريكية جاء أن الأسهم وصلت إلى قيم مرتفعة يصعب حتى على أكثر الاستراتيجيين تفاؤلاً أن يعلقها، ويؤكد ذلك أيضاً (الآن

غرينسبان) رئيس مجلس إدارة الاحتياط الفيدرالي بأمرىكا بقوله، إن الانهيار النقدي الأخير وأن كان كارثة إلا أنه كان ذا مفعول تصحيحي على سوق المال الأمريكية التي كانت مرتفعة بشكل لا عقلاني عديم الصلة بالوضع الحقيقي لاقتصاد البلاد.

ويلاحظ أن هذا الارتفاع للأسعار أتى بفعل المضاربين وممارسات وأساليب تعامل وعوامل أخرى نستكملها في الفقرات التالية.

٣/٤/٢: زيادة الاستثمار الأجنبي غير المباشر والممثل في تدفق رؤوس الأموال الأجنبية لصناديق التحوط والمعاشات وكبار المستثمرين على دول الأزمة ليس للاستثمار المباشر الذي يمثل إضافة للثروة ولكن للمضاربة في هذه البورصات وانتهاز الفرص فيما يعرف بالأموال الساخنة، وعدم وجود ضوابط لهذه الاستثمارات سواء في الدخول أو التشغيل أو الخروج وهذا ما تؤكدته التقارير الواردة والتي تقدر نسبة الاستثمار الأجنبي في بورصات الأزمة بما يتراوح بين ٤٠% ، ٦٠% من حجم التعامل فيها، ومن شأن هذه الاستثمارات الهروب عند أول صدمة كما جاء في رصد للأزمة الحالية، لقد تزايد الإقبال على البيع من جانب صناديق الاستثمار والمضاربين الأجانب الذين لاذوا بالفرار من سوق الأسهم لينضموا إلى نزوح جماعي من السوق أدى إلى انخفاض أسعار الأسهم والعملات المحلية بشدة.

وفي أكثر من موضع أشرنا إلى اتهام المسؤولين في دول الأزمة للمضاربين الأجانب وخاصة (جورج سورس) على لسان رئيس وزراء ماليزيا بأنهم كانوا وراء تدبير هذه الأزمة عن طريق المضاربة.

٤/٤/٢: ومما ساعد على الأزمة بشكل كبير وجود عوامل فنية في التعامل في البورصة منها الاعتماد بشكل كبير على صور التعامل ذات المخاطر العالية والسابق الاشارة إليها مثل الشراء الجزئي، والبيع على المكشوف وعقود الاختيارات وعقود المستقبلات، والتعامل على المؤشرات أو الأرقام القياسية بالسوق والمشتقات من هذه العقود ممثلة في تداولها خلال فترة سريانها، وقد زاد التعامل بهذه الصور حداً كبيراً بلغ في إحدى التقديرات ٦٠٪ من معاملات البورصات، والسمة الأساسية لهذه التعاملات هي زيادة حجم التعامل الصوري فهي تقوم كما يقول موريس إليه على الشراء بدون دفع والبيع دون حيازة البضاعة، فضلاً عن ما يصاحبها كلها من مضاربة على هبوط وصعود الأسعار في توقع مضاد لكل طرف من أطراف هذه العقود وكل منهم يحاول بكل الطرق تحقيق توقعه الأمر الذي يجعل السوق حرباً لا محل ارتزاق، كما أنه من هذه العوامل التي كان لها أثر مباشر على الأزمة وأوردها الخبراء هو الاحتكارات في البورصة بواسطة

كبار المتعاملين فضلاً على نقص الشفافية والمعلومات،  
والممارسات غير الأخلاقية .

٥/٤/٢: الترابط بين الأسواق العالمية كنتيجة للعولمة جعلت  
ما يحدث في أى سوق منها يؤثر وبسرعة في الأسواق الأخرى  
المرتبطة بها، وهذا ما يفسر امتداد الأزمة والتي بدأت في بلد  
صغير مثل تايلاند إلى أسواق العالم، إذ أن كبار المستثمرين في  
العالم تتوزع استثماراتهم في أغلب الأسواق بالبلدان المختلفة خاصة  
دول النمور الآسيوية كما سبق القول، وحينما حدثت الأزمة في هذه  
الدول عمد هؤلاء المستثمرين لبيع جزء من محافظهم في الأسواق  
الأخرى لتغطية مراكزهم المالية في بورصات الأزمة، وأدى هذا  
البيع غير المتوقع إلى انخفاض أسعار الأسهم في هذه الدول.

٦/٤/٢: العوامل النفسية والاشاعات، إن المضاربين في  
البورصة وهم أكثرية المتعاملين فيها غالباً ما يتسمون بسمات نفسية  
معينة هي أقرب لسمة المقامر الذي يرغب في الحصول على أعلى  
ربح في وقت قصير وبلا جهد أو تعب، وكلما زاد المبلغ المستثمر  
تزداد معه رغبة المقامر بشدة في اقتناص الأرباح، وبالتالي  
وكطبيعة المقامرة فإن أية معلومات ولو مجرد اشاعات من شأنها  
أن تجعله يأخذ القرار بالتصرف في الأوراق المتعامل عليها وبشكل  
يعبر عنه خبراء البورصات (بشعور الدُّب) والذي يعبر عن اتجاه  
المستثمرين إلى البيع لتوقعهم انخفاض الأسعار، (وبشعور الثور)

والذى يعبر عن اتجاههم إلى الشراء لتوقعهم ارتفاع الأسعار، وهذا ما يرصده الخبراء حول الأزمة الحالية إذ يعدون من أسبابها سلوك المضاربة اللصيق بها والذى يجعل المضاربين يندفعون عند اول بادرة من دون تفكير في اتجاه معين ثم يأخذوا اتجاهاً معاكساً بعد ذلك، وهذا ما حدث إذ بعد بدء الأزمة في تايلاند سرعان ما انتشرت لتصيب أسواق باقى بورصات دول النمر الآسيوية واتسع نطاقها المكانى لتصل إلى بورصات أوروبا وأمريكا، ورغم أنه لا توجد عوامل اقتصادية أو سياسية في هذه البلاد لتحدث بها هذه الأزمة، إلا أن العامل النفسى والاشاعات كان سبباً دفع المضاربين إلى سرعة تسوية مراكزهم المالية خوفاً من حدوث مزيد من الخسائر وهذا ما يصورة بشكل بليغ (ليستر ثورور) أستاذ الإدارة في كمبردج في تعليقه على الأزمة بقوله، (إن الانهيار في أسواق الأسهم الأمريكية لا يرتبط بالأزمة في آسيا إلا من الناحية النفسية، إنها عدوى الذعر الناشئ عن تفكير القطيع، فالمضاربون مثل الطباء المفروعة فتراهم يهربون أحياناً لمرأى الأسد، ولكنهم يفرون الفراراً نفسه لأن الريح تخشخش في العشب فيظنون أن أسداً قادماً، وبالتالي فإن الانهيار الحالى في الولايات المتحدة مجرد خشخشة ريح في العشب وليس هناك أسد مفترس).

وعند هذه النقطة ننهي عرض أهم أسباب الأزمة التي رأينا فيها كيف أن آليات العمل فيها أوصلت الإنسان الذي كرمه الله بالعقل إلى مريض نفسى قلق ومن الإنسانية إلى (دبّ أو ثور أو ظبى).

فهل هناك أمام أى عاقل أفضل من أن يتمسك الإنسان بتعاليم وأحكام الدين الإسلامى في كل أموره ومنها التعامل في أسواق المال؟

هذا ما سنحاول التعرف عليه في القسم التالى من الدراسة.

## ٣- التفسير الإسلامي للأزمة

يقصد بالتفسير الإسلامي هنا تحليل القضايا المتعلقة بالأزمة والتي أوردنا معلومات حول أهم قضاياها في القسمين السابقين، والتعرف على موقف الشريعة الإسلامية منها، هذا مع ضرورة الإشارة إلى أنه كما يجمع الفقهاء فإن مقصود الشريعة الإسلامية هو تحقيق مصالح الناس بجلب المنافع ودرء المفساد، وبالتالي فإن أي قضية مما ذكرناها إن كانت أساليبها مخالفة للشريعة الإسلامية فهي ممنوعة ومرفوضة شرعاً، وإذا كانت القضية تمثل مصلحة للناس فإن الشريعة بها من الأساليب المقبولة شرعاً ما يحقق هذه القضية الأمر الذي يحتم على علماء المسلمين عند التصدي لهذه القضايا ليس بإيراد المخالفات الشرعية فيها ولكن بتقديم البديل الذي يحقق المصلحة، ولذا فإننا لن نكتفى هنا بإيراد المخالفات وإنما سنحاول تقديم البدائل الشرعية عنها في إشارات موجزة دون تناول التفاصيل التي تحتاج إلى بحوث ولقاءات أخرى، وتمشياً مع تسلسل المعلومات في هذه الدراسة سوف نحاول تحليلها شرعياً وفق التنظيم التالي.

١/٣: التحليل الإسلامي للجوانب العامة للأزمة.

٢/٣: التحليل الإسلامي للجوانب الخاصة للأزمة.

## ١/٢: التحليل الإسلامي للجوانب العامة للأزمة:

إن الأزمة حدثت في سوق المال بشكل عام وقد أوردنا معلومات كافية عن السوق، كما أن هناك أسباباً عامة أو غير مباشرة للأزمة تتمثل في الأسباب السياسية والاقتصادية السابق الإشارة إليها ولذا فإننا في هذه الفقرة سوف نبين موقف الشريعة منها في الآتى:

### ١/١/٣: موقف الشريعة الإسلامية من سوق المال:

إن الجانب الاقتصادي من الجوانب الرئيسية التي اهتم بها الإسلام بشكل موسع فإذا كانت السوق كشكل تنظيمي وبمعناه العام الذي لا يقتصر على المعنى الجغرافى وإنما على الوسائل والأساليب والنظم التي تسهل التقاء المتعاملين وعقد الصفقات، فإن الإسلام كان سباقاً في تنظيم ذلك، حيث أن السوق بالمعنى الجغرافى يأخذ أهمية المسجد، ففي بداية نشأة الدولة الإسلامية بالمدينة وفي توقيت متزامن مع بناء مسجد الرسول صلى الله عليه وسلم، اختار بنفسه موضعاً وقال "هذا سوقكم فلا ينتقص ولا يضرب عليه خراج"<sup>(١)</sup> ولم يقتصر الأمر على التحديد الجغرافى للسوق وإنما امتد لتشريع أحكام وآداب التعامل بما يكفل عقد الصفقات وتحقيق مصالح الناس، ويظهر ذلك في أن فقه المعاملات

(١) أخرجه ابن ماجه والطبرى.

المنظم للمعاملات المالية بين الناس يحتل أكثر من ثلثي كتب الفقه عند المسلمين.

وسوق المال كأحد الأسواق التي تيسر انتقال رؤوس الأموال لا تخرج عن ذلك من حيث وظائفها العامة السابق الإشارة إليها، وهو ما انتهى إليه الاجتهاد الفقهي المعاصر حيث جاء: إن غاية السوق المالية (البورصة) هي إيجاد سوق مستمرة ودائمة يتلاقى فيها العرض والطلب والمتعاملون بيعاً وشراءً وهذا أمر جيد ومفيد، ويمنع استغلال المحترفين للغافلين والمسترسلين الذين يحتاجون إلى بيع أو شراء ولا يعرفون حقيقة الأسعار<sup>(١)</sup>.

هذا من حيث وجود السوق ذاتها، ولكن بالنسبة لما يجرى فيها من معاملات نتوقف، إذ يقول القرار المذكور (ولكن مع هذه المصلحة الواضحة يواكبها في الأسواق المذكورة أنواع من الصفقات المحظورة شرعاً والمقامرة والاستغلال وأكل أموال الناس بالباطل) وهذا ما سنبينه بعد ذلك كأسباب رئيسية للأزمة الراهنة.

هذا مع مراعاة أن موقف الشريعة من إنشاء والعمل الأساسي للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية هو القبول كما سبق أن وضحنا ذلك عن تناولنا لها.

---

(١) قرارات الجمع الفقهي التابع لرابطة العالم الإسلامي القرار الأول في ربيع الآخر

١٤٠٤هـ فقرة أولاً.

٢/١/٣: إن الاستثمار في البورصة لمن يريد شراء أسهم أو وثائق مشاركة في الربح أو الأيراد وتحمل المخاطر أو الخسائر الناتجة من الاستثمار أمر جائز شرعاً، أما الاستثمار في السندات فهي محرم لأنه ربا صريح، وأما الاستثمار بغرض الحصول على ربح رأسمالي ممثلاً في الفرق بين سعر البيع والشراء ويعتد حاضر أو مؤجل للسلعة أو الثمن فهذا جائز شرعاً أيضاً.

٣/١/٣: إن حدوث أزمة البورصات العالمية وما صاحبها من مظاهر سيئة هي من قبيل المفاصد التي يجب العمل على درئها، لمن وقعت عنده، وعلى بحث أسبابها لتلافيها لمن لم تصبه آثارها.

٤/١/٣: إن المستفاد من الأسباب السياسية للأزمة مايلي:

أ- أن الدول الغربية وعلى رأسها أمريكا والصهيونية العالمية لا تقصد خيراً للدول النامية بشكل عام والإسلامية بشكل خاص حيث أن بعض دول الأزمة من الدول الإسلامية، والحل لمواجهة هذه التكتلات هو التجمع لدول العالم الإسلامي في منظمة واحدة بحيث تكون قادرة على مديد العون لبعضها في الأزمات ورعاية مصالحها مجتمعة ويأتى ذلك استجابة لقوله تعالى: ﴿إِنَّ هَذِهِ أُمَّتُكُمْ أُمَّةً وَاحِدَةً وَأَنَا رَبُّكُمْ فَاعْبُدُون﴾<sup>(١)</sup> وأن الاختلاف والتنازع في

(١) سورة الأنبياء الآية ٩٢.

مواجهة التكتلات العالمية يأتي بالنتيجة التي ذكرها القرآن في قوله  
﴿وَلَا تَنَازَعُوا فَتَفْشَلُوا وَتَذْهَبَ رِيحُكُمْ﴾<sup>(١)</sup>.

ب- إن اليهود أشد أعداء المسلمين كما قال الله سبحانه  
وتعالى: ﴿لَتَجِدَنَّ أَشَدَّ النَّاسِ عَدَاوَةً لِّلَّذِينَ آمَنُوا الْيَهُودَ وَالَّذِينَ  
أَشْرَكُوا﴾<sup>(٢)</sup> ويظهر ذلك في حالة الملياردير اليهودي جورج  
سورس الذي ولد في هنغاريا عام ١٩٣٠م وهرب إلى بريطانيا عام  
١٩٤٧م ثم هاجر إلى الولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٥٦م  
ومارس المضاربة على نطاق واسع، وهذا اليهودي كان المدير  
الأول لأزمة دول النمرور الآسيوية كما أكد ذلك رئيس وزراء  
ماليزيا، ولم ينفه جورج سورس بل أكده.

٥/١/٣: إن الأسباب الاقتصادية للأزمة متشعبة، ويصعب  
تحليلها تفصيلاً هنا من وجهة نظر الإسلام، لكن من استعراضها  
نستطيع القول إن كل ما ورد عنها ولخصناه في القسم الثاني من  
الدراسة من الأمور غير مقبول شرعاً خاصة الاقراط والاسراف  
في الاستهلاك والديون، ثم الاعتماد على رؤوس الأموال الأجنبية،  
فإذا كان الإسلام ينهى عن الإسراف ويضبط وينظم الديون حتى  
لا تصبح عبئاً ثقيلاً على المديون أو ضياعاً لحق الدائن، فإنه في  
مجال الاستثمار الأجنبي لا يمنعه ولكن تراعى ضوابط أن لا ينقل

(١) سورة الأنفال الآية ٤٦.

(٢) سورة المائدة الآية ٨٢.

الاستثمار الأجنبي معه ضرراً للدولة الإسلامية، وبداية فإن الإسلام يدعو إلى الغنى ويظهر ذلك في مثال بسيط أن الله عز وجل يأمر في آيات كثيرة بلغت ٨٤ آية بالانفاق في سبيله، وأنه سبحانه وتعالى أوضح أن الانفاق يكون من الفائض من الدخل (الادخار) في قوله تعالى ﴿وَيَسْأَلُونَكَ مَاذَا يُنْفِقُونَ قُلِ الْعَفْوَ﴾<sup>(١)</sup> أى الفضل والزائد عن الحاجة، مما يعنى ان مجتمع المسلمين يجب أن تكون لديه مدخرات كافية للاستثمار، وأن الاستثمار الأجنبي يجب أن يكون "دواءً لاغذاءً" أى يلجأ إليه في حالة الضرورة لمعالجة مشكلة معينة وليس غذاء مستمراً للاقتصاد القومى لأن ذلك يؤدي إلى مشاكل عديدة خير شاهد عليها دور هذا الاستثمار في الأزمة الحالية السابق توضيحه.

وبهذا ننتهى إلى تحليل الجوانب العامة للأزمة.

#### ٤/٢: التحليل الإسلامى للجوانب الخاصة للأزمة:

إن الأزمة الراهنة حدثت في سوق المال بشقية سوق النقد وسوق رأس المال، وتم التأثير التبادلى بينهما في صورة أسباب ونتائج ومن باب التيسير قسمنا أسباب الأزمة بشأنهما إلى أسباب نقدية وأسباب مالية أو فنية، وسوف نحاول أن نبين موقف الشريعة الإسلامية من هذه الأسباب في الآتى:

(١) سورة البقرة، الآية رقم ٢١٩.

١/٢/٣: إن مجمل الأسباب النقدية يعود أصلاً إلى السماح بالمتاجرة في النقود وتحقيق أرباح من وراء ذلك، وكون هذه المتاجرة تتم بأسلوبات المضاربات فإن ذلك يمثل بعداً آخر للمشكلة نرجئ الكلام عنه فيما بعد، ثم يتصل الموضوع أيضاً استخدام الفائدة، وبذلك فإننا سوف نتناول في تحليلنا هنا كل من قضية المتاجرة في النقود والفائدة على الوجه التالي:

١/١/٢/٣: مسألة المتاجرة في النقود إسلامياً: لكي نفهم حقيقة هذه المسألة يحسن أن نبدأ ببيان موقف الشريعة من النقود ثم نتنقل إلى مسألتنا تبعاً كما يلي:

أ- إن الله سبحانه وتعالى خلق النقود لمنفعة الإنسان وتحدد وظائفها كما يقول الإمام الغزالي في عبارات شاملة بقوله "خلقهما الله - أي النقدين ذهباً وفضة - لتداولهما الأيدي، ويكونا حاكمين بين الأموال بالعدل - أي مقياساً للقيمة - ولحكمة أخرى هي التوصل بهما إلى سائر الأشياء - أي وسيطاً للمبادلة - فمن ملكهما فكأنه ملك كل شئ - أي مخزوناً للقيم"<sup>(١)</sup>.

ب- إن الأصل في النشاط الاقتصادي أن يتم لاشباع الحاجات الإنسانية من السلع والخدمات من خلال وظيفتي الإنتاج والاستهلاك، ولكي يتم ذلك لابد من التمويل وبذلك وجدت النقود

(١) احباء علوم الدين لأبي حامد الغزالي - دار المعرفة بيروت ٩١/٤.

تمثل أداة أوسيلة لخدمة النشاط الاقتصادي، وقسم الاقتصاد تبعاً لذلك إلى اقتصاد حقيقي وموضوعه انتاج واستهلاك السلع والخدمات، واقتصاد مالى وموضوعه تحركات الأموال لخدمة الاقتصاد الحقيقى، وبالتالي فإن كل تصرف مالى يحكم عليه بالجدوى من عدمه إذا أدى إلى تأثير إيجابى على الاقتصاد الحقيقى.

وهذا ما يصوره فقهاء المسلمين بشكل واضح في أن المقصود من النقود أولاً المعاملة لا الانتفاع - أى بأعيانها - والمقصود من العروض، أى السلع، الانتفاع بها لا المعاملة، ويعنى بالمعاملة كونها ثمناً<sup>(١)</sup>.

ج- رغم أن التحليل السابق أوضح وظيفة وطبيعة التعامل بالنقود والتي ليس من بينها المتاجرة بها، إلا أن هناك أقوالاً صريحة في منع ذلك منها قول ابن القيم "كما رايت من فساد معاملاتهم والضرر اللاحق بهم حين اتخذت الفلوس سلعة تعد للربح فعمّ الضرر وحصل الظلم"<sup>(٢)</sup> ويقول في موضع آخر "ويمنع المحتسب من جعل النقود متجراً فإنه بذلك يدخل على الناس من الفساد ما لا يعلمه إلا الله، بل الواجب أن تكون النقود رؤوس أموال يتجر بها ولا يتجر فيها"<sup>(٣)</sup>.

(١) ابن رشد "بداية المجتهد ونهاية المقتصد" دار الكتب الحديثة ١/٣١٠.

(٢) ابن القيم "اعلام الموقعين" ١٥٦/٢.

(٣) ابن القيم "الطرق الحكيمة" ٢٨١.

د- وربما يتساءل البعض هل حرم الإسلام تبادل العملات أو الصرف؟ الاجابة لا. وهنا يرد تساؤل فلماذا لايجوز الاتجار بالنقود؟

يجيب على ذلك الامام أبو حامد الغزالي<sup>(١)</sup> بقوله "فأما من معه فقد فلو جاز له ان يبيعه بالنقد فيتخذ من التعامل على النقد غاية عمله فيبقى النقد مقيداً عنده وينزل منزلة المكنوز، وتقييد الحاكم والبريد الموصل إلى الغير ظلم، كما أن حبسه ظلم، فلا معنى لبيع النقد إلا اتخاذ النقد مقصوداً للادخار وهو ظلم"

وبلاحظ هنا أنه ركز على أن وظيفة النقد خدمة الاقتصاد الحقيقي للقيام بدور الوسيط كرجل البريد، ويزيد على ذلك بقوله "فإن قلت لم جاز بيع أحد النقدين بالآخر؟ فاعلم أن أحد النقدين يخالف الآخر في مقصود التوصل، إذ قد يتيسر الوصول بأحدهما، لا يتوصل بالآخر".

وهنا يلاحظ أن الصرف أو بيع العملات جائز لتستخدم النقود وسيلة لتيسير الحصول على السلع والخدمات وليست للاتجار بها.

هـ- فضلاً على ما سبق فإن المضاربات بالعملات كما حدث في نول الأزمة، يقوم على عدد من المخالفات الشرعية منها أولاً: ما في المضاربات من ممارسات غير اخلاقية، وثانياً: استخدام

---

(١) احياء علوم الدين: ٤/٩١، ٨٩.

أساليب في التعاقد مثل الشراء الجزئي والبيع على الكشوف، وعقود الاختيارات وغيرها مما لا يقتضى قبضاً ولا دفعا عند التعاقد، ومعروف أن من أهم شروط صرف العملات بيعها في الشريعة الإسلامية ضرورة التقابض بين البديلين في مجلس العقد وأن يكون بسعر يوم التعاقد، والتعامل بهذه الصور ليس فيه قبض ولا يراءى السعر الحاضر.

و- إذا كان ما سبق يتعلق بالنقود الحقيقية فإن الضرر والمنع تبعاً يكون أكثر في النقود الائتمانية التي تخلق من لاشئ ويجرى التعامل بها في سوق المال بشكل كبير.

ونلخص من ذلك إلى أن ما يتم في سوق المال ومنها أسواق دول الأزمة من المتاجرة في النقود وبأسلوب المضاربات والتي كانت الشرارة الأولى التي انطلقت منها الأزمة، غير جائز شرعاً.

٢/١/٢/٣: موقف الإسلام من الفائدة: إن الفائدة الربوية كانت.

سبباً ونتيجة لازمة البورصات الحالية في علاقة دائرية، فبداية يعتمد المضاربون على سعر الفائدة في توجيه أموالهم لأدوات التمويل المختلفة، وأنه حينما حدثت لأزمة سارعت الدول إلى رفع سعر الفائدة بشكل كبير مما أدى إلى قيام المضاربين بتسييل استثماراتهم في سوق الأوراق المالية جرياً وراء الفائدة المتزايدة والتي مثلت عبئاً على الشركات المصدرة للأوراق المالية مما أثر على أدائها وبالتالي انخفضت أسعار أسهمها مرة أخرى.

و الفائدة كئمن لتأخير النقود هى الربا المحرم بعينه كما قررره كبار علماء الأمة ومجامعها للفقهية مما لاحتجاج معه إلى مزيد من التحليل هنا، غير أن الأمر الجدير بالنظر هنا هو سقوط حجة من يقول إن الفائدة تكون مقابل استخدام المال في النشاط الاقصادى وترتبط بحسابات دقيقة مع نتائج هذا النشاط من ربح، فها هنا رأينا دول الأزمة وغيرها ترفع سعر الفائدة إلى أكثر من ثلاثة أمثالها في أيام قليلة دون نظر إلى أرباح الشركات التى تستخدم الأموال المقترضة، بل إن الأرباح نقصت بسبب رفع الفائدة.

٢/٢/٣: تعتبر المضاربات هى الأسلوب السائد في التعامل في البورصات العالمية والقليل من الناس من يشتري السهم ويحتفظ بها مدة للحصول على العائد أو لبيعها عند الاحتياج ويحصل على الربح إن وجد، وقد بينا فيما سبق ان من سمات البيئة المواتية للقيام بالمضاربات في البورصة التغير المستمر للأسعار وزيادة الحركة بالبيع والشراء وقصر مدة الاحتفاظ بالاسهم، وهذه أمور يؤكد كبار الاقصاديين في العالم آثارها الضارة على من يتعامل معهم المضاربون وعلى الاقصاد القومى كما يقول "موريس إليه" التسعير المستمر في البورصة يعتبر من الوجهة الاقتصادية ضلالا مولدا لعدم الاستقرار الكامن باستمرار ومشجعا للغش والتحكم في الاسواق<sup>(١)</sup> ويلاحظ أنه عبّر بالتسعير بالمستمر لأن عمل

(١) مرجع سابق ص ٣٥.

المضاربين يقتصر على التسوية لمراكزهم المالية في ضوء تغير الأسعار دون أن تكون هناك صفقات حقيقية.

ومن هذا المنطلق فإنه نظراً لما تحققه المضاربات من أضرار بهذا الشكل فإنها لاتجوز شرعاً ويتأكد ذلك إذا رأينا أن عمل المضاربين يقوم في الأساس على المراهنات على تغير الأسعار والمراهنات بهذا الشكل من القمار والميسر الذي حرمه الشرع لما ينطوي عليه من الغرر وهو ما يكون العقد فيه مجهول العاقبة.

٣/٢/٣: إن من أسباب الأزمة كما سبق ذكره الارتفاع المغالى فيه وغير المنطقي للأسعار في البورصات، ويلاحظ أنه تكرر في حديث أكثر من خبير ومسئول أن هذه الأسعار مغالى فيها وغير حقيقية، وغير متطبقة، ولا ترتبط بأداء الشركات المصدره للأسهم، وكل ذلك ناتج بالطبع من تصرفات المضاربين، وقضية إغلاء السعر على الناس من القضايا التي منعها الإسلام وسدَّ كل الطرق المؤدية إليها فاعتبر غبن المترسل ربا كما جاء في الحديث، والمترسل هو الذي لاخبرة له بالشراء والبيع، كما حرَّم الإسلام الاحتكار لما ينتج عنه من غلاء الأسعار حيث جاء في قول الرسول ﷺ من احتكر حكرة يريد أن يغلى بها على المسلمين فهو خاطئ<sup>(١)</sup>.

(١) التيسير بشرح الجامع الصغير للمناوي ٣٨٩/٢.

٤/٢/٣: إن الاستثمار الأجنبي غير المباشر له دور كبير فى أحداث الأزمة كما سبق القول، وإذا راعينا أن الأستثمار فى سوق المال بشكل عام وفى سوق الأوراق المالية على وجه الخصوص لا يودى إلى زيادة فى الاقتصاد الحقيقى خاصة اقتصاديات الإنتاج لأن العملية لا تعدوا أن تكون انتقال الثروة فى المجتمع من فرد الى آخر وتحقيق ربح لأحدهما وخسارة للآخر، فلنا أن نتصور مدى مساهمة الاستثمار الأجنبي غير المباشر فى الاقتصاد القومى، إنه لا يساهم بشئ بل يأتى للحصول على ربح، أى جزء من ثروة الدولة والهرب بها سريعاً ولذلك يطلق عليها الأموال الساخنة، إلى جانب ما ينتقل مع هذا الاستثمار من صور ومعاملات سرعان ما تنتشر بين المواطنين المستثمرين فى البورصة وكلها تتطوى على مخالفات شرعية واضرار اقتصادية كما سنرى فيما بعد، الأمر الذى يجعلنا نقول أنه لا بد من وضع ضوابط سواء من حيث حجم هذا الاستثمار أو ضرورة توجيه جزء منه إلى الاستثمار المباشر أو لدخول وخروج هذه الأموال الى جانب فرض ضرائب متصاعدة على أرباح هذه الاستثمارات وتتناسب مع قصر الفترة التى تتحقق فيها.

٥/٢/٣: إن صور التعامل الصورية (تعبير من عندنا وينطبق عليها تماماً) كانت من أهم الأسباب للأزمة الحالية، ونظراً لخطورة التعامل بها من ناحية، ولأنها لم تدخل فى التعامل فى البورصة

المصرية حتى الآن، وللمخالفات الصارخة فيها للشرعية الإسلامية.  
فسوف نتناول موقف الشريعة من كل صورة منها على حده فى  
الآتى:

١/٥/٢/٣: الشراء الجزئى: وقد سبق بيانه فى أنه التعاقد على  
شراء أوراق مالية ودفع جزء من ثمنها واقتراض باقى الثمن  
بواسطة السمسار من البنك مقابل فائدة يحمّل المشتري فائدة أعلى  
منها مع بقاء الأوراق المشترى كرهن لدى السمسار حتى يتم بيعها  
وتسجل باسم السمسار، وهذه الصورة بهذا الشكل والذى أوضحناه  
تفصيلاً فى القسم الثانى من الدراسة فيها عدة مخالفات شرعية منها  
ما يلى:

أ- وجود عقدين معا فى صفقة واحدة (عقد مركب) لا يمكن  
فصلهما عن بعضهما، وهما عقد شراء الأوراق المالية، وعقد  
القرض، أو اشتراط بيع وسلف معا، وذلك كله ممنوع شرعاً كما  
جاء فى الحديث الشريف " أن النبى ﷺ نهى عن ربح ما لم يقبض،  
وعن بيعتين فى بيعة، وعن شرطين فى بيع، وعن بيع وسلف"<sup>(١)</sup>.  
ب- اشتمال هذه الصورة على قرض بفائدة، وهذا ربا محرم  
شرعاً.

٢/٥/٢/٣: البيع على المكشوف، وحقيقة هذه الصورة كما  
بيناهنا سابقاً هى أن يتفق شخص مع سمسار على أن يبيع عدداً من

(١) أخرجه أبو داود والترمذى.

الأوراق المالية ليست موجودة لدية ولا يملكها على أن يقوم السمسار باقراضة إياها من عنده سواء من أوراق محفوظة لدية للأخرين أو يملكها هو، ويظل ثمن البيع رهناً لدى السمسار حتى يحل الأجل، فيطلب من السمسار شراء أوراق بدلاً من المقترضة وتتم التسوية بحصوله على الفرق إن وجد.

وهذه الصورة فيها عدة مخالفات شرعية منها:

أ- بيع ما لا يملك، وهو غير جائز شرعاً كما جاء في الحديث الشريف أن حكيم بن حزام قال (إن الرجل يأتيني فيتلمس مني البيع ما عندي، فأمضى إلى السوق فأشتريه ثم أبيعه منه، فقال النبي ﷺ لا تبع ما ليس عندك<sup>(١)</sup>).

ب- اشتملت هذه الصورة على بيع وسلف، أو بيع وشرط، وقد سبق بيان عدم مشروعية ذلك.

ج- عادة ما يقوم السمسار باقراض البائع الأوراق من المحفوظة لدية للغير بدون إنهم، وهذا فضلاً عن ما فيه من خيانة للأمانة وهي ممنوعة شرعاً، فإن فيه صورة بيع الفضولى ودون إجازة مالك الأوراق، وهى بهذا الشكل مجمع على عدم جوازها لدى جميع المذاهب<sup>(٢)</sup>.

٣/٢/٥/٣: عقود الاختيارات: وصورتها كما بينها سابقاً هى التعاقد بين شخصين على دفع مبلغ (مكافأة) للآخر مقابل حصوله

(١) بيل الأوطار للشوكاني ١٥٥/٥.

(٢) الشيخ أبو زهرة "الملكية ونظرية العقد فى الشريعة الإسلامية (ص ٣٥٥ - ٣٥٧).

على حق الاختيار في شراء أو بيع عدد من الأوراق المالية بسعر متفق عليه عند التعاقد (سعر التنفيذ) بعد مدة معينة ولمشتري أو بائع الاختيار خلال مدة صلاحية الاختيار الحق في عدم اتمام الصفقة أو إتمامها، ليس بتسليم المبيع والتمن ولكن بتسوية الفرق بين سعر التنفيذ وسعر يوم التصفية في السوق.

وهذه العقود بهذا الشكل فيها عدة مخالفات شرعية منها:

أ- أن العملية تشتمل على صفتين، صفقة بيع أو شراء الاختيار مقابل المكافأة، وصفقة الأوراق المالية، وبذلك اجتمع عقدان مركبين معا وهو غير جائز شرعاً كما سبق.

ب- إن ما يدفع مكافأة مقابل حق الاختيار من أكل أموال الناس بالباطل لأنه ليس في مقابله شيء، لأنه اشترى التزاما من الطرف الآخر في الذمة والالتزام حق، والحق لا يقبل المعاوضة كما يقول ابن عابدين "وبيع الحقوق المفردة لا يجوز"<sup>(١)</sup>.

ولأن المبيع يجب أن يكون مالا متقوماً وحق البيع أو الشراء ليس مالا متقوماً.

ولا يصح قياس هذه المكافأة على بيع العربون وهو أن يدفع المشتري مبلغاً مقدماً للبائع فإذا أمضى الصفقة اعتبر ذلك جزءاً من الثمن، وإلا كان للبائع حق أخذ المبلغ المقدم لنفسه، فرغم أن

(١) رد المختار: ١١٨/٤.

جمهور الفقهاء على منع بيع العربون بالصفة المذكورة لما ورد من نهى النبي ﷺ عن ذلك، إلا أنه عند من أجازه من الفقهاء وهم قليل، يختلف عن مكافأة الاختيار التي لا تعتبر جزءاً من الثمن عند إتمام الصفقة.

ج- إن الصفقة الثانية المتضمنة في هذا العقد وهى شراء أو بيع الأوراق لم يحدث فيها عند التعاقد تسليم ثمن ولا بيع وإنما ذلك مؤجل الى يوم التصفية، وبهذا الشكل يدخل العقد فى بيع الكالى بالكالى وهو ممنوع شرعاً حيث جاء أن النبي ﷺ نهى عن بيع "الكالى بالكالى"<sup>(١)</sup> أى الدين بالدين أو المؤجل بالمؤجل.

٤/٥/٢/٣: عقود المستقبلات: وصورتها كما بينها سابقاً التعاقد بين شخصين على أن يبيع أحدهما للأخر بضاعة (سلعة، أوراق مالية، نقود) بثمن معين (سعر التنفيذ) على أن يتم تنفيذ الصفقة فى تاريخ لاحق بدون دفع الثمن أو تسليم المبيع وعلى أن يدفع كل منهما مبلغاً كتأمين لدى هيئة السوق لضمان تنفيذ تعهداهما.

وهذا العقد بهذه الصورة وتفصيلاتها المذكورة فى القسم الأول من الدراسة، به مخالفات شرعية عدة منها:

أ- بيع الإنسان ما لا يملك وقد سبق بيان عدم جوازه شرعاً.

(١) السراج المنير للعزيرى ٤/٣٧٢.

ب- بيع الكالئ بالكالئ لعدم قبض الثمن والسلعة معاً عند التعاقد، وهو غير جائز شرعاً.

ج- وبما ان العادة أن يبيع المشتري في هذه الصورة لما اشتراه قبل قبضة فهذا ممنوع أيضاً للنهي عن بيع الشيء قبل قبضة.

د- كما لا يصح تكيفه على عقد السلم المعروف في الفقه لأن عقد السلم قائم على أن يسلم فيه أحد البديلين وهو الثمن ويؤجل الآخر وهو السلعة، فضلاً على عدم جواز بيع السلم قبل قبضة، وفي هذه الصورة يتم تداول العقد مرات عديدة قبل حلول الأجل.

٥/٥/٢/٣: التعامل على المؤشرات بالبيع والشراء، وهذا العقد ظاهر فساده لأنه مراهنه صريحة على درجة تحرك المؤشر ولا توجد سلعة يتم التعامل عليها كما أن التعامل على المؤشرات يتم بعقود الاختيارات والمستقبليات.

وقد سبق أن أوضحنا عدم جوازها شرعاً بالصور التي تتم بها.

٦/٥/٢/٣: التعامل بالمشتقات: وهو ليس تعاملأ مستقلاً بنفسه وإنما معاملة مشتقة أو مبنية على عقود الاختيارات والمستقبليات حيث يمكن لمن أبرم عقد اختيار أو عقداً مستقبلياً أن يبيع حقه في ذلك للغير الذي يمكنه أن يبيع هو الآخر ما اشتراه وهكذا، وبالتالي فضلاً على عدم مشروعية العقود الى بنيت عليها المشتقات فهي تمثل تعاقدأ على شئ وهمى أو صورى.

وبعد أن بينا عدم مشروعية<sup>(١)</sup> هذه الصور من المعاملات التي تجرى في البورصات العالمية والتي كانت من أهم أسباب الأزمة وتمكين المضاربين من تدبيرها، فهل توجد بدائل شرعية لها؟ بداية تجدر الإشارة إلى أن التعامل بهذه الصور لا ينطوى على مصلحة للمتعاملين أو الاقتصاد القومي.

- فعلى مستوى المتعاملين في البورصة، فإنه نظراً لأن الذى يتم التعامل عليه وهى رؤوس الأموال فإن أى ربح يتحقق فيها يمثل فى نفس الوقف خسارة للطرف الأخر، وليس مثل سوق السلع التى تتحقق فيها مصلحة كلا الطرفين لاختلاف البديلين، ولما كان المضاربون صنفين هما المحترفون والقطيع، ولذلك فإن الخسارة تكون دائماً على القطيع أو الرعاع، والربح للمحترفين، والذين يمارسون كل الأساليب ومنها الممارسات غير الأخلاقية لزيادة أرباحهم على حساب الآخرين ومن هذه الوسائل التى أظهرتها الأزمات المتكررة<sup>(٢)</sup> للبورصة، استغلال ثقة المتعاملين

---

(١) إضافة إلى ما سبق بيانه يمكن مراجعة قرار الجمع للفقهي لرابطة العالم الإسلامى رقم ١ فى ربيع الآخر ١٤٠٤ والذى انتهى إلى عدم مشروعية جميع الصور التى ذكرناها، وأيضاً راجع: البحوث المقدمة إلى جمع الفقه الإسلامى التاسع لمنظمة المؤتمر الإسلامى والمنشورة فى مجلة الجمع الدورة السابعة العدد ٧ الجزء الأول ١٩٩٢.

(٢) د. منير هندى، مرجع سابق من (ص ١٣٤-١٤٢).

والاحتكارات، وتقديم معلومات مضللة للآخرين، والبيع الصورى  
أو المظهرى، واتفاقيات التلاعب، وكلها منهى عنها شرعاً<sup>(١)</sup>.

- أما على المستوى القومى: فإن تداول فى الأوراق المالية  
فى البورصة ليس له أثر ايجابى مباشر على كفاية الاقتصاد  
القومى، وان هذه الصور خاصة الاختيارات والمستقبلات تنتهى  
غالباً بالتسوية لفروق الأسعار دون تحرك للأوراق المالية أو السلع  
بالتسليم والاستلام، كما أن التعامل بمشتقات هذه العقود  
وبالمؤشرات تعامل على شئى ليس له وجود وبالتالي فالأمر على  
المستوى القومى لا يعنى أكثر من حصول بعض الأطراف على  
فروق الأسعار من بعض الأطراف الأخرين دون أذى تأثير ايجابى  
على الاقتصاد القومى.

وبذلك نجد أن هذه الصور من المعاملات غير شرعية وغير  
ذات منفعة سواء للاقتصاد القومى أو المتعاملين إلا لمجموعة من  
المضاربين المغامرين ومن هنا فإن الأمر يقتضى عدم التعامل بهذه  
الصور والاكتفاء بالصور الشرعية فى البيوع مثل البيع بالأجل  
وبيع السلم إلى جانب البيع النقدى، الأمر الذى يظهر ضرورة  
إصلاح السوق المالية فى الدول الإسلامية ووضع الضوابط التى  
تجعل هذه السوق تعمل فى إطار أحكام الشريعة وتوجيهات الإسلام

---

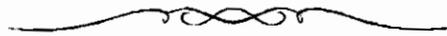
(١) د. محمد عبد الحليم الجوانب الشرعية العامة "شركات العاملة فى الأوراق المالية" مرجع  
سابق.

لأن الخير كل الخير فى التزام طريق الشريعة الإسلامية حيث يقول  
الله سبحانه وتعالى ﴿وَأَنَّ هَذَا صِرَاطِي مُسْتَقِيمًا فَاتَّبِعُوهُ وَلَا تَتَّبِعُوا  
السُّبُلَ فَتَفَرَّقَ بِكُمْ عَنْ سَبِيلِهِ ذَلِكُمْ وَصَّاكُمْ بِهِ لَعَلَّكُمْ تَتَّقُونَ﴾ (١).

وهكذا ننتهى من الدراسة التى تناولنا فيها سوق الأوراق المالية  
فى جانبها التنظيمى والتطبيقى، ثم تعرفنا على أزمة البورصات  
العالمية فى أبعادها المختلفة وآثارها وأسبابها وأخيراً تناولنا  
بالتحليل أسباب الأزمة من منظور إسلامي.

وإن ما ورد بالدراسة هو جهد بشرى يحتمل الخطأ ويعتريه  
القصور، وحسبى صدق نيتى فى أننى أريد به وجه الله وخدمة  
العلم والإسلام الوطن.

والله ولى التوفيق



(١) سورة الأنعام الآية ١٥٣.

## مقارنة إجمالية لوضع بورصات الأزمات

### والبورصة المصرية

الأستاذ الدكتور/ محمد الصهرجتى

بسم الله الرحمن الرحيم

إن أسباب الأزمة في بورصات الأوراق المالية كان يمكن التنبؤ بها من خلال متابعة أسعار الصرف للعملة داخل هذه البلاد مقابل الدولار الأمريكى. معظم الدول في شرق آسيا مثل تايلاند وماليزيا والفلبين وأندونيسيا تربط عملتها بالدولار وهذه أيضا تحتاج إلى متابعة منا لأننا في وضع مشابه لهذه البلاد، فنحن تقريبا رابطين حركة سعر العملة عندنا بالدولار، فحركة الجنيه المصرى مرتبطة بحركة سعر الدولار وليس العملات الأوربية الأخرى.

وبملاحظة ما حدث في دول الأزمة ومقارنته بالوضع في مصر نجد أننا في بوسة الأوراق المالية بمصر خلال شهر أكتوبر ١٩٩٧م لم تتأثر البورصة إلا بنسبة في حدود ٢ أو ٣٪ في مؤشر أسعار البورصة بالمقارنة ببلاد شرق آسيا التي تأثرت في حدود ١٥ و ٢٠٪ في نفس الفترة.

الملاحظة الثانية التي لاحظناها أن حركة الأسعار في بورصات الأوراق المالية كان يمكن التنبؤ بها من متابعة حركة أسعار الصرف بالنسبة لعملة هذه الدول.

فعلى سبيل المثال لو أننا نظرنا على مؤشر الأسعار، سنجد ثلاثة رسومات<sup>(١)</sup> الرسم الأول يوضح سعر الصرف، والثاني يوضح سعر الفائدة، الثالث يوضح تطور أسعار الأوراق المالية في شهر أكتوبر، وفي جانب آخر نجد تطور الأسعار في السنة الماضية، هذا بالنسبة لمصر ويتضح منه أن سعر الفائدة ثابت، وسعر الصرف ثابت، وتذبذب حركة أسعار مؤشر سوق المال المصري في شهر أكتوبر محدودة جداً.

إذا قارنا هذا بما تم في بلد مثل تايلاند، سنجد أن سعر الصرف في تايلاند على سبيل المثال ابتداءً من ١٩٩٧/٦/٣٠م بدأ بتخفيض سعر الصرف، انخفض بمقدار حوالى ٤٠٪ حتى شهر أكتوبر إذا نظرنا على الناحية المقابلة سنجد أن سعر الفائدة تطور ليصل إلى حوالى ١٦٠٪ من سعر الفائدة في بداية شهر مارس ١٩٩٧م.

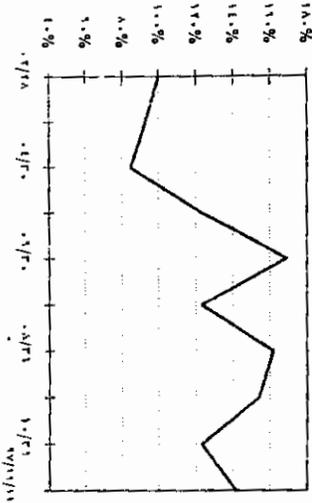
إذا نظرت إلى الرسم سنجد مؤشر أسعار البورصة ينخفض كذلك من بداية شهر مارس مع تذبذب أسعار الفائدة، ومع ابتداء انخفاض أسعار الصرف.

---

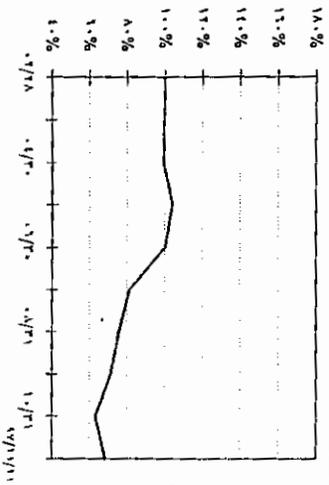
(١) لقد عرض سيادته على البروجكتور وظهر على شاشة العرض بالقاعة عدة رسومات على شرائح بلاستيكية لبيان العلاقة بين كل من الأسعار في البورصة وسعر الفائدة وسعر الصرف، واتضح منها أن هناك علاقة طردية بين الأسعار في البورصة وسعر الصرف، وعلاقة عكسية بين هذه الأسعار ومعدل الفائدة والشرح المذكور أعلاه يخلل هذه العلاقات بالمقارنة بين الوضع في دول الأزمة ومصر.

# تجارت - تطور سعر الصرف و سعر الفائدة و مؤشر الأسعار

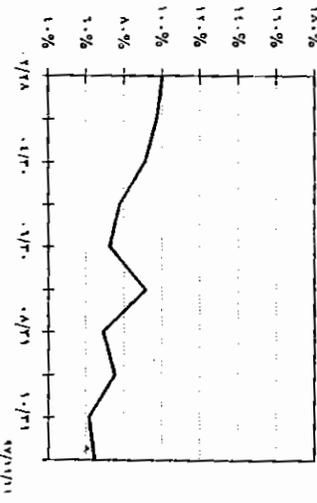
تطور سعر الفائدة على الترتيب من ٢٨ حزيران - ١١ نوفمبر ١٧



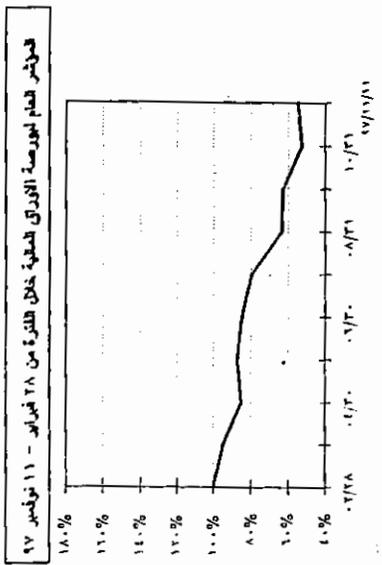
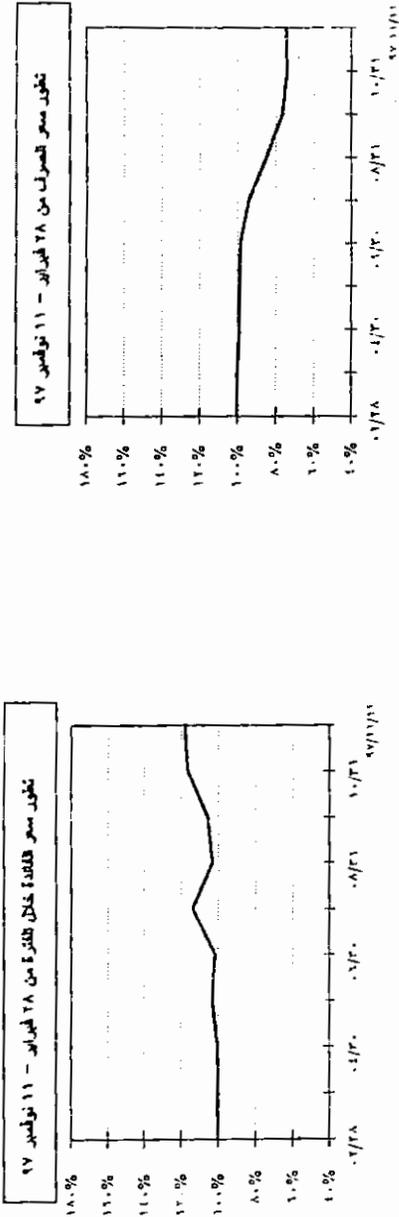
تطور سعر الصرف من ٢٨ حزيران - ١١ نوفمبر ١٧



التغير في القيمة الجوهرية الأوراق المالية على الترتيب من ٢٨ حزيران - ١١ نوفمبر ١٧

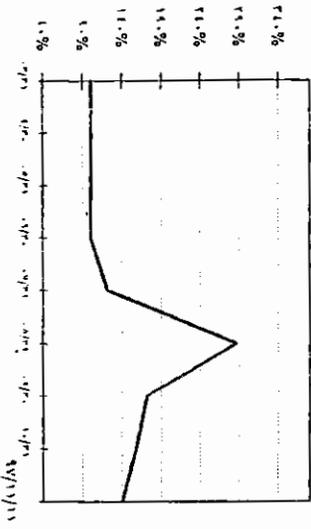


## ماليزيا - تطور سعر الصرف و سعر الفائدة و مؤشر الاسعار

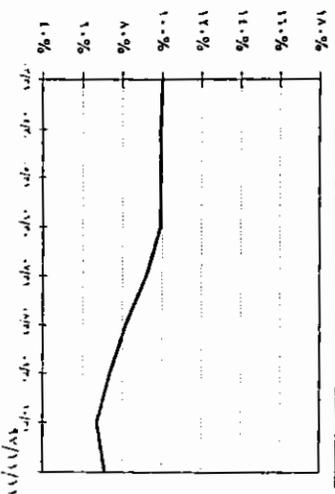


# الدونيميا - تطور سعر الصرف و سعر الفائدة و مؤشر الاسعار

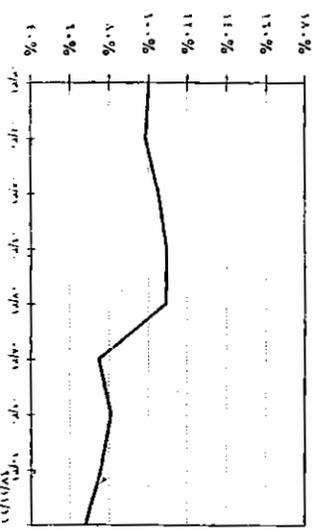
تطور سعر الفائدة على الفترة من ٢١ مارس - ١١ نوفمبر ٩٧



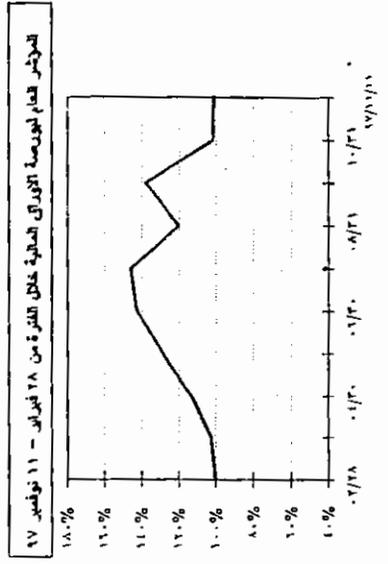
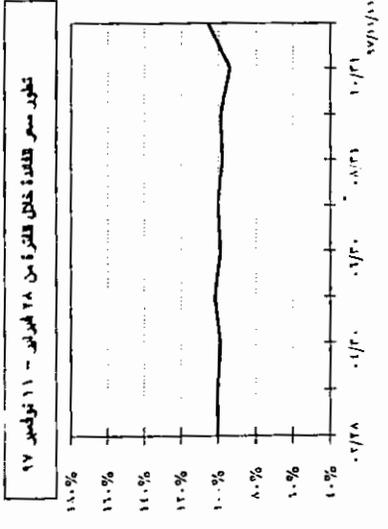
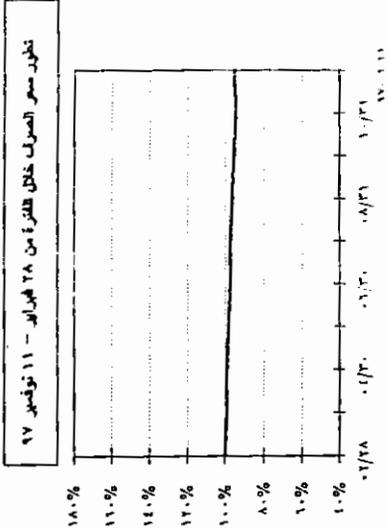
تطور سعر الصرف على الفترة من ٢١ مارس - ١١ نوفمبر ٩٧



المؤشر العام للأسعار الورقية المحلية على الفترة من ٢١ مارس - ١١ نوفمبر ٩٧

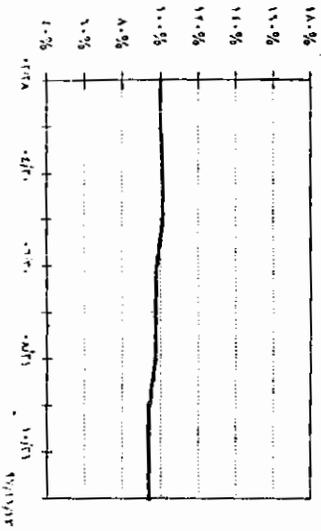


## للبرازيل - تطور سعر الصرف و سعر الفائدة و مؤشر الاسعار

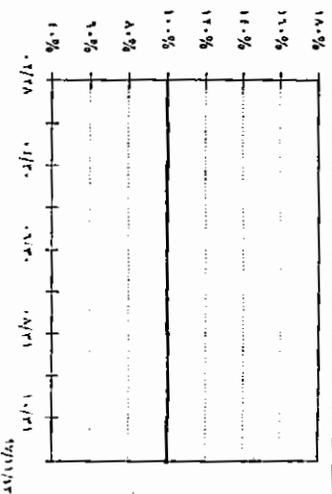


## مصر - تطور سعر الصرف و سعر الفائدة و معدل التضخم الاسفند

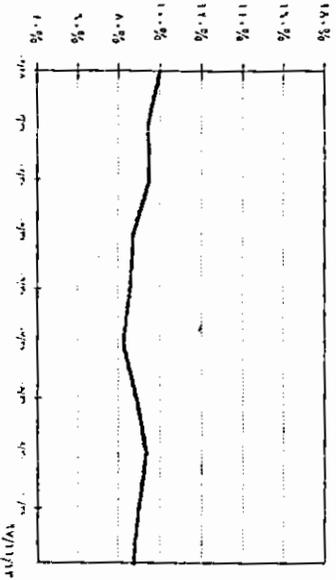
تطور سعر الفائدة خلال الفترة من ٢٨ فبراير - ١٣ نوفمبر ١٧



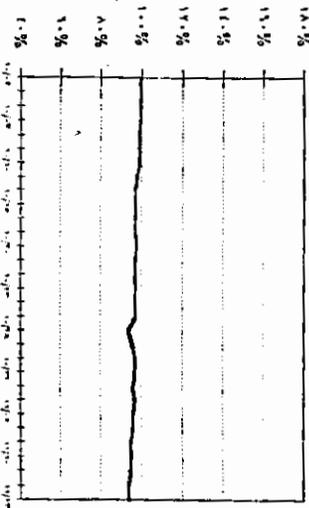
تطور سعر الصرف خلال الفترة من ٢٨ فبراير - ١٣ نوفمبر ١٧



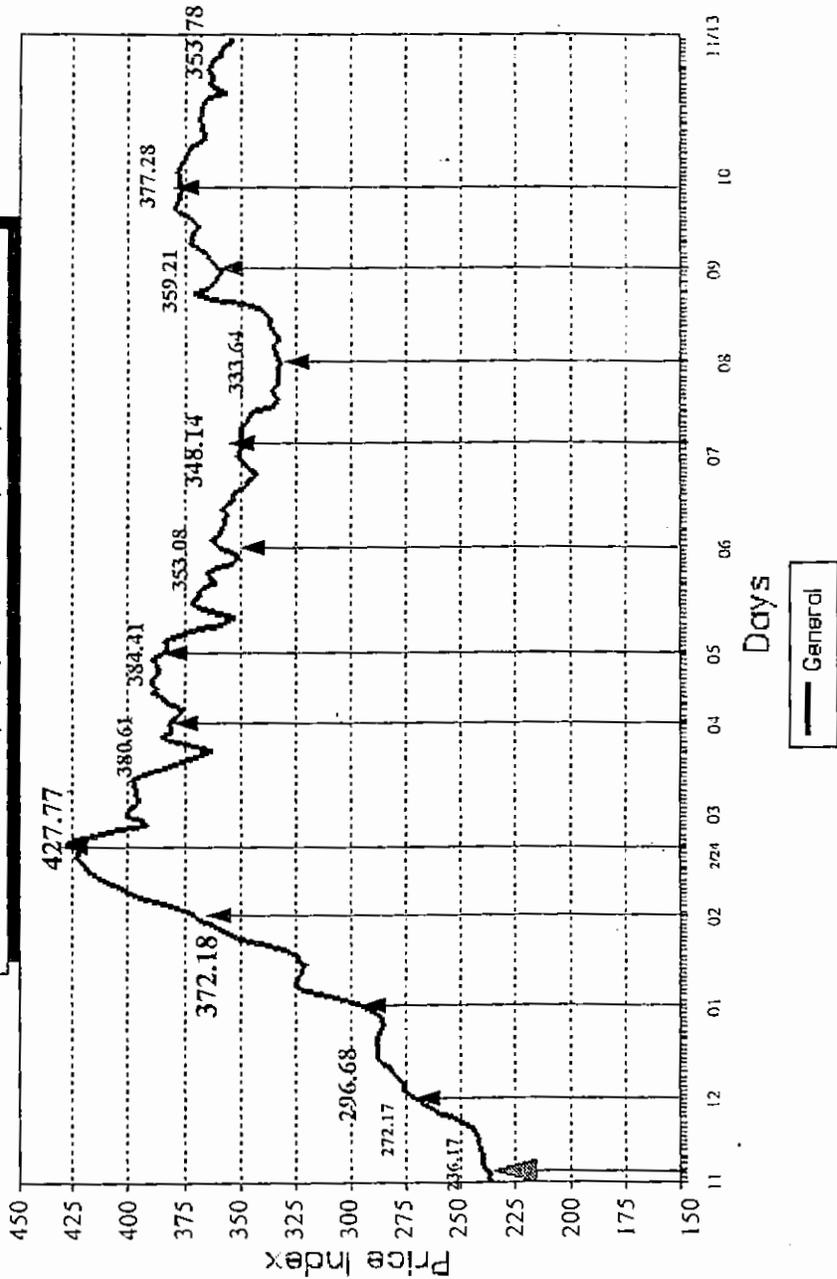
التطور في التضخم خلال الفترة من ٢٨ فبراير - ١٣ نوفمبر ١٧



التطور في التضخم اليومي خلال الفترة من ١ أكتوبر - ١٣ نوفمبر ١٧



# Price Index of Egyptian Capital Market From 1/11/96 to 13/11/97



للمؤشر العام			التاريخ
-٠,١٠%	-٠,٣٧	٣١٠,٢١	١٧/١٠/٠١
-٠,٣٢%	١,١٩	٣٧٨,١	١٧/١٠/٠٢
-٠,٢٢%	-٠,٨٢		التغير خلال الأسبوع الأول
-٠,١٢%	-٠,٥	٣٧٧,٦	١٧/١٠/٠٥
-٠,٣٤%	-١,٣٠	٣٧٤,٣٠	١٧/١٠/٠٧
-٠,٠١%	-١,٨١	٣٧٤,٤٩	١٧/١٠/٠٨
-٠,٢١%	-٠,٨	٣٧٣,٦٩	١٧/١٠/٠٩
-١,١٧%	-٤,٤١		التغير خلال الأسبوع الثاني
-٠,٤٤%	-١,٦٣	٣٧٢,٠٦	١٧/١٠/١٢
-٠,٧٨%	-٢,٩٠	٣٦٩,١٦	١٧/١٠/١٣
-٠,٧٧%	-٢,٨٤	٣٦٦,٣٢	١٧/١٠/١٤
-٠,٠٨%	-٠,٢٩	٣٦٦,٠٣	١٧/١٠/١٥
-٠,٠٩%	-٠,٣٣	٣٦٦,٧٤	١٧/١٠/١٦
-١,٨١%	-٦,٧٥		التغير خلال الأسبوع الثالث
-٠,٠٤%	-٠,١٣	٣٦٦,٨١	١٧/١٠/١٩
-٠,٣٥%	١,٣٠	٣٦٨,١١	١٧/١٠/٢٠
-٠,١٧%	-٠,٦٤	٣٦٧,٤٧	١٧/١٠/٢١
-٠,١٤%	-٠,٥١	٣٦٦,٩٦	١٧/١٠/٢٢
-٠,٠٩%	-٠,٣٣	٣٦٧,٦٣	١٧/١٠/٢٣
-٠,١٠%	-٠,٣٥		التغير خلال الأسبوع الرابع
-٠,١٨%	-٠,٦٦	٣٦٦,٢٧	١٧/١٠/٢٦
-٠,٤٢%	-١,٥٤	٣٦٥,٠٩	١٧/١٠/٢٧
-٢,٥٨%	-٩,٤٢	٣٥٥,٦٧	١٧/١٠/٢٨
١,٥٨%	٥,٦٢	٣٦١,٢٩	١٧/١٠/٢٩
-٠,٦٨%	٢,٤٦	٣٦٣,٧٥	١٧/١٠/٣٠
-٠,٩١%	-٣,٥٤		التغير خلال الأسبوع الخامس
-٣,٥٩%	-١٣,٥٣		التغير خلال شهر
			أكتوبر ١٩٩٧

تابع مرفق ج

المؤشر العام			تاريخ
-٠.٢٤%	-٠,٨٦	٢٦٢,٨٩	١٧/١١/٢
٠,١٠%	٠,٣٥	٢٦٣,٢٤	١٧/١١/٣
٠,٢٠%	٠,٧٣	٢٦٣,٩٧	١٧/١١/٤
-٠,١٣%	-٠,٤٩	٢٦٣,٤٨	١٧/١١/٥
-٠,١١%	-٠,٤	٢٦٣,٠٨	١٧/١١/٦
-٠,١٨%	-٠,٦٧		فترة حجب الأسعار (١٧/١١)
-١,١٧%	-٤,٢٣	٢٥٨,٨٥	١٧/١١/٩
-٠,٠٧%	-٠,٢٤	٢٥٨,٦١	١٧/١١/١٠
-٠,٢٣%	-١,١٧	٢٥٧,٤٤	١٧/١١/١١
-٠,٨٦%	-٢,٠٨	٢٥٤,٣٦	١٧/١١/١٢
-٠,١٦%	-٠,٥٨	٢٥٣,٧٨	١٧/١١/١٣
-٢,٥١%	-٩,٣٦		فترة حجب الأسعار (١٧/١١)
-٢,٧٤%	-٩,٩٧		التغير خلال نصف شهر
			نوفمبر ١٩٩٧

تابع مرفق أ ج

Stock market price Indices for Asian countries & Brazil for the period Oct 1 - Nov 18 1997

Date	Hong Kong Hase Seng	Thailand Bangkok SET	Malaysia KLSE Comp	Indonesia Jakarta Comp	Brazil Bovespa
Jan 1 opening prices	13451.45	831.57	1237.96	637.43	70399.00
Oct 1	closed	547.80	795.83	536.98	12173.00
2	closed	550.86	791.58	536.82	12397.00
3	15128.02	548.37	797.29	515.47	12541.00
6	14776.78	542.05	794.15	512.89	12632.00
7	14810.76	531.59	803.45	513.94	12481.00
8	-14838.52	524.61	836.60	518.94	12433.00
9	14273.12	528.25	824.94	521.11	12684.00
10	closed	534.55	834.01	534.75	12737.00
11	14072.90	532.95	831.52	534.82	12698.00
14	13836.56	525.13	822.59	529.91	12895.00
15	13384.24	535.59	801.52	518.91	12901.00
16	13567.28	531.58	802.02	517.09	12818.00
17	13601.01	525.64	794.80	520.68	12488.00
20	12970.88	509.51	767.97	514.17	12704.00
21	12403.10	507.94	760.30	514.96	12927.00
22	11637.77	511.56	731.17	505.23	12956.00
23	10428.30	closed	708.45	494.13	11899.00
24	11144.34	494.00	692.39	490.39	11545.00
27	10488.55	491.01	693.39	490.12	9817.00
28	9059.89	460.80	647.32	447.99	10447.00
29	10765.30	457.16	682.48	472.05	9910.00
30	10362.96	445.06	closed	502.41	8855.00
31	10623.78	447.21	664.69	500.41	8986.00
Nov. 3	11255.11	447.44	718.72	501.71	9858.00
4	10780.78	478.33	725.94	494.84	10211.00
5	10681.75	487.11	733.76	490.98	9988.00
6	10412.56	478.32	731.04	478.91	9428.00
7	10104.50	493.04	707.45	466.12	8833.00
13	9720.78	453.81	677.58	437.94	7599.00
14	9957.33	458.87	677.47	436.84	8732.00
17	10419.75	441.87	667.29	439.54	9083.00
18	10245.18	440.13	622.09	434.21	8726.00
% Change for the month of October	-29.77%	-18.36%	-16.48%	-8.81%	-25.18%
% Change for November (3rd - 13th)	-13.63%	1.42%	-5.46%	-12.71%	-22.92%
% Change for November (3rd - 18th)	-8.97%	-1.63%	-13.20%	-13.45%	-11.48%
1997					
High	16673.27 Aug 7	858.97 Jan 22	1271.57 Feb 25	740.83 July 8	13617.00 July 8
Low	9059.89 Oct 28	464.77 Oct 30	647.32 Oct 28	447.99 Oct 28	6955.50 Jan 2

أجرينا هذه الدراسة لجميع البلاد لشرق آسيا، تايلاند، ماليزيا، أندونيسيا، وهى لن تختلف كثيراً عن الرسم الموجود أمام حضراتكم.

**ماذا يعنى هذا؟**

هذا يعنى أنه من الممكن التنبؤ بمشكلة الأسعار في بورصة الأوراق المالية من النظر إلى تذبذب أسعار العملة وتذبذب أسعار الفائدة. والتدهور الذى يحدث في سعر العملة يسبق الأزمة في سوق الأوراق المالية، هذا هو الاستنتاج الأول.

**الاستنتاج الثانى:** أن الأسباب الاقتصادية لمظاهر الأزمة المالية في هذه العوامل الثلاثة، تكون سابقة لحدوث مظاهر الأزمة في أسواق النقد أو أسواق رأس المال.

الأزمة كما تعرفون انه في سنة ١٩٩٦م الأرقام الكلية للنتائج الاقتصادية القومية في دول شرق آسيا بدأ يحقق معدلات أقل من تلك التى حققها في سنة ١٩٩٥م، إذن هناك مؤشر آخر يسبق ذلك وهو مؤشر معدلات نمو الاقتصاد الكلى الـ GDP أو الـ GNP أو الناتج القومى.

المحللون الاقتصاديون الذين يتابعون هذه المنطقة سيجدون أنه من عام ٩٥، ١٩٩٦م كان يمكن التنبؤ بحدوث الأزمة الاقتصادية في منطقة شرق اسيا، والسبب في ذلك أن معدلات النمو التى كانوا يحققونها حوالى ٨٪، ٩٪، ١٠٪، وفي بعض البلاد كانت بتصل

إلى ١٢٪ سنوياً بدأت تتراجع وتصل إلى ٧٪، ٨٪، وفي بعض الأحيان إلى ٥٪، ومن الناحية الأخرى فإن الأداء المستقبلي المتوقع لهذه المناطق بمعدلات نمو على الاقتصاد القومي سيكون أقل. إذا نظرنا، هل هذه العوامل الاقتصادية من الممكن ان تحدث في مصر؟

**التحليل الأساسي يقول:** لا، لأن مصر عكس هذه الدول فهذه الدول مرت بمراحل نمو سريع جداً وصل إلى ما يريد من ٧٪: ٨٪ خلال العشر سنوات السابقة، فهم لديهم مشاكل ما بعد النمو السريع فليس هناك اقتصاد يستطيع أن ينمو بمعدل ١٠٪، ١٥٪ لمدة عشر أو عشرين سنة، لابد أن تأتي مرحلة يقوم فيها يعمل تصحيح. مصر تختلف عن ذلك تماماً، فمصر على العكس في الفترة الحالية تشهد معدل متزايد لنمو الدخل القومي، لقد كنا نصل إلى ٢٪، ٣٪، الآن تهدف إلى الوصول إلى ٥٪، ٧٪، فنحن في مرحلة ما قبل النمو السريع الذي شهدته دول شرق آسيا. فالأساسيات الاقتصادية والأساسيات المالية تختلف تماماً بين دول شرق آسيا وبين دول النمو الجديدة مثل مصر. فهم وصلوا إلى مرحلتنا الراهنة منذ ١٠، ١٥ سنة وتجاوزوها إلى مراحل أخرى ويواكبها مشاكل من نوع آخر مختلف تماماً عن النوع الذي نمر به في الوقت الحالي.

الدراسات التي اوضحناها تشير إلى أنه في اكتوبر وفي نوفمبر ١٩٧٧م إلى يومنا هذا تأثر سوق المال المصرى مختلف وأقل بكثير جداً من الانخفاض الذى حدث في هذه البلاد.

### فماذا نفسر الانخفاض الذى حدث عندنا؟

لأنه لنا اتصال بالاسواق العالمية، انخفاض اسهم الأوراق المالية الموجودة خارج مصر في بورصات لندن مثلاً، عندما ينزل سوق لندن لابد أن تتأثر به السوق في مصر. من الناحية الأخرى هناك مستثمرون دوليون لهم بعض الاستثمارات في مصر وفي بلاد أخرى، فقد يكون عندهم ضغط على أثر الخسائر التي تعرضوا لها في بلاد شرق آسيا، فيضطرون إلى تسهيل محافظهم المالية في بلاد أخرى لالعلاقة لها بالأزمة الاقتصادية، إنما الأرقام الكمية التي أمامنا كلها تدل على ان تأثير الأزمة في شرق اسيا محدود جداً بالنسبة لمؤشر سوق المال المصرى. نحن كذلك نظرنا من الناحية الأخرى على أن المؤشرات للسوق المصرى من ناحية الأسعار بدأ يحدث فيها تصحيح لبعض الأسهم المبالغ في أسعارها ابتداء من شهر فبراير الحالى، فنحن مررنا بمرحلة تصحيح في أسعار بعض الأسهم المبالغ في أسعارها، وهذا يشرح انخفاض مؤشر الأسعار العام خلال سنة ١٩٩٧م، لكن لابد أن نتذكر أنه مازال سعر اليوم في بورصة الأوراق المالية المصرية أعلى من سعره في بداية السنة وأعلى من سعره من فترة سنة مضت.

## فما سبب التخفيضات في اسعار الأسهم؟

قد يكون أن بعض الأسهم كان مبالغاً في اسعارها، وبسبب المستثمر بمزيد من التحليل ومزيد من المعلومات ومزيد من التطور في سوق المال المصرى يقومّ الأسهم بطريقة أكثر واقعية بأقل من المبالغة التي حدثت في شهرى يناير وفبراير.

المؤشرات الأخرى كلها في البورصة المصرية جيدة، فمؤشر الأسعار ينخفض لكن لا بد أن نتذكر أن حجم التداول خلال سنة ١٩٩٧م أكبر من سنة ١٩٩٦م والذي كان أكبر من سنة ١٩٩٥م ولا وجه للمقارنة.

في سنة ١٩٩٥م كان حجم التداول ٤،٣ مليار في هذا العام سنجاوز العشرين مليار، فمن ناحية التداول السوق ينمو، من حيث عدد العمليات السوق ينمو، فسوق المال المصرى وبورصة الأوراق المالية المصرية كانت وما زالت في مرحلة نمو وما زالت واعدة حسب التقارير الدولية الصادرة عن المؤسسات الدولية، ورؤية المستثمرين لمصر في المستقبل أفضل من رؤيتهم لمصر في السابق عكس الدول الآسيوية.



# أزمة البورصات العالمية وأثرها على البورصة المصرية

دكتور/ محسن السلاموني

السادة الأفاضل

تحية طيبة.. وبعد،

قبل التحدث عن أزمة البورصات العالمية وعلاقتها بالسوق المصري لا بد أن نستعرض بعض الطرق التي تستخدمها المؤسسات المالية في اتخاذ قرار الاستثمار.

إن أساسيات تسعير الأسهم في أى بورصة ستة عناصر هي:

١- قدرة الشركة الإيرادية والتي تنعكس في مضاعف الأيراد (سعر السهم ÷ إيراد السهم).

٢- عائد السهم وهو (التوزيعات السنوية ÷ آخر سعر سوقى للسهم).

٣- المركز المالى للشركة.

٤- اقتصاد الدولة التى يستثمر فيها.

٥- عملة الدولة التى يستثمر فيها.

٦- سعر الفائدة.

- العامل الأول والثانى والثالث يتعلق باتخاذ قرار الاستثمار

بالنسبة لشراء أو بيع أسهم الشركات تحت الدراسة.

- العامل الرابع والخامس والسادس يتعلق بكم الاستثمار

بالنسبة للدولة المعينة.

وهنا نتطرق للتفسير الاقتصادي لأزمة البورصات العالمية، وموقف البورصة المصرية من هذه الأزمة وماهى الأسباب التى أدت إلى إنخفاض اسعار البورصة المصرية.

إن ماحدث وما يحدث في جنوب شرق آسيا نتيجة طبيعة اقتصاديات هذه الدول فبعد أن استطاعت - تايبوان - سنغافورا - هونج كونج - كوريا الجنوبية - أندونيسيا - الفلبين - تايلاند - ماليزيا - في تحقيق معدلات نمو سريعة وتتمية مواردها الاقتصادية على أساس زيادة معدلات التصدير، ونتيجة لهذا استطاعت هذه الدول أن تحقق فوائض كبيرة استخدمت هذه الفوائض في الاستثمار العقارى التى تدر العوائد اللازمة لمواجهة متطلبات الاستهلاك المتزايدة إلى أن وصلت أكثر من إنتاجية هذه الدول، أدى ذلك إلى عجز في الميزان التجارى تم تمويله بقروض قصيرة الأجل بالدولار في وجود سعر صرف ثابت أمام الدولار وهذا ماحدث في تايلاند وهو عجز الميزان التجارى - إخلال في الجهاز المصرفى كل هذا أدى أن يجبر الدولة على تقويم عملتها، وقد قامت حكومة تايلاند بتخفيض عملتها بأكثر من ٣٠٪ ونتج عن هذا زيادة القروض التى حصل عليها الجهاز المصرفى وعدم مقدرة بعض البنوك على مواجهة قيمة السداد نظراً لإنخفاض قيمة

العملة المحلية وإرتفاع سعر الفائدة مما أدى إلى إفلاس بعض البنوك والشركات المالية وحدث إنهيار في اسعار الأوراق المالية. كذلك مما ساعد على زيادة عجز الميزان التجارى لتايلاند وسنغافورة واندونيسيا وكوريا الجنوبية هو ظهور الصين كمنافس قوى في أسواق التصدير وحيث إرتفعت صادراتها إلى الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة ٢٨٪ كما حققت معدلات مرتفعة في النمو الاقتصادى بلغت ١٦,٦٢٪ هذه المنافسة جعلت المستثمرين الغربيين يعيدوا النظر في توجيه أموالهم إلى هذه الدول وهنا بدأت تواجه مشاكل تمويل في أسواق تايلاند وماليزيا واندونيسيا والفلبين بالطبع عانت أسواق المال بها من هزات خطيرة وكان هناك أيضاً تأثير على اسواق هونج كونج بعد ان قررت الحكومة رفع سعر فائدها بصورة مبالغ فيها لكي تحافظ على تثبيت عملتها أمام الدولار الأمريكى مما أدى إلى إنخفاض مؤشر البورصة بنسبة ١٥٪ في يوم واحد، أيضاً إن إنخفاض سوق الأوراق المالية في هونج كونج كان لمجرد تصحيح معدلات أسعار في سوق الأوراق المالية ونتيجة رفع أسعار الفائدة وليس نتيجة عن خلل في الجهاز المصرفى والاقتصادى، في نفس الوقت لقد ارتفعت بورصة الأوراق المالية في أوروبا وأمريكا إلى معدلات عالية قد يكون مغالى فيها في بعض الأحيان أيضاً نتيجة لإنخفاض العمالة بشكل ملحوظ ونمو الاقتصاد بمعدلات عالية، وزيادة معدلات الايرادات

مما أعطى أن هناك زيادة في مؤشرات التضخم الاقتصادى من اجل هذا زادت التنبؤات في أوروبا وامريكا بالأخص بأن هناك زيادة في معدلات الفائدة مما هيا المناخ لإنخفاض مؤشرات البورصة في هذه البلاد لكي تمر بعملية تصحيح أسعار.

إن مصر تتمتع بقوة اقتصادية واستقرار كبير وأداء ناجح تشيد به المؤسسات المالية الدولية.

فإن معدلات نمو الانتاج المحلى الإجمالى تنمو بمعدلات ايجابية وتزداد بمعدلات ٥,٥% سنويا، فالقطاع الزراعى يمثل ١٧% من معدل نمو الإنتاج المحلى (G.D.P) في حين أن القطاع الصناعى كان يمثل في عام ٩٢/٩١ نسبة ١٦% وفي عام ١٩٩٦م زاد هذا ليمثل ٢٤% من معدلات نمو الإنتاج المحلى إلى صادرات ١٦% في حين الواردات ٢٣,٦% معدلات التضخم السنوى إنخفضت إلى أقل مستوى وهو ٤% في حين هذه المعدلات كانت ٢٠% في عام ١٩٩١م حرية السياسة النقدية في مصر ساعدت على تحسين وتثبيت معدلات صرف الجنيه المصرى أمام الدولار الأمريكى، متوسط أسعار الفائدة على أذون الخزانة في أكتوبر ٩٦م كانت ١٠,٢٥% وأكتوبر ٩٧م كانت ٨,٨١%، متوسط سعر الإقراض والخصم في أكتوبر ٩٦م، تمثل ١٣,٥%، وأكتوبر ٩٧م تمثل ١٢,٢٥% تحسن عجز ميزان المدفوعات من ١,٣% في عام

٩٦م إلى ٠,٨٪ في عام ٩٧م، تحسن مديونية مصر الخارجية من ١٨٤ بليون في عام ١٩٩٦م إلى ١٧٨ بليون في عام ١٩٩٧م. من هذه المؤشرات الاقتصادية نجد أن هناك سياسة مالية سليمة واقتصاد حر يزداد قوة كل يوم وثقة المؤسسات المالية العالمية في سياسة السيد الرئيس/ محمد حسنى مبارك في تطوير الاقتصاد المصرى.

كل هذه العوامل تجعل تأثير أزمات بورصات شرق آسيا ضعيف في السوق المصرى.

إن سوق الأوراق المالية في مصر قد شهد حركة تصحيح لمعدلات أسعار منذ نهاية شهر فبراير ١٩٩٧م واستمرت هذه الحركة حتى اليوم لأسباب تتنمل فيما يلى:

نقص السيولة في السوق المصرى نتيجة للقيود التى وضعتها البنوك بخصوص تمويل الأوراق المالية بناء على توجيهات من البنك المركزى.

تضارب السياسات المالية بين البنك المركزى وسوق المال، سحب السيولة من الأسواق المالية بإصدار السندات بأسعار فائدة عالية، في نفس الوقت إنخفضت معدلات العائد الإستثمارى في الأسهم بنسبة أقل بكثير من أسعار الفائدة.

اننى لا اتفق مع بعض السياسات المالية التى تطبق حالياً تحت بند ضوابط سوق المال، إن سوق المال يحتاج إلى مناخ آمن

وسهولة في حركة التداول والتعامل فالمناخ الاستثمارى جيد في جمهورية مصر العربية كذلك أصبح الآن الاستقرار والامن في سوق المال علامة طيبة مهمة دائما تساعد على جذب الأموال الأجنبية ولكن السوق الآن تنقصه المرونة في التعامل وهذه ظاهرة خطيرة تعرقل مسيرة تقدم وازدهار البورصة وسوق المال في مصر.

### مثل هذه السياسات الغير مرنة هي:

١- سياسة تحجيم السوق بوضع حد أقصى ٥% على الصعود في اليوم الواحد مع إننى أؤيد أن يكون هناك ٥% في الهبوط بحد أدنى.

٢- إن سياسة أن يدفع المبلغ بالكامل ومقدما في الاكتتابات العامة هذه سياسة تعسفية وغير عادلة ولكننى أؤيد أنه لابد أن يدفع مقدما ربع القيمة المكتتب فيها إلى حين ظهور نتيجة التخصيص.

٣- قرار تسليم بيانات العميل قبل تسجيل أوامر البيع أو الشراء لهذا العميل بـ ٤٨ ساعة، وكذلك تسليم المستندات الدالة على صحة البيانات، فإنها تعمل على سرعة تنفيذ أوامر البيع والشراء للعملاء.

## - ان سياسة الاكتتاب العام في انجلترا هي كآلاتى:

يدفع الربع مقدما مع طلبات الاكتتاب ثم يدفع الثانى عند التخصيص والنصف الباقي بعد فترة زمنية تحدد لكل تخصيص على حده، فالدولة تساعد على أن يكون هناك سيولة في السوق. إن السياسة التعسفية بدفع المبلغ بالكامل لم يستفيد منها السرق وإنما المستفيد الوحيد هو البنك القائم بالاكتتاب العام أيضاً هذه السياسة تساعد على نقص السيولة في السوق مما يؤدي إلى انخفاض وذبذبة السوق المالى.

إن الاكتتابات العامة أصبحت مغالى فيها وفي تقييمها لسهم هذه الشركات وأصبحت لاتعطى ميزة طيبة أو هامش ربح مشجع للمستثمر الصغير كما يحدث في الأسواق الأوربية إننى لاتفق مع هؤلاء الذين يدعون إعطاء هامش ربح في الاكتتابات العامة هو اهدار مال عام لأن هذا هو توسيع الملكية للشعب ويجب أن نشجعهم على الاستثمار والادخار وتحويل الفرد المصرى من مستهلك إلى مستثمر.

سياسة وقف شركات السمسرة فهذا له أثر سلبي على سوق المال في مصر فإن وقف الشركات لا يظهر أن الهيئات الرقابية حازمة وقوية بل يعطى الايحاء أن هذه الشركات غير أمينة ويذبذب الثقة في السوق المصرى، فإنه لابد من الهيئات الرقابية أن

تعمل وتساعد على تطوير شركات الأوراق المالية بالذات شركات السمسرة بدلا من زيادة عدد هذه الشركات.

إن البورصة وسوق المال هو العمود الفقري لأي اقتصاد لأي دولة فسوق المال في مصر ساعد على جذب استثمارات مالية أجنبية لأول مرة كذلك تنشيط وزيادة مدخرات واستثمارات المصريين المستثمرين هذا السوق كذلك ساعد على جذب مدخرات المصريين بالخارج مما ساعد على نجاح برامج الخصخصة في مصر وساعدت الدولة على سداد جزء كبير من مديونتها وتوجيه مدخراتها لتطوير مصر لعصر أفضل.

لابد من تطوير أداء مديري الاستثمار وصناديق الاستثمار وسياساتهم الاستثمارية.

فمنذ شهر فبراير إلى اليوم لقد زاد عدد صناديق الاستثمار إلى درجة قد يكون تضاعفت هذه الصناديق وحجم أموال المستثمر ومازال السوق المصرى غير منتعش، أيضاً أكثر هذه الصناديق غير مستثمر ومازال السوق المصرى غير منتعش، أيضاً أكثر هذه الصناديق غير مستثمر بالكامل في السوق فأكثر الصناديق يستثمر ٣/١ في السندات و ٣/١ ودائع و ٣/١ في الأوراق المالية.

منذ شهر فبراير إلى الآن لم يتخذ أى قرار لتشجيع هذا السوق فلا بد من البنك المركزى أن يخصص جزء على سبيل المثال مليار

أو مليار ونصف للدخول ومساندة سوق الأوراق المالية في الأوقات  
الحرجة وتنشيط هذا السوق وإعادة البيع في وقت الإزدهار.

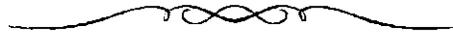
ان سوق المال في مصر محتاج إلى تطوير في سياسات التنفيذ  
والتداول أكثر من قوانين تقيده من الحركة.

واننى أنتهز هذه الفرصة لكى أوجه الشكر للسيد الأستاذ/  
عبدالحميد إبراهيم رئيس الهيئة العامة لسوق المال على مجهوداته  
الفائقة في تطوير تنشيط ودعم سوق الأوراق المالية بمصر وأتمنى  
لسيادته مزيداً من التوفيق.

كما أوجه الشكر إلى فضيلة الأستاذ الدكتور/ أحمد عمر هاشم  
رئيس جامعة الأزهر على استضافة هذه الندوة الاقتصادية.

كما أوجه الشكر إلى السادة الأفاضل زملائي المتحدثين في  
هذه الندوة.

وشكراً....،





## التعليقات والمناقشات أثناء الجلسة

- ١- الأستاذ الدكتور/ جوده عبد الخالق  
أستاذ الاقتصاد بكلية الاقتصاد والعلوم السياسية
- ٢- الأستاذ الدكتور/ السيد الطيبي  
أستاذ الاقتصاد بأكاديمية السادات للعلوم الإدارية
- ٣- الأستاذ الدكتور/ ربيع الروبي  
أستاذ الاقتصاد بكلية التجارة جامعة الأزهر
- ٤- الأستاذ الخبير/ سيد عيسى  
رئيس مجلس إدارة شركة المصريين لتداول الأوراق المالية
- ٥- الأستاذة الدكتور/ه/ كريمة كريم  
رئيس قسم الاقتصاد بكلية التجارة جامعة الأزهر للبنات
- ٦- الأستاذ الدكتور/ محمد الصهجرتي  
المستشار بالهيئة العامة لسوق المال



## الأستاذ الدكتور/ جودة عبد الخالق:

سوف أتحدث من زاويتين الأولى تتعلق بالأسباب والنتائج  
سأبدى بعض الموافقات وبعض الخلافات مع ما عبر عنه السادة  
المتحدثين.

فيما يتعلق بالأسباب سأركز على الأسباب الاقتصادية، ونقطة  
البداية ستكون فيما نسميه الأساسيات الاقتصادية، وهى تلك  
المتغيرات الاقتصادية الحاكمة في اصدار حكم أو تكوين رأى حول  
ما يمكن ان تؤل إليه الأوراق في سوق الأوراق المالية في بلد ما،  
الدكتور/ السلامونى قال: أن هناك مؤثرات تتعلق بالشركات  
ومؤثرات تتعلق بالاقتصاديات مثل سعر العملة وميزان المدفوعات  
او الميزان التجارى فيها. إذا نظرنا إلى الوضع في جنوب شرق  
آسيا نجد أن النمط الذى تكرر في هذه البلاد هو خروج الأساسيات  
الاقتصادية عن حيز المقبول بالنسبة لتوقعات المستثمرين، بمعنى  
أنه نتيجة لأن نظم وأسعار الصرف السائدة هناك ربط بين العملات  
في هذه الدول بعملات أخرى مثل الدولار أو الين اليابانى، ثانيا  
كان هناك عجز في الميزان التجارى متزايد وكبير، ثم قضية الدين  
العام كنسبة إلى الناتج المحلى. هذه المؤثرات أو الأساسيات عندما  
تقرأ فلا بد أن يتم شئ لتصحيح الوضع بالنسبة لسعر العملة وبالنسبة  
لحل مشكلة الدين العام، وبالنسبة لمشكلة مواجهة الميزان التجارى،  
وأى شخص له مراكز في اسواق المال في هذه الدول عليه ان

يسعى للخروج من هذه المراكز قبل أن يحدث المتوقع وهو انخفاض اسعار صرف هذه العملات، في خلفية كل هذا سياسات اقتصادية تطبق وإجراءات أهمها في الواقع تحرير المعاملات الرأسمالية في ميزان المدفوعات. هذا فيما يتعلق بالبيئة إن جاز التعبير التي تؤدي إلى خلق الجو وتنتظر واقعة سياسية معينة أو أزمة سياسية أو حادثة عارضة.

وأنا اعتقد أننا لو أنقلنا إلى الحالة المصرية سنجد انه رغم كل ما يقال وأنا طبعاً كمصري أتمنى ذلك إنما أحرص من أن ننساق وراء توقعات الأجانب عن الأحوال لدينا، لأن توقعات الأجانب هي من وجهة نظرهم هم وطبقاً لحسابهم هم وليست من وجهة نظرنا نحن ولا طبقاً لحساباتنا نحن، فطبقاً لوجهة نظرنا وحساباتنا نحن نريد لاقتصادنا أن ينمو نموًا حقيقياً، توجه فيه الموارد لخلق فرص عمل لتشغيل الشباب وتحسين الميزان التجاري وتخفيض نسبة الديون، هذه هي الحسبة كما أراها من وجهة نظرنا.

الحالة المصرية بالنسبة للاقتصاديات الأساسية، مرة أخرى سعر الجنيه المستقر الذي تحدث عنه الدكتور/ السلاموني لا يدعو إلى الارتياح، لأن هذا السعر مستمر من أكتوبر ١٩٩٢م وحتى الآن، معدلات التضخم لدينا أعلى من معدلات التضخم لدى شركائنا التجاريين، سواء كانت الولايات المتحدة أو الاتحاد الأوربي وهذا معناه أن الجنيه قيمته حالياً أصبح مبالغاً فيها. ٣,٤ جنيه للدولار

الأمريكي قيمة لاتعكس القوة الشرائية الحقيقية للدولار ربما الوجه الآخر لهذه العملة هو التزايد في عجز الميزان التجارى والذي اقترب من ٩,٥ مليار دولار طبقاً لآخر التقديرات المتاحة في هذا السبيل.

فإذن سعر العملة لايدعو للاطمئنان ويحتاج إلى تصحيح وأنا لا أدعوا إلى التخفيض وإنما التصحيح. العجز في الميزان التجارى كبير، المؤشر الثالث هو ارتفاع نسبة الدين العام إلى الناتج وعلى وجه التحديد ارتفاع نسبة الدين المحلى إلى الناتج، إذا أخذنا في الاعتبار تحرير المعاملات الرأسمالية اصبحت الأرضية مهينة في ظرف معين لخروج رؤوس الأموال بنفس السرعة التى أتت بها بل ربما بسرعة أكبر، ولكن عند هذا يقف وجه التشابه بين الحالة المصرية والحالة في جنوب شرق آسيا، وهناك عوامل اختلاف تصب ايجاباً في سوق الأوراق المالية المصرية منها أن التعامل فيها تعامل حاضر، لا يوجد تعامل في المستقبلات ولا في الخيارات، ثم أن التعامل في النقد الجنبى حتى الآن تعامل حاضر أيضاً ولا يوجد تعامل آجل في النقد الأجنبى، هذا يعنى أن أى اضطراب في البورصة يمكن احتواؤه ولا يتزايد بسرعة تخرج عن السيطرة، وأنا أعزز مقالته الدكتور/ منير هندی وربما الدكتور/ حاتم والزملاء في أن لابد أن نضع سقف على معاملات الأجانب في سوق الأوراق المالية المصرية لأن هذا ما تشهد به كل

التجارب بما في ذلك تجربة المكسيك في آخر ١٩٩٤م وأوائل ١٩٩٥م وهذا يقودنا إلى النتائج وهي جزء في الموضوع، في نهاية المطاف إذا حدثت أزمة في البورصات وترتب عليها أولاً إعادة توزيع الثروة، من استفاد من هبوط الأسعار يغتنى ومن أضر من هبوط الأسعار يفقر، لأنه أشبه باللعبة صفرية المجموع، ولكن المسألة تمس سعر صرف العملة في نهاية المطاف في صورة تدهور شديد في سعر صرف العملة، وهنا تكون العملية افقار للقاعدة العريضة لشعب البلد صاحب العملة، وهذا ما حدث بالتحديد في المكسيك حينما انهارت البورصة في نهاية ١٩٩٤م وأوائل ١٩٩٥م كانت المحصلة النهائية أنه بنجدة صندوق النقد والحكومة الأمريكية لها حصل الأمريكان على أموالهم كاملة لم تمس ولكن في المقابل حدث تخفيض شديد في سعر صرف العملة المكسيكية وترتب على ذلك تخفيض متناسب تقريباً في دخل المواطن المكسيكي العادي، بمعنى أن المكسيكيين أصبحوا أكثر فقراً بكثير بعد ١٩٩٥م مما كان عليه الوضع قبلها.

هذا كان التفكير في بعض النتائج التي يمكن أن تترتب على

هذه الأزمة.

## الأستاذ الدكتور/ السيد الطيبي

الموضوع شائك، فالاستثمار هو عملية مضاربة ناجحة، والمضاربة هي عملية استثمار ثبت بالتجربة فشلها. البورصة تتأثر بعوامل اقتصادية وفنية ونفسية، العامل الاقتصادي ينشأ خارج البورصة ويؤدي إلى كل الأزمات التي تحدث، العامل الفني هو القوى التي في السوق من محترفين ومضاربين، والفئة الأقوى هي التي تحدد السعر، فلو سيطر المحترفون في السوق فإن السعر سيتحسن.

بالنسبة للوضع عندنا في البورصة، أعود فأؤكد هو فض الاشتباك بين البورصة وهيئة سوق المال، فلا بد من أن يكون هناك سجل معاملات بينى وبين البورصة. فالبورصة لا تتجح بالقوانين فقط وإنما تتجح نتيجة التفاعل بين جميع المتعاملين.

## الأستاذ الدكتور/ ربيع الروبي:

إن أزمة أكتوبر ١٩٩٧م لم تكن الأولى ولن تكون الأخيرة، لأن البورصات قائمة على أسس النظام الرأسمالي وأسس أخرى مخالفة للإسلام، كالاحتكارات التي تتحكم في البورصة، وخلق النقود، والوعود بالدفع، وتحويل القروض قصيرة الأجل إلى استثمارات طويلة الأجل، فلو بحثنا الحال في البورصات من الوجهة الإسلامية لوجدنا أنها إما يبيع مالا يملك، أو يبيع قبل

القبض، أو بيع المجهول، وهى بيوع مخالفة للإسلام، هذا بالإضافة إلى أن سعر الفائدة والاتجار في العملات يرتبطان ارتباطاً وثيقاً بالأزمة.

**الأستاذ/ سيد عيسى:**

الدكتور/ جوده قال أنه ليس مع تخفيض العملة، وأنا أَدافع وأقول لا يجب في أى ظرف أن تخفض سعر الجنيه المصرى لأن ضرره أكبر من فوائده. وقد سمعت في اللجنة الاقتصادية للحزب الوطنى من الدكتور/ عاطف عبيد أن لدينا في شركات قطاع الأعمال العام والمؤسسات الأخرى أكثر من ٢٠٠ مليار جنيه لو طرحت للخصخصة.

فلو نجح البنك المركزى في سياسته التى يسير عليها الآن فلن نحتاج إلى خفض الجنيه المصرى، فرصيد البنك المركزى سيتدعم مع الزمن ولا داعى للخوف.

**الأستاذة الدكتورة/ كريمة كريم:**

أود أن أوضح أن الاطمئنان الكبير على أن الظروف الموضوعية التى أدت إلى أزمة دول شرق آسيا غير موجودة عندنا كما قال الدكتور/ الصهرجتى في غير محله، لأننا إذا كنا لم نتأثر بالأزمة فلأننا بورصة ناشئة، وتحديث سيادتكم عن مؤشرين

انخفاض سعر العملة وانخفاض معدل النمو، وليس بالضرورة أن تكون هذه الأسباب تؤدي إلى الأزمة، فمن الممكن أن تحدث الأزمة لأسباب أخرى.

وفي الحقيقة لا يمكننا أن نزيل العنصر السياسي ونحن بورصة ناشئة وأي تركيز للأموال الأجنبية ودخولها عندنا سيؤدي إلى الأزمة. والسيناريو الذي يمكن أن يحدث في مصر هو على النحو التالي سيحدث تدفق للأموال، ستحدث ضغوط على عملتنا، ثم نقع كما في المكسيك - في المازق.

فإنه علينا إلا نركن إلى أننا لم نتأثر بأزمة دول شرق آسيا.

### الأستاذ الدكتور/ الصهرجتي

لم أقصد أن الخطورة لا توجد في أي وقت على سوق المال في دول نامية، لكني أقصد أن أزمة سوق المال في شرق آسيا وتأثيرها على أسواقنا في مصر، هي دراسة ننظر فقط إلى ظواهر الأزمة والعوامل المسببة لها. والكل متفق على أنها أزمة سعر صرف، أزمة فائدة، أزمة معدلات نمو، فنحن فقط نحلل هل أثرت الأزمة علينا أم لا؟

والاجابة بالارقام اننا لم نتأثر كثيراً. فهذا لايعفينا إطلاقاً من أن ننظر بجدية في قاعدة الاقتصاد القومي، نعتمد على الزراعة، على الصناعة، على التصدير، وننظر بجدية لتطوير ودعم سوق رأس المال المصري.

بالنسبة للاستثمار الأجنبي في مصر لايتجاوز ٦٪ من قيمة الأوراق المالية المقيدة في بورصة الأوراق المالية، فما زال حجم الاستثمار الأجنبي في البورصة المصرية محدوداً أما إذا وصل إلى ما وصل إليه في دول أخرى عندئذ يمكننا أن نتخذ إجراءً بصدده. فلا داعى للتخوف من الاستثمارات الأجنبية عندنا.



## التساؤلات والاجابات عليها:

بجانب التعليقات التي تمت في اللقاء تقدم بعض الحاضرين بأسئلة مكتوبة وقد جمعت وتمت الاجابة عليها على النحو التالي:

س ١:

- أريد معرفة موقف البنوك المركزية في ماليزيا وتايلاند وأندونيسيا، وهل لم تؤثر في علاج هذه الأزمة والقيام بوظائفها التقليدية؟

- ثم هل الجهاز المصرفي لدينا في مصر أحسن حالاً من الجهاز المصرفي في دول جنوب آسيا.

(د/ صلاح زين الدين - رئيس قسم الاقتصاد كلية الحقوق جامعة طنطا)

ج ١:

- إن النظام المصرفي في دول النمور الآسيوية المذكورة يقوم بجانب البنوك المحلية على فروع عديدة للبنوك الأجنبية والتي منحت حرية كبيرة في العمل المصرفي بهذه البلاد جعلت رقابة البنوك المركزية عليها ضعيفة، والدليل على ذلك حجم الديون المصرفية المشكوك في تحصيلها والتي تبلغ ٧٣ مليار دولار، وذلك ناتج من التوسع في الائتمان من قبل هذه البنوك دون أخذ الضمانات الكافية، وهو ما يؤكد أيضاً الحديث المنشور للدكتور خالد كرم رئيس بعثة صندوق النقد الدولي بالقاهرة في جريدة

الجمهورية يوم الخميس ٢٠/١١/١٩٩٧م والذي أوضح فيه ضعف رقابة البنك المركزي على البنوك العاملة في هذه الدول، وحينما وقعت الأزمة قامت البنوك المركزية باجرائين هما:

**الإجراء الأول:** استخدام حصيلة الاحتياطي النقدي من الدولار الأمريكي لديها لمحاولة الحفاظ على سعر عملتها المحلية، ولكن هذا الإجراء لم يؤثر كثيراً على علاج الأزمة.

**الإجراء الثاني:** رفع سعر الفائدة على العملة المحلية لحث الناس على الاحتفاظ بها في مواجهة الدولار الأمريكي، ولكن أدى هذا الإجراء إلى نتائج عكسية تمثلت في خفض أسعار الأوراق المالية في البورصة مما زاد من هذه الأزمة، فضلاً على التأثير على أداء الشركات المصدرة للأوراق المالية والتي تعتمد في جزء من تمويلها على الاقتراض بفائدة، ففي ظل السعر المرتفع لهذه الفائدة تقل الأرباح وتتنخفض أسهم هذه الشركات تبعاً.

أما عن موقف الجهاز المصرفي في مصر فإنه بالتأكيد أفضل من حيث الضبط والرقابة من دول الأزمة، حقيقة إنه ليس في الوضع الأمثل لما نراه من استيلاء البعض على قروض بمبالغ كبيرة والهرب بها أو العجز عن سدادها، ولكن كشف هذه الحالات والمتابعة الفعالة مصرفياً وقانونياً لها، يعني أن الموضوع تحت السيطرة.

إذا كان الأمر كما ذكر في كلمة أ.د/ حاتم القرنشاوى، من أن الأزمة في دول جنب شرق آسيا من فعل الكبار، أى أنهم يتركون الدول الأخرى تنتج في حدود ما تسمح الدول الكبرى به فقط، وبما لايؤثر على مصالحها، فما هو العائد على الدول الصغيرة من الانضمام لاتفاقية الجات؟

ج ٢:

إن اتفاقية الجات في وضعها الأخير كأحدى آليات نظام العولمة الجديد تقوم على حرية انتقال عوامل الانتاج من عمالة ورؤوس الأموال والسلع المنتجة بين جميع دول العالم، وللأسف فإن هذا الانتقال سوف يكون من الدول الكبرى إلى الدول النامية لما تملكه من إمكانيات كبيرة وقدرة تنافسية لا تتمكن معها الدول النامية من إيجاد حركة مقابلة لها، وبالتالي في ظل هذه الاتفاقية سوف يكون للدول الكبرى زيادة القدرة في التأثير على اقتصاديات الدول النامية لصالح الدول الكبرى وهذا ما أشار إليه سيادة الرئيس محمد حسنى في حوار ه في برنامج حديث المدينة بالتلفزيون المصرى، وأما ما يقال من أن اتفاقية الجات سوف تعود بالايجاب على الدول النامية ممثلة في تحسين الانتاجية واستغلال كافة الطاقات المتاحة لديها والاستفادة من موارد الانتاج التى تنتقل إليها ممثلة في الاستثمار الأجنبي، فإنه على فرض تحقيق ذلك فإن آثاره

لن تظهر إلا في الأجل الطويل جداً وفي الدول النامية التي لديها نفس طويل وقدرة على مواجهة التحديات التي تفرضها اتفاقية الجات.

س ٣:

أرجو من الأستاذ الدكتور حاتم القرنشاوى أن يوضح لنا من خلال فائض القيمة الذى هو أحد عناصر تقويم أداء الشركات وإسهامها في زيادة الدخل القومى، فهل تعاملات البورصة لها انعكاس حقيقى على الدخل القومى بمعنى هل تساهم في تحقيق فائض قيمة أم لا؟

ج ٣:

إن التعامل في البورصة على الأوراق المالية يمثل في حقيقته تحويلات للثروة أو الأصول المالية بين أطراف المعاملات، وبالتالي ليس مقصوداً منه بشكل مباشر، ولا يؤدي إلى تأثير على الدخل القومى، مثل ذلك أنه لو اشترى (أ) من (ب) ١٠٠٠ سهم من أسهم إحدى الشركات، فإن الوضع بالنسبة للشركة ليس أكثر من إحلال شريك محل شريك آخر ونفس الأمر على المستوى القومى فإن العملية هي عملية تحويلات وليست عملية داخلية، غير أنه بطريق غير مباشر فإن الأقبال المتزايد على شراء أسهم شركة معينة وارتفاع أسعارها تبعاً يحمل في طياته أن هذه الشركة تحقق

مستوى أداء عاليًا يعكس ارتفاع مستوى الربحية فيها بما يعنى زيادة مساهمتها في الدخل القومي، وذلك مرهون بأن تكون الأسعار في البورصة عاكسة بشكل حقيقى لمستوى الأداء في الشركة، أما وقد تبين أن آليات التعامل في البورصة لاتجعل الأسعار تعكس أداء الشركات بشكل حقيقى، لذلك فإن أثر التعامل في البورصة على القيمة المضافة ليس له وجود.

س ٤:

اقترح الأستاذ الدكتور/ منير هندی كحل لتحجيم الأزمات: هو اخضاع أرباح صناديق الاستثمار التى تتحقق فيها إلى ضريبة بمعدل ٣٠٪ من أرباحها نتيجة المتاجرة في الأوراق المالية التى لم تستمر ملكيتها لمدة ثلاثة شهور فأكثر.

كيف يتم ذلك بالنسبة للصناديق المؤسسة في الخارج والتي توجه مضاربتها للسوق المصرى؟.

(أ. كمال محجوب- نائب مدير سوق المال- بنك مصر إيران).

ج ٤:

بداية نود أن نوضح أن اقتراح الأستاذ الدكتور/ منير هندی عام على صناديق الاستثمار وغيرها من المتعاملين في البورصة، وهو موجه للحد من المضاربات الضارة بالبورصة، كما أنه سيادته ذكر أن ذلك مطبق في أمريكا، وملخص هذا الاقتراح هو أن

تفرض الدولة بقانون ضريبة على الأرباح الرأسمالية التي تتحقق من شراء وبيع الأوراق المالية بنسب متصاعدة مع قصر المدة التي تظل فيها الأوراق المالية بين عملية الشراء والبيع، بمعنى أن من يشتري اليوم وبيعه خلال أسبوع مثلاً تفرض على الأرباح المحققة (الفرق بين ثمن البيع و ثمن الشراء) ضريبة بنسبة ٣٠٪ من الربح، ومن يبيع بعد أسبوعين تفرض على أرباحه ضريبة ٢٠٪، ومن يبيع بعد ثلاثة اسابيع تفرض ضريبة ١٠٪ وهكذا.

والهدف من ذلك هو تقليل حركة التعامل على ذات الأسهم في فترات قصيرة لأن من شأن هذا التعامل أن يزيد من تقلب الأسعار بشكل سريع وبما لايعكس قيمة ما يمثله السهم من صافى أصول الشركة المصدرة، وذلك بعدما ثبت في الواقع التطبيقي أن كبار المضاربين المحترفين يعتمدون إلى أساليب غير أخلاقية للتأثير على الأسعار لصالحهم بأن تكون منخفضة عند الشراء ومرتفعة عند البيع، وما يتم في مصر هو فرض ضريبة بواقع ٢٪ كما حدد قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م على الأرباح الرأسمالية التي تتحقق نتيجة بيع الأوراق المالية، وذلك بشكل موحد، ويمكن تطبيق اقتراح الأستاذ الدكتور/ منير هندی على أي ربح رأسمالي يتولد في سوق الأوراق المالية بمصر حتى ولو كان الصندوق المستثمر أجنبياً إذ أن العملية لاتخرج عن ممارسة

الدولة لسلطتها السياسية في فرض ضرائب على الدخل المتولد في مصر، وهو أمر يتم بالنسبة للاستثمار المباشر.

س ٥:

تحتاج إلى تعليق حول: سوء توجيه الموارد الكلية للاستثمار

في مصر في ضوء ما هو قائم من:

١- التمويل المصرفي غير المنضبط.

٢- الاسراف في التمويل العقاري الفاخر وفوق الفاخر.

٣- موضوع نواى الجولف وانتشاره؟

(د. الغريب ناصر - خبير مصرفي ومالى)

ج ٥:

إن الدولة وفي حركة مستمرة تحاول تشجيع الاستثمار بمختلف السياسات الممكنة، وبما أننا في فترة انتقال وتحول من الاقتصاديات المخططة إلى اقتصاديات السوق التى تقوم على حرية التصرف في الأموال لمالكها والمكفولة شرعاً وقانوناً، لذلك فإنه قد تحدث بعض التجاوزات أو التوجيهات غير المنضبطة والتي سرعان ما سيتم إصلاحها ذاتياً بفعل قوى السوق، فإذا كان السماح بإنشاء البنوك الخاصة والتي زادت عن بنوك القطاع العام أدى إلى أن بعضها تصرف في الأموال المجمعة لديها بطريقة غير سليمة، فإن الأجهزة الرقابية والبنك المركزي يعملون على كشف هذه

المخالفات واصلاحها أولاً بأول، والقضايا المنظورة أمام القضاء خير مشاهد على أن النظام من نفسه كشف هذه المخالفات وتابعها، أما توجيه الاستثمارات إلى أولويات قد لا تتفق مع الحاجة الفعلية للمواطنين مثل التمويل العقاري الفاخر ونوادي الجولف، فبداية نذكر أن الشريعة الإسلامية في تحديدها للأولويات المجتمعية بين ضرورات وحاجيات وتحسينات أو كماليات، فإنها لم تلزم الفرد المستثمر بضرورة مراعاة ذلك، إلا إذا لم يوجد في المجتمع من يقوم بالضرورات غير هذا الفرد (يراجع في ذلك السياسة الشرعية لابن تيمية) أما الاستثمارات العامة التي تقوم بها الدولة فإنها هي التي تلتزم بهذه الأولويات كما ان عليها أن تتخذ من السياسات المالية والاقتصادية ما تشجع الأفراد على الاستثمار طبقاً للأولويات المذكورة دون أن تجبر الأفراد على استثمار أموالهم في مجال معين إلا عند الضرورة كما أسلفنا.

س ٦:

إلى متى سنظل خطوط التماس ضعيفة بين البورصة المصرية والبورصات العالمية؟.

(سباعي إبراهيم - صحفى)

ج ٦:

رغم أن البورصة المصرية تاريخياً سابع بورصة أنشئت في العالم، إلا أن العمل فيها توقف منذ الستينات ولمدة تزيد على ثلاثين

سنة، قبل ان تبدأ حركتها المعاصرة، وبالتالي فوضعها الحالي أنها بورصة ناشئة ولا يتوقع لبورصة ناشئة أن تجذب الاستثمارات الأجنبية بشكل مكثف، هذا فضلاً على أنه مازال حجم الشركات المساهمة والتي تتداول اسهمها في البورصة قليل جداً بالنسبة إلى عدد الشركات المساهمة في مصر إذ أنه لم يتم تخصيص سوى عدد قليل من شركات القطاع العام وبالتالي فإن البضاعة - الأسهم والسندات - قليلة بالنسبة إلى حجم الاستثمار المحلي والذي يغطي باستمرار كل ما يظهر منها، وعلى كل فليست العالمية معياراً للنجاح البورصة، إذ قد تأتي هذه العالمية بكورات وأزمات كما حدث في دول جنوب شرق آسيا.

س٧:

هل هناك ضوابط فعالة يمكن اتباعها في البورصات العالمية لتلافي حدوث أزمات جديدة، خاصة وأنها تكررت من قبل وأبرزها ما حدث في أكتوبر ١٩٨٧م وتلك التي حدثت في عام ١٩٢٩م؟ وما هي الضوابط التي يمكن اتباعها لحماية البورصات العربية والإسلامية التي تتأثر بما يحدث في البورصات العالمية؟ (د. معين محمد رجب-استاذ الاقتصاد المشارك بجامعة الأزهر بغزة).

ج٧:

لا نجد في الإجابة على هذه التساؤلات خيراً من ما أورده الاقتصادى الفرنسى البارز موريس آليه والحاصل على جائزة نوبل

في الاقتصاد، وذلك في محاضراته التي القاها بجدة ١٤١٣هـ ونشرها المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية بجدة تحت عنوان "الشروط النقدية لاقتصاد الأسواق"

حيث ان ما اورده تحت عنوان (إصلاح البورصات) بدأه يشكل يطابق التساؤل المطروح هنا فقال: إن الحركات القوية والعنيفة لأسعار البورصات، تسهم في تكبير أو زيادة التقلبات الاقتصادية كما برهنت عليه أزمة عام ١٩٢٩م، ولم يمكن تجنب الكساد في أكتوبر ١٩٨٧م إلا بواسطة حقنات قوية من السيولة، ولدت فيما بعد اندفاعات تضخمية كبيرة" ثم بدأ في تحديد مساوئ التعامل المالي في البورصات واسبابها إلى أن انتهى إلى طرح خمس ضوابط يراها لاصلاح هذه المساوئ هي:

أ- يجب منع تمويل العمليات بخلق وسائل دفع من لاشئ بواسطة الجهاز المصرفي.

ب- يجب زيادة هوامش المشتريات والمبيعات المؤجلة زيادة جوهرية، ويجب أن تكون هذه الهوامش نقدية.

ج- يجب الغاء التسعير المستمر والاكتفاء في كل ساحة مالية بتسعيرة واحدة في اليوم لكل ورقة مالية.

د- يجب الغاء البرامج التلقائية (بالكمبيوتر) للشراء والبيع.

هـ- يجب الغاء المراهنة على الأرقام القياسية (المؤشرات).

وهنا تجدر الإشارة إلى أن ما ذكره من ضوابط لاصلاح  
البورصات وهو غير المسلم يتطابق مع ما تضعه الشريعة  
الإسلامية من ضوابط لأحكام البيع والشراء بشكل عام، ويمكن  
الاطلاع على بحث الأستاذ الدكتور/ محمد عبد الحليم عمر  
المنشور هنا، وبحثه السابق نشره في كتاب منتدى "الشركات  
العاملة في الأوراق المالية" للتأكد من ذلك.

س ٨:

مما لاشك فيه أن ما حدث في الأقصر له تأثير على الاقتصاد  
القومي في الأجل القصير، ومن الممكن أن يكون له تأثير في الأجل  
الطويل إذا لم يتم مواجهته حالياً، فما هو السبيل لمواجهة هذا التأثير  
في الأجل القصير والطويل؟.

(ناجي على هندی- محلل مالي واقتصادي- بنك مصر إيران)

ج ٨:

إن ما حدث في الأقصر من ضرب للسياح له تأثير مباشر  
على الاقتصاد القومي، حيث أن العلاقة بين الأمن والاقتصاد علاقة  
قوية وتبادلية في حركة دائرية بمعنى أن الاقتصاد يتأثر سلبياً  
وايجابياً بالحالة الأمنية، كما أن الحالة الأمنية تتأثر سلباً وإيجاباً  
بالاقتصاد، ويمكن لزيادة المعلومات عن هذه الحقيقة مراجعة كتاب  
منتدى "الأمن والاقتصاد" الصادر عن المركز.

ومما لا شك فيه أن ما حدث في الأقصر ينطوي تحت "نظرية المؤامرة" من اعداء مصر لمحاولة ضربها في عناصر نجاحها ومنها الاقتصاد المصري الواعد بشهادة الجميع، ولذا فإن السبيل لمواجهة ذلك ليس مسئولية الدولة وحدها وإنما مسئولية جميع المواطنين الذين عليهم واجباً إسلامياً ووطنياً بالمحافظة على الوطن بجميع عناصره ومنها الاقتصاد.

س ٩:

اكتفى الأستاذ الدكتور/ محمد عبد الحليم عمر بعرض الصور غير الشرعية للتعامل في البورصات العالمية، برجاء العرض والتحليل الشرعى لصور التعامل في البورصة المصرية، مع التمييز بين التعامل في الأسهم والتعامل في السندات من الناحية الشرعية؟

ج ٩:

إن التعامل في البورصات العالمية يتم بصور عديدة منها التعامل النقدي أو الحاضر وهذا جائز شرعاً ثم التعامل بكل من: الشراء الجزئى والبيع على المكشوف، وعقود الاختيارات وعقود المستقبلات، والتعامل بالمشتقات منهما ثم التعامل بالمؤشرات، وكل هذه الصورة فيها شبهات شرعية كما أوضحناها في البحث المرفق.

أما التعامل في البورصة المصرية فإنه يتم بصورة واحدة هي "البيع الحاضر" والذي يتم فيه قبض الثمن والأوراق عند التعامل وهذا جائز شرعاً، ولا يوجد تعامل بالصورة الأخرى بعد.

أما حكم التعامل بالسندات ذات الفائدة الربوية فهو غير جائز شرعاً، بينما التعامل بالأسهم جائز شرعاً وذلك ما قرره مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي.

س ١٠:

هل هناك علاقة بين المضاربة في البورصة، ونظام المضاربة الإسلامي الذي تتعامل به البنوك الإسلامية؟

لماذا لم تقدموا للحضور شرحاً موجزاً لأسلوب التعامل في البورصة والموقف الشرعي الصحيح فيه؟

وهل التعامل في البورصة محل خلاف بين علماء المسلمين؟.

(أ. بسيوني الحلواني - نائب رئيس تحرير جريدة عقيدتي)

ج ١٠:

إن المضاربة في البورصة تختلف من حيث الماهية والحقيقية عن نظام المضاربة الإسلامي، فالمضاربة في البورصة هي الشراء توقعاً لزيادة الأسعار ثم البيع وجنى فروق الأسعار كربح، أما المضاربة الشرعية فهي عقد بين طرفين على أن يقدم أحدهما ماله للآخر ليعمل فيه أو ليستثمره مع توزيع الربح بينهما إن وجد،

وتحمل صاحب المال بالخسارة إن وجدت ويخسر من يعمل فيه جهده وعمله، وبذلك تتضح حقيقة كل منها فالأولى معاملة بيع وشراء، والثانية شركة بين طرفين.

- إن البحث المقدم من الأستاذ الدكتور/ محمد عبد الحليم عمر في هذا اللقاء والمنشور في هذا الكتاب قدم الشرح المطلوب لأسلوب التعامل في البورصة والموقف الشرعي منه.

- إن التعامل في البورصة ليس محل خلاف بين علماء المسلمين، فالبورصة من حيث ذاتها كسوق لتداول الأوراق المالية نظام جائز شرعاً بالاتفاق، وأما ما يجرى فيها من صور المعاملات فبعضها جائز شرعاً وبعضها متفق على حرمة على الوجه الواضح في الأوراق المقدمة والمنشورة هنا، وهذا الاتفاق يظهر أيضاً قرارات مجامع الفقه المعاصرة.

س ١١:

لماذا لا تطبق أحكام الشريعة الإسلامية في البورصة المصرية، وهل هي مطبقة فعلاً؟

وإذا لم تكن مطبقة فما هي معوقات تطبيقها؟

ج ١١:

إذا كان القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م ولائحته التنفيذية، هو الذي وضع أسس التعامل في البورصة المصرية، فإنه بمراجعة هذا

القانون وجد أن جميع أحكامه لاتخالف أحكام الشريعة الإسلامية، فيما عدا تجويزه التعامل بالسندات ذات الفائدة، وحتى في هذه النقطة فإن القانون حينما ذكر أساليب التعامل في السندات لم يصرح بلفظ "الفائدة عليها" وإنما استبدلها بلفظ "العائد على السندات" ويمكن لزيادة المعلومات مراجعة بحث أ.دم محمد عبد الحليم عمر المنشور في كتاب منتدى "الشركات العاملة في الأوراق المالية" والصادر عن المركز.

س ١٢:

ماهو حجم الخسائر المادية للدول العربية والإسلامية بسبب أزمة البورصات العالمية؟

وهل هناك مخالفات شرعية بالفعل في المعاملات الجارية حالياً في البورصة المصرية؟

ج ١٢:

إن التعامل في البورصة يتم من خلال أفراد وجهات (بنوك شركات استثمار وصناديق استثمار) وبالتالي يصعب الآن حصر حجم الخسائر في الدول العربية بسبب الأزمة، وحتى الآن لم ينشر ما يشير إلى خسارة أحد الجهات أو المستثمرين العرب في بورصات الأزمة.

أما على مستوى الدول الإسلامية فتجدر الإشارة إلى أن بعضاً من دول الأزمة هي دول إسلامية مثل ماليزيا واندونيسيا وتايلاند، وبالتالي فإن الخسائر حدثت فيها وأثرت على اقتصادياتها كما وضح من الكلمات التي القيت في المنتدى.

أما التساؤل عن المخالفات الشرعية في البورصات المصرية، فيرجع إلى إجابة ماسبق من تساؤلات عنها.

س ١٣:

نتيجة للأزمة حدثت خسائر، فمن المستفيد من هذه الأزمة، وإلى من انتقلت الأرباح المحققة نتيجة هذه الخسائر؟.

(خالد جمال الشاعر - طالب/ كلية التجارة جامعة الأزهر)

ج ١٣:

إن طبيعة التعامل في الأصول المالية، مثل الأوراق المالية من أسهم وسندات، تتطوى على أن أى خسارة تحدث في المعاملة عليها تمثل ربها للطرف الآخر، وبالتالي فإن الخسائر التي حدثت نتيجة الأزمة إنما وقعت على أن من اشترى أوراق مالية بسعر مرتفع قبل الأزمة ثم باعها بسعر منخفض خلال الأزمة، وحيث أنه يوجد بالبورصة كبار المتعاملين من المضاربين المحترفين فإنهم دائماً ما يحاولون تحقيق أرباح على حساب صغار المضاربين (القطيع) غير أن الخسائر الحقيقية هي ما عادت على اقتصاديات دول الأزمة

من انخفاض قيمة عملاتها وأثر ذلك على أسعار الأوراق المالية فيها وعلى مجمل فعاليات الاقتصاد القومى بها.

س ١٤:

كيف لانسمح للاستثمارات الأجنبية غير المباشرة (التي تتعامل في الأوراق المالية) بالا تتجاوز حدودها؟ وهل نستطيع ذلك؟ مع العلم بأن رئيس وزراء ماليزيا حاول ذلك وهوجم وتوقف!  
(أ.د/ حنان النجار - أستاذ الإدارة كلية التجارة جامعة الأزهر - بنات)

جء ١٤:

إن قرار تحديد حجم التعامل في الأوراق المالية بالنسبة لأى مستثمر قرار سيادى في الدولة ويمكن لها أن تحدده ضمن ضوابط التعامل في البورصة وهذا ما يحدث في اليابان حيث لايسمح في بورصة طوكيو للجهات الكبيرة مثل صناديق الاستثمار باستثمار نسبة تزيد على ماتحدده لها سلطة السوق.

س ١٥:

هل هناك مخاوف من سيطرة السماسرة والمضاربين اليهود على البورصة المصرية والاقتصاد المصرى، سواء عن طريق وسطاء أو من خلال شركات سمسرة، قد تعمل كواجهات لهم؟  
(مهندس/ محمد فتحى عبد السلام-مدرس مساعد بهندسة الأزهر)

إن العمل في مجال السمسرة في البورصة يشترط فيه أن يتم من خلال شركة سمسرة والتي حدد القانون شكلها القانوني في شكل شركة المساهمة أو التوصية بالاسهم وبالتالي فإن تكوين هذه الشركات تحت نظر المسئولين ويمكن بسهولة التعرف على المؤسسين والمساهمين فيها، كما أن السلطات التي منحها القانون لهيئة سوق المال وإدارة البورصة في ضبط التعامل في البورصة يمكن من كشف ووقف المعاملات التي تهدد استقرار السوق، وبالتالي لاخوف على البورصة المصرية من هذا الجانب، والذي يجب أن يستكمل بالحس الوطني للعاملين والمتعاملين في سوق الأوراق المالية لمنع اليهود من العمل والتعامل في البورصة المصرية طالما مازالوا يرفعون راية العداء لنا.

أوضح السيد رئيس هيئة سوق المال في مصر كثيراً بالصحف المصرية، أن الأسباب التي أدت إلى حدوث الأزمة في بورصات دول جنوب شرق آسيا ونيويورك غير موجوده بمصر وبالتالي فإننا في مصر بمعزل تماما عما حدث.

وكان سيادته أعلن من قبل بتأثر أسواق المال في مصر من الأحداث العالمية، فإننا نرجو إزاء هذا التضارب في الرأي أن نعرف حقيقة الوضع.

(الأستاذ/ إبراهيم عبيد- رجل أعمال ومستثمر).

ج ١٦:

في حقيقة الأمر ليس هناك تضارب في تصريحات الأستاذ رئيس هيئة سوق المال لأن من اسباب ماحدث في البورصات العالمية هو التعامل بالشراء الجزئي والبيع على المكشوف وعقود الاختيارات وعقود المستقبلات والتعامل بالمشتقات منها، ثم التعامل بالمشترى، وكل هذه الصور لا يتم التعامل بها في البورصة المصرية، وبالتالي فإن الأسباب المباشرة للأزمة غير موجودة بمصر، فضلاً على طبيعة الاقتصاد المصري والإدارة السياسية الحكيمة فيها.

أما إنتقال تأثير ماحدث في هذه البورصات والأسباب الخاصة بها إلى مصر فإنه أمر محتمل وبشكل بسيط، وتظهر احتمالاته في أن كثيراً من الاستثمارات في بورصات الأزمة هي استثمارات أجنبية وعند الأزمة بدأت تتسحب من دول جنوب شرق آسيا باحثة لنفسها عن أسواق أخرى خارجية أيضاً، ونظراً لكفاءة السوق المصرية فإنه قد يتوجه بعضها أو جزء منها للاستثمار في سوق الأوراق المالية بمصر، هذا جانب من التأثير، أما الجانب الآخر فهو

احتمالى أيضا، وهو ان بعضا من الاستثمار الأجنبية في البورصة المصرية قد تتخوف من امتداد الأزمة إليها - مجرد تخوف - فتصفى مراكزها المالية فيها يبيع أوراقها فيزيد المعروض وتخفض الأسعار في البورصة، ومع أن المؤشر العام للبورصة المصرية يحقق انخفاضا طبيعياً في هذه الأيام، إلا ان البيانات المنشورة تؤكد أن ذلك بفعل عوامل داخلية وليس نتيجة للأزمة العالمية هذا فضلاً على أن جزءاً كبيراً من الاستثمارات الأجنبية في البورصة المصرية هي استثمارات عربية ولا خوف منها.

بعد إنتهاء اللقاء وقبل طباعة أوراقه وردت رسالة من الأستاذ الكبير/ سيد عيسى - رئيس مجلس إدارة شركة المصريين لتداول الأوراق المالية، جاء فيها:

"يطيب لى بعد أن قرأت مقدمة الورقة التى تفضلتم بتوزيعها في ختام المنتدى الثالث حول (أزمة البورصات العالمية في أكتوبر ١٩٩٧م، الأسباب والنتائج، تحليل اقتصادي وشرعي). أن ارسل لكم رؤيتى حول تعريف بعض المصطلحات الهامة التى يجرى تداولها بكثرة هذه الأيام".

## معنى كلمة المال:

عرّف الفقهاء (المال) بأنه كل متقوّم حلال أى كل ما له قيمة اقتصادية بشرط أن يكون حلالاً طيباً ومن ثم فإن جميع المحرمات كالخمر مثلاً لا تعتبر أموالاً.

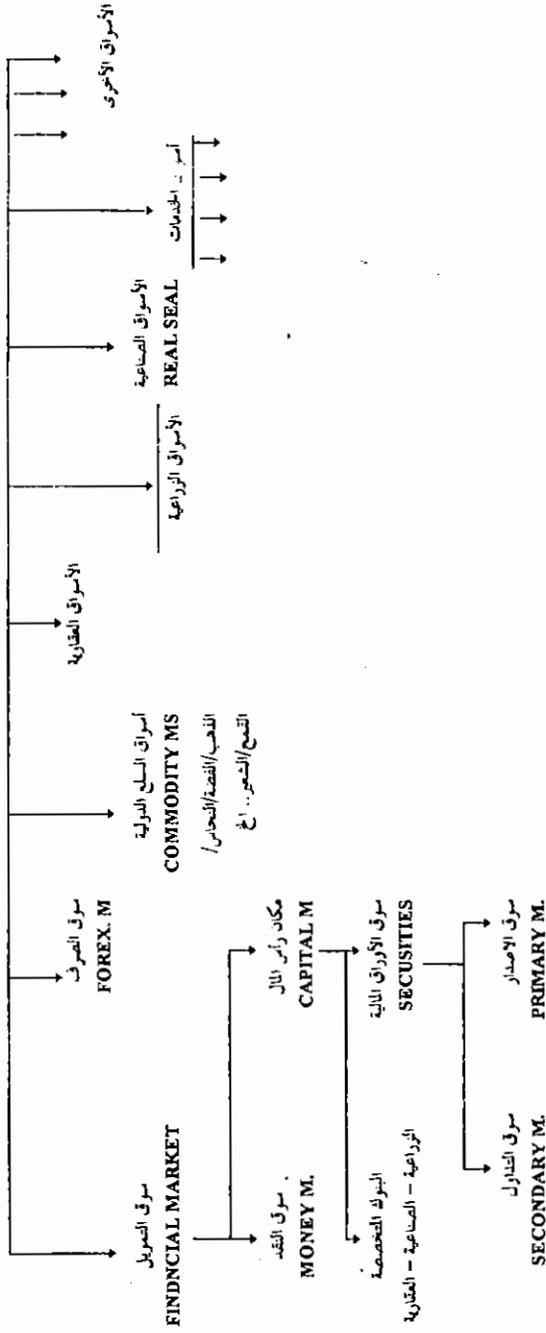
وقد جاء في الآية الكريمة ﴿الْمَالُ وَالْبَنُونَ زِينَةُ الْحَيَاةِ الدُّنْيَا﴾ والمقصود بالمال هنا كل ما يدخل ضمن عناصر الثروة ولا تعنى فقط النقود او الفلوس بجميع أنواعها السلعية أو الورقية .. الخ. ومن هنا نرى أن كلمة المال تعتبر من جوامع الكلم في اللغة العربية وتعتبر كما سبق القول عن جميع الطيبات.

## معنى سوق المال:

ومن التعريف السابق ذكره لكلمة المال يتبين بجلاء أن سوق المال ما هي إلا السوق الشاملة لجميع الأسواق الرئيسية والفرعية على حد سواء. وهذه الأسواق لا تدخل تحت أى حصر ممكن. وللتدليل على ذلك (سوق الخيام - سوق الحمام .. الخ) وتنقسم الأسواق إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة وأسواق محلية وأخرى عالمية .. الخ).

غير أنه يمكننا للتبسيط ذكر أهم الأسواق الرئيسية وما ينفرع منها من أسواق فرعية في الشكل البياني التالي:

## سوق المال



ويكمن الخطأ الشائع في ترجمة FINANCIAL M.

على أنها سوق المال، ووضحة الترجمة هي سوق التمويل وليس كلمة (المال) مقابل في اللغة الإنجليزية، أي لا تقابلها كلمة جامعة وأن أقرب معناها الثروة WEALTH

وفي التعليق على هذه الملاحظة القيمة للأستاذ/ سيد عيسى نؤكد أننا لا نختلف مع سيادته في ما أورده عن معنى كلمة مال، وعن معنى سوق المال على الإطلاق بالمفهوم الذي أورده سيادته وأوضحه بالشكل البياني المرفق.

غير أننا في إيرادنا بالبحث لتحديد مفهوم سوق المال وأنواعه إنما ذكرنا ما هو متعارف عليه لدى كتاب وخبراء الأسواق المالية وما يرد في هذه الكتابات، وقبولنا به كان مجارة للعرف السائد حتى وإن كان خطأ لغوياً شائعاً، إذا العبرة كما يقول علماء أصول الفقه بالدلالة الاصطلاحية سواء وافقت الدلالة اللغوية أم لا فكون كتاب الإدارة المالية وخبراء البورصة يضيّقون من معنى سوق المال ليقترص على إصدار وتداول الأصول المالية فقط وليس السلع أيضاً، فهذا إصطلاح فيما بينهم لا يمكننا إغفاله أو الأخذ بالدلالة اللغوية وكما يقول علماء اللغة (لا مشاحة في الاصطلاحات).

إذ المهم حدوث الاتفاق حولها حتى يفهم المتخصصون الدلالة المقصودة عند اطلاق المصطلح.

وأما ما أورده سيادته في الشكل البياني المرفق حول تقسيمات وأنواع الأسواق الخاصة بإصدار وتداول الحقوق أو الأصول المالية فإنه لا يختلف كثيراً عما ورد في بحثنا المنشور.

## الأنشطة العلمية للمركز

### أولاً: سلسلة الندوات والمؤتمرات:

- ١- ندوة موارد الدولة المالية في المجتمع الحديث من وجهة النظر الإسلامية - ابريل ١٩٨٦م
- ٢- ندوة اسهام الفكر الإسلامي في الاقتصاد المعاصر - سبتمبر ١٩٨٨م
- ٣- ندوة البركة للاقتصاد الإسلامي - اكتوبر ١٩٨٨م
- ٤- ندوة نوادي أعضاء هيئة التدريس
- ٥- ندوة إعداد القوانين الاقتصادية الإسلامية - أغسطس ١٩٩٠
- ٦- ندوة الإدارة في الإسلام - سبتمبر ١٩٩٠
- ٧- ندوة الضرائب والتنمية الاقتصادية في مصر من منظور إسلامي - اكتوبر ١٩٩٠
- ٨- مؤتمر الآثار الاقتصادية والاجتماعية لأزمة الخليج - أبريل ١٩٩١
- ٩- ندوة نحو إقامة سوق إسلامية مشتركة - مايو ١٩٩١م
- ١٠- ندوة حق الشعوب في السلم - ديسمبر ١٩٩١م
- ١١- ندوة مكان الاقتصاد الإسلامي في ظل المتغيرات الدولية المعاصرة - يناير ١٩٩٢م

- ١٢- ندوة دور الأمين العام للأمم المتحدة مع التركيز على المتغيرات الاقتصادية - فبراير ١٩٩٢م
- ١٣- ندوة مناخ الاستثمار الدولي في مصر من منظور إسلامي - فبراير ١٩٩٢م
- ١٤- ندوة الاعلام الإسلامي بين تحديات الواقع وطموحات المستقبل - مايو ١٩٩٢م
- ١٥- المؤتمر الأول للتوجيه الإسلامي للعلوم - اكتوبر ١٩٩٢م
- ١٦- ندوة الاحتفاء بمرور خمسمائة عام على وفاة الإمام السيوطي - شوال ١٤١٣هـ
- ١٧- المؤتمر الثاني للتوجيه الإسلامي للعلوم الاجتماعية - أغسطس ١٩٩٣م
- ١٨- المؤتمر الدولي: المسلمون في آسيا الوسطى والقوقاز - سبتمبر ١٩٩٣م
- ١٩- ندوة حول مشكلات تطبيق قانون الأعمال العام - ديسمبر ١٩٩٣م
- ٢٠- مؤتمر العمل الإسلامي الواقع والمستقبل - ابريل ١٩٩٤م
- ٢١- مؤتمر الإسلام والاقتصاد الدولي - يونيو ١٩٩٤م
- ٢٢- مؤتمر حقوق وواجبات مراقب الحسابات - ابريل ١٩٩٦م
- ٢٣- مؤتمر أثر اتفاقية الجات على العالم الإسلامي - مايو ١٩٩٦م
- ٢٤- مؤتمر تطوير مناهج التربية الدينية الإسلامية - مايو ١٩٩٦م

٢٥- ندوة حقوق المؤلف - يونيه ١٩٩٦

٢٦- ندوة صناديق الاستثمار في مصر - الواقع والمستقبل -

مارس ١٩٩٧م

٢٧- ندوة التقييم الاقتصادي والاجتماعي للجمعيات الخيرية الأهلية

اكتوبر ١٩٩٧م

### ثانياً: سلسلة المنتدى الاقتصادي:

١- الأمن والتنمية الاقتصادية - مايو ١٩٩٧م.

٢- الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية - يوليو ١٩٩٧م.

٣- أزمة البورصات العالمية في أكتوبر ١٩٩٧م - نوفمبر ١٩٩٧

### ثالثاً: سلسلة الدراسات والبحوث:

١- كتاب (الأخلاق في الاقتصاد الإسلامي) للمستشار عبدالحليم

الجندي

٢- كتاب (أسس التنمية الشاملة) للأستاذ أحمد عبد العظيم

٣- كتاب (الوقف) للدكتور ه نعمت عبد اللطيف مشهور.

٤- كتاب (السنن الإلهية في الميدان الاقتصادي) للدكتور يوسف

إبراهيم يوسف.

#### رابعاً: سلسلة محاضرات كبار العلماء:

- ١- محاضرة الأستاذ الدكتور عبد الغنى الغاوثى أستاذ الاقتصاد الإسلامي بالمانيا اكتوبر ١٩٩٠م
- ٢- محاضرة فضيلة الأستاذ الدكتور/ أحمد عمر هاشم - رئيس جامعة الأزهر - التوجيهات النبوية الشريفة - مارس ١٩٩٧
- ٣- محاضرة سعادة الشيخ/ صالح عبد الله كامل - الاقتصاد الإسلامي - مايو ١٩٩٧م.

#### خامساً: الحلقات النقاشية:

- ١- القوانين الاقتصادية الجديدة من منظور إسلامي ديسمبر ١٩٩٢م
- ٢- مناقشة (الإسلام كبديل) للسفير الالمانى مراد هوفمان نوفمبر ١٩٩٣م
- ٣- الملتقى الأول لمراكز ومؤسسات المعلومات العاملة في المجالات الإسلامية مارس ١٩٩٤م
- ٤- حلقة نقاشية حول كتاب (كارثة الفائدة-لفرايهوفون بيتمان) يوليو ١٩٩٤م
- ٥- حلقة نقاشية حول كتاب (الإسلام بين الشرق والغرب) للرئيس على عزت بيجوفيتش - اكتوبر ١٩٩٤م
- ٦- قضايا ومسائل البحث في الاقتصاد الإسلامي - مارس ١٩٩٧م

٧- القيمة الاقتصادية للزمن من منظور إسلامي - مايو ١٩٩٧م

٨- تفسير الخلاف في فقه الزكاة

#### سادساً: الحلقات الدراسية:

١- الصحافة الاقتصادية - سبتمبر ١٩٩٧م.

٢- الفقه للاقتصاديين - نوفمبر ١٩٩٧م.

٣- الاقتصاد للفقهاء - ديسمبر ١٩٩٧.

#### سابعاً: المجلة العلمية:

١- مجلة الدراسات التجارية الإسلامية - صدر منها (٧) أعداد من

١٩٨٤م حتى يوليو ١٩٨٥م

٢- مجلة المعاملات المالية الإسلامية صدر منها (٦) أعداد من

رمضان ١٤١٢هـ إلى ذى الحجة ١٤١٣هـ.

٣- مجلة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي جامعة الأزهر

صدر منها (٢) عددين ١٩٩٧م

طبعت بمطبعة  
مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي  
جامعة الأزهر  
٢٦١٠٣٠٨ : ☎

رقم الإيداع : ٩٧ / ١٥٢٥٠  
I.S.B.N. الترقيم الدولي  
977-5252-04-0

6  
7  
8

9

10

11

12