

النشر الإقتصادية
لأسواق الأوراق المالية
من منظور الإقتصاد الإسلامي

كل الحقوق
محفوظة

١٤٢٩هـ - ٢٠٠٩م

الطبعة الأولى

رقم الإيداع لدى دائرة المكتبة الوطنية

٢٠٠٨/٥/١٤٨٤



دار النفايس

للنشر والتوزيع - الأردن

العبدلي - مقابل مركز جوهرة القدس

ص.ب ٩٢٧٥١١ عمان ١١١٩٠ الأردن

هاتف: ٠٠٩٦٢٦٥٦٩٣٩٤٠

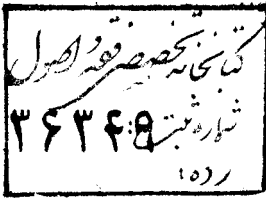
فاكس: ٠٠٩٦٢٦٥٦٩٣٩٤١

Email: ALNAFAES@HOTMAIL.COM

www.al-nafaes.com

الآثار الإقتصادية لأسواق الأوراق المالية

من منظور الإقتصاد الإسلامي



الدكتور
زكريا سلامة عيسى شطناوي



دار الإنفائس
للنشر والتوزيع

بسم الله الرحمن الرحيم

هذا الكتاب

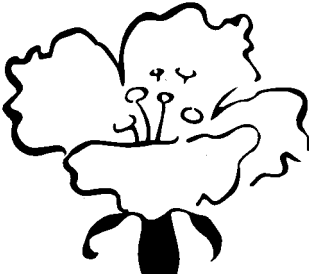
قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على

درجة دكتوراه الفلسفة في الاقتصاد والمصارف

الإسلامية، جامعة اليرموك - إربد، الأردن.

حقل التخصص: الاقتصاد والمصارف الإسلامية

١٤٢٨هـ / ٢٠٠٧م



الإهداء

أهدي هذا العمل الذي أرجو ثواب الله فيه

إلى روح والدي رحمه الله، الذي كان سبباً في تعليمي
وتثقيفي وتأديبي وتهذيبي .

إلى والدتي، الشمس التي بثت من ضيائها الدفء
والحنان، وأسكتني خفقات قلبها، أطال الله في عمرها .

إلى أخوتي وأخواتي، الكواكب التي عشت بينها ،
وغمرتني بالسكينة والرحمة .

إلى زوجتي، رفيقة دربي وهدأة نفسي، التي تحملت
فوضى أوراقي، وانشغالي الطويل، وأعانتني بكل ما تستطيع
إلى أولادي، فلذات كبدي (صهيب وشذى وأحمد)،
زينة حياتي، وسويداء قلبي .

إلى كل من ساندني في إخراج هذه الرسالة .

إلهم جميعاً أهدي هذا الجهد المتواضع ، سائلاً المولى جل
وعلا أن يجزيهم عني خير الجزاء .

الشكر والتقدير

الحمد لله الذي خلق كل شيء فقدره تقديراً ، وجعل المال والبنين زينة الحياة الدنيا ليلو الخلق أيهم أحسن عملاً ، وبين لنا أن المال سعادة للإنسان ما دام يُستخدم في طاعة الله ، وأنه شقاء ووبال على الناس إذا استخدم في غير ذلك . والصلاة والسلام على النبي المبعوث رحمة للعالمين ، سيد الأولين والآخرين ، وعلى آله وصحبه أجمعين .
وبعد :

فأتقدم بجزيل شكري ، وعظيم تقديري ، وخالص أمنياتي ، لفضيلة الأستاذ الدكتور عبد الجبار حمد السبهاني الذي تفضل بقبول الإشراف على رسالتي ، وحرص غاية الحرص على أن تكون هذه الرسالة متكاملة الجوانب ، فلم يأل جهداً في نصحي وإرشادي ، ومنحني من علمه الغزير ، ووقته الثمين ، وجهده العظيم - حتى في أوقات راحته - ما لا أقدر على شكره ، ولا أجدر له من مكافأة إلا الدعاء له بالتوفيق والسداد .

كما ويطيب لي أن أتقدم بجزيل الشكر والتقدير لأساتذتي الأفاضل : الأستاذ الدكتور محمد أحمد صقر ، والأستاذ الدكتور قاسم محمد الحموري ، والأستاذ الدكتور كمال توفيق خطاب ، والأستاذ الدكتور أحمد محمد السعد ؛ لتفضلهم بقبول قراءة ومناقشة هذه الرسالة ، وحرصوا كل الحرص على إثرائها بملاحظاتهم ، نفع الله بهم ، وجعل هذا في ميزان حسناتهم .

كما أرى من واجبي - اعترافاً بالجميل - أن أسجل شكري وتقديري لكل من ساهم في إنجاز هذه الدراسة ، وأخص بالذكر زوجتي التي لم تبخل علي بجهودها ووقتها ، وسهرت على راحتي الليلي ، وتحملت انشغالي الطويل وفوضى أوراقني ، في

سبيل إنهاء هذا العمل ، وكذلك أشكر أساتذتي الكرام، وزملائي الأفاضل في قسم
الاقتصاد، والمصارف الإسلامية .

فجزاهم الله جميعاً عني خير الجزاء

الباحث

زكريا سلامة شطناوي

الملخص

شطناوي، زكريا سلامة. الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية (من منظور الاقتصاد الإسلامي) رسالة دكتوراه في جامعة اليرموك ٢٠٠٧ (إشراف: أ.د. عبد الجبار حمد السبهاني)

ترك الأسواق المالية آثاراً إيجابية تبرر وجود هذه الأسواق تتمثل في: تخفيض تكاليف التمويل بالملكية ، وتوفير السيولة للمستثمرين ، وكذلك في تقليل مخاطر الاستثمار المالي ، وتسهيل خلق أدوات مالية تتجه إليها ادخارات الأفراد والمؤسسات في المجتمع .

ولكن نشاط هذه الأسواق وبسبب ما يجري فيه من مضاربات مالية أسفر عن ظهور آثار سلبية على النشاط الاقتصادي كان أبرزها : التأثير الضار على مستويات الأسعار ، والآثار السلبية على عملية تحديد الفعاليات المنتجة وتخصيص الموارد . وكذلك زعزعة استقرار النشاط الاقتصادي ، بالإضافة إلى الآثار السلبية على عمليات الاستثمار الحقيقي طويل الأجل ، ثم دوران رأس المال بعيداً عن دورة الإنتاج ، والآثار السلبية على توزيع الثروة ، والآثار التضخمية .

وقد اجتهدت هذه الرسالة في رصد الآثار الإيجابية بهدف تعظيم الاستفادة منها ، والآثار السلبية توصيفاً وتحليلاً وتسبيحاً بهدف الحد منها، أو تحصين الأسواق المالية الإسلامية منها . وفي كل ما تقدم سعت الدراسة إلى مناقشة هذه الآثار من منظور الاقتصاد الإسلامي .

وقد اقتضى رصد تلك الآثار وتقويمها من منظور إسلامي إلى توزيع مادة هذه الدراسة على فصول أربعة : اهتم الفصل الأول ببيان مفهوم سوق الأوراق المالية ، وأنواعها وشروط إقامتها . واهتم الثاني ببيان الآثار الإيجابية لسوق الأوراق المالية ، وبيان دور هذه السوق في التنمية الاقتصادية . أما الفصل الثالث فقد اهتم ببيان الآثار السلبية لهذه السوق . والفصل الرابع بيّن بعض الأزمات الاقتصادية الناتجة عن أنشطة أسواق الأوراق المالية .

وخلصت الدراسة إلى أن سوقاً إسلامية مبرأة من الآثار السلبية يلزم لها : مشروعية موضوعات التعامل ، والمعاملات ، والمقاصد والمآلات . كما انتهت إلى توصيات ونتائج عرضت لها في الفصل الختامي .

الكلمات المفتاحية : اقتصاد إسلامي ، أسواق مالية ، أوراق مالية ، آثار اقتصادية ، شطناوي .

المقدمة

الحمد لله الذي خلق كل شيء فقدره تقديراً ، وأسبغ على عباده نعماً ظاهرة وباطنة لمن أراد أن يذكر أو أراد شكوراً ، وجعل المال والبنين زينة الحياة الدنيا ليلو الخلق أيهم أحسن عملاً ، ووهب لنا العقل لنميز الخبيث من الطيب ، ويبين لنا أن المال سعادة للإنسان ما دام يستخدم في طاعة الله ، وأنه شقاء ووبال على الناس إذا استخدم في غير ذلك . والصلاة والسلام على سيد الأولين والآخرين معلّم الناس الخير ومرشدهم إلى ما ينفعهم في دينهم ودنياهم ، فكان أسوة حسنة في جميع أقواله وأعماله لمن كان يرجو الله واليوم الآخر . أما بعد :

فالسوق هو الإطار الذي تتم فيه عادة عملية التبايع ، ونظراً لأهمية السوق أمر النبي ﷺ ببناء سوق إسلامي في المدينة بديلاً عن سوق اليهود ، وكان ﷺ يمر بنفسه على السوق ويراقب ما يجري فيه من مبادلات . ولقد تطورت الأسواق التقليدية تطوراً كبيراً نتيجة للتطور العلمي والتكنولوجي ووسائل النقل والاتصالات ، وظهرت أساليب جديدة للمعاملات المالية لم تكن معروفة من قبل مما أدى إلى توسيع قاعدة هذه الأسواق ، وظهور أشكال جديدة للأسواق ، ومن تلك الأسواق أسواق المال (أو بورصة الأوراق المالية) ، وفي هذه يتم تداول الأوراق المالية: الأسهم والسندات .

ومن المتفق عليه أن أسواق رأس المال بشقيها الأولي والثانوي تؤدي دوراً أساسياً ومهماً في النمو الاقتصادي . إن وجود أسواق رأسمال أولية وبورصات أوراق مالية تتميز بالكفاءة له مزايا عديدة من أهمها المساهمة في حشد التمويل من خلال إصدار أسهم وسندات، وحشد التمويل بالعرض من خلال توفير السيولة للمستثمرين،

وتقليل مخاطر الاستثمار المالي، وتسهيل خلق أدوات مالية تتجه إليها ادخارات الأفراد والمؤسسات في المجتمع، وتحفيز إدارات الشركات على تحسين كفاءتها في الأداء ، والعمل على زيادة معدلات الأرباح، وتشجيع الاستثمارات الرأسمالية ذات الريعة في الاقتصاد القومي، وإيجاد فرص عمل جديدة تخفض معدلات البطالة، ورفع مستويات الدخل، وزيادة الإنتاج، وتخفيض معدلات التضخم، وتسريع معدلات النمو الاقتصادي .

هذا هو التصور الأولي والذي أعطى نظرة إيجابية للأسواق المالية ، لكن من الضروري الإشارة هنا إلى أن المتعاملين مع الأسواق المالية انقسموا إلى فئتين : فئة تسعى لجني الأرباح من خلال المضاربة في البورصة والبيع والشراء المتكرر. وفئة تهدف إلى الاستثمار وهم قلة قليلة . وكذلك الشركات بعضها يهدف لجمع الأموال اللازمة للاستثمار، والبعض الآخر يهدف لجني الأرباح السريعة من خلال استغلال أحلام المتعاملين بالبورصة ، مما ترك آثاراً سلبية على الأداء الحقيقي ، وهو ما تتركز فيه كتابات منتقدي الأسواق المالية .

ومن هذا المنطلق تحاول الدراسة استقصاء هذه الآثار وبيان أسبابها وتحليلها وتقويمها من منظور الاقتصاد الإسلامي .

أهمية الدراسة :

تقدم أن أسواق رأس المال تؤدي دوراً أساسياً ومهماً في النمو الاقتصادي ، لكن التغيرات الهيكلية التي تشهدها الأسواق المالية ، حيث التحرر المالي ، والحد من القيود وحرية تدفق رؤوس الأموال واستثمارها عبر الحدود ، وانفتاح الأسواق بعضها على بعض قد يجعل من السهل انتقال مخاطر الأزمات المالية عبر الحدود أو بين الأسواق ، وخصوصاً أن الأزمات وانهيار البورصات متعددة ومتداخلة ومتشابكة ، قد ترجع

إلى أخطاء في سلوك المستثمرين والمؤسسات ، حيث تشير التجارب العالمية والعربية إلى بعض الأسباب الرئيسية والتي من أهمها المضاربات الوهمية ، والممارسات غير الأخلاقية وغير القانونية ، والفشل في تنظيم السوق ، وضعف الإفصاح والشفافية ، والهروب المفاجئ لرؤوس الأموال .

ونظراً للحاجة إلى التعامل مع هذه الأسواق فإن الأمر يقتضي دراسة طبيعة هذه الأسواق والتعرف على أساليب العمل بها حتى يمكن تكوين تصور دقيق عنها ، وتقدير ما يمكن أن تقدمه لنا من مزايا وآثار إيجابية لتعزيزها ، وما تسببت فيه من الآثار السلبية لإيجاد الحلول المناسبة لها إن أمكن ، من هنا تكمن أهمية هذه الدراسة في تحقيق ما يلي:

- ١- دراسة الآثار الإيجابية والسلبية لأسواق الأوراق المالية وتقديرها شرعاً .
 - ٢- بيان الأزمات الاقتصادية الناتجة عن أسواق الأوراق المالية وتحليل هذه الأزمات وتقديرها من وجهة نظر الاقتصاد الإسلامي .
 - ٣- بيان ضوابط وشروط إقامة سوق مالية إسلامية ، وذلك من خلال التقويم الشرعي والاقتصادي لنموذج بورصة الأوراق المالية المعاصرة .
- أسباب اختيار الموضوع :

لقد جاء اختياري لموضوع هذه الدراسة لأهمية الموضوع بالإضافة لعدة أسباب من أهمها:

- ١- عدم وجود دراسة مستقلة تناولت هذا الموضوع من جميع جوانبه بالطريقة التي تسهل على الباحث معرفة الآثار الاقتصادية المترتبة على أسواق الأوراق المالية في وقت صار دورها يتعاظم في الحياة الاقتصادية .

٢- إن الاهتمام بالآثار الاقتصادية لسوق الأوراق المالية ، وتقديرها شرعاً لتعزيز الإيجابية منها ووضع حلول مناسبة للآثار السلبية ، هو من تمام إقامة الواجب في حفظ المال وتنميته .

٣- إن هذه الأسواق المالية - مع الحاجة إلى أصل فكرتها - هي في حالتها الراهنة ليست النموذج المحقق لأهداف تنمية المال واستثماره من الوجهة الإسلامية ، بل يترتب عليها العديد من الآثار التي قد تعيق التنمية ، وهذا الموضوع يتطلب بذل جهود علمية مشتركة من الفقهاء والاقتصاديين لمراجعة ذلك ومعالجته .

هدف الدراسة :

تهدف هذه الدراسة بالإضافة إلى التعرف على أسواق الأوراق المالية القائمة ، تهدف الإجابة على التساؤلات التالية :

١- ما هي العمليات المالية التي تجري في بورصة الأوراق المالية ؟

٢- ما الفرق بين أسواق الأوراق المالية القائمة ، وسوق إسلامية نسعى لتحديد معالمها ؟

٣- ما هي الآثار الإيجابية والسلبية الناجمة عن نشاط أسواق الأوراق المالية ؟

٤- كيف يمكن زيادة الإيجابيات ، والتقليل من السلبيات ؟

الدراسات السابقة :

وجد الباحث عدداً من الأبحاث والدراسات والآراء التي ناقشت الأسواق المالية أو بعض جوانبها ، ولكن لم يلحظ في أي دراسة منها أنها تتبع الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية ودراسة العلاقة بين هذه الأسواق والأزمات .

أما أهم الدراسات السابقة فهي كما يلي :

١- دراسة سيف الدين تاج الدين^(١) ، وهي بحث بعنوان " نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم " وفيه إشارات إلى طبيعة التداول في سوق إسلامية للأسهم ، وقد تناول الباحث المبادئ العامة التي تكيف طبيعة التداول في سوق إسلامية للأسهم ، ويقوم من الناحيتين الشرعية والاقتصادية نموذج سوق الأسهم الرأسمالية الحرة ، ومدى ملائمة ذلك النموذج للمجتمع الإسلامي من حيث المبدأ ، ولكنه يهتم بالأسس المبدئية العامة ولا يتناول الجوانب التطبيقية إلا عرضاً رغم ضرورة تقويم التجارب الناشئة لأسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية النامية ، وما يتضمنه ذلك من إدخال للاعتبارات التنموية في التحليل.

٢- دراسة إسماعيل حسن محمد^(٢) ، وهي بحث بعنوان " تطوير سوق مالي إسلامي " حيث تضمن إشارات إلى البديل الإسلامي لبورصة الأوراق المالية ، فتناول الباحث هيكل سوق المال في الإسلام ، وتطرق إلى ركائز السوق بصورة مختصرة جداً ، وفي أثناء بحثه تطرق إلى موضوع الأسهم والسندات ، وفي مطلب قصير تطرق إلى بورصة الأوراق المالية والبديل الإسلامي لها ، ولكن لم يفصل فيه.

٣- دراسة أحمد محيي الدين أحمد^(٣) ، بعنوان " أسواق الأوراق المالية وآثارها

(١) انظر: سيف الدين تاج الدين نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم ، مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي ، جامعة الملك عبد العزيز ، جدة ، دار النشر العلمي ، المجلد الثالث ، العدد الأول ، ١٤٠٥ هـ - ١٩٨٥ م.

(٢) انظر: إسماعيل حسن محمد ، تطوير سوق مالي إسلامي ، بحوث مختارة من المؤتمر الأول للبنوك الإسلامية المنعقد في استانبول ، الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية ، الطبعة الأولى ، ١٩٨٧ م.

(٣) انظر: أحمد محيي الدين أحمد ، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي ، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي ، الكتاب الثاني ، الطبعة الأولى ، ١٤١٥ هـ - ١٩٩٥ م.

الإنهاء في الاقتصاد الإسلامي"، وقد هدفت الدراسة إلى التعريف بالأسواق المالية وواقع الأوراق المالية القائمة في البلاد الإسلامية كالأسهم والسندات، وكذلك أوضحت هياكل ونظم عمليات أسواق الأوراق المالية، وحقيقة المضاربة التي تتم في أسواق الأوراق المالية، وأخيراً اقترحت أجهزة وبرامج مقترحة من أجل قيام سوق أوراق مالية إسلامية تنموية متطورة. وتوصل الباحث في دراسته إلى مجموعة من النتائج المستخلصة، منها أن أسواق الأوراق المالية القائمة في البلاد الإسلامية تعاني من العديد من السلبيات التي تؤثر على أدائها لدور تنموي فاعل، لكنه ذكر بعض الإيجابيات والسلبيات بنوع من الاختصار.

٤- دراسة سمير عبد الحميد رضوان^(١)، بعنوان "أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية" وفي هذه الدراسة تصدى الباحث في الباب الأول لماهية البورصة ونشأة الأسواق وتطورها بوجه عام، كما تناول وظائف البورصة وطرق وأساليب تنفيذ العمليات في البورصات، وعرض لدور البورصات في تمويل التنمية الاقتصادية. وفي الباب الثاني تحدث عن البيوع التي تجري في أسواق الأوراق المالية ونظرة الشريعة الإسلامية إليها، وتصدى لمسألة الشركات في الفقه الإسلامي وعرج منها إلى شركة المساهمة وموقف الشريعة منها، وتناول مسألة البيوع في بورصة الأوراق المالية وموقف الشريعة منها. وخرج في نهاية دراسته بتوصية وعدة مقترحات، أما التوصية فهي إقامة سوق أوراق مالية إسلامية غير إقليمية، وأما المقترحات فتتضمن بعض الأسس اللازمة لقيام هذه السوق.

(١) انظر: سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، دون تاريخ.

٥- دراسة عطية فياض^(١) ، بعنوان " سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي " ، وفي هذه الدراسة قام الباحث بتحليل جميع عمليات سوق الأوراق المالية سواء من حيث الإصدار أو التداول، ثم بين موقف الفقه الإسلامي منها ، ودمج في دراسته التحليل القانوني والاقتصادي والتكييف الفقهي الشرعي حتى يتمكن من معرفة الحكم الشرعي للتعامل مباشرة، مع الإشارة إلى البدائل الشرعية للعمليات الباطلة ، أو محاولة تنقية المعاملات الباطلة لتصبح مشروعة إسلامياً. وخرج بعدة نتائج منها : أن وجود الأسواق المالية ضرورة ملحة لعلنا لأنها تحقق المصلحة ، وأيضاً أن الأسواق المالية بوضعها الحالي ليست الأنموذج الذي تنشده الشريعة الإسلامية.

٦- دراسة محمد صبري هارون^(٢) ، بعنوان " أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات) " ، وفي هذه الدراسة ناقش الباحث الأسهم والسندات من منظور إسلامي حين بين مفهومها وأهميتها، ووضع ضوابطها السلوكية التي يمكن استخدامها في سبيل إنشاء الأسواق المالية الإسلامية ، وقدم الباحث في هذه الدراسة الأحكام المتعلقة بالأسهم والسندات وبين سبل إمكانيات تطوير الأدوات المالية الإسلامية. لكنه لم يتطرق إلى الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية .

(١) انظر: عطية فياض ، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات ، مصر، ط ١ ، ١٩٩٨ .

(٢) انظر: محمد صبري هارون ، أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات) ، دار النفائس ، الطبعة الأولى ، ١٩٩٩ م

٧- دراسة معبد الجارحي^(١) ، وهي بحث بعنوان " الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام " حيث تعرض في البحث إلى الأسواق المالية من وجهة النظر الإسلامية باستعراض الأسواق المالية المعاصرة ومشكلاتها ، وقدم بعض القواعد والضوابط السلوكية ، والهياكل المؤسسية التي يمكن استخدامها عند إنشاء السوق المالية الإسلامية.

٨- دراسة شعبان محمد إسلام البرواري^(٢) ، وهي بعنوان " بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي "، حيث حاول الباحث في دراسته الخوض في طبيعة العمل في بورصة الأوراق المالية والوظائف التي تقوم بها ، وذلك بدراستها ونقدها من منظور إسلامي لتنمية المعاملات التي تتم فيها وفقاً لأحكام الشريعة .

٩- دراسة كمال توفيق حطاب^(٣) ، بعنوان " نحو سوق مالية إسلامية " ، أضاف الباحث في هذه الدراسة العقود الآجلة وعقود الخيارات إلى الأدوات التي يمكن تداولها في السوق المالية الإسلامية وذلك بعد تطويرها في ظل العقود والضوابط الشرعية . " وهدفت الدراسة إلى بحث إمكانية إيجاد سوق مالية إسلامية للخيارات والمستقبلات والعقود الآجلة على مستوى المجتمع الإسلامي المحلي والدولي ، وللوصول إلى هذا الهدف بدأت الدراسة بتوضيح الأدب الاقتصادي والمالي المتعلق بالموضوع ، ومن ثم عرضت الدراسة آليات العمل بالخيارات والمستقبلات والعقود

(١) انظر: د. معبد الجارحي ، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام ، الإدارة المالية في الإسلام ، مؤسسة آل البيت ، عمان ، ١٩٨٩ .

(٢) انظر: محمد إسلام البرواري ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ، دمشق ، دار الفكر ، ط ١ ، ٢٠٠١ م .

(٣) انظر: كمال توفيق حطاب ، نحو سوق مالية إسلامية ، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي ، جامعة أم القرى ، ٢٠٠٥ م .

المؤجلة في السوق المالية في الاقتصاديات المعاصرة بغية تقويمها وتطويرها بما يتفق والشريعة الإسلامية . وقد توصلت الدراسة إلى أنه من الممكن قيام سوق مالية إسلامية للعقود الآجلة في ظل العمل بضوابط شرعية خاصة ، كما أن وجود هذه السوق سوف يزيد في كفاءة استخدام الموارد وعدالة توزيعها " (١) .

بعد هذا الاستعراض لأهم الدراسات السابقة يتبين لنا أن هذه الدراسات التي تم التعرض لها بحثت موضوع سوق الأوراق المالية من الناحية النظرية، أو بشكل مجمل غير مفصل ، أو تعرضت لجانب معين واحد بالتفصيل فحسب ، أو افتقرت إلى الجانب التطبيقي ولم تهتم ببيان أو تفصيل الآثار الاقتصادية لسوق الأوراق المالية ، أما الجديد في هذه الدراسة إن شاء الله فيتمثل فيما يلي :

- ١- دراسة تقديرية إسلامية تبين الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية والأزمات الاقتصادية التي عصفت بالاقتصاد العالمي والعربي .
- ٢- تأتي هذه الدراسة استكمالاً للدراسات السابقة .

فرضية الدراسة:

تدور هذه الدراسة حول الفرضيات الرئيسية التالية:

- ١- للأسواق المالية القائمة آثار سلبية تفوق آثارها الإيجابية في المجال الاقتصادي.
- ٢- يمكن إقامة سوق مالية إسلامية تعزز الآثار الإيجابية وتحد من الآثار السلبية محلياً وإقليمياً وعالمياً.

(١) نفس المرجع السابق .

منهج الدراسة :

جاءت هذه الدراسة محاولة لتقديم الرؤيا الإسلامية للسوق المالي بأحكامه وضوابطه ، ثم تقويم واقع السوق المعاصرة من حيث عرض إيجابياتها وسلبياتها قبل أن تختتم بالحديث عن الأزمات المالية الناتجة عن سوق الأوراق المالية ، ثم تحليل ذلك كله من وجهة نظر الاقتصاد الإسلامي . ومن أجل ذلك اعتمدت على أكثر من منهج بما يتناسب والموضوع المراد بحثه ، فتهتم هذه الدراسة بتتبع الآثار الاقتصادية الناتجة عن العمليات التي تجري في البورصة على أرض الواقع إقليمياً وعالمياً ، ثم الرجوع إلى المصادر والمراجع الأصلية في الفقه الإسلامي للتقدير الشرعي ، وكذلك المراجع المعاصرة التي تتعلق بالاقتصاد الإسلامي لتحليل آراء العلماء المعاصرين حول هذه الآثار ، لتقديم نظرة إسلامية واعية متفتحة حول الإيجابيات والسلبيات للتأكيد على الإيجابيات ومعالجة السلبيات للوصول إلى نموذج إسلامي معاصر للأسواق المالية يزيد من المشاركة فيها ويعزز دورها التنموي ويجلب الاستقرار الاقتصادي للبلدان .

بما أن الدراسة سعت للتعرف على حقيقة الآثار الاقتصادية لسوق الأوراق المالية والأزمات الاقتصادية المترتبة على هذه الآثار، فإنها ستمر في المراحل الآتية:

الأولى:- مرحلة التخطيط للدراسة: في هذه المرحلة الأساسية تم تحديد مشكلة الدراسة والأسئلة المتوقعة له ، ودوافعها وأهدافها وأهميتها ومصادرها

الثانية:- مرحلة جمع معلومات الدراسة : وقد تم خلال فترة جمع المعلومات ما يلي:

أ- مراجعة الأدبيات السابقة في مجال الأسواق المالية، وما تضمنته من دراسات.

ب- تتبع البحوث والدراسات السابقة ذات الاتصال بموضوع البحث، ثم

تحليلها للكشف عن وجهات النظر المختلفة في الموضوع .

خطة البحث :

لتحقيق الأهداف المرجوة، قسمت هذه الدراسة بعد المقدمة إلى أربعة فصول وخاتمة.

وقد قسمت الفصول على النحو التالي :

الفصل الأول : وفيه بينت الدراسة سوق الأوراق المالية ، مفهومها ونشأتها ، وأنواعها وشروطها .

الفصل الثاني: وفيه عرضت الدراسة للآثار الإيجابية لسوق الأوراق المالية ، على صعيد الاقتصاد القومي ، وعلى الأفراد والمؤسسات . ودور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي .

الفصل الثالث: وفيه تطرقت الدراسة إلى الآثار السلبية لأسواق الأوراق المالية المعاصرة ، والتقدير الاقتصادي الإسلامي لها .

الفصل الرابع: وفيه تعرضت لبعض الأزمات الاقتصادية الناتجة عن أنشطة أسواق الأوراق المالية المعاصرة عالمياً وعربياً، والآثار الناتجة عنها ، والأسباب العامة لهذه الأزمات .

الفصل الختامي: الذي خلصت فيه الدراسة إلى أن السوق المالية الإسلامية يلزم لها مميزات، ويعترضها مشاكل ، ولها مهامها المتوقعة . ثم ختم بالنتائج والتوصيات .

الفصل الأول

سوق الأوراق المالية

(الماهية، النشأة، الأنواع)

وفيه بحثان هما :

المبحث الأول : مفهوم سوق الأوراق المالية ونشأتها

المبحث الثاني : أنواع أسواق الأوراق المالية وشروطها

الفصل الأول

سوق الأوراق المالية (الماهية، النشأة، الأنواع)

المبحث الأول : مفهوم سوق الأوراق المالية ونشأتها

ويتناول هذا المبحث مفهوم سوق الأوراق المالية ، ونبذة عن تاريخ نشأتها.

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

السوق لغة :

تطلق كلمة السوق في اللغة ويُراد بها : موضع البيع والشراء ، قال ابن سيده : السوق التي يتعامل فيها ، تذكر وتؤنث. ولها معان أخرى ، وجاء بهذا المعنى قوله تعالى: ﴿ وَقَالُوا مَالِ هَذَا الرَّسُولِ يَأْكُلُ الطَّعَامَ وَيَمْشِي فِي الْأَسْوَاقِ ﴾ [الفرقان: ٧] ، والأسواق جمع السوق وهي موضع البياعات والتعامل . وسميت بذلك لأن التجارة تجلب إليها وتساق نحوها المبيعات^(١).

وورد لفظ "السوق" و "الأسواق" في السنة النبوية كثيراً، حتى خصص بعض أصحاب الصحاح والسنن باباً أو أبواباً لها^(٢).

(١) انظر : ابن منظور ، لسان العرب ، دار صادر ، ج ١٠ ، ص ١٦٦ ، مادة (سوق) . وأبو بكر الرازي ، مختار الصحاح ، دار المعارف ، القاهرة ، مادة (سوق) ، ج ١ ، ص ٣٢٦ . محب الدين الحسيني الزبيدي ، تاج العروس ، المطبعة الخيرية ، ج ٦ ، ص ٣٨٧

(٢) انظر: ابن حجر العسقلاني ، فتح الباري في شرح صحيح البخاري ، دار الريان ، ط ٣ ، كتاب البيوع ، باب الأسواق التي كانت في الجاهلية فتبايع بها الناس ، ج ٣ ، ص ٦٩٤ ، ج ٤ ، ص ٣٩٧ - ٤٠٢ .

مما تقدم يتبين أن السوق هو المكان الذي تساق إليه السلع حيث يجتمع فيه الطالبون (المشترون) والعارضون (البائعون)، فيتبادلون السلع بالسلع أو السلع بالنقود، فكلمة السوق في اللغة تطلق على مكان جغرافي محدد تباع فيه السلع وتشتري، كما تُعرض فيه الأعمال والصناعات^(١).

السوق اصطلاحاً :

وإذا كانت كلمة السوق تطلق على موضع البيع والشراء فإنها قد استخدمت اقتصادياً في معنى أوسع من ذلك بكثير، فقد جاء في الموسوعة العربية الميسرة أن السوق هو المكان الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون لسلعة معينة، غير أن وحدة المكان ليست شرطاً أساسياً لقيام السوق^(٢). ويقول سعيد توفيق عبيد: (السوق هو: وسيلة تجمع بين البائعين والمشتريين، بغرض انتقال السلع والخدمات من طرف لآخر)^(٣). ويقول علي حافظ منصور: (السوق في التعريف الاقتصادي هي: مجموع البائعين والمشتريين لسلعة معينة، أو لعناصر الإنتاج، في فترة زمنية معينة، ومنطقة معينة، وعلى اتصال وثيق بينهم)^(٤).

وبذلك اتسعت كلمة السوق لكي تشير إلى البائعين والمشتريين الذين تتلاقى رغباتهم في تبادل سلعة أو خدمة معينة ومحددة، فيكفي لقيام السوق وجود صلة بين

(١) ابن خلدون، المقدمة، دار القلم، لبنان، ط٦، ١٩٨٦، الفصل الثاني عشر، ص ٣٦٢-٣٦٣.

(٢) الموسوعة العربية الميسرة، دار نهضة لبنان للطبع والنشر، بيروت، ١٣١٧هـ، ١٩٨٧، ج ١ ص ١٠٣٤.

(٣) سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، (د.ت)، ص ٦٧.

(٤) علي حافظ منصور، ومحمد عبد المنعم عفر، مبادئ الاقتصاد الجزئي، دار المجتمع العلمي، جدة، ١٩٧٩، ص ٢٠٠.

المتعاملين ، وهذا هو المعنى الذي جاء به معجم العلوم الاجتماعية إذ عرف السوق :
"بالخيز الذي ينتشر فيه بائعو ومشترو سلعة أو خدمة انتشاراً لا يمنعهم من اتصال بعضهم ببعض اتصالاً تاماً"^(١)، فقد يكون هذا الخيز قرية أو حياً أو إقليمياً أو قطعياً ، كما قد يشمل العالم بأسره ، ومن الممكن أن يتحقق هذا الاتصال بوسائل شتى كالبرق والهاتف وعبر الانترنت وغير ذلك ، فأصبح من السهل أن يتصل المشتري في طرف من أطراف الأرض بالبائع من الطرف الآخر ، يقول كورنو : (لا يقصد الاقتصاديون باصطلاح السوق مكاناً معيناً تباع وتشتري فيه الأشياء ، بل كل الإقليم الذي يكون فيه البائعون والمشترون على اتصال حر يؤدي إلى مساواة أثمان السلع التي من نوع واحد بسهولة وسرعة)^(٢). وبذلك صارت أسواق عديدة من السلع مثل القطن والسكر والذهب أسواقاً عالمية .

وإذا تحقق الاتصال التام بين أطراف التعامل في السوق ، وأصبح كل طرف على علم تام بكل مجريات الأمور من معرفة بالأسعار التي تعقد بها الصفقات ، وبجميع الكميات المطلوبة والمعروضة ، وخصائصها الطبيعية ، هنا يطلق على هذه السوق بأنها سوق كاملة ، وتبتعد السوق عن الكمال كلما زاد اختلاف السعر بالنسبة للسلعة في جزء من أجزاء السوق عنه في الأجزاء الأخرى^(٣) .

(١) معجم العلوم الاجتماعية ، اليونسكو ، الهيئة المصرية العامة للكتاب ، القاهرة ، ص ٣٢٣ .
(٢) محمد عبد المنعم الجمال ، موسوعة الاقتصاد الإسلامي ، دار الكتب الإسلامية ، دار الكتاب المصري ، القاهرة ، الطبعة الثانية ، ١٩٨٦ ، ص ٥٢٣ .
(٣) عطية فياض ، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي ، دار النشر للجامعات ، مصر ، الطبعة الأولى ، ١٩٩٨ ، ص ١٩ . نقلاً عن مقبل جميعي ، الأسواق والبورصات ، مطابع رمسيس ، الإسكندرية ، (د.ت).

تعريف سوق الأوراق المالية:

لقد عرفت سوق الأوراق المالية بتعريفات عدة، فقد عرفها القاموس الاقتصادي والتجاري بأنها: " سوق منظمة تنظيمياً دقيقاً لتداول الأسهم والسندات" ^(١) ، أو هي : "سوق مالية منظمة يتداول فيها الأسهم والسندات وتتحدد فيها الأسعار وفقاً للعرض والطلب " ^(٢) ، كما عرفت بأنها: " سوق منظمة تتعقد في مكان معين في أوقات دورية للتعامل بيعاً وشراءً بمختلف الأوراق المالية " ^(٣) ، أو هي : " سوق منظمة للتعامل في الأوراق المالية من أسهم وسندات الشركات ، وكذا السندات الحكومية القابلة للتداول في البورصة ، ويلتزم المتعاملون في البورصة بمراعاة القوانين واللوائح التي تنظم التعامل فيها، وتقوم على إدارة البورصة هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ هذه القوانين " ^(٤) ، وهناك تعريف آخر للبورصة وهو: " أنها سوق منظمة ، تقام في أماكن معينة، وفي أوقات محددة ، يغلب أن تكون يومية بين المتعاملين بيعاً وشراءً بمختلف الأوراق المالية ، وبالسلع التي تتعين مقاديرها بالكيل والوزن أو العد، وذلك بموجب قوانين ونظم تحدد قواعد المعاملات والشروط الواجب توافرها في المتعاملين والسلعة " ^(٥) .

(١) K.L. Hanson, A dictionary of economic and commerce, Macdonald and eveons press, p425 .

(٢) هشام البساط ، الأسواق المالية الدولية وبورصات الأوراق المالية وسياسات تكوين محفظة الأوراق المالية في المصارف ، اتحاد المصارف العربية ، بيروت ، ١٩٧٥ ، ص ٣٢ .

(٣) مراد كاظم ، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية ، المكتبة التجارية ، بيروت ، ط ٢ ، ١٩٦٧ ، ص ٧ .

(٤) انظر : أحمد بن محمد الخليل ، الأسهم والسندات ، أحمد بن محمد الخليل ، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي ، دار ابن الجوزي ، ط ٢٠٠٣ م ، ص ٣٤ .

(٥) انظر : نادية أبو فخري مكاي ، اتجاه معاصر في إدارة المنشآت والأسواق المالية ، مكتبة النهضة العربية ، القاهرة ، ١٩٩٠ ، ص ٩٧ .

فالبورصة مكان معلوم ومحدد مسبقاً يجتمع فيه المتعاملون بغرض القيام بعمليات التبادل ، ويتوافر فيها قدر مناسب من العلانية والشفافية بحيث تعكس آثارها على جميع المتعاملين وعلى معاملاتهم فتتحدد بناءً عليها الأسعار .

وهذه التعريفات تعطي مدلولاً على أن هذه السوق سوق خاصة ، لها صفات تنفرد بها عن الأسواق المعروفة ، أبرزها :

١- التركيز على الانتظام ، " فهي سوق منظمة " تتميزاً لها عن المبادلات التي تتم بواسطة المتعاملين من غير تقييد بقوانين ونظم ولوائح سوق الأوراق المالية ، ويظهر هذا التأكيد من خلال التعريف التالي لسوق الأوراق المالية وهو : " البورصة سوق مستمرة تقام في مكان ثابت للتعامل في صكوك معينة تصلح للمبادلات واسعة النطاق ، وذلك بموجب قوانين ولوائح وقواعد لتنظيم عقد الصفقات ، وإقرار الشروط الواجب توفرها في المتعاملين وفي الصكوك موضوع التعامل " (١).

٢- أنها مكان معلوم ومحدد مسبقاً، ويتوافر فيها قدر مناسب من العلانية والشفافية .

٣- والتركيز على موضوعات التبادل ، وهي الأوراق المالية كالأسهم والسندات، والسلع المتماثلة .

تعريف تنموي لسوق الأوراق المالية :

ومن الملاحظ أن هذه التعريفات لم تعط الدور التنموي للبورصة ، حيث اقتصر على جعلها المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون ومجموع العمليات التي تنعقد

(١) ياسين عبد الحميد ، بورصة الأوراق المالية ، مكتبة التاجر والمحاسب ، القاهرة ، الطبعة الأولى ١٩٤٨ ، ص ٢٨ .

فيها ، وقد أبرزت دراسة مشتركة بين المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وسوق عمان المالي هذا الدور لسوق الأوراق المالية حيث عرفت بأنها : " السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال من الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة بما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد " ^(١).

تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية:

خلص الدكتور أحمد محيي الدين في دراسته إلى تعريف لسوق الأوراق المالية يعكس بيان مدى التزام سوق الأوراق المالية في اقتصاد إسلامي بالمنهج الإسلامي للاستثمار ، وإبراز الدور الإنشائي لسوق الأوراق المالية ، فعرّف السوق الإسلامية للأوراق المالية بأنها : " سوق منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية للتعامل الشرعي بيعاً وشراءً لمختلف الأوراق المالية ، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة " ^(٢)، وقصد من قوله: "بسوق منظمة" أنها تخضع لقوانين ولوائح وقواعد تنظم إداراتها وتحكم عملياتها ، وقصد "بالتعامل الشرعي" : أن يجري التداول على أوراق مالية يصح إصدارها شرعاً وبصيغ مشروعة ، وأن تتقيد كافة عملياتها بالإطار الشرعي للمعاملات . كما أن التعريف أظهر بجلاء دور سوق الأوراق المالية في المساهمة الفعالة في إحداث التنمية الاقتصادية وذلك من خلال تجميع المدخرات وتمويل المشروعات الناجحة .

(١) المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ، أسواق الأوراق المالية العربية (تنظيمها، أدواتها، أوضاع التعامل فيها)، الكويت ، ١٩٨٥ ، ص ٣٢٧ .

(٢) أحمد محيي الدين ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٢٤ .

وبين أن الهدف من سوق الأوراق المالية هو تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة . والحقيقة أن الهدف هو الاسترباح للسوق والمتعاملين ، وأما الهدف فقد يتحقق عرضاً إن توافق مع هدف الربح ، وقد لا يتحقق أبداً ، بل قد تكون الأسواق المالية وسيلة لتجميع فوائض الأموال وتهريبها أو تصديرها إلى الخارج على خلاف ما تقصده أي سياسة تنموية رشيدة تستند إلى مقاصد شرعية راجحة .

أسماء أسواق الأوراق المالية :

تطلق على سوق الأوراق المالية عدة أسماء تشير كلها غالباً إلى مدلول واحد . فالبعض يسميها " سوق الأسهم والسندات " ^(١) ، وهذا الاسم وإن كان يعبر عن واقع أسواق الأوراق المالية القائم إلا أنه لا يسمح باستخدام أدوات تعامل جديدة في السوق . ويسميها البعض " سوق رأس المال " ^(٢) باعتبار أنها مصدر الأموال لتمويل مختلف المشروعات . ويعرفها آخرون باسم " السوق المالية " ^(٣) أو السوق الاستثمارية كما يسميها هربرت داوغل ^(٤) ، أي أنها " سوق الأموال طويلة ومتوسطة الأجل " تميزاً لها عن " السوق النقدية " وهي " سوق الأموال قصيرة الأجل " ، وإن كان البعض قد توسع في تعريف " السوق المالية " ولم يقصرها على سوق الأوراق

(١) انظر : محمد صالح جابر ، الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية ، دار الرشيد للنشر ، بغداد ، ط ١ ، ١٩٨٢ ، ص ١٣ وما بعدها .

(٢) انظر : سامي حسن حمود ، الوسائل الشرعية لتداول الحصص الاستثمارية في حالات السلم والإيجار والمرابحة ، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة البركة الثانية في الاقتصاد الإسلامي ، تونس ، ٤ - ٧ نوفمبر ١٩٨٤ ، ص ٣ وما بعدها .

(٣) انظر : بيار برجه ، السوق النقدية ، ترجمة علي مقلد ، منشورات عويدات ، بيروت ، ط ١ ، ١٩٧٨ ، ص ٥ وما بعدها .

(٤) Herbert E. Dougall, Jack E. Gaumnitz, Capital Markets and Institutions, prentice -Hall, Inc - p4-5 .

المالية وحدها ، بل امتد مفهومه للسوق المالية ليشمل المصارف وشركات التأمين وكافة الأجهزة المؤسسية التي تقوم بدور الوساطة المالية ^(١) ، ومن الأسماء التي شاع إطلاقها على سوق الأوراق المالية اسم " بورصة الأوراق المالية " ^(٢) .

وعُرِّبَت سوق الأوراق المالية بالمصفق ، باعتبارها اسم مكان يدل على الموضع الذي يكثر فيه عقد الصفقات ، وصفق البيع : أمضاه ، لأن العرب كانت إذا أرادوا إنفاذ البيع ضرب أحدهما يده على يد صاحبه ، فيقولون : صفق يده أو على يده بالبيع ، فوصفوا به البيع . والصفق التبايع ، وتوافق البائع والمشتري : أنجزوا البيع . والصفقة : ضرب اليد عند البيع علامة إنفاذه . والصفقة : البيعة ، يقال : صفقة رابحة أو خاسرة ^(٣) .

(١) انظر: باري سيجل ، النقود والبنوك والاقتصاد ، ترجمة طه عبد الله منصور وآخرون ، دار المريخ للنشر ، ص ٦٩ ، ٨٥ .

(٢) يقال أن أصل كلمة بورصة يعود إلى اسم العائلة فان دير بورسيه Van der Beruse البلجيكية التي كانت تعمل في المجال البنكي والتي كان فندقها بمدينة بروج Bruges مكانا لالتقاء التجار المحليين في القرن الخامس عشر ، حيث أصبح رمزا لسوق رؤوس الأموال وبورصة للسلع . وكان قد نشر ما يشبه قائمة بأسعار البورصة طيلة فترة التداول لأول مرة عام ١٥٩٢ بمدينة أنفرز Anvers . انظر: مراد كاظم ، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية ، المطبعة التجارية ، بيروت ، ط ٢ ، ١٩٦٧ ، ص ٧ .

(٣) مجمع اللغة العربية ، المعجم الوسيط ، مطابع دار المعارف ، ط ٢ ، ١٩٧٢ ، ج ١ ، ص ٥١٧ ، حرف الصاد .

المطلب الثاني : نشأة أسواق الأوراق المالية وتطورها

نشأة سوق الأوراق المالية:

إن وجود أصناف مختلفة من النقد أدى إلى ولادة مهنة جديدة هي : الصرافة ، أي بيع العملات ببعضها . فلقد كلف حكام اليونان القديمة الصرافين في عام ٥٢٧ قبل الميلاد بتبديل عملات الزائرين للمدن التي يوجدون فيها، وانتشرت هذه المهنة وتطورت بشكل سريع طوال الفترة الهلينية في اليونان ، وبعد ذلك في الإمبراطورية الرومانية .

ولكن مع دخول أوروبا في مرحلة العصور المظلمة والنظام الإقطاعي اندثرت هذه المهنة ، لكنها عادت مع عصر التنوير في الجمهوريات الإيطالية كجنوة وڤنيسيا وفلورنسا، بفضل تجارتها مع الشرق مركزاً مرموقاً على صعيد الاقتصاد الدولي وبدأت رؤوس الأموال تصل إليها بكثافة بالغة، مما استدعى إعادة ظهور مهنة الصرافة، ولقب العاملون بتلك المهنة (المصرفيون). وبعد ذلك احتلت مدينة بروج (Bruges) البلجيكية في بداية القرن الرابع عشر المركز الأول فيما يتعلق بالسوق النقدية^(١).

ولقد جرت العادة في تلك الفترة أن تجتمع العائلات الستة الأكبر العاملة في مجال الصرافة في منزل الرئيس من أجل دراسة عمليات بيع السلع وشرائها ، ومن ثم كتابة بوالص التأمين إضافة إلى كل ما يمت بالصلة لعمليات بيع النقود وشرائها.

وقد ارتبط ذلك باسم " فاندربورز " (Burs) ، وقد تحول اسم السيد "بورز" إلى " بورص " بالفرنسية أي سوق الأوراق المالية في اللغة العربية أو

(١) عامر لطفي ، البورصة أسس الاستثمار والتوظيف ، ط١ ، ١٩٩٩ ، ص ١٠-١٥ .

البورصة ^(١). ويعتبر المؤرخون عام ١٣٣٩م بمثابة العام الذي ولد فيه مفهوم البورصة نسبة إلى اسم عائلة السيد السابق الذكر ، الذي كان يستقبل رجال الأعمال وخاصة ممثلي رجال المصارف الإيطالية .

وفي عام ١٥٩٥ م ، ظهرت بورصة ليون الفرنسية الأقدم والأكثر أهمية لمدة طويلة في فرنسا ، إذ إن بورصة باريس لم تحظ بالأهمية القصوى إلا بدءاً من عام ١٦٣٩م عندما ظهر إلى الوجود عملاء الصرف الذين تخصصوا في موضوع حسم الكمبيالات التجارية ، وتؤكد هذا النجاح بعد مائة عام تقريباً (١٧٢٤م) عند إصدار التنظيم الملكي لبورصة باريس .

أما بورصة لندن فلقد وجدت منذ بداية القرن السابع عشر حيث ارتبطت عضواً مع الظهور المبكر للأسهم البريطانية ، أما فيما يتعلق بالبورصات الأوروبية الأخرى، وكذلك بورصة " وول ستريت " الأمريكية ، فلم تظهر إلا في نهاية القرن السابع عشر وبداية القرن الثامن عشر ، ولمدة طويلة ، بقيت بورصة باريس في المركز الثاني عالمياً بعد بورصة لندن ، ومع بداية القرن العشرين أمكن ملاحظة زيادة الوزن النسبي للشركات الصناعية المسجلة في البورصة مقارنة مع الأنواع الأخرى من الشركات ، ليس فقط في باريس وإنما أيضاً في كافة البورصات الدولية . ومع نهاية عقد الثمانينات أمكن ملاحظة بأن ترتيب البورصة الدولية قد تغير لصالح الولايات المتحدة واليابان من حيث حجم رؤوس الأموال المتداولة فيها، وتعود المرتبة الأولى من فترة لأخرى بالتناوب إما لبورصة نيويورك أو لبورصة طوكيو ، تاركة ورائها البورصات الأوروبية ، لندن ، فرانكفورت ، باريس ^(٢).

(١) أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص ٣٤.

(٢) عامر لطفي، البورصة، مرجع سابق، ص ١٢.

تطور أسواق الأوراق المالية:

لم تنشأ البورصات بهيكلها ونظمها وإدارتها كما هي اليوم بصورة فجائية ، وإنما هي نتاج تاريخ طويل من التطور ، فأسواق الأوراق المالية قد انشقت عن بورصات البضائع ، كما أنه لم يكن في الماضي خط يفصل بين بورصات البضائع والأسواق المالية حيث أدى التخصص المتزايد إلى انفصال بعضها عن بعض على مر الزمن ، ومن آثار ذلك الارتباط أنها لا يزالان في بناء واحد في بعض المدن ومنها الإسكندرية^(١) ، كما أن المتعاملين في الأوراق المالية في لندن كانوا يجتمعون في البورصة الملكية ، وعندما زاد التعامل والضجيج ضايق ذلك المتعاملين في البورصة ، فانتقل التعامل إلى مكان آخر عند ممر بورصة البضائع^(٢) . ثم بدأت مرحلة التعامل بالأوراق المالية مبكراً في القرن الثالث عشر في فرنسا حيث كان يجري تداول الكمبيالات والسحوبات الإذنية ، حيث أوجد الملك " فيليب الأشقر " مهنة سمسرة الصرف من أجل تنظيم هذا التداول^(٣).

تتمثل أهمية هذه المرحلة في أنها طورت عملية تبادل الأوراق التجارية وخاصة الكمبيالات ، إذ كانت أسواق الأسهم والسندات بأنواعها مجهولة ، وعندما انتشرت الشركات المساهمة وأقبلت الحكومات والمؤسسات والأفراد على الاقتراض ، نشأت حركة رائجة للتعامل في الصكوك مستمدة من حركة التعامل السابقة في الأوراق التجارية ، واستمر التداخل بين الأوراق المالية والأوراق التجارية حتى بعد قيام

(١) مراد كاظم ، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية ، المكتبة التجارية ، بيروت ، ط ٢ ، ١٩٦٧ ، ص ١٤٢ .

(٢) أحمد محيي الدين ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٢٧ .

(٣) محمد صالح جابر ، الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية ، دار الرشيد للنشر ، بغداد ، ١٩٨٢ ، ط ١ ، ص ٦٦ .

أسواق الأوراق المالية ، حيث تذكر المصادر أن بورصة باريس في عام ١٧٢٤م كانت تقتصر عملياتها على سندات بلدية باريس والأوراق المالية والكمبيالات^(١) .

ثم استقلت بورصات الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها ، حيث صاحب مرحلة التطور الصناعي نشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية المترتبة عليها ، ومع نمو الاقتصاد وتطور الصناعة وزيادة الدخول ظهرت مؤسسات عملت على جذب مدخرات الأفراد وتوظيفها في المشروعات الإنتاجية ، هذا التطور بالإضافة إلى رواج التعامل في الأوراق المالية أملى ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة ، وضرورة تطور نظمها وأساليب التعامل فيها ، واستجابة لهذه الضرورات استقلت أهم أسواق الأوراق المالية بمبانيها وطورت نظمها. ومن البورصات المشهورة في العالم ، والتي استقلت بمبانيها ونظمها في وقت مبكر، بورصة لندن التي نشأت عام ١٧٧٣م ، وبورصة باريس عام ١٨٠٨م ، وبورصة نيويورك عام ١٨٢١م ، وبورصة طوكيو ١٨٧٨م ، وبورصة هونغ كونغ ١٨٩١م^(٢) .

(١) مقبل جمعي ، الأسواق والبورصات ، مدينة النشر والطباعة ، الإسكندرية ، ، (د.ت) ، ص

١١٧ - ١١٨ .

(٢) لمزيد من التفصيل انظر : أحمد محيي الدين ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٣٠ - ٣٣ .

المبحث الثاني:

أنواع سوق الأوراق المالية وشروط إقامتها

ويشتمل على مطلبين :

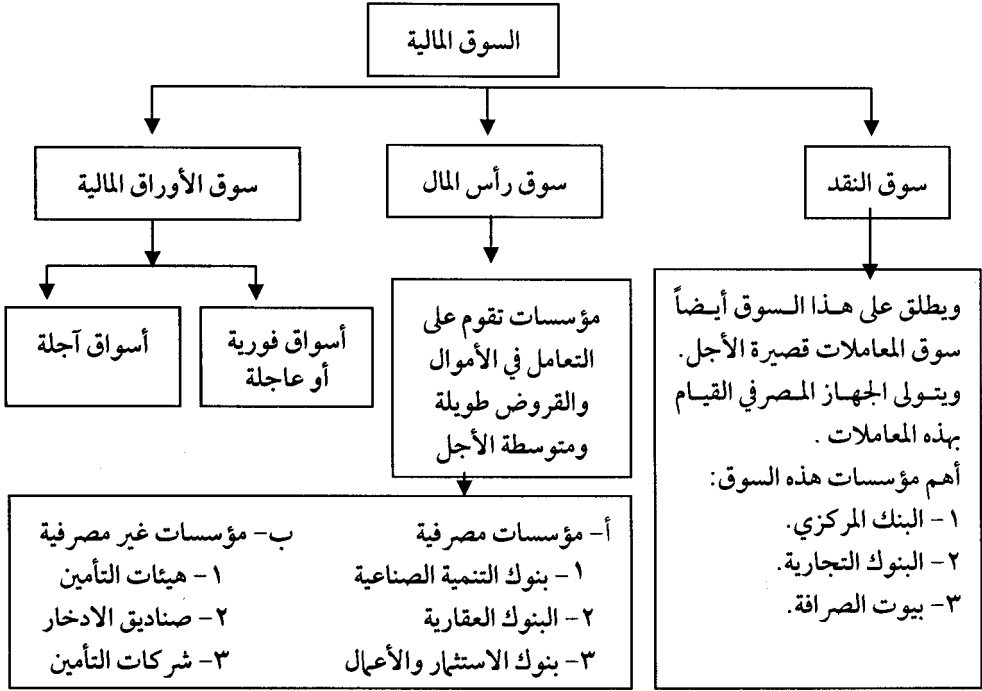
المطلب الأول: أنواع أسواق الأوراق المالية.

المطلب الثاني: شروط إقامة سوق الأوراق المالية.

تمهيد : سوق الأوراق المالية : موقعها:

قد يكون من المفيد قبل الشروع في بيان أنواع أسواق الأوراق المالية أن نحدد مسبقاً موقع سوق الأوراق المالية على خريطة السوق المالية بمعناها الواسع، خاصة وقد شاع الخلط والالتباس في المراجع والأبحاث بين السوق المالية وسوق الأوراق المالية .

والخريطة التالية توضح موقع سوق الأوراق المالية على خريطة السوق المالية :



الشكل (١)

خريطة تبين موقع سوق الأوراق المالية

فتعتبر أسواق الأوراق المالية أحد عناصر أسواق المال (Financial Markets)

والمكونة من :

- ١- سوق النقد الذي يقوم الجهاز المصرفي فيه بالدور الرئيسي .
- ٢- سوق رأس المال الذي يتكون من بنوك الاستثمار وشركات التأمين .

سوق الأوراق المالية حيث يتم التعامل فيها بالأوراق المالية من صكوك الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات والبنوك أو الحكومات أو غيرها من المؤسسات والهيئات العامة ، وتكون قابلة للتداول^(١).

وسوق الأوراق المالية سوق منظمة يتداول فيها الأسهم والسندات وحصص التأسيس. يتحدد فيها الأسعار وفقاً للعرض والطلب^(٢)، وتنقسم من حيث الوظيفة إلى سوقين : السوق الأولية أو سوق الإصدارات ، وهي السوق التي تنشأ فيها الإصدارات الجديدة . والسوق الثانوية أو سوق التداول وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية المصدرة^(٣).

(١) برامج تدريبية عبر شبكة الانترنت ، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت ، ٢٠٠٠. انظر الموقع :

http://www.arab-api.org/course 9/c9_1_3.htm

(٢) ناديا مكاوي ، اتجاه معاصر في إدارة المنشآت والأسواق المالية ، مرجع سابق ، ص ١٠١ .
(٣) انظر: سمير رضوان ، مرجع سابق ، ص ٣٧. وحسن صبري نوفل ، الاستثمار في الأوراق المالية مقدمة للتحليل الفني والأساسي ، كتاب الأهرام الاقتصادي ، العدد ١٠٠ ، ١٩٩٦ ، ص ٨١ .
ويوسف كمال محمد ، فقه الاقتصاد النقدي ، مرجع سابق ، ص ٢٤٢ .

المطلب الأول : أنواع أسواق الأوراق المالية

تقسم سوق الأوراق المالية إلى عدة أنواع وفقاً للمعايير التي تتحكم فيها^(١) ، فوفقاً لمعيار أجل التداول تقسم سوق الأوراق المالية إلى قسمين رئيسيين هما^(٢) :

القسم الأول : أسواق فورية أو حاضرة (**Spot Markets**) : وهي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بصورة فورية بين البائعين والمشتريين .

القسم الثاني : أسواق آجلة (**futures Markets**) : وهي الأسواق التي يتم فيها عقد صفقات البيع للأوراق المالية، ثم تنفيذها في ميعاد لاحق في المستقبل .

القسم الأول : الأسواق الفورية أو الحاضرة :

أولاً: تقسم الأسواق الفورية أو الحاضرة وفقاً لطبيعة عملها إلى قسمين^(٣) :

١ - السوق الأولية (**Primary Market**).

(١) موقع إسلام أون لاين:

<http://islam-online.net/iol-Arbabic?Dowalia?Namm-38/marajaat.asp>

ومحمد أيمن عزت الميداني، المركز السوري للاستشارات والأبحاث والتدريب في إدارة الأعمال ٢٠٠٢:

<http://www.mafoun.cm/syr/articles-02/midani/midani.htm>

وعادل حماد أبو عزة ، مجلة العالم الرقمي ، انظر الموقع :

<http://www.al-jazirah.com/digimag/13082006/hasebat4.htm>

(٢) محمد بن علي العقلا ، الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية ، بحث مقدم لمؤتمر الأسواق المالية والبورصات الخامس عشر ، كلية الشريعة والقانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة ، الشارقة ، ٢٠٠٦ ، ص ٨ .

(٣) زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي ، دار وائل ، عمان ، ١٩٩٨ ، ص ١٢٥ . وانظر : سمير رضوان ، مرجع سابق ، ص ٣٧ . وحسن صبري نوفل ، الاستثمار في الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٨١ . ويوسف كمال محمد ، فقه الاقتصاد النقدي ، ص ٢٤٢ .

٢- السوق الثانوية (Secondary Market).

والسوقان مرتبطان ببعضهما ارتباطاً وثيقاً ، فليس من المعقول أن يكون هناك سوق للتداول دون أن يكون هناك أصلاً لإصدارات واسعة من خلال السوق الأولية، وبالمثل لا يمكن أن تكون هناك سوق أولية (سوق إصدار) ما لم تكن هناك سوق ثانوية متقدمة ، بل إن السوق الثانوية تعد بمثابة العمود الفقري للسوق الأولية لأنها :

١- متاحة لعدد كبير من المدخرين مقارنة بالسوق الأولية ، لأن عمليات إعادة البيع تسمح للمدخرين باستثمار أموالهم في أي لحظة .

٢- تساعد على النشر المستمر طول العام للأوراق المالية ، بينما الإصدارات في السوق الأولية تحدث في فترات قليلة ومختلفة على مدار السنة .

وفيا يلي إيضاح السوقين :

أ - السوق الأولية : (Primary Market) أو سوق الإصدار :

وهي السوق التي تختص بإصدار وطرح الأوراق المالية (الأسهم والسندات) للاكتتاب فيها من قبل الجمهور لتمويل مشروعات جديدة أو للتوسع في مشروعات قائمة وذلك من خلال زيادة رأس مالها^(١)، وهذا يعني أن المؤسسات التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب^(٢)، وهذا

(١) انظر : سمير رضوان ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٤٤ .

(٢) يقصد بالاكتتاب الدعوة التي توجهها الشركة المساهمة إلى أشخاص غير محددين سلفاً للإسهام في رأس المال، وذلك بأن يدفع الشخص قيمة عدد معين من الأسهم، فتعطيها الشركة من أسهمها ما يقابل ما أخذته من مال .

ما يعطي فرصة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة عن طريق مدخراتهم للمشاركة في توفير الأموال .

وبالنسبة لإصدارات الأسهم هناك نوعان من الإصدارات:

النوع الأول: إصدارات أسهم لشركات مساهمة لها أسهم قائمة في السوق وتحتاج إلى أموال ملكية لتمويل توسعاتها الرأسمالية فتعتمد إلى إصدار أسهم جديد.

والنوع الثاني: إصدارات أسهم لشركات جديدة تصدر أسهمها لأول مرة ويضمنها بنك الاستثمار . وتدعى طريقة الإصدار الثانية اكتتاب عام أولي^(١) .

إذن فالسوق الأولي ما هو إلا أداة لتجميع المدخرات وتقديمها للمشروعات ، حيث تنشأ فيها نتيجة لذلك علاقة مباشرة مصدر الورقة المالية (المشروعات) وبين المكتتبين فيها (مقدمي الأموال) ، فيكون فيها البائع للورقة المالية (السهم) هو مصدرها الأصلي ، فعندما تعتزم شركة جديدة طرح أسهمها في السوق للاكتتاب العام ، أو حين تقوم شركة قائمة أصلاً بإصدار سندات جديدة أو أسهم فإن تلك الأسهم والسندات يتم طرحها في السوق الأولي .

وقد يتم إصدار هذه الأوراق إما بطريق مباشر حيث تقوم الجهة المصدرة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات مالية لكي تباع لها الأسهم والسندات التي أصدرتها ، وإما أن يتم ذلك بطريق غير مباشر وهو قيام

(١) محمد أيمن عزت الميداني ، تطوير أسواق الأسهم في سورية ، المركز السوري للاستشارات والأبحاث والتدريب في إدارة الأعمال ، ٢٠٠٢ . انظر الموقع :

مؤسسة متخصصة (عادة مؤسسات مالية) بإصدار هذه الأوراق .

والحقيقة أن كل مستثمر في السوق الأولية (سواء كان يريد أن يصبح مساهماً أو مقرضاً) يريد أن يبيع السيولة ذات الدرجة الأولى ، ويحولها إلى أصول جديدة بحثاً عن عائد على الأصول المستثمرة يتمثل في قيمة الربح ، ويستطيع أن يتحول إلى السيولة من الدرجة الأولى مرة ثانية وبيع الأسهم والسندات من خلال إعادة طرحها مرة أخرى في السوق الثانوية .

وتعد الشركات المالية والبنك المركزي من أهم مؤسسات هذه السوق ، حيث إن الأولى تقوم بوظيفة تعهد إدارة وتغطية الإصدار وتسويقه ، بينما يقوم البنك المركزي بإصدار سندات الدين العام نيابة عن الحكومة .

وتتميز هذه السوق بقدرتها على العطاء في رفد الاقتصاد والعمليات التنموية بالأموال الجديدة ، حيث تتجمع فيها المدخرات ويتم تحويلها إلى استثمارات جديدة عن طريق إصدار أوراق مالية تعرض لأول مرة أو التزامات مالية لم تكن قائمة أو متداولة من قبل وهذا يعمل على إنشاء مشاريع جديدة تخدم الاقتصاد إلى جانب المشاريع القائمة^(١).

وتتميز أيضاً بأن حصيلة بيع الإصدار تذهب إلى الشركة صاحبة الإصدار. والأدوات المالية التي يتم تداولها في السوق الأولى هي الأسهم والسندات^(٢).

ب- السوق الثانوية : (Secondary Market) :

وهي سوق التداول التي يتم فيها بيع وشراء الأوراق المالية القائمة (الأسهم

(١) محمد أيمن عزت الميداني ، تطوير أسواق الرأسمال في سورية ، مرجع سابق .

(٢) نفس المرجع السابق .

والسندات) إضافة إلى بعض المشتقات المالية^(١) (أدوات تصدرها الأسواق) مثل خيارات الأسهم^(٢). وتدعى أيضا بورصات الأسهم (مثل بورصة نيويورك). وتتحدد فيها قيم أدوات الاستثمار المختلفة بصورة طبيعية من خلال التقاء العرض بالطلب بأية وسيلة من وسائل الاتصال المعروفة. وهذا يعنى أن السوق الثانوية تقوم بتوفير المكان والقوانين اللازمة لتنظيم تبادل الأوراق المالية بين المستثمرين وإيجاد السيولة اللازمة لتحويل الأوراق المالية إلى نقد. فطالما أن المصدر الأصلي لتلك الأسهم والسندات غير مضطر إلى استردادها قبل تاريخ استحقاقها فإن هذه السوق تسمح للمستثمرين باستبدال هذه الأوراق بالنقد قبل هذا التاريخ.

والعملاء الأساسيون في السوق الثانوية هم المستثمرون وليسوا الشركات المصدرة للأوراق المالية. ويستطيع المستثمرون أن يتبايعوا أوراقاً مالية صادرة عن الشركات في بورصة الأسهم. وتعود حصيلة التدفق النقدي من هذه العمليات إلى المستثمرين أنفسهم وليس إلى الشركات المصدرة للأوراق المالية.

(١) المشتقات المالية هي عبارة عن عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة أصول حقيقية أو مالية أخرى (أسهم وسندات وعقارات و عملات أجنبية والذهب والسلع...) وتكون لتلك العقود المالية مدة زمنية محددة بالإضافة إلى سعر وشروط معينة يتم تحديدها عند تحرير العقد بين طرفي البائع والمشتري. انظر الموقع :

<http://www.alduraz.net/xforum/showthread.php?threadid=124857>

(٢) خيارات الأسهم عبارة عن عقود لشراء الأسهم تمنح حاملها حق الشراء في المستقبل بسعر معين. انظر: فهد الحوياني، المال والاستثمار في الأسواق الأمريكية، ط ١، ٢٠٠٢م. ويتم تداول الخيارات أيضاً في أسواق متخصصة. وهناك نوع آخر من المشتقات المالية هو العقود المستقبلية السلعية والمالية ويتم تداولها في أسواق متخصصة. وتشمل هذه عقود السلع المستقبلية وعقود مالية مستقبلية تتضمن عقود معدلات الفائدة المستقبلية، وعقود مؤشرات الأسهم المستقبلية، وعقود العملات المستقبلية. انظر: محمد أيمن عزت الميداني، تطوير أسواق الرأسمال في سورية، مرجع سابق.

ثانياً: وتنقسم السوق الثانوية من حيث درجة تنظيم السوق إلى قسمين رئيسيين هما^(١):

أ- سوق منظمة (Organized Quasi Auction Market): وهي ما يعرف ببورصة الأوراق المالية ، والبورصة هي المكان الذي تجرى فيه المعاملات على الأوراق المالية في أوقات محددة بواسطة أشخاص مؤهلين مخصصين بهذا النوع من العمل وهم الوسطاء، ووفق إجراءات وقوانين ونظم محددة ، وتتصف هذه السوق بالآتي^(٢):

١- وجود مكان محدد للتعامل بالأوراق المالية .

٢- وجود إجراءات محددة لتداول الأوراق المالية .

٣- يتم تسجيل الأوراق المالية في هذه السوق وفقاً لقواعد معينة .

وتنقسم سوق الأوراق المالية المنظمة إلى قسمين^(٣):

أ- أسواق مركزية ، وهي التي تتعامل في الأوراق المالية المسجلة لدى البورصة بغض النظر عن الموقع الجغرافي المصدر للأوراق المالية وذلك مثل بورصة طوكيو ولندن.

ب- أسواق محلية ، وهي بورصات المناطق وهي التي تتعامل في أوراق مالية لمنشآت صغيرة تهم جمهور المستثمرين في النطاق الجغرافي للمنشأة .

(١) محمد بن علي العقلا، الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية ، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات، ٢٠٠٦، ص ٩ .

(٢) المرجع السابق نفسه.

(٣) محمد بن علي العقلا، الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق، ص ٩ .

ب- سوق غير منظمة^(١) (Over the counter Market) أو السوق الموازية:

وتجري عمليات التداول في هذا النوع من السوق على الأوراق المالية المسجلة في البورصة (السوق المنظمة) وغير المسجلة فيها دون وجود زمان أو مكان محددين لإجرائها ، ويتم التعامل في هذه السوق في أوقات غير أوقات العمل الرسمية للبورصة، ويتحدد سعر الورقة المالية فيها طبقاً للتفاوض . ويمكن أن تتم هذه العمليات بالهاتف أو بالحاسوب من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار .

القسم الثاني : الأسواق الآجلة:

أما تقسيمات وخصائص الأسواق الآجلة فإننا نوجز الحديث عنها فيما يلي :

أولاً- أسواق الأوراق المالية الآجلة^(٢) وتقسيماتها :

تنقسم أسواق الأوراق المالية الآجلة إلى: أسواق العقود المستقبلية ، وأسواق عقود الاختيارات أو الخيارات .

أ- أسواق العقود المستقبلية^(٣) : وهي أسواق منظمة يتم فيها تداول الأوراق

(١) محمد البناء، أسواق النقد والمال، زهرة الشرق للنشر، مصر، ١٩٩٦، ص ١٥٤ .

(٢) يقصد بأسواق الأوراق المالية الآجلة تلك الأسواق التي يتم فيها بيع الأوراق المالية على أن يتم تنفيذ عقودها في وقت لاحق لتاريخ عقدتها . بمعنى أن ما يتم عقده من العمليات في هذه السوق تؤجل تصفيته لوقت لاحق، حيث لا يتم دفع الثمن أو تسليم الأوراق المالية مباشرة لدى عقد الصفقة، بل يتم ذلك بعد فترة معينة حسب الاتفاق المبرم بين الطرفين ، على أن يدفع المتعاملون بالسوق الآجلة تأميناً مالياً (تغطية) حتى يتم تنفيذ العملية نهائياً بحسب نوع كل العملية . انظر : محمد بن علي العقلا، الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١١ .

(٣) محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ١٩٩٧، ص ٤٠٤ .

المالية بعقود ذات شروط وبنود نمطية موحدة ، وبأسعار محددة وقت التعاقد ، على أن يتم التسليم ودفع الثمن في تاريخ لاحق محدد . ويقع التعامل فيها بشرطين ، هما :

١- أن يتم من خلال أحد بيوت التسوية الذي يقوم بدور البائع بالنسبة للمشتري، وبدور المشتري بالنسبة للبائع ، ضماناً لتنفيذ الصفقة إذا تعذر على أحد طرفيها الأصليين الوفاء بالتزاماته تجاه الآخر.

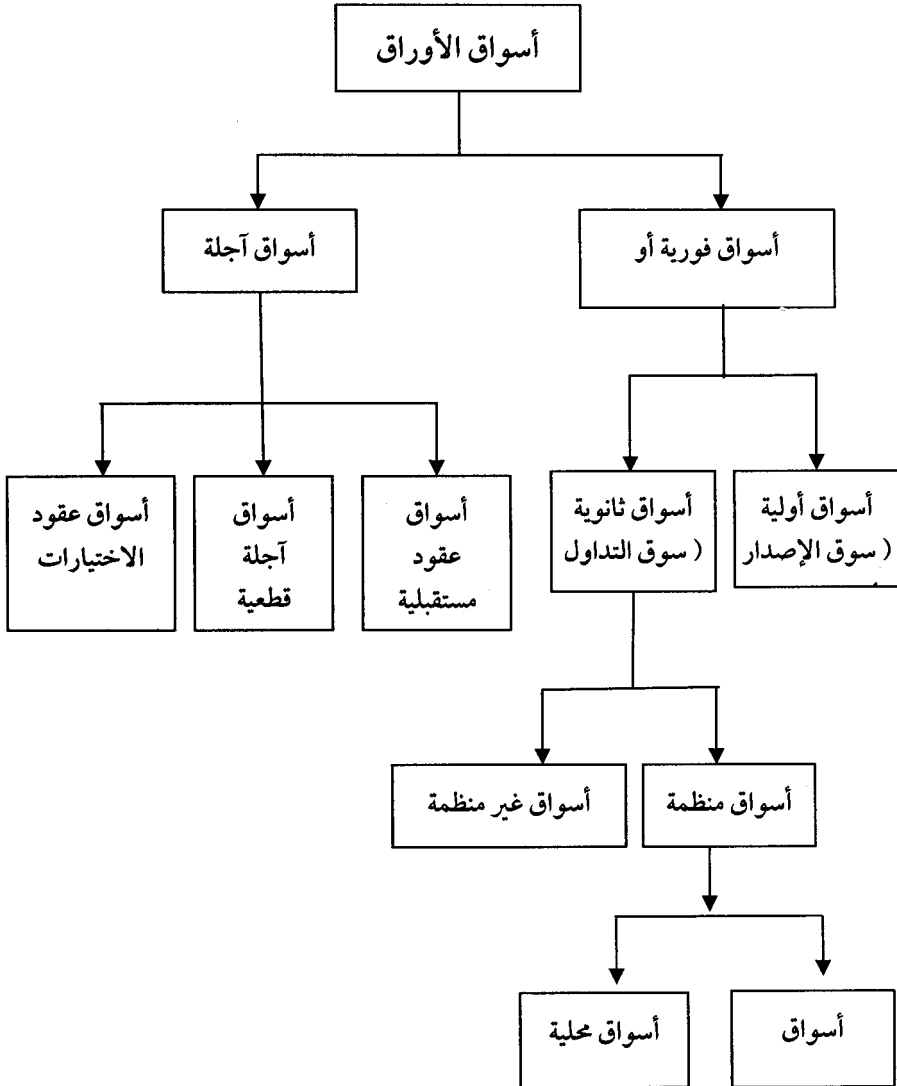
٢- إيداع هامش مبدئي من جانب المستثمر لدى بيت التسوية (السمسرة) لضمان تنفيذ المستثمر للعقد عند تاريخ التسليم .

ثانياً: أسواق عقود الاختيارات أو الخيارات : يعرف عقد الاختيار بأنه : العقد الذي يعطي لحامله الحق في أن يبيع أو يشتري قدراً من الأوراق المالية بسعر محدد سلفاً في تاريخ معين أو خلال فترة محددة ، على أن يكون له الحق في أن ينفذ أو لا ينفذ عملية البيع أو الشراء^(١). فمحل عقد الاختيار هو مجرد الحق في تنفيذ العقد بالشراء أو بالبيع أو عدم تنفيذه دون التزام قاطع مقابل مبلغ معين غير قابل للرد يدفع للطرف الثاني (محرر العقد) على سبيل التعويض ، وعلى هذا فإن محل العقد هنا هو ليس الأوراق المالية وإنما هو اختيار الشراء أو البيع . وتهدف عقود الاختيارات إلى إعطاء المستثمر فرصة الحد من المخاطر التي يتعرض لها عند تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي يريد شراءها في المستقبل.

(١) حسني خريوش وآخرون ، الأسواق المالية ، مفاهيم وتطبيقات ، عمان ، الأردن ، ١٩٩٨ ، ص

شكل رقم (٢)

خريطة تبين أنواع أسواق الأوراق المالية وتقسيماتها



المطلب الثاني : شروط إقامة سوق الأوراق المالية

تؤدي البورصة في ميدان الحياة الاقتصادية دوراً خطيراً وحيوياً، إذ تدور فيها أكبر الصفقات التجارية والتي تمثل الجزء الأكبر من ثروة البلاد، ولها دور حيوي وفعال في خدمة التمويل والاستثمار. ومن أجل إقامة بورصة تقوم بدورها وتحقق وجودها وتأثيرها الإيجابي لا بد من توافر الشروط الآتية ^(١) :

أولاً: وجود مكان محدد ومعلوم عند كافة المتعاملين والراغبين في التعامل ^(٢).

ثانياً: سهولة الاتصال بين المتعاملين مباشرة أو عن طريق الوسطاء، وذلك بأن تكون البورصة مجهزة بأجهزة العرض والاتصال والتسجيل ونظم المعلومات.

ثالثاً: وجود الاستمرارية والتنظيم فيها، فلا بد أن تكون البورصة سوقاً مستمرة، وذلك من خلال الأمور التالية ^(٣) :

١- وجود عدد كاف من المتعاملين فيها يضمن الاستمرارية فيها من ناحية، والاستقرار من ناحية أخرى، لأنه يمنع التحكم في الأسعار من قبل فئة من المتعاملين.

٢- وجود الحرية التامة بين المتعاملين والمعاملات التي تجري فيها.

٣- إجراء عمليات كثيرة ومتكررة.

٤- تعدد الأوراق المالية المطروحة والمتداولة عن طريق زيادة عدد الشركات المسجلة في البورصة، وزيادة عدد المتعاملين فيها، وبذلك تكتسب البورصة فاعليتها

(١) انظر: شعبان البرواري، بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٤١-٤٣.

(٢) انظر: علي سعيد مكي، تمويل المشروعات في ظل الإسلام، مرجع سابق، ص ٢٠٣. والسيد محمد عاشور، التمويل في الإسلام، مرجع سابق، ص ٦٩.

(٣) انظر: الخضير، كيف تتعلم البورصة، مرجع سابق، ص ١٤.

من نمو وازدياد حجم التداول والتعامل فيها^(١).

ولا بد أن تكون البورصة سوقاً منظمة أيضاً، لأن في غياب التنظيم معاناة للمتعاملين فيها مما يترتب عليه العديد من المشاكل، منها : مشكلة الإعلان عن الأسعار بصورة واضحة، ومشكلة الرقابة والإفصاح المالي^(٢) عن الشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة، ومشكلة تسهيلات نقل ملكية الورقة محل التداول، ومشكلة تحديد العمولة والمصاريف الأخرى.

رابعاً: وجود مؤسسات متخصصة في أمور البورصة والتعامل فيها من شركات ومؤسسات مالية وسيطة مثل بيوت الإصدار والسمارة^(٣)، حيث تقوم هذه المؤسسات بما يلي :

١- تقديم المشورة للمتعاملين في البورصة حول كيفية استثمار أموالهم .

٢- استثمار أموال المشاركين نيابة عنهم ، حيث إن ما لديهم من أموال قد لا تكفي لتكوين محفظة أوراق مالية^(٤)، أو إن وقتها لا يسمح لهم بذلك .

(١) انظر: محمد عبد الحليم عمر ، الجوانب الشرعية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية ، مجلة الاقتصاد الإسلامي ، العدد ٢٠٢ ، ١٩٩٨ ، ص ٦٣ . ومحمد علي القرني ، نحو سوق مالية إسلامية ، دراسات اقتصادية إسلامية ، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب ، البنك الإسلامي للتنمية ، مج ١ ، العدد الأول ، ١٩٩٣ م ، ص ١٦ .

(٢) الإفصاح المالي : توفر معلومات دقيقة وكافية لإبراز موقف الشركة المالي ، وتوصيلها للمتعاملين كافة لاتخاذ قرار الإقدام على الاستثمار في أسهم الشركة المعنية . انظر: شعبان البرواري ، بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٤٢ .

(٣) انظر : أحمد محيي الدين ، الأسواق المالية ، مرجع سابق ، ص ٤١ .

(٤) المحفظة المالية : مجموعة الأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمر وغالباً يلجأ إلى تنويعها بهدف تقليل المخاطر . ولكل بنك محفظة أوراق مالية تتضمن أنواعاً مختلفة من الأسهم والسندات فيها بعض أمواله . انظر: عبد العزيز فهمي هيكل ، موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية ، دار النهضة العربية ، بيروت ، ١٩٨٦ ، ص ٦٦٦ .

٣- تسهيل وتسريع عمليات التداول والبت فيها .

٤- إيجاد سوق مستمرة لتداول الأوراق المالية المطروحة للبيع والشراء وبكميات

كبيرة.

خامساً: أن تكون المؤسسات التي تصدر الأوراق المالية ذات سمعة جيدة ، وأن توفر المعلومات عن الأوراق المالية التي تجري التعامل فيها ^(١)، وعن المراكز المالية للشركات المصدرة لتلك الأوراق المالية وإمكانية استيعاب هذه المعلومات ^(٢) .

سادساً: وجود إطار قانوني وقواعد خاصة لتنظيم ورقابة المعاملات التي تجري في البورصة، ولحماية المتعاملين من المخاطر، ومحاسبة من يخرج عن ذلك الإطار القانوني ^(٣) .

سابعاً: النمطية ، وذلك يجعل جميع العقود والمعاملات في السوق بنمط محدد ، والتنميط هو الوسيلة التي يمكن بها توليد سوق ثانوية للأوراق المالية ، ومن ثم توفير عنصر السيولة للمستثمر ^(٤) .

وتقاس عادة فاعلية أية بورصة بالمقاييس الآتية ^(٥) :

١- مقياس السرعة الفائقة التي تتم بها المعاملات .

٢- مقياس الدقة والصحة ، وعدم حدوث الخطأ أو السماح لاحتمالاته أن تظهر .

٣- مقياس الفاعلية في رصد وتسجيل ونشر البيانات والمعلومات بشكل فوري

وسريع .

٤- حجم المعاملات .

(١) سمير رضوان، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٧١.

(٢) محمد عبد الحليم عمر، الجوانب الشرعية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٦٣.

(٣) انظر: الخضيري، كيف تتعلم البورصة، مرجع سابق، ص ١٥.

(٤) انظر: محمد علي القري، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص ١٧.

(٥) انظر: الخضيري، كيف تتعلم البورصة، مرجع سابق، ص ٢٦-٢٧.

الفصل الثاني

الآثار الإيجابية لسوق الأوراق المالية

وفيه بحثان هما :

المبحث الأول: آثار سوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: دور سوق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية.

الفصل الثاني

الآثار الإيجابية لسوق الأوراق المالية

المبحث الأول: آثار سوق الأوراق المالية

تؤدي البورصات في الوقت الحاضر دوراً هاماً وخطيراً في ميدان الحياة الاقتصادية، إذ يحصل فيها التعامل بصفقات تجارية كبيرة ، لذا فلو تعطلت وظيفتها لتعرض أصحاب التجارة والصناعة لضرر بالغ لما بينهما من صلة مباشرة ووثيقة ، وقد يحدث العكس فتتأثر البورصة بما يصيب التجارة والصناعة من أزمات .

هذا ويمكن إجمال أهم الآثار الاقتصادية لسوق الأوراق المالية في مطلبين :

المطلب الأول : آثار سوق الأوراق المالية على صعيد الاقتصاد القومي .

المطلب الثاني : آثار سوق الأوراق المالية على صعيد الأفراد والمؤسسات .

المطلب الأول : آثار سوق الأوراق المالية على صعيد الاقتصاد القومي

أولاً: تأمين السيولة^(١) :

تؤمن سوق الأوراق المالية سوقاً مستمرة حرة لتداول الأوراق المالية ، الأمر الذي يوفر للمستثمرين درجة عالية من السيولة^(٢)، وبهذا تصبح الاستثمارات الرأسمالية

(١) علي شلبي ، بورصة الأوراق المالية ، دراسة علمية وعملية ، منشورات النهضة المصرية ، ١٩٦٢ ، ص ١٠ . ومحمد سويلم ، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٣٠٤ .

(٢) وتعني السيولة هنا إتاحة الفرصة للمستثمر أن يبيع أوراقه المالية فوراً وبأسعار لا تختلف إلا قليلاً عن أسعار البيع السابقة . والسيولة لدى الفرد هي عبارة عما يتوفر لديه من قوة شرائية في صورة نقود سائلة . أما السيولة في الاقتصاد ككل فتتقسم إلى ثلاثة أقسام - حسب درجة سيولتها - وهي :

القسم الأول : يتضمن النقود البنكنوت (النقود الورقية) + النقود المساعدة المتداولة (تصدرها وزارة

الثابتة في حكم الأصول المنقولة من حيث قابليتها للتسويق وتمتعها بدرجة كافية من السيولة النقدية ، وهذا يشجع المستثمرين على اختلاف أنواعهم على الإقدام على توظيف مدخراتهم في شراء أوراق مالية تمكنهم من تصفية استثماراتهم أو تنويع حافظة أوراقهم المالية دون أن يترتب على البيع أو الشراء خفض أو رفع كبير في الأسعار^(١).

ولا يخفى أن استثمار الأموال في المشروعات الكبيرة دون إمكانية بيعها يكون بمثابة تجميد لها . إلا أنه ليس كافياً مجرد وجود سوق لبيع الاستثمارات ، بل لا بد من تنشيط التعامل بالقدر الذي يحقق رغبات معظم المتعاملين وبالقدر الذي يضمن درجة معقولة من السيولة للأوراق المالية المدرجة في جدول التعامل ، ولكن هل من الممكن أن تتيح سوق الأوراق المالية السيولة الكاملة في كل وقت لكل ورقة مالية مدرجة ؟ بالطبع لا يمكن لأي سوق مالية إتاحة تلك الدرجة من السيولة ، ولا يتتقص ذلك من دورها ومهامها ، إذ إن كل ورقة مالية لا تتمتع بذات الدرجة من السيولة ، كما أن السهم الواحد لا يحتفظ بمعدل واحد على مدار العام ، ففي أوقات الكساد والأزمات - مثلاً - يهبط

=المالية وتكون في صورة كسور للعملة الرئيسية) + الودائع الجارية الخاصة (ودائع الأفراد الجارية لدى الجهاز المصرفي)، وهي نقود عالية المستوى وتعرف في علم الاقتصاد بالرمز M1 .

القسم الثاني : ويشمل جميع مكونات القسم الأول M1 + الودائع الآجلة (الودائع الموجودة لدى الجهاز المصرفي لأجل قصير وطويلة) + ودائع صندوق توفير البريد + الشيكات السياحية (شيكات سريعة التحويل لنقود) ويعرف هذا القسم بالرمز M2 .

القسم الثالث : وهو عبارة عن القسم الثاني M2 + الودائع الحكومية لدى الجهاز المصرفي، وهذا القسم هو إجمالي السيولة المحلية في الاقتصاد القومي وتعرف بالرمز M3 . انظر: مغاوري شليبي ، السيولة وضبط إيقاع السوق ، إسلام أون لاين:

<http://www.islamonline.net/iol-arabic/dowalia/namaa-31/morajaat.asp>

(١) فؤاد شريف، تخطيط الاستثمارات - مجموعة محاضرات أُلقيت في البرنامج التدريبي للوسطاء ، بورصة الإسكندرية ١٩٥٩ ، ص ٣١ .

مستوى الأسعار إلى مستوى لا يغري ملاك الأوراق المالية بالبيع فيقل التداول ، وقد يؤدي إلى ذلك اتباع سياسة مصرفية انكماشية ، أو تفضيل ملاك الأوراق المالية الاحتفاظ بها لما تحققة من نسب مرتفعة من الأرباح^(١) .

إن الذي جعل سوق الأوراق المالية مكاناً ملائماً لبيع وشراء الأوراق المالية هو ثقة جمهور المتعاملين فيها ، وهي ثقة ناتجة عما يلي^(٢) :

١- توفر الإفصاح المالي والمعلومات الدقيقة عن الشركات المدرجة أسهمها في السوق .

٢- تحقق العدالة في إشهار المعلومات لكافة المتعاملين إذ إنها تشهر في نفس الوقت بدرجة واحدة بذات المستوى من الوضوح .

٣- إمكانية تدخل إدارة السوق لضبط حركة الأسعار إذا تولدت عن عوامل غير عادية ، وإمكانية وقف تداول أي ورقة مالية ، أو عقد صفقة إذا هدفت لتلاعب أو خداع أو نتجت عنها^(٣) ، وبصورة عامة فإن هذه الثقة ناتجة عن تصميم إدارة أسواق الأوراق المالية على ترشيد التعامل في الأوراق المالية بما يكفل استقرار التعامل وسلامة ويسر المعاملات .

ثانياً: تحديد أسعار الأوراق المالية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة :

تقوم سوق الأوراق المالية بتقويم وتحديد أسعار الأوراق المالية على ضوء آخر

(١) أحمد السيد جابر ، أسواق الأوراق المالية في ظل الاشتراكية العربية ، مرجع سابق ، ص ٨ ، ١٣ .

(٢) أحمد محيي الدين ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٣٩ وما بعدها .

(٣) المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وسوق عمان المالي ، أسواق الأوراق المالية العربية ، مرجع سابق ،

المعلومات عنها من خلال عمليات التداول (الشراء والبيع) بين عدد كبير من المستثمرين لا يعرف بعضهم بعضاً، أي أن التقويم يتم على أسس موضوعية وبصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة ، حيث يتم تحديد أسعار الأوراق المالية من خلال قوى العرض والطلب^(١) عبر المفاوضة أو المزايدة (المزاد العلني) والتي تعكس بصورة أقرب إلى الدقة رأي المتعاملين في السعر المناسب للورقة المالية وفقاً لظروف السوق السائدة ، ويتم نشر أسعار الأوراق المالية من قبل إدارة السوق ، ويعتمد عليها الأفراد والمؤسسات عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية^(٢). بالإضافة إلى ما تقوم به الشركات والجهات الاقتصادية من نشر كافة البيانات المتعلقة بالشركات وصكوكها وأرباحها ومراكزها المالية . ويمثل هذا السعر أفضل الأسعار بالنسبة للبائع (أعلى سعر طلب) وللمشتري (أدنى سعر عرض) ، فأسواق الأوراق المالية تتميز عادة بأنها أسواق كاملة بالمعنى الاقتصادي ، ومعنى الكمال في هذا الخصوص هو توافر معرفة البائعين والمشتريين بأحوال السوق وذلك بحكم الاتصال التام بينهم ، وتجانس الأوراق المالية المتعامل فيها تجانساً كاملاً وتوفر حرية البيع والشراء وقدرة المتعاملين في السوق على تحين الفرص الممكنة للاستفادة من تقلبات الأسعار الفعلية والمتوقعة^(٣) ، الأمر الذي يعطى قانون العرض والطلب الفرصة لأداء دوره الاقتصادي على أكمل صورته ، في تحديد أسعار الأوراق المالية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة كبيرة من العدالة وذلك في ظل القواعد التالية :

أ- اتصال البائعين والمشتريين - أو من ينوب عنهم - واجتماعهم في مكان واحد .

(١) انظر : سمير رضوان، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق ، ص ٣٤ . وأحمد ، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية ، مرجع سابق ، ص ١٤٩ .

(٢) انظر : الجارحي، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام ، الإدارة المالية في الإسلام ، ج ١ ، ص ١١٠ .

(٣) انظر : عطية فياض، سوق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٥٧

ب- حرية المساومة .

ج- عدم قدرة أي فرد على التأثير على الأسعار .

د- التعامل في سلع متجانسة .

هـ- توفر العلانية والمعلومات الضرورية والمهمة عن الأوراق محل التعامل^(١) .

ولهذه المميزات الكثيرة أثرها الفعال في تنشيط حركة التعامل داخل البورصة وامتصاص أي هزات أو تقلبات تؤثر على السوق^(٢) .

ومما لا شك فيه أن غياب سوق الأوراق المالية المنظمة يؤدي إلى أن يقوم سماسرة الأوراق المالية بدور مؤثر في تحديد أسعار الأسهم ، ففي الدول التي لا توجد بها قاعة للتداول ولا نظام تداول مركزي ، تتم عمليات بيع وشراء الأسهم عن طريق مكاتب السمسرة المنتشرة ، مما يؤدي إلى وجود فروقات في أسعار الأسهم ، وقد تبين فعلاً أن متوسط الفروقات اليومية للأسعار خلال فترة ستة أسابيع في إحدى هذه الدول^(٣) بلغ ١٧٪ وهي نسبة كبيرة جداً^(٤) .

كما أن المعلومات السائدة قد تكون مضللة لأن مكاتب السمسرة هذه تقوم بالمناجرة بالأسهم لحساب حقائبها الاستشارية ولا تكتفي بالوساطة بين المتعاملين . إضافة إلى أن الأسعار السائدة لا تعتبر أسعار توازن لأنها لا تعكس كامل العرض وكامل الطلب إذ نجد أن كل مكتب سمسرة يعمل كسوق مستقلة .

(١) علي شلبي ، بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ١٠-١١ .

(٢) محمد سويلم ، إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية ، دار النهضة للطباعة ، (د.ت) ، ص ٣٠٤ .

(٣) من ٢٨/١٠/١٩٨٤ - ١٢/٦/١٩٨٤ م .

(٤) المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وسوق عمان المالي ، أسواق الأوراق المالية العربية ، مرجع سابق ، ص ١٨٥ .

ومن خلال وظيفة تحديد الأسعار هذه تنشر إدارة السوق نشرة أسعار رسمية ، يعتمد عليها الأفراد والمشروعات عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية ^(١) .

ثالثاً: تشجيع عمليات الادخار والاستثمار (تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشروعات):

تساهم سوق الأوراق المالية في تشجيع عمليات الادخار وتنمية الوعي الاستثماري في المجتمع (خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة) ، وذلك بتعبئة المدخرات السائلة الصغيرة وتحويلها إلى رؤوس أموال توظف في المشروعات والاستثمارات الأكثر إنتاجية . إذ إن ميزات السيولة والرقابة على الأداء والإفصاح والأمانة في التداول التي (يجب أن) توفرها سوق الأوراق المالية تشجع المستثمرين على الإقدام على توظيف مدخراتهم في الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المساهمة ، مما يوفر لهذه الشركات رأس المال المطلوب ، ويخفض تكاليف التمويل بالأسهم ^(٢) ، فتحقق البورصة للمدخرين المزايا التي تشجعهم على توظيف أموالهم في الأوراق المالية حيث تعطيهم الحق في سهولة التصرف في الصك في أية لحظة ، كما أن العلانية المتوافرة في البورصة تساعد المدخر في اتخاذ القرار المناسب لتوظيف أمواله ^(٣) ، وتحويلها إلى الشركات والحكومات لجمع التمويل اللازم لتمكين مشاريع الأعمال أو الحكومة من إنتاج السلع والخدمات التي

(١) حازم البيلوي ورائد فهمي، دور سوق الأسهم في الاقتصاد الكويتي ، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر تطوير سوق الأسهم في الكويت ١٤-١٦ نوفمبر ١٩٨١ م ، الكويت ، منشورات غرفة تجارة وصناعة الكويت ، ص ٣٦.

(٢) محمد أيمن الميداني ، تطوير أسواق الأوراق المالية في سورية ، المركز السوري للاستشارات والأبحاث والتدريب في إدارة الأعمال ، شباط ٢٠٠٢ .

(٣) عبد الفضيل محمد ، بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ١٢ .

يحتاجها الأفراد^(١). كما تمول البورصة الشركات بالخدمات التي تساعد على التوسع عندما تريد ذلك^(٢). ومن المعروف أن الادخار هو ذلك الجزء من الدخل الذي لم يستهلك^(٣)، ودوافع الادخار عند الأفراد عديدة وأهمها ما يلي^(٤):

١- دافع الدخل ، أي الرغبة في رفع مستوى الدخل حيث قد لا يسمح الوقت بأي عمل إضافي ، فيضطر الفرد إلى ادخار جزء من دخله والعمل على استثماره .

٢- دافع الاحتياط ، ويكون بهدف التمكن من مواجهة الأحداث ذات الطبيعة الطارئة مثل المرض والبطالة وزواج الأبناء ... إلخ خصوصاً إذا كان المدخر ممن يصعب عليهم الاقتراض لسبب أو آخر ، فيضطر إلى الاحتفاظ بجزء من دخله ليكون في متناول يده عند الحاجة .

٣- دوافع الطلب على النقود .

إذا فالحاجة إلى الادخار لا هي عاجلة على الدوام ، ولا هي آجلة على الإطلاق ، وهنا تثور عدة أسئلة في نفس المدخر :

١- هل أتمكن من الحصول على مدخراتي عند الحاجة دون خسارة محسوسة ؟

٢- ما هي الفترة الزمنية اللازمة لذلك ؟ وهل تتفق مع متطلباتي الخاصة ؟

(١) الموسوعة العربية العالمية ، مج ١٣ ، ص ٢٣٩ . وانظر : هيكل ، موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية ، مرجع سابق ، ص ٨٠٩ . وعلي سعيد مكي ، تمويل المشروعات في ظل مبادئ الإسلام ، ص ١٠٨ . وانظر : قرارات مجمع الفقه الإسلامي في دورته الأولى ١٣٩٨ هـ حتى الدورة الثامنة ١٤٠٥ هـ ، الأمانة العامة ، مكة المكرمة ، ص ١٢٠ ، ط ١ ، ١٤٠٥ هـ ، ١٩٨٥ م .

(٢) شعبان البرواري ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ، مرجع سابق ، ص ٤٦ .

(٣) سامي خليل ، النظريات والسياسات النقدية والمالية ، شركة كاظمة للنشر والتوزيع والترجمة ، الكويت ، ط ١ ، ١٩٨٢ م ، ص ٤٠٥ .

(٤) أحمد محيي الدين ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٤٤ .

فإذا كانت الإجابات على أسئلته السابقة سالبة ، فإنه يتجه إلى استخدام مدخراته في شكل استخدامات أكبر سيولة مثل الإيداع في المصارف في حساب جاري ، أو اكتنازها في المنزل ، الأمر الذي يعد تسرباً من تيار الإنفاق الكلي .

فالقضية إذاً هي قضية عدم الانسجام بين شروط عرض المدخرات وخواص الطلب عليها فمن ناحية الطلب فإن طبيعة الاستثمار في المشروعات تتطلب تمويلاً طويلاً الأجل، ومن ناحية العرض تواجهها شروط المدخر المتمثلة في سرعة حصوله على أمواله لمقابله نفقاته الطارئة^(١) .

ويمكن التوفيق بين خواص الطلب على المدخرات وعرضها بإيجاد سوق أوراق مالية تتداول فيها أدوات استثمارية طويلة الأجل يمكن تسيلها عند الحاجة دون خسارة ، فتلبي رغبة المدخر في استثمار مدخراته مع الإبقاء النسبي على سيولتها ، ورغبة المشروعات في تمويل يتصف بالاستمرارية وطول الأجل . وهكذا تسهم سوق الأوراق المالية الناجحة في تقليل حجم الدخل المتسرب، وتسهم بالتالي في تعبئة المدخرات وتميئتها لتمويل المشروعات الاستثمارية الحقيقية .

وأما بالنسبة للمؤسسات والوحدات الاقتصادية ففيها هي الأخرى وحدات فائض تعرض مدخراتها للاستثمار، ووحدات عجز تطلب مدخرات الغير، وتقوم أسواق الأوراق المالية بالتوسط بين وحدات الفائض ووحدات العجز كما في حالة مدخرات الأفراد. وبهذا تعتبر سوق الأوراق المالية آلية مهمة من آليات تجميع المدخرات وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية.

(١) أحمد السيد جابر ، أسواق الأوراق المالية في ظل الاشتراكية العربية ، مرجع سابق، ص ٨-١٠ .

ومن خلال أداء سوق الأوراق المالية لهذا الدور فإنها تعتبر مصدر تمويل إنمائي محلي، مما يؤدي نسبياً إلى تناقص احتياجات التنمية للتمويل الخارجي الذي يتصف بأنه تمويل ربوي ذو أعباء باهظة ويجلب معه تدخلات إدارية وسياسية خارجية .

وأخيراً فإن من إيجابيات قيام سوق الأوراق المالية بتمويل المشروعات ، الحيلولة دون الآثار التضخمية لقيام المصارف التجارية بالتمويل طويل الأجل والذي يؤدي إلى التوسع في حجم الائتمان ، ويشكل ضغطاً تضخمية على الاقتصاد القومي^(١) .

رابعاً: تقويم أداء الشركات والمشروعات^(٢) :

تمثل البورصة سلطة رقابة خارجية غير رسمية على كفاءة السياسات الاستثمارية والتمويلية والتشغيلية والتسويقية للشركات المدرجة أوراقها المالية فيها ، وعليه فإن الشركات التي تتبع إداراتها سياسات كفوءة تحقق نتائج أعمال جيدة فتهتسن أسعار أسهمها في السوق. أما الشركات التي تعاني من سوء الإدارة ، فإن نتائج أعمالها لن تكون مرضية ، لذلك فإن أسعار أسهمها تنخفض في السوق .

وإدارة سوق الأوراق المالية تعمل من خلال نظمها ولوائحها على التعرف على المراكز المالية الحقيقية للشركات والمشروعات ، والتدقيق على حساباتها خاصة وأن نظام السوق يلزم الشركات التي تدرج أسهمها بما يلي^(٣) :

أ -مسك الدفاتر القانونية .

(١) انظر: مصطفى رشدي شيحة ، الاقتصاد النقدي والمصرفي ، الدار الجامعية للطباعة والنشر ، بيروت ١٩٨١ ، ص ٣٨٨ .

(٢) عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية، بحث مقدم لمؤتمر الأسواق المالية والبورصات الخامس عشر، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، ٢٠٠٦ .

(٣) أحمد محيي الدين ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٤٧ .

ب- تعيين مراقب حسابات خارجي للشركة يكون مؤهلاً ولا يشترك بشكل مباشر أو غير مباشر في إدارة الشركة ، ويتمتع بصلاحيات واسعة منها :

١- الاطلاع على كل البيانات التي يطلبها.

٢- بيان المركز المالي الحقيقي للشركة.

٣- دعوة الجمعية العمومية للانعقاد إذا جد ما يدعو لذلك .

وبصورة خاصة فإنه يمكن القول: إن سوق الأوراق المالية تؤمن إلى حد ما سلامة تقويم المشروعات عن طريق سلامة تقويم أسهمها، الأمر الذي يترتب عليه حسن توجيه المدخرات إذ إن كل فرد يتعامل مع سوق الأوراق المالية إنما يسعى نحو النفع الخاص، ويكون بمثابة آلة حاسبة تعمل على دراسة أسعار الأسهم لمعرفة مدى نجاح استثمارات المشروعات والمؤسسات التي يتم التعامل على أسهمها في سوق الأوراق المالية .

خامساً: سوق الأوراق المالية مرآة للنشاط الاقتصادي :

تمثل سوق الأوراق المالية حلقة اتصال بين معظم الفعاليات الاقتصادية المؤثرة مثل المصارف ، الشركات ، المشروعات ، المدخرين ... إلخ . الأمر الذي يؤهلها لأن تعطي مؤشراً عاماً لاتجاهات الأسعار ومعدلات الادخار والاستثمار، وهي مؤشرات كلية تعكس جزءاً مهماً من واقع الاقتصاد القومي ، وتسهم في الدراسات التي تهدف إلى تحديد الفعاليات الاقتصادية المثمرة ^(١) .

وفي خطوة أكثر تقدماً فإن سوق الأوراق المالية وهي تسجل من خلال التعامل دورات النشاط الاقتصادي من انتعاش أو ركود ، تسهم في تحقيق التنسيق والتكامل بين

(١) أحمد محيي الدين ، عمل شركات الاستثمار ، مرجع سابق ، ص ١٤٩ .

الأنشطة الاستثمارية والسياسات النقدية والمالية وحركة رؤوس الأموال عن طريق تقديم الرأي والمشورة إلى الجهات المختصة ، مما يساعد في استقرار النشاط الاقتصادي .

وتحدد سوق الأوراق المالية الاتجاهات العامة للتنبؤ إذ إنها المركز الذي يتم فيه تجميع وتسجيل الاتجاهات التي تحدث في النشاط الاقتصادي، فحجم المعاملات يعتبر مؤشراً لحجم الأموال السائلة المتداولة، وتشير الأرقام القياسية للأسعار إلى مدى نجاح المشروعات من عدمه.

وفي تاريخ الدول المتقدمة تنبأت الأسواق المالية بكل فترات الكساد والنشاط دون استثناء وذلك قبل حدوثها بمدة تتراوح بين ٦-٢٤ شهراً^(١) ، وإن كان البعض يعترض على هذا الدور باعتبار أن حالات الراج والكساد أصبحت لا تعتمد على تقديرات خاصة بالطلب والعرض المحليين ، ولكن أصبح للعوامل الخارجية أثرها على النشاط الاقتصادي^(٢) ، ويقول روبرت سالمون: " سوق الأوراق المالية يمكن أن تكون إحدى المؤشرات الرئيسية العامة التي تبين أو تعطي فكرة عن حركة النشاط الاقتصادي ، إلا أنه ليس مؤشراً كاملاً ، وذلك لأنها تعكس توقعات المستثمرين التي قد لا تصيب في جميع الأحوال . ومع هذا فإن سوق الأوراق المالية تعتبر مؤشراً مهماً لاتجاهات المستثمرين ، ومقياساً جيداً - إن لم يكن كاملاً - لما يحمله الاقتصاد في المستقبل " ^(٣) .

(١) أحمد محيي الدين ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٤٩ .

(٢) أحمد السيد جابر ، أسواق الأوراق المالية في ظل الاشتراكية العربية ، مرجع سابق ، ص ٢٢ .

(٣) روبرت - إس - سالمون ، المؤسسات العاملة في السوق المالية ، مؤتمر تطوير سوق الأسهم في الكويت ١٤-١٦ نوفمبر ١٩٨١ م ، منشورات غرفة تجارة وصناعة الكويت ، ص ٢٣٧ .

سادساً: سوق الأوراق المالية تتيح الفرصة للاستثمارات قصيرة الأجل :

تتيح سوق الأوراق المالية الفرصة للاستثمارات قصيرة الأجل^(١) حيث إن المؤسسات المالية من شركات ومصارف ونحوها تقوم عادة بتوظيف الأموال في مشاريع استثمارية لآجال طويلة أو متوسطة . ولكن هذا التوظيف لا يستغرق كل أموال المؤسسة بصورة مستمرة بسبب تقلبات موسمية تعتري حجم أعمالها ، أو بسبب كساد مؤقت يطرأ على بعض أنشطتها ، فتبقى عندها فوائض مالية ، ومن غير المعقول الاحتفاظ بها على هيئة نقدية صرفة ، فتقوم باستثمارها عن طريق بورصة الأوراق المالية على هيئة أدوات مالية قابلة للتداول والتسييل في الوقت الذي يرون فيه تحويلها إلى نقد سائل^(٢) .

ويعترض البعض على هذا الدور باعتبار أن أدوات سوق الأوراق المالية وهي أدوات استثمارية طويلة الأجل تصبح أدوات استثمارية قصيرة الأجل ولذلك فإن اقتنائها لا يتم وفقاً للمعايير الاقتصادية السليمة^(٣) .

ويرد على هذا الرأي بأن الاختلاف لا يكمن في تحديد أجل الاستثمار بإطلاق ، وإنما يكمن في طريقة النظر إليه ، فإذا نظرنا إليه نظرة كلية يظل هذا الاستثمار طويل الأجل ، إذ إن مالك الورقة المالية لم يفعل غير إحلال غيره محله ولم يسحب نصيبه من الشركة ، أما إذا نظرنا إليه من جانب المتعامل بالورقة المالية فإنه يكون بالنسبة إليه استثماراً قصير الأجل .

ورغم ذلك فإن التخوف من أن يصبح الاستثمار قصير الأجل ليس طارئاً فرضته

(١) انظر: الجارحي، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام الإدارة المالية، مرجع سابق، ج ١، ص ١١١ .

(٢) شعبان البرواري، بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٤٧ .

(٣) صادق أبل، سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية في الكويت، مجلة البورصة، عدد ١ يونيو ١٩٨٦م، الكويت ص ٦٦ .

ظروف خاصة وإنما اتجاهاً عاماً يحاول التأثير على الأسعار في الفترات القصيرة بواسطة عوامل لا تركز على سند اقتصادي حقيقي، للحصول على أرباح عالية في أقصر وقت. إضافة إلى ذلك فإن كثرة التعامل في أوراق بعض الشركات بالبيع والشراء من أجل الاستثمار قصير الأجل يعرض هذه الأوراق لحالات طلب وعرض غير منظمة مما يؤدي إلى تذبذبات غير حقيقية في أسعارها ، هذه التذبذبات قد تؤثر على قرار المستثمر الذي يرغب في الاحتفاظ بأمواله في شكل محفظة آمنة للأوراق المالية طويلة الأجل^(١).

سابعاً: سوق الأوراق المالية تتيح البيانات والمعلومات عن الفرص الاستثمارية المتاحة ومواقعها وتكاليفها^(٢):

حيث يفترض أن تقوم بعض أجهزة السوق بدراسة الجدوى الاقتصادية لبعض المشروعات المهمة للاقتصاد القومي وقيادة الاكتتاب في أسهمها^(٣).

ثامناً: جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في شركات محلية:

يساعد وجود سوق أوراق مالية ناجحة ومتطورة في جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في مشروعات محلية وفقاً لقوانين الاستثمار والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي^(٤).

تاسعاً: الإسهام في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية:

وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي . وهذا يتطلب توافر عدة سمات في سوق

(١) أحمد محيي الدين ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٥١ .

(٢) عبد الكريم قندوز ، الهندسة المالية الإسلامية ، مرجع سابق ، ص ١٣ .

(٣) أحمد محيي الدين ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٥١ - ٥٢ .

(٤) أحمد ، عمل شركات الاستثمار ، مرجع سابق ، ص ١٥٠ .

الأوراق المالية ، يمكن إنجازها فيما يأتي^(١) :

١ - كفاءة التسعير : بمعنى أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة .

٢ - كفاءة التشغيل : بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد ، مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات .

٣ - عدالة السوق : بمعنى أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفات .

٤ - الأمان : ويقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق ، مثل مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية التي يعتمد إليها بعض الأطراف .

عاشراً : الإسهام في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق^(٢) :

حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة ازدياد التجاء الحكومات إلى الاقتراض العام من الأفراد ، لسد نفقاتها المتزايدة ، وتمويل مشروعات التنمية، وذلك عن طريق إصدار السندات والأذونات التي تصدرها الخزنة العامة ذات الآجال المختلفة ، ومن هنا صارت هذه الصكوك مجالاً لتوظيف الأموال ، لا يقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى .

(١) وظائف البورصة الاقتصادية، مقال منشور في المجلة العربية، العدد ٣٤٩، السنة ٣١ صفر ١٤٢٧هـ، مارس ٢٠٠٦م، انظر الموقع :

http://www.arabicmagazine.com/last_issue2.asp?order=3&last_issue_number=5013 & num=5040

(٢) المرجع السابق نفسه .

حادي عشر: التقليل من مخاطر التضخم والانكماش المالي^(١) :

حيث تعتبر البورصة الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية لتغيير كمية النقود لمعالجة التضخم والانكماش.

ثاني عشر : الإسهام في دعم الائتمان الداخلي والخارجي^(٢) :

حيث إن عمليات البيع والشراء في بورصة الأوراق المالية تعد مظهراً من مظاهر الائتمان الداخلي ، فإذا ما ازدادت مظاهر هذا الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية ، أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية .

ثالث عشر : موازنة الأسعار :

وهي عمليات التطابق ، التي هي عبارة عن عمليات موازنة في الأسعار لسهم معين أو سند معين بين بورصات دولة معينة ، وفي حالة الأسهم في الشركات الدولية تكون عمليات الموازنة بين بورصات الدول المقيدة بها أسهم هذه الشركات ، فإذا كانت مثل هذه الأوراق تسعر في جميع البورصات فإن هبوط سعر إحداها في إحدى البورصات يدفع المحترفين إلى شرائها بقصد بيعها بثمان أعلى في سوق أخرى ، فعملية الشراء هذه تضمن عمل موازنة بين الأسعار وزوال الضغط الذي يحدث في أحد الأسواق بسبب زيادة الطلب على الشراء منه أو زيادة العرض في صورة مبيعات

(١) هارون ، أحكام الأسواق المالية ، مرجع سابق ، ص ٥٠ .

(٢) وظائف البورصة الاقتصادية ، مقال منشور في المجلة العربية ، العدد ٣٤٩ ، السنة ٣١ صفر ١٤٢٧ هـ ، مارس ٢٠٠٦ م ، انظر الموقع :

http://www.arabicmagazine.com/last_issue2.asp?order=3&last_issue_number=5013 & num=5040

ضخمة وبذلك يتلاشى تذبذب الأسعار الحاد من زيادة أو انخفاض^(١).

المطلب الثاني : آثار سوق الأوراق المالية بالنسبة للأفراد والمؤسسات:

تؤدي بورصة الأوراق المالية عدة وظائف بالنسبة إلى الاقتصاد الجزئي يمكن إجمالها فيما يلي^(٢) :

أولاً: سهولة استثمار رؤوس الأموال :

يمتاز الاستثمار في سوق الأوراق المالية بالسهولة واليسر وذلك بالمقارنة بصعوبة الاستثمار في مجالات أخرى ، كما يتميز بإمكان استثمار أي مبلغ سواء كان كبيراً أم صغيراً، ولأي مدة طالت أم قصرت ، كما لا يتطلب أي خبرة خاصة ففي مقدور أي شخص استثمار ماله في أي شركة زراعية أو صناعية أو تجارية ، ويستفيد من نجاحها بالحصول على الأرباح، كما يستفيد من ارتفاع قيمة الأسهم نتيجة تقدم أعمال الشركة بعكس الحال بالنسبة للاستثمار في مجالات أخرى حيث يتطلب خبرات معينة وكفاية ودراية خاصة ، كما يتميز أيضاً بأنه يتيح الفرصة لتنويع الاستثمار فيمكن توزيع رأس المال المستثمر في سندات حكومية وفي أسهم شركات صناعية وعقارية وغيرها^(٣) .

ثانياً: بيع الحقوق وشرائها:

فعن طريق البورصة يستطيع المستثمر الانسحاب من الشركة وذلك بقيام البورصة بوظيفة بيع الحقوق وشرائها دون المساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع من أراض ومبان وآلات ومعدات ... إلخ^(٤) .

(١) علي شلبي، بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ١٠ .

(٢) انظر: شعبان البرواري، بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٤٧ - ٤٩ .

(٣) جميل أحمد توفيق، الاستثمار وتحليل الأوراق المالية ، دار المعارف ، ١٩٦٣ ، ص ٨ .

(٤) سمير رضوان ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٣٣ .

ثالثاً: توفير قنوات سليمة للاستثمار .

وذلك بتوجيه المستثمرين نحو المشروعات التي في صالحهم وترشيد الإنفاق الاستثماري ، وتحذيرهم من مخاطر الاستثمار في المجالات الأخرى^(١) .

رابعاً: تعتبر البورصة أداة إشباع للمستثمر الصغير الذي لا يستطيع أن ينشئ مشروعاً لقلّة رأس ماله:

وكذلك تعطي فرصة للمستثمر الكبير لشراء الأسهم والسندات المطروحة للتداول^(٢) .

خامساً: قبول الدائنين للأسهم كضمان لقروضهم:

لأن المرتهن لا يقبل رهناً لا يمكن تحويله إلى أصل سائل سريعاً وبدون خسارة في قيمته ، ويتم ذلك بعد معرفة الأمور الآتية : مكانة المركز المالي للشركة ، كمية الأرباح السنوية الموزعة على السهم الواحد، سرعة تداول أسهم الشركة واستقرار أسعارها في البورصة^(٣) .

سادساً: يشجع وجود البورصة بنوك الاستثمار على الإقدام على ضمان إصدارات أوراق مالية في السوق الأولي^(٤) :

فوجود بورصة أوراق مالية نشيطة وذات كفاءة عالية يجعل الإصدارات الجديدة في السوق الأولي أكثر قابلية للتسويق ، مما يخفف من خطر ضمان هذه الإصدارات .

(١) شعبان البرواري ، بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٤٨ .

(٢) الخضير ، كيف تتعلم البورصة ، مرجع سابق ، ص ١٩ .

(٣) احمد محيي الدين ، عمل البورصات المالية ، مرجع سابق ، ص ١٥١ .

(٤) محمد أيمن الميداني ، تطوير أسواق الأوراق المالية في سورية ، المركز السوري للاستشارات والأبحاث والتدريب في إدارة الأعمال ، شباط ٢٠٠٢ .

سابعاً: التأمين ضد تقلبات الأسعار:

يستفيد من البورصة التاجر والصانع والزارع ، حيث يتمكن كل منهم من التأمين على مركزه من تقلبات الأسعار بفضل عمليات التغطية ، فالمضارب مثلاً يشتري سلعة لبيعها فيما بعد إذا ارتفع سعرها ، فإنه يحتاط لنفسه فيبيع في الوقت نفسه كمية مماثلة لما اشتراه ، فإذا هبط السعر فإنه يشتري ما سبق أن باعه فيعوض بالشراء ما سبق أن خسره^(١) .

ثامناً: إيجاد مجال للمضاربة^(٢):

إن المضاربة بلغة الاقتصاد هي العمليات التي يقوم بها بعض الأشخاص بناء على معلومات فنية وتقديرات معقولة للانتفاع من فروق الأسعار في الزمان والمكان . وهي لازمة لاستمرار العمل في البورصة . ولكن تخرج عن وظيفتها وتتخذ المقامرة بفعل المصالح الفردية وبوسائل غير مشروعة فتؤدي إلى الإخلال بموازين الأسعار^(٣) .

(١) الدريوش ، أحكام الأوراق المالية في الإسلام ، مرجع سابق ، ص ٥٧٢ . وانظر : سمير رضوان ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٣٤٥ . وأحمد يوسف سليمان ، رأي التشريع الإسلامي في البورصة ، الموسوعة العلمية والعملية ، مج ٢ ، ج ٥ ، ص ٣٩٣ .
(٢) عبد الكريم قندوز ، الهندسة المالية الإسلامية ، مرجع سابق ، ص ١٣ .
(٣) ياز ، معجم المصطلحات المصرفية ، مرجع سابق ، ص ٢٢٠ .

المبحث الثاني: دور سوق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية

إن خلاص البلاد المتخلفة اقتصاديا من معالم التخلف يقتضي بدهاء إزالة أسبابه ، ولعل أحد الأسباب الرئيسية التي ساقها عدد من الاقتصاديين في هذا الصدد تكمن في عدم كفاية رؤوس الأموال الموجهة للاستثمار، وتخلف طرائق الإنتاج في هذه البلاد. وهناك شبه إجماع بين الاقتصاديين على أهمية التكوين الرأسمالي ، فهو يمثل جوهر عملية التنمية والتي من خلالها تصبح كل أوجه التنمية ممكنة ، والأسواق المالية مهمة للتنمية لأن نظرية التنمية تركز على ندرة رأس المال كسبب للتخلف ، وأسواق الأوراق المالية تجهز الأموال .

وإحداث التنمية يقتضي إحداث تغيير عميق في البنيان الاقتصادي للبلاد النامية ، والسبيل إلى ذلك إنما يتحقق من خلال تكوين جهاز إنتاجي كاف لتشغيل الموارد العاطلة ، وإلى فن إنتاجي متقدم لاستخدامه في تشغيل هذا الجهاز، فمما لاشك فيه أن تكوين هذا الجهاز يقتضي زيادة التكوينات الرأسمالية زيادة مضطردة بما يسمح بزيادة المقدرة الإنتاجية للاقتصاد القومي.

وإذا ما تمكنت البلاد النامية من زيادة طاقاتها وقدراتها الإنتاجية ترتب على ذلك زيادة الدخول ، فزيادة المدخرات الوطنية ، فزيادة التكوينات الرأسمالية، عندئذ تنكسر حلقة الفقر الخبيثة التي تناو لها نيركسه في مؤلفه عن مشاكل تكوين رأس المال في الدول المتخلفة^(١) .

الفرع الأول : المقصود بتمويل سوق الأوراق المالية للتنمية:

إذا كنا نتحدث عن دور سوق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية فإنه

(١) سمير رضوان ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٢٣٧ .

يتعين علينا أن نحدد منذ البداية أن المقصود بتمويل التنمية في هذا الصدد إنما ينصرف إلى تمويل الجهاز الإنتاجي الذي يقوم بتشغيل الموارد البشرية والطبيعية والمالية والذي يتمثل بصفة أساسية في شركات المساهمة التي يجرى التعامل على أسهمها في أسواق الأوراق المالية .

وغني عن البيان أن ثمة ارتباط وثيق لا ينفك ولا ينفصم بين أسواق الأوراق المالية وشركات المساهمة والتي أضحت أبرز علامات التقدم الاقتصادي في عالمنا المعاصر بما توفر لها من إمكانيات قد تعجز عنها بعض الحكومات حتى إنه ليشق على الباحث المدقق تصور وجود إحداها في غيبة الأخرى .

وإذا كان من الثابت أن شركات المساهمة كانت وليد الثورة الصناعية وأنها وسيلة التنمية الاقتصادية ونتاجها ؛ فإن أحداً لا يماري في أن أسواق الأوراق المالية على الجانب الآخر، قد ارتبط وجودها بوجود شركات المساهمة ، بل هي وبحق لازمة من لوازم بقائها واستمرار مسيرتها وتدعيم اقتصادياتها .

الفرع الثاني دور شركات المساهمة في التنمية :

تعد شركات المساهمة من أهم التنظيمات الاقتصادية التي فرضها التطور الاقتصادي، وهذه الشركات تمثل كيانات اقتصادية يتعاضم دورها بتعاضم النشاط الاقتصادي للمجتمع ودرجة نموه وتقدمه. ولأن هذه الشركات لا تقوم على الاعتبار الشخصي للشريك فإن لها وجود مستقل عن الشركاء، فلا تنتهي بخروج الشريك أو وفاته أو إفلاسه، الأمر الذي يضمن لهذه الشركات الاستمرارية، ويضاعف بالتالي أهميتها .

لقد تغيرت صورة المحل التجاري والشركة التجارية والصناعية القديمة ، ففي المراحل الزمنية السابقة كانت الوحدات الإنتاجية والتجارية صغيرة وفردية ، ولذلك

لم تكن في حاجة إلى قدرات مالية وتنظيمية ، حتى إن أحد الاقتصاديين والذي اشتهر قانون الأسواق باسمه ، وهو جون باتيست ساي، يصف ذلك الخلط بين الغايات والأهداف في تلك الشركات بقوله: " إن الغايات الخاصة بالمشرف على المحل التجاري تهيمن على أهداف الشركة " ^(١) .

لقد تطورت هذه الشركة تطوراً مذهلاً منذ بداية القرن السادس عشر فتضخمت رؤوس أموالها وتعددت أنشطتها وتجاوز بعضها حدود أوطانها حتى غدت السوق العالمية وكأنها شبكة للشركات العملاقة التي يتجاوز حجمها وحجم أنشطتها حجم بعض البلدان مجتمعة.

وإذا ما كانت التنمية الاقتصادية في بلد ما تتوقف على قدرة جهازها الإنتاجي على تشغيل كافة الموارد التي يمتلكها المجتمع ، فإن شركات المساهمة تقوم في زماننا المعاصر بهذا الدور، وبصورة جلية وواضحة في المجتمعات الرأسمالية ، ولكن ليس بقصد إحداث التنمية ، وإنما بهدف زيادة معدل النمو الاقتصادي .

ويختلف الأمر في الدول النامية ، فدور شركات المساهمة في هذه البلاد إنما تحسمه هويتها الاقتصادية ، فمن هذه الدول من ينتمي إلى النظام الرأسمالي الذي نشأت في حضائنه هذه الشركات وتعاضم فيه دورها ، ومن هذه الدول من ينتمي إلى النظام الاشتراكي قديماً، والذي لا يسمح أصلاً بوجود هذه الشركات لقيام هذا النظام على تملك المجتمع لكل أدوات الإنتاج ، وبعض الدول تتجهج نظاماً يعد خليطاً بين النظامين ، وهنا يتوقف الدور الذي تقوم به شركات المساهمة على القدر الذي يسمح به للقطاع الخاص بالمشاركة مع القطاع العام في خطط التنمية الاقتصادية.

(١) جمال الدين الشيثي، بحث عن دور الأسواق المالية في تمويل التنمية، صندوق النقد العربي، (د.ت)، ص ٤٢-٤٣.

والدول النامية أحوج إلى التوسع في هذه الشركات من غيرها من الدول التي قطعت شوطاً بعيداً في طريق التقدم ، فمن خلال هذه الشركات يمكن الاعتماد على الذات، والتقليل من الاعتماد على الخارج والولوج في معترك التنمية . إن الاعتماد على الذات هو الإطار العام لتحقيق النمط الجديد للتنمية ، والذي يمكن من خلاله تخلص الدول التابعة من وصاية الدول المتبوعة ، والتغلب من قبضة النظام العالمي ، ولا يتحقق ذلك الأمر إلا من خلال التوسع في إنشاء المشروعات الإنتاجية ودعم قدرة الجهاز الإنتاجي بما يمكنه من زيادة الصادرات والحد من الاستيراد وموازنة ميزان المدفوعات والحفاظ بالتالي على قيمة العملة الوطنية من الانهيار.

وتقتضي سياسة الاعتماد على الذات تعبئة كافة الموارد المالية المتاحة والممكنة بأعلى درجة من الكفاية واستخدامها على نحو رشيد . ولعل أفضل السبل وصولاً لهذه الغاية هو تحفيز الأفراد والمؤسسات والهيئات على المشاركة في تنفيذ خطط التنمية الاقتصادية من خلال المساهمة في المشروعات التي يتقرر إنشاؤها أو من خلال دعم القدرة الإنتاجية للمشروعات القائمة والتي ترغب في التوسع والتطوير، من خلال زيادة رؤوس أموالها^(١).

على أنه يمكننا أن نلخص أهم المزايا التي تتمتع بها هذه التنظيمات الاقتصادية (شركات المساهمة) فيما يلي^(٢) :

١- تعتبر هذه الشركات وعاءً مهماً تصب فيه مدخرات الأفراد والمؤسسات ، حيث يجري توظيفها بعد تعبئتها في استثمار مباشر .

٢- تتمتع هذه الشركات بمقدرة مالية عالية تتمثل في ضخامة رؤوس أموالها . إذ

(١) سمير حمدان ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٢٥٢ - ٢٥٢ .

(٢) أمين بهباني ، مجلة البورصات . الكويت ، فبراير ١٩٨٦ م ، (بشيء من التصرف) .

يسمح نظامها القانوني لآلاف الأفراد والمؤسسات بالمساهمة فيها مما يمكنها من ممارسة أنشطتها بأسلوب متميز يترتب عليها مزايا أخرى نذكر منها .

٣- التمتع بمزايا الإنتاج الكبير وتحقيق الوفورات الداخلية ، فمن المعروف أنه بوسع المنشآت الكبيرة دون غيرها استخدام أساليب التكنولوجيا الحديثة ، وتزداد كفاءة المعدات الرأسمالية بزيادة أحجامها ، ويعبر اقتصاديا عن هذه الخاصية للآلات بأنها غير قابلة للتجزئة ^(١) .

٤- قدرة هذه المنشآت على تخصيص جزء من استثماراتها للقيام بالبحوث والدراسات التي تساهم في تطوير الإنتاج ، وإنتاج سلع جديدة تغزو بها الأسواق المحلية ، وتفتح بها أسواقاً جديدة خارجية .

٥- قدرة هذه المنشآت على تحمل مخاطر الاستثمار، ذلك أن القدرة المالية والتنظيمية لهذه الشركات، واستقلال شخصيتها القانونية عن شخصية أصحاب المشروع يمكنها من الدخول في المشروعات الاستثمارية الضخمة والتي تكون فيها درجة المخاطرة عالية، ولا تقدر على تحملها المنشآت الفردية والصغيرة، إلا أن مردود هذه المشروعات أيضاً يتناسب مع حجم المخاطر، ومع هذا فإن المنشآت الكبيرة قادرة على تخفيض حدة المخاطر. وذلك عن طريق تنويع إنتاجها، وتعدد أسواقها، وتنويع مصادر خاماتها، وهو الأمر الذي لا تتمكن المنشآت الصغيرة من تحقيقه . وتعتبر هذه المزية أيضاً أحد وفورات الإنتاج الكبير الذي يتوقف هنا على حجم المنشآت .

ويمكننا القول بأن التقدم في فنون الإنتاج في المجتمعات الرأسمالية مدين في جانب منه لهذا النوع من الشركات التي قامت باستغلال قدراتها التنظيمية والمالية في الإنتاج والإبداع .

(١) صلاح أبو إسماعيل ، أصول الاقتصاد ، دار النهضة ، ١٩٧٦ ، ص ١٤١ - ١٤٢ .

الفصل الثالث

الآثار السلبية لسوق الأوراق المالية

وتقديرها إسلامياً

وفيه ثلاثة مباحث هي :

المبحث الأول : المضاربة في أسواق الأوراق المالية.

المبحث الثاني : أضرار المضاربة .

المبحث الثالث : تقدير اقتصادي إسلامي للآثار السلبية.

الفصل الثالث

الآثار السلبية لأسواق الأوراق المالية وتقديرها إسلامياً

المبحث الأول: المضاربة في أسواق الأوراق المالية

نتناول بالدراسة في هذا الجزء من البحث المضاربة في أسواق الأوراق المالية ، ونعني بالمضاربة هنا هو مفهومها وفق التعامل في أسواق الأوراق المالية ، والذي سوف نوضحه بعد قليل ، ولا نقصد بها هنا مدلولها الفقهي المتمثل في اتفاق رب المال مع العامل فيه على مشروع بحيث يكون الربح بينهما بحسب اتفاقهما، والخسارة على رب المال وحده .

ولقد تم إفرازها بباب خاص لأسباب عدة منها :

- ١- الدور المتعظم الذي تقوم به في أسواق الأوراق المالية إذ هي من أهم الخصائص المميزة لنشاط هذه الأسواق .
- ٢- الاختلاف الحاد في وجهات النظر بين المتعاملين والباحثين والقانونيين حول جدوى نشاط المضاربة .
- ٣- انتشار ظاهرة المضاربة في الأوراق المالية والنقدية والذهب والسلع الأخرى في أسواق كثير من البلاد الإسلامية بل وفي أنشطة بعض المؤسسات الاقتصادية الإسلامية .

المطلب الأول : تعريف المضاربة

اختلف الكتاب والباحثون والممارسون اختلافاً كبيراً حول دور المضاربة في أسواق الأوراق المالية ، فبينما يرى الكثيرون أنها أداة مبتكرة من أدوات المقامرة ، يراها آخرون تؤدي دوراً اقتصادياً إيجابياً بشأن توازن الأسعار وتغذية السوق بالسيولة ، والتنبؤ بالأحوال الاقتصادية. ويقف آخرون موقفاً وسطاً قائلين: " إنها كملح الطعام قليل منه يفيد وكثيره يفسد الطعام " ^(١).

فلا يوجد تعريف محدد للمضاربة متفق عليه ، فما يعتبره البعض من أعمال المضاربة يعتبره آخرون خارج عن نطاقها ، فيعرفها البعض بأنها " بيع أو شراء لا حاجة راهنة ولكن للاستفادة من فروق الأسعار الناتجة عن تنبؤ بتغيرات قيم الأوراق المالية " ^(٢).

ووفقاً لهذا التعريف فإن كل من يقتني أوراقاً مالية أو يعقد عقداً باقتنائها أو بيعها مستقبلاً دون أن تكون له الرغبة في الإفادة من غلاتها السنوية المتوقعة ولكن بهدف الاستفادة من صحة توقعاته بتغير قيمة هذه الأوراق المالية فإنه يكون مضارباً، ويسمى عمله هذا مضاربة .

ونلاحظ أن هذا التعريف أغفل المدى الزمني الذي يحتفظ خلاله المتعامل بالأوراق المالية في ملكيته وهو أمر مهم في تحديد ما إذا كان المدخر يريد الاستثمار أو المضاربة .

(١) حازم البيلوي ، دور سوق الأسهم في الاقتصاد الكويتي ، مرجع سابق ، ص ٢٠ .

(٢) J. EDWARD MEEKER, The world of stock Exchange, New York - (٢)

ووسع البعض في التعريف ليضم البضائع إلى الأوراق المالية " (١) .

وهناك تعريف للمضاربة بأنها " عملية بيع وشراء صوريين (٢) للاستفادة من فروق الأسعار " (٣) ، ويدل هذا التعريف على أن عمليات بيع وشراء الأوراق المالية من أجل المضاربة هي عمليات غير حقيقية ليس فيها استلام ولا تسليم ، وتنحصر العملية في دفع أو قبض فروق الأسعار (٤) . ويبرز هذا التعريف بوضوح جانب المقامرة في عمليات المضاربة .

كما عرفت بأنها عمليات بيع وشراء يقوم بها أشخاص لا بقصد تسلم وتسليم السلعة وإنما لجني ربح من الفروق الطبيعية التي تحدث في أسعار السلع والصكوك بين وقت وآخر ومكان وغيره ، وهم يقومون بعملياتهم هذه اعتماداً على تقديرهم للعوامل المؤدية لصعود الأسعار أو هبوطها وقدرتهم الشخصية على تمحيص تلك العوامل وتحليل نتائجها من الاسترشاد بالتجارب الماضية والاعتبارات النفسية (٥) .

(١) مقبل الجميعي ، الأسواق والبورصات ، مرجع سابق ، ص ١٢٢ .

(٢) البيع الصوري يعني خلق تعامل نشط على سهم ما ، في الوقت الذي قد لا يوجد فيه تعامل فعلي يذكر على السهم ؛ والهدف من هذا البيع إيهام المتعاملين أن تغيرات سعرية حدثت للورقة المعنية ؛ وأن تعاملًا نشطًا يجري عليها ، وهو بذلك لا يخرج عن كونه نوعاً من الخداع والاحتيال بغرض تحقيق الربح ، وفي هذا ضرر بالمنشأة والسوق . انظر : موقع إسلام أون لاين :

http://www.islamonline.net/servlet/Satellite?c=ArticleA_C&cid=

1177155844817& pagename=Zone-Arabic-Namah/2FNMALayout

(٣) عبد الكريم الخطيب ، السياسة المالية في الإسلام ، دار المعرفة ، بيروت ، الطبعة الثانية ، ١٩٧٥ ، ص ١٨٣ .

(٤) سامي وهبه ، البورصات ، مرجع سابق ، ص ١٧ .

(٥) إبراهيم محمد أبو العلا ، بورصات الأوراق المالية والقطن ، مطبعة كوستاتسوماس ، مصر ، الطبعة الأولى ، ١٩٦٠ م ، ص ٢٩ - ٣٠ .

وواضح أن التعريف أكد على صورية عقود المضاربين حيث إنهم لا ينوون استلام وتسليم الأوراق المالية موضوع الصفقة . كما أبرز دور المضارب المحترف الذي يحلل كل العوامل الموضوعية والذاتية قبل أن يقدم على شراء أو بيع الأوراق المالية ، وأشار إلى أن حركة صعود أو هبوط أسعار الأوراق المالية إنما تنشأ عن عوامل طبيعية لا اختلاف فيها .

المطلب الثاني : العلاقة بين المضاربة والمخاطرة والمقامرة والاستثمار

الفرع الأول : مفهوم المخاطرة :

حاول البعض إبراز تعاريف واسعة للمضاربة من أجل توسيع مفهوم ونطاق المضاربة حتى يبتعدوا عن مأزق ما يحدث عملياً من مضاربات في أسواق الأوراق المالية ، فقالوا: " المضاربة في التجارة بصورة عامة هي التنبؤ بما ستكون عليه الأسعار وتحقيق الربح من جراء ذلك التنبؤ " . كما أورد البعض تعريفاً لآدم سميث للمضاربة يقول : " المضارب هو كل من أراد الحصول على أرباح غير عادية عن طريق إنشاء صناعة جديدة أو إدخال وسائل حديثة في الزراعة " (١) .

وواضح أن هذين التعريفين يطابقان بين المضاربة والمخاطرة التي توجد في كثير من الأنشطة الإنتاجية والتجارية خارج نطاق أسواق الأوراق المالية ، وهذه المخاطرة هي قاعدة من قواعد الفقه الإسلامي الغرم بالغرم .

وقد رد على ذلك عدد من الكتاب الغربيين أكدوا على الفرق بين طبيعة المخاطر التجارية المقبولة وبين المضاربة التي تعتمد على تغير سعر السوق ، وهو نفس المعنى الذي سبق أن أشار إليه الإمام ابن القيم بقوله: " المخاطرة مخاطرتان ، مخاطرة التجارة

(١) مقبل الجميعي ، الأسواق والبورصات ، مرجع سابق ، ص ١٢٢ .

وهو أن يشتري السلعة بقصد أن يبيعها ويربح ، والخطر الثاني: بخلاف التجارة مثل أن يبيع ما ليس عنده بقصد الربح . مثل البيع قصير الأجل . فيبيعه بسعر ويشتره بأرخص منه فإن هذا الذي قدره قد يحصل كما قدره ، وقد لا يحصل له فيندم، فصار من نوع الميسر والقمار، وليست هذه المخاطرة مخاطرة التجارة وإنما مخاطرة المستعجل بالبيع قبل القدرة على التسليم " (١) .

ولاختلاط مفهومي المخاطرة والمضاربة في ذهن البعض فإنهم ذهبوا للقول بأن "الادخار في حد ذاته يتضمن فكرة المضاربة ، إذ إن المدخر عندما يقوم بشراء الأسهم والسندات وحفظها انتظاراً لتحسن أسعارها أو الحصول على عائد مجز منها يأمل في تحسن أسعارها وفي الاستفادة من الأرباح الناتجة عن ذلك . كما أن التوظيف مهما كان ثابتاً فهو لا يخلو من عنصر المخاطرة التي هي أساس عمليات المضاربة " (٢) .

ويرد جلبرت على هؤلاء بقوله : " إن حامل السهم الذي له الملكية في شركة ما ويفترض إمكانية وجود الخسارة فإنه يتحمل مخاطرة تختلف اختلافاً واضحاً عن تلك التي يتحملها المضارب في أسعار الأوراق المالية " (٣) .

وواضح أن درجة المخاطرة أكبر في المضاربات منها في الأنشطة الإنتاجية والتجارية ، كما أن المخاطرة في القطاع الإنتاجي تكون دائماً ذات مردود إيجابي على مستوى النشاط الاقتصادي بينما تكون المضاربة ذات أثر سلبي على النشاط الاقتصادي .

(١) ابن القيم ، زاد المعاد ، ج ٣ ، المطبعة المصرية ، مصر ، ط ٢ ، ١٩٧٢م ، ص ٢٦٣-٢٦٦) بشئ من التصرف .

(٢) مراد كاظم ، البورصة ، مرجع سابق ، ص ٢٢١ .

(٣) . Gilbert W. Cooke, The Stock Markets, Op. cit, P390 .

الفرع الثاني : مفهوم المقامرة ومفهوم المضاربة :

تعرف ركس (Rix) المقامرة بأنها " البحث عن الأرباح من خلال الاعتماد المحض على الحظ والمصادفة "، ومن هنا جاء الانطباع لدى الجمهور - كما يقول كنج - بأن سوق الأوراق المالية مجرد ناد للقمار تجمع فيه الثروات الخيالية في غمضة عين كما أن خسائر كاسحة يمكن أن تحل بالمتعاملين في لحظات ^(١).

ونجد العذر للجمهور في اعتقاده هذا حيث إنه يطالع على الصحف نتائج المضاربات العنيفة في أسواق الأوراق المالية " ويرى تحقيق الثروات الضخمة وحصول خسائر هائلة دون أية تفسيرات اقتصادية لما يحدث ، وعليه فإن الأمر أشبه تماماً بالمقامرة " ^(٢).

ويعرف كاتب آخر المقامرة في أسواق الأوراق المالية بأنها " عبارة عن وضع المال في عملية مخاطرة وهمية اعتماداً على حدث عرضي " ^(٣) ، ويرى أنه بهذا المفهوم لا توجد مقامرة في أسواق الأوراق المالية إذ إنه لا توجد مخاطرة ولا ينتظر حادث عرضي إذ إن كل الاحتمالات محسوبة بدقة.

ونرد على ذلك بقول كينز " إن القرارات البشرية التي ترتبط بالمستقبل على الصعيد الشخصي والسياسي والاقتصادي لا يمكن أن تكون مستوحاة بتنبؤ رياضي دقيق لأن القاعدة مفقودة لمثل هذا التنبؤ ، إذ إن لانقلاب ميزان التفاؤل الطبيعي آثاراً مهمة وكذلك للعواطف والأمزجة والحظوظ وردود أفعال أشخاص آخرين " ^(٤) ،

M. S. Rix, Stock market economics, sirisaac pitman & sons ltd, (١)
London, P205.

(٢) أحمد السيد جابر ، أسواق الأوراق المالية في ظل الاشتراكية العربية ، مرجع سابق ، ص ٢٥ ، ٢٦.

(٣) نقلاً عن : أحمد محيي الدين ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٤٨٩ .

(٤) كينز ، النظرية العامة في الاقتصاد ، ترجمة نهاد رضا ، دار مكتبة الحياة ، بيروت ص ١٩٤ .

ويرى أموري أن الربط بين المقامرة والمضاربة عادة ما يكون لوجود عنصر الضرر في كليهما^(١)، ولأن المضاربة قد ارتبطت في أذهان الجمهور بالانتهازية والكسب غير المبرر نجد أن كثيراً من أنصار وجودها في سوق الأوراق المالية يعترفون بذلك ، ويدعون إلى عمل ضوابط تحول دون هذه السليبات ، يقول أحدهم : " يجب وضع قواعد أصولية موضوعية للمضاربة تخرجها من مفهوم اليانصيب والمقامرة لتقوم برسالتها في تأمين السيولة ، كما يجب أن تراقبها الحكومة للحيلولة دون تلاعب بعض الأفراد بمقدرات البورصة ، فتكون النتيجة الحتمية تسلط فئة على أخرى والرجوع إلى شريعة الغاب في المعترك الاقتصادي - ويضيف - : ينبغي على جمهور المتعاملين الابتعاد عن المضاربة على أساس الحدث النفساني كما لو كان الأمر يتعلق بشراء ورقة يانصيب أو بمقامرة"^(٢) .

ويقول آخر : " أكثر الشرور أن تتحول السوق وبأجمعها إلى سوق مضاربة ويصبح الاستثمار هو الاستثناء ، وإذا ما تحولت المضاربة إلى مقامرة تبلغ ذروة خطورتها على الاقتصاد والمجتمع"^(٣) .

ويرى آخر " أن المضاربة قد تحيد عن غرضها الأصلي فتقلب إلى مقامرة إذا كان القائم عليها لا يعتمد على مسببات حقيقية ، بل اعتمد على مجرد الحظ ، فالمضاربة عملية محكومة بقانون خاص لا يجب أن يكون للصدف أية دخل فيها ، فدراسة الأمور السياسية والاقتصادية والمالية أمر لا بد منه حتى تكون مضاربة سليمة مسببة، وإلا كانت مقامرة"^(٤) .

(١) Gilbert W. Cooke, The Stock Markets, Op. cit, P391.

(٢) مراد كاظم ، البورصة ، مرجع سابق ، ص ٢٢١ .

(٣) حازم البيلوي ، دور سوق الأسهم في الاقتصاد الكويتي ، مرجع سابق ، ص ٢٢١ .

(٤) مقبل الجميعي ، الأسواق والبورصات ، مرجع سابق ، ص ١٧١ .

الفرع الثالث : مفهوم الاستثمار :

يرى كثير من الكتاب أن الخط الفاصل بين مفهومي المضاربة والاستثمار غير محدد تحديداً دقيقاً، وأنه يعتمد على الدوافع الذاتية وظروف استقرار السوق ، ورغم ذلك فقد حاول أكثر من واحد أن يميز بين المفهومين وفق اعتبارات مختلفة . فلقد ميز أكثر الكتاب بين الاستثمار والمضاربة باعتبار أن المستثمر يمتلك الأوراق المالية توقعاً لارتفاع العائد المتولد عنها أو توقعاً لارتفاع قيمة الأصل الاستثماري في الأجل الطويل . بينما يقوم المضارب ببيع وشراء الأوراق المالية للإفادة من التغيرات في الأسعار السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير^(١) ، يقول كينز: " المضاربة هي عملية التنبؤ بنفسية السوق ، أما الاستثمار فهو التنبؤ بالغللات المتوقعة للأصول المالية طوال فترة بقائها "^(٢) .

ويفرق أحد كبار المسؤولين عن سوق نيويورك المالي في فترة سابقة بين الاستثمار والمضاربة باعتبار أن عملية الاستثمار ومن خلال التحليل الجيد تعني بسلامة الدراسات والاقتناع بالعائد المتوقع من الأصل الاستثماري بينما أية عملية لا تتوفر فيها هذه المتطلبات هي عملية مضاربة^(٣) .

ويرى أحد الاقتصاديين أن بعض عمليات أسواق الأوراق المالية قد صممت لتكون ميداناً لنشاط المضاربة وبعضها صمم ليقدم عمليات الاستثمار ، وعليه فإن التعامل الآجل خاصة التجارة بالهامش والبيع على المكشوف تعطي القائم بها صفة

(١) Wilford J. Eiteman, Charles A. dice, David K. Eitman The stock Market, op. cit, P1 .

(٢) مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي ، جامعة الملك عبد العزيز جدة ، عدد ١ ، مجلد ٢ ، ١٩٨٤ م ، ص ٢٢ .

(٣) .Gilbert W. Cooke, The Stock Markets, Op. cit, P391.

المضارب ، أما من يتعامل نقداً في السوق العاجلة فهو مستثمر^(١) .

إن سوق الأوراق المالية بطبيعتها يوجد فيها المستثمر والمضارب والمقامر ، حيث يرى المستثمر أنها مكان مناسب لاستثمار أمواله وللحصول على عائد معروف في حالة السندات أو على أرباح في حالة الأسهم ، وهي بدورها تميل إلى الثبات النسبي في الظروف العادية ، إضافة إلى ذلك فإن المستثمر يأمل في زيادة القيمة الحقيقية للأصل الاستثماري ، الأمر الذي يحمل معنى من معاني المضاربة . أما المضارب فإنه لا يهدف إلى الاستثمار أساساً وإنما يضارب على القيمة السوقية للأصل المالي ، إلا أنه يضطر لأن يكون مستثمراً إذا قلّت أو انعدمت التقلبات في الأسعار السوقية للأصول المالية .

وبهذا القول يبرز دور ظروف السوق المالية واستقرارها في وصف النشاط بها على أنه استثمار أو مضاربة . ففي حالة استقرار السوق وعدم وجود تقلبات كبيرة في أسعار الأوراق المالية يصبح مجمل النشاط في السوق نشاط استثماري ، ويبرز وقتها دور المستثمرين . أما عندما يسود الاضطراب نشاط السوق وتحصل تقلبات حادة في أسعار الأوراق المالية يصبح مجمل النشاط في السوق نشاط مضاربة ، ويبرز وقتها دور المضاربين .

ورغم صعوبة التمييز والفصل النهائي بين المضاربة والاستثمار فهناك اعتبارات مهمة توضح إلى حد ما نوع النشاط هل هو استثمار أم مضاربة ؟ وهذه الاعتبارات هي :

١- العوائد المتوقعة:

بينما يهتم المضارب بتحقيق الربح عن تحركات السعر السوقي للأصل المالي ، يضع المستثمر في اعتباره المردود السنوي له والتراكبات الرأسمالية للأصول .

(١) Edward Meeker, the World of the Stock Exchange. Op. cit, P366.

كما أن العوائد المتحققة من الاستثمار تمتاز بالدورية والثبات النسبي . أما عوائد المضاربة فهي غير منتظمة ومتأرجحة ، وتكون الأرباح المتحققة عن المضاربة أعلى من تلك المتحققة عن الاستثمار^(١).

٢- المخاطر المحتملة:

إذا كان هناك فرق بين الاستثمار والمضاربة فهو في درجة المخاطرة التي تتعرض لها رؤوس الأموال ، حيث يطلق لفظ الاستثمار على الأنشطة التي تقل درجة المخاطرة فيها بينما يطلق اسم المضاربة على الأنشطة التي تزيد فيها درجة المخاطرة^(٢).

وعليه فإن الخسائر التي قد يصاب بها المستثمر غالباً ما تكون طفيفة ويمكن تغطيتها من الأرباح الاحتياطية . أما المضارب فعليه أن يكون مستعداً لخسائر قياسية قد تؤدي به إلى الإفلاس والخروج من السوق .

٣- مدة استخدام المدخرات:

لأن قرار المستثمر مبني على اعتبارات إنتاجية يتوصل إليها من خلال تتبعه لكثير من المؤشرات الاقتصادية فإن تبديل هذا القرار يتطلب وقتاً طويلاً نسبياً بما يكفي لإحداث تغيرات جوهرية في نشاط المشروع، وعليه فإن الاستثمار يستمر ، أما المضارب فهو يحاول الاستفادة من تذبذبات الأسعار التي تحدث في المدى القصير ولذلك فإن استخدامه للمدخرات في صفقة معينة لا يتجاوز الأسابيع بأي حال^(٣).

(١) أحمد محيي الدين ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ٤٩٤ .

(٢) حسن توفيق ، الاستثمار في الأوراق المالية، منشورات المنظمة العربية للعلوم الإدارية، ١٩٧١، ص ٦ .

(٣) محمد صالح جابر ، الاستثمار بالأسهم والسندات ، المرجع السابق ، ص ٣١ . وانظر: سالم المرزوقي ، دراسة ميدانية لسوق الكويت للأوراق المالية ، المرجع السابق ، ص ١٢ .

وبالنسبة لأهمية اعتبار المدة الزمنية التي يحتفظ خلالها بالأوراق المالية للتفريق بين المضاربة والاستثمار فإن كثيراً من المحللين ومن أجل التأكد من وجود ظاهرة المضاربة يقيسون معدل تبادل الأوراق المالية ، فإذا ما زاد فمعناه أن قرار مالكيها يتبدل سريعاً مما يدل على وجود ظاهرة المضاربة^(١).

٤- نوع التعامل:

عمليات أسواق الأوراق المالية تنقسم إلى عمليات عاجلة وعمليات آجلة ، ولا شك أن كل مستثمر يقتنع بجدوى مشروع معين فإنه سوف يحمل مدخراته ويسعى للاكتتاب في أسهم هذا المشروع أو شراء أسهمه المطروحة للتعامل في أسواق الأوراق المالية مما يعني ضمناً أن السوق العاجلة هي السوق التي تستوعب معظم مدخرات المستثمرين . أما السوق الآجلة وخاصة عمليات الشراء بالهامش وعمليات البيع على المكشوف وأسواق الخيارات فهي بلا شك قد صممت لتستوعب أنشطة الباحثين عن الربح الكبير والسريع وهم غالباً من المضاربين. وعليه يمكن القول: إن معظم المتعاملين في السوق العاجلة من المستثمرين ، بينما معظم المتعاملين بالهامش والبيع القصير والخيارات من المضاربين^(٢).

(١) أحمد محيي الدين ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٤٩٥ .

(٢) المرجع السابق نفسه ، ص ٤٩٦ .

المطلب الثالث : أنواع المضاربة (Types of Speculation)

هناك نوعان من المضاربة هما ^(١) :

١- مضاربة على الصعود :

وفيه يقوم المضارب بالشراء لأجل عندما يتنبأ بارتفاع الأسعار، ثم يقوم بالبيع عندما تصدق توقعاته ، والربح هو الفرق بين سعري الشراء والبيع مطروحاً منه المصاريف وعمولة السمسرة .

٢- المضاربة على النزول :

وفيها يقوم المضارب بالبيع لأجل (على المكشوف) متوقعاً هبوط الأسعار ، ثم يقوم بشراء ما سبق له بيعه ، والربح هو فرق السعر مطروحاً منه المصاريف وعمولة السمسرة ، ومثال ذلك أن يكون سعر ورقة مالية معينة عاجلاً في (٢ حزيران مثلاً) ٤ دينار ، ويتوقع المضارب انخفاض سعرها ، فيقوم في ٢ حزيران ببيع ١٠٠٠ ورقة مالية ليسلمها في ١٥ حزيران ، فإذا صحت توقعاته وانخفض سعر الورقة إلى ٣ دينار مثلاً، يقوم بشراء الألف ورقة التي باعها ، ويربح عن كل ورقة دينار، فيكون إجمالي ربحه هو : ١٠٠٠ دينار مطروحاً منه المصاريف وعمولة السمسرة .

(١) انظر: حسن ليب وآخرون، البورصات، مرجع سابق، ص ٢٨. وسامي وهبة غالي، البورصات وتجارة القطن، مرجع سابق، ص ٥٣-٥٤.

المبحث الثاني : أضرار المضاربة

تنتج عن عمليات المضاربة في أسواق الأوراق المالية العديد من الآثار السلبية على النشاط الاقتصادي ، وستناول هذه الآثار - والتي تبدو على قدر من التشابك ، كما أن بعضها يتولد عن الآخر - على النحو التالي :

المطلب الأول : التأثير الضار على مستويات الأسعار

المفترض في أسعار الأوراق المالية أن تعبر وبحق عن المركز المالي الحقيقي للشركة مصدرة الورقة المالية، وعن الظروف الاقتصادية السائدة، وعن الطلب والعرض الطبيعيين إلا أن عمليات المضاربة تخل بالتوازن الحقيقي للأسعار، وذلك عبر الوسائل التالية:

١- الإشاعات الكاذبة : والتي تستهدف رفع أو خفض الأسعار عن مستواها الطبيعي لتحقيق مصلحة خاصة اعتماداً على حساسية الأسواق تجاه هذه الإشاعات . ويوجه المضاربون المحترفون الأجهزة الإعلامية خاصة الصحف لتغذية الاتجاهات التي تخدم عملياتهم .

٢- عمليات الإحراج : وهي نوع من الاحتكار يتلخص في السعي لجمع وحبس الصكوك من نوع واحد في يد واحدة ، ثم التحكم في السوق حين لا يجد المتعاملون في هذه الصكوك ما يوفون به التزاماتهم التي حان أجلها ، الأمر الذي يجعلهم تحت ضغط هؤلاء المتحكمين ويجعلهم يخضعون للأسعار التي يقررونها . وذلك ما حدث في عام ١٩٠١ عند تنازع شركتي (مورجان) و(هاريمان) على حيازة أسهم شركة (نورثان باسفيك) فقفز سعر السهم من ٧٠ إلى ١٠٠٠ دولار ونجح مورجان في حيازة أغلب الأسهم ، وأفلس كل من عليه الوفاء بأسهم هذه الشركة ^(١) .

(١) انظر: أحمد محيي الدين ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٥١٠ ..

٣- الأوامر المتقابلة : هذه العملية تنحصر في القيام بعمليات شراء يقابلها عمليات بيع متعادلة بقصد إيجاد حركة مصطنعة ، فإن كان القصد رفع السعر زادت عمليات الشراء ، أما إذا كان القصد خفض الأسعار فتزاد عمليات البيع . ونجاح هذه العمليات يتوقف على مهارة المضاربين في إخفاء أغراضهم وحجم الأسهم التي تحت تصرفهم ^(١) .

٤- السيطرة على الجهاز الحكومي : يستفيد المضاربون من علاقاتهم مع المسؤولين في الجهازين التشريعي والتنفيذي حيث تعد التشريعات وترسم السياسات ، وتتخذ القرارات التي من شأنها أن توجه حركة الأسعار نحو الوجهة التي يريدون ، كما يطلع هؤلاء المضاربون على أسرار الدولة ، ويسبقون غيرهم في الإفادة منها . وهكذا تؤدي عملية المضاربة عبر هذه الوسائل وغيرها إلى رفع أسعار بعض الأوراق المالية إلى مستويات يستحيل تبريرها اقتصادياً، ويعقب ذلك عادة بوادر ردة فعل قوية وشاملة تهبط بالأسعار إلى مستويات متدنية جداً. ومن الأمثلة الواقعية على ذلك أنه عند اشتداد موجات المضاربة في سوق الكويت للأوراق المالية في نهاية عام ١٩٧١ م صارت القيمة السوقية لكثير من الأسهم تعادل ١١ ضعف القيمة الدفترية لها ، وستة أضعاف قيمتها الاسمية ، كما بلغ معدل الرسملة (متوسط السعر / متوسط الربح) ٢٢ مرة ، كما ارتفعت أسعار أسهم شركات لم تبدأ بعد نشاطها الفعلي، ولم تمتلك أية موجودات ثابتة ^(٢) ، مما يؤكد أن المضاربة تفصل القيمة السوقية للأسهم عن النشاط الفعلي وإنتاجية المشروعات .

(١) مقبل الجميعي ، الأسواق والبورصات ، مرجع سابق ، ص ١٣٢ .

(٢) حازم الببلاوي ورائد فهمي ، دور سوق الأسهم في الاقتصاد الكويتي ، مرجع سابق ، ص ٦٦ -

المطلب الثاني : الآثار السلبية على عملية تحديد الفعاليات المنتجة وتخصيص الموارد

ذكرنا من قبل أن من أبرز وظائف سوق الأوراق المالية تقدير كفاءة المشروعات على درجة ملحوظة من الدقة ، ويترتب على ذلك أن تتجه المدخرات نحو المشروعات الناجحة مما يعني أن الموارد المتاحة قد تم تخصيصها على أفضل وجه ممكن . وتؤدي هذه الوظيفة بفعالية في ظل سيادة المنافسة الطبيعية التلقائية . إلا أنه في ظل وجود نشاط المضاربة حيث يتفق بعض الأفراد على فرض أسعار معينة بمختلف الوسائل التي أشرنا إليها من قبل ، فإن من شأن ذلك أن يربك عملية تقدير كفاءة المشروعات ، ويؤدي إلى أن تسير سوق الأصول المالية في اتجاه مستقل بشكل مطلق عن سوقي العمل والإنتاج .

وفي الحقيقة فإن أبرع التوظيفات في نشاط المضاربة هي تلك التي تستهدف اغتنام الفرصة وخداع الجمهور وتصريف الورقة التي انخفض ثمنها ، والواقع يدل على أن المضارب لا يهتم كثيراً بتقدير الاستثمارات تقديراً صحيحاً ، ولا يحاول على الإطلاق معرفة ما ستكون عليه القيمة الحقيقية لأي أصل من الأصول على المدى الطويل ، بل إن الكثير من الاعتبارات التي ليس لها علاقة بالمردود المرتقب تدخل في تقدير حسابات المضاربين .

ولقد صور كينز عملية تقدير المشروعات عند المضاربين عندما قال : " إن توظيفاتهم يمكن مقارنتها بالمسابقات التي تنظمها الصحف من أجل اصطفاء أجمل ستة وجوه من بين مائة صورة ، والجائزة ستعطى للشخص الذي تكون تفضيلاته أقرب ما تكون من الاختيار الوسطي الذي يجريه مجموع المتنافسين . إذن على كل متنافس أن يختار لا الوجوه التي يعتبرها هو نفسه أجمل الوجوه ! ! بل تلك التي

يعتبرها أجدر بنيل أصوات المتنافسين الآخرين" ^(١).

وهكذا تعمل المضاربات على تحويل اهتمام أصحاب رؤوس الأموال عن المشروعات المنتجة وتوجيهها نحو المضاربة طمعاً في الأرباح السريعة .

المطلب الثالث : زعزعة استقرار النشاط الاقتصادي

إن استقرار النشاط الاقتصادي هو المناخ اللازم لقيام التنمية الاقتصادية ، إذ إن من شأنه أن يحفز أصحاب المدخرات المحلية ورؤوس الأموال الأجنبية ، ويساعد راسمي السياسات الاقتصادية والمالية والنقدية في وضع السياسات المستقرة متوسطة وطويلة الأجل والتي تعالج قضية التنمية بأبعادها المختلفة . ومن أكثر مهددات استقرار النشاط الاقتصادي انهيار المشروعات والمؤسسات التي يعتمد عليها في تنفيذ بعض مراحل خطة التنمية الاقتصادية .

وتؤدي المضاربة في أسواق الأوراق المالية دوراً مؤثراً في زعزعة استقرار النشاط الاقتصادي وذلك لأن التقدير الناجم عن النفسية الجماعية يتعرض لتحولات شديدة ومفاجئة نتيجة استقراءات تحدثها في الرأي العام عوامل يكون تأثيرها الحقيقي على مردود المشروعات طفيفاً أو منعدماً. ولأن مثل هذه الاستقراءات التقديرية التي أحدثت هذه التبدلات لا تملك جذوراً عميقة تسمح لها بالثبات ، فسرعان ما يثور الشك حول استمرارية الوضع الجديد فتحدث تبدلات أخرى في اتجاه مضاد ^(٢) .

والنتيجة التي لا مفر منها لتقرير محترفي المضاربة بنجاح مشروع أو فشله ، هي تغير وجهات النظر إلى الغلات المنتظرة لمشروع معين بعنف ، وتغير وجهة نظر كل

(١) كينز ، النظرية العامة في الاقتصاد ، مرجع سابق ، ص ١٨٦ - ١٨٧ .

(٢) كينز ، النظرية العامة في الاقتصاد ، مرجع سابق ، ص ١٨٥ .

مستثمر في الاتجاه نفسه ، ونتيجة لذلك لا يسلم النشاط الاقتصادي من موجات متناوبة من التفاؤل الزائد والتشاؤم الزائد ^(١) .

ولأن هذه الموجات المتزايدة من التفاؤل والتشاؤم نتجت عن حيل وأكاذيب وترويج إشاعات ، فإنها تهر السوق بعنف ويصبح تحديد المشروعات المثمرة أمراً شديداً الصعوبة مما يؤدي إل انصراف الاستثمارات عن مشروعات كان منتظراً أن تخدم الاقتصاد بإيجابية . وهذا ما حدث بالفعل في عام ١٨٥٧ عندما بدأ المتعاملون في بورصة لندن في بيع استثماراتهم من الأسهم والسندات لتحقيق الأرباح بعد الصعود الكبير الذي وصلت إليه الأسعار بسبب المضاربات العنيفة ، رغم أنه لم يكن هناك ركود أو كساد في النشاط الاقتصادي يستدعي سحب هذه الأموال ، وكان نتيجة حركة البيع هذه أن انهار السوق دفعة واحدة ، وأسرعت البنوك في طلب قروضها ، وتعثر تمويل المشروعات الجديدة ، وساد الكساد النشاط الاقتصادي ^(٢) .

وحدث مثل ذلك في السوق الكويتية ، فبعد أن سادت مظاهر ازدهار بنيت على المضاربات وإغفال الاعتبارات الاقتصادية والاستثمارية السليمة ، تكشف الركائز الهشة التي كانت تقوم عليها السوق وأفلس معظم متوسطي وصغار المدخرين ووقعوا فريسة المضاربات التي قام بها محترفو المضاربة ^(٣) .

وعلى العكس من ذلك إذا اتجهت سوق الأوراق المالية لأن تصبح مجالاً للاستثمار وقَلَّ فيها نشاط المضاربة ، فإن من شأن ذلك أن يضعف تأثيرها بالاعتبارات الهامشية، وتصبح سوقاً مستقرة تضيف على النشاط الاقتصادي نوعاً من الاستقرار الذي

(١) دوجلاس هيج ، النظرية الاقتصادية ، مرجع سابق ، ص ٦١٧ .

(٢) أحمد السيد جابر ، أسواق الأوراق المالية في ظل الاشتراكية ، مرجع سابق ، ص ١٩١ .

(٣) حازم الببلاوي ورائد فهمي ، دور سوق الأسهم في الاقتصاد الكويتي ، مرجع سابق ، ص ٢٣ .

يتطلبه. وذلك لأن المستثمر لا يكثر تحريك أوراقه المالية لأن هدفه الحصول على العائد المناسب مع تحقيق أكبر زيادة رأسمالية ممكنة عن طريق حسن اختيار المشروعات التي يشتري أوراقها، خاصة تلك التي تحقق نمواً وتوسعاً ملموساً^(١).

المطلب الرابع : الآثار على عمليات الاستثمار الحقيقي طويل الأجل

الأصل في أسواق الأوراق المالية أن يحتفظ المدخر باستثماره للأجل الطويل عدا الطوارئ والظروف التي تلجئه إلى بيع استثماره . يقول كينز: " إذا جعلت عمليات التوظيف نهائية وغير قابلة للإلغاء ما خلا حالات الوفاة وما يشبهها أمكن تخفيف آفات عصرنا الاقتصادية تخفيفاً مجدياً، لأن أصحاب الأموال المعدة للتوظيف سيضطرون إلى تركيز انتباههم على الأجل الطويل " ^(٢).

ولكن عندما تسود المضاربة في السوق ، والتي تكون عادة لآجال قصيرة جداً تؤدي إلى تذبذبات في أسعار الأوراق المالية محل المضاربة ، فيؤدي ذلك إلى إرباك حسابات أصحاب الاستثمارات الحقيقية طويلة الأجل فيضطر بعضهم إلى التخلي عن توظيفه ، أو قد يصاب من يحتفظ بتوظيفه بخسارات متوقعة إن أثرت المضاربات على المشروعات محل التوظيف .

وقد يرى البعض أن المستثمر الماهر يتحتم عليه أن يكسب إذا لم يكثرث للمضاربات السائدة واستمر في شراء التوظيفات على ضوء تنبؤ علمي مدروس للأجل الطويل . ويرد كينز على هؤلاء بقوله: " في الحقيقة هناك طراز من هؤلاء المتمتعين بالفكر الرصين ، إلا أن وضع السوق يختلف اختلافاً عميقاً تبعاً لتغلب

(١) أحمد السيد جابر ، أسواق الأوراق المالية في ظل الاشتراكية ، مرجع سابق ، ص ٢٣ .

(٢) كينز ، النظرية العامة في الاقتصاد ، مرجع سابق ، ص ١٩٢ .

تأثيرهم أو تأثير المضاربين ، كما أن التوظيف المالي المستند إلى تنبؤ حقيقي لأجل طويل في ظل نشاط المضاربة هو مهمة شاقة ، والأشخاص الذين ينصرفون إليه يتعرضون لمخاطر أكبر من تلك التي يتعرض لها المضاربون . أضف إلى ذلك أن الشخص الذي يرغب في التوظيف دون أن يهتم بتقلبات السوق الوقتية يحتاج في سبيل سلامته إلى موارد أعظم " (١) .

المطلب الخامس : دوران رأس المال بعيداً عن دورة الإنتاج

من أنواع التأثير الضار للمضاربة على النشاط الاقتصادي أنها تصرف جزءاً من أصحاب رؤوس الأموال عن القيام بالعمليات الإنتاجية الحقيقية التي يتطلبها المجتمع من صناعة وزراعة وتعيين ... إلخ. وتجعلهم في انتظار الفرص التي قد تسنح من خلال تغيرات الأسعار، فإن صحت توقعاتهم وربحوا من وراء ذلك ازدادوا تعلقاً بالمضاربة، الأمر الذي يرسخ من دوران رؤوس أموال هؤلاء الأفراد بعيداً عن دورة النشاط الاقتصادي . أما إذا خسروا نتيجة مضارباتهم هذه (ويستفيد من خساراتهم عادة أفراد ووسطاء ومؤسسات ومصارف ذات ارتباط مباشر أو غير مباشر بدوائر أجنبية رأسمالية وذلك لتمرسهم وخبرتهم) تكون البلاد قد حرمت من مساهمة هذه الأموال في النشاط الاقتصادي .

والفكرة الأساسية في هذا الصدد أن الفرص التي قد تسنح للمضاربين تتطلب أحياناً أموالاً جاهزة لاغتنامها ، ولذلك فإن من يمتهن المضاربة يجنب أمواله السائلة وشبه السائلة أو جزءاً منها ولا يستخدمها أو يسمح للآخرين باستخدامها في دورة الإنتاج (٢) .

(١) كينز ، النظرية العامة في الاقتصاد ، مرجع سابق ، ص ١٨٨ .

(٢) أحمد محي الدين ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٥١٩ .

المطلب السادس : الآثار التضخمية

تجر المضاربة معها آثاراً تضخمية يصعب التخلص منها إلا بإجراءات قاسية ، وتنتج هذه الآثار عن طريق تمويل المصارف التجارية لهذه المضاربات . فتتوسع في منح الائتمان مما يشكل ضغطاً تضخمية على الاقتصاد المحلي ، وهذا ما حدث في أمريكا في عام ١٨٤٨م عند اشتداد موجة المضاربات التي مولتها المصارف بسخاء لدرجة أن السمسار كان يكفيه أن يودع ١٥٠٠ دولار نقداً ليسحب ما بين ١٠٠ - ٣٠٠ ألف دولار ، وحدث مثل ذلك في الكويت في عام ١٩٧٦م أثناء فورة المضاربة حيث ساهمت السياسات الائتمانية التوسعية في تفاقم الضغوط التضخمية حيث زادت التسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل والتي اتجهت إلى تمويل موجات المضاربة العنيفة بحوالي ٨٣٪^(١).

المطلب السابع : الآثار السلبية على توزيع الثروة

ومن الآثار الضارة التي يمكن نسبتها إلى المضاربة أنها تؤثر سلباً على نمط توزيع الثروة بين الأفراد ، وذلك لأن رواج المضاربة يؤدي إلى تداول أموال ضخمة بين المتعاملين، ويستطيع كبار المضاربين تدوير هذه الأموال لصالحهم مما يؤدي إلى إفلاس الآخرين وهم القاعدة الأكثر اتساعاً، وليس أدل على ذلك من الاستشهاد بالمبلغ المرصود من قبل حكومة الكويت فقط لتعويض صغار المستثمرين الذين أفلسوا في مضاربات سوق المناخ بالكويت والذي بلغ ٥٠٠ مليون دينار كويتي تقريباً^(٢).

(١) المرجع السابق نفسه ، ص ٥١٩ .

(٢) المرجع السابق نفسه ، ص ٥٢١ .

وقد تنبه الكثيرون إلى الأضرار والمخاطر التي تنجم عن عمليات المضاربة ،
فاتخذوا إجراءات رسمية لمنع أو تضيق نطاق المضاربة ، ومن هذه الشواهد ما يأتي :

١- على أثر الأزمة المالية المشهورة عام ١٩٢٩ م كونت لجنة في بورصة نيويورك
سميت لجنة الأمن والمبادلة ، مهمتها الأساسية منع المضاربات ^(١) ، وفي خطوة أخرى
تم منع البيع الآجل مطلقاً باعتباره الأداة الرئيسية لعمليات المضاربة ^(٢) .

٢- أوقفت العمليات الآجلة في أسواق الأوراق المالية في مصر نظراً لأن بعض
السماسرة والمضاربين عمدوا إلى استخدام حيل أحدثت تقلبات عنيفة في الأسعار
وأودت بثروات الكثيرين ^(٣) .

٣- في بريطانيا يقضي القانون رقم ٨٤٥ لسنة ١٨٩٢ م بأنه إذا لم يرد المتعاقدان
عقد صفقة قانونية لم يكن هناك حق في المطالبة بدفع فروق الأسعار ، والعقد المعترف
به هو الذي تنشأ عنه حقوق والتزامات ، والذي بمقتضاه يحق للمشتري تسلم ما
اشترى وللبائع قبض كل الثمن لا فرق الثمن ^(٤) .

(١) مراد كاظم ، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية ، مرجع سابق ، ص ٦٨ .

(٢) سامي وهبة ، البورصة ، مرجع سابق ، ص ٢٠ .

(٣) المرجع السابق نفسه ، ص ٢٠ .

(٤) عبد الكريم الخطيب ، السياسة المالية في الإسلام ، مرجع سابق ، ص ١٨٨ - ١٨٩ .

المبحث الثالث: تقدير اقتصادي إسلامي للآثار السلبية

بعد أن عرفنا المضاربة وبيننا أنواعها ، والأضرار الاقتصادية التي قد تنشأ عنها ، نحاول في هذا الجزء من البحث أن نعرض المضاربة مفهوماً ومعاملات باعتبارها محاولة للإفادة من صحة التوقعات بشأن تغير أسعار الأوراق المالية على موازين الفقه الإسلامي حتى تخرج الأحكام الفقهية التي يتقرر على ضوءها مدى صحة كل عملية من عملياتها ، وذلك على النحو التالي :

المطلب الأول: رأي الفقه في العقود الصورية باعتبارها تشكل جانباً مهماً من عمليات أسواق الأوراق المالية .

المطلب الثاني: رأي الفقه في العمليات الآجلة والتي تعتبر ميداناً للنشاط المضاربي.

المطلب الثالث : رأي الفقه في العمليات غير المخالفة لضوابط العقود في الفقه الإسلامي ، والتي تستهدف الربح من خلال التنبؤ بتغيرات أسعار الأوراق المالية .

المطلب الرابع : رأي الفقه في العمليات التي تتم في سوق الأوراق المالية .

المطلب الأول : رأي الفقه في صورية العقود

نعني بصورية العقد أنه يوجد فيه صورة العقد ومظهره الخارجي لا حقيقته وجوهره، وذلك بأن يكون اتفاق الإرادتين على العقد في الظاهر فقط مع تحقق انتفاء الإرادة الحقيقية في أصل العقد^(١).

(١) مصطفى الزرقا ، المدخل الفقهي العام ، دار الفكر ، بيروت ، ط ١ ، ص ٣٥٣ - ٣٥٥ . وعدنان التركماني ، ضوابط العقد في الفقه الإسلامي ، دار الشروق للنشر والتوزيع ، ص ٥ .

فالمقصود الذي شرع الله تعالى له البيع وأحله لأجله هو أن يحصل ملك الثمن للبائع ويحصل ملك المبيع للمشتري ، ثم ينتفع كل منهما بما تملكه بالعقد بسائر أنواع الانتفاع المشروع ، فيكون كل منهما حصل له مقصوده بالبيع . وعليه فإن كل عقد بيع لا يقصد به نقل ملكية المبيع أو الثمن إلى الطرف الآخر نقلاً حقيقياً هو عقد صوري^(١).

إلا أن السؤال المتبادر إلى الذهن الآن ما علاقة الحديث عن صورية العقود بما يحدث من تعامل في أسواق الأوراق المالية ؟

تبيين العلاقة من خلال تتبعنا للتعامل في أسواق الأوراق المالية حيث نجد أن معظم المشترين لا ينوون استلام ما اشتروه ، كما أن معظم البائعين لا ينوون تسليم ما باعوه ، وتنحصر العملية في قبض أو دفع الفرق بين سعري الشراء والبيع^(٢).

الفرع الأول : هل العقد الصوري يقع غير صحيح ؟

المتبع للعقود الصورية يرى أنه يشوبها الآتي^(٣) :

١- عدم ثبوت نيتي البيع والشراء مع وجود القرائن التي تدل على ذلك .

٢- إنها من أنواع الحيلة الممنوعة شرعاً .

٣- يمكن قياسها على العينة .

٤- فيها مخالفة لقصد الشارع من التكليف .

(١) ابن القيم ، أعلام الموقعين ، تحقيق محمد محيي الدين ، المكتبة التجارية الكبرى ، ط ١ ، ١٩٥٥ ، ج ٣ ، ص ٢٣٩ .

(٢) عبد الناصر العطار ، البداية في شرح أحكام البيع ، القاهرة ١٩٨٤م ، ص ٧٠ ، ٢٠٠ . وأحمد محيي الدين ، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية مرجع سابق ، ص ٢٦٣ .

(٣) أحمد محيي الدين ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٥٨١ .

٥- يمكن منعها سداً للذريعة .

ونتناول فيما يلي هذه الأسباب على النحو التالي :

أولاً- عدم ثبوت نيتي البيع والشراء :

للنية تأثير معتبر شرعاً في وصف ما تصاحبه ، فتجعل من العمل حلالاً أو حراماً ، صحيحاً أو فاسداً ، يقول رسول الله ﷺ : " إنما الأعمال بالنيات وإنما لكل امرئ ما نوى ، فمن كانت هجرته إلى الله ورسوله فهجرته إلى الله ورسوله ، ومن كانت هجرته لدنيا يصيبها أو امرأة ينكحها فهجرته إلى ما هاجر إليه " ^(١) .

ويعلق ابن القيم على هذا الحديث قائلاً : " النية روح العمل وقوامه ولبه ، وهو تابع لها يصح بصحتها ويفسد بفسادها ، وهذا يعم في العبادات والمعاملات . وهذا دليل واضح على أن من نوى بعقد البيع عقد الربا حصل له الربا ولا يعصمه من ذلك صورة البيع " ^(٢) .

وهناك عدد من الشواهد الفقهية تدل على اعتبار النية الحقيقية التي تصاحب العمل ، منها : ما رواه الطبراني : " من حبس العنب أيام القطف حتى يبيعه من يهودي أو نصراني أو ممن يتخذه خمراً فقد تقحم " ^(٣) النار على بصيرة " ^(٤) .

(١) رواه البخاري ومسلم ، انظر : فتح الباري ، ج ١ ، المطبعة السلفية ، ١٣٨٠ هـ ، ص ١٠ .
وصحيح مسلم شرح النووي ، ج ١٧ ، كتاب الإمارة ، ص ٥٧ .

(٢) ابن القيم ، إعلام الموقعين ، ج ٧ ، مراجعة طه عبد الرؤوف ، مكتبة الكليات الأزهرية ، ط ١٩٦٨ م ، ص ١١١ .

(٣) القحمة : الأمر الشاق لا يكاد يركبه أحد . الرافعي ، المصباح المنير ، دار الباز ، مكة ، ج ٢ ، ص ٥٩٢ .

(٤) العسقلاني ، بلوغ المرام من أدلة الأحكام ، تحقيق رضوان محمد رضوان ، دار الكتاب العربي بيروت ، ص ١٤٧ .
وانظر محمد عبد الحي ، النية في الأحكام الفقهية ، دار الهدى للطباعة ، مصر ، ١٩٨ م ، ص ١١ وما بعدها .

وبناء على ذلك فإن البيع لا ينعقد إلا إذا كانت هناك نية للبيع ونية للشراء ، والنية في البيع تعني أن يقصد الشخص بتعبيره معاوضة مال بـ مال . ويقصد آثاره وهي التملك والتمليك^(١).

ولكن كيف تثبت النية وهي أمر باطن ؟ من القواعد المقررة في أصول الفقه إذا خفي الاستدلال على الباطن فالعبرة بالظاهر، لأن الظاهر دليل الباطن . ويعول على القرائن الظاهرة لأنها تدل على الإرادة الباطنة^(٢). وتطبيقاً لهذه القاعدة فإنه إذا وجدت قرينة يستدل بها على نية البيع والشراء فالنية تثبت بالقرينة ، وإذا وجد ما يستدل به على عدم نية البيع والشراء فإن عدم النية يثبت بهذه القرينة^(٣).

وفي عرف أسواق الأوراق المالية نجد أن عدم القبض من الجانبين والاكتفاء بالتحاسب على فروق الأسعار قرينة على عدم قصد البيع حقيقة وعلى صورية مثل هذه العقود .

ثانياً- العقود الصورية من أنواع الحيلة الممنوعة شرعاً:

المراد بالحيل عند من يمنعها : التصرفات المشروعة في حد ذاتها ، إذا قصد بها المكلف غاية محرمة تبطل أحكام الشرع وتناقض قصده^(٤).

(١) ابن القيم ، إعلام الموقعين ، مرجع سابق ، ج ٣ ، ص ١٢٣.

(٢) عبد الناصر العطار ، أحكام العقود في الشريعة الإسلامية والقانون ، مطبعة السعادة ، مصر ، ص ١٠٧

(٣) انظر: ابن نجيم ، الأشباه والنظائر ، تحقيق عبد العزيز الوكيل ، الحلبي وشركاه ، القاهرة ، ١٩٦٨ ، ص ٢٩ . وصالح قاسم السدلان ، النية وأثرها في الأحكام الشرعية ، مكتبة الخريجي ، الرياض ، ط ١ ، ١٩٨٤ ، ج ١ ، ص ١٤٢ وما بعدها .

(٤) السيد نشأت الدريني ، التراضي في المبادلات المالية ، دار عقود الشروق ، جدة ، ١٩٨٢ ، ط ١ ، ص ٢٣٣ .

وجمهور الفقهاء على منع الحيلة ، قال الإمام أحمد " نحن لا نرى الحيلة " ^(١) ، وقال القاضي شريح عن باب الحيل: هو باب المخادعة ^(٢) . ويستدل أصحاب هذا الرأي بعدة أدلة منها على سبيل المثال :

١- قول رسول الله ﷺ عندما سئل عن الانتفاع بشحوم الميتة قال : " قاتل الله اليهود، إن الله عز وجل لما حرم عليهم شحومها جملوه ^(٣) ثم باعوه فأكلوا ثمنه " ^(٤) . ووجه الدلالة هنا: هو احتيال اليهود على الانتفاع من الميتة وذلك ببيع زيتها وأكل ثمنه بدلا عن بيعها أو أكلها مباشرة .

٢- قول الرسول ﷺ : " لا تتركبوا ما ارتكبت اليهود فتستحلوا محارم الله بأدنى الحيل " ^(٥) .

٣- خطب سيدنا عمر الناس من على منبر رسول الله ﷺ وقال : " لا أوتى بمحلل ولا محلل له إلا رجتهما " وأقره سائر الصحابة على ذلك ^(٦) .

ويتم الاحتيال عادة بالمواطأة ^(٧) اللفظية أو العرفية ، والأمر المحتال به على المحرم صورته صورة الحلال وحقيقته ومقصوده حقيقة الحرام فلا يكون حلالاً ولا يترتب

(١) ابن القيم ، إعلام الموقعين ، مرجع سابق ، ج ٣ ، ص ١٨٧ .

(٢) المرجع السابق نفسه ، ص ١٧١ .

(٣) أي: أذابوه .

(٤) رواه مسلم . انظر: صحيح مسلم ، كتاب المساقاة ، كتاب تحريم بيع الخمر والميتة والخنزير والأصنام ، مرجع سابق ، ج ٣ ، ص ١٢٠٧ ، حديث رقم ١٥٨١ .

(٥) محمد ناصر الدين الألباني ، مختصر إرواء الغليل في تخريج أحاديث منار السبيل ، المكتب الإسلامي ، بيروت ، الطبعة الثانية ، ١٩٨٥ ، ج ١ ، ص ٣٠٣ ، حديث رقم ١٥٣٥ ، حديث حسن .

(٦) رواه البيهقي . انظر: سنن البيهقي ، تحقيق محمد عبد القادر عطا ، مكتبة دار الباز ، مكة ، ١٩٩٤ ، ج ٧ ، ص ٢٠٨ ، حديث رقم ١٣٩٦٩ .

(٧) المواطأة مقصود بها الموافقة . المصباح المنير ، مرجع سابق ، ج ٢ ، ص ٨٧٠ .

عليه أحكام الحلال فيقع باطلا^(١) .

وعمليات أسواق الأوراق المالية ورغم ما يقال عن دقة الحسابات وعملية التنبؤات، إلا أنها تعني مخاطرة القمار والميسر، وما صيغ : (بعت واشترت) التي لم يقصد بها انتقال الملك إلا حيلة وصورة تحول دون اعتبار المتعاملين بها غير مخالفين لقواعد الآداب العامة .

ثالثاً: منع البيع الصوري قياساً على منع بيع العينة :

العينة هي أن يبيعه السلعة بثمن معلوم إلى أجل ، ثم يشتريها من المشتري حالاً بأقل، ويبقى الباقي في ذمته^(٢) .

ويمنعها جمهور الفقهاء مستدلين بالحديث الشريف : " إذا تبايعتم بالعينة وأخذتم أذناب البقر ورضيتم بالزرع وتركتم الجهاد سلط الله عليكم ذلاً لا ينزعه حتى ترجعوا إلى دينكم "^(٣) .

وواضح من التعريف أن بيع العينة نوع من الاحتيال ظاهره البيع وحقيقته الربا ، والبيع صوري ، ولذلك فمن السهل أن نقيس على بيع العينة كل بيع صوري لا يستهدف حقيقة البيع ولا يقصد به آثار عقد البيع .

رابعاً: مخالفة قصد الشارع من التكليف :

إن قصد الشارع من المكلف هو أن يكون قصده في العمل موافقاً لقصده في

(١) ابن القيم، أعلام الموقعين، مرجع سابق، ج ٣، ص ١٩٤ .

(٢) ابن عابدين، رد المحتار، مصطفى الباي الحلبي، مصر، ١٣٨٦هـ، ج ٥، ص ٢٧٣. انظر: أحمد على عبد الله، المراجعة، الدار السودانية للكتب، ص ١٤٧ .

(٣) سنن أبي داود، دار الفكر، بيروت، كتاب الإجارة، باب في النهي عن العينة، حديث رقم ١، ج ٣، ص ٢٧٤-٧٥ .

التشريع وعليه فإن كل من ابتغى من تكاليف الشريعة غير ما شرعت له فقد ناقض الشريعة ، وكل من ناقضها فعمله باطل^(١) . فالبايع والمشتري لهما قصد في إبرام العقد في حدود ما أباح الله وما أحله من تحقق المصالح ودفع الأضرار^(٢) ويمنع كل مقصود في تحصيله تنفيذ للمحرم وإعانة على المعصية^(٣) .

ولاشك أن قصد الشارع من عقد البيع تبادل العوضين تبادلاً حقيقياً، وأي استغلال لعقد البيع ليكون أداة للتقامر والتصرفات الضارة بالاقتصاد يعتبر مناقضة لمقصود الشارع من إباحة عقد البيع .

خامساً: منع البيع الصوري سدا للذريعة:

الذريعة هي ما كانت وسيلة وطريقاً للشيء ، وسدها أي منعها ، والمقصود بسد الذريعة: منع ما يجوز من وسائل إذا كان يؤدي إلى ما لا يجوز^(٤) ، ونعني بسد الذرائع هنا إبطال عقود بيع وشراء الأسهم الآجلة التي تؤدي إلى إفلاس المئات من المتعاملين في لحظة واحدة .

الفرع الثاني : هل يصح لنا أن نتجاوز الإرادة الظاهرة للمتعاقدين إلى البحث عن إرادتهما الباطنة ؟

الإرادة الباطنة هي الإرادة الحقيقية التي لا يطلع عليها إلا الله سبحانه ثم صاحبها، بينما الإرادة الظاهرة هي التي تبرز وتظهر إما بالتعبير باللفظ أو ما يقوم مقامه من إشارة أو كتاب أو فعل^(٥) .

(١) الشاطبي، الموافقات، دار الفكر، ج ١، ص ٢٣٠-٢٣١ .

(٢) السدلان، النية وأثرها في الأحكام الشرعية، مرجع سابق، ج ٢، ص ٥٦٨ .

(٣) جمال الدين محمد، سبب الالتزام وشرعيته في الفقه الإسلامي، دار النهضة العربية، مصر ١٩٦٩، ص ٣٠٢ .

(٤) الدريني، التراضي في عقود المعاوضات المالية، مرجع سابق، ص ٢٣٤ .

(٥) عدنان خالد التركماني، ضوابط العقد في الفقه الإسلامي، دار الشروق، جدة، ص ١٤٥ .

وهدف هذا الجزء من البحث معرفة ما إذا كان يحق لنا فقها أن نتجاوز صيغ عقود بيع وشراء الأوراق المالية إلى استكشاف حقيقة المقصود من عقد البيع هل هي مجرد عقود رهان؟ أو أن الهدف منها حقيقة البيع بقصد تملك المبيع وتمليك الثمن؟

يرى بعض الفقهاء أن العبرة بالإرادة الظاهرة ، بينما يرى البعض الآخر أن العبرة بالإرادة الباطنة وذلك على النحو التالي :

أولاً: آراء من يقول بالإرادة الظاهرة :

يرى فريق من العلماء أن العبرة بالإرادة الظاهرة ، وأن تفسير العقود يجب فيه الوقوف عند حد الصيغ والعبارات الواردة في العقد واستخلاص معانيها الظاهرة دون الانحراف عن المعنى الظاهر إلى معان أخرى بحجة أنها هي المعان التي تتمثل فيها الإرادة الباطنة^(١).

يقول السنهوري : " العبرة في الفقه بالإرادة الظاهرة التي تستخلص من العبارات والصيغ التي استعملها المتعاقدون فلا نجاوز هذا البحث الموضوعي إلى بحث ذاتي نستشف به الضمير ونستكشف به خبايا النفس " ^(٢).

وينقل الكاتب عن الإمام الشافعي أنه صاحب هذا الرأي وقد استدل عليه بالآتي:

١- "إن الله حكم على عباده حكمين ، حكماً في الآخرة فيما بينهم وبينه على السرائر والنيات لأنه هو الذي يعلمها ، أما عباده فلا علم لهم بها . وحكماً في الدنيا بين العباد، وأمرهم أن يكون حكمهم على الظاهر ولا يجوز لهم الحكم بالظن ولا

(١) السنهوري ، مصادر الحق في الفقه الإسلامي ، دار إحياء التراث العربي ، ج ٦ ، ص ٣٠.

(٢) المرجع السابق نفسه ، ص ٣٤.

بالنية الباطنة . وعلى هذا القول فإن قصد المحرم يقتضي الحرمة أو الكراهة اللتين يحاسب عليهما علام الغيوب ، ولا يقتضي في الحكم الدنيوي الإبطال مادام لم يظهر، وإن قامت عليه قرائن قوية" (١).

٢- "العقود التي لم يشترط المحرم في صلبها عقود صدرت من أهلها في محلها مقرونة بشروطها، فيجب الحكم بصحتها، لأن السبب هو الإيجاب والقبول وهما تامان، وأهلية العاقد لا نزاع فيها، ومحلية العقد قابلة، فلم يبق إلا القصد المقرون بالعقد ولا تأثير له في بطلان الأسباب الظاهرة" (٢).

ثانياً: آراء من يقول بالإرادة الباطنة :

لا بد من الإشارة إلى أن أصحاب هذا الرأي لا يصرفون الإرادة الظاهرة إلا إذا ثبت أن الباطن بخلاف الظاهر وقام دليل على ذلك ، وهو ما يسمى بانتفاء الإرادة الحقيقية ، ومعناه أن الإيجاب والقبول لم يعبرا تعبيراً صادقاً عن اتجاه الإرادة لتكوين وإنشاء العقد (٣). يقول ابن القيم: "الظاهر يكون دليلاً صحيحاً إذا لم يثبت أن الباطن خلافه، فإذا قام دليل على الباطن لم يلتفت إلى ظاهر عُلِمَ أن الباطن بخلافه" (٤)، ويرى أحمد محيي الدين صحة هذا الاتجاه لسببين أساسيين هما (٥) :

١- إن قرائن الأحوال لها دلالات تقوم مقام اللفظ .

٢- إن العبرة في العقود بالمقاصد والمعاني لا بالألفاظ والمباني .

(١) الشافعي، الأم، الدار المصرية للتأليف والنشر والترجمة، مصر، ١٣٢١ هـ، ج ٤، ص ٤٢-٤٣ .

(٢) ابن القيم، إعلام الموقعين، مرجع سابق، ج ٣، ص ١٩٧ .

(٣) انظر: التركماني، ضوابط العقد في الفقه الإسلامي، مرجع سابق، ص ١٤٨-١٤٩ .

(٤) ابن القيم، إعلام الموقعين، مرجع سابق، ج ٣، ص ١٤٨ .

(٥) أحمد محيي الدين، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٥٩١ .

١ - دلالة القرائن :

إن قرائن الأحوال لها دلالات ملحوظة يعوّل عليها في تفسير العقد وتعيين حدوده والتزاماته إذ إن القرينة تجعل الإرادة الحقيقية مكشوفة غير مستورة في الخفاء . وتبرز كدليل يعارض دلالة الإرادة الظاهرة ^(١) .

ومما يؤكد على دلالة القرينة أن أهل المدينة في زمن الصحابة والتابعين وتابعيهم كانوا يحتجون بالرائحة وبالبقيء وبالحبل وظهور المسروق عند السارق ^(٢) .

٢ - العبرة في العقود بالمقاصد والمعاني :

جاء في مجلة الأحكام العدلية شرحاً للمادة ٣ التي تقول: العبرة في العقود للمقاصد والمعاني لا للألفاظ والمباني ما يلي : " إنه عند حصول العقد لا ينظر للألفاظ التي يستعملها العاقدان حين العقد بل إنما ينظر إلى مقاصدهم الحقيقية من الكلام الذي يلفظ به حين العقد، لأن المقصود الحقيقي هو المعنى وليس اللفظ ولا الصيغة المستعملة وما الألفاظ إلا قوالب للمعاني" ^(٣) ولقد جرت أحكام المعاملات في الفقه الإسلامي على اعتبار القصد والمعاني .

وهناك كثير من الشواهد تدل على ذلك منها :

أ- جرى حكم الرهن في البيع بالوفاء ^(٤) وإن كان منعقداً بلفظ البيع ، لأنه لم يقصد به تمليك المبيع للمشتري بل تأمينه على دينه ، ولذلك يجوز للبائع بيعاً وفائياً أن يعيد

(١) ابن القيم ، إعلام الموقعين ، مرجع سابق ، ج ٣ ، ص ١٤٦-١٤٧ .

(٢) نفس المرجع السابق ص ١٩٧ .

(٣) علي حيدر ، درر الحكماء شرح مجلة الأحكام ، ج ١ ، ص ١٨-١٩ .

(٤) بيع الوفاء هو البيع بشرط أن البائع متى رد الثمن يرد المشتري إليه المبيع . على حيدر ، درر الحكماء شرح مجلة الأحكام ، ج ١ ، ص ٩٧ .

الثلث ويسترد المبيع كما أنه يحق للمشتري أن يعيد المبيع ويسترجع الثمن . ولو كان العقد عقد بيع حقيقة لما جاز إعادة المبيع واسترداد الثمن إلا باتفاق الطرفين على إقالة البيع^(١).

ب- إذا تأملنا عقد المكره ، نجده قد أتى باللفظ المقتضي للحكم ولم يثبت عليه حكمه لكونه غير قاصد له ، وإنما قصد دفع الأذى عن نفسه ، فانتفى الحكم لانتفاء قصده وإرادته لموجب العقد^(٢).

وبعد هذا العرض لآراء بعض الفقهاء مقابلة بعقود أسواق الأوراق المالية التي لا ينوي بائعوها تملكها ولا مشتروها تملكها بل يكتفون بدفع أو قبض الفرق بين سعري الشراء والبيع يتبين ما يلي :

أولاً: هذه العقود عقود صورية وليست عقوداً حقيقية ، لوجود القرائن المعتبرة شرعاً والتي كشفت أن الإرادة الحقيقية للمتعاقدين لم تتجه نحو إنجاز عقد بيع حقيقي مقصودة آثاره وهي التملك والتملك .

ثانياً: إذا كانت العبرة في العقود بالمقاصد والمعاني لا بالألفاظ والمباني ، فإن بعت واشترت في مثل هذه المعاملات في أسواق الأوراق المالية فالمقصود بها التعاقد على القمار أو الترهان أو المخاطرة الشديدة وهي غير مخاطرة التجارة المعروفة .

ثالثاً: تقع كل العقود الصورية غير صحيحة للأسباب التالية :

أ- عدم ثبوت نيتي البيع والشراء .

(١) المرجع السابق نفسه ، ص ١٨ - ١٩ .

(٢) ابن القيم ، إعلام الموقعين ، مرجع سابق ، ج ٣ ، ص ١٣٤ - ١٣٥ . وانظر السيوطي ، الأشباه والنظائر ، الطبعة الأخيرة ، مصطفى البابي الحلبي ، مصر ، ١٩٥٩ ، ص ١٦٦ .

٢- هي من أنواع الحيلة الممنوعة شرعاً.

٣- قياسها على بيع العينة .

٤- فيها مخالفة لقصد الشارع من التكليف .

٥- سداً للذريعة .

المطلب الثاني : رأى الفقه في العمليات الآجلة

تعتبر العمليات الآجلة ميداناً نشطاً للمضاربة ، ولذلك فإن أي تحليل فقهي يستهدف الحكم بصحة أو فساد المضاربة لا بد أن يتناول العمليات الآجلة . إلا أنه يجدر بنا أن نشير إلى أن معظم المتعاملين في أسواق الأوراق المالية يقومون ببيع الأوراق المالية التي سبق لهم شراؤها قبل قبضها . ويعتبر مثل هذا التصرف أحد وسائل المضاربة ، فما رأي الفقه في ذلك ؟ رأى الفقه في بيع الأشياء المشتراة قبل قبضها :

ورأي جمهور الفقهاء على أن بيع الأشياء المشتراة قبل قبضها لا يجوز، وإن خص المالكية المنع ببيع الطعام وحده . جاء في بدائع الصنائع : " لا يصح بيع المشتري المنقول قبل قبضه لأنه بيع فيه غرر الانفساخ بهلاك المعقود عليه " ^(١) ، ويضيف ابن عابدين : " والفساد هو البيع الثاني " ^(٢) . كما جاء في حاشية الدسوقي " لا يجوز بيع الطعام قيل قبضه لما روي في الموطأ والبخاري ومسلم من النهي عن ذلك " ^(٣) ، ويقول النووي " لا يجوز بيع المبيع قبل القبض لضعف الملك وتعرضه للانفساخ ، ولتوالي الضمان بأن يكون مضموناً في حالة واحدة لاثنين " ^(٤) .

(١) الكاساني، بدائع الصنائع، مرجع سابق، ج ٥، ص ١٨٠ .

(٢) ابن عابدين، حاشية رد المحتار، مطبعة مصطفى البابي الحلبي، مصر، ط ٢، ١٩٦٦، ج ٥، ص ١٤٩ .

(٣) حاشية الدسوقي على الشرح الكبير، دار الفكر، بيروت، ج ٣، ص ١٥١ .

(٤) النووي، المجموع، المكتبة السلفية، المدينة المنورة، ج ٩، ص ٢٦٥ - ٢٦٦ .

كما جاء في المغنى "ومن اشترى ما يحتاج إلى قبضه لم يجوز بيعه حتى يقبضه ، لأنه لا يجوز أن يقبضه قبل قبضه له " ^(١) . وجاء في المحرر " من اشترى شيئاً بكيل أو وزن أو عد أو زرع لم يجوز تصرفه فيه قبل استيفائه " ^(٢) .

والأدلة على النهي عن بيع ما لم يقبض هي :

١- عن ابن عباس رضي الله عنه أن رسول الله ﷺ قال : " من ابتاع طعاماً فلا يبعه حتى يستوفيه " ^(٣) قال ابن عباس : وأحسب كل شيء مثله .

٢- عن ابن عمر رضي الله عنهما قال : قال رسول الله ﷺ : " من ابتاع طعاماً فلا يبعه حتى يقبضه " ^(٤) .

٣- وعن ابن عمر رضي الله عنهما قال : ابتعت زيتاً في السوق فلما استوجبتة لنفسي لقيني رجل فأعطاني به ربحاً حسناً ، فأردت أن أضرب على يده ، فأخذ رجل من خلفي بذراعي ، فالتفت فإذا زيد بن ثابت فقال : لا تبعه حيث ابتعته حتى تحوزه إلى رحلك . فإن رسول الله ﷺ " نهى أن تباع السلع حيث تبتاع حتى يحوزها التجار إلى رحالهم " ^(٥) .

(١) ابن قدامة ، المغنى ، تحقيق طه محمد الزيني ، مكتبة القاهرة ، ج ٤ ، ص ٨٦ - ٨٧ .

(٢) مجد الدين أبي البركات ، المحرر في الفقه الحنبلي ، مطبعة السنة المحمدية ، مصر ، ١٩٥٠ ، ج ١ ، ص ٣٢٢ .

(٣) رواه البخاري ومسلم . انظر : صحيح مسلم ، كتاب البيوع ، باب بيع المبيع قبل القبض ، دار الطباعة العامرة ، مصر ١٣٣١ هـ ، ج ٥ ، ص ٧ . وفتح الباري شرح صحيح البخاري ، كتاب البيوع ، باب بيع الطعام قبل قبضه ، ج ٤ ، ص ٢٥٣ .

(٤) صحيح مسلم ، مرجع السابق ، كتاب البيوع ، باب بيع المبيع قبل القبض ، ج ٥ ، ص ٨ .

(٥) رواه أبو داود مع حاشية عون المعبود ، دار الكتاب العربي ، بيروت ، ج ٣ ، ص ٣٠٠ .

- قال الشوكاني : أخرجه الحاكم وصححه ، وأخرجه ابن حبان ، وصححه الشوكاني . نيل الأوطار ، مطبعة مصطفى البابي الحلبي ، مصر ، ١٣٤٧ هـ ، ج ٥ ، ص ١٣٥ .

٤- عن حكيم بن حزام قال : قلت يا رسول الله : إني اشتري بيوعاً فما يحل لي منها وما يحرم ؟ قال : " إذا اشتريت شيئاً فلا تبعه حتى تقبضه " ^(١) .

وقد يرى البعض أن النهي مقصود به الطعام ، والأوراق المالية بالطبع ليست طعاماً، ولكن يرد على ذلك بما يلي :

١- لو لم يوجد في المسألة إلا الأحاديث التي فيها إطلاق لفظ الطعام لأمكن أن يقال: إنه يحمل المطلق ^(٢) على المقيد ^(٣)، إذ أن المطلق إنما يحمل على المقيد في الكلي ^(٤)، دون الكلية ^(٥) والأحاديث الناهية عن بيع ما لم يقبض عامة فهي كلية ، فلا يصح فيها حمل المطلق على المقيد ^(٦)، إذ إن حديث حكيم يشمل بعمومه غير الطعام ، وحديث زيد بن ثابت مصرح فيه بالنهي في السلع ^(٧).

يقول الشافعي معلقاً على قول ابن عباس : " ولا أحسب كل شيء إلا مثله "، يقول : "وهذا نأخذ ، فمن ابتاع شيئاً كائناً ما كان فليس له أن يبيعه حتى يقبضه ، وذلك لأن من باع ما لم يقبض فقد دخل في معنى قول النبي ﷺ لعَتَاب بن أسيد حين

(١) أخرجه البيهقي ، كتاب البيوع ، باب النهي عن بيع ما لم يقبض وإن كان غير طعام . سنن البيهقي ، دار الباز للنشر والتوزيع ، مكة ، ط ١ ، ١٣٥٢هـ ، ج ٥ ، ص ٣١٣ .

(٢) المطلق هو : ما تناول واحداً غير معين باعتباره حقيقة شاملة لجنسه .

(٣) المقيد هو : ما تناول معيناً أو موصوفاً بذاته . ابن النجار ، شرح الكوكب المنير ، ج ٣ ، تحقيق محمد الزحيلي ونزيه حماد ، منشورات جامعة أم القرى ، ص ٣٩٢ - ٣٩٣ .

(٤) الكلي هو : الشامل لجميع الأفراد الداخلين في صنف معين .

(٥) الكلية : القضية الكلية الحكم فيها واقع على جميع أفراد الموضوع . انظر الميداني ، ضوابط المعرفة ، دار القلم ، دمشق ، بيروت ، ط ١٩٧٥ ، ص ١٠٨ . وجميل صليبا ، المعجم الفلسفي ، دار الكتاب اللبناني ، ١٩٨٢ ، ج ٢ ، ص ٢٣٩ - ٢٣٨ .

(٦) نزيه حماد ، الحيازة في العقود ، دار البيان ، دمشق ١٣٩٨هـ ، ص ١٧٩ .

(٧) يوسف كمال ، فقه الاقتصاد الإسلامي ، دار القلم ، الكويت ط ١ ، ١٩٨٨ ، ص ٢٥٧ - ٢٥٨ .

وجهه إلى مكة : " انهم عن بيع ما لم يقبضوا أو ربح ما لم يضمّنوا " ^(١) ، وهذا بيع ما لم يقبض وربح ما لم يضمّن ^(٢) .

٢- تعليل الفقهاء لنهي رسول الله ﷺ عن بيع ما لم يقبض ، يشترك فيه الطعام وغير الطعام وذلك مثل توالي الضمانين ، أو الغرر بانفساخ العقد بهلاك المعقود عليه ، أو لأن العقد الأول لم يتم حيث بقي من أحكامه التسليم فلا يرد عليه عقد آخر قبل إبرامه ^(٣) ، وعليه فإن غير الطعام ومنه الأوراق المالية يدخل قياساً إن لم يكن أصلاً .

المطلب الثالث

رأي الفقه في العمليات غير المخالفة لضوابط العقود في الفقه الإسلامي والتي تستهدف الربح من خلال التنبؤ بتغيرات أسعار الأوراق المالية

"السهم وهو أكثر الأوراق المالية تداولاً في أسواق الأوراق المالية وما هو إلا صك يدل على قيمة حصة المساهم ، وقد أجاز الفقهاء بيع الشريك لحصته من شريكه أو أجنبي . كما أن اختلاف قيمة السهم السوقية ارتفاعاً وهبوطاً أمر طبيعي لأن رأس المال المدفوع قد استخدمته الشركة في شراء موجوداتها، وهذه الموجودات استخدمت في أنشطة إنتاجية قد تنجح فتقوي من مركز الشركة المالي ، وقد تفشل فيحدث العكس" ^(٤) .

(١) البيهقي ، سنن البيهقي ، مرجع سابق ، باب النهي عن بيع ما لم يقبض وإن كان غير طعام ، حديث رقم ١٠٤٦٣ ، ج ٥ ، ص ٧١٣ .

(٢) الشافعي ، الأم ، دار المعرفة للطباعة والنشر ، بيروت ، ج ٣ ، ص ٧٠ .

(٣) ابن رجب ، القواعد ، دار الفكر للطباعة والنشر ، بيروت ، ص ٧٩ .

(٤) أحمد محيي الدين ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٦٠١ .

فإذا ما توافرت المعلومات الموضوعية الدقيقة حول المراكز المالية للجهات مصدرة الأسهم ، والمتغيرات المؤثرة لجمهور المتعاملين وأمكنهم استيعاب هذه المعلومات ومعالجتها لتقدير القيم التبادلية المنضبطة دون مبالغة وغلو ، فإن التقلب الطبيعي لأسعار الأوراق المالية لا شيء فيه بل هو الأقرب إلى ميزان العدالة .

وقد خرج أحمد محي الدين بعد استعراض رأي الفقه في عمليات أسواق الأوراق المالية بنتيجة مؤداها أن العمليات العاجلة في بيع وشراء الأوراق المالية تقع صحيحة سواء استهدف المستثمر الاحتفاظ بها للإفادة من غلاتها السنوية المتوقعة ، أو استهدف إعادة بيعها عندما يحدث تغير جوهري في سعر الورقة المالية يعطي المستثمر فرصة تحقيق أرباح من إعادة البيع هذه^(١).

ولكن السؤال الذي يدور بالذهن الآن هل تسمح قواعد المعاملات في الفقه الإسلامي وأسس التعامل الإسلامي في أسواق الأوراق المالية بأن تصبح عمليات التنبؤ بتغير أسعار الأوراق المالية نظاماً استثمارياً أصيلاً أو إستراتيجية استثمارية معتبرة ؟

قبل الإجابة على هذا السؤال المهم نتأمل النقاط التالية :

١- إن شراء وبيع العملات وفق الضوابط الشرعية وذلك بالتقابض الفعلي في مجلس العقد أمر يجري غير مخالف لأحكام عقد الصرف في الفقه الإسلامي . وواضح أن عقد الصرف أجزى من أجل تلبية حاجات التعامل الفردي والمؤسسي لتغطية التزامات تخدم أغراضاً اقتصادية حيوية كالاستيراد والتصدير مثلاً ، وليس مقصود الشارع من عقد الصرف أن يتخذ الأفراد والمؤسسات ميداناً للمضاربات في ملايين الدينانير حتى يخسر فريق ويغتني الآخر ، ولا شك أن في ذلك ضرراً بالغاً على

(١) المرجع السابق نفسه ، ص ٦٠٢

الاقتصاد القومي في مجموعه. وكذلك فإن المنهج الإسلامي الاستثماري الذي يلتزم بالإضافة إلى أحكام الفقه الإسلامي تحقيق المقاصد والمصالح المعتبرة للمجتمع المسلم ويدفع عنه الأذى والضرر، لا يرتضي أن تتخذ التجارة في العملات - وإن جرت موافقة لأحكام الفقه - مهنة أصيلة ونظاماً استثمارياً قائماً بذاته لآثاره السلبية على الاقتصاد القومي وعلى التجربة الإسلامية الناشئة في ميدان الاستثمار الإسلامي . فهل لنا أن نقيس التجارة بالأوراق المالية على التجارة بالعملات أحكاماً ونتائج ؟

٢- إن المنهج الذي يهدف إلى جعل أسواق الأوراق المالية أسواقاً تنموية تستهدف التنمية الاقتصادية بأبعادها المختلفة يميل إلى جعل المشاركة في رؤوس أموال الشركات نهائية أو ذات أجل طويل ماعدا حالات الضرورة التي تلجئ البعض إلى بيع مساهماتهم فيها . يقول كينز: " إذا جُعِلت عمليات التوظيف نهائية وغير قابلة للإلغاء ما عدا حاله الموت أو سبب آخر خطير أمكن تخفيف آفات عصرنا تخفيفاً مجدياً لأن أصحاب الأموال المعدة للتوظيف المالي سيلقون أنفسهم مضطرين إلى تركيز انتباههم على الآجال لأجل طويل"^(١). ويقول اقتصادي آخر : " إن انصراف المساهمين نحو متابعة التغيرات النقدية لأسعار الأوراق المالية خلال المدى القريب مدعاة إلى إضعاف الشعور الانتماي لمجتمع المساهمين إلى شركاتهم مما يؤدي إلى استمرار الإدارات غير الكفؤة بسبب بعدها عن المراقبة والمحاسبة"^(٢). وعليه فإذا كانت المساهمات طويلة الأجل هي التي تحقق الأهداف التنموية وتضبط المسار العشوائي لأسعار الأسهم وتضمن إلى حد ما وجود إدارات ناجحة، فإن المساهمات قصيرة الأجل والتي يتخلص أصحابها من أوراقهم المالية حينما تسنح بادرة بأرباح

(١) كينز ، النظرية العامة ، ترجمة نهاد رضا ، منشورات دار مكتبة الحياة ، ص ١٩٢ .

(٢) سيف الدين إبراهيم ، نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم ، مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي ،

مركز النشر العلمي ، جامعة الملك عبد العزيز ، جدة ، مجلد ٣ ، عدد ١ ، ص ٧٧ .

متزايدة أو إشارة إلى خسائر قد تقع ، تؤدي إلى نتيجة معاكسة . وبالتالي يستحسن تجنب وجودها كنظام وسمة مالية .

٣- الأوراق المالية وخاصة الأسهم ليست سلعاً تماثل تماماً سائر السلع الاقتصادية العينية ذات المنافع المعلومة ، استهلاكية كانت أم استثمارية ، وعدم التماثل هذا ينبغي أن يميز النموذج الإسلامي للسوق المالي عن النموذج الغربي الذي يميز مجاًلاً خصباً لإشباع كل الدوافع والرغبات إنتاجية كانت أو مضاربة أو قماراً في ظل مبدأ الحياد الديني والأخلاقي .

٤- هناك تميز أساسي للسوق الإسلامية يعكس بصفة أساسية في عدم الاحتكام إلى حجم التداول كمؤشر على نجاح السوق المالي^(١) . ويقودنا ذلك إلى القول بأن السوق الأولية وهي محل تسويق الإصدارات الجديدة والاكتتاب في المشروعات المطروحة للاكتتاب يجب أن تشكل معياراً أساسياً لقدرة الأسواق المالية على جذب مدخرات الأفراد والمؤسسات وتوجيهها نحو المشروعات التي تمثل هدف السياسات الاقتصادية لكل بلد . وبالتالي فإن ازدياد درجة نشاط السوق الأولية وقدرتها على تغطية الاكتتاب في المشروعات الناجحة يعتبر مؤشراً مهماً وأساسياً للحكم على مدى نجاح سوق الأوراق وفق النموذج الإسلامي لها في القيام بوظيفتها التنموية ، فقواعد الفقه الإسلامي في مجال المعاملات تحث على تشجيع التداول الذي يوجد منافع حقيقية للمجتمع بصورة مباشرة أو غير مباشرة ، ولا تشجع التداول الطفيلي الذي يحقق أرباحاً نقدية لبعض الأفراد دون أية إضافة حقيقية للاقتصاد القومي في مجموعه^(٢) .

(١) المرجع السابق نفسه ، ص ٦٢ .

(٢) صالح كامل ، رئيس مجموعة دلة ، مؤتمر التخصصية وتطوير الأسواق المالية ، استنبول ١٩٩٧ م .

والتأمل في النقاط الأربع السابق ذكرها يلحظ ضرورة وضع قيود أو حدود لمدى تداول الأوراق المالية للإفادة من صحة التنبؤات بتغيرات أسعار الأوراق المالية .

لكن الأمر لا يخلو من تعقيد مهم ، فبينما نحن نعدد الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية ذكرنا أن من أهم وظائفها الوظيفة الأولى والتي تقضي بأنها سوق مستمرة تمكن جمهور المتعاملين من شراء الأوراق المالية طلباً للعائد المتولد منها ، أو تغييراً لنوع الاستثمار ليتناسب مع رغبات المدخر، وأضفنا أن استثمار الأموال في مشروعات كبيرة دون إمكانية بيعها يكون بمثابة تجميد لها . وذكرنا ونحن بصدد الوظيفة الثالثة لها وهي تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشروعات أن المدخر حتى يساهم في مثل هذه المشروعات يتساءل بما يلي : هل أتمكن من الحصول على مدخراتي عند الحاجة إليها دون خسارة محسوسة ؟ وما هي الفترة الزمنية اللازمة لذلك ؟ وهل تتفق مع متطلباتي الخاصة ؟

فإذا ما كانت الإجابات سالبة فإنه يفضل أن يودع أمواله في حساب جار أو يقوم باكتنازها ونحو ذلك .

وعليه فإنه لمنع هذه الآثار السالبة لا بد من وجود سوق ثانوية ينشط التعامل فيها لدرجة ملحوظة حتى تحقق رغبات معظم المتعاملين ، وبالقدر الذي يضمن درجة من السيولة للأوراق المالية المدرجة في تسعيرة السوق . ويعني هذا أنه لا بد من وجود نفر مستعد لبيع وشراء الأوراق المالية للإفادة من تغيرات أسعار الأوراق المالية ، لتعطى السوق الثانوية رافداً وزخماً لا يتيح لها بيع وشراء الأوراق المالية في حالات الضرورة وحدها .

والآن نعود من جديد لطرح سؤالنا السابق : ما رأي الفقه الإسلامي في العمليات غير المخالفة لضوابط العقد في الفقه الإسلامي والتي تستهدف الربح من خلال التنبؤ

بتغيرات أسعار الأوراق المالية ؟ والجواب^(١) :

- ١- إن بيع وشراء الأوراق المالية في السوق العاجلة يقع صحيحاً غير مخالف لأحكام المعاملات في الفقه الإسلامي ، وبالتالي فهو مباح .
- ٢- نسبة لأنه لولي الأمر سلطة تقييد المباح للمصلحة ، ولدفع مفسدة أو سد للذريعة فللجهة الاقتصادية المشرفة على نشاط السوق المالية أن تحد من درجة تداول الأوراق المالية للأغراض غير الاستثمارية وفق وسائلها الخاصة .
- ٣- تصمم هياكل وأنظمة أسواق الأوراق المالية بما يحقق للسوق الثانوية درجة ملحوظة من النشاط تعطي الأوراق المالية درجة مقبولة من السيولة تفي بمتطلبات وحاجات التعامل .

المطلب الرابع : رأي الفقه في العمليات التي تتم في سوق الأوراق المالية

العمليات التي تتم في بورصة الأوراق المالية تنقسم إلى الأقسام التالية :

١- العمليات العاجلة (الفورية) في البورصة (**Spot Transaction**) .

٢- العمليات الآجلة في البورصة (**Derivatives Transaction**) .

وهناك من اعتبر أن بيوع الخيارات أو الامتيازات صورة ثالثة من صور التعامل بالبورصات ، وبعض آخر اعتبرها من ضمن العمليات الآجلة .

وقبل سرد تفصيل كل من العمليات العاجلة والآجلة وتصنيفات كل منها ، فإنني سوف أستعرض الفروق الأساسية بين هذه الأسواق ، وهي كما يلي^(٢) :

(١) أحمد محيي الدين ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٦٠٧ .

(٢) أحمد بن محمد الخليل ، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي ، دار ابن الجوزي ، ط

٢٠٠٣ ، ص ١٩١ .

١- من حيث الغرض من العقد : في الأسواق العاجلة (الفورية) الغرض من العقد هو استلام السلعة وتسليم الثمن ، بخلاف الأسواق الآجلة فالمقصود منها الاستفادة من تقلب الأسعار .

٢- الكاسب أحد المتعاقدين أو كلاهما : في السوق الفورية يمكن أن يكسب البائع والمشتري عند ارتفاع سعر السلعة ، أما في السوق الآجلة فلا يحقق الربح فيها إلا طرف واحد .

٣-وجود صفقات خيار في الأسواق الآجلة، بينما لا توجد صفقات خيار في البيوع الفورية .

الفرع الأول: العمليات العاجلة (الفورية) في البورصات: Spot Transaction

يراد بالمعاملات العاجلة في سوق الأوراق المالية : المعاملات التي يتم فيها تسليم الأوراق المالية المباعة ، وتسليم ثمنها بعد تنفيذ العقد مباشرة ، أو خلال مدة قصيرة^(١). وفي هذا النوع من المعاملات يقوم مالك الأسهم - الراغب في البيع - بتسليم الأسهم إلى الوسيط إما عند إصدار الأمر، أي قبل تنفيذ الأمر وإبرام الصفقة ، - وهو ما تشترطه بعض أسواق الأسهم - ، وإما بعد تنفيذ الأمر وإبرام الصفقة ، وفي كلا الحالين يتم عمل الترتيبات اللازمة من قبل إدارة السوق ؛ لكي يقوم وسيط البائع بتسليم الأسهم المباعة إلى وسيط المشتري ، ليقوم بدوره بتسليمها إلى المشتري . ومثل ذلك يقال بالنسبة لتسليم الثمن^(٢) .

(١) اتحاد المصارف العربية ، بورصات الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٩١ . ومراد كاظم ، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية ، مرجع سابق ، ص ٩٩ .

(٢) مبارك بن سليمان آل سليمان ، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ، دار كنوز إشبيلية للنشر ، الرياض ، الطبعة الأولى ، ٢٠٠٥ ، ص ٦٦٩ .

ويعتمد المتعاملون في البورصة إلى شراء الأوراق المالية في السوق العاجلة ؛ إما للاحتفاظ بها ؛ والاستفادة مما تدره عليهم من أرباح أو فوائد ، وإما لغرض بيعها عندما ترتفع أسعارها ؛ وتحقيق الربح من الفرق بين سعري الشراء والبيع^(١).

ويطلق على الغرض الأول : الاستثمار^(٢)، وعلى الغرض الثاني : المضاربة ، ويضاف إلى هذين الغرضين غرضان آخران ، هما^(٣) : الاحتياط^(٤)، والموازنة (المراجعة)^(٥).

والتأصيل الفقهي لهذه العمليات أن البيع صحيح وجائز من حيث المناط العام ، لأن شروط عقد البيع ينطبق عليها (الإيجاب والقبول وشروط العاقدین والمعقود عليه) ، لذا فهي جائزة إذا كانت الأوراق المالية المتداولة جائز بيعها كالأسهم دون السندات بفائدة لأنه لا يجوز التعامل بها^(٦).

وقد استعرض أحمد بن محمد الخليل ، آراء الفقهاء والباحثين المعاصرين في المسألة ورجح القول بجوازها، حيث قال: "... يظهر لي رجحان القول بجواز بيع الأسهم

(١) مراد كاظم ، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية ، مرجع سابق ، ص ١٠١ .
(٢) الاستثمار هو: التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة معينة ٠ ولفترة معينة من الزمن ، قد تطول أو تقصر ، وربطها بأصل أو أكثر من الأصول التي يحتفظ بها لتلك الفترة الزمنية ، بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية. انظر: زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ، مرجع سابق ، ص ١٣ .

(٣) مبارك بن سليمان آل سليمان ، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ، مرجع سابق ، ص ٦٧٠ .
(٤) الاحتياط: حماية المستثمر نفسه من مخاطر انخفاض أسعار أوراق مالية يمتلكها . انظر: منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالي وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ١٥٥ .

(٥) الموازنة : اغتنام فرصة وجود فروق في الأسعار لورقة مالية ما في سوقين مختلفين ، وذلك بشراء الورقة من السوق ذات السعر المنخفض ، وبيعها- في الوقت نفسه - على المكشوف في السوق الآخر ، الذي تباع فيه الورقة بسعر مرتفع . انظر: نفس المرجع السابق ، ص ١٦٠ .

(٦) شعبان محمد ، بورصة الأوراق المالية ، ص ١٨٥ .

(العمليات العاجلة العادية) وأن هذا البيع صحيح ونافذ شرعاً ولكن يشترط لصحته أن تكون موجودات الشركة يغلب عليها الآلات ، والأدوات والمنتجات ، ولو كان معها أموال نقدية ، لأن الحكم للغالب " (١) .

وقد صدر عن مجمع الفقهي الإسلامي قرار حول سوق الأوراق المالية والبضائع (البورصة) جاء فيه (٢) :

أ- إن العقود العاجلة على السلع الحاضرة الموجودة في ملك البائع التي يجري فيها القبض فيما يشترط له القبض في مجلس العقد هي عقود جائزة ما لم تكن عقوداً على محرم شرعاً .

ب- إن العقود العاجلة على أسهم الشركات والمؤسسات حين تكون تلك الأسهم في ملك البائع، جائزة شرعاً ، ما لم تكن تلك الشركات والمؤسسات موضوع تعاملها محرم شرعاً كشركات البنوك الربوية وشركات الخمور ، فحينئذ يحرم التعاقد في أسهمها بيعاً وشراءً .

ج- إن العقود العاجلة والآجلة على سندات القروض بفائدة ، بمختلف أنواعها غير جائزة شرعاً ، لأنها معاملات تجري بالربا المحرم .

بقي أن نشير إلى أن البيوع العاجلة التي تناولناها هي ليست كل ما يحدث في السوق العاجلة ، بل إن هناك صوراً من البيوع يجري التعامل بها في أسواق البيوع العاجلة (Spot Markets) .

(١) أحمد بن محمد الخليل ، الأسهم والسندات وأحكامها ، مرجع سابق ، ص ١٩٥ .

(٢) قرارات مجلس المجمع الفقهي الإسلامي ، رابطة العالم الإسلامي ، من دوراته الأولى لعام ١٣٩٨ هـ حتى دورته الثامنة عام ١٤٠٥ هـ ، مكة المكرمة .

والتعامل بهذه الصور هو الأكثر شيوعاً في أسواق الدول الرأسمالية الغربية ،
وهذه البيوع هي ^(١) :

١- البيع على المكشوف Short Sale .

٢- التعامل بالهامش Trading On Margin .

وهاتان صورتان هما أعلى صور المضاربة أو المقامرة . وتقوم هذه البيوع بقيام المضاربين الذين احترفوا التعامل في هذه الأسواق ببيع ما لا يملكونه من أصول مع التزامهم بالتسليم الفوري أو شراء أصول بما لا يمتلكونه أو يقدمونه من أثان مع التزامهم بالسداد الفوري .

البيع على المكشوف Short Sale:

يستعمل في الاصطلاح الاقتصادي لفظ (طويل) و (قصير) لبيان نوع البيع ، فهناك البيع القصير والبيع الطويل ، وليس المقصود من الطول أو القصر في هذا البيع ، طول أو قصر الفترة الزمنية ، وإنما يتعلق بالهدف من البيع . فالبيع الطويل هو بيع أوراق مالية بعد التملك الفعلي ، ففيه يشتري العميل الورقة المالية متوقعاً ارتفاع أسعارها ، فيشتري بسعر منخفض لبيع بسعر أعلى منه، ويسمى القائمون على البيع الطويل بالمتفائلين (الثيران) (Bullish) ^(٢) .

أما البيع القصير فهو بيع أوراق مالية لا ينوي البائع تسليمها من حافظته المالية ، إما لأنه لا يملكها أساساً ، أو لأنه يملكها ولا ينوي أن يسلمها وقت البيع . ويقوم البائع بالبيع القصير عندما يتوقع انخفاض سعر الورقة المالية مستقبلاً ، على أمل أن يقوم بشرائها فيما بعد ، أو تغطية موقفة بسعر أقل والحصول على الربح .

(١) سمير رضوان ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٣٢٢ .

(٢) شعبان محمد ، بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ١٩٥ .

ويسمى القائمون بالبيع القصير بالدببة أو المتشائمين **Bearish** ^(١).

وقد عرفت الموسوعة الأمريكية البيع القصير ، بأنه بيع يحدث عندما يقوم شخص ببيع أسهم لا يملكها بعد. وهو تعريف غير جامع لأنه لا يمكن فهم ماهية البيع القصير من خلاله . وقد ذهب فريدريك (**Fredric Amlin**) إلى تعريفه بقوله : "بأنه بيع لأوراق مالية مقترضة على أمل أن ينخفض السعر ، ثم شراء الأوراق المباعة وإعادتها إلى مالكها " . وحينما يقوم شخص ما بالبيع على المكشوف يقال : إنه أخذ مركزاً قصيراً **Short Position** .

وقد عرفه روبرت (**Robert Wessed**) بأنه : " عملية مضاربة تستهدف تمكين التجار من الربح من خلال انخفاض أسعار الأسهم " ^(٢) .

من هذه التعريفات للبيع على المكشوف أو البيع القصير ، يتبين لنا أنه عملية تعتمد على :

أ - الاقتراض غير المشروط بفائدة ثابتة وغير المحدد بمدة زمنية فهو قرض حال .

ب - المخاطرة على نزول الأسعار ، حيث فيه احتمال الربح أو الخسارة .

ج - الغرض من هذا البيع استفادة العميل من الفرق بين السعرين ، وأما السمسار فيحصل على العمولة مقابل خدماته .

إن هذا البيع يتم في الأسواق العاجلة لأن العميل (البائع) ملزم بتسليم الأوراق المالية المقترضة إلى المستثمرين من ناحية ، وملزم أيضاً بتسليم الأوراق إلى السمسار ، وذلك بشرائها من السوق ، وكل هذا خلال مدة قصيرة لا تزيد عن يوم واحد في

(١) المرجع السابق نفسه ، ص ١٩٦ .

(٢) سمير رضوان ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٣٢٢ .

معظم البورصات، أو تصل إلى أربعة أيام في بورصة نيويورك .

طبيعة البيع على المكشوف :

يتم هذا البيع من قبل العميل الذي يدخل السوق مضارباً على الهبوط ، حيث يأمل في انخفاض الأسعار ، فيحصل على ربح ناتج من فارق السعر ، فإذا توقع العميل المضارب أن أسعار الأسهم سوف تنخفض ، فيقوم بالبيع على المكشوف . ولكن بما أنه لا يمتلك الأوراق المالية التي يريد أن يبيعها فيقترضها من سمساره ، ثم يصدر إليه أمراً ببيع الأوراق المقترضة محدداً كميتها ونوعها ، وغالباً ما توجد هذه الأوراق عنده ، وهي التي تتعلق بعملائه الآخرين ، فإذا لم تكن موجودة عنده يقوم باقراضها من سمسار آخر ، وأما مدة الاقتراض ، فهي عادة يوم واحد ، يتحدد تلقائياً ما لم ينهه أحد الطرفين ، ومن البديهي أن العميل يحاول تمديد فترة الاقتراض ، حيث تنخفض الأسعار إلى الحد الذي يتوقعه . وحينئذ يقوم بشرائها (بسعر أقل من سعر البيع) منتفعاً من فارق السعرين ، ثم يرجع الأوراق المشتراة إلى سمساره . وأما إذا خاب توقع العميل وارتفعت الأسعار ، فإنه سيكون مهدداً بتغطية مركزه بخسارة كبيرة ، وخاصة إذا كانت نسبة ارتفاع السعر كبيرة .

والبيع على المكشوف على الوجه المتقدم يقتضي وجود بائع على المكشوف يدخل السوق مضارباً على الهبوط ، ووجود مشتري لمركز طويل (Long Position) يدخل السوق مضارباً إلى الصعود .

مخاطر التعامل بالبيع على المكشوف :

إن إمكانية نشوء خسارة من البيع العادي ، أي : بيع أوراق مالية غير مقترضة ، أمر محتمل ، ولكنه محدد ، أي أن مخاطر مثل هذا التعامل موجودة ولكنها محددة ؛ وذلك أن أقصى ما يمكن خسارته هو الثمن الذي اشترى به هذه الأوراق ، وذلك إذا

لم تعد تساوي شيئاً، وهو أمر مستبعد حتى في أسوأ الأحوال . ولكن الخسارة المحتملة في البيع على المكشوف خسارة غير محددة ، وذلك أنه لا يوجد حد لارتفاع أسعار الأوراق المالية ، وكلما ارتفع سعر الأوراق المقترضة كلما كبر مقدار الخسارة^(١).

ومما يزيد من احتمال خسارة البائع على المكشوف ؛ ما قد يقدم عليه المشترون المضاربون على الصعود من محاولة رفع الأسعار ، وذلك عن طريق الإقبال على شراء أسهم الشركة التي بيعت أسهمها على المكشوف ، وهذا بدوره يرفع أسعارها تبعاً لقانون الطلب ، كما أنه يقلل من وجود هذه الأسهم في السوق ، بحيث لا توجد إلا عند المشتريين أنفسهم ، حتى إذا طالب المقرضون البائعين بسداد الأسهم التي أقرضوهم إياها ، واضطر البائعون على المكشوف إلى الشراء ؛ لتسديد قروضهم ، قاموا بشرائها بأي سعر يعرضه المشترون ، حتى يتمكنوا من تسليم الأسهم المقترضة^(٢). وهذا بدوره يعرض المقرضين للخطر ؛ لأن الارتفاع الكبير في الأسعار يجعل البائعين المقترضين غير قادرين على شراء الأسهم ، وتسديد المقرضين^(٣).

ولذلك فقد اتخذت بعض الإجراءات لضبط التعامل بهذا النوع من المعاملات ، فمن ذلك ، عدم السماح بعقد البيع على المكشوف إلا بسعر أعلى من سعر البيع في الصفقة السابقة ، أو بسعر مساوٍ له ، بشرط أن يكون أعلى من سعر البيع في آخر صفقة سابقة تمت بسعر مختلف لنفس الورقة^(٤). والهدف من ذلك منع البائعين على المكشوف من التسبب في انخفاض مصطنع للأسعار من أجل تغطية مواقعهم ، وذلك أنه إذا تم عقد البيع بسعر أقل من السعر السابق ، فإن بقية المتعاملين سيعتقدون أن هناك سبباً

(١) زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ، مرجع سابق ، ص ١٣٤-١٣٥ .

(٢) سمير رضوان ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٣٢٢ .

(٣) زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ، مرجع سابق ، ص ١٣٥ .

(٤) المرجع السابق نفسه ، ص ١٣٣ .

يدعو إلى هذا الانخفاض ، فيندفعون إلى البيع بالسعر المنخفض ، مما قد يترتب عليه الاستمرار في مزيد صفقات البيع ، ومزيد من الانخفاض في الأسعار^(١) .

التكليف الفقهي لعمليات البيع على المكشوف :

بعد أن وقفنا على حقيقة البيع على المكشوف ، فحكمه غير جائز باعتبار أنه من القمار؛ ولو كان هناك عملية بيع وشراء ؛ إلا أن هذه العملية متجهة لا إلى قصد البيع أو الشراء ولكن إلى المقامرة . وقد استدل المختصون بالفقه والاقتصاد حول عدم صحة البيع القصير شرعاً بما يلي^(٢) :

١- المقامرة والمغامرة على أن سعر الأوراق المالية سوف ينخفض كما أن السمسار الذي يقرض ما لديه من أوراق مالية يملكها عملائه يعين القائمين بهذا البيع على القمار .

٢- تضليل المشتري ، إذ إن البائع يسلم أوراقاً مالية مقرضة وليست ملكاً له .

٣- الحصول على الأرباح على حساب المتعاملين الآخرين دون علمهم .

٤- دخول تصرف السمسار ضمن تصرفات الفضولي الذي يتصرف في حال غيره بغير إذنه .

التعامل بالهامش (Trading on The Margin) :

التعامل بالهامش أو الشراء بالهامش كما يطلق البعض ، هو يشبه البيع على المكشوف من حيث إن كلاً منهما يقوم على القرض . ووجه الاختلاف بين هذين

(١) عبد الرحمن عبد الله الحميدي ، وعبد الرحمن الخلف ، النقود والبنوك والأسواق المالية ، دار الخريجي ، الرياض ، ١٤١٧هـ ، ص ٥٥ .

(٢) الجارحي ، الأسواق المالية ، الإدارة المالية ، مرجع سابق ، ج ١ ، ص ١٣٤ .

النوعين من البيوع أن البائع على المكشوف يقترض من سمساره نقوداً ليشتري له مزيداً من الأوراق المالية التي أصدر إليه الأمر بشرائها . وأما معنى الشراء بالهامش في البورصة فهو : أن يقوم المستثمر بدفع جزء من ثمن الأسهم التي يريد شراءها من أمواله الخاصة ، ودفع الجزء الباقي من أموال مقترضة ^(١) . ويحصل المشتري على القرض إما من أحد المصارف ، أو غيره من المؤسسات التمويلية ، أو من أحد بيوت السمسرة ، ويتم ذلك - في الحالة الأخيرة - عن طريق اتفاق خاص ، يعقده المشتري مع أحد بيوت السمسرة ، يقوم بيت السمسرة - بمقتضاه - بإقراضه جزءاً من ثمن الأسهم التي يريد شراءها ، على أن تسجل الأسهم المشتراة باسم بيت السمسرة ، وليس باسم المشتري ^(٢) .

والغرض من ذلك أن يتمكن بيت السمسرة من اقتراض المبلغ من أحد المصارف ، ورهن الأسهم لديه في مقابل ذلك ، حيث إن بيت السمسرة يقوم - في العادة باقتراض المبلغ الذي يريده لإقراضه للمشتري من أحد المصارف بفائدة معينة ، ثم يقوم بإقراضه للمشتري بفائدة أعلى ^(٣) .

وأما نسبة الهامش، وتعني المبلغ الذي يملكه المشتري منسوباً إلى مجموع المال المستثمر. وهي تختلف باختلاف القواعد واللوائح والنظم الحاكمة للتعامل في مختلف البورصات. ففي بورصة نيويورك حدد نسبة ٥٠٪ منذ عام ١٩٣٣ م . ولم يختلف الأمر عنه كثيراً حتى الآن . حيث تخضع هذه النسبة فيها لما يسمى بالتعليقات رقم (T) التي تحدد أسس التعامل بالهامش ، ونتيجة لأهمية الدور الذي يؤديه التعامل بالهامش في السوق الأمريكية ، يتم تحديد نسبة التعامل به في بورصة نيويورك ،

(١) منير هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ١٧٥ .

(٢) مبارك بن سليمان آل سليمان ، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ، مرجع سابق ، ص ٦٨٧ .

(٣) منير هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ١٣٦ .

ارتفاعاً وانخفاضاً عن طريق المصرف الفيدرالي الأمريكي ، وذلك لتنظيم الائتمان والتحكم في نشاط السوق المالية^(١).

ويتميز التعامل بالهامش بارتفاع درجة المخاطرة فيه ، ويظهر تأثيره السلبي عندما تبدأ الأسعار بالهبوط فحينئذ يسارع السماسرة إلى مطالبة عملائهم بسداد الفروق حفاظاً على نسبة الحدود (Margin) . فإن عجزوا عن السداد ، باع السماسرة الأوراق المالية المودعة لديهم كضمان ، وبيع السماسرة لتلك الأوراق تتعرض الأسعار لمزيد من الهبوط ، حيث تزداد أوامر البيع ويقل المشترون فيؤدي إلى انهيار البورصة .

حكم الشراء بالهامش :

لا إشكال - ابتداء - في تحريم القرض الذي يحصل عليه المشتري من السمسار أو من غيره ؛ وذلك لتضمنه شرط رد القرض بأكثر منه ، وبناء على ذلك يكون الشراء بالهامش محرماً لاشتراكه على عقد محرم ، وهو القرض بربا . وهذا ما ذهب إليه الكثير من الباحثين المعاصرين^(٢)، منهم علي القرّة داغي^(٣)، ومحمد بن علي القري^(٤)، وعطية فياض^(٥)، وأحمد محيي الدين^(٦)، ومحمد صبري هارون^(٧).

(١) شعبان محمد ، بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ١٨٨ .

(٢) مجلة مجمع الفقه الإسلام ، العدد السابع ، الجزء الأول ، مرجع سابق ، ص ١٦٤ .

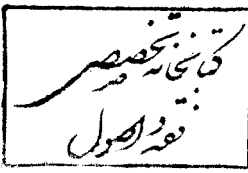
(٣) القرّة داغي ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ١٦ .

(٤) محمد علي القري ، الأسواق المالية ، مرجع سابق ، ص ٦٣ .

(٥) عطية فياض ، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي ، مرجع سابق ، ص ٣١٢ .

(٦) أحمد محيي الدين أحمد ، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنشائية في اقتصاد إسلامي ، مرجع سابق ، ص ٤٢٨ .

(٧) محمد صبري هارون ، أحكام الأسواق المالية ، مرجع سابق ، ص ٢٧١ .



حكم الشراء بالهامش إذا خلا من القرض بفائدة :

يقول القري : " فلو جرد العقد المذكور من الفائدة على القرض الذي يقدمه السمسار إلى المشتري ، هل يكون جائزاً ؟ الأرجح أنها تبقى ضمن عدم الجواز ؛ لأن فيها عقوداً قد اختلطت، منها بيع وقرض ، والقرض فيها مشروط بالبيع ، وللمقرض - حتى لو كان قرضه للإرفاق حسناً بدون زيادة ربوية - في عقد البيع التابع لعقد القرض مصلحة ، فكأنه قرض جر منفعة . وفيه بيع وسلف " (١) ، وقد صح عنه عليه السلام أنه قال : " لا يحل سلف وبيع ، ولا شرطان في بيع ، ولا ربح ما لم يضمن ، ولا بيع ما ليس عندك " (٢) .

فالسمسار المقرض يباشر عقد البيع نيابة عن المشتري (المقرض) ويأخذ على ذلك عمولة ، وهذا في معنى الجمع بين بيع وسلف الذي ورد النهي عنه ، وعلى ذلك يكون الشراء بالهامش الذي يتضمن الإقراض من السمسار محرماً ، ولو كان القرض بدون فائدة ، لما ذكر . ولو خلا الشراء بالهامش من الربا ، بأن كان القرض بلا فائدة ، وكان من غير السمسار ، أو كان التمويل بأسلوب المشاركة بين السمسار والراغب بالشراء ، أو نحو ذلك لكن مباحاً والله أعلم (٣) . وأما تحديد نسبة الهامش لا بأس بها ، لأنها تحد من المضاربات الحادة ، وكذلك تحد من زيادة حجم التعامل بالدين ، ولأنها تساعد على استقرار السوق ، فكلما ارتفعت نسبة الهامش زاد التعامل بالنقد ، وبالعكس ، كلما انخفضت نسبة الهامش قل التعامل بالنقد ، وبذلك يقل ضمان سداد

(١) محمد علي القري ، الأسواق المالية ، مرجع سابق ، ص ٦٣ .

(٢) رواه الترمذي . انظر: سنن الترمذي ، كتاب البيوع ، باب ما جاء في كراهية بيع ما ليس عنده ، دار إحياء التراث العربي ، بيروت ، ج ٣ ، ص ٥٣٥ ، حديث رقم ١٢٣٤ ، وقال عنه: حديث صحيح .

(٣) مبارك بن سليمان ، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ، مرجع سابق ، ص ٧٠٤ .

القرض عند نزول الأسعار ، حيث ترتفع نسبة الخسارة وتتضاعف . وأرى تضمين الدين عن طريق الرهن ، بأن يضع العميل رهناً عند السمسار مقابل القرض . وأما البدائل فقد أشار القرة داغي إلى بديل وهو البيع الآجل^(١) . ولكنه لم يتطرق إلى كيفية وآلية تطبيقه في البورصة، وخاصة ضمان دفع الثمن عند نزول الأسعار.

الفرع الثاني : العمليات الآجلة في البورصة (Derivatives Transactions):

تعرف العمليات الآجلة بأنها التي تعقد صفقاتها وتؤجل دفع الثمن والمثلن إلى أجل معلوم يسمى بـ (يوم التصفية) أو يوم التسوية (Settlement Date) ، يلزم العاقدان فيه على التسليم والتسلم ، وقد يتفقان على تأجيل خاص وشروط وكيفية التعويض^(٢) .

وتتم عملية التصفية من خلال إحدى الصور الثلاثة الآتية^(٣):

- ١- التسليم والتسلم الفعلي للأوراق المالية ، والثمن من قبل البائع والمشتري .
 - ٢- أن يبيع ما اشتراه أو يشتري ما باعه ويقبض الفرق بين السعرين قبل موعد التصفية وذلك بعد رضا الطرف الآخر .
 - ٣- تأجيل التصفية إلى موعد التصفية المقبلة بدفع مبلغ يسمى ببديل التأجيل .
- وتنقسم العمليات الآجلة إلى :

أولاً : العمليات الآجلة الباتة (القطعية) (Forward) .

ثانياً : عقود المستقبلات (Futures) .

(١) القرة داغي ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ١٩ .
(٢) هيكل ، الموسوعة للمصطلحات الاقتصادية والإحصائية ، مرجع سابق ، ص ٣٤٥-٣٥٦ .
(٣) انظر : مليكة عريان ، البورصة ، المطبعة العصرية ، مصر ، الطبعة الثانية ، (د.ت) ، ص ٢٣-٢٤ .
وحسين تيموريك ، البورصة وتجارة القطن ، مرجع سابق ، ص ٨٣ .

ثالثاً : العمليات الآجلة الشرطية أو الاختيارات (Options) .

العمليات الآجلة الباتة (القطعية) (Forward) :

"المعاملات الآجلة نوع من أنواع المعاملات التي تجري في بورصات الأوراق المالية، وهي عبارة عن اتفاقية بين شخصين لتسليم أصل معين في وقت لاحق مستقبلاً وبسعر محدد يسمى سعر التنفيذ، ويتحدد في العقود عادة مواصفات الأصل كدرجة الجودة أو التصنيف والكمية وطريقة التسليم ومكان التسليم والسعر وطريقة السداد حيث يتم التفاوض على جميع هذه الأمور بين البائع والمشتري" ^(١) .

ومن هنا فقد عرفت المعاملات الآجلة بأنها : (عمليات تنعقد في الحال ، ولكن يتراخى تنفيذها لتاريخ تالٍ ، هو ما يعرف بيوم التصفية) ^(٢) . وعرفت بأنها : (العمليات التي يتفق فيها الطرفان على تأجيل التسليم ودفع الثمن إلى يوم معين ، يسمى يوم التصفية) ^(٣) .

وتتميز العمليات الآجلة الباتة بما يلي :

- عمليات يكون التعامل فيها بالنقد ، ولكن تنفيذها يؤخر إلى أجل مضروب متفق عليه .

- عمليات تتحدد فيها في يوم التعاقد الأمور التالية : سعر الصفقة ، مقدار ونوعية الصفقة، مكان وتاريخ التسليم .

(١) كمال خطاب ، نحو سوق مالية إسلامية ، مرجع سابق ، ص ٧ . وانظر: مراد كاظم ، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية ، ص ١٠٢ . اتحاد المصارف العربية ، بورصات الأوراق المالية ، ص ٩٦ .

(٢) عبد الفضيل محمد أحمد ، بورصات الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٧٥ .

(٣) حسن ليب ، عيسى عبد ، سامي وهبة ، البورصات ، مرجع سابق ، ص ٢٧ .

- يلزم فيها كل من البائع والمشتري تنفيذ الصفقة في الأجل المضروب .
- عقود هذه العمليات غير منظمة ، حيث تعتمد على التفاوض بين الطرفين وعلى مقدار الصفقة وسعرها يوم التعاقد .

والغرض الأساسي من هذه العمليات هي الحصول على ربح رأسمالي يتمثل في الفرق بين سعر الورقة الذي عقدت به الصفقة ، وبين سعرها الذي يحدد يوم التصفية^(١)، ويسمى صنيعهم ذلك بالمضاربة . فهي عمليات تؤدي بلا شك إلى خسارة أحد الطرفين ، إلا إذا كان سعر الورقة المالية معادلاً لسعر البيع نفسه. ويعتبر المشتري في هذه العمليات مضارباً على الصعود ، لأنه يتوقع ارتفاع الأسعار في الأجل القصير ، وأما البائع فيعتبر مضارباً على النزول، حيث إنه يتوقع نزول الأسعار، فإذا صح توقعه يشتري ما سبق أن باعه من قبل ويحصل على فارق السعر .

" وقد تستخدم العقود الآجلة للوقاية من تقلب الأسعار السوقية للسلع أو لأذونات الخزانة أو السندات أو القروض أو حتى أسعار الفائدة، وعندها تسمى العقود الآجلة لأسعار الفائدة **(FRA) forward rate agreement** ، فيمكن المستثمر الذي يريد الحصول على قرض معين مثلاً أن يقوم بشراء عقد آجل لأسعار فائدة بمعدل فائدة ثابت محدد مسبقاً، وأن يلزم الطرف الآخر بالتنفيذ خلال فترة محددة في العقد، وبذلك يضمن حماية نفسه من مخاطر ارتفاع سعر الفائدة .

كما تستخدم العقود الآجلة لتقليل خطر تذبذب أسعار صرف العملات، وذلك بإبرام العقود الآجلة لأسعار الصرف في الأسواق العالمية. فإذا قام (أ) ببيع بضاعة على الحساب إلى (ب) في دولة أخرى على أن يقبض ثمنها بعد ستة شهور مثلاً بالعملية

(١) حسن لبيب وآخرون ، البورصات ، مرجع سابق ، ص ٢٨ . وسامي وهبة ، البورصات وتجارة القطن ، مرجع سابق ، ص ٥٣-٥٤ .

الأجنبية، وتوقع (أ) أن تنخفض قيمة العملة الأجنبية مستقبلاً فإن بإمكانه أن يبيع العملات الأجنبية هذه من خلال السوق بسعر صرف يتم الاتفاق عليه آنياً على أن يتم التسليم بعد ستة شهور، وبذلك فإن أي انخفاض بالعملة الأجنبية لن يؤثر على صافي المبلغ الذي سوف يقبضه بعملته المحلية. وفي العادة فإن الصحف والمجلات العالمية تنشر معلومات تفصيلية عن أسعار العقود الآجلة والمستقبلية للعملات بتواريخ متعددة قد تمتد من شهر إلى ١٢ شهر^(١).

الحكم الشرعي في العمليات الآجلة الباتة القطعية :

سبقت الإشارة إلى ماهية هذه العقود^(٢)، وللعلماء في حكمها رأيان :

الرأي الأول : وهو عدم الجواز^(٣)، وذلك لعدم تسليم العقود عليه ، ولا الثمن ، ولا الثمن ، بل تم الاتفاق على تأجيلهما، ولذلك دخلت فيه الجهالة من أوسع أبوابها، فيدخل في باب الغرر المنهي عنه في الحديث الصحيح " نهى رسول الله ﷺ عن بيع الغرر"^(٤)، ثم إن هذا النوع فيه إضرار بأحد الطرفين في الغالب حيث لا يكسب أحدهما الربح إلا على حساب الآخر ، مما فيه رائحة القمار وشبهته بوضوح إضافة إلى خيار التنازل وما يترتب عليه ، حيث يعطى للمشتري حق المطالبة بالتعجيل^(٥) ، وهذا إذا كانت الأسهم أو البضاعة موجودة فعلاً .

(١) كمال خطاب ، نحو سوق مالية إسلامية ، مرجع سابق ، ص ٧ .

(٢) انظر ص ١١٣ ، ١٣٣ من هذه الرسالة .

(٣) انظر: القرة داغي ، بحوث في الاقتصاد الإسلامي ، مرجع سابق ، ص ١٢٠ . ومحمد عبد الغفار ،

أحكام السوق المالية ، بحث مقدم إلى مجمع الفقه الإسلامي في دورته السادسة ، ص ٣١ - ٣٢ .

(٤) رواه مسلم . انظر : صحيح مسلم ، مرجع سابق ، ج ٣ ، ص ١١٥٣ ، حديث رقم ١٥١٣ .

(٥) سيد حسن عبد الله ، الأسواق المالية والبورصات من المنظور الشرعي والقانوني ، بحث مقدم لمؤتمر

أسواق الأوراق المالية والبورصات ، كلية الشريعة ، جامعة الإمارات ، ٢٠٠٦ ، ص ١٦ .

أما إذا كانت البضاعة غير موجودة فعلاً، وإنما سوف يمتلكها البائع في المستقبل فهذا يدخل في بيع المعدوم الذي لا يحل شرعاً بالإجماع، لقوله ﷺ: " لا تبع ما ليس عندك " ^(١)، وهذا النوع هو الغالب في مثل هذه الصفقات الآجلة ^(٢).

الرأي الثاني: وهو الجواز ^(٣)، وقد بنى أصحاب هذا الرأي مذهبهم على أمرين: أحدهما: ما جاء في الموسوعة الفقهية من أنه لا يمنع من انتقال الملك في المبيع أو الثمن كونها ديوناً ثابتة في الذمة إذا لم يكونا من الأعيان، وعليه فإن التعامل في هذه الأوراق جائز، ويملك المشتري المبيع، والبائع الثمن، حيث يكون ملك المشتري للمبيع بمجرد عقد البيع الصحيح، ولا يتوقف على التقابض، وإن كان للتقابض أثره في الضمان ^(٤). وثانيهما: ما أجازته فقهاء المالكية ^(٥)، والحنابلة ^(٦) في جواز اشتراط تأجيل الحق إلى مدة اعتماداً على حديث جابر ^(٧).

والرأي الراجح في ذلك هو الرأي القائل بالتحريم، ويمكن تلخيص الأدلة على ذلك فيما يلي:

-
- (١) رواه أبو داود والترمذي. انظر: سنن أبي داود، دار الفكر، تحقيق محمد محيي الدين، ج ٢، ص ٣٠٥، حديث رقم ٣٥٠٣. وسنن الترمذي، دار إحياء التراث العربي، بيروت، تحقيق أحمد محمد شاكر، ج ٣، ص ٥٣٤، حديث رقم ١٢٣٢. وقال عنه الألباني: حديث صحيح. انظر: إرواء الغليل، ج ٥، ص ١٣٢.
 - (٢) الفقرة داغي، بحوث في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص ١٢٠.
 - (٣) وزارة الأوقاف الكويتية، الموسوعة الفقهية، ج ٩، ص ٣٧.
 - (٤) محمد عبد الغفار، أحكام السوق المالية، مرجع سابق، ص ٣٢.
 - (٥) انظر حاشية الدسوقي، مرجع سابق، ج ٣، ص ٦٣.
 - (٦) انظر: ابن قدامة، المغني، دار الفكر، بيروت، الطبعة الأولى ١٤٠٥هـ، ج ٤، ص ٥١.
 - (٧) أنه كان يسير على جبل له قد أعيا فأراد أن يسييه، قال: فلحقني النبي ﷺ فدعاني وضربه، فسار سيراً لم يسر مثله، قال: (بغنيه بوقية)، قلت: لا، ثم قال: (بغنيه)، فبعته بوقية، واستثنت عليه حملانه إلى أهلي، فلما بلغت أتيته بالجمل فنقدني ثمنه، ثم رجعت، فأرسل في أثري، فقال: "أتراني ماكستك لآخذ جملك؟ خذ جملك ودراهمك فهو لك". انظر: صحيح مسلم، مرجع سابق، ج ٣، ص ١٢١٩، حديث رقم ٧١٥.

١- ما فيها من اشتراط تأجيل المبيع المعين ، وهو محرم .

٢- ما فيها من تأجيل الثمن والمثمن ، وهو بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه .

٣- أن غالب التعامل في المعاملات الآجلة يجري على المكشوف ، بمعنى أن البائع يبيع أسهماً لا يملكها ، على أمل أن تنخفض أسعارها في المستقبل ؛ ليقوم بشرائها عند ذلك ، وتسليمها للمشتري ، وفي هذا ارتكاب للمحذور ، ومخالفة صريحة لنهي النبي ﷺ عن بيع الإنسان ما ليس عنده .

٤- أن البيع غير مقصود للمتعاملين بهذا النوع من المعاملات غالباً ؛ ولذلك تنتهي هذه المعاملات في الغالب بالمحاسبة بين البائع والمشتري على فروق الأسعار ، دون تسليم أو تسلم .

ثم إن (المقصود من العقود القبض) كما يقول شيخ الإسلام ابن تيمية رحمه الله^(١) ، وفي المعاملات الآجلة ، ليس القبض مقصوداً للمتعاقدين أصلاً ، فكان فيها التزاماً وشغل لذمة كل واحد منهما بالدين بلا فائدة ، إلا المخاطرة وانتظار الخسارة التي ستقع بأحد الطرفين لا محالة .

وقد نص قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي على تحريم المعاملات الآجلة ، فقد جاء في قرار المجمع في دورة مجلسه المنعقدة بمكة المكرمة في الفترة من ١١ إلى ١٦ ربيع الآخر سنة ١٤٠٤ هـ : (إن العقود الآجلة بأنواعها ، التي تجرى على المكشوف ، أي على الأسهم والسلع التي ليست في ملك البائع ، بالكيفية التي تجرى في الأسواق المالية (البورصة) غير جائزة شرعاً ؛ لأنها تشتمل على بيع الشخص ما لا يملك ، اعتماداً على أنه سيشتريه فيما بعد ، ويسلمه في الموعد المحدد ،

(١) ابن تيمية ، نظرية العقد ، دار المعرفة ، بيروت ، (د.ت) ، ص ١٣٥ .

وهذا منهى عنه شرعاً؛ لما صح عن رسول الله ﷺ أنه قال: " لا تبع ما ليس عندك" ^(١)، وكذلك ما رواه الإمام أحمد وأبو داود بإسناد صحيح عن زيد بن ثابت رضي الله عنه أن النبي ﷺ " نهى أن تباع السلع حيث تبتاع حتى يحوزها التجار إلى رحالهم" ^(٢) ^(٣).

وجاء فيه أيضاً: (ليست العقود الآجلة في السوق المالية (البورصة) من قبيل بيع السلم الجائز في الشريعة الإسلامية ؛ وذلك للفرق بينهما من وجهين :

أ- في السوق المالية (البورصة) لا يدفع الثمن في العقود الآجلة في مجلس العقد، وإنما يؤجل دفع الثمن إلى موعد التصفية، بينما أن الثمن في بيع السلم يجب أن يدفع في مجلس العقد ^(٤).

(١) حديث صحيح رواه أبو داود والترمذي والنسائي وابن ماجه وأحمد. انظر: سنن أبي داود، ج ٢، ص ٣٠٥، حديث رقم ٣٥٠٣. وسنن الترمذي، ج ٣، ص ٥٣٤، حديث رقم ١٢٣٢. وسنن النسائي، ج ٧، ص ٢٨٩، حديث رقم ٤٦١٣. وسنن ابن ماجه، ج ٣، ص ٧٣٧، حديث رقم ٢١٨٧. ومسند الإمام أحمد، ج ٣، ص ٤٠٢، حديث رقم ١٥٣٤٦.

(٢) صحيح ابن حبان، كتاب البيوع، باب البيع المنهي عنه، ج ١١، ص ٣٦٠، حديث رقم ٤٩٨٤. وسنن أبي داود، كتاب البيوع والإجازات، باب بيع الطعام قبل أن يستوفي، ج ٢، ص ٣٠٤، حديث رقم ٣٤٩٩. صححه ابن حبان، ومستدرك الحاكم، ج ٢، ص ٤٦، حديث رقم ٢٢٧٠، وقال عنه: هذا حديث صحيح على شرط مسلم ولم يخرجاه، ووافقه الذهبي.

(٣) قرارات المجمع الفقهي الإسلامي لرابطة العالم الإسلامي من دوراته الأولى لعام ١٣٩٨هـ حتى الدورة الثامنة عام ١٤٠٥هـ، ص ١٢٣.

(٤) للفقهاء في حكم تأجيل تسليم رأس المال النقدي في السلم رأيان :

الرأي الأول: ذهب جمهور الفقهاء من الحنفية والشافعية والحنابلة إلى وجوب تسليم رأس المال في مجلس العقد، قال الزيلعي: لأن المسلم فيه دين والافتراق لا عن قبض رأس المال يكون افتراقاً عن دين بدين، وأنه منهى عنه لما روي عن رسول الله ﷺ " نهى عن بيع الكالئ بالكالئ" (مستدرك الحاكم، ج ٢، ص ٦٥، حديث رقم ٢٣٤٢، وقال عنه: حديث صحيح على شرط مسلم)، وورد في المذهب: " ولا يجوز تأخير قبض رأس المال عن المجلس"، (المذهب، ج ٢، ص ٧١)، وفي المغني " أن شروط صحة السلم أن يقبض رأس مال السلم في مجلس العقد، فإن تفرقا قبل ذلك بطل العقد" (المغني، ج ٤، ص ٣٦٢). انظر: كمال خطاب، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص ٢١-٢٢.

ب- في السوق المالية (البورصة) تباع السلع المتعاقد عليها وهي في ذمة البائع الأول ، -وقبل أن يحوزها المشتري الأول- عدة بيوعات ، وليس الغرض من ذلك إلا قبض أو دفع فروق الأسعار بين البائعين والمشتريين غير الفعليين ؛ مخاطرة منهم على الكسب والربح ، كالمقامرة سواء بسواء ، بينما لا يجوز بيع المبيع في عقد السلم قبل قبضه^(١).

وبناء على ما تقدم يرى المجمع الفقهي الإسلامي أنه يجب على المسؤولين في البلاد الإسلامية أن لا يتركوا أسواق البورصة في بلادهم تتعامل كيف تشاء في عقود وصفقات سواء كانت جائزة أو محرمة ، وأن لا يتركوا للمتلاعبين بالأسعار فيها أن يفعلوا ما يشاؤون، بل يوجبون فيها مراعاة الطرق المشروعة في الصفقات التي تعقد فيها، ويمنعون العقود غير الجائزة شرعاً ليحولوا دون التلاعب الذي يجر إلى الكوارث المالية ، ويخرب الاقتصاد العام، ولأن الخير كل الخير في التزام طريق الشريعة الإسلامية في كل شيء^(٢)، قال تعالى: ﴿وَأَنَّ هَذَا صِرَاطِي مُسْتَقِيمًا فَاتَّبِعُوهُ وَلَا تَتَّبِعُوا السُّبُلَ فَتَفَرَّقَ بِكُمْ عَنْ سَبِيلِهِ ذَٰلِكُمْ وَصَّيْتُكُمْ بِهِ لَعَلَّكُمْ تَتَّقُونَ﴾ (١٥٣) [الأنعام: ١٥٣].

هكذا يتضح لنا أنه رغم أهمية سوق الأوراق المالية في تسهيل عملية تمويل المؤسسات الصناعية والتجارية والحكومية ، رغم هذا إلا أن البعض يقوم بعقد صفقات باطنية أو داخلية تؤثر في مجريات الأمور في السعر المعلن للسلع ، أو مجرى الأسعار اليومي ، وذلك كله ضرب من ضروب الميسر والمقامرة ، لأن البيع الحقيقي غير موجود ، كما أن عمليات التأثير في الأسعار بالارتفاع والانخفاض ممنوعة شرعاً، كذلك فإن البدل الذي يدفعه أحد الطرفين للآخر مقابل تأجيل الصفقة هو عبارة

(١) المرجع السابق نفسه ، ص ١٢٣ - ١٢٤ .

(٢) المرجع السابق نفسه .

عن فائدة لا مسوغ لها ، إلا إنها فائدة للمبلغ في مقابل الأجل ، لأن أداء الثمن دين في الذمة ، ومقابل التأجيل لثمن محدد في الذمة هو الربا بعينه ^(١) .

العقود المستقبلية : Futures Contracts :

يشير مصطلح العقود المستقبلية إلى التعاقد الذي يتم بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشترٍ بغرض تسليم سلعة أو أصل ما ، في تاريخ لاحق بسعر معين ، على أن يتم تسليم السلعة أو الأصل المتفق عليه ودفع الثمن في هذا التاريخ اللاحق، ويعد الثقل على عدم التأكد أو تخفيض المخاطر من أهم الأسباب التي تدفع الأفراد إلى تحرير مثل تلك العقود .

وتعريف العقود المستقبلية بأنها العقود التي تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين (قد يكون سلعة أو ورقة مالية) بسعر محدد مسبقاً ، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل ، إذ يلتزم كل من الطرفين بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه ، وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية . وسبب ذلك حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر بالوفاء بالتزاماته تجاهه ^(٢) .

ويتضح من التعريف بأن هذه العقود يتم فيها تأجيل البدلين الثمن والمثلثين إلى وقت لاحق في المستقبل . وأنه على الغالب لا يتم تسليم المثلثين (المبيع) إلى المشتري وإنما تتم تسوية المراكز فيما بين المتعاملين . ويمكن لهذه العقود أن يتم تداولها فيما بين المضاربين وذلك قبل تاريخ التنفيذ .

(١) سيد حسن عبد الله ، الأسواق المالية والبورصات ، مرجع سابق ، ص ٢٢ .

(٢) محمد حناوي ، بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٢٦٣ .

وتتفق العقود الآجلة والعقود المستقبلية من حيث إنها تتعلق بتسليم أصل معين في وقت لاحق مستقبلاً وبسعر محدد سلفاً، إلا أنها تختلف فيما بينها في عدة أمور^(١):

١- العقود الآجلة تحدد شروطها باتفاق وتراضي الطرفين أما المستقبلية فإنها عقود نمطية موحدة من حيث قيمتها وتواريخ التسليم.

٢- العقود الآجلة تتم بين طرفين البائع والمشتري أما المستقبلية فإنها تكون بين ثلاثة أطراف بين مؤسسة التقاص والبائع ومؤسسة التقاص والمشتري .

٣- في العقود الآجلة يحدد الهامش مرة واحدة يوم توقيع العقد، أما المستقبلية فيتم الاحتفاظ بهوامش متحركة لتعكس تحركات الأسعار.

٤- في العقود الآجلة تتم تسوية العقد في تاريخ التسليم أو الاستحقاق أما المستقبلية فيمكن تسوية العقد في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق .

٥- في العقود الآجلة يتحقق الربح والخسارة في تاريخ التسليم أما المستقبلية فيتحقق الربح أو الخسارة يومياً عند ارتفاع أو انخفاض الأسعار .

وتلك هي أهم خصائص العقود المستقبلية . وتعد سوق شيكاغو للعقود المستقبلية هي أول سوق منظمة لتلك العقود ، ولقد نشأت تلك السوق في عام ١٨٤٨ م ، مع افتتاح مجلس شيكاغو للتجارة . ولقد أدى وجود تلك السوق إلى تطور في عقود المستقبل الآجلة وأصبحت نمطية وذات شروط موحدة متفق عليها بين جميع المتعاملين بالسوق ، وهو ما أطلق عليه العقود المستقبلية . ولقد أدى هذا التطور إلى دخول الأوراق المالية مجال التعامل في تلك الأسواق منذ السبعينات ، بل لقد أصبحت عقود المستقبل للأوراق المالية تمثل الجزء الأكبر من حجم التعامل في أسواق

(١) كمال توفيق خطاب ، نحو سوق مالية إسلامية ، مرجع سابق ، ص ٩ .

العقود المستقبلية حيث وصل حجم التعامل في العقود المستقبلية للأوراق المالية في عام ١٩٩٢م بالولايات المتحدة ٥٠٪ من إجمالي حجم التعامل في تلك الأسواق^(١).

أما الوجوه الشرعية في هذه الأسواق ، فكما هو واضح أنها تقوم على المراهنات لأن أحد طرفي التعاقد يراهن على ارتفاع الأسعار للأوراق المالية ، والآخر يراهن على انخفاض الأسعار للأوراق المالية وبالتالي يحدث العقد فيما بين الطرفين ، والمراهنات غير جائزة شرعاً. إضافة إلى أن هذه العقود يدخل من ضمنها بيع الإنسان ما لم يملكه وهذا البيع منهي عنه لحديث الرسول ﷺ . وفيها من الغرر بحيث يتم تأجيل تسليم المبيع إلى وقت التعاقد ، وأن هذا المبيع في عادة المعاملات لا يتم تسليمه وإنما يُكفى في أن تتم تسوية الصفقات بحيث ما يخسره أحد الأطراف يكسبه الطرف الآخر ، وهذا غير جائز شرعاً.

أحكام عقود المستقبلية :

للعلماء في حكم العقود المستقبلية رأيان: الرأي الأول : المانعون . الرأي الثاني : المجيزون .

المانعون وأدلتهم:

يرى معظم العلماء المعاصرين أنه لا يجوز إبرام العقود المستقبلية ، سواء كان الغرض منها الاحتياط لتقلبات الأسعار ، أو المضاربة^(٢) . وقد نص على تحريم العقود المستقبلية على السلع البيان الختامي لندوة الأسواق المالية المنعقدة في الرباط من ٢٠-٢٥ ربيع الآخر ١٤١٠هـ . وقرار مجمع الفقه الإسلامي في دورة مؤتمره السابع ، المنعقد بجده من ٧-١٢ ذي القعدة ١٤١٢هـ . وورد في المعيار الشرعي رقم (٢٠)

(١) محمد حناوي ، بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ٣٦٥ .

(٢) مبارك بن سليمان ، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ، مرجع سابق ، ص ٩٤٤ .

لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية : "لا يجوز شرعاً التعامل بعقود المستقبلات في السلع ، سواء بإنشائها أم بتداولها ، لأنها مواعدة ملزمة تنقلب إلى عقد بيع في المستقبل دون إيجاب وقبول" ^(١).

كما نص على ذلك من الباحثين المعاصرين منهم: الدكتور علي القرة داغي ^(٢)، والشيخ محمد تقي العثماني ^(٣)، والدكتور وهبة الزحيلي ^(٤).

وقد استدلووا على رأيهم هذا بما يلي:

١- في العقود المستقبلية يتم تأجيل الثمن والمثمن ، وهذا لا يجوز؛ لأنه من باب بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه ^(٥).

٢- ما في هذه العقود من الربا المجمع على تحريمه ، وهو ربا النسيئة ، وذلك في حالة العقود المستقبلية على الذهب والفضة ، ؛ حيث تباع بالنقد الورقية ، والنقد الورقية تتفق مع الذهب والفضة في علة الربا وهي الثمنية ، (على الراجح من أقوال أهل العلم) فلا يجوز النساء والتفرق قبل التقابض في مبادلة أحدهما بالآخر ^(٦). وهذا ينطبق أيضاً على العقود المستقبلية على العملات الأجنبية؛ وذلك أن العملات ، إذا

(١) المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية ، ٢٠٠٤ ، ص ٣٦٨ وما بعدها .

(٢) علي القرة داغي ، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي ، مجلة المجمع ، مرجع سابق ، ج ١ ، ص ١٨٩-١٩٠ .

(٣) محمد تقي العثماني ، بحوث في قضايا فقهية معاصرة ، مرجع سابق ، ص ١٣٦ .

(٤) وهبة الزحيلي ، بيع الأسهم ، دار المكتبي ، دمشق ، الطبعة الأولى ، ١٩٩٧ ، ص ٣٥ .

(٥) قال ابن المنذر : " وأجمعوا على أن بيع الدين بالدين لا يجوز " (الإجماع ، ص ٥٣) . وقال ابن رشد :

" وأما الدين بالدين فأجمع السلمون على منعه " (بداية المجتهد ، ج ٣ ، ص ٢٨٣) . وقال ابن قدامة :

" لا يجوز ذلك (أي بيع الدين بالدين) بالإجماع " (المغني ، ج ٦ ، ص ١٠٦) . وقال السبكي :

" وقد أجمع أهل العلم على أن بيع الدين بالدين لا يجوز " (تكملة المجموع ، ج ١٠ ، ص ١٠٦) .

(٦) ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ، ج ٦ ، ص ٦٢ .

بيعت بعملة أخرى اشترط في ذلك الحلول والتقابض ؛ وهذا الشرط غير متحقق في العقود المستقبلية على العملات الأجنبية؛ إن تأجيل التقابض هو السمة الرئيسة لهذه العقود، فكانت بذلك محرمة^(١).

٣- المقامرة في هذه العقود ، فمعظم المتعاملين بهذه العقود لا يقصدون من معاملاتهم سوى المقامرة ، وجني الأرباح من خلال المضاربات والتوقعات والحظوظ^(٢).

٤- انطواء هذه العقود على بيع الإنسان ما لا يملكه ، وهو منهي عنه بدلالة حديث حكيم بن حزام " لا تبع ما ليس عندك " ^(٣).

وهذا الاستدلال فيه نظر؛ وذلك أن السلعة إذا كانت موصوفة في الذمة فإنه لا يشترط ملكية البائع لها وقت العقد ، إلا إذا كان البيع حالاً، أما إذا كانت السلعة مؤجلة التسليم فإنه لا يشترط ذلك ، ولهذا جاز السلم ولو لم تكن السلعة في ملك البائع^(٤).

٥- الغرر الفاحش في هذه العقود ، فهذه العقود تترافق مع غرر كبير يتمثل في الجهالة والترقب، وانتظار تقلبات الأسواق ، وما تأتي به من ارتفاع أو انخفاض في أسعار السلع أو الأوراق المالية ، وما ينجم عن كل ذلك من خسائر للبعض ومكاسب لآخرين^(٥).

(١) مبارك بن سليمان ، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ، مرجع سابق ، ص ٩٦٦ .

(٢) كمال خطاب ، العقود الآجلة والمستقبلات من منظور إسلامي ، جامعة اليرموك ، اربد ، ٢٠٠٥ ، ص ٣٢ .

(٣) المرجع السابق نفسه ، ص ٣٢ .

(٤) أبو الحسن علي بن محمد المصري ، كفاية الطالب الرباني ، تحقيق محمد أحمد همام ، دار القلم ، دبي ، الطبعة الأولى ، ١٩٩٦ ، ج ٢ ، ص ٦٣ .

(٥) كمال خطاب ، العقود الآجلة والمستقبلات من منظور إسلامي ، مرجع سابق ، ص ٣٢ .

٦- انطواء هذه العقود على بيع ما لم يقبض ، حيث لا يوجد استلام أو تسليم في العقود سوى للفروق الحاصلة في التغيرات السعرية اليومية والمستقبلية .

٧- تعارض هذه العقود مع قصد الشارع لتحقيق العدل ، حيث يكمن عدم العدل في هذه العقود في إعطاء أحد العاقلين فرصة واسعة لأن يحقق أرباحاً على حساب المتعاقد الآخر، وأن هذا ظلم وجور يتعارض مع المقاصد الشرعية التي تقوم على العدل .

المجيزون وأدلتهم :

يرى عبد الرحيم الساعاتي أن المستقبلات يمكن أن تكون نافعة في مجال المالية الإسلامية إذا جرى تعديلها لكي تصبح موافقة للشرعة . فالكفاءة الاقتصادية هي الهدف الأول للمستقبلات المتوافقة مع الشرعة ، وحيث إن أسواق المستقبلات تعيد تخصيص المخاطر بين الذين يختارونها ، فإنها تقوم بتجميع وتوزيع المعلومات حول المسار المستقبلي للأسعار في السوق الفورية ، وتحقيق استقرار الأسعار الفورية المستقبلية^(١).

وعقد التحوط الموافق للشرعة هو تعهد من المشتري بالشراء ، ومن البائع بالبيع لسلعة مثلية بكمية محددة في تاريخ محدد في المستقبل بثمن متفق عليه . وعند الاستحقاق يجب على المشتري أن يدفع الثمن المتفق عليه مسبقاً، ويجب على البائع أن يسلم الأصل (السلعة) في المكان المحدد . وهو في جوهره شراء مؤجل لسلع موصوفة بثمن متفق عليه وفي الزمان والمكان المتفق عليهما للتسليم . حيث إن الغاية من هذا العقد هي حماية الأصول من التغير غير المتوقع وغير المرغوب^(٢).

(١) عبد الرحيم الساعاتي ، مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشرعة ، مرجع سابق ، ص ٥٠ .

(٢) المرجع السابق نفسه ، ص ٣٦ .

الترجيح :

بعد استعراض المناقشة السابقة ، يتبين عدة أمور :

الأمر الأول : قول المجيزين بأن هذا البيع يطلق عليه الفقهاء بيع السلم ؛ فيرد عليه بما جاء في بيان ندوة الأسواق المالية بعد تعريف العقود المستقبلية " وهذا البيع يطلق عليه الفقهاء بيع السلم... وهو معاملة يرى الفقهاء أنها لا تحقق المصلحة اقتصادياً، ولا تضيف جديداً في مجال الإنتاج أو التبادل ، إذ الشريعة الإسلامية لا تجيز التبادل إلا إذا تضمنت الصفقة أو العقد قبض أحد العوضين على الأقل " ^(١).

وما جاء من أن البيع في العقود المستقبلية يطلق عليه بيع السلم فيه نظر؛ وذلك أن السلم حقيقة شرعية في عقد يكون الثمن فيه حالاً، ولهذا يسمى السلم؛ لأن الثمن يسلم عند البيع . يقول كمال خطاب: "هناك تشابه كبير بين عقد السلم والعقود الآجلة، حيث يوجد عقد بيع يتفق فيه الطرفان على التعاقد على بيع بثمن معلوم يتأجل فيه تسليم السلعة الموصوفة بالذمة وصفاً مضبوطاً إلى أجل معلوم، ومع ذلك فإنها تختلف عن عقد السلم في عدة أمور:

الأول: أن المسلم فيه (السلعة) يباع قبل قبضه.

الثاني: أن رأس مال في العقود الآجلة والمستقبليات، لا يدفع معجلاً بل يقتصر على دفع نسبة منه فكأن البديلين فيه مؤجلان.

الثالث: أنه لا غرض للبائع والمشتري بالسلعة وإنما غرضهما تحقيق الربح " ^(٢).

(١) مجلة مجمع الفقه الإسلامي ، العدد السادس ، مرجع سابق ، ج ٢ ، ص ١٦٦٤ .

(٢) كمال خطاب ، نحو سوق مالية إسلامية ، مرجع سابق ، ص ١٨ .

وجاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي " يتم التعامل بالسلع في الأسواق المنظمة بإحدى أربع طرق ، هي الآتية :....

الطريقة الثالثة: أن يكون العقد على تسليم سلعة موصوفة في الذمة في موعد آجل ، ودفع الثمن عند التسليم ، وأن يتضمن شرطاً يقتضي أن ينتهي بالتسليم والتسلم . وهذا العقد غير جائز ؛ لتأجيل البدلين ، ويمكن أن يعدل ليستوفي شروط السلم المعروفة ، فإذا استوفي شروط السلم جاز ، وكذلك لا يجوز بيع السلعة المشتراة سلفاً قبل قبضها .

الطريقة الرابعة : أن يكون العقد على تسليم سلعة موصوفة في الذمة في موعد آجل ، ودفع الثمن عند التسليم ، دون أن يتضمن العقد شرطاً يقتضي أن ينتهي بالتسليم والتسلم الفعلين ، بل يمكن تصفيته بعقد معاكس ، وهذا النوع هو الأكثر شيوعاً في أسواق السلع ، وهذا العقد غير جائز أصلاً^(١).

الأمر الثاني: وأما قولهم: (إن الغرض الأساسي من العقود المستقبلية هو الاحتياط، فكان في هذه العقود مصلحة للمتعاقدين؛ وهي الأمن من خطر تقلب الأسعار بالنسبة للبائع والمشتري، حيث إن البائع قد علم الثمن الذي سيحصل عليه عوضاً عن سلعته مهما انخفضت أسعارها في السوق، والمشتري قد علم الثمن الذي سيحصل به على السلعة مهما ارتفعت الأسعار ، فكان في العقد المستقبل مصلحة لكل من طرفي العقد، وقد جاءت الشريعة برعاية المصالح).

والجواب عن ذلك أن يقال: إن الشريعة كما جاءت برعاية المصالح ، فقد جاءت بدراء المفاسد أيضاً، وهذه العقود وإن كانت تتضمن هذه المصلحة، فإنها تتضمن مفاسد أعظم منها.

(١) قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي ، القرارات ١- ٩٧ ، ص ١٣٩ .

وبيان ذلك أن العقود في الشريعة لا بد أن تترتب عليها آثارها وفوائدها فور إبرامها ، وهذا إنما يتحقق بقبض العوضين في أثر التعاقد ، أو بقبض أحدهما ، كما في السلم والبيع بالأجل ، حيث ينتفع المشتري - في السلم - برخص الثمن ، وينتفع البائع بالثمن الذي يقبضه في مجلس العقد . وأياً من ذلك لا يتحقق فيما إذا أجل العوضان معاً ، فلا البائع يقبض الثمن فيستفيد ، ولا ثمن السلعة يزيد فيستفيد المشتري ، كما أنه لا ينقص فيستفيد البائع ، وهذا الأمران متفيان في العقود المستقبلية ، فلم يحصل بهما فائدة مباشرة للمتعاقدين^(١).

أما معرفة مقدار الثمن في وقت إبرام العقد المستقبل ، وما يترتب على ذلك من عدم تعرض البائع لمخاطر انخفاض السعر ، وعدم تعرض المشتري لمخاطر ارتفاعه ، فإن هذه المصلحة مقابلة بالمضرة والغبن الذي سيلحق أحدهما لا محالة ؛ لأن الأسعار إن ارتفعت تضرر البائع ، وإن انخفضت الأسعار تضرر المشتري ، والشريعة لا تراعي مصلحة طرف على حساب الطرف الآخر ، وإنما تراعي مصلحة الطرفين معاً .

فإن قيل : إنها إن لم يدخلها في العقد المستقبل فسيضرر أحدهما أيضاً .

فالجواب : أن هذا الضرر ليس راجعاً إلى العقد ، وإنما هو إلى الله تعالى ، وقد امتنع النبي ﷺ عن التسعير ، وقال : " إن الله هو المسعر القابض الباسط الرازق " ، أما الضرر الذي يصيب أحد المتعاقدين في العقود المستقبلية فهو ضرر مرجعه إلى العقد ، ولذلك يكون الندم فيه أشد ، وربما جر ذلك إلى التباغض ، والله أعلم^(٢) .

وبناء على ما سبق يتبين أن عقود المستقبلات كما تجري في الوقت الحالي في البورصة هي عقود غير جائزة شرعاً .

(١) مبارك بن سليمان ، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ، مرجع سابق ، ص ٩٤٩ .

(٢) المرجع السابق نفسه ، ص ٩٥٠ - ٩٥١ .

البيوع (العمليات) الآجلة الشرطية (عقود الخيارات) (Options):

" تختلف الخيارات في العرف المالي والمصرفي عنها في الاصطلاح الفقهي"^(١) ،
فبينما يقصد بها فقهيًا إعطاء أحد العاقلين أو كليهما الحق في اختيار إمضاء العقد أو
تنفيذه أو فسخه^(٢)، ينصرف مفهومهما في العرف المالي والمصرفي إلى تلك العقود التي
تعطي لحاملها الحق في أن يبيع أو يشتري كمية معينة من الأوراق المالية أو غيرها من
السلع الأخرى بسعر محدد سلفاً في تاريخ معين وله الحق كذلك في أن ينفذ أو لا ينفذ
عملية البيع أو الشراء^(٣) .

وهناك تعريف ثانٍ للخيارات في بورصة الأوراق المالية بأنها : " عقد بين طرفين
يتعهد بموجبه الطرف الأول (البائع) أن يعطي للطرف الثاني (المشتري) الحق
وليس الإلزام، لشراء أو لبيع أوراق مالية معينة ، بسعر معين ولأجل معين ، يدفع
المشتري ثمنًا مقابل تمتعه بذلك الحق ، ويقبضه البائع مقابل تعهده والتزامه "^(٤).

وتوجد في البورصة جهة ثالثة تضمن وفاء الطرفين بتعهداتهم ، وهي غرفة
المقاصة أو بيوت التسوية ، حيث تتم هذه العمليات الآجلة الشرطية (الخيارات)
دون الحاجة إلى وجود علاقة مباشرة بين العاقلين .

" وقد تعامل الناس بعقود الخيارات منذ قرون عديدة، وذلك من خلال مكاتب
التجار وبيوت السماسرة، ومن خلال أسواق غير منظمة "^(٥). فقد بدأت عقود

(١) كمال خطاب ، عقود الخيارات من منظور إسلامي ، مؤتمر المالية والمصرفية ، ٢٠٠٢ م ، ص ٦ .

(٢) وهبة الزحيلي ، الفقه الإسلامي وأدلته ، دار الفكر ، دمشق ، دت ، ٧٠٢/٤ .

(٣) حسني خريوش وآخرون ، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق ، دار زهران ، عمان ، ١٩٩٩ ،
ص ٢١٤ .

(٤) القرني ، الأسهم - الاختيارات - المستقبلات ، مجمع الفقه الإسلامي ، الدورة ٧ ، ٢١١/١ .

(٥) كمال خطاب ، نحو سوق مالية إسلامية ، مرجع سابق ، ص ٥ .

الخيارات أولاً في السلع في سنة ١٦٣٠م ، ثم توسع التعامل بها فشملت العقارات ومعاملات الأوراق المالية في الأسواق خارج البورصة .

وقد استمر هذا الوضع على حاله إلى أن ظهرت أول سوق منظمة لعقود الخيارات عام ١٩٧٣م في مدينة شيكاغو ، أطلق عليها سوق بورصة شيكاغو، وعملت هذه السوق على إدخال تعديلات جوهرية على أسس التعامل في السوق غير المنظمة ، بحيث أصبح التعامل بالخيارات أكثر سهولة وسرعة ^(١).

وكانت بورصة شيكاغو قد بدأت بخيارات الأسهم لخمس وعشرين شركة فقط، ثم ما لبثت أن ازدادت إلى أكثر من خمسمائة شركة ، ولتشتمل على أسواق الأسهم والأوراق المالية والعملات والمعادن الثمينة وبقية السلع الرئيسية ^(٢).

وقد ازداد التعامل بعقود الخيارات في الولايات المتحدة حتى أصبحت تزيد على مليون عقد يومياً تتضمن مئات البلايين من الدولارات ، ولم ينتشر التعامل بها خارج الولايات المتحدة إلا في عقد الثمانينات ، حيث أصبحت متداولة في أكثر من أربعين سوقاً على مستوى العالم ^(٣).

وتتعدد الخيارات باعتبارات عديدة وأنواع وأشكال عديدة ، فهناك خيارات التعهدات والمؤشرات وخيارات خاصة ببعض الشركات أو المؤسسات أو العملات ^(٤). غير أنه يكاد يتفق الباحثون في هذا المجال على أن هناك نوعين من الخيارات يعتبران الأهم والأكثر انتشاراً في التعامل في الأسواق المالية ^(٥)، هما :

(١) منير هندي ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ، الإسكندرية ، ١٩٩٩ ، ص ٦٣٠ .

(٢) كمال خطاب ، نحو سوق مالية إسلامية ، مرجع سابق ، ص ٦ .

(٣) محمد علي القري ، نحو سوق إسلامية مالية ، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية ، البنك الإسلامي للتنمية ، ١٩٩٣ ، مجلد ١ ، عدد ١ ، ص ٢١ .

(٤) الجارحي ، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام ، الإدارة المالية ، مرجع سابق ، ج ١ ، ص ١٢١ .

(٥) كمال خطاب ، نحو سوق مالية إسلامية ، مرجع سابق ، ص ٦ .

أولاً : خيار الطلب أو الشراء (Call Option) :

وهو اتفاق يعطي حامله الحق وليس الإيجار في شراء أسهم معينة أو أية أوراق مالية أخرى بسعر محدد خلال فترة محددة غالباً ما يكون تسعين يوماً . ويسمى السعر المتفق عليه بين الطرفين بالسعر الضارب ، ويفهم من هذا التعريف أن هذا الخيار يعطي المشتري الحق في تنفيذ الشراء أو إلغائه خلال فترة محددة ، أما البائع فلا يجوز له التراجع عن الصفقة ما دام قد قبض ثمن الخيار ، وهو ما يعرف بالعمولة فالمشتري حصل على الأمان ضد انخفاض قيمة الصفقة ، والبائع حصل على العمولة ، إضافة لقيمة الصفقة وقت العقد إذا ما أتم المشتري الشراء ^(١).

مثال: إذا كان لدى صهيب ألف سهم ، واتفق معه أحمد على أن يشتري منه هذه الأسهم، ولكن بواسطة شراء خيار الشراء مقابل عمولة مقدارها (١٥٠) فلساً عن كل سهم ، وكان السعر الضارب للسهم (١٠٤٠) دينار في ٩/٢٥ ، وآخر يوم للخيار هو ١٢/٢٥ . فيكون لدى أحمد ، وهو المشتري ، فرصة ثلاثة شهور لينظر في الوقت الأفضل لإتمام الصفقة وفقاً لتغيير السعر السوقي لقيمة السهم .

في هذا المثال يكون سعر التعادل للسهم هو (١٠٥٥) دينار فإذا ارتفع سعر السهم إلى (١٠٧٥) دينار ، فمن مصلحة أحمد أن يقوم بتنفيذ الشراء وفي هذه الحالة يكون قد ربح $(1075 \times 100) - (1040 \times 100) = 200$ دينار .

أما إذا انخفض سعر السهم إلى (١٠٣٠) دينار فليس من مصلحة أحمد تنفيذ حق الشراء لأنه إذا نفذ سيخسر $(1030 \times 100) - (1040 \times 100) = -100$ دينار ^(٢).

(١) المرجع السابق نفسه ، ص ٦ .

(٢) إسماعيل الطراد وجمعة عباد ، التشريعات المالية والمصرفية في الأردن ، دار وائل ، عمان ، ١٩٩٩ ، ص ١٦٤ .

ثانياً: خيار العرض أو الدفع (Put Option) :

وهو اتفاق يعطي مشتري هذا الخيار ، وهو مالك الأوراق المالية ، الحق في بيع عدد معين من الأسهم أو الأوراق المالية الأخرى بسعر معين خلال فترة محددة ، وليس عليه إجبار بالبيع فهو بالخيار ، أما قابض ثمن الخيار فهو مجبر على الشراء إذا ما قرر مشتري هذا الحق البيع بالسعر المتفق عليه خلال الفترة المحددة^(١) .

ويفهم من التعريف السابق أن مشتري هذا الحق هو صاحب الأسهم أو الأوراق المالية الأخرى وأنه يرغب ببيعها ، ولكنه يخشى هبوط أسعارها ، فيقوم بشراء حق خيار البيع إذا ما كان السعر مربحاً له ، ويكون بالخيار وليس عليه إجبار ، أما قابض ثمن الخيار ، وهو الذي سيقوم بشراء الأسهم أو الأوراق المالية الأخرى إذا ما قرر الطرف الأول ذلك ، فهو مجبر على الشراء خلال الفترة المتفق عليها لأنه قبض ثمن الخيار^(٢) .

ويتم تنفيذ الخيارات بطرق ثلاث هي^(٣) :

الخيار الأمريكي: هو الذي يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع عدد من الأسهم أو الأوراق المالية خلال فترة محددة، وبسعر محدد مسبقاً، ويمتاز هذا الأسلوب بالمرونة الكبيرة لصاحب الخيار فهو ليس محصوراً بتاريخ محدد وإنما خلال فترة محددة .

الخيار الأوروبي: وفيه يكون حامل حق الخيار محصوراً في تاريخ محدد هو آخر مدة الخيار، ولا يستطيع تنفيذ الخيار إلا في هذا التاريخ .

(١) كمال خطاب ، نحو سوق مالية إسلامية ، مرجع سابق ، ص ٦ .

(٢) محمد علي القري ، نحو سوق مالية إسلامية ، مرجع سابق ، ص ٢٢ .

(٣) إسماعيل الطراد وجمعة عباد ، التشريعات المالية والمصرفية في الأردن ، مرجع سابق ، ص ١٦٤ -

طريقة برمودا: ومن خلال هذه الطريقة يتم وضع عدة محطات محددة يمكن فيها تنفيذ الخيار، ومن الملاحظ أن هذه الطريقة تجمع بين الطريقتين السابقتين .

آراء العلماء المعاصرين في عقود الخيارات :

للعلماء في عقود الخيارات رأيان: الأول: التحريم، الثاني: الجواز.

الرأي الأول: المحرّمون:

ذهب معظم العلماء المعاصرين إلى القول بتحريم هذه العقود^(١)، وقد قرر مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة في مدينة جدة عام ١٩٩٢ إلى عدم جواز عقود الخيارات، حيث جاء في القرار رقم (٧/٦/٦٥) "بعد الاطلاع على البحوث الواردة إلى المجمع بخصوص موضوع الخيارات وبعد الاستماع إلى المناقشات التي دارت حوله، تقرر: أن المقصود بعقود الاختيارات الالتزام ببيع شيء محدد موصوف أو شرائه بسعر محدد خلال فترة زمنية معينة أو في وقت معين إما مباشرة أو من خلال هيئة ضامنة لحقوق الطرفين وحكمه الشرعي أن عقود الاختيارات - كما تجري اليوم في الأسواق المالية - هي عقود مستحدثة لا تنطوي تحت أي عقد من العقود الشرعية المسماة وبما أن المعقود عليه ليس مالاً ولا منفعة ولا حقاً مالياً يجوز الاعتياض عنه فإنه

(١) انظر: أحمد محيي الدين، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٤٤٣-٤٤٨. وعلي القرة داغي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مرجع سابق، ص ١٥٧-١٥٩. ومحمد المختار السلامي، الاختيارات، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، العدد السابع، ١٩٩٢، ج ١، ص ٢٢٩-٢٣٧. ووهبة الزحيلي، عقود الاختيارات، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، ج ١، ص ٢٥٦-٢٥٧. ومعبد الجارحي، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام، مرجع سابق، ج ١، ص ١٣٤. والصادق الأمين الضير، الاختيارات، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، ج ١، ص ٢٦٢-٢٦٤. وعبد الستار أبو غدة، الاختيارات في الأسواق المالية في ضوء مقررات الشريعة الإسلامية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، ج ١، ص ٣٣٧-٣٣٨. وأحمد الإسلامبولي، العقود المستقبلية ورأي الشريعة الإسلامية، مرجع سابق، ص ٢٧٦-٢٧٧.

غير جائز شرعاً وبما أن هذه العقود لا تجوز ابتداء فلا يجوز تداولها ^(١).

ومن أبرز الأدلة التي يستشهدون بها على التحريم ما يلي ^(٢):

١- تعارض عقود الخيار الشرطية مع قصد الشارع لتحقيق العدل:

فالخيار لم يشرع لكي يرى المستفيد منه هل تطور الأسعار يكون لصالحه فينفذ الصفقة أم لا يكون كذلك فيختار فسخ العقد ... إن خيار الشرط لم يبيع من أجل أن يقرر المستفيد منه هل هو بائع أم مشتر، أو أن يطلب المشتري المزيد من السلعة المشتراة أو البائع المزيد من السلعة المباعة (في حالة البيوع المضاعفة) . فعدم العدل في هذه العقود يكمن في إعطاء أحد العاقدين فرصة واسعة لأن يحقق أرباحاً على حساب المتعاقد الآخر...

٢- اعتبار الشروط المرافقة لعقود الخيارات من الشروط الفاسدة :

فالشروط الفاسدة تضم كل شرط لا يقتضيه العقد أو يكون فيه منفعة لأحد العاقدين لا يوجبها العقد ... فيه شروط ليست من مقتضى العقد، أو تنافي مقتضى العقد، أو تشتمل على غرض يورث التنازع.

٣- انطواء البيوع الآجلة الشرطية على بيع الإنسان ما ليس عنده:

فالذي يشتري حق خيار شراء الأسهم لن يكون بحاجة إلى امتلاك الأسهم، وكل ما يحتاجه هو أن يكون له رصيد معين في حسابه لدى السمسار .

٤- صورية أغلب البيوع الخيارية الشرطية:

أغلب البيوع الشرطية صورية ولا يجري تنفيذها ولا يترتب عليها بالتالي تمليك ولا تملك ، فلا المشتري يملك المبيع، ولا البائع يملك الثمن، ولما كانت عقود البيع

(١) مجلة مجمع الفقه الإسلامي ، الدورة السابعة ، العدد السابع ، ج ١ ، ص ٧١٥ .

(٢) المرجع السابق نفسه ، ص ١١ - ١٢ .

إنما وضعت شرعاً لإفادة التمليك، وعقود الخيار غير مؤدية لهذا الغرض كانت غير محققة لهذا المقتضى، وما خالف مقتضى العقد فهو باطل .

٥- الغرر في عقود الخيارات:

فهذه العقود تترافق مع غرر كبير يتمثل في الجهالة والترقب، وانتظار تقلبات الأسواق وما تأتي به من ارتفاع أو انخفاض في أسعار السلع أو الأوراق المالية، وما ينجم عن كل ذلك من خسائر للبعض ومكاسب لآخرين .

الرأي الثاني: المجيزون:

ذهبت الدكتور أحمد يوسف سليمان في بحثه " رأي التشريع في البورصة " في الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية إلى جواز عقود الخيارات الشرطية، حيث يقول: بأن الشرط الذي اتفق العاقدان عليه في البورصة شرط صحيح ، وأن المال الذي يأخذه البائع من المشتري هو حق له فلا يرد إلى دافعه ^(١) . وكذلك أجازها الدكتور محمد علي القري ^(٢) .

وقد استدلوا بعدد من الحجج والأدلة منها ^(٣):

- قوله تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَوفُوا بِالْعُقُودِ﴾ [المائدة: ١].

- وقوله ﷺ: "والمسلمون على شروطهم إلا شرطاً حرم حلالاً أو أحل حراماً" ^(٤).

(١) أحمد يوسف سليمان ، رأي التشريع في البورصة ، الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية ، الطبعة الأولى ، ١٩٨٢م ، ج ٥ ، ص ٤٢٥ .

(٢) محمد علي القري ، نحو سوق مالية إسلامية ، مرجع سابق ، ص ٢١-٢٢ .

(٣) كمال خطاب ، نحو سوق مالية إسلامية ، مرجع سابق ، ص ١٣ .

(٤) رواه الترمذي وقال عنه : حديث حسن صحيح . انظر: سنن الترمذي ، ج ٣ ، ص ٦٣٤ ، حديث رقم ١٣٥٢ .

- تحقق مصلحة أكبر من المفسدة.

- ضرورة وجود سوق مالية إسلامية.

الترجيح:

ومن خلال تأمل أدلة الفريقين، يظهر بوضوح ضعف الأدلة التي استدلت بها المجيزون لعقود الخيارات، وذلك لأنها أدلة عامة لا تفيد وجه الاستدلال الذي ذهبوا إليه، ولا شك أن عقود الخيارات كما يجري التعامل بها في أسواق الأوراق المالية تنطوي على الكثير من المخالفات الشرعية، وهذا يتطلب البحث في محاولة إزالة هذه المخالفات الشرعية بتطوير هذه العقود لكي تتفق مع الشريعة الإسلامية^(١).

(١) كمال خطاب، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص ١٣.

الفصل الرابع

الأزمات الاقتصادية الناتجة عن أنشطة أسواق الأوراق المالية

وفيه ثلاثة مباحث هي :

المبحث الأول : أزمات سوق الأوراق المالية العالمية.

المبحث الثاني: أزمات سوق الأوراق المالية العربية والآثار

الناتجة عنها.

المبحث الثالث : الأسباب العامة للأزمات الاقتصادية.

الفصل الرابع

الأزمات الاقتصادية الناتجة عن أنشطة أسواق الأوراق المالية

مقهد : الأزمة المالية :

الأزمة المالية يمكن تعريفها على أنها تلك التذبذبات التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية ، حجم الإصدار، أسعار الأسهم والسندات، وكذلك اعتمادات الودائع المصرفية ومعدل الصرف^(١).

وعادة ما تحدث الأزمات المالية بصورة مفاجئة نتيجة لأزمة ثقة في النظام المالي سببها الرئيسي تدفق رؤوس أموال ضخمة للدخل يرافقها توسع مفرط وسريع في الإقراض دون التأكد من الملاءة الائتمانية للمقترضين ، وعندها يحدث انخفاض في قيمة العملة ، مؤدياً إلى حدوث موجات من التدفقات الرأسمالية إلى الخارج . لذلك يضع البعض التعريف التالي للأزمة " حدث مفاجئ غير متوقع له نتائج سلبية ، حيث يرتبط به حدوث خسائر في الموارد البشرية والأموال والموارد والثروات الخاصة بالنظام موضوع الأزمة^(٢) .

تصنيف الأزمات المالية^(٣) :

١- أزمة النقد الأجنبي :

تحدث الأزمة في النقد الأجنبي أو العملة عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على عملة بلد ما إلى تخفيض قيمتها أو إلى هبوط حاد فيها ، أو ترغم البنك المركزي

(١) الأزمات المالية، بحث على موقع وصال العرب ، اقتصاد وأعمال . انظر الموقع :

<http://www.arabslink.net/vb/archive/index.php/t-14062.html>

(٢) معهد التخطيط القومي، تطوير أساليب وقواعد المعلومات في إدارة الأزمات المهددة لاطراد التنمية -

المرحلة الأولى، القاهرة، سلسلة قضايا التخطيط والتنمية رقم ١٠٥، نوفمبر ١٩٩٦، ص ١٠ .

(٣) الأزمات المالية، مرجع سابق .

على الدفاع عن العملة ببيع مقادير ضخمة من احتياطاته ، أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة .

٢- الأزمة المصرفية:

تحدث الأزمات المصرفية عندما يؤدي اندفاع فعلي أو محتمل على سحب الودائع من أحد البنوك، أو إخفاق البنوك ، إلى قيامها بإيقاف قابلية التزاماتها الداخلية للتحويل، أو إلى إرغام الحكومة على التدخل لمنع ذلك بتقديم دعم مالي واسع النطاق للبنوك^(١).

٣- أزمة الديون :

تحدث أزمة الديون إما عندما يتوقف المقرض عن السداد ، أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة ، ويحاولون تصفية القروض القائمة .

أسباب الأزمات المالية :

منذ أن وقعت الأزمات المالية في أمريكا اللاتينية وشرق آسيا كرست المنظمات الدولية المهتمة بالنظام الاقتصادي والنقدي الدولي والباحثون جهودهم في تتبع الأسباب والعوامل التي تؤدي إلى حدوث الأزمات المالية ، وذلك كخطوة تسبق وضع إطار أو نموذج يمكن من خلاله إمكانية التنبؤ بحدوث هذه الأزمات مقدماً، ورغم أن لكل أزمة خصائصها وأسبابها فإن هناك عوامل مشتركة توجد في هذه الأزمات ، بعض هذه العوامل خارجية والبعض الآخر داخلي أو محلي ، بعضها يرجع

(١) أحمد طلفاح ، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت . انظر الموقع :

لوجود خلل في الهيكل الاقتصادي والبعض الآخر يرجع لعوامل داخل النظام المصرفي ذاته ، وبعضها يمكن التنبؤ به ، والبعض الآخر يصعب قياسه بدقة .

وفي ضوء الخبرات والدراسات السابقة فإن العوامل التي تساعد على حدوث الأزمات تكمن في الآتي^(١) :

١- عدم تماثل المعلومات **Non - Asymmetric Information** .

٢- التقلبات الاقتصادية الكلية العنيفة .

٣- التوسع الكبير في الإقراض وانهيار أسعار الأصول .

٤- تزايد التزامات البنوك مع عدم تناسق آجال الاستحقاق **Miss-match mature** .

٥- عدم التحضير الكافي للتحرير المالي .

٦- التغلغل الحكومي والقيود المطاطة حول القروض المرتبطة بها .

٧- ضعف النظم المحاسبية والإفصاح والأطر القانونية .

٨- نظم الصرف .

٩- المضاربة غير المحسوبة .

ويترتب على الأزمات تدهور في الأسعار ، وزيادة الخسائر ، وتدهور التداول في البورصة ، وفقدان الثقة في بعض الأوراق المالية ، لذا يفيد الإفصاح المالي في الكشف عن حقيقة التغيرات في البورصات .

(١) عبد النبي إسماعيل الطوخى ، التنبؤ المبكر بالأزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية القائدة ، مصر العربية . انظر الموقع :

المبحث الأول : أزمات أسواق الأوراق العالمية

المطلب الأول : انهيار البورصات العالمية عام ١٩٢٩

بعد الأزمة التي اجتاحت معظم دول العالم خلال سنوات الحرب العالمية الأولى ، شهدت فترة ما بعد الحرب نوعاً من الاستقرار في العلاقات النقدية والمالية الدولية ، واستفاد المواطنون من زيادات في المستوى المعيشي والاقتصادي عن طريق بعض سياسات الإقراض المسهلة آنذاك وذلك نتيجة للإصلاحات النقدية والمالية التي شهدتها هذه الفترة ، هذا الرخاء أدى بالمواطن الأمريكي إلى التوسع في الاقتراض من أجل شراء مختلف المواد الاستهلاكية والأجهزة ، فزاد ذلك من حدة الديون ، وكانت الآراء الاقتصادية واعتماداً على الفكر الكلاسيكي ، تدعم فكرة أن قوى العرض والطلب سوف تؤدي تلقائياً إلى إعادة التوازن والقضاء على الكساد القائم ، خاصة عند اتخاذ البنك الفدرالي الأمريكي قرار التوسع النقدي ، الذي أدى إلى ارتفاع إنتاج السلع الاستهلاكية وانخفاض البطالة مؤقتاً ، كما اتجه سوق الأوراق المالية إلى صعود لا نهاية له .

ونتيجة للأوضاع المذكورة انصبت المضاربة على سوق الأوراق المالية ، وارتفعت أسعار الأوراق المالية ، وأدت هذه السلوكيات إلى ارتفاع أسعار أسهم أضعف الشركات ، وأصبحت البنوك تضارب بأموال زبائنهم .

وقد استمرت الحكومة بتوفير القروض السهلة ، حتى الوقت الذي اندلعت فيه الأزمة ، وقد زادت أيضاً في تقديم القروض الأجنبية بقصد المزيد من ربط الاقتصاديات لدى الأقطار الأوربية برأس المال الأمريكي ، وهكذا ارتفعت الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية للقيام بالاستثمارات الإضافية في مختلف

القطاعات من (٤٠٠٠) مليون دولار سنة ١٩٢٣ إلى (١٠٠٠٠) مليون دولار سنة ١٩٢٩^(١).

وشهد وول ستريت مزيداً من الارتفاع في أسعار البورصة خلال شهر سبتمبر من عام ١٩٢٩ ، مع قيام المستثمرين (صغاراً وكباراً) بالاحتفاظ أو عدم التوقف عن شراء الأسهم بالسوق . ولكن مع نهاية شهر سبتمبر بدأت المشاكل ، حيث كانت أسعار الأسهم تنخفض أو ترتفع بسبب تدخل البنوك . وقد أخذت حركات الانخفاض في التسارع اعتباراً من يوم السبت ١٩ أكتوبر ١٩٢٩ وهو بداية انهيار البورصة ، حتى جاء يوم الخميس ٢٤ أكتوبر وبدأ هجوم كثيف لطلبات البيع وتسييل محافظ الأوراق المالية ، لتصل الأزمة في هذا اليوم بتداول ١٢٠٩ مليون سهم نجم عنها خسارة قدرها ٦ مليار دولار^(٢). واستمر الهبوط في الأسعار ، ويشهد على ذلك مؤشر (نيويورك تايمز) الذي تراجع من ٤٥٢ في ٣ سبتمبر عام ١٩٢٩ ، وظل ينخفض ليصل إلى ٥٨ في ٨ يوليو ١٩٣٢ .

وكان لانحيار البورصة الأمريكية آثاره على بورصات العالم ، فبعد انهيار بورصة وول ستريت قامت البنوك الأمريكية باسترداد رؤوس أموالها المستثمرة في البورصات الأوروبية عن طريق بيع الأوراق المالية التي بحوزتها ، رغبة منها في حل مشاكل السيولة ، مما كان له أثر في انتشار الانحيار على مستوى البورصات الدولية .

(١) محمد لخضر بن حسين، الأزمات الاقتصادية، فعلها وظائفها في البلدان الرأسمالية المتطورة والبلدان النامية، ترجمة أمين شفير، الجزائر، المعهد الوطني للثقافة العمالية وبحوث العمل، ١٩٩٥.

(٢) يعتمد عرض بيانات الأسهم المتداولة وخسائر الأزمة على: نشأت عبد العزيز معوض ، بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار ، القاهرة ، كتاب الأهرام الاقتصادي ، العدد ٧٢ ، فبراير (١٩٩٤) ، ص ٨٢-٨٣.

أسباب انهيار البورصات العالمية عام ١٩٢٩ :

يرجع انهيار البورصة الأمريكية كما يراه البعض إلى أسباب أهمها^(١) :

١- المضاربة الوهمية، حيث ارتفعت أسعار الأسهم نتيجة الآمال ، وليس لأن توزيعات وأرباح الشركات في ارتفاع ، أي أن الأسعار تتصاعد وتصل إلى مستوى لا يقابل أبداً أرباح الشركات .

٢- الارتفاع المستمر في أسعار الأسهم قبل الأزمة بشكل خارج عن المألوف وزائد عن الطبيعي ، بسبب التصريحات المتفائلة ، وفرة الادخار وسهولة الاقتراض لشراء الأسهم وتسامح السلطات النقدية الأمريكية وذلك بعدم رغبتها في الوقوف في وجه حركة الارتفاع عندما بدا واضحاً أنها كانت تتجاوز المألوف .

٣- اتساع تدهور الأسعار نتيجة فشل محاولات تنظيم السوق ، وعمليات البيع الشاملة من أجل أوامر البيع الموقوف وطلبات حد الضمان .

٤- مع بداية انخفاض الأسعار سارع المضاربون والمستثمرون الذين يرغبون في التغطية إلى بيع المزيد من الأسهم على المكشوف، مما أسهم في المزيد من تدهور الأسعار.

٥- الممارسات غير الأخلاقية التي انطوت على الغش والخداع والتضليل من قبل فئة من المتعاملين في أسواق رأس المال ، وأسهمت بدور فعال في تعميق الأزمة .

(١) لمزيد من التفاصيل عن الأسباب التي يعتقد أنها أدت إلى انهيار البورصة الأمريكية في أكتوبر ١٩٢٩ .

يراجع على سبيل المثال : دانييل أرنولد ، تحليل الأزمات الاقتصادية للأمس واليوم ، ترجمة عبد

الأمير شمس الدين ، بيروت ، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع ، ١٩٩٢ ، ص ٣٠

النتائج الانكماشية لانتهاء البورصات :

في أكتوبر ١٩٢٩ وصل عدد أصحاب الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية حوالي ١٠٥ مليون نسمة - وفقاً لإحصاءات لجنة التحقيق في موضوع الانهيار التابعة لمجلس الشيوخ الأمريكي - يمثلون ٥٪ من مجموع السكان ، منهم ٦٠٠ ألف كانوا مدينين وتم إفلاسهم وقد أدى ذلك إلى انخفاض حجم الاستهلاك بشكل كبير، ومن ثم أثر سلباً على النشاط الاقتصادي .

وخلال تلك الفترة أفلس العديد من الشركات وانتشرت البطالة ، فانخفض الطلب على السلع والخدمات وانخفضت معها أسعارها . كذلك فشل المدينون في الوفاء بما عليهم من التزامات ، فأحجم المقرضون عن تقديم الائتمان ، وانخفض بالتالي حجم الاستثمار . وواجهت البنوك صعوبة في تحصيل مستحقاتها ، ففشلت في تلبية مسحوبات العملاء ، وأعلن إفلاس الكثير منها . ففي الولايات المتحدة وحدها أعلن إفلاس خمسة آلاف بنك ، وخسر المودعون ما يعادل ٣ مليارات دولار ، حتى اضطر الرئيس روزفلت إلى إعلان إغلاق جميع البنوك وذلك اعتباراً من ٦ مارس ١٩٣٣ ، ثم سمح للبنوك التي لديها قدر من السيولة أن تفتح أبوابها بعد أسبوع من ذلك التاريخ .

وفي ذلك الوقت ثار التساؤل عن أيهما تسبب في حدوث الآخر . هل تدهور أسعار الأوراق المالية هو الذي تسبب في حدوث الكساد العظيم ، أم أن الكساد العظيم هو الذي تسبب في حدوث انخفاض في أسعار الأوراق المالية ؟ ووقع اللوم في النهاية على أسواق رأس المال ، إذ كشفت التحقيقات عن حدوث انحرافات في تلك الأسواق يعتقد في أنها كانت سبباً رئيسياً في حدوث الأزمة ^(١) .

(١) من أبرز صور الانحرافات التي انتابت التعامل في الأوراق المالية خلال فترة الكساد العظيم - ومن ثم تأثير سوق رأس المال على الاقتصاد العالمي - هي : البيع المظهري أو الصوري ، والشراء لغرض الاحتكار ، واستغلال السماسرة لثقة العملاء ، واتفاقيات التلاعب . لمزيد من التفاصيل يراجع : دانييل أرنولد ، تحليل الأزمات الاقتصادية للأمس واليوم .

المطلب الثاني : أزمة يوم الاثنين ١٩ أكتوبر ١٩٨٧ وانهيار البورصات العالمية

في يوم الاثنين الموافق ١٩ أكتوبر من عام ١٩٨٧ حدثت هزة رهيبية في البورصات العالمية لم يشهد لها التاريخ مثيلاً، وأطلق على هذا اليوم (الاثنين الأسود) وقد ساد الادعاء بأن الأزمة نشأت أساساً في أسواق رأس المال في الولايات المتحدة الأمريكية، ثم منها انتقلت العدوى إلى أسواق رأس المال في باقي دول العالم ، وهناك من يرى أنه حدث العكس .

ويتبين ذلك بوصف الأحداث المصاحبة للأزمة في هذه الأسواق .

بدأت الأزمة في اللحظات الأولى للافتتاح في يوم الاثنين ١٩ أكتوبر ١٩٨٧ ، نتيجة سيل متدفق من أوامر البيع لم يسبق له مثيل . فقد تدافع المتعاملون من كل حذب وصوب لبيع أعداد كبيرة جداً من الأوراق المالية التي بحوزتهم ، ونجم عن هذا الاندفاع المتهور في البيع انخفاض حاد وسريع في أسعار الأوراق المالية المتداولة في هذا اليوم . ولم يوقف هذا الانهيار في الأسعار السيل المتدفق من أوامر البيع بل زادت سرعة تدفقها ، حيث إن الذعر الذي انتاب جمهور المتعاملين قد جلب مزيداً من الذعر حتى إن مؤشر (داو جونز) لمتوسط الصناعة ، خسر ٢٩٩٠,٠٢ نقطة في أقل من ساعتين من بدء التعامل في السوق ، وبنهاية يوم الاثنين كان هذا المؤشر قد فقد ٥٠٨,٣٢ نقطة ، أي حوالي ٦,٢٢٪ من قيمة الأسهم المتداولة في هذا اليوم^(١) .

أسباب الأزمة :

قدمت عدة تفسيرات مختلفة لأسباب أزمة ١٩٨٧ ، وانهيار البورصات العالمية ، وأهم هذه التفسيرات التي توضح أسباب الأزمة ما يلي^(٢) :

-
- (١) انظر : عماد سلام ، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ٣٠٣ وما بعدها .
 - (٢) يعتمد في عرض التفسيرات المختلفة التي توضح أسباب أزمة يوم الاثنين ١٩ أكتوبر ١٩٨٧ - بصورة أساسية - على منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ٥٩٣ - ٦٥٦ .

١- الأزمة هي انعكاس لردود أفعال مبالغ فيها من قبل المتعاملين ، حيث تابعت موجات المضاربة للشراء اللاعقلاني المبالغ فيه في أوساط المتعاملين في البورصة ، وانتقال المدخرين من الاستثمارات الحقيقية إلى الاستثمارات المالية ، حتى انتهى الأمر إلى هبوط شديد في الأسعار .

٢- عقب الأزمة مباشرة قدم جينكي دراسة كشفت عن أن مستويات أسعار الأسهم في الأسواق الأمريكية كانت أعلى كثيراً مما كان ينبغي أن تكون عليه ، وأن ما حدث من أزمة لا يخرج عن كونه تصحيح الأوضاع .

٣- ساد اعتقاد خلال وعقب أزمة أكتوبر ١٩٨٧ بأن أساليب الاتجار التي استحدثت في السوق الأمريكية في منتصف السبعينيات وأوائل الثمانينيات ، إضافة إلى سوق العقود المستقبلية في الأوراق المالية الذي بدأ نشاطه في عام ١٩٧٢ ، هي التي تسببت في إحداث أزمة في العالم بأسره . ومن أهم الأساليب المستحدثة للمتاجرة في أسواق رأس المال الأمريكية هي: المتاجرة بالحزمة ومراجعة مؤشر الأسهم ، وتأمين المحفظة .

٤- من بين الادعاءات عن أسباب أزمة أكتوبر ١٩٨٧ ، أنظمة العمل التقليدية في الأسواق الأمريكية ، مثل انخفاض تكلفة المعاملات ، وآليات إزالة الخلل بين العرض والطلب (إيقاف أو تأجيل التعامل لفترة من الزمن ، وضع حدود للسعر الذي يمكن أن يتم عليه التعامل خلال اليوم) ، وهامش الوقاية في البيع النقدي الجزئي ، ونظام المتخصصين ودورهم في إزالة الخلل في التوازن بين أوامر البيع وأوامر الشراء ، والمزاد المستمر ، واستخدام الحاسوب في تنفيذ الصفقات . وتشير الدراسات المذكورة سابقاً إلى عدم وجود دليل يؤكد مسؤولية تلك الأنظمة عن أحداث الأزمة .

٥- وهناك أسباب أخرى من بينها : استمرار العجز في الموازنة الأمريكية ، ورفع أسعار الفائدة، بسبب استمرار العجز الذي اضطر البنك الفدرالي الأمريكي إلى رفع أسعار الفائدة على السندات طويلة الأجل من أجل بيع الإصدارات الجديدة من سندات الخزينة ، وتدهور سعر الدولار الأمريكي أمام العملات الرئيسية^(١).

ويرى هندي بأن أزمة ١٩٨٧ ، لا بد وأن ترجع إلى متغيرات لها صفة العالمية ، أي إلى أسباب لا ترتبط بالولايات المتحدة الأمريكية وحدها . ولكن ما هي تلك المتغيرات والأسباب ؟ فالدراسات المتاحة لم تقدم إجابة عن هذا السؤال^(٢).

بعض المعالجات للخروج من الأزمة :

بعد ظهر يوم الثلاثاء ٢٠ أكتوبر ١٩٨٧ بوقت قصير ، أوقف التعامل في العديد من الأسهم المتداولة في بورصة نيويورك وفي أسواق الاختيار والعقود المستقبلية . وللخروج من الأزمة فقد تدخلت الشركات الكبيرة لإعادة شراء أسهمها ، كما تدخل البنك المركزي وحث البنوك على منح المزيد من الائتمان لتجار الأوراق المالية . وقرب الإقفال في يوم الثلاثاء بدأت أسعار الأسهم تتجه إلى الصعود .

وفي يوم الاثنين ١٩ أكتوبر عندما حدث هبوط في الأسعار ببورصة هونج كونج تم إقفالها لمدة أسبوع لتلافي المزيد من الهبوط ، ولكن عند إعادة افتتاحها يوم الاثنين ٢٦ أكتوبر انخفضت الأسعار انخفاضاً كبيراً عما كانت عليه قبل إغلاق البورصة . وقد أسهمت البنوك التي تعمل في هونج كونج مع مساعدة من الحكومة وبنك الصين بمبلغ ٤ مليارات دولار لتخليص البورصة من أزمتها .

(١) الأزمات المالية، مرجع سابق .

(٢) منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ص ١٧٧ .

أما في اليابان فقد دعي المستثمرون اليابانيون من قبل الحكومة لدعم أسعار الأسهم في بورصة طوكيو . وحتى يمولوا مشترياتهم عمد المستثمرون إلى بيع أوراق مالية بحوزتهم في دول أخرى - مما زاد من صعوبات البورصات الأجنبية - لزيادة السيولة وتدعيم أسعار الأسهم في بورصة طوكيو .

قامت البنوك المركزية في كل من الولايات المتحدة الأمريكية واليابان وفرنسا وألمانيا الاتحادية وبريطانيا بخفض معدلات الفائدة ، والعمل على توفير السيولة اللازمة من أجل تدعيم البورصات ^(١).

المطلب الثالث : أزمة دول جنوب شرق آسيا ١٩٩٧ - ١٩٩٨

كانت دول جنوب شرق آسيا تحظى بإعجاب واسع النطاق بإنجازاتها الاقتصادية، وجذبها رؤوس الأموال والمستثمرين الأجانب، حتى حدث فيها الأزمة المالية والاقتصادية في عام ١٩٩٧ وأهم الدول الأكثر تأثراً بالأزمة هي : تايلاند ، وإندونيسيا ، وماليزيا ، وكوريا الجنوبية ، والفلبين .

أهم أسباب أزمة دول جنوب شرق آسيا :

إن انهيار اقتصاديات أكثر من ثماني دول كانت تزحف بسرعة فائقة نحو الصدارة الاقتصادية والتقنية، في فترة قصيرة لا تتجاوز الشهرين، ليؤكد أن جهات معينة تقف خلف انهيار العملات وأسعار الأسهم في جنوب شرق آسيا ، ولم تكن أسباب هذا الانهيار اقتصادية في المقام الأول ، وإنما كانت سياسية وتآمرية .

ويمكن توضيح الذي حدث من خلال عاملين رئيسيين ^(٢):

(١) عماد سلام ، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٣١٢ - ٣١٣

(٢) زكريا بشير ، في مواجهة العولمة ، الأردن ، ٢٠٠٠ ، ص ١٢٤ - ١٣٠ .

١ - عامل داخلي : يتعلق ببنية اقتصاديات دول اليابان والنمور السبعة في جنوب شرق آسيا (تايلاند، الفلبين ، ماليزيا، تاوان، إندونيسيا، كوريا الجنوبية)، ذلك أن اقتصاديات تلك الدول بنيت على نظام مالي واقتصادي يعتمد على القروض الربوية ذات الفوائد العالية والأمد القصير، سواءً أكان الاقتراض من بنوك داخلية أو بنوك خارجية . وكانت تلك القروض تتدفق بشكل كبير وبسهولة فائقة دون النظر إلى دراسات الجدوى للسلع التي تنتج أو الخدمات التي يستثمر فيها . وعندما تواجه تلك الشركات بكساد في أسواقها الخارجية، فإنها تعجز تماماً عن سداد ديونها إلا بمزيد من الاقتراض البنكي الربوي .

٢ - عامل خارجي: وكان هذا العامل بمثابة القشة التي قصمت ظهر البعير، فقد قام المضاربون الرأسماليون - نيابة عن الشركات متعددة الجنسيات - بشراء كميات هائلة ومبالغ فلكية من العملات والأسهم من أسواق تلك الدول . لقد مهدوا لذلك بعمليات التكيف الهيكلي والإصلاح الاقتصادي والمالي، التي قامت بها حكومات تلك الدول الآسيوية تحت ضغط الحكومة الغربية، خاصة الولايات المتحدة الأمريكية، والبنك الدولي، وصندوق النقد الدولي، والمضاربون في الأسهم والعملات.

لقد أدت عمليات التكيف وإعادة الهيكلة والإصلاح المالي والاقتصادي إلى تحرير التجارة في تلك الدول الآسيوية بصورة كاملة مما أوقع اقتصاديات تلك الدول ضمن إطار الاقتصاد العالمي بصورة كبيرة جداً . ولقد ساعد في ذلك تحرير التجارة من قيود الاستيراد ومن الرسوم والجمارك وكذلك إزالة كل القيود القومية على حركة رؤوس الأموال الأجنبية وتحرير سعر الصرف للعملات المحلية مما أدى إلى تحرير كامل للاقتصاد وتحويله أو عولمة شاملة له .

وكذلك أخذ تلك الدول بمبدأ الشفافية التي كشفت كل الحقائق والأرقام، وأتاحت نشر حركة الأسهم وأسعار العملات على الانترنت ساعة بساعة مما أتاح للمضاربين في نيويورك والذي يملكون تدفقات مالية فلكية الأرقام اقتحام تلك الأسواق شراءً وبيعاً ومضاربة في أسعار العملات والأسهم مما حقق لهم أرباحاً خيالية على حساب المضاربين المحليين والذين كانوا في وضع أدنى من حيث الكفاءة والمعلومات، فخسرت تلك الدول على مدى أسابيع محدودة مئات المليارات من الدولارات، وذهبت كل تلك الأموال إلى المضاربين لما لهم من إمكانيات ومن إدارة نافذة ومعلومات وكفاءة عالية جداً وسرعة في اتخاذ القرار فيما يتعلق بالبيع والشراء^(١).

ويرى كثير من المحللين أن أزمة دول جنوب شرق آسيا ترجع أساساً إلى كون معدلات النمو الاقتصادي التي عرفتتها هذه الدول كانت أكبر وأقوى من قدرة المؤسسات المالية والاقتصادية على التعامل معها بالشكل المطلوب .

وعموماً يمكن إيجاز أهم أسباب الأزمة -التي قد تكون متداخلة ومتشابكة- إضافة إلى ما سبق فيما يلي^(٢):

١- كثافة حركه رؤوس الأموال والتي كانت أكبر من قدرة المؤسسات المالية

(١) زكريا بشير، في مواجهة العولمة، الأردن، ٢٠٠٠، ص ١٢٤ - ١٣٠ .

(٢) لمزيد من التفاصيل عن أسباب تدهور الأوضاع الاقتصادية والمالية في دول جنوب شرق آسيا . يراجع على سبيل المثال : جاسم المناعي ، الأزمة الاقتصادية لدول جنوب شرق آسيا وانعكاساتها على اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي ، مرجع سابق ، ص ١١ - ١٦ . ونيل حشاد ، الدروس المستفادة من الأزمة المالية في آسيا وإمكانية حدوثها في مصر ، بحث مقدم إلى المؤتمر السنوي الثالث ، لإدارة الأزمات والكوارث (نظمتها كلية التجارة بجامعة عين شمس) القاهرة في ٣-٤ أكتوبر ١٩٩٨ ، ص ٥ - ٧ . وأنور هاقان قوناش ، أزمة شرق آسيا: عبرٌ لبلدان منظمة المؤتمر الإسلامي .

والاقتصادية في هذه الدول على التحكم واستثمار هذه الأموال بما يتلاءم وصالح اقتصادياتها ، حيث أدى تدفق الأموال إلى دول جنوب شرق آسيا إلى ارتفاع معدلات الاستثمار بشكل كبير وصل في بعضها إلى حوالي ٤٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي ، مما أدى إلى التساهل في منح الائتمان دون ضوابط ، وفقدان القدرة على تقويم المخاطر ، وتوظيف هذه الأموال في مشروعات ليست كلها مجدية .

٢- زيادة ما يسمى بالاستثمار السلبي^(١)، حيث انتهجت دول جنوب شرق آسيا سياسات اقتصادية تشجع الادخار وانخفاض الطلب المحلي ، والاعتماد بصفة رئيسية على الصادرات كمحرك أساسي للنمو الاقتصادي ، مما أدى إلى اختلال التوازن بين وفرة المدخرات وانخفاض فرص الاستثمار المنتج .

٣- عدم الفصل بين المصالح السياسية للنخبة الحاكمة وبين المصالح الاقتصادية للبلاذ ، وانعدام الشفافية حول الروابط بين الحكومة ورجال الأعمال والبنوك . وقد أدى تشابك مصالح رجال الأعمال مع السلطة السياسية إلى فساد إداري وشيوع الكسب غير المشروع ، وتزايد التذمر الاجتماعي ، وضعف الانتماء الوطني ، وتدهور الشعور بروح المجتمع الواحد .

٤- ضعف نظام سعر الصرف ، حيث عملت دول جنوب شرق آسيا لفترة طويلة من الزمن على اتباع نظام سعر صرف ثابت ، يقوم على ربط عملاتها بالدولار الأمريكي ، ويعتقد بأن مثل هذا الربط لم يوفر المرونة الكافية للحفاظ على تنافسية صادرات هذه الدول ، كما سهل مهمة المضاربين وعملية اقتراض البنوك والشركات المحلية من الخارج بشكل مغامر ، دون الخوف كثيراً من مخاطر سعر الصرف ،

(١) الاستثمار السلبي يحدث عندما يتجاوز نمو الاستثمارات معدل زيادة الطلب الداخلي عن الإنتاج المحلي ، والطلب الخارجي عن الصادرات .

وتسبب في العجز في ميزان المدفوعات بسبب ارتفاع سعر صرف الدولار ، مما أدى إلى انخفاض الصادرات ، ومن ناحية أخرى زادت الواردات بدرجة كبيرة بسبب زيادة الاستثمارات .

٥- الاعتماد الكبير على الاقتراض الخارجي قصير الأجل بالدولار الأمريكي من قبل مجتمع الأعمال ، مما أدى في النهاية إلى إفلاس عدد من البنوك والشركات (كما هو الحال في تايلاند وإندونيسيا) بمجرد تخفيض قيمة العملة الذي كان يعنى تزايد عبء المديونية .

٦- حدوث تراجع كبير في الاستثمارات سواء المحلية أو الأجنبية ، بل ونزوح الأخيرة من دول جنوب شرق آسيا ، حيث سحب المستثمرون الأجانب أموالهم منها ، وانخفضت معدلات التدفقات المالية إليها ، فقد حدث ردة شديدة ومفاجئة في التدفقات المالية قصيرة الأجل ، وهى ما تعرف (بالأموال الساخنة) .

٧- المضاربة وفزع وخوف المستثمرين ، مما أدى إلى تصاعد الضغوط على أسعار العملات والبورصات .

٨- ارتفاع أسعار الأسهم والعقارات في تلك البلدان بشكل كبير قبل الأزمة ، مما زاد من إمكانية حدوث انكماش شديد في أسعار الأصول^(١) .

وبصفة عامة يمكن القول: إن هذه الأسباب قد تختلف في مدى تأثير كل منها على نشوء الأزمة أو تصاعدها ، كما قد يختلف تأثيرها من دولة إلى أخرى ، وهناك شبه اتفاق بين كثير من الباحثين والمحللين على أنه قد أدت تلك الأسباب مجتمعة ، إضافة

(١) انظر: جاسم المناعي ، الأزمة الاقتصادية لدول جنوب شرق آسيا وانعكاساتها على اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي ، مرجع سابق ، ص ١١ - ١٦ . ونيل حشاد ، الدروس المستفادة من الأزمة المالية في آسيا وإمكانية حدوثها في مصر ، مرجع سابق ، ص ٥ - ٧ .

إلى التآمر على هذه الدول من قبل بعض المؤسسات الدولية والمضاربين العالميين كاللياردير اليهودي جورج سورس لتدمير اقتصادها ، فقد اتهم مهاتير محمد، رئيس وزراء ماليزيا علناً في خطابه أمام مجلسي محافظي البنك الدولي وصندوق النقد الدولي في أيلول ١٩٩٧ في هونج كونج الملياردير اليهودي الأمريكي جورج سوروس ومعهد موري وشركات تسليف بالتواطؤ المبرمج المعتمد لتدمير اقتصاديات جنوب شرق آسيا ^(١). علاوة على تأخر السلطات في اتخاذ الإجراءات الملائمة في الوقت المناسب إلى حدوث أزمة دول جنوب شرق آسيا .

أهم نتائج الأزمة الآسيوية وآثارها:

على الرغم من أن دول جنوب شرق آسيا الخمس (تايلاند، إندونيسيا، ماليزيا، كوريا، الفلبين) التي تأثرت بالأزمة أكثر من غيرها ، فإن الأزمة طالت العديد من الأسواق المالية واقتصاديات دول أخرى على المستويين الإقليمي والدولي . وفي هذه الأزمة وكما في غيرها من الأزمات فقد تختلط الأسباب بالنتائج ، وقد يختلف تأثيرها من دولة إلى أخرى . وفيما يلي أهم النتائج والآثار التي ترتبت على الأزمة الآسيوية ^(٢):

١- تشير بعض التقديرات إلى أن مجموع الخسائر التي تكبدتها أسواق المال لخمس دول آسيوية (إندونيسيا ، تايلاند ، كوريا الجنوبية ، ماليزيا ، الفلبين) لا يقل عن ٦٠٠ مليار دولار أو ما يساوي ثلثي الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول . حيث نتج عن الأزمة انخفاض حاد في القيم فقد خسرت أسواق الأسهم حوالي ٦٠٪ من قيمتها في المتوسط خلال الفترة من أول يوليو ١٩٩٧ حتى منتصف فبراير ١٩٩٨ .

(١) خير الدين عبد الرحمن ، التداخل ما بين عسكري ومدني في حروب اليوم ، الفكر السياسي ، العدد ١٩ ، ٢٠٠٣ ، ص ٢٣٦ .

(٢) انظر : عماد سلام ، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ٣٢٤ - ٣٢٧

٢- تخوف الكثير من المستثمرين من تدهور اقتصاديات دول جنوب شرق آسيا ، مما جعلهم يسارعون إلى بيع حجم كبير من الأسهم لتقليص خسائرهم ، وهو ما زاد من تدهور قيمة الأسهم وزعزعة الثقة لدى المستثمرين .

٣- الانسحاب المفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية ، في الوقت الذي أسهمت فيه هذه الأموال في رفع معدلات النمو لهذه الدول خلال السنوات الأخيرة قبل الأزمة .

٤- إفلاس وانهيار العديد من المصارف والشركات ، مما أدى إلى ارتفاع نسبة البطالة والتضخم .

٥- آثار سلبية على قطاع الإنتاج والعمالة، وارتفاع معدلات الفقر والخلل الاجتماعي ، وسوء توزيع الثروات والدخول .

٦- انخفاض الناتج المحلي الإجمالي وتباطؤ النمو الاقتصادي ، وهروب رؤوس الأموال وخفض في الإنفاق العام والخاص ، وزيادة عجز الحسابات الجارية وموازن المدفوعات ، وتفاقم في المديونية للخارج بدول الأزمة .

٧- انخفاض في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الدول النامية والأسواق الناشئة ، حيث انخفض رأس المال السوقي للأسواق الناشئة ، ومن ثم إبطاء حركة تطوير الأسواق المالية والقطاعات المصرفية التي يتعين أن تؤدي دوراً متزايداً في الوساطة لتوفير الموارد المالية اللازمة لإجراء مزيد من إعادة الهيكلة والحصول على استثمارات جديدة.

وقد كان للأزمة آثار غير مباشرة ، حيث سببت أضراراً للبيئة يصعب إصلاحها ، لأن حدة الأزمة صرفت انتباه المسؤولين في إندونيسيا عن الإجراءات الضرورية والعاجلة التي يجب اتخاذها ، لوقف الحرائق الهائلة التي دمرت الغابات ، وأدت إلى

تلوث كبير في هذه المنطقة من العالم . كما أن هناك زيادة كبيرة في قطع الأشجار بطريقة غير مشروعة، لاستغلال أخشاب الغابات، واستغلال الأراضي في زراعات أخرى .

التجربة الماليزية في الخروج من الأزمة المالية:

مثَّلت الأزمة المالية التي وقعت في دول جنوب شرق آسيا في عام ١٩٩٧ م حجر عثرة في طريق النمو الذي سلكته النمر الآسيوية ، وبعد أن كانت تجربة تلك الدول تعتبر مثالاً يُحتذى في النمو أصبحت درساً للعبء، وبعد مرور أكثر من عامين على بداية الأزمة يصبح التساؤل المطروح حالياً: كيف نجحت ماليزيا في الخروج من أزمتها؟ وإلى أي مدى نجحت في إزالة ذلك الحجر من طريق النمو؟

يمكن القول: إن لماليزيا خصوصية في علاج الأزمة تستوجب الوقوف، ولعل تلك الخصوصية تكمن في أن برنامج العلاج كان وطنياً بنسبة ١٠٠٪، وتم بعيداً عن صندوق النقد والبنك الدوليين. يرى العديد من الخبراء والمحللين أن الحكومة الماليزية التي يقودها الدكتور مهاتير محمد، نجحت في اجتياز الأزمة الاقتصادية الكبيرة التي عصفت بماليزيا ، واستطاعت - وخلافاً لجميع توقعات الخبراء وفي أقل من عامين فقط من - إخراج الاقتصاد الماليزي من أزمتة ووضعها مجدداً ليس على طريق الانتعاش البطيء، ولكن على طريق النمو وبمعدلات مرتفعة قياساً بالدول التي تعرضت للأزمة، ولعل أهم ما يميز النجاح الاقتصادي الماليزي هو أنه تم دون أي مساعدة من صندوق النقد الدولي أو البنك الدولي، ووصفاتها الإصلاحية التي ثبت إخفاقها في العديد من الدول النامية^(١).

(١) عبد الكريم حمودي ، ماليزيا.. الخروج من الأزمة بعيداً عن الصندوق . مقالة على موقع إسلام أون لاين. انظر الموقع :

حزمة الإجراءات :

يَكْمُن سر النجاح الاقتصادي الذي حققته ماليزيا خلال العامين الماضيين (١٩٩٨ - ١٩٩٩) في الإجراءات الحِمايَّة العاجلة التي اتخذتها الحكومة، وتطبيق صيغة التحكم والسيطرة بالتبادل الانتقائي غير التقليدي ، هذا النظام تم تطبيقه في حده الأدنى ، ومن أهم الإجراءات التي اشتمل عليها^(١) :

١- وقف سوق تداول العملة الوطنية (الرينجيت) في الخارج ، ومنع المضاربين بالعملات من النفاذ إلى الصناديق التي يتوفر فيها الرينجيت . وقد تمّ تطبيق ذلك بواسطة تجميد حسابات الرينجيت بالخارج غير المقيمة بالبنوك الماليزية . هذا الإجراء سمح لغير المقيمين بالاستمرار في الاستثمار في ماليزيا بكل حرية ، مستخدمين مدخراتهم بالرينجيت ، لكنه حرّمهم من إمكانية إقراض أو بيع تلك المدخرات للآخرين . وقد اضطرّ المضاربون لوقف عملياتهم التخريبية عندما وجدوا أنفسهم غير قادرين على شراء أو اقتراض الرينجيت .

٢- تثبيت سعر صرف الرينجيت عند ٣,٨ مقابل الدولار وهو السعر الذي كان سائداً عند فرض حزمة التحكم والسيطرة بالتبادل الانتقائي .

٣- فرض نظام يقضي بمنع إعادة تصدير السندات والأوراق المالية إلى بلدان المنشأ لمدة عام ، وهي فترة ضرورية في ضوء عدم الاستقرار الذي كان يعصف بالأسواق المالية في البلاد. هذا الإجراء كان ضرورياً لمجابهة إمكانية تسبب الحملة العدائية التي شُنّت ضد ماليزيا عقب تطبيقها حزمة التحكم والسيطرة ، بحفز

(١) جمال المجايدة ، عرض ومناقشة كتاب مهاتير محمد ، الإسلام والأمة الإسلامية ، التجربة الماليزية - دروس وعبر للأمة الإسلامية . انظر الموقع الإلكتروني :

رؤوس الأموال قصيرة الأجل بمبالغ هائلة . هذا الإجراء نفسه تمّ استبداله عقب مرور ستة أشهر من تطبيقه ، بعد أن بدأ السوق يشهد نوعاً من الاستقرار ، بفرض ضريبة على رؤوس الأموال الجديدة ، ليتّم فيما بعد تخفيف هذه القيود الضريبية إلى الحد الأدنى ، وقصر جبايتها على حصص أرباح الأسهم في سوق الأوراق المالية .

٤- خفض الإنفاق الحكومي العام. وفتح الشركات والمؤسسات المراد خصصتها أمام الماليزيين وليس أمام الشركات الأجنبية ، وتقديم إعفاءات ضريبية مشجعة^(١).

" ومن المفارقات الملفتة للنظر أنه بانتهاء مدة سريان هذا الإجراء (١٢ شهراً) في سبتمبر ١٩٩٩ م ، لم تشهد ماليزيا تدفقاً يذكر لرؤوس الأموال ، ويبدو أن مفاهيم وتوجهات السوق قد شهدت تغيراً درامياً خلال الفترة الممتدة من سبتمبر ١٩٩٨ إلى الشهر نفسه من العام التالي . ومن الملفت للنظر أيضاً أن المستثمرين الأجانب كانوا سعداء جداً بزيادة القيمة السوقية لحصصهم في بورصة كوالالمبور خلال الفترة المذكورة آنفاً " ^(٢).

وكان الهدف الرئيسي من وراء تطبيق حزمة التحكم والسيطرة بالتبادل الانتقائي في سبتمبر ١٩٩٨ ، هو تمكين ماليزيا من بسط سيطرتها على اقتصادها بوقف هجمات المضاربين والمناورين في السوق لتغيير الأسعار ، بما يُمكن الماليزيين من تحديد مصير البلاد . هذه الحزمة من الإجراءات تمّ تصميمها بعناية فائقة ، واهتمت اهتماماً بالغاً بتفعيل وتعزيز الجوانب الايجابية من العولمة وطرح السلبي منها . بالنسبة للجوانب الإيجابية التي تم الإبقاء عليها وتعزيزها تضمنت الحرية التامة في القضايا المتصلة

(١) عبد الكريم هودي ، ماليزيا.. الخروج من الأزمة بعيداً عن الصندوق ، مرجع سابق .

(٢) مهاتير محمد ، التجربة الماليزية ، مرجع سابق .

بالتجارة الدولية والاستثمارات المباشرة الأجنبية. كما تمّ تثبيت النظام الليبرالي الذي ينظّم المبادلات التجارية والاستثمارات المباشرة الأجنبية ، على حاله من دون تغيير . أما الجوانب السلبية في العولة والتي تمّ التخلص منها فتشتمل على وقف الأسواق الخارجية للتجار بالرينجيت الماليزي ، وحرية تدفق التمويلات قصيرة الأجل ، والتي تسبب بحدوث عدم استقرار في اقتصاد البلاد بكل سهولة وبساطة . ومن هنا اتخذت هذه الحزمة صفة الانتقائية في التحكّم والسيطرة .

وما تزال الحكومة الماليزية متمسكة حتى الآن بتطبيق هذه الإجراءات ، وذلك لسببين^(١):

السبب الأول: لأنها كانت ناجعة في تحقيق الأهداف الاقتصادية المتوخاة منها، وخاصة في وقف تدهور قيمة العملة ، ووضع البلاد على طريق النمو والتقدم الاقتصادي من جديد ، فقد حفزت السياسات المالية والحوافز الضريبية التي طبقت خلال هذين العامين الطلب الداخلي، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع الاستهلاك الخاص والإنفاق الاستثماري.

السبب الثاني: فقد كان لمنع أي محاولات جديدة للمضاربة على العملة وتخفيض قيمتها، وهو ما أكدّه رئيس الوزراء الماليزي مهاتير محمد بقوله: إن الاقتصاد الماليزي ينتعش؛ لأننا نفرض قيوداً معينة، ولسنا متأكدين ما إذا كانت هجمات سَتَشْنُ على العملة إذا رفعنا هذه القيود".

ومما يؤكد نجاح الاقتصاد الماليزي في الخروج من الأزمة التي عصفت به الأرقام والإحصاءات المنشورة حول معدلات النمو في الناتج المحلي الإجمالي وارتفاع قيمة الصادرات وانخفاض الواردات، ومن ذلك ما أعلنته وكالة التصنيف الماليزية التي

(١) عبد الكريم حمودي ، ماليزيا..الخروج من الأزمة بعيداً عن الصندوق ، مرجع سابق .

تُعنى بمتابعة حركة النشاط الاقتصادي في ماليزيا في آخر تقرير لها بأنها تتوقع أن يصل حجم النمو في إجمالي الدخل القومي للبلاد خلال السنة الجارية ٢٠٠٠م إلى ٦,١٪ . وكانت وكالة التصنيف الماليزية قد أكدت في تقريرها للربع الأول من عام ٢٠٠٠م أن الاقتصاد الماليزي شهد أداءاً قوياً في أعقاب النمو الكبير في الإنتاج الصناعي مرفقاً بطلب مرتفع على الصادرات والواردات. وقالت الهيئة: إن نمو الواردات على الرغم من تجاوزه معدل نمو الصادرات أظهر أن الطلب الداخلي في طور الارتفاع ، مشيرة إلى أن هذا الأمر بالغ الأهمية؛ لأنه يضمن حدوث تعافٍ مستدام، وبشكل يمتص أي مخاطر قد يولدها التباطؤ الاقتصادي الأمريكي أو تتعرض لها الصادرات الماليزية . وتقول الإحصاءات الواردة في التقرير: إن الصادرات الماليزية نمت خلال عام ١٩٩٩م بنسبة ١٥٪ عما كانت عليه عام ١٩٩٨م فقد بلغت قيمة الصادرات هذا العام نحو ٨٤,٥ مليار دولار ، وهذه القيمة تمثل ٢٪ من إجمالي الصادرات الدولية ، أما قيمة الواردات فبلغت نحو ٦٥,٥ مليار دولار مشكلة ١,١٪ من إجمالي الواردات الدولية. وتشكل الصادرات الصناعية ٨٠٪ من الصادرات الماليزية، التي بلغت ١٩٩٨م نحو ٦١,٣ مليار دولار بزيادة ٣,٣٪ على عام ١٩٩٧م^(١).

نجاح ماليزيا ضربة لصندوق النقد:

المنهج الماليزي في الإصلاح الاقتصادي أثار مخاوف العديد من الخبراء؛ لأنه وجه ضربة كبيرة لمنهج صندوق النقد الدولي في الإصلاح الاقتصادي تماماً ، كما وجه ضربة لكثير من مفاهيم اقتصاد السوق السائدة أيضاً؛ ولذلك لم تتوقف تحذيرات عدد من المضاربين العالميين من نجاح التجربة الماليزية ، لما سيكون لها من انعكاسات على مستقبل الاقتصاد في الدول الأخرى التي قد تتعرض لأزمات مماثلة ، ولعل من أبرز

(١) المرجع السابق نفسه .

الذين حذروا من التجربة المالية المضارب اليهودي العالمي جورج سوروس ، واعتبرها تهديداً للاقتصاد الرأسمالي ومستقبل العولمة . ومن الجدير بالذكر أن سوروس هو الذي كانت مضارباته وراء انهيار العملة المالية وعدد من عملات جنوب شرق آسيا ، فعلى سبيل المثال تسببت نشاطاته في تايلاند في خسارة قدرها ٣٠ مليار دولار . كما أن سوروس يقف وراء العديد من انهيار العملات خلال العقد الأخير^(١).

خلاصة القول: إن التجربة الاقتصادية المالية في الإصلاح أثبتت نجاحها دون قروض خارجية أو صفات إصلاحية ، كما أكدت في الوقت نفسه أنه بإمكان الدول النامية إذا ما امتلكت ناصية قرارها السياسي المستقل أن تتحرك وتضمن مصالحها وتتلافى الكثير من الخسائر، وربما الكوارث التي قد تُجرُّ إليها .

المطلب الرابع : انهيار أسعار الأسهم الأمريكية في عامي ٢٠٠٠ و ٢٠٠١

شهدت البورصات الأمريكية ثلاث أزمات في مطلع القرن الحادي والعشرين ، الأزمة الأولى في شهر أبريل عام ٢٠٠٠ ، والأزمة الثانية في شهر مارس عام ٢٠٠١ ، أما الأزمة الثالثة فقد كانت نتيجة أحداث ١١ سبتمبر ٢٠٠١ . وفيما يلي عرض أبعاد هذه الأزمات :

١- انهيار أسعار الأسهم الأمريكية عام ٢٠٠٠ :

شهدت أسعار الأسهم الأمريكية تدهوراً شديداً في أبريل ٢٠٠٠ لم تشهده من قبل منذ أزمة ١٩٨٧ ، حيث تركّز الهبوط الحاد في أسهم ما يسمى (بالاقتصاد الجديد) ، أي أسهم شركات التكنولوجيا المتطورة . وعن بوادر وأسباب انهيار

(١) المرجع السابق نفسه .

البورصات الأمريكية وخسائرها وتأثيرها على البورصات العالمية ، فإنه يمكن استعراض أهم النقاط لتشخيص هذه الأزمة .

أسباب الأزمة :

تناول الكثير من خبراء الاستثمار والتحليل المالي بعض العوامل الرئيسية التي أدت إلى انهيار أسعار الأسهم الأمريكية وغيرها من الأسواق المالية العالمية في شهر أبريل ٢٠٠٠ ، وأهم هذه العوامل والأسباب الآتي :

١- المضاربات المفرطة والمبالغة الشديدة في أسعار الأسهم ، وبخاصة أسهم شركات التكنولوجيا والمعلوماتية ، بهدف جني أكبر قدر من الأرباح السريعة .

٢- الأخبار غير السارة عن نتائج أعمال بعض الشركات الكبيرة الرائدة بقطاع التكنولوجيا التي تم الإعلان عنها في شهر مارس ٢٠٠٠ .

٣- صدور قرار إحدى المحاكم الفدرالية في أول شهر أبريل ٢٠٠٠ بإدانة شركة مايكروسوفت بممارسة أنشطة احتكارية الأمر الذي فتح الباب أمام تعرضها لعقوبات قد تؤثر على مستقبلها ، وهو ما ألحق بها خسائر كبيرة وصلت إلى مليار دولار دفعة واحدة ، وأثر بشكل عام على أسعار الأسهم التكنولوجية في أسواق المال الأمريكية والأوروبية والآسيوية على حد سواء .

٤- تزامن الآثار السلبية الناتجة عن الحكم الصادر ضد شركة مايكروسوفت ، مع تقرير وزارة العمل الأمريكية الذي أظهر ارتفاع معدلات التضخم الاستهلاكي في الولايات المتحدة ٢٠٠٠ ، مما أدى إلى تفاقم الأوضاع في وول ستريت .

٢- انهيار أسعار الأسهم الأمريكية في مارس ٢٠٠١ :

امتداداً لما حدث في شهر أبريل عام ٢٠٠٠ ، فإن شهر مارس من عام ٢٠٠١

شهد نتائج مخيبة للآمال بشأن شركات الكمبيوتر وتراجع أرباحها ، والقلق من مستقبل سعر الفائدة الأمريكي . إن تزايد عدد شركات الكمبيوتر التي أعلنت عن انخفاض أرباحها ، إضافة إلى ارتفاع مستويات الاستهلاك قد أدى إلى انخفاض أسعار الأسهم الأمريكية إلى أقل من أدنى مستوى له خلال عامين نتيجة التدهور في أسعار أسهم التكنولوجيا في مارس ٢٠٠١ .

المبحث الثاني: بعض أزمات بورصات الأوراق المالية العربية

المطلب الأول: أزمة بورصة بيروت في منتصف الستينات

لقد تعرضت بورصة بيروت إلى أزمة في منتصف الستينات ، انعكست بوضوح على حجم التبادل في الردهة ، حيث تراجع حجم التعامل وتدهورت أسعار الأسهم. فقد عرفت البورصة أعلى حجم لمبادلاتها عام ١٩٦٤ (٨١ مليون ليرة لبنانية) والذي هبط ليصل إلى (٨ مليون ليرة لبنانية) عام ١٩٦٧ ، ثم إلى أدنى حجم لها عام ١٩٦٩ (١ مليون ليرة)^(١).

وترجع هذه الأزمة للأسباب التالية :

١- ضعف حماية المستثمر بسبب ضعف الرقابة والإعلام على الشركات حيث تمتنع بعض الشركات عن تقديم المعلومات إلى البورصة ، وتنشر فقط بيانات مقتضبة غير خاضعة لأية رقابة أو لأي تبويب موحد ، مما يصعب معه - في غياب النظام المحاسبي الموحد - إجراء أي دراسة أو تحليل كامل لوضع الشركات المساهمة في لبنان.

٢- شهدت البورصة خاصة في عام ١٩٦٣ حركة مضاربة على بعض الأسهم ، مما أدى إلى تخوف المستثمرين من الاستثمار في الأسهم اللبنانية ، وهذا ما دفع مصرف لبنان إلى القول في تقريره عام ١٩٦٦ " إنه مورست تلك المداورات المنحرفة بمطلق الحرية نظراً لانعدام أية رقابة فعالة على الشركات " .

(١) هشام البساط ، بورصات الأوراق المالية مع دراسة خاصة لبورصة بيروت ، بحث مقدم إلى برنامج إدارة المصارف نظمه اتحاد المصارف العربية بدعوة استضافة من البنك الشعبي المركزي بمدينة أفران بالمغرب ، خلال الفترة من ١٣ أكتوبر إلى ٧ نوفمبر ١٩٧٥ ، ص ٢٠٨ .

٣- الأحداث السياسية والعسكرية في المنطقة وزيادة حدة التضخم وانعكاساته السلبية على الاستثمار في البورصة ، سواء بالنسبة لتراجع حجم التعامل أو تدهور أسعار بعض الأسهم.

المطلب الثاني : أزمة سوق المناخ بالكويت عام ١٩٨٣

نشطت حركة التعامل في سوق الأوراق المالية بالكويت نتيجة للمضاربات الحادة خلال النصف الثاني من عام ١٩٧٦ ، ويعزى ارتفاع الأسعار والتداول إلى نمو سريع وكبير في السيولة المحلية ، وفي عام ١٩٧٧ عانى السوق من ضعف السيولة ، نتيجة امتصاص جزء كبير منها بواسطة الشركات العقارية ومعظم البنوك التي زادت رؤوس أموالها عن طريق طرح تلك الزيادات للاكتتاب العام ، الأمر الذي أدى في النهاية - ضمن عوامل أخرى - إلى حدوث الركود وانكماش التداول وانخفاض الأسعار ، وقد نجم عن هذا الموقف أزمة تطلبت تدخل الحكومة بإجراءات محددة ، منها وقف تأسيس شركات مساهمة جديدة ، وعدم السماح بزيادة رؤوس أموال الشركات القائمة إلا في أضيق الحدود . وقد انعكست هذه الإجراءات على مسلك المستثمرين أصحاب رأس المال الفائض في البحث عن قنوات أخرى لاستثمار هذا الفائض ، فكانت فكرة إنشاء شركات مساهمة خليجية مراكزها الرئيسية في بلدان الخليج المجاورة وبرؤوس أموال كويتية . وقد سمح لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي بالمساهمة في الشركات الخليجية ، كما سمح للمواطن العربي بالمساهمة في البعض منها ، وتم تأسيس معظم هذه الشركات خلال الفترة (١٩٧٩ - ١٩٨١) .

وبسبب عدم اعتراف الحكومة الكويتية بشرعية الشركات المساهمة الخليجية ، فقد تم إدراجها في سوق يسمى بالسوق غير الرسمية (الموازي) ، وهو ما يعرف بسوق المناخ . وفي يناير ١٩٨٣ بلغ عدد هذه الشركات ٤١ شركة موزعة حسب النشاط على

قطاعات اقتصادية مختلفة (بنوك ، شركات استثمار ، شركات تأمين ، شركات عقارية، شركات صناعية ، شركات خدمات) ، وقد بلغ رأسمالها المدفوع ما يعادل ١٠١ بليون دينار كويتي . وفي ظل غياب أي قيود على المعاملات داخل السوق ، فقد تزايد حجم التعامل فيها ووصل إلى معدلات خيالية . وأيضا شهدت السوق الرسمية (البورصة) رواجاً غير عادي ، حيث كانت البورصة الكويتية تعد - قبل أزمة سوق المناخ - أنشط ثامن بورصة في العالم من حيث التداول ، بسبب توفر فائض القدرة على التمويل وتحقيق مدخرات فردية مرتفعة في الاقتصاد الكويتي ، لم تجد منفذاً للاستثمار والمضاربة إلا في الأسهم لارتفاع العائد السريع عليها.

إلا أن أزمة المناخ خلال النصف الثاني من عام ١٩٨٢ قد عصفت بسوق الأوراق المالية الكويتية الرسمي (البورصة) والموازي (سوق المناخ) ، حيث تعتبر هذه الأزمة من أكبر الأزمات التي شهدتها الأسواق المالية العربية .

أسباب الأزمة :

سرت حمى تداول أسهم الشركات المساهمة الخليجية ، وما صاحب ذلك من مضاربات شديدة ، حيث تركز تداول أسهم تلك الشركات في سوق المناخ بالكويت . وقد ظهرت بوادر الأزمة عندما انحرف التعامل بالسوق إلى التعامل بالأجل - والذي في الأصل هو ممنوع - التي أخذت في الاتساع بشكل مبالغ فيه ، وتوقف العديد من المتعاملين عن دفع شيكاتهم المترتبة على المعاملات وعقود البيع الآجل التي تمت بشكل واسع .

وترجع أزمة سوق المناخ بالكويت لأسباب عديدة لعل أهمها الآتي :

١- مبالغة المتعاملين في البيع بالأجل وبأسعار فاقت قدراتهم المالية .

٢- توقف تدفق رؤوس الأموال إلى الكويت ، وقد صاحب ذلك خفض البنوك للقروض والتسهيلات الائتمانية ، وكذلك تناقص تدفق الأموال الحكومية إلى السوق، مما أدى إلى أزمة سيولة دفعت كثيراً من المضاربين إلى إعادة تحويل الشيكات المؤجلة المستحقة ، واستبدلوا بها شيكات مؤجلة جديدة ، ولكن بفوائد عالية بلغت في أحيان كثيرة ٣٠٠٪ من السعر السائد ، وفي بعض الأحيان تصل إلى ٥٠٠٪^(١) .

٣- تجاوز المضاربين الكبار حدودهم القصوى بسبب التعامل بالشيكات مؤجلة الدفع ، مما أدى بهم إلى إعلان عجزهم عن الوفاء بهذه الشيكات في مواعيد استحقاقها ، ومن ثم ظهور موجة من الهلع والمطالبة بالمستحقات ، مما كان له أكبر الأثر في انهيار نظام المبادلات وشبكة الالتزامات والاستحقاقات .

٤- قلة المعلومات المالية المتاحة عن نشاط الشركات ، وسوء استغلال المعلومات الداخلية من قبل بعض المتعاملين^(٢) .

٥- المضاربات الحادة التي لا تستند إلى أية معلومات حقيقية عن أوضاع الشركات ، ورغبة المتعاملين في جني الأرباح السريعة . فقد حدثت المضاربات على أسهم الشركات الخليجية قبل مزاولتها النشاط ، لذا أطلق عليها البعض (الشركات الورقية) ، والتي لم يكن لها نشاط سوى الانجراف وراء لعبة المضاربة في الأسهم .

(١) انظر : علي حسن الحمدان ، الكويت وأزمة سوق المناخ ، مرجع سابق ، ص ٣٣ . وجاسم المصف ، إمكانيات التعاون والتنسيق بين بورصات الأوراق المالية العربية ، بحث مقدم إلى ندوة الاستثمار ومعوقاته في بورصات الأوراق المالية العربية واتجاهاتها المستقبلية ، نظمها الاتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية ، الدار البيضاء ١٦-١٨ ديسمبر ١٩٨٦ ، ص ٨٢ .

(٢) صعق عبد الله الركيبي ، الإفصاح المالي في الكويت : نشأته وتطويره ، بحث مقدم إلى ندوة أهمية المعلومات والإفصاح عنها في البورصات المالية ، نظمها الاتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية ، القاهرة ، ١٥-١٧ نوفمبر ١٩٨٧ ، ص ٦-٧ .

نتائج أزمة سوق المناخ وآثارها :

يمكن توضيح النتائج والآثار التي ترتبت على أزمة سوق المناخ فيما يلي :

١- أدت الأزمة على صعيد السوق المحلي الكويتي إلى حالة من الشلل التام في الأسواق التجارية والمالية .

٢- هبوط أسعار الأسهم في السوق الرسمية (البورصة) وهبوطها بصورة أشد في سوق المناخ ، فقد تراجعت أسعار الأسهم الكويتية بشكل ملحوظ بين ٢٠٪ إلى ٤٠٪ ، أما التراجع في أسعار الأسهم الخليجية فكان أكثر من ذلك بكثير ، بلغت في بعض الأحيان انخفاضاً مقداره ٨٠٪^(١) .

٣- شهد السوق العقاري تدهوراً حاداً في الأسعار ، حيث اضطر بعض المضاربين إلى بيع عقاراتهم وفاء بالتزامات مالية مستحقة عليهم .

٤- دفعت الأزمة البعض إلى تحويل معظم أموالهم للخارج ، مما أدى إلى تفاقم مشكلة السيولة .

٥- إن تكوين العديد من الشركات الوهمية ، وانشغال قطاعات عديدة من المواطنين بالتعامل في أسهم هذه الشركات ، وابتعادهم عن الإسهام الفعال في الإنتاج الحقيقي ، قد أدى إلى حدوث أضرار بالإنتاج القومي للبلاد .

وتوجد آثار أخرى كثيرة لأزمة سوق المناخ ، منها الأضرار التي لحقت بالجانب الاجتماعي ، وترك بعض فئات المجتمع أعمالهم نتيجة تصفية بعض الشركات .

(١) أسامه الأنصاري ، التطورات المالية في سوق الكويت ، بحث مقدم إلى مؤتمر أسواق رأس المال في الدول العربية واقعها ومجالات تطويرها ، نظمه صندوق النقد العربي وعُقد في أبوظبي خلال الفترة ٤-٦ فبراير ١٩٨٤ ، أبوظبي ، صندوق النقد العربي ، يونيو ١٩٨٥ ، ص ١٢٩ .

احتواء ومعالجة الأزمة :

بعد مرور السوق بموجات شديدة من المضاربة و حدوث أزمة المناخ ، فقد صدر عدد من القوانين والقرارات تجاوز عددها ٢٠ مرسوماً وقراراً ، خلال الفترة التي أعيد فيها تنظيم السوق (١٩٨٣ - ١٩٨٦) ، وذلك لمعالجة المشاكل التي نجمت عن أزمة سوق المناخ ، وبذلك تكون الحكومة قد عملت على احتواء ومعالجة هذه الأزمة ، والاهتمام بحقوق صغار المستثمرين من خلال صندوق الضمان وحالت دون إفلاس الجميع .

وتم إغلاق سوق المناخ ابتداء من يوم ٣ نوفمبر ١٩٨٤ حيث تم إدراج غالبية الشركات غير الكويتية (الخليجية) التي لم تستوف شروط القبول في السوق الرسمية ، في سوق مواز خاضع لرقابة وإشراف السوق ، وذلك لضبط عمليات تداول أسهم هذه الشركات .

المطلب الثالث : أزمة البورصة المصرية عام ١٩٩٥ .

شهدت البورصة المصرية ارتفاعات كبيرة في أسعار الأسهم ، وقد سعت الهيئة العامة لسوق المال إلى إصلاح وتطوير نظم وأساليب الرقابة على التعامل في البورصة ، واتخذت أحياناً قرارات بوقف تداول بعض الأسهم بعد أن تأكدت أن ارتفاع أسعارها كان غير معقول وغير مبرر ، وبعد اقتناعها بأن الارتفاع الكبير في أسعار تلك الأسهم كان ناجماً عن مضاربات وليس عن أساسيات السوق . وقد أدى هذا الارتفاع مع تحديد سقف الارتفاع والانخفاض السعري اليومي (لا يتجاوز ٥٪) إلى نشوء سوق مواز لتداول الأسهم خارج مقصورة التعامل الرسمي ، هرباً مما يراه بعض السماسرة والمتعاملين من القيود السعرية ، نظراً لقلة المعروض من الأسهم ، وهو الأمر الذي يعوق المعاملات داخل البورصة .

فمع الصعود المطرد لأسعار الأسهم ، بدأت أعداد متزايدة من المتعاملين تعمل على تحويل مدخراتها من البنوك إلى الأوراق المالية ، حتى إن طرح إصدارات جديدة كان يجتذب أعداداً كبيرة من المستثمرين سعياً لشراء بضعة أسهم .

وبعد الارتفاعات الكبيرة في أسعار الأسهم خلال عام ١٩٩٤ ، فقد شهد عام ١٩٩٥ والنصف الأول من عام ١٩٩٦ انخفاضات في الأسعار ، مما أدى إلى أزمة في البورصة المصرية ، حيث ارتفاعات في أسعار الأسهم بصورة غير عادية ، ثم تدهور وهبوط في الأسعار وآثارها السلبية التي انعكست على المستثمرين والشركات وسوق المال والقطاعات الاقتصادية .

ومن أهم أسباب تدهور أسعار الأسهم ما يلي^(١) :

١- التسعير الخاطئ لأسهم شركات قطاع الأعمال العام ، حيث كان هناك مبالغة من الشركات القابضة في تقويم هذه الأسهم عند الطرح للبيع ، وتمت موافقة لجنة الأسعار بالبورصة على هذا التقويم رغم بعده كثيراً عن القيمة الحقيقية للسهم ، مما أدى إلى صعوبة تغطية الكمية المطروحة للبيع .

٢- تفتيت ملكية الأسهم التي وصلت في بعض الشركات إلى عشرة أسهم فأقل ، مما يؤدي إلى زيادة حجم التعامل بدون مبرر اقتصادي ، والتأثير على حركة التداول في البورصة وإعاقتها بسبب تخلص أصحاب الأسهم القليلة من أسهمهم للبيع^(٢) .

٣- عدم الإفصاح الكامل عن بيانات الشركات المطروحة أسهمها للبيع ، مما كان

(١) انظر: إبراهيم مختار، المتمردون يعطون ظهرهم للبورصة ... أسباب واستراتيجية، الأهرام الاقتصادي، العدد ١٣٩٢، ١١ سبتمبر ١٩٩٥، ص ١٨-١٩. ومحمد لطفي، انخفاض التداول للأسهم الاستثمارية

وعشرة أسباب، الأهرام الاقتصادي، العدد ١٣٩٢، ١١ سبتمبر ١٩٩٥، ص ٢٠-٢١.

(٢) سيد عيسى، مرجع سابق، ص ١٦.

له آثار سلبية في اتخاذ قرار الاستثمار ، سواء بعرض أسعار أعلى ، أو في حالات أخرى بعدم إعطاء التقدير الكافي للسهم لقصور المعلومات عن حقيقة أوضاع الشركة وخططها المستقبلية .

٤- عمليات المضاربة التي تستند أساساً إلى الاندفاع في التداول دون توفر المعلومات الكافية.

٥- الموافقة على إنشاء العديد من شركات السمسرة دون الاهتمام بجانب الخبرة والأمانة ، مما أدى إلى قيام بعض الشركات بتنفيذ عمليات مشبوهة ، والتزوير للحصول على أكبر عدد من أسهم الشركات المطروحة للبيع من قبل قطاع الأعمال العام ، وبالتالي سرعة التخلص منها، مما شكل ضغطاً في العرض واستتبع ذلك انخفاضاً في الأسعار .

٦- انخفاض عدد المتعاملين وعدم الإقبال على البورصة ، والإحجام عن الشراء حتى زاد العرض على الطلب ، وانخفضت الأسعار لأقل من القيمة الاسمية لبعض الشركات^(١).

المطلب الرابع: أزمة سوق الإمارات للأوراق المالية عام ١٩٩٨

شهدت سوق الأوراق المالية غير الرسمية في دولة الإمارات العربية المتحدة أزمة في صيف عام ١٩٩٨ ، وامتدت آثارها لعامي ١٩٩٩ و ٢٠٠٠ . وفي هذا الجزء يمكن التعرف على بؤادر هذه الأزمة وحجم خسائرها ، وأسبابها ، وكيف تمت معالجتها ؟

(١) ممدوح الولي ، الأسعار تواصل الانخفاض ، الأهرام الاقتصادي ، العدد ١٤٠٥ ، ١١ ديسمبر ١٩٩٥ ، ص ٣٩ .

بؤادر الأزمة وءءم الخسائر :

لقد كان تداول الأسهم في سوق الإمارات غير الرسمي ءلال عقد الثمانينات والنصف الأول من التسعينات ءكراً على مجموعة من ءءار الأسهم . وفي النصف الثاني من التسعينات شهد السوق زيادة عدد الشركات المساهمة ، وءءسن أداء ونتائج أعمال الشركات بصفة عامة ، وزيادة الوعي بالءعامل في الأسهم ، مما أدى إلى ءزايد عدد المسءءمرين والمضاربين في السوق ءيء انءعاش ءركة البيع والشراء، ومن ءم ءضاعف أسعار الأسهم^(١).

ونظراً لارتفاع مستويات الأسعار لجميع الأسهم بصورة مبالغ فيها نتيجة المضاربات فقد أدرك المسءءمرون والمءعاملون في السوق ذلك ، مما أدى إلى موءة بيع كبيرة لءني أكبر قدر من الأرباح ، فءءهورت أسعار الأسهم بشكل كبير نتيجة الركود الشديد وفقدان الثقة في السوق واستمرار ءالة الءراجع في الأسعار الءي اءءءت لفترة طويلة ، مما أدى إلى خسائر كبيرة للشركات المساهمة الءي يتم تداول أسهمها في السوق، ءيء وصل ءءم خسائر أسهم الشركات المساهمة بسوق الإمارات ٤٣,٥ مليار درهم من قيمءها السوقية ءلال الفترة من ١٣ سبءمبر ١٩٩٨ إلى نهاية ءيسمبر ٢٠٠٠ .

أسباب الأزمة :

ءرجع أزمات البورصات والأسواق المالية إلى أسباب وعوامل عديدة . ويمكن الءعرف على أهم أسباب أزمة سوق الإمارات للأوراق المالية عام ١٩٩٨ فيما يلي^(٢) :

-
- (١) بنك أبو ظبي الوطني ، النشرة الاقتصادية والمالية ، أعداد مءءلفة للسنوات (١٩٩٨-٢٠٠١) .
 - (٢) لمزيد من الءفاصيل . يراجع ءقرير ءءليلي عن هذه الأزمة لمصرف الإمارات المركزي وآراء مصرف الإمارات الصناعي وبعض المءللين الواردة في : غرفة ءءارة وصناعة أبو ظبي ، اقتصاد أبو ظبي ، السنة ٢٨ ، العدد ٣٢٧ ، سبءمبر ١٩٩٩ ، ص ١٤-٢١

١- توفر سيولة نقدية كبيرة تفوق الإمكانيات الاستثمارية التي طرحت من خلال الشركات المساهمة ، مما دفع الكثير من المستثمرين إلى توظيف جزء مهم من استثماراتهم في الشركات الجديدة ، التي تضاعفت قيمة أسهمها قبل أن تراول أنشطتها .

٢- المضاربات المفرطة التي خرجت عن السيطرة وانتقلت عدواها من مستثمر لآخر، ووقف وراءها مؤسسات مالية كبيرة ، الأمر الذي ترك آثاراً سلبية على سوق الأسهم بشكل عام ، وأضرت بدرجة كبيرة صغار المستثمرين .

٣- تأثر سوق الأسهم بالإمارات بالتطورات الإقليمية وحركة رؤوس الأموال في منطقة الخليج وشبه القارة الهندية ، فعدم وجود استقرار سياسي نتيجة التجارب النووية في كل من الهند وباكستان ، أدى إلى وصول رؤوس أموال كبيرة إلى الإمارات لاستثمارها في الأسهم ، والتي كان لها دور في المضاربات الشديدة في بداية صيف عام ١٩٩٨ .

٤- عدم توفر المعلومات عن أداء الشركات من مصادرها الصحيحة أدى إلى انتشار الشائعات التي أسهمت في زيادة المضاربات، وبالتالي اتخاذ القرارات الاستثمارية في الأسهم على أسس غير سليمة في كثير من الأوقات .

٥- انخفاض أسعار الفائدة بالبنوك لدى دولة الإمارات وخارجها ، والتي وصلت لمستوياتها الأدنى ، إضافة إلى تعرض أسواق الأوراق المالية بدول مجلس التعاون الخليجي لانخفاض ملحوظ في عام ١٩٩٨ ، وانهيار الأسواق المالية في دول جنوب شرق آسيا وروسيا وأمريكا اللاتينية ، مما أدى إلى اندفاع بعض المستثمرين الأجانب ودخولهم إلى سوق الأسهم بالإمارات عن طريق المواطنين والمحافظ الاستثمارية المشتركة .

٦- قيام شركات الوساطة في الأسهم باستغلال الوضع العام داخل وخارج دولة الإمارات ، ولجأت إلى تكثيف إعلاناتها في الصحف المحلية ، مما دفع المستثمرين والساعين لجني الأرباح السريعة إلى دخول السوق بأية وسيلة لتحقيق ثروات سريعة، خصوصاً وأن بعض المستثمرين تضاعفت قيمة استثماراتهم في الأسهم أكثر من مرة خلال عدة شهور عام ١٩٩٨ .

٧- عدم توفر الوعي الاستثماري لدى كثير من المتعاملين ، مما يجعل اتخاذ قرارات الاستثمار في الأسهم على أسس غير سليمة .

معالجة الأزمة :

لقد تأكد لكافة أطراف الأزمة أن ما حدث في السوق يرجع في الأساس إلى عدم تنظيم السوق ، وغياب القوانين والتشريعات التي تحكم وتسير عمله ، الأمر الذي يجعله دائماً عرضة لمثل هذه الأزمات والتقلبات ، لذا فقد سارعت السلطات في دولة الإمارات بتحريك قانون هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع ، وأعلنت كل من إمارتي دبي وأبو ظبي في عام ١٩٩٩ إنشاء بورصات منظمة لتداول الأوراق المالية باعتبار أن البورصة تمثل الحل والمخرج الأكثر فعالية للسوق مما يتعرض له ، وخضوعه لمزاجية المتعاملين وسيطرة الشائعات والمضاربات التي تحكم عمليات التداول .

وفي عام ٢٠٠٠ تم إنشاء هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع ، وافتتاح سوق دبي المالي وأبو ظبي للأوراق المالية ، ووضعت الهيئة الضوابط التشريعية لإدراج الشركات المساهمة والوسطاء والضوابط الأخرى التنظيمية . فقيام البورصة الرسمية يضمن سلامة المعاملات ودقتها ، والقضاء على المضاربات المفرطة والشائعات ، والطلبات والعروض الوهمية، وتحقيق السعر العادل والمناسب في

تداول الأوراق المالية، وضمان الإفصاح والشفافية من جانب الشركات والوسطاء ،
وإلى غير ذلك من عوامل تؤدي إلى تنظيم عمليات التداول ، والعمل على تلافى
أسباب تدهور أسعار الأوراق المالية .

المبحث الثالث : الأسباب العامة للأزمات الاقتصادية

١- العولمة الاقتصادية^(١):

تعني العولمة الاقتصادية نظاماً تجارياً عالمياً مفتوحاً تزول فيه العوائق أمام حركة السلع والبضائع والخدمات وعوامل الإنتاج خاصة رأس المال عبر الحدود الدولية وتغدو فيه التجارة الدولية الحرة والمتعددة الأطراف هي القاعدة ، وهذا يؤدي في النهاية إلى تكامل اقتصادي عالمي متزايد في أسواق السلع والخدمات ورأس المال^(٢)، وتتحول فيه قوى السوق العاتية إلى نظام اقتصادي عالمي تفرض فيه الشركات المتعدية الجنسية والمنظمات العالمية الحاكمة مثل البنك الدولي وصندوق النقد الدولي انسجاماً بل تطابقاً بين جميع الأقطار ومهما كانت مواقعها وتفصيلاتها^(٣) ، ويذهب الاقتصادي المعروف بول سوزي إلى أن العولمة هي صيرورة رأسمالية تاريخية يتحول فيها خط الإنتاج الرأسمالي من دائرة عولمة المبادلة والتوزيع والتسويق والتجارة إلى دائرة عولمة الإنتاج الرأسمالية ، مع عولمة رأس المال الإنتاجي وقوى وعلاقات الإنتاج الرأسمالية مما يقود إلى إخضاع العالم كله إلى النظام الرأسمالي تحت قيادة وهيمنة وتوجيه القوى الرأسمالية العالمية والمركزية وسيادة نظام التبادل الشامل والتميز لصالح الاقتصاديات الرأسمالية المتقدمة^(٤)، ففي عالم معولم ، ستندعم الحدود ويزول

(١) عبد الهادي الرفاعي وآخرون، العولمة وبعض الآثار الاجتماعية والاقتصادية الناجمة عنها، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد ٢٧، العدد ١، ٢٠٠٥ .

(٢) International Monetary Fund no 26 (Special Issue on the Fund) September 1994 ، p.1 .

(٣) William K. Tabb " Globalization is an Issue ، the Power of Capital is the Issue Monthly Review vole. 49 no .2 (June 1997) p .20.

(٤) عبد المنعم السيد علي العرب في مواجهة العولمة الاقتصادية بين التبعية والاحتواء والتكامل الاقتصادي العربي المستقبل العربي العدد ٢٩٠ ص ٤٥ .

التمييز بين الأسواق الوطنية المحلية والأسواق الأجنبية العالمية وستزيد الاندماجات والاستحواذات والتحالفات بين المشاريع المتنافسة بحجة تقليص التكاليف وزيادة الكفاءة الإنتاجية والتسويقية لكل منها ، ويعترف دعاة العولمة بأن عولمة الأعمال والتمويل ستؤدي إلى الحد بدرجة كبيرة من قدرة الحكومات الوطنية على رسم سياسات اقتصادية وطنية مستقلة وعلى إضعاف سيطرة الحكومات على اقتصادياتها.

والمراكز الرأسمالية القائدة لظاهرة العولمة تعمل على استثمار الجوانب الإيجابية للعولمة لصالحها بشكل تام وتعرقل ما تراه في غير مصلحتها كما في حالة انتقال الأيدي العاملة من بلدان أخرى واعتبارها أيدي عاملة غير مرغوب بها ويفترض إقامة الحواجز القانونية ضد حركتها نحو الداخل^(١).

٢- المضاربات المالية :

منذ أن فرضت العولمة المالية على الاقتصاد العالمي، وانعدمت القيود على حركة رؤوس الأموال، حدثت المضاربات المالية وتتابعت الأزمات، حيث انهارت البورصات عام ١٩٨٧، وتبعتها أزمات العملات الأوربية في أعوام ١٩٩٢-١٩٩٣ ثم الأزمة المكسيكية عام ١٩٩٤، فأزمات النمر الأسود عام ١٩٩٧ وأيضاً أزمات روسيا عام ١٩٩٨ ..

وهو ما أدى لموجات من إجراءات تحرير الاقتصاد وإلغاء القيود ومزيد من الخصخصة وازدياد الفقر والبطالة، مما أدى لإضعاف الهيئات النيابية الديمقراطية وتراجعت الحريات وفرضت قوانين متشددة على حركة العمال وتنقلاتهم ...

(١) كاظم حبيب ، العولمة الجديدة ، الطريق ، العدد الثالث ، السنة السابعة والخمسون ، ١٩٩٨ ص

وبالتالي أصبح المسيطر على المجال الصناعي والمالي هو شبكة من الشركات العملاقة - الشركات المتعددة الجنسيات - والتي لا تخضع لأي رقابة سياسية ديمقراطية ، وقد حولت كل شيء إلى سلعة ، بما في ذلك الرياضة والفن والثقافة بل والكائن البشري ذاته.

وقد أدى تحرير التحركات النقدية (العولة المالية) ابتداءً عام ١٩٧٤ إلى تسهيل وإعادة تدوير الأموال القذرة والناجمة عن تجارة المخدرات وتجارة السلاح وذلك عن طريق الإعفاء من الضرائب وسرية حسابات البنوك. وفي الوقت الذي تعمل فيه المؤسسات الإعلامية على إبراز قيم التعدد الثقافي واحترام الاختلاف والرغبة في العيش معاً فإن عولمتهم لا تؤدي إلا إلى إذكاء الخوف من الآخر وكراهيته والتعصب والكراهية وصراع الحضارات ، ولا يتورعون عن نهب النظام البيئي العالمي وحتى الفضلات الصناعية يتم التخلص منها بطريقة مربحة للقطاع الخاص وبدون تخلص فعلي منها^(١).

لقد أصبح بإمكاننا أن ندخل مع نظام العولة في مرحلة جديدة لم يسبق لها مثيل في التاريخ ألا وهي التمويل الدولي لاقتصاد المضاربات لقد بلغت الوسائل المالية التي طرحت في كافة الأسواق المالية للمضاربات على ما يزيد على / ٤٠٠٠٠ / مليار دولار أي ما يعادل عشرة أضعاف الدخل القومي لأمريكا لم يستخدم القائمون على نظام العولة إلا (٣٪) من الجنس البشري في الوقت الذي يمثلون فيه ما يزيد على (٩٥٪) من التجارة العالمية، لقد تشعبت وتداخلت ساحات الصراع ومجالاته وأهدافه وأدواته ووسائله في عصرنا على نحو بات التميز معه فائق الصعوبة، فالجوانب الاقتصادية والتجارية والمالية والعلمية والتكنولوجية والاستخباراتية

(١) عولة رأس المال، مرجع سابق، ص ٣٧.

والإعلامية والثقافية في الحروب والصراعات المعاصرة يتولاها مدنيون غالباً وتتفوق آثارها ونتائجها على ما ينجم عن المعارك العسكرية وتؤدي أضعاف ما تلحقه الأسلحة التقليدية من خسائر نأخذ مثلاً موجات التدمير الاقتصادي التي تم شنها ضد دول شرق آسيا وجنوب شرق آسيا في صيف ١٩٩٧، والتي تسببت في انهيار اقتصادي لإندونيسيا وأزمات كبيرة لماليزيا وتايلاند وكوريا الجنوبية والفلبين فقد كان صافي حجم الأموال التي تدخل الفلبين قبل حلول الأزمة حوالي (٩٣) مليار وتحول صافي الفيض إلى هروب (١٢) مليار دولار^(١)، وقد انعكست هذه الأزمات على الاقتصاد الياباني والروسي والعديد من الدول الأخرى، فقد اتهم مهاتير محمد، رئيس وزراء ماليزيا علناً في خطابه أمام مجلسي محافظي البنك الدولي وصندوق النقد الدولي في أيلول ١٩٩٧ في هونج كونج الملياردير اليهودي الأمريكي جورج سوروس ومعهد موري وشركات تسليف بالتواطؤ المبرمج المعتمد لتدمير اقتصاديات جنوب شرق آسيا^(٢).

٣. الانتقال من الاقتصاد الحقيقي إلى اقتصاد الفقاعة^(٣):

لم تعد سوق الأوراق المالية مجرد أدوات مساعدة يمكن للحكومات السيطرة عليها والتحكم بها ؛ لأن اللاعبين الجدد لا يعرفون الولاء للدولة أو الانتفاء سوى لبيئة تسمح بتعظيم الربح . ومصطلح اقتصاد الفقاعة أو البالون "The Bubble Economy" هو وصف لحالة تحدث عندما تتسبب المضاربة على

(١) عولمة رأس المال، مرجع سابق، ص ٣٧.

(٢) خير الدين عبد الرحمن، التداخل ما بين عسكري ومدني في حروب اليوم، الفكر السياسي، العدد ١٩، ٢٠٠٣، ص ٢٣٦.

(٣) <http://72.14.209.104/search?q=cache:PzIZbaofFpEJ:www.shom-ksa.com/showthread.php>.

سلعة ما في تزايد سعرها بطريقة تؤدي لتزايد المضاربة عليها، وقتها يبلغ سعر هذه السلعة مستويات خيالية ، في تشبيه انتفاخ البالون ، حتى يبلغ مرحلة ما يسمى بانفجار الفقاعة أو البالون (الانهيار) وحدوث هبوط حاد ومفاجئ في سعر هذه السلعة. كذلك يُقصد بهذا التعبير وصف بعض الاقتصادات التي تشهد رواجاً اقتصادياً كبيراً لفترات زمنية محدودة ، دون أن تستند إلى قاعدة إنتاجية متينة قادرة على توليد الدخل المنتظم والاستمرار في الرفاهة والرواج على أسس دائمة ومتواصلة .

يُنظر عامة إلى الفقاعات الاقتصادية على أنها ذات تأثير سلبي على حالة الاقتصاد، لأنها تسبب حدوث حالة التوزيع غير العادل للموارد ، في اتجاه استخدامات غير مثلى. بالإضافة لذلك الانهيار الذي يلي الفقاعة الاقتصادية يمكن له أن يدمر ويفني مقداراً كبيراً من الثروات ، ويتسبب في حالة من السقم الاقتصادي مثل ما حدث في الكساد العظيم عام ١٩٣٠ في الولايات المتحدة الأمريكية ، وفي اليابان عام ١٩٩٠ . ومن ضمن السمات السلبية الأخرى للفقاعات الاقتصادية تتمثل في صورة التأثير السلبي على معدلات إنفاق المستهلكين ، إذ ينفقون المزيد من الأموال لشراء سلع بأسعار مغالى فيها ، مثل سوق العقارات في إنجلترا وأسبانيا وبعض أجزاء من الولايات المتحدة الأمريكية ، إذ ينفق المستهلكون هناك المزيد من الأموال فقط لأنهم يشعرون أنهم أغنى مادياً .

خلال السنوات الأخيرة ، ساعد على ظهور "الفقاعات الاقتصادية" وتفاقمها في الكثير من البلدان العربية ، الميل نحو المضاربة في أسواق الأراضي والعقارات وبورصات الأوراق المالية ، ما نتج منه حصاد ما يسمى "الأرباح القدرية" **Windfall Profits** ، وهي الأرباح التي يتم جنيها من دون جهد مبذول أو إنتاج فعلي ملموس . وترتبط بذلك دورات إنفاق إضافية تؤدي إلى حدوث المزيد من الرواج الاستهلاكي الترفي ، الأمر الذي يغذي دورة جديدة من الإنفاق تساهم في

ازدهار اقتصاد الفقاعات . في النهاية يؤدي ذلك لتضخم أسعار بعض الأصول الاقتصادية نتيجة المضاربات المحمومة والتي تؤدي بدورها لحدوث طفرات متوالية في أسعار الأسهم والأراضي والعقارات ، دون الاستناد إلى أداء اقتصادي حقيقي .

وسبب حدوث مثل هذه الفقاعات محل خلاف كبير ، فالبعض يرى أن الفقاعات الاقتصادية ذات صلة وثيقة بالتضخم وبالتالي فأسباب التضخم هي ذات أسباب الفقاعات بدورها. والبعض الآخر يرى أن هناك ما يسمى " قيمة أساسية " لأي أصل من الأصول ، وأن الفقاعات تمثل الزيادة في القيمة الحالية فوق هذه القيمة الأساسية ، وأن القيمة الحالية يجب أن تنخفض في نهاية الأمر إلى القيمة الأساسية^(١).

٤- تحرير الأسواق المالية :

أجريت دراسة دولية شملت ١٠٢ أزمة مالية لـ ٢٠ بلداً" خلال العقدين الماضيين ، وقد توصلت هذه الدراسة إلى نتيجة أساسية مفادها أن أكثر بلدان العينة عرضة للأزمات هي تلك التي شهدت تحريراً واسعاً في أسواقها المالية ومؤسساتها المصرفية والتي أدت بدورها إلى أزمة العملات نظراً للعلاقة السببية بين الأزمة المصرفية وأزمة العملة مع المشاكل التي تواجه ميزان المدفوعات^(٢).

(١) خير الدين عبدالرحمن ، التداخل ما بين عسكري ومدني في حروب اليوم ، مرجع سابق ، ص ٢٣٦.

IMF Survey, Vol. 27, No. 2, Jan. 26, 1998 , P.21.

(٢)

الفصل الختامي

الآثار الإيجابية لسوق الأوراق المالية

يحتوي الفصل الختامي على مبحثين، هما :

المبحث الأول: بعض النماذج العملية لأسواق المال الإسلامية .

المبحث الثاني : تصور نظري لسوق مالية إسلامية .

الفصل الختامي

المبحث الأول : بعض النماذج العملية لأسواق المال الإسلامية

وفيه ثلاثة مطالب :

المطلب الأول : التجربة البحرينية .

المطلب الثاني : التجربة الماليزية .

المطلب الثالث : التجربة السودانية ؟

المطلب الأول : التجربة البحرينية ^(١)

بكل التأكيد تعتبر البحرين مركزاً مالياً كبيراً ومتطوراً ويكفي أن أكثر من ثلاثمائة مؤسسة مصرفية ومالية تعمل الآن بالبحرين ، ونذكر منها بنك البحرين الإسلامي كأول مصرف إسلامي وأنشئ عام ١٩٨٧ ، ومن بعد بدأ حجم ونشاط البنوك الإسلامية في البحرين والمؤسسات المالية وشركات التأمين الإسلامية في الانتشار ، بالإضافة إلى عدة صناديق استثمارية . وبدأت المصارف الإسلامية في التزايد إلى أن وصلت إلى ٢٧ مؤسسة إسلامية من بينها ٤ مصارف تجارية كبيرة .

وقد كانت وسائل وصيغ التمويل الإسلامي المتبعة في البحرين متنوعة تنوعاً كبيراً حيث نجد المربحة ، المضاربة ، المشاركة ، الإجارة (المنتهية بالتملك) ومربحة السلع ، والسلم والسلم الموازي ، والاستصناع ، والصكوك - وهذه ما تهمنا هنا في

(١) عصام الزين الماحي ، تقويم عمليات المصارف الإسلامية في أسواق الأوراق المالية المحلية والأجنبية وأسواق المعادن الثمينة ، الملتقي السنوي الإسلامي السابع ، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية ، معهد التدريب المالي والمصرفي التابع للأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ، عمان ، الأردن ، ٢٠٠٤ .

هذا الأمر - حيث إن عدة مشروعات قامت بالبحرين بنيت على فكرة الصناديق الاستثمارية وإصدارات صكوكها المختلفة، ويكفي أن عدة صناديق قد وصلت قيمة الواحد منها ٢٥ مليون دولار، ومما ساعد على رواج هذه الصكوك أنها قابلة للتداول بسوق البحرين للأوراق المالية ، كما أن قيام سوق المال الإسلامي العالمي بالبحرين وإنشاء ما يسمى بمركز إدارة السيولة المالية برأس مال بلغ ٢٠٠ مليون دولار أمريكي مدفوع بالكامل بواسطة بنك التنمية الإسلامي، وبيت التمويل الكويتي وبنك دبي الإسلامي ومصرف البحرين الإسلامي وذلك لأغراض تسهيل التمويل والحركة الاستثمارية بين البنوك الإسلامية ولتخلق وتطور مصدراً للتمويل القصير والمتوسط مدعوماً بالصكوك وغيرها من الأدوات التي يمكن إدراجها وتداولها في الأسواق علماً بأن هذه المؤسسة قد توقعت بأن تكون الاستثمارات القصيرة المنفقة في حدود ٢٥٪ إلى ٣٠٪ من إجمالي الأصول المقدرة بـ (٢٧٠) بليون دولار .

السوق المالية الإسلامية الدولية:

تأسست السوق المالية الإسلامية الدولية في البحرين عام ٢٠٠٢م^(١) بفضل الجهود المشتركة للمصارف المركزية في كل من البحرين وبروناي وإندونيسيا وماليزيا والسودان والبنك الإسلامي للتنمية (السعودية). وبعد مشاورات مكثفة مع الأطراف العاملة في هذا القطاع.

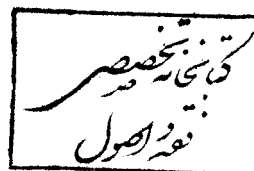
وهي ليست سوقاً بالمعنى المكاني ولكنها جهة لتنظيم وضبط العمل في السوق المالية الإسلامية بشكل عام فهي تشبه إلى حد ما هيئة سوق المال مثلاً . ولذلك فإن اختصاصاتها تتمثل إجمالاً فيما يلي^(٢) :

(١) انظر موقع السوق المالية الإسلامية الدولية www.iifm.net

(٢) محمد عبد الحليم ، أهمية السوق المالية الإسلامية الدولية ، مقالة على موقع فقه المصارف الإسلامية .

<http://www.badlah.com/page-91.html>

انظر:



١- المصادقة على الأدوات المالية المتداولة أو التي سيتم تداولها بين المؤسسات المالية الإسلامية والبنوك التقليدية والنوافذ الإسلامية في البنوك التقليدية، ومن خلال هذه المصادقة يمكن تقريب وجهات النظر بين الآراء الفقهية المختلفة مما يسهل قبولها وتداولها في أهم الأسواق المالية:

٢- تسعى السوق إلى إعداد اللوائح والضوابط للتعامل وفق مقتضيات السوق المالية الإسلامية.

٣- إعداد معايير موحدة عند إصدار الأدوات المالية الإسلامية أو عند تداولها يتبعها كل المشاركين في السوق المالية الإسلامية.

وظهرت السوق المالية الإسلامية الدولية كمؤسسة أخذت على عاتقها المساهمة في تطوير أسواق رأس المال والنقد الإسلامية. وبالتالي خلق السوق الثانوي للأدوات المالية الإسلامية. كما تركز السوق المالية الإسلامية الدولية على تطوير وتنميط هياكل الأدوات والعقود المالية وتطوير البنية التحتية ونظام الإدارة الإسلامي وإصدار الضوابط الإرشادية وتعزيز التعاون بين المؤسسات المالية الإسلامية في العالم. كما تنصب جهود السوق المالية الإسلامية الدولية على تطوير أسواق رأس المال الأولية والثانوية والأسواق المالية قصيرة الأجل وخلق سوق للأدوات المالية الإسلامية^(١). ومن أبرز إنجازاتها اتخاذ مبادرات لتطوير الأطر العامة للعقود الخاصة بتطوير السوق النقدي وسوق رأس المال .

وتتكون إدارة السوق المالية الإسلامية الدولية من لجتين أساسيتين هما ^(٢):

(١) الموقع العالمي للاقتصاد الإسلامي :

<http://isegs.com/forum/archive/index.php?t-491.html>

(٢) سامر مظهر قنطقجي، مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية، ٢٠٠٦،

www.kantakji.org

"اللجنة الشرعية" التي تضم في عضويتها مفكرين إسلاميين متخصصين بقضايا الاقتصاد وتختص بتقرير مدى انسجام الأدوات الاستثمارية مع مبادئ الشريعة الإسلامية ، ولجنة أخرى للتطوير والدراسات ورئيس تنفيذي .

أعضاء السوق المالية الإسلامية الدولية:

الأعضاء المؤسسون للسوق هم: البنك الإسلامي للتنمية، مؤسسة نقد البحرين، بنك إندونيسيا، ليوان أفشور فانيشال سيرفس كممثل للبنك المركزي بماليزيا، بنك السودان ، ووزارة المالية بسلطنة بروناي، وانضمت إليها بعد ذلك عدة بنوك إسلامية وبعض الشركات ومن لهم بصلة بالمؤسسات المالية الإسلامية بعد أن وافق مجلس إدارة السوق المالية الإسلامية الدولية في ختام اجتماعه الأخير في ليوان بماليزيا على قبول عدد من الأعضاء الجدد، وذلك بعد الشروع في حملة العضوية للسوق المالية الإسلامية الدولية والتي بدأت قبل شهرين، وبلغ عدد الأعضاء حتى الآن ٢٥ مؤسسة مثل بنك أبو ظبي الإسلامي وبيت التمويل الكويتي والبنك الإسلامي الأردني وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، ودوناي بوما المحدودة ببريطانيا، ومكتب المحاسبة العالمي أرنست ويونج ، والباب مفتوح لقبول أعضاء جدد^(١). وهؤلاء الأعضاء منهم أعضاء مؤسسون ، ومنهم أعضاء كاملي العضوية ، ومنهم أعضاء فقط ، إضافة إلى مراقبين^(٢). وقد عبرت عدة مؤسسات مالية أخرى رغبتها في الانضمام للسوق المالية الإسلامية الدولية بصفة عضو أو بصفة مراقب^(٣).

وتنصب الجهود إلى جذب كل المؤسسات ذات العلاقة خصوصاً المؤسسات

(١) محمد عبد الحليم ، أهمية السوق المالية الإسلامية الدولية ، مرجع سابق .

(٢) موقع السوق المالية الإسلامية الدولية www.iifm.net

(٣) سامر قنطقجي ، مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية ، مرجع سابق .

المالية الإسلامية المهتمة بمسائل تطوير سوق الأوراق المالية إلى هذه السوق . لأن الخبرة والمعرفة التي يتمتع أعضاء المنظمة الدولية لهيئات الأسواق المالية تمثل رصيداً يمكن للسوق المالية الإسلامية الدولية الاستفادة منه لتحقيق أهدافها في تطوير سوق المال الإسلامي خاصة وأن أعضاء المنظمة الدولية لهيئات الأسواق المالية يعملون على تطبيق معايير قانونية عالية من أجل سوق متوازنة وفاعلة ^(١) .

مهام السوق المالية الإسلامية الدولية ^(٢):

- ١ - تحقيق رؤية السوق بتحفيز البنيتين التحتيتين التجاريتين الداخلية والدولية.
- ٢ - ابتكار منتجات وتدفق المعلومات بقوة بمعايير ومحددات دقيقة وشفافة ومضبوطة.

٣- تأمين القبول والتكامل المتوافق مع اتجاهات الأسواق.

أهداف السوق المالية الإسلامية الدولية ^(٣):

- ١ - إن الهدف المبدئي للسوق المالية الإسلامية الدولية هو تأسيس وتطوير وتنظيم سوق مالية دولية تركز على أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.
- ٢ - إنشاء بيئة العمل التي ستشجع كلاً من المؤسسات المالية الإسلامية وغير الإسلامية لتشارك بفاعلية في السوق الثانوية.
- ٣ - تحسين إطار العمل التعاوني بين المؤسسات المالية الإسلامية عالمياً.

(١) تصريح عبد الرئيس عبد المجيد المدير التنفيذي للسوق المالية الإسلامية الدولية عن موقع المجلس العام للمؤسسات المالية الإسلامية .

(٢) موقع السوق المالية الإسلامية الدولية www.iifm.net

(٣) نفس المصدر السابق .

٤- تنسيق وتحسين السوق بتحديد الخطوط العامة لمصدري القرار، وتسويق المنتجات والأدوات المالية الإسلامية.

٥- السعي لإنشاء البيئة التي ستشجع كلاً من المؤسسات المالية الإسلامية وغير الإسلامية لتشارك بفاعلية في السوق.

٦- العمل على تحسين إطار العمل التعاوني بين البلدان الإسلامية ومؤسساتها المالية.

كيف تعمل السوق المالية الإسلامية الدولية^(١) ؟

إن الوجه الإسلامي لهذه السوق والذي يميزها عن السوق العادية أو التقليدية التزامها في كل عناصرها بأحكام وقيم وتوجيهات الإسلام كما يتضح من التحليل التالي:

أ- من حيث البضاعة (الأوراق المالية) المتداولة في هذه السوق فهي ما يلي:

١- الأسهم : حسب الضوابط التي ذكرناها في المبحث الأول فكل أسهم الشركات أياً كان نوع النشاط يمكن قبوله في السوق المالية الإسلامية ما عدا الأسهم المحرمة، أي: التي تعتمد على شركات تتعامل بالمحرمات أو بأساليب محرمة شرعاً.

٢- صكوك الإجارة : وهي تطرح لجمع مبلغ كبير لشراء عين وتأجيرها تأجيراً تشغيلياً أو منتهياً بالتملك لجهة ما ، ويوزع عائد أقساط الإجارة على حملة الصكوك، مع ردّ جزء من قيمة العين إن كان تأجيراً منتهياً بالتملك ، ويتم تداول هذه الصكوك في الأسواق المالية الإسلامية لأن حامل الصك يملك الجزء الذي يمثله الصك في العين المؤجرة . وميزة هذه الصكوك أنها تغلّ لحاملها عائداً ثابتاً هو نصيبه في أقساط

(١) محمد عبد الحليم ، أهمية السوق المالية الإسلامية الدولية ، مرجع سابق .

الإجارة ، وبالتالي ففيها غناء عن السندات ذات الفوائد الربوية التي تتميز بوجود عائد ثابت محدد مقدماً .

وتم إدراج صكوك التأجير الإسلامية الحكومية (الإصدار الثالث) والتي أصدرتها مؤسسة نقد البحرين في شهر أغسطس عام ٢٠٠٢م في سوق البحرين للأوراق المالية . وقد قامت مؤسسة نقد البحرين بالنيابة عن حكومة مملكة البحرين بإصدار هذه الصكوك بمبلغ إجمالي قدره ٨٠ مليون دولار أمريكي، وذلك بهدف إيجاد بدائل وآفاق استثمارية جديدة تلائم متطلبات العمل المصرفي الإسلامي ، ولمساعدة المؤسسات المالية الإسلامية في إدارة سيولتها واستغلالها على الوجه الأمثل^(١).

٣- صكوك المشاركة : (سواء كانت ثابتة أو متناقصة) وتطرح لجمع مبلغ من المال يمثل حصته في رأس مال الشركة (مثل الأسهم) ولكن تختلف عنها في كونها مؤقتة بمشروع معين أو مدة معينة ، ولحامل الصك الحق في ملكية جزء شاسع من صافي أصول الشركة وحق في الربح الذي يتحقق ، ويمكن تداولها بقيمة سوقية معبرة عن التغيرات التي تحدث في قيمة أصول المشاركة ومعدل الربح الموزع .

وقد طرحت صكوك المشاركة الإسلامية لمشروع (لاجون سيتي) ، الذي يعتبر من المشاريع العقارية السكنية والتجارية المتميزة . وتم فتح باب الاكتتاب للمستثمرين في هذه الصكوك التي تم طرحها بتاريخ ٤ ديسمبر (كانون الأول) ٢٠٠٦ خلال فترة الأسبوعين القادمين^(٢) .

(١) مصرف البحرين المركزي ، انظر الموقع :

<http://209.85.165.104/search?q=cache:dHWfPIltQWIJ:www.bma.gov.bh/cmsrule/index.jsp>.

(٢) جريدة العرب والشرق الأوسط ، لندن ، تاريخ النشر ٥ / ١٢ / ٢٠٠٦م . انظر الموقع : <http://isegs.com/forum/archive/index.php?t-173.html>

٤- صكوك المضاربة : وهي مثل صكوك المشاركة والاختلاف فيها أن حملة صكوك المضاربة يحصلون على جزء من الربح ، والمضارب (مدير العملية) يحصل على جزء، أما الخسارة العادية التي لم يتسبب فيها مدير المضاربة فيتحملها حملة الصكوك .

٥- صكوك المربحة: وتطرح لجمع مبلغ لتمويل عملية شراء سلعة وبيعها لعميل بتكلفة الشراء زائد ربحاً يتفق عليه عند عقد البيع، ويكون لحملة الصكوك الحق في المبالغ المحصلة من العميل كاسترداد أو إطفاء لصكوكهم إضافة إلى الربح المحدد في العقد، وهذه لا يمكن تداولها لأنها دين الصك الذي عليه بالقيمة الاسمية.

وفيا يتعلق بصكوك المربحة قال بنك اركايتا للاستثمار في الأسهم ، ومقره البحرين إنه يتوقع بيع ما تزيد قيمته على ٥٠٠ مليون دولار من السندات الإسلامية "الصكوك" في اكتتاب يغلق يوم ١١ أبريل/ نيسان ٢٠٠٧م . وستستخدم الأموال التي سيتم جمعها من صكوك المربحة في إعادة تمويل الدين القائم وأعمال تمويلية عامة^(١).

٦- صكوك السلم : تطرح لجمع مبلغ لتسليمه إلى مورد لشراء سلعة منه تسلم بعد مدة ويكون حق حامل الصك مؤجلاً إلى حين استلام السلع وبيعها، فتصفي الصكوك بالحصول على المبلغ الأصلي زائد الربح من بيع السلعة ، وهذه لا يجوز تداولها لأنه لا يجوز بيع السلم قبل قبضه من ناحية ولأنها تمثل ديناً وتداول الديون له ضوابط لا يتيسر معه تداول الصكوك . وقد أعلن مصرف البحرين المركزي بأنه تم تغطية الإصدار رقم ٦٩ من صكوك السلم الحكومية الشهرية التي يصدرها

(١) منتديات شبكة الأسهم القطرية ، انظر الموقع :

<http://www.qatarshares.com/vb/archive/index.php/t-95522.html>

«المركزي» نيابة عن الحكومة . وتبلغ قيمة هذا الإصدار ١٦ مليون دولار^(١) .

٧- صكوك الاستصناع : وتطرح لجمع مبلغ لإنشاء مبنى أو صناعة آلة أو مُعدّات مطلوبة من مؤسسة معينة بمبلغ يزيد عن المبلغ اللازم لصناعتها، وحقوق حملة الصكوك تتمثل فيما دفعوه ثمناً لهذه الصكوك إضافة إلى الربح الذي يمثل الفرق بين تكلفة الصناعة وثمان البيع، وهذه لا يجوز تداولها مثل السلم .

ومن الجدير بالذكر أنه يمكن اشتقاق صكوك أخرى من هذه الصكوك بتعديل في بعض شروط الإصدار .

وفيما يتعلق بحجم التداول في الصكوك الإسلامية المصدرة ؛ فقد قدر محافظ مؤسسة نقد البحرين (البنك المركزي) رشيد المعراج، بحسب ما نشرت جريدة "الشرق الأوسط" اللندنية بتاريخ ١٧/٥/٢٠٠٥م حجم الصكوك الإسلامية المصدرة خلال عام ٢٠٠٦م بما يقارب ١٠ مليارات دولار ، وأضاف أنه في عام ٢٠٠٤م قد زادت استثمارات الصكوك ثلاثة أضعاف فوصلت إلى ٦,٧ مليار دولار ، معتبراً أن أسواق الصكوك قد أخذت في الانتعاش والنضوج مع زيادة مؤشرات النجاح .

من جانبه، توقع الأمين العام للمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية عز الدين خوجة أن تجتذب البنوك الإسلامية ما بين ٤٠ ٪ و ٥٠ ٪ من المدخرات الإسلامية العالمية خلال الأعوام العشر المقبلة ، مدلاً على ذلك بحجم الودائع الإسلامية في حساب الاستثمارات الخليجية التي تضاعفت أكثر من مرتين ونصف

(١) جريدة الوقت، العدد ٣٤٣، بتاريخ ٢٩ يناير ٢٠٠٧ . انظر الموقع :

<http://64.233.169.104/search?q=cache:eFmE7R-C0f4J:www.alwaqt.com/art.php>

المرّة خلال السنوات الخمس الأخيرة.

وأوضح أن الاستثمار في الصكوك الإسلامية غير مقصور على المسلمين فقط، بل يمكن لغير المسلمين الاكتتاب فيها، مشيراً إلى أن رواج الصكوك الإسلامية لا يقتصر على البلاد الإسلامية فقط، حيث لاقت إقبالاً في البلاد الأوروبية^(١).

وهكذا يتضح أن السوق المالية الإسلامية تتميز عن السوق المالية العادية بوفرة البضاعة وتنوعها، فليست مقصورة على الأسهم والسندات فقط وإنما على أنواع عدة إضافة إلى أن البضاعة فيها تعبر عن أموال مستمرة في اقتصاد حقيقي وليست بضاعة مفترضة مثل المشتقات والمؤشرات.

ب- من حيث المتعاملون:

في البداية فإن عمل الشركات العاملة في الأوراق المالية جائر شرعاً، وبالتالي يوجد بالسوق الإسلامية السماسرة، وشركات الاكتتاب والتغطية والمقاصة وغيرها. ومن جانب آخر فإن التعامل في السوق المالية الإسلامية ليس مقصوراً فقط على المؤسسات المالية والإسلامية، ولكن يتعامل فيها المؤسسات الأخرى التقليدية بل غير المسلمين، فعلى سبيل المثال فإن البنك الإسلامي للتنمية أصدر صكوك إجارة عام ٢٠٠٣ بمبلغ ٤٠٠ مليون دولار وطرحها للاكتتاب العام ومع أن العملية تمثل إصداراً إسلامياً إلا أنها جذبت مشترين من مؤسسات تقليدية اكتتبت في حوالي ٧٠٪ من الإصدار ومنها بنوك مركزية من دول عديدة اكتتبت في حوالي ٤٠٪ من الـ ٧٠٪^(٢).

(١) جريدة المدى، الحدث الاقتصادي. انظر الموقع:

http://64.233.169.104/search?q=cache:PPnHSA_xlm0J:www.almadapaper.com/sub/05-392/p19.htm

(٢) المصدر السابق نفسه.

جـ- من حيث أساليب وصور التعامل:

إن التعامل في السوق الإسلامية يتم وفقاً للأحكام الشرعية ، وبالتالي تم الالتزام في إصدار الأوراق المالية والصكوك بالأحكام المنظمة للعقود الشرعية المؤسسة عليها مثل عقد المراجعة والمشاركة والمضاربة والسلم والاستصناع ، كما يتم الالتزام في تداولها بالأحكام والقيم الإسلامية وبصور البيع المقبولة شرعاً ، وبالتالي فلا يوجد فيها تعامل بالمشتقات حسبما يجري العمل في السوق التقليدية ، ولا بالمستقبلات بالصورة التي تتم بل بطريقة بيع السلم ، ولا الشراء بالهامش أو البيع على المكشوف ، وبالجمله فكل ما ذكرناه من أساليب وصور التعامل التي تجرى في الأسواق التقليدية وأشرنا إلى عدم جوازها شرعاً لا يتم التعامل بها ، ومع الأخذ في الاعتبار الالتزام بالقيم الإسلامية الخاصة بالصدق والأمانة وعدم الغش والتدليس .

الخدمات والمبادرات :

وفقاً للمادة الثانية من قرار تأسيس السوق المالية الإسلامية الدولية، إن الهدف المبدئي للهيئة سيكون: تأسيس وتطوير وتنظيم سوق مالية دولية مرتكزة على المبادئ والقواعد الشرعية الإسلامية . الخدمات والمبادرات المقدمة في الوقت الذي أنشئت فيه السوق كالخدمات الجديدة المقدمة من قبل السوق ستكون حسب حاجة السوق وعليها أن تحقق قيمة مضافة للشركاء في السوق بالإضافة إلى الهدف النهائي للتأسيس وهو تقوية (دعم) رأس المال الإسلامي والسوق النقدي^(١).

إن الموافقة الشرعية تعزز الخدمة الأولية للسوق المالية الإسلامية الدولية، وتتيح الفرصة أمام المؤسسات المالية الإسلامية والمصارف التقليدية ذات الفروع أو النوافذ الإسلامية ومدراء الصناديق الإسلامية.. إلخ لتحسين الخدمات والأدوات

(١) موقع السوق المالية الإسلامية الدولية www.iifm.net

المالية الإسلامية، الموجودة والجديدة، سواء كانت قيد التسويق أو سيتم تسويقها .
إن تعدد التفسير للقضايا الشرعية الجدلية بين الدارسين قد يسد الثغرة.

إن إيجابيات هذه المبادرة ذات طبيعة طويلة الأجل ومنفعة حقيقية يمكن تحقيقها حالما تتطور السوق الثانوية للأدوات الإسلامية ويبدأ التبادل البيني للمنتجات الإسلامية بالحدوث.

مركز إدارة السيولة المالية:

مركز إدارة السيولة هو شركة مساهمة بحرينية تأسست في ٢٠٠٢م ، وحصلت على ترخيص كمصرف استثمار إسلامي وتهدف إلى تمكين المؤسسات المالية الإسلامية من إدارة سيولتها من خلال استثمارات قصيرة ومتوسطة الأجل وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية، ومعالجة مشكلة زيادة أو نقص السيولة لدى تلك المؤسسات باستخدام صكوك الاستثمار وتشجيع التعامل مع مركز إدارة السيولة . كما يساهم المركز في إعداد خطط استراتيجية لإدارة السيولة والموازنة بين موارد البنوك مع السيولة واستخداماتها.

تمثل مخاطر السيولة في عدم مقدرة منشأة ما على تلبية متطلبات التمويل الخاصة بها. وتحدث مخاطر السيولة عند وجود اضطراب في السوق أو عند انخفاض مستوى الائتمان مما يؤدي إلى تقليص في بعض مصادر التمويل المتوفرة . ويهدف مركز إدارة السيولة المالية إلى التقليل من هذه المخاطر ، لذلك يعد أحد المساهمين بفاعلية في سوق الإصدارات الأولية للصكوك وذلك من خلال ترتيب هذه الإصدارات أو العمل كمستشار، كما يعمل المركز على تأسيس السوق الثانوية لتداول الأدوات الاستثمارية والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية للمدد القصيرة الأجل . فالمركز يمتلك القدرة المهنية لترتيب أدوات استثمارية متوافقة والشريعة

الإسلامية ولمدد زمنية مختلفة^(١).

أطلق مركز إدارة السيولة المالية في البحرين في تشرين أول/ أكتوبر ٢٠٠٥ موقعه على شبكة الإنترنت^(٢) الذي يعنى بتسجيل ورصد حركة العرض والطلب على الصكوك، وذلك للمساهمة في خلق وتأسيس سوق ثانوية نشطة خاصة بالصكوك (السندات الإسلامية) ولدفع عجلة تطوير قطاع الصيرفة الإسلامية لتطوير وتوسعة السوقين الأولية والثانوية بغية تنمية السوق المالية الإسلامية .

إن خدمة تسجيل العرض والطلب للصكوك سوف تتم ضمن الموقع الالكتروني الرسمي للمركز وهي خدمة مجانية، وسيتم عرض جميع نتائج التسجيل عبر بوابة خاصة في الموقع ومتوفرة لجميع متصفحي الموقع ، وسيعرض مؤشرات أسعار مجموعة منتقاة من الصكوك يساعد مركز إدارة السيولة المالية البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية بإصدار صكوكها كما فعل مع (بنك الاستثمار الإسلامي الأول) بطرح أول إصدار له من الصكوك الإسلامية (سندات) بقيمة ٧٥ مليون يورو ، والذي عرف باسم " يورو فرسان " مشيراً إلى أن الاكتتاب في الصكوك فاق التوقعات بقيمة ٢٥ مليون يورو ، خاصة فيما يتعلق بكونها صكوكاً إسلامية توافق أحكام التشريع^(٣).

(١) سامر قنطقجي ، مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية ، مرجع سابق .

(٢) www.lmcbahrain.com

(٣) سامر قنطقجي ، مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية ، مرجع سابق .

المطلب الثاني: التجربة الماليزية^(١):

فطنت الحكومة الماليزية إلى أن من أهم عوامل نجاح تجربة المصارف الإسلامية هو قدرة هذه المؤسسات الإسلامية على إدارة سيولتها إدارة فعالة ، فأنشأت أول سوق مالية إسلامية لاستثمار السيولة لدى المؤسسات المالية الإسلامية ، كما ابتكرت نظاماً للمصارف الإسلامية يعرف بـ "inter-bank" ، يتم بموجبه الإيداع بين البنوك الإسلامية وبينها وبين البنك المركزي ، ويتم هذا الإيداع بطريقتين : الأولى عن طريق المتاجرة في الأوراق المالية، والثانية عن طريق المضاربة^(٢).

وتعتبر ماليزيا الدولة الأولى من حيث إصدار الصكوك الإسلامية، حيث أصدرت العديد من الصكوك لتمويل البنى التحتية للدولة والشركات التابعة لها في سبيل تعزيز هذه الأداة في الأسواق المالية، كما أن ماليزيا عضو مؤسس في الكثير من المؤسسات والمراكز التي تخدم هذه الصناعة، ومنها على سبيل المثال مجلس الخدمات المالية الإسلامية ومقره كوالالمبور وهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ومقرها البحرين^(٣).

إن التجربة الماليزية الخاصة بالمصارف الإسلامية والأدوات الإسلامية المستخدمة في أسواق المال في تطور مستمر من حيث الهياكل التنظيمية نجدها في ماليزيا تقريباً

(١) عصام الزين الماحي ، تقويم عمليات المصارف الإسلامية في أسواق الأوراق المالية المحلية والأجنبية وأسواق المعادن الثمينة ، مرجع سابق .

(٢) لاحم حمد الناصر، مقالة في جريدة "الشرق الأوسط" اللندنية، بتاريخ ١٣ فبراير ٢٠٠٧م. انظر الموقع :

<http://www.alaswaq.net/views/2007/02/13/6037.html>

(٣) عصام الزين الماحي ، تقييم عمليات المصارف الإسلامية في أسواق الأوراق المالية المحلية والأجنبية وأسواق المعادن الثمينة ، مرجع سابق .

مكتملة مقارنة بالدول الأخرى وكل ذلك قد تحقق عبر الخبرات والمهارات التي اكتسبها الماليزيون في مجال المصارف الإسلامية وأسواق المال الإسلامية حيث تم إنشاء العديد من الصناديق الاستثمارية الضخمة حيث تعتبر التجربة الماليزية في الأوراق المالية هي الوحيدة التي عبرت الحدود إلى أسواق مالية خارجية بنسبة تراوحت بين ١٢٪ - ١٥٪ ، ويكفي أن أصول المصارف الإسلامية في الاستثمارات المختلفة بلغت ٦٠٢ بليون دولار وأن حجم الصكوك الإسلامية موزعة في ٦ أقطار بلغت ٢٥ بليون دولار وأن حجم الصناديق الاستثمارية الإسلامية المشتركة بلغت ٣٠٣ بليون دولار في أكثر من ١١٠ صناديق. وتجربة سوق المال الماليزية من حيث الحجم تعتبر كبيرة للغاية، وإن المصارف الإسلامية الماليزية تساهم فيها بنسبة عالية تصل إلى أكثر من ٢٥٪ ، وكما هو واضح فإن الأدوات المالية المستخدمة هي صكوك الصناديق الاستثمارية المتنوعة وهي نفس الصيغ الإسلامية التي نجدها في كل من الدول الإسلامية الأخرى (مرابحة .. مشاركة .. مضاربة ... الخ) .

ولعل من المفارقات في التجربة الماليزية هو الإقبال على الإيداع والاستثمار في المصارف الإسلامية من قبل غير المسلمين من المواطنين الماليزيين، حيث تبلغ نسبة إيداعاتهم ٢٥٪ من مجمل الإيداعات في البنوك الإسلامية، والحقيقة أنني من المعجبين بهذه الجهود الجبارة التي تبذلها الحكومة الماليزية في سبيل تطوير هذه التجربة والارتقاء بها وسعيها الدؤوب للريادة فيها وإعادة النظر في أنظمتها وقوانينها وتحديثها كل ما دعت الحاجة، لذلك .

لكن هذه التجربة خالفت في بعض أدواتها المالية ما استقر عليه رأي جمهور علماء المسلمين ممثلاً فيما صدر عن المجامع الفقهية من قرارات، مثل بيع العينة وبيع الوفاء وبيع الديون وغرامات التأخير، مما جعلها غير مقبولة عند عامة المسلمين خارج ماليزيا، وبالتالي حال بينها وبين الاستفادة من العمق التاريخي لهذه الصناعة وهو

العالم العربي وسوف أتحديث بمشيئة الله تعالى في الأسبوع القادم عن هذه الأدوات وبيان الحكم الشرعي لها^(١).

المطلب الثالث : التجربة السودانية

يعد السودان أول دولة مسلمة عملت على تحويل قطاعها المصرفي للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية بأكمله ، وفي مجال إيجاد أدوات مالية وتمويلية إسلامية ؛ تتصف بصفات السندات التقليدية ، من حيث السيولة والربحية والضمان في إطار ما هو ممكن، و بها لا يتعارض مع قواعد الشريعة الإسلامية ، فقد استحدثت الحكومة السودانية عام ١٩٩٥ قانوناً سمي (بقانون صكوك التمويل) تمشياً مع قرارات الدولة الرامية لإلغاء الصيغ القائمة على الفائدة من معاملات الدولة عموماً . ويعتبر إصدار هذا القانون الخطوة الأولى التي قامت بها دولة السودان في سبيل إيجاد أدوات استثمارية تمويلية بديلة لسندات الدين التقليدية ؛ التي كانت تستخدم لإدارة السيولة ، ولسد العجز في سد ميزانية الدولة ، وذلك لأسلمة النظام الاقتصادي والمالي في السودان^(٢).

إن المصارف السودانية العاملة كلها تعمل وفق النظام المصرفي الإسلامي ، والسياسات التمويلية بمنشوراتها المتنوعة التي يصدرها البنك المركزي في السودان ، مع قانون البنك المركزي ، وقانون سوق الخرطوم للأوراق المالية ، وقانون صكوك

(١) لاحم حمد الناصر ، مقالة في جريدة "الشرق الأوسط " اللندنية ، بتاريخ ١٣ فبراير ٢٠٠٧م . انظر الموقع :

<http://www.alaswaq.net/views/2007/02/13/6037.html>

(٢) علاء الدين زعتري ، ضرورة الاقتصاد الإسلامي في حياتنا العملية ، مقالة على الانترنت . انظر الموقع :

<http://www.ipc-kw.com/vb/showthread.php?t=241&page=2>

التمويل ، وقانون الشركات، وقانون الاستثمار كلها منصبة في التعامل وفق القواعد الشرعية المجازة .

كما أنها شجعت بقدر كبير التعامل في الاستثمار المباشر خاصة الاستثمار في أسهم شركات المساهمة العامة القائمة وحديثة التكوين والصناديق الاستثمارية^(١).

فالمصارف الإسلامية في السودان كان لها دور كبير في عمليات سوق الأوراق المالية المحلي حيث شكلت نسبة تعاملات البنوك الإسلامية في السودان حوالي ٣٥٪ من إصدارات السوق الأولى وحوالي ٢٥٪ من التعاملات في السوق الثانوية باستثناء الصناديق الاستثمارية والتي تشكل نسبة البنوك الإسلامية في التعاملات فيها نسبة عالية تصل إلى ٧٠٪^(٢).

وقد تمكن المصرف المركزي السوداني في عام ١٩٩٩ م، من إصدار شهادات المصرف المركزي (شمم) وشهادات المشاركة الحكومية (شهامة)، كأدوات مالية إسلامية تؤدي وظيفة السوق المفتوح على نحو شرعي، وهي أدوات تقوم على أسس شرعية أهمها مبدأ " الغرم بالغنم " وتتميز بدرجة من المرونة تساعد البنك المركزي على إدارة السيولة عموماً، وإدارتها في الجهاز المصرفي على وجه الخصوص، بهدف الحد من التضخم^(٣).

(١) عصام الزين الماحي، تقويم عمليات المصارف الإسلامية في أسواق الأوراق المالية المحلية والأجنبية و أسواق المعادن الثمينة، الملتقي السنوي الإسلامي السابع، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، معهد التدريب المالي والمصرفي التابع للأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، ٢٠٠٤.

(٢) عصام الزين الماحي، تقويم عمليات المصارف الإسلامية في أسواق الأوراق المالية المحلية والأجنبية وأسواق المعادن الثمينة، مرجع سابق .

(٣) المرجع السابق نفسه .

شهادات المشاركة الحكومية (شهامة)^(١):

شهادات (شهامة) عبارة عن صكوك مالية تقوم على صيغة المشاركة الشرعية في شركات مختلطة ناجحة ، تصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني نيابة عن حكومة جمهورية السودان وتقوم بإدارتها شركة السودان للخدمات المالية .

والتيها تحويل ملكية الحكومة في هذه الشركات إلى صندوق للمساهمة الحكومية ، ثم يصدر الصندوق شهادات تمليك يبيعها للجمهور، وهناك عرض مفتوح لشراء الشهادات وهي متداولة في السوق المالية .

تحمل كل شهادة قيمة اسمية تحسب بالدينار السوداني وتمثل نصيباً في صافي حقوق الملكية المملوكة للدولة والتي تخصصها لهذا الغرض من مجموع الوحدات الاستثمارية المختارة التي تمثل مكون الشراكة للشهادات ، وهذه الشهادات تستند على مكون من الشركات العامة التي تسهم فيها الدولة .

والأرباح المستهدفة للمستثمر تأتي من الربح التشغيلي المتوقع لعمل المؤسسات التي تمثل مكون الشراكة بالإضافة إلى الانتفاع بأي زيادات في قيمة الأصول محل الشراكة بنهاية عمر الشهادة .

تهدف شهادات شهامة إلى^(٢) :

- إدارة السيولة في الاقتصاد ولدى الأفراد والشركات عن طريق عمليات السوق المفتوحة .

(١) بنك الاستثمار المالي ، السودان . انظر الموقع :

<http://www.finvestbank.com/details.php?rsnType=1&id=11>

(٢) المرجع السابق نفسه.

- توفير أداة استثمارية للمستثمرين بالأوراق المالية .

- تقليل اعتماد الدولة على التمويل بالعجز لتغطية عجز الموازنة العامة .

وشهادات شهامة مستوفية لجميع متطلبات العقود الشرعية وحصلت على موافقة الهيئة العليا للرقابة الشرعية . وهي ذات آجال مختلفة تتراوح بين ٦ و ١٢ شهراً وقابلة للتداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية .

عندما بدأ البنك المركزي في طرح شهادات شهامة كان الهدف أن تكون بديلاً إسلامياً لعمليات السوق التي هي من أدوات البنك المركزي لضبط السيولة المصرفية، وبذلك أصبح بنك السودان أول مصرف يعمل على إدارة السيولة بهذه الصيغة بدلاً عن سعر الخصم الذي يعتبر إدارة ربوية . وهذه الصيغة مكّنت الدولة من استقطاب موارد حقيقية ، وليس موارد تعتمد على الاقتراض من الجهاز المصرفي الذي هو بطبيعته تضخمي^(١) .

شهادات المشاركة المصرفية (شمم):

شهادات المشاركة المصرفية (شمم) هي شهادات مضاربة مع المصرف المركزي في ملكية المصارف المؤتممة ، هدفها إيجاد أداة سيولة وسياسة نقدية^(٢) .

تقوم آليتها على تحويل جزء من ملكية المصرف المركزي في المصارف التجارية إلى شهادات ملكية تباع للمصارف ، لها عائد حسب نسبتها في رأس المال ، وهناك عرض مفتوح لشراء الشهادات ، وهي متداولة بين المصارف فقط .

(١) علي عبد الله ، مقالة على موقع النيلين بتاريخ ١٢/٨/١٤٢٨ هـ . انظر الموقع :

<http://www.alnilin.com/news/modules.php?name=News&file=print&sid=23192>

(٢) فتح الرحمن علي محمد صالح ، مدخل للهندسة المالية الإسلامية ، مجلة المصرفي . انظر الموقع :

http://www.cbos.gov.sd/arabic/period/masrafi/vol_26/islamic.htm

البنك المركزي في السودان يملك البنوك المؤممة ، هو يحتاج إلى أداة مالية ليؤثر على كمية النقود في البلد ، فخصص البنك المركزي ملكيته في المصارف المؤممة بصندوق خاص مستقل استقلالاً مالياً وإدارياً عن البنك المركزي ، وأصبح هذا الصندوق هو الذي يملك المصارف المؤممة ، وهذا الصندوق الخاص أصدر شهادات مشاركة معه ، وباعها على صورة سندات ، وحصر المشتريين بالبنوك فقط ، فالشهادات لها عائد ، وهي شهادات مشاركة عادية ، (شهادات ملك في الشركة التي اشترتها المصارف) ، والبنك المركزي يستطيع أن يستعملها كأداة للتحكم بكمية النقود في السوق .

ملاحظات عامة ومقترحات :

يتبين لنا أن المصارف الإسلامية قد بدأت تهتم في استثماراتها المباشرة بالجانب الذي يختص بأسواق المال ولكن وبالرغم من أن استثماراتها في هذا المجال في تزايد مستمر إلا أنها لازالت تستثمر بنسب منخفضة لحد ما ، ولا زالت استثماراتها مرتبطة في معظمها بأسواق المال المحلية بالرغم من وجود مؤشرات خاصة بالتعامل الإسلامي في أسواق المال العالمية ، وهذا يرجع لعدة أسباب نذكر منها :

١- عدم وجود الخبرات الفنية الكاملة خاصة فيما يتعلق بالمحللين الماليين للأسواق والاستثمارات المباشرة بشكل عام .

٢- هنالك اختلافات بين لجان ومجالس الرقابة الشرعية من بلد لآخر وربما كان من مصرف لآخر في بعض الأحيان داخل البلد الواحد^(١) .

٣- عدم إصدار صكوك عالمية وذلك لعقبات فنية مرتبطة في معظمها بالتصنيف المالي والمخاطر للأخطار التي ترتبط في معظمها بالمصارف الإسلامية .

(١) عصام الزين الماحي ، تقويم عمليات المصارف الإسلامية في أسواق الأوراق المالية المحلية والأجنبية وأسواق المعادن الثمينة ، مرجع سابق .

٤- لا زالت أسواق المال الإسلامية في حاجة ماسة لمزيد من المنتجات الإسلامية المبتكرة والمجازة شرعياً .

٥- إن الأنظمة الضريبية وقوانين ولوائح الاستثمار باختلافاتها من بلد لآخر وانخفاض نسبة الشفافية قد أثرت سلباً علي تعاملات المصارف الإسلامية في أسواق المال المحلية والعالمية^(١) .

وعليه باختصار يمكن أن نذكر أنه يجب الاتفاق على أنظمة ومعايير محاسبية وشرعية متوافقة، وتطوير نظم التحليل المالي ودراسات الجدوى الاقتصادية والاستثمارية وذلك عبر دفع لقاءات العاملين واستخدام أحدث الوسائل العلمية للخروج بدراسات علمية متينة ، وتقوية وإعادة هيكلة الأجهزة الاستثمارية وتطوير الأدوات والمنتجات الإسلامية بما يزيد من حجم التعاملات بما يخدم الاستثمار والتنمية ويرفع من مستويات العوائد للمصارف الإسلامية للخروج من المحلية إلى العالمية .

(١) المصدر السابق نفسه .

المبحث الثاني : تصور نظري لسوق مالية إسلامية

إن ضرورة سن التشريعات المناسبة لإقامة السوق المالي الإسلامي أمر مهم ؛ لأن السوق المالي من الأهمية بمكان في البناء الاقتصادي المتطور .

ولما كان الإسلام رسالة إنسانية كاملة شاملة صالحة لكل زمان ومكان لقوله تعالى: ﴿ وَمَا أَرْسَلْنَاكَ إِلَّا كَافَّةً لِّلنَّاسِ بَشِيرًا وَنَذِيرًا ﴾ [سبأ: ٢٨]، فالإسلام اهتم بكل نشاطات الفرد والجماعة من دينية ودينية ، وهذا يعني شمول الناحية الاقتصادية بالطبع . وعندما طرح الإسلام كبديل عن الأنظمة الاقتصادية المعاصرة كان لازماً أن طرح البدائل للمؤسسات التقليدية ، ومنها الأسواق المالية ، وذلك لأن الأسواق المالية الحالية من مفرزات النظام الرأسمالي ، وهي بعيدة عن أحكام الشريعة ، ولا يمكن اعتمادها لتطوير النظام الاقتصادي الإسلامي والذي يقع في قمة هرمه السوق المالي .

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

إن سوق المال الإسلامي بما يمكن أن تتضمنه من أدوات إسلامية متقدمة، سوف تسهم في تطوير نوعية العمل المصرفي الإسلامي، بما يؤدي إلى زيادة الكفاءة والعدالة، وبالتالي زيادة معدلات النمو والرفاهية " (١).

(١) كمال توفيق خطاب ، نحو سوق مالية إسلامية ، مرجع سابق ، ص ٢ .

والسوق المتصورة هي التي يمكن أن تتداول فيها الأوراق المالية من الأسهم والسندات وشهادات الاستثمار على الوجه الذي تجيزه وتقبله الشريعة الإسلامية ويمكن أن يقام هذا السوق في كل دولة إسلامية كسوق محلي مستقل، يجمع بينها اتحاد مركزي ، تحت مظلة رابطة العالم الإسلامي - وهي قائمة حالياً - أو بنك التنمية الإسلامي .

وسيكون من مهام هذا السوق تنظيم الإعلان عن الأسهم والسندات المضبوطة بالضوابط الشرعية المعروضة للبيع ، والإعلان عن أسعارها التي يحددها العرض والطلب ، وأن تكون هذه الأسواق منظمة بهيكل تنظيمي ، ويتم من خلال هذا الهيكل وضع لجنة شرعية من ذوي الاختصاص تقوم بالتحقق من صحة عمل السوق والأسهم والسندات للمشروعات التي تطرحها للبيع .

ويجب صياغة هذه الضوابط الإسلامية من القرآن والسنة والتي تضبط جميع أعمال السوق حيث يطمئن المستثمر له ، ويكون مقتنعاً أنه لن تستغل أمواله، وأنه يمكنه تسلمها في أية لحظة يشاء ، وأنها لن تتعرض إلى المضاربات المحرمة شرعاً .

مميزات السوق المالية الإسلامية المقترحة^(١):

يجب أن تتميز السوق المالية الإسلامية بما يلي :

- ١- مشروعية موضوعات التعامل ، أي أن تكون الأوراق المالية المتداولة في هذه السوق هي الأوراق المالية التي تجيزها الشريعة الإسلامية إصداراً وتداولاً .
- ٢- مشروعية المعاملات ذاتها بأن لا يكون فيها ربا أو غرر أو غش أو تدليس ،

(١) انظر: أحمد محيي الدين، عمل شركات الاستثمار، ص ٤٠١ وما بعدها . ومحمد عثمان شبير، الأوراق المالية في التداول ، ص ١٨٥ .

أي أن تجري عمليات الأوراق المالية خالية من أي محذور شرعي .

٣- مشروعية المقاصد ومشروعية المآلات ، أي أن تجري عمليات السوق بما يحقق المصالح المرجوة للفرد والمجتمع وبدرجة عالية من الكفاءة.

٤- الدعوة لقيام الأسواق المالية المحلية في كل دول العالم الإسلامي متماثلة إن لم تكن موحدة ويجمع بينهما اتحاد مركزي .

والحاجة تدعو إلى قيام هذه الأسواق لأنها هي الأداة التي تجمع المدخرات وتوجهها إلى الاستثمار، وهذه الأسواق المالية يجب أن تكون ملتزمة بالشريعة الإسلامية بأدواتها وضوابطها ومنطلقة من العقيدة الإسلامية ، وليست نقلاً عما توصلت إليه التطورات الاقتصادية الرأسمالية ، وزرعها زراعة ناجحة في الدول الإسلامية دون تكييفها مع البيئة الإسلامية المحلية ، ولا يشترط قيام دولة إسلامية لقيام هذه السوق حيث أثبتت تجربة البنوك الإسلامية ذلك .

الضوابط الشرعية للسوق المالية الإسلامية :

إن الإسلام وضع للأسواق المالية من الموازين ، ما يحقق لها الاستقرار والنماء من خلال ضوابط شرعية تتمثل فيما يلي^(١) :

١- حرية المنافسة ، وتظهر هذه الحرية في أسواق المال من خلال التقاء قوى العرض والطلب، لتحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة بها ، والتنافس المشروع بين المتعاملين في سوق المال ، فالأصل في الإسلام عدم التدخل بفرض سعر معين للسلع المتداولة في الأسواق، حيث إن التعامل في شريعة الإسلام مبناه على الحرية ، وصحة

(١) أشرف محمد دوابة ، الضوابط الشرعية للأسواق المالية ، بحث محكم مقدم لندوة "السوق المالية الإسلامية الواقع والمأمول" ، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي ، جامعة الأزهر ، ٢٠٠٦ م .

ما يترضى عليه المتعاقدان ، وفي هذا منع للضرر الذي يعوق حركة التعامل في الأسواق ، إضافة إلى الضرر الذي يتعرض له أصحاب السلع والمنتجات ، قال تعالى: ﴿لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ بَحْكَرَةً عَنْ تَرَضٍ مِّنْكُمْ﴾ [النساء: ٢٩].

٢- الإفصاح، فنظراً لاتساع نطاق الشركات وانفصال ملكيتها عن إدارتها، أصبح الإفصاح الدوري عن مركزها المالي ضرورة من ضرورات العصر في العلاقات المالية. ومن وسائل الإفصاح: نشر القوائم المالية للشركة وإرسالها للمساهمين ، والرقابة الخارجية عليها من خلال مكاتب المحاسبة ، وبيان حجم المبيعات والطلب الكلي ، ودراسة توقعات السوق ، ومشاكل التسويق ، وكذلك بيان هياكل الإدارة وصلاحياتها ، وأساليب اتخاذ القرار وملاءمة المشروع ، ونسب ربحيته أو خسارته إلى رأس المال الحقيقي ، إضافة إلى تحديد المسؤولية والجزاء علي إخفاء أو تحريف المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها ، مع حماية أصحاب الأموال ، واسترداد حقوقهم عند ظهور التقصير أو التعدي ، وقد حرص الإسلام حرصاً بالغاً على الإفصاح ، فقال ﷺ : " البيعان بالخيار ما لم يتفرقا ، أو قال: حتى يتفرقا ، فإن صدقا وبينا بورك لهما في بيعهما ، وإن كتما وكذبا محقت بركة بيعهم" (١) .

٣- تحريم القمار (الميسر) ، فالنشاط الرئيسي لسوق الأوراق المالية يتحول بفعل سلوك المقامرين من الاستثمار الحقيقي إلى عمليات صورية يؤجل فيها كلا طرفي المعايضة وهى الثمن والسلعة ، سعيّاً وراء انتهاز الفرص الناشئة عن تغيرات الأسعار ، فإن صحت توقعاتهم ربحوا وإن لم تصح انتكسوا ، وبالتالي فقد قادت المقامرة إلى سلوكيات ضارة لكسب فروق الأسعار من خلال الإشاعات الكاذبة ، اعتماداً على حساسية السوق تجاه هذه الإشاعات ، فمن أجل هذا جعل الإسلام

(١) رواه البخاري. انظر الجامع الصحيح المختصر، مرجع سابق، ج ٢، ص ٧٣٢، حديث رقم ١٩٧٣ .

المقامرة من حبال الشيطان ومكايده للصد عن ذكر الله تعالى وإقامة الصلاة ، قال تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِنَّمَا الْخَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَامُ رِجْسٌ مِّنْ عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ﴾ [المائدة: ٩٠].

٤- تحريم الربا، فيظهر الربا واضحاً في سوق القطع (العملات والمعادن النفيسة)، حين يعتمد تجار الصرف إلى تأمين أنفسهم ضد خطر تقلبات سعر الصرف ، فهم يشترون العملة المطلوب تسليمها آجلاً ، ويودعونها في المصرف إلى هذا الأجل نظير ربا ، كما يظهر الربا في سوق الأوراق المالية عن طريق الشراء في هذه السوق بالاقتراض من المصارف ، وعادة ما يكون القرض نسبة من قيمة الأوراق المالية ، وهو ما يسمى بالشراء الهامشي أو الحدي ، فإذا كان الهامش المطلوب للإقراض على الأوراق المالية ٧٠٪ ، فإن المصارف التي تمول شراء الأوراق المالية تقرض ٣٠٪ من سعر الشراء ، والمشتري يدفع نقداً ٧٠٪ من هذا السعر ، والمستثمر هنا يتوقع أن ترتفع سوق الأوراق المالية ، حتى يقوم ببيع الأوراق المالية التي اشتراها محققاً من وراء ذلك ربحاً، وإذا لم تصدق توقعاته سيتحمل خسائر فادحة ، ولذلك حرم الله عز وجل الربا ، قال تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُّؤْمِنِينَ﴾ [البقرة: ٢٧٨].

٥- تحريم النجش، ويظهر النجش في سوق الأوراق المالية عن طريق الإشاعات الكاذبة ، والأوامر المتقابلة التي تهدف إلى إيجاد حركة مصطنعة في الطلب والعرض على الأوراق المالية في السوق ، واستغلال الظواهر النفسية للجماهير المتعاملين في السوق ، الذين لا يتحركون إلا بغريزة الخوف لا بدافع العقل ، والإسلام يرفض هذا الخداع ، فعن ابن عمر أن النبي ﷺ " نهى عن النجش " (١).

(١) رواه البخاري. انظر: الجامع الصحيح المختصر، مرجع سابق، ج ٦، ص ٢٥٥٤، حديث رقم ٦٥٦٢.

٦- تحريم الاحتكار ، فالاحتكار في سوق الأوراق المالية يظهر بما يسمى عمليات الإحراج ، والتي يسعى من خلالها المضاربون ؛ لجمع وحبس الصكوك ذات النوع الواحد في يد واحدة، ثم التحكم في السوق ، واستغلال حاجه المتعاملين بالسوق تعاملأً أجلاً للوفاء بالتزامهم ، عن طريق فرض سعر معين عليهم بالنسبة لهذه الصكوك، وقد حارب الإسلام الاحتكار وجعله محرماً، عن معمر بن عبد الله أن النبي ﷺ قال: " لا يحتكر إلا خاطئ" ^(١).

٧- تحريم الغرر ، فالغرر يطلق على البيوع التي تحتوى على جهالة وخداع ، والتي لا يوثق بتسليمها وتؤدي للغبن ، وقد حرمه الإسلام ، فقد نهى النبي عن بيع الحصاة وبيع الغرر ^(٢)، ويظهر الغرر في سوق الأوراق المالية في العمليات التي تتم في البورصة دون إحضار الأوراق المالية موضوع التعامل ، ويتم التعامل بغرض فروق الأسعار ، فلا البائع يسلم ما باعه ، ولا المشتري يسلم ما اشتراه ، كما أن الثمن في العقود الأصلية يؤجل إلى موعد التصفية ، ولا يدفع في مجلس العقد.

المشاكل التي تواجه إقامة أسواق الأوراق المالية الإسلامية :

١- ضآلة عرض الأدوات الاستثمارية الحالية في الدول الإسلامية، لأن النظام التقليدي الرأسمالي هو السائد إلى حد كبير في معظم الدول الإسلامية .

٢- وكذلك سيادة النمط العائلي للشركات المساهمة، وهذا النمط من الشركات يتوقف عليه الاحتفاظ في أسهم هذه الشركة أو تلك في يد أفراد العائلة أو عدد محدد من الناس.

٣- ومن المشاكل أيضاً تملك الحكومة نسبة كبيرة من أسهم الشركات المساهمة ، وقد تصل إلى أكثر من ٥٠٪ ولا تسمح هذه الأنظمة بطرحها للاكتتاب العام .

(١) رواه أبو داود . انظر: سنن أبي داود ، مرجع سابق ، ج ٢ ، ص ٢٩٢ ، حديث رقم ٣٤٤٧ .

(٢) انظر: سنن النسائي، ج ٧ ، ص ٢٦٢ ، حديث رقم ٤٥١٨ .

٤- وقد تكون من أهم المشكلات انخفاض معدل الدخل النقدي في معظم الدول الإسلامية، وهذا يؤثر في الادخار الفردي حيث ينفق الدخل على الاستهلاك ولا توجد زيادة للادخار.

٥- وانخفاض العائد الصافي على الأوراق المالية يعتبر شكلاً من أشكال الإعاقة أمام الاستثمار في الأوراق المالية^(١).

التحديات التي تواجه عمل السوق المالية الإسلامية:

السوق المالية الإسلامية ؛ رغم ميلادها قوية إلا أنها لا تزال في مهدها ، ولا غرو إذاً أن تواجه بتحديات كبيرة من أهمها^(٢):

١- ضعف التعاون بين المؤسسات المالية الإسلامية ، والتنسيق فيما بين المؤسسات الداعمة للصناعة المالية الإسلامية .

٢- عدم إطلاق برنامج ونظم إدارة الجودة للمؤسسات والمنتجات المالية الإسلامية، من خلال إقرار معايير معترف بها دولياً في مجالي الجودة وتطوير المنتجات.

٣- انعدام الاندماج لتشكيل كيان مصرفي قادر على المنافسة ، وتقليل تكلفة الخدمات، فقد لاحظ بعض الخبراء المصرفيين أن نحو ثلثي المؤسسات المالية الإسلامية تقع ما دون معايير الحد الأدنى الحرج ، أي أقل من ٥٠٠ مليون دولار من الأصول .

٤- محدودية المنتجات الإسلامية المبتكرة والمجازة شرعاً، وعدم تغيير الأنظمة

(١) انظر: سليمان المنذري ، الأسواق العربية لرأس المال ، دار الرازي ، بيروت ، ١٩٨٧ ، ص ١٦٠ .

(٢) أشرف محمد دوابة ، الضوابط الشرعية للأسواق المالية ، بحث محكم مقدم لندوة "السوق المالية الإسلامية الواقع والمأمول" ، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي ، جامعة الأزهر ، ٢٠٠٦ م .

الضريبية وقوانين الاستثمار غير المناسبة ، وعدم معالجة التفاوت في هذه الأنظمة والقوانين من بلد إلى آخر.

٥- ضعف الروابط القانونية والفنية والتكنولوجية بين أسواق المال المحلية والأسواق العالمية .

٦- العقوبات التي تؤثر سلباً على عمل البنوك الإسلامية العالمية في دولها ، وتزيد من تكاليف منتجاتها ومقدرتها التنافسية عالمياً.

مهام متوقعة للسوق المالية الإسلامية المقترحة ووظائفها في حال قيامها :

١- المساهمة في تدعيم وزيادة حجم الاستثمار القومي عن طريق ترشيد استخدام الموارد التمويلية، وتوجيهها للمجالات والمشروعات الاستثمارية الأكثر فائدة للمجتمع^(١).

٢- تنويع مصادر التمويل طويلة الأجل أمام المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية وبالتالي المساهمة في تصحيح تجربة المصرفية الإسلامية^(٢) ، مما يمكنها من استثمار أموالها استثماراً طويلاً الأجل ، وبما يساهم في تحقيق أهدافها التنموية ، ورغبتها في الموازنة بين الربحية والسيولة والأمان^(٣).

(١) عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية الإسلامية ودورها في إنشاء السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية ، بحث مقدم لمؤتمر الأسواق المالية والبورصات الخامس عشر، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ٢٠٠٦، ص ٢٠-٢١ .

(٢) نقصد هنا الاعتماد المفرط على صيغ التمويل القصير الأجل بشكل يهدد مسيرتها ، ويجعل تجربة المالية والصيرفة الإسلامية أمام تحد كبير جداً .

(٣) أشرف دواية ، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية ، مجلة المستثمرون ، العدد ٤٩ ، تاريخ ١٤ / ٥ / ٢٠٠٦ .

٣- "تقديم خدمات استشارية مثل توفير المعلومات والبيانات المالية من الأسواق المالية يسترشد بها المستثمر .

٤- توزيع المخاطر: نظراً لصعوبة التنبؤ في نجاح المشروع أو فشله ، فإن السوق المالية تقوم بتوزيع المخاطر.

٥- منع الاحتكار: حيث تكون سوق حرة مفتوحة تحكمها الأنظمة والتعليمات.

٦- منع التلاعب ، ويتم ذلك بواسطة أنظمة الرقابة والضوابط المحددة سلفاً للشركات المسجلة في السوق والوسطاء.

٧- إعطاء مؤشر حول المناخ الاستثماري : حيث يقوم الخبراء الاقتصاديون بدراسة أسواق الأوراق المالية ومعرفة وضع الاقتصاد العام في البلد.

٨- صلاحية التمويل والتبادل : يتم ذلك في السوق بنقلها من مستثمر إلى آخر بسرعة.

٩- القيمة المقابلة: يمكن استخدام الأوراق المالية ضماناً لقروض، وهذا يجعلها جاذبة لمعظم المستثمرين " (١).

١٠- تعبئة المدخرات في المجتمع من خلال نشر الوعي الادخاري الإسلامي ، واستقطاب الأموال المكتنزة لأسباب شرعية .

١١- المساهمة في تحقيق العدالة في توزيع الدخل عن طريق الاعتماد على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة ، والاهتمام بالصناعات الصغيرة .

(٢) انظر: الاقتصاد الإسلامي والتكامل التنموي ، أبحاث ندوة تونس ، ١٩٨٥ ، ص ٢٤٧-٢٤٩.

١٢- الحرص على سلامة عقود الخيارات والعقود الآجلة والمستقبلية من الناحية الشرعية ، وبعدها عن المخالفات أو الشبهات^(١).

مع الإشارة أخيراً إلى أن السوق المالية الإسلامية بما يمكن أن تشمل عليه من أدوات مالية إسلامية، ستبقى دوماً بحاجة إلى الابتكار والإبداع من أجل أن تقوم بالدور الاقتصادي المؤمل منها .

مقترح سوق مالية إسلامية لعقود الخيارات والعقود الآجلة^(٢):

يقول كمال خطاب: "حرصاً على سلامة عقود الخيارات والعقود الآجلة والمستقبلية من الناحية الشرعية، وبعدها عن المخالفات أو الشبهات، فإن اقتراح سوق مؤسسة مالية إسلامية خاصة بهذه العقود في المرحلة الأولى له ما يبرره .

ويمكن أن تقوم هذه السوق في البداية بدور تأمين وضمان للمتعاملين، فالنسبة لمالك الأسهم الذي يشتري خيار البيع ، ويدفع العمولة ، فإنه يؤمن أسهمه من انخفاض أسعارها . أما طالب خيار شراء للأسهم ، فإنه أشبه ببيع العربون - كما تقدم - وهذه أغراض مشروعة يمكن لهذه السوق أن تقوم بها وتؤمن للطرفين، ولكن ضمن ضوابط أخرى كما سيأتي بيانه .

كما يمكن لهذه السوق ضمان سلامة تنفيذ العقود الآجلة والمستقبلية من خلال قيامها بدور الوسيط بين البائعين والمشتريين لعقود السلم وعقود الاستصناع التي هي أقرب ما تكون للعقود الآجلة والمستقبلية. وهي بذلك تخدم فئة التجار والمستثمرين الذين يطلبون شراء السلع المؤجلة بالاسترخاص (من خلال عقد السلم) أو يطلبون سلعاً مصنعة من خلال عقد الاستصناع، كما تخدم فئة المزارعين

(١) كمال توفيق خطاب ، نحو سوق مالية إسلامية ، مرجع سابق ، ص ٢٤ .

(٢) المرجع السابق نفسه ، ص ٢٤ - ٢٧ .

والتجار أو الصناع وذلك بضمان تأمين محاصيلهم أو مصنوعاتهم أو بضائعهم بأسعار معقولة" ^(١).

وظائف السوق المالية الإسلامية المقترحة ^(٢):

١- تقوم هذه السوق بإصدار عقود الخيارات وتنظيمها، على شكل عقود نمطية، كأن يمثل كل عقد مائة سهم مثلاً بسعر محدد يسلم خلال فترة محددة (٩٠ يوم مثلاً).

٢- تقوم بدور بيوت التسوية أو المقاصة في بورصات العقود المعاصرة.

٣- تقوم بإصدار عقود آجلة نمطية تمثل عدداً من السلع المهمة والأساسية.

٤- تقوم بإصدار عقود مستقبلية صناعية تمثل أغلب السلع التي يتم الاتفاق على تصنيعها في الاقتصادات المعاصرة.. وقد تبدأ من الأثاث والمفروشات وتصل إلى عقود تصنيع الطائرات..

٥- تقوم بتلقي طلبات الشراء وبيع عقود الخيارات والعقود الآجلة بأنواعها المختلفة، كما تقوم بمقابلة هذه الطلبات مع بعضها، أو تقوم بنفسها بتنفيذ الشراء أو البيع.

٦- تقوم بتقديم استشارات فنية للمستثمرين.

٧- تمثل ملتقى للبائعين والمشتريين للعقود المؤجلة والمستقبليات والخيارات بحيث يسهل الاتصال والتفاوض بها يؤدي إلى تحديد أسعار أكثر عدالة.

(١) كمال خطاب، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص ٢٤.

(٢) المرجع السابق نفسه، ٢٤ - ٢٥.

آلية عمل السوق^(١):

تعتبر هذه السوق أشبه بشركة تأمين إسلامية للأسهم والأوراق المالية والخيارات والعقود الآجلة والمستقبليات، ويتم تداول العقود الآجلة والمستقبليات في إطار الضوابط الشرعية التي تحكم عقود السلم والاستصناع، وذلك كما يلي :

عقود خيار الشراء :

تتلقى طلبات شراء عقود آجلة ومستقبلية وعقود خيار شراء أسهم بتواريخ معينة وأسعار محددة، فتحصل على عمولات من طالبي الشراء أو الراغبين في شراء عقود خيار شراء الأسهم، ويكون الأمر كالتالي :

بالنسبة لطالب الشراء : فإنه يحجز عدداً من الأسهم لدى المؤسسة خلال فترة معينة، بحيث يتمكن من شراء هذه الأسهم في الوقت الذي يختاره من هذه الفترة بالسعر المحدد في بداية العقد، مقابل العمولة التي يدفعها، فتكون المؤسسة ملزمة بالبيع بالسعر المتفق عليه مهما بلغ السعر وقت التنفيذ، ويكون طالب الشراء بالخيار، فإذا ارتفع سعر الأسهم فمن مصلحته أن يقوم بالشراء، لأنه سيدفع السعر المتفق عليه منذ البداية والذي هو أقل من السعر الحالي، أما إذا انخفض سعر الأسهم فليس من مصلحة طالب الشراء تنفيذ طلبه، وفي هذه الحالة تنحصر خسارته في العمولة فقط .

أما بالنسبة للمؤسسة فإنها سوف تلتزم بالبيع في حالة ارتفاع سعر الأسهم مهما بلغ الارتفاع، أو أنها ستلتزم عميلاً كان قد التزم بنفسه بالشراء، وفي هذه الحالة فإن هذا العميل سوف تلحق به الخسارة، لأنه سوف يبيع بأقل من السعر الحقيقي، ولكن

(١) المرجع السابق نفسه، ص ٢٥-٢٦ .

لا ينبغي أن ننسى أن هذا العميل كان قد اشترى هذه الأسهم بسعر أقل من السعر الحالي غالباً، وبالتالي فليس هناك خسارة .

أما إذا كانت المؤسسة هي التي التزمت بالبيع، فإنها ستقوم بتعويض الخسارة من العمولات التي تتقاضاها خيارات الشراء والدفع وغيرها.

ويمكن أن يأخذ هذا البيع صفة بيع العربون - كما بينا سابقاً - فإذا رأى المستثمر أن من مصلحته أن يشتري الأسهم في وقت محدد أمضى العقد بالشراء، وإذا رأى العكس تنازل عما دفعه ثمناً لعقد الخيار (العربون).

أما في حالة خيار البيع (الدفع):

فيكون لمالك الأسهم الحق بالبيع إذا شاء، مقابل عمولة يدفعها للمؤسسة، وتكون المؤسسة ملتزمة بالشراء إذا رغب البائع خلال الفترة المتفق عليها مهما بلغ سعر الأسهم. وتكون المؤسسة ملتزمة بالشراء بنفسها وذلك بإيجاد مشتريين مقابل أجر أو عمولة، فهي تتلقى طلبات الشراء وتقوم بمقابلتها بطلبات البيع، فإذا تقابلت في الأنواع والأسعار فلا مشكلة، وإذا لم تتقابل فلا بد أن تقوم المؤسسة بنفسها بالشراء أو البيع، وهي إما أن تكسب أو تخسر، فإذا كسبت فلا مشكلة، أما إذا خسرت فإنها تعوض خسائرها من عدة طرق :

١- العمليات الربحية .

٢- العمولات .

٣- يمكن أن تتقاضى رسوم إصدار لعقود خيار الشراء ذات النمط المحدد .

٤- يمكن أن تتقاضى نسبة للتأمين التكافلي، للصفقات الكبيرة، من المشتريين والبائعين، غير أن عدد الطالبين لشراء العقود يمكن أن يزيد عن عدد الطالبين للبيع، أو العكس، وفي هذه الحالات فإن المؤسسة يمكن أن تحقق أرباحاً كبيرة، أو خسائر كبيرة، وبالتالي فهي بحاجة دائماً إلى مصادر تعويضية إضافية، مثل رسوم إصدار أو رسوم تأمين تكافلي، ولتلافي الخسائر الكبيرة يمكن للمؤسسة أن تضع بنداً في العقود، يعفيها من تحمل الخسارة إذا زادت عن حد معين .

ضوابط احترازية:

" اقترح القرى بعض الضوابط الاحترازية لتفادي عنصر المقامرة في عقود الخيارات بشكل خاص مثل ^(١) :

١- أن تتعامل هذه المؤسسة مع مالكي الأسهم الحقيقيين، وأن تودع الأسهم لدى المؤسسة عند بداية العقد أو ما يثبت وجودها وملكيته.

٢- أن يمارس أسلوب الخيار الأوروبي فقط، أي ينفذ الخيار في آخر يوم من مدته، وذلك لتقليل فرص الاستفادة من التقلبات اليومية.

٣- أن تنتهي مدة الخيار مع بداية أول ساعة في آخر يوم من أيام العقد، وذلك لتلافي الارتفاع بسبب تزايد الطلبات ^(٢).

" ويمكن إضافة ضوابط أخرى احترازية خاصة بالعقود الآجلة والمستقبلات مثل:

(١) المرجع السابق نفسه، ص ٢٦ .

(٢) محمد علي القرى، نحو سوق إسلامية، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، البنك الإسلامي للتنمية،

مجلد ١، عدد ١، ١٩٩٣، ص ٢٤ .

- أن يتم التأكد من تسليم السلع أو الأوراق المالية التي تمثلها العقود الآجلة.
- أن يتم تسليم رأس المال النقدي في مجلس العقد، كما هي شروط السلم.
- أن يتم التأكد من هوية المتعاملين بهذه العقود، وأنهم يقومون بالتجارة حقيقة" ^(١).

(١) كمال خطاب، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص ٢٧.

النتائج والتوصيات

النتائج:

توصلت هذه الدراسة إلى جملة من النتائج المستخلصة ، ومن هذه النتائج ما يلي :

١- أن سوق الأوراق المالية تقوم بأداء وظائف اقتصادية ضرورية ، ولها آثار إيجابية مهمة لا تخالف مقاصد الشرع يمكن تعظيمها والاستفادة منها .

٢- تعاني أسواق الأوراق المالية من العديد من السلبيات التي تؤثر على أدائها ، بسبب عدم انضباطها بالضوابط والمعايير التي من شأنها أن تحدد من الغرر والجهالة ، وتعامل الشركات بالربا ، وغيرها من المحاذير الشرعية والاقتصادية .

٣- تتصف الأسواق المالية القائمة بنقص المعلومات ، وقصور أجهزة تجميعها ، ويتضح ذلك في عدم نشر التقارير السنوية كالميزانية وحساب الأرباح والخسائر ، عدا عن نوعية المعلومات المنشورة في التقارير المالية التي تخلو من الدرجة الكافية من الإفصاح .

٤- العمليات العاجلة في سوق الأوراق المالية جائزة شرعاً إذا كانت الأوراق المتداولة جائز بيعها كالأسهم - المنضبطة بالأحكام الشرعية - دون السندات ، شريطة أن لا يكون العقد قائماً على المجازفة حيث تصبح عملية البيع صورية مثل البيع على المكشوف . أما العمليات الآجلة فهي غير جائزة من جميع الوجوه عند جمهور الفقهاء لأسباب عدة .

٥- عمليات الشراء بالهامش تخالف أحكام المعاملات في الفقه الإسلامي ، لأن جوهر عملياتها عمليات مضاربة ، واقتراض المال من أجل زيادة التعامل في الأوراق المالية يتم وفق صورة ربوية صريحة .

٦- تتطفل المضاربة على المعاملات الحقيقية في أسواق الأوراق المالية ، وهي بيع صوري للأوراق المالية بغرض الاستفادة من التنبؤات بشأن التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية لأسعار الأوراق المالية في الأجل القصير ، وينتج عنها العديد من الأضرار على النشاط الاقتصادي وعلى مستويات الأسعار وعلى عملية تحديد الفعاليات المنتجة وتخصيص الموارد، وزعزعة استقرار النشاط الاقتصادي، والآثار التضخمية وعلى عمليات الاستثمار الحقيقي وعلى توزيع الثروة .

٧- وقوع الأزمات الاقتصادية على الصعيدين العالمي والعربي كان بسبب فرض العولة الاقتصادية على الاقتصاد العالمي ، فانعدمت القيود على حركة رؤوس الأموال ، وحدثت المضاربات المالية ، وانتقل الاقتصاد من الاقتصاد الحقيقي إلى اقتصاد الفقاعة ، واعتمدت على الفائدة ، فتتابعت الأزمات .

التوصيات:

١- توصي الدراسة بضرورة تنظيم معايير مهنة الوساطة والسمسرة ومنع التكتلات المؤدية إلى إلحاق الضرر والظلم بالناس وتأمين الحرية والإفصاح اللازمين لرواد السوق. ووجوب مراقبة ومحاسبة الإدارات المشرفة على الأسواق والتي حلت محل المحتسب. لأن رسول الله ﷺ كان يستوفي الحساب على العمال ويدقق عليهم.

٢- ضرورة العمل على إيجاد سوق مالية إسلامية ، وتطوير أدوات مالية إسلامية تواكب العصر ، وتلبي حاجات المستثمرين ، ولا تخالف الضوابط الشرعية .

٣- تكوين رقابة شرعية وفنية اقتصادية مالية لها قوة فاعلة وسلطة مؤثرة لتحديد الضوابط والمعايير التي من شأنها أن تحد من الغرر والجهالة وسواها من المحاذير الشرعية والاقتصادية ، وتطبيق هذه المعايير بدقة . ويكون لهذه الرقابة الحق في منع دخول أي شركة تتعامل في سلعة محرمة أو تقترض بالربا ولو كان يسيراً ، ولها كذلك منع كل أسلوب غير شرعي يؤدي إلى إحداث تلاعب وغش داخل السوق .

٤- تصحيح مسار آلية عمل السوق بحيث تحقق السوق العناصر الآتية :

أ- أن تكون المعلومات المالية متاحة للجميع وبتكلفة صفرية. فلو توفرت المعلومات عن الشركات بصورتها الصحيحة للجميع لأدى ذلك إلى تخفيض درجة حمى سعار المضاربات وجني الأرباح بالطرق غير المشروعة ولتحققت المنافع الاقتصادية التي من أجلها قام السوق .

ب- ألا يكون بوسع أحد المضاربين في السوق السيطرة على حركات الأسعار أو جعلها عرضة للتلاعب والمناورة والخداع .

ج- الاهتمام بالسوق الأولية والتركيز عليها لاسيما وأنها لا تزال سوقاً ناشئة في عدد من الدول الإسلامية ، إضافة إلى أننا بحاجة إلى كثير من المشاريع الإنتاجية ذات الوحدات الكبيرة لتتحول من سوق استهلاكية إلى سوق إنتاجية مصدرة، ولذلك فلا بد للدول الإسلامية أن تهتم بذلك وتسهل إجراءات قيام الشركات النافعة في جميع المجالات الصناعية والزراعية والخدماتية التي تجلب الخير والرخاء وتوجد منافع حقيقية للبلاد والعباد، وتحقق العدالة في فتح باب المساهمة لجميع أفراد المجتمع .

د- تحديد ضوابط في السوق الثانوية وذلك للحد من عقد صفقات ربحية بقصد المتاجرة ورغبة في الثراء السريع دون اهتمام بما يؤدي ذلك إليه من أضرار اقتصادية مستقبلية لحساب فئة محدودة ، وهذا يستدعي توسيع قاعدة السوق الأولية والاهتمام بها ودعمها ليتجه الأفراد إلى الإنتاج الحقيقي بدلاً مما يحصل الآن .

٥- من الضروري عدم السماح لنشوء أسواق موازية تكون خارج سيطرة هيئة الأوراق والأسواق المالية ، نظراً لما قد تشكله هذه الأسواق من بيئة مناسبة لظهور الأزمات .

٦- دراسة الأزمات التي تعرضت لها بعض الأسواق المالية الناشئة وذلك من أجل الاستفادة من هذه التجارب في إقامة سوق إسلامية للأوراق المالية في بلداننا الإسلامية.

قائمة المصادر والمراجع

أولا : المراجع العربية:

- ١- القرآن الكريم
- ٢- أبل، صادق. ١٩٨٦. سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية في الكويت. مجلة البورصة. عدد ١ يونيو. الكويت.
- ٣- أحمد، أحمد محيي الدين. ١٩٩٥. أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي. سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي. الكتاب الثاني. الطبعة الأولى.
- ٤- أحمد، أحمد محيي الدين. ١٩٨٦. عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية. الدار السعودية. جدة. الطبعة الأولى.
- ٥- أحمد، عبد الفضيل محمد. ١٩٩١. بورصات الأوراق المالية. مكتبة الجلاء الجديدة. المنصورة. مصر.
- ٦- أرنولد، دانييل. ١٩٩٢. تحليل الأزمات الاقتصادية للأمس واليوم. ترجمة عبد الأمير شمس الدين. بيروت. المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع.
- ٧- أبو إسماعيل، صلاح. ١٩٧٦. أصول الاقتصاد. دار النهضة.
- ٨- الاقتصاد الإسلامي والتكامل التنموي. ١٩٨٥. أبحاث ندوة. تونس.
- ٩- الأنصاري، أسامه. ١٩٨٥. التطورات المالية في سوق الكويت. بحث مقدم إلى مؤتمر أسواق رأس المال في الدول العربية واقعها ومجالات تطورها. نظمه صندوق النقد العربي وعُقد في أبو ظبي خلال الفترة ٤ - ٦ فبراير ١٩٨٤. أبو ظبي. صندوق النقد العربي.
- ١٠- باز، فريدي وصادر. ١٩٨٥. معجم المصطلحات المصرفية ومصطلحات البورصة والتأمين والتجارة الدولية. اتحاد المصارف العربية. الطبعة الأولى.

- ١١- الببلاوي، حازم وفهمي، رائد . ١٩٨١ . دور سوق الأسهم في الاقتصاد الكويتي . ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر تطوير سوق الأسهم في الكويت ١٤-١٦ نوفمبر . الكويت . منشورات غرفة تجارة وصناعة الكويت .
- ١٢- البخاري، محمد بن إسماعيل . ١٣٨٠ هـ . صحيح البخاري . المطبعة السلفية .
- ١٣- بدر الدين، محمد عبد السلام . ١٩٧٨ . بورصة الأوراق المالية : نشأتها - تطورها - أهميتها في الوقت الحاضر . البنك المركزي المصري . القاهرة .
- ١٤- برامج تدريبية عبر شبكة الانترنت ، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت ، ٢٠٠٠ .
- ١٥- برجه، بيار . ١٩٧٨ . السوق النقدية . ترجمة علي مقلد ، منشورات عويدات . بيروت . الطبعة الأولى .
- ١٦- أبو البركات، مجد الدين . ١٩٥٠ . المحرر في الفقه الحنبلي . مطبعة السنة المحمدية . مصر .
- ١٧- البرواري، شعبان محمد إسلام . ٢٠٠٢ . بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي . دار الفكر . دمشق . الطبعة الأولى .
- ١٨- البساط، هشام . ١٩٧٥ . " بورصات الأوراق المالية مع دراسة خاصة لبورصة بيروت " . بحث مقدم إلى برنامج إدارة المصارف ، نظمه اتحاد المصارف العربية بدعوة استضافة من البنك الشعبي المركزي بمدينة أفران بالمغرب . من ١٣ أكتوبر إلى ٧ نوفمبر .
- ١٩- بشير، زكريا . ٢٠٠٠ . في مواجهة العولمة . الأردن .
- ٢٠- البناء، محمد . ١٩٩٦ . أسواق النقد والمال . زهرة الشرق للنشر . مصر .
- ٢١- بنك أبو ظبي الوطني . النشرة الاقتصادية والمالية . أعداد مختلفة للسنوات ١٩٩٨-٢٠٠١ .
- ٢٢- البنك الأهلي المصري . ١٩٩٨ . الأزمة الاقتصادية في روسيا . النشرة الاقتصادية . المجلد الحادي والخمسون . العدد الثالث .
- ٢٣- البيهقي، أحمد بن الحسين . ١٣٥٢ هـ . سنن البيهقي . دار الباز للنشر والتوزيع . مكة ، الطبعة الأولى .

- ٢٤- تاج الدين، سيف الدين إبراهيم . (د.ت) . " نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم " . مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي . مركز النشر العلمي . جامعة الملك عبد العزيز . جدة . مج ٣ . عدد ١ .
- ٢٥- التركماني، عدنان خالد . ضوابط العقد في الفقه الإسلامي . دار الشروق للنشر والتوزيع . جدة .
- ٢٦- الترمذي، أبو عيسى محمد بن عيسى، سنن الترمذي، حمص - مكتبة الدعوة، ١٩٦٥ .
- ٢٧- توفيق، جميل أحمد . ١٩٦٣ . الاستثمار وتحليل الأوراق المالية . دار المعارف .
- ٢٨- توفيق، حسن . ١٩٧١ . الاستثمار في الأوراق المالية . منشورات المنظمة العربية للعلوم الإدارية .
- ٢٩- جابر، أحمد السيد . ١٩٦٢ . أسواق الأوراق المالية في ظل الاشتراكية العربية . رسالة ماجستير قدمت إلى كلية التجارة . جامعة القاهرة .
- ٣٠- جابر، محمد صالح . ١٩٨٢ . الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية . دار الرشيد للنشر . بغداد . الطبعة الأولى .
- ٣١- الجارحي، معبد . ١٩٨٩ . الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام . الإدارة المالية في الإسلام . الجزء الأول . مؤسسة آل البيت . عمان .
- ٣٢- جميعي، مقبل . الأسواق والبورصات . مدينة النشر والطباعة . الإسكندرية .
- ٣٣- الحاكم، محمد عبد الله . (د.ت) . المستدرك على الصحيحين . دار المعرفة . بيروت . لبنان .
- ٣٤- حبيب، كاظم . ١٩٩٨ . العولة الجديدة، الطريق، العدد الثالث، السنة ٥٧ .
- ٣٥- ابن حجر، أبو الفضل أحمد بن حجر العسقلاني . (د.ت) . بلوغ المرام من أدلة الأحكام . تحقيق رضوان محمد رضوان . دار الكتاب العربي . بيروت .
- ٣٦- ابن حجر، أبو الفضل أحمد بن حجر العسقلاني . (د.ت) . فتح الباري في شرح صحيح البخاري . دار الريان . الطبعة الثالثة .

٣٧- ابن حسين، محمد لخضر . ١٩٩٥ . الأزمات الاقتصادية، فعلها ووظائفها في البلدان
الرأسمالية المتطورة والبلدان النامية . ترجمة أحمد شفير . الجزائر . المعهد الوطني للثقافة
العملية وبحوث العمل .

٣٨- حشاد، نبيل . ١٩٩٨ . " الدروس المستفادة من الأزمة المالية في آسيا وإمكانية حدوثها في
مصر " ، بحث مقدم إلى المؤتمر السنوي الثالث لإدارة الأزمات والكوارث (نظمتها كلية
التجارة بجامعة عين شمس) القاهرة في ٣-٤ أكتوبر .

٣٩- خطاب، كمال توفيق . ٢٠٠٢ . " عقود الخيارات من منظور إسلامي " . مؤتمر المناخ
والاستثمار التحديات والآفاق الجديدة الذي عقد في ٩ تشرين أول . جامعة اليرموك . اربد.
الأردن .

٤٠- خطاب، كمال توفيق . ٢٠٠٥ . " نحو سوق مالية إسلامية " . المؤتمر العالمي الثالث
للاقتصاد الإسلامي . جامعة أم القرى .

٤١- حماد، نزيه . ١٣٩٨هـ . الحياة في العقود . دار البيان . دمشق .

٤٢- الحمدان، علي حسن . ١٩٨٤ . الكويت وأزمة سوق المناخ . مكتبة أم القرى . الكويت .

٤٣- حمود، سامي حسن . ١٩٨٤ . الوسائل الشرعية لتداول الحصص الاستثمارية في حالات
السلم والإيجار والمراوحة . ورقة عمل مقدمة إلى ندوة البركة الثانية في الاقتصاد الإسلامي .
تونس ، ٤-٧ نوفمبر .

٤٤- الحناوي، محمد صالح . ١٩٩٧ . أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية . الدار
الجامعية . الإسكندرية .

٤٥- حيدر، علي . (د.ت) . درر الحكام شرح مجلة الأحكام . مكتبة النهضة . بيروت . لبنان .

٤٦- خريوش، حسني وآخرون . ١٩٩٩ . الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق . دار
زهرة . عمان .

٤٧- خريوش، حسني وآخرون . ١٩٩٨ . الأسواق المالية . مفاهيم وتطبيقات . عمان .
الأردن .

- ٤٨- الخضيرى، محسن أحمد . ١٩٩٦ . كيف تتعلم البورصة . دار إيتراك . القاهرة . الطبعة الأولى .
- ٤٩- الخطيب، عبد الكريم . ١٩٧٥ . السياسة المالية في الإسلام . دار المعرفة . بيروت . الطبعة الثانية .
- ٥٠- ابن خلدون، عبد الرحمن بن محمد . ١٩٨٦ . المقدمة . دار القلم . لبنان . الطبعة السادسة .
- ٥١- الخليل، أحمد بن محمد . ٢٠٠٣ . الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامى . دار ابن الجوزى .
- ٥٢- خليل، سامى . ١٩٨٢ . النظريات والسياسات النقدية والمالية . شركة كاظمة للنشر والتوزيع والترجمة . الكويت الطبعة الأولى .
- ٥٣- أبو داود، سليمان بن الأشعث السجستاني . ١٩٩٩ م . سنن أبي داود . دار الأرقم بن الأرقم . بيروت .
- ٥٤- الدريني، السيد نشأت . ١٩٨٢ . التراضي في عقود المبادلات المالية . دار الشروق . جدة . الطبعة الأولى .
- ٥٥- الدريوش، أحمد بن يوسف . ١٩٨٩ . أحكام السوق في الإسلام وأثرها في الاقتصاد الإسلامى . دار عالم الكتب . الرياض . الطبعة الأولى .
- ٥٦- الدسوقي، محمد عرفة . (د.ت) . حاشية الدسوقي على الشرح الكبير . دار الفكر . بيروت .
- ٥٧- الرازى، زين الدين أبو عبد الله محمد بن أبي بكر . (د.ت) . مختار الصحاح . دار المعارف . القاهرة .
- ٥٨- ابن رجب، أبو الفرج عبد الرحمن بن رجب الحنبلى . (د.ت) . القواعد . دار الفكر للطباعة والنشر . بيروت .
- ٥٩- رضوان، سمير عبد الحميد . (د.ت) . أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية . المعهد العالمى للفكر الإسلامى . مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامى .

٦٠- الرفاعي، عبد الهادي وآخرون . ٢٠٠٥ . العولة وبعض الآثار الاجتماعية والاقتصادية الناجمة عنها . مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية . سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية . المجلد ٢٧ . العدد ١ .

٦١- الركيبي، صعفق عبد الله . ١٩٨٧ . " الإفصاح المالي في الكويت : نشأته وتطويره " . ندوة أهمية المعلومات والإفصاح عنها في البورصات المالية . الاتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية . القاهرة . ١٥ - ١٧ نوفمبر .

٦٢- رمضان، زياد . ١٩٩٨ . مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي . دار وائل . عمان .

٦٣- الزبيدي، محمد مرتضي . (د.ت) . تاج العروس . دار ليبيا . بني غازي .

٦٤- الزحيلي، وهبة . ١٩٩٦ . الفقه الإسلامي وأدلته . دار الفكر . دمشق . الطبعة الأولى .

٦٥- الزحيلي، وهبة . ٢٠٠٢ . المعاملات المالية المعاصرة . دار الفكر المعاصر . الطبعة الأولى .

٦٦- الزرري، عبد النافع، وغازي فرح . (د.ت) . الأسواق المالية . دار وائل للنشر . عمان . الأردن .

٦٧- الزرقا، مصطفى . ١٩٩٨ . المدخل الفقهي العام . دار القلم . دمشق . الطبعة الأولى .

٦٨- زعترى، علاء الدين . ٢٠٠٤ . " الخيارات من منظور شرعي " . مؤتمر إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية . الملتقى الإسلامي السنوي السابع . الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية وآخرون . عمان . الأردن .

٦٩- الساعاتي، عبد الرحيم . ١٩٩٩ . " نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية " .

مجلة جامعة الملك عبد العزيز . أبحاث الاقتصاد الإسلامي . جدة . السعودية، مج ١١ .

٧٠- الساعاتي، عبد الرحيم . ٢٠٠٣ . " مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة " . مجلة

الملك عبد العزيز . أبحاث الاقتصاد الإسلامي . جدة . السعودية . مج ٥ .

٧١- سالمون، روبرت - إس . ١٩٨١ . المؤسسات العاملة في السوق المالية ، مؤتمر تطوير سوق الأسهم في الكويت ١٤-١٦ . منشورات غرفة تجارة وصناعة الكويت .

٧٢- السدلان، صالح قاسم . ١٩٨٤ . النية وأثرها في الأحكام الشرعية . مكتبة الخريجي . الرياض . الطبعة الأولى .

٧٣- سلام، عماد . إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة .

٧٤- سلامة، مورييس . ١٩٨٣ . الأسواق المالية في العالم . ترجمة يوسف الشدياق . منشورات عويدات . بيروت . الطبعة الأولى .

٧٥- سليمان، أحمد يوسف . ١٩٨٢ . رأي التشريع في مسائل البورصة . الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية . الاتحاد الإسلامي للبنوك الإسلامية . الطبعة الأولى .

٧٦- السنهوري، عبد الرزاق . (د.ت) . مصادر الحق في الفقه الإسلامي . دار إحياء التراث العربي .

٧٧- سيجل، باري . ١٩٨٧ . النقود والبنوك والاقتصاد . ترجمة طه عبد الله منصور وآخرون . دار المريح للنشر . الرياض . السعودية .

٧٨- السيوطي، جلال الدين عبد الرحمن بن أبي بكر . ١٩٥٩ . الأشباه والنظائر . الطبعة الأخيرة . مصطفى البابي الحلبي . مصر .

٧٩- الشاطبي، أبو إسحاق إبراهيم بن موسى الغرناطي . (د.ت) . الموافقات في أصول الشريعة . دار المعرفة . بيروت .

٨٠- الشافعي، محمد بن إدريس . ١٣٢١ هـ . الأم . الدار المصرية للتأليف والنشر والترجمة . مصر .

٨١- شبير، محمد عثمان . ٢٠٠١ . المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي . دار النفائس . الأردن . الطبعة الرابعة .

٨٢- الشرباصي، أحمد . ١٩٨١ . المعجم الاقتصادي الإسلامي . دار الجليل . بيروت .

٨٣- شريف، فؤاد . ١٩٥٩ . تخطيط الاستثمارات . مجموعة محاضرات ألقيت في البرنامج التدريبي للوسطاء . بورصة الإسكندرية .

٨٤- شلبي، علي . بورصة الأوراق المالية . دراسة علمية وعملية . منشورات النهضة المصرية .

٨٥- الشوكاني، محمد بن علي . ١٣٤٧ هـ . نيل الأوطار . مطبعة مصطفى البابي الحلبي . مصر .

٨٦- شيحة، مصطفى رشدي . ١٩٨١ . الاقتصاد النقدي والمصرفي ، الدار الجامعية للطباعة والنشر . بيروت .

٨٧- الشيشتي، جمال الدين . (د.ت) . دور الأسواق المالية في تمويل التنمية . صندوق النقد العربي .

٨٨- صبحي، محمد . ١٩٨٥ . الاقتصاد ، طبعة ٨٥/٨٦ .

٨٩- صليبا، جميل . ١٩٨٢ . المعجم الفلسفي . دار الكتاب اللبناني .

٩٠- الطحيج، سالم المرزوق . ١٩٨٢ . " دراسة ميدانية لسوق الأوراق المالية في الكويت " . جهاز الدراسات والبحوث الاستشارية . الديوان الأميري . الكويت .

٩١- الطراد، إسماعيل . وعباد، جمعة . ١٩٩٩ . التشريعات المالية والمصرفية في الأردن . دار وائل . عمان .

٩٢- الطوخى، عبد النبي إسماعيل . (د.ت) . التنبؤ المبكر بالأزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية القائدة . مصر العربية .

٩٣- ابن عابدين، محمد أمين بن عمر . ١٩٦٦ . حاشية رد المحتار . مطبعة مصطفى البابي الحلبي . الطبعة الثانية . مصر .

٩٤- عبد الحميد، يس . ١٩٤٨ . بورصة الأوراق المالية . مكتبة التاجر والمحاسب . القاهرة . الطبعة الأولى .

٩٥- عبد الحى، محمد . ١٩٨٥ . النية في الأحكام الفقهية . دار الهدى للطباعة . مصر .

٩٦- عبد الرحمن، خير الدين . ٢٠٠٣ . " التداخل مابين عسكري ومدني في حروب اليوم " . الفكر السياسي . العدد ١٩ .

٩٧- عبد الغنى، مخلف أحمد . ١٩٨٧ . " أزمة الاقتصاد السري " . مقال بالأهرام الاقتصادي . العدد ٦٥٤ .

٩٨- عبد الله، أحمد علي . (د.ت) . المراجعة ، الدار السودانية للكتب .

٩٩- العطار، عبد الناصر (د.ت) . أحكام العقود في الشريعة الإسلامية والقانون . مطبعة السعادة . مصر .

- ١٠٠ - عفر، محمد عبد المنعم . تكوين رأس المال . مجلة الاقتصاد الإسلامي . العدد ٢٢ .
- ١٠١ - العقلا، محمد بن علي . ٢٠٠٦ . " الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية " . مؤتمر الأسواق المالية والبورصات الخامس عشر . كلية الشريعة والقانون . الشارقة . جامعة الإمارات العربية المتحدة .
- ١٠٢ - أبو العلا ، إبراهيم محمد . ١٩٦٠ . بورصات الأوراق المالية والقطن . مطبعة كوستا تسوماس ، مصر ، الطبعة الأولى .
- ١٠٣ - علي، عبد المنعم السيد . " العرب في مواجهة العولة الاقتصادية بين التبعية والاحتواء والتكامل الاقتصادي العربي " . المستقبل العربي . العدد ٢٩٠ .
- ١٠٤ - عمر، محمد عبد الحليم . ١٩٩٨ . " الجوانب الشرعية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية " . مجلة الاقتصاد الإسلامي . العدد ٢٠٢ .
- ١٠٥ - عويس، يحيي . ١٩٧٨ . المشاكل الاقتصادية . القاهرة . طبعة ٧٨ .
- ١٠٦ - الغزالي، عبد الحميد . ١٩٨٥ . مقدمة في الاقتصاديات الكلية - النقود والبنوك . دار النهضة العربية . القاهرة .
- ١٠٧ - فياض، عطية . ١٩٩٨ . سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي . دار النشر للجامعات . مصر . الطبعة الأولى .
- ١٠٨ - قدامة، أبو محمد عبد الله بن أحمد . ١٩٨٤ . المغني . الطبعة الأولى . دار الفكر . بيروت .
- ١٠٩ - القرة داغي، علي محيي الدين . بحوث في فقه المعاملات المالية المعاصرة . دار البشائر الإسلامية . بيروت . لبنان .
- ١١٠ - القرة داغي، علي محيي الدين . ١٩٩٢ " أسواق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي " . مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة . منظمة المؤتمر الإسلامي . جدة . العدد ٧ .
- ١١١ - القرني، محمد علي . " الأسهم - الاختيارات - المستقبلات " . مجمع الفقه الإسلامي . الدورة السابعة .

١١٢- القري، محمد علي . ١٩٩٣ . " نحو سوق مالية إسلامية " . مجلة دراسات اقتصادية إسلامية . المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب . البنك الإسلامي للتنمية . مج ١ . العدد الأول .

١١٣- القري، محمد علي . ١٩٩٩ . " الأسواق المالية " . مجلة مجمع الفقه الإسلامي . جدة . السعودية . ٦٤، ج ٢ .

١١٤- قندوز، عبد الكريم . ٢٠٠٦ . " الهندسة المالية الإسلامية : دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية " . بحث مقدم لمؤتمر الأسواق المالية والبورصات الخامس عشر . جامعة الإمارات العربية المتحدة ، دبي .

١١٥- قوناش، أنور هاقان . (د.ت) . " أزمة شرق آسيا: عبْرَ لبلدان منظمة المؤتمر الإسلامي " . بحث على الانترنت .

١١٦- ابن القيم، شمس الدين أبو عبد الله محمد . ١٩٧٢ . زاد المعاد . المطبعة المصرية . مصر . الطبعة الثانية .

١١٧- ابن القيم، شمس الدين أبو عبد الله محمد . ١٩٦٨ . إعلام الموقعين . تحقيق محمد محيي الدين . مراجعة طه عبد الرؤوف . مكتبة الكليات الأزهرية .

١١٨- الكاساني، علاء الدين أبو بكر بن مسعود الحنفي . ٢٠٠٠ . بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع . دار إحياء التراث العربي . بيروت . لبنان . الطبعة الثالثة .

١١٩- كاظم، مراد . ١٩٦٧ . البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية ، المكتبة التجارية . بيروت . الطبعة الثانية .

١٢٠- كامل، صالح . ١٩٩٧ . مؤتمر التخصصية وتطوير الأسواق المالية . استنبول .

١٢١- كينز، جون ماينر . (د.ت) . النظرية العامة في الاقتصاد . ترجمة نهاد رضا . دار مكتبة الحياة . بيروت .

١٢٢- لطفي، عامر . ١٩٩٩ . البورصة أسس الاستثمار والتوظيف . الطبعة الأولى .

١٢٣- لطفي، محمد . ١٩٩٥ . انخفاض التداول للأسهم الاستثمارية وعشرة أسباب . الأهرام الاقتصادي . العدد ١٣٩٢ .

- ١٢٤- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار . ١٩٨٥ . أسواق الأوراق المالية العربية (تنظيمها، أدواتها، أوضاع التعامل فيها) . الكويت .
- ١٢٥- ابن ماجه، أبو عبد الله محمد القزويني . ١٩٩٨ . سنن ابن ماجه . دار الحديث . القاهرة . مصر . الطبعة العاشرة .
- ١٢٦- مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي ، جامعة الملك عبد العزيز جدة ، العدد ١ ، المجلد ٢ ، ١٩٨٤ م .
- ١٢٧- مجمع الفقه الإسلامي . ١٩٨٥ . قرارات مجمع الفقه الإسلامي من الدورة الأولى ١٣٩٨ هـ وحتى الدورة الثامنة ١٤٠٥ هـ . الأمانة العامة . مكة المكرمة . ط ١ .
- ١٢٨- مجمع اللغة العربية . ١٩٧٢ . المعجم الوسيط . مطابع دار المعارف . الطبعة الثانية .
- ١٢٩- محمد، إسماعيل حسن . ١٩٨٧ م . تطوير سوق مالي إسلامي . بحوث مختارة من المؤتمر الأول للبنوك الإسلامية المنعقد في استانبول . الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية . الطبعة الأولى .
- ١٣٠- محمد، جمال الدين . ١٩٦٩ . سبب الالتزام وشرعيته في الفقه الإسلامي . دار النهضة العربية . مصر .
- ١٣١- محمد، يوسف كمال . ١٩٨٨ . فقه الاقتصاد الإسلامي . دار القلم . الكويت . الطبعة الأولى .
- ١٣٢- محمد، يوسف كمال . ١٩٩٣ . فقه الاقتصاد النقدي . دار الهداية . الطبعة الأولى .
- ١٣٣- مختار ، إبراهيم . ١٩٩٥ . المتمردون يعطون ظهرهم للبورصة ... أسباب واستراتيجية . الأهرام الاقتصادي . العدد ١٣٩٢ .
- ١٣٤- مركز المشروعات الدولية الخاصة ، المكسيك وتجاوز آثار أزمة ١٩٩٥ . غرفة التجارة الأمريكية . واشنطن .
- ١٣٥- المصنف، جاسم . ١٩٨٦ . " إمكانيات التعاون والتنسيق بين بورصات الأوراق المالية العربية " . بحث مقدم إلى ندوة الاستثمار ومعوقاته في بورصات الأوراق المالية العربية واتجاهاتها المستقبلية . نظمها الاتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية . الدار البيضاء .

- ١٣٦- معهد التخطيط القومي . ١٩٩٦ . تطوير أساليب وقواعد المعلومات في إدارة الأزمات المهددة لاطراد التنمية . القاهرة ، سلسلة قضايا التخطيط والتنمية رقم ١٠٥ .
- ١٣٧- معوض، نشأت عبد العزيز . ١٩٩٤ . بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار . القاهرة . كتاب الأهرام الاقتصادي . العدد ٧٢ .
- ١٣٨- مكاي، نادية أبو فخري . ١٩٩٠ . اتجاه معاصر في إدارة المنشآت والأسواق المالية . مكتبة النهضة العربية . القاهرة .
- ١٣٩- مكي، علي سعيد . (د.ت) . تمويل المشروعات في ظل مبادئ الإسلام . دراسة مقارنة . دار الفكر العربي .
- ١٤٠- المناعي، جاسم . ١٩٩٨ . الأزمة الاقتصادية لدول جنوب شرق آسيا وانعكاساتها على اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي . أبو ظبي . صندوق النقد العربي .
- ١٤١- المنذري، سليمان . ١٩٨٧ . الأسواق العربية لرأس المال . دار الرازي . بيروت .
- ١٤٢- منظور، جمال الدين محمد بن مكرم . (د.ت) . لسان العرب . دار صادر .
- ١٤٣- الموسوعة العربية الميسرة . ١٩٨٧ . دار نهضة لبنان للطبع والنشر . بيروت .
- ١٤٤- الميداني، عبد الرحمن حبنكة . ١٩٥٧ . ضوابط المعرفة . دار القلم . دمشق . بيروت .
- ١٤٥- الميداني، محمد أيمن . ٢٠٠٢ . تطوير أسواق الأوراق المالية في سورية . المركز السوري للاستشارات والأبحاث والتدريب في إدارة الأعمال .
- ١٤٦- ابن النجار، محمد بن أحمد . ١٩٨٢ . شرح الكوكب المنير . تحقيق محمد الزحيلي ونزيه حماد . منشورات جامعة أم القرى . مكة . المملكة العربية السعودية .
- ١٤٧- ابن نجيم، زين العابدين . ١٩٦٨ . الأشباه والنظائر . تحقيق عبد العزيز الوكيل . الحلبي وشركاه . القاهرة .
- ١٤٨- نوفل، حسن صبري . ١٩٩٦ . الاستثمار في الأوراق المالية مقدمة للتحليل الفني والأساسي . كتاب الأهرام الاقتصادي . العدد ١٠٠ .
- ١٤٩- النووي . (د.ت) . المجموع . المكتبة السلفية . المدينة المنورة .

- ١٥٠- النووي، يحيى شرف الدين . ١٩٩٠ . صحيح مسلم شرح النووي . مؤسسة مناهج الفرقان. بيروت . لبنان .
- ١٥١- هارون، محمد صبري . ١٩٩٩ . أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات) . دار النفائس . الطبعة الأولى .
- ١٥٢- هندي، منير إبراهيم . ١٩٩٩ . أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية . المكتب العربي . الإسكندرية .
- ١٥٣- هندي، منير إبراهيم . ٢٠٠٢ . الأوراق المالية وأسواق رأس المال . منشأة المعارف بالإسكندرية .
- ١٥٤- الهيئة العامة لسوق المال . ١٩٨٩ . دراسات وأبحاث لتنمية سوق المال في مصر . القاهرة .
- ١٥٥- الهيثمي، الحفظ نور الدين علي بن أبي بكر . (د.ت) . كشف الأستار عن زوائد البزار . تحقيق حبيب الرحمن الأعظمي . مؤسسة الرسالة . بيروت .
- ١٥٦- هيج، دوجلاس - س . والفريد ستونير . ١٩٦٢ . النظرية الاقتصادية . ترجمة صلاح الدين صيرفي . مطبعة المسلة . الإسكندرية .
- ١٥٧- هيكمل، عبد العزيز فهمي . ١٩٨١ . موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية . دار النهضة العربية . بيروت . الطبعة الثانية .
- ١٥٨- الولي، ممدوح . ١٩٩٥ . الأسعار تواصل الانخفاض . الأهرام الاقتصادي . العدد ١٤٠٥ .
- ١٥٩- اليونسكو . معجم العلوم الاجتماعية . الهيئة المصرية العامة للكتاب . القاهرة .

ثانياً : المراجع الأجنبية:

- 160- Gilbert W. Cooke, The Stock Markets, Simmons – Boardman publishing corporation, New York .
- 161- Herbert . Dougall, Jacke . Gaumnitz, Capital Markets Institutions, prentice –Hall, Inc. Englewood cliffs. New Jersey .

- 162- International Monetary Fund no 26 (Special Issue on the Fund) September 1994.
- 163- J. Edward Meeker, The world of Stock Exchange, New York – Roland Press.
- 164- K.L. Hanson, A dictionary of economic and commerce, Macdonald and eveons press. Fifth edition .
- 165- M. S. Rix, Stock Market Economics, Sir Isaac pitman & sons ltd, London.

ثالثاً: مقالات:

- ١٦٦ - الأزمات المالية ، بحث على موقع وصال العرب ، اقتصاد وأعمال :
<http://www.arabslink.net/vb/archive/index.php/t-14062.html>
- ١٦٧ - الأزمة الهيكلية للرأسمالية وبدايات صعود الليبرالية الجديدة ، العولة المالية :
<http://arabic.tharwaproject.com/node/6139>
- ١٦٨ - أبو رحمة، سيرين سميح . ٢٠٠٧ . اتفاقية بازل المضمون - الأهمية - الأبعاد - التأثيرات - التحديات . ٢٠٠٧ :
http://64.233.183.104/search?q=cache:vlfv3pCpnJUU:www.ibtesama.com/vb/showthread-t_13181.html
- ١٦٩ - القصار، محمد سامر . أزمات الأسواق المالية والدروس المستفادة : الأزمة الآسيوية واللاتينية :
<http://www.banquecentrale.gov.sy/Archive/archive-ar/archive2007/news10-7/news-ar/news14-ar.htm>
- ١٧٠ - سويلم، محمد . إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية :
<http://www.islamonline.net/iol-arabic/dowalia/namaa-31/morajaat.asp>
- ١٧١ - طلفاح، أحمد ، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت :
http://www.arab-api.org/course23/c23_3.htm
- ١٧٢ - أبو عزة، عادل حماد ، مجلة العالم الرقمي :
<http://www.al-jazirah.com/digimag/13082006/hasebat4.htm>

Abstract

Shatnawi, Zakariya. Economic Effects of Stock Markets (From Islamic Economy Perspective)

Ph.D. dissertation in Yarmouk University, 2007

(Supervised by : Professor Abdul-Jabbar Hamad Al-Sabhani)

Stock markets have benefits that justify their existence like, to name a few, reduced cost of funding, provision of liquidity to investors, reduced investment risks and Provision of monetary tools for individual as well as corporate savings.

However, stock markets have negative effects on price levels, production sectors, specification of resources, stability of economic activities, long term investments and it focuses investments away from true production.

This study aims at enumerating and analyzing the positive effects of stock markets to maximize their benefits. Also, it aims at enumerating and analyzing the negative effects of stock markets to reduce these effects, and to shield the Islamic stock markets from them. In all its analysis, this study emphasizes the Islamic economy standards.

This study is organized into four chapters – the first chapter defines the stock markets, their types, and their terms of existence. The second chapter enumerates and analyzes the positive effects of stock markets. The third chapter enumerates and analyzes the negative effects of stock markets. The fourth and last chapter illustrates some economic crises arising from the way stock market business is being conducted.

The study concludes that an Islamic stock market free of the negative effects of existing stock markets requires the validity (according to Shariah) of:

- The underlying business,
- The way the business is being conducted,
- The goal of the business.

Also, the study ends up with recommendations and results in its last conclusion.

Keywords:

Islamic Economy, Stock Markets, Stocks, Economic Effects, Shatnawi.

الفهرس

٥	الإهداء.....
٦	الشكر والتقدير.....
٨	الملخص.....
١١	المقدمة.....

الفصل الأول:

٢٥	سوق الأوراق المالية (الماهية ، النشأة ، الأنواع)
----	--

٢٥	المبحث الأول : مفهوم سوق الأوراق المالية ونشأتها.....
٢٥	المطلب الأول : مفهوم سوق الأوراق المالية
٢٥	السوق لغة :
٢٦	السوق اصطلاحاً :
٢٨	تعريف سوق الأوراق المالية:
٢٩	تعريف تنموي لسوق الأوراق المالية :
٣٠	تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية:
٣١	أسماء أسواق الأوراق المالية :
٣٣	المطلب الثاني : نشأة أسواق الأوراق المالية وتطورها.....
٣٣	نشأة سوق الأوراق المالية:
٣٥	تطور أسواق الأوراق المالية:
٣٧	المبحث الثاني: أنواع سوق الأوراق المالية وشروط إقامتها.....
٣٧	تمهيد : سوق الأوراق المالية : موقعها.....
٤٠	المطلب الأول : أنواع أسواق الأوراق المالية :
٤١	أ - السوق الأولية : أو سوق الإصدار
٤٣	ب - السوق الثانوية :
٤٥	أ - سوق منظمة

٤٦	ب- سوق غير منظمة:
٤٦	القسم الثاني : الأسواق الآجلة:
٤٦	أ- أسواق العقود المستقبلية:
٤٩	المطلب الثاني : شروط إقامة سوق الأوراق المالية

الفصل الثاني

٥٥	الآثار الإيجابية لسوق الأوراق المالية
----	---------------------------------------

٥٥	المبحث الأول: آثار سوق الأوراق المالية.
٥٥	المطلب الأول : آثار سوق الأوراق المالية على صعيد الاقتصاد القومي.
٥٥	أولاً: تأمين السيولة.
٥٧	ثانياً: تحديد أسعار الأوراق المالية على أساس من المعرفة الكافية.
٦٠	ثالثاً: تشجيع عمليات الادخار والاستثمار.
٦٣	رابعاً: تقويم أداء الشركات والمشروعات.
٦٤	خامساً: سوق الأوراق المالية مرآة للنشاط الاقتصادي.
٦٦	سادساً: سوق الأوراق المالية تتيح الفرصة للاستثمارات قصيرة الأجل.
٦٧	سابعاً: سوق الأوراق المالية تتيح البيانات والمعلومات عن الفرص الاستثمارية.
٦٧	ثامناً: جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في شركات محلية.
	تاسعاً: الإسهام في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية:
٦٧	
٦٨	عاشراً: الإسهام في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية...
٦٩	حادي عشر: التقليل من مخاطر التضخم والانكماش المالي.
٦٩	ثاني عشر: الإسهام في دعم الائتمان الداخلي والخارجي.
٦٩	ثالث عشر: موازنة الأسعار.
٧٠	المطلب الثاني : آثار سوق الأوراق المالية بالنسبة للأفراد والمؤسسات.
٧٠	أولاً: سهولة استثمار رؤوس الأموال :
٧٠	ثانياً: بيع الحقوق وشرائها:

٧١	ثالثاً: توفير قنوات سليمة للاستثمار
٧١	رابعاً: تعتبر البورصة أداة إشباع
٧١	خامساً: قبول الدائنين للأسهم كضمان لقروضهم
	سادساً: يشجع وجود البورصة بنوك الاستثمار على الإقدام على ضمان إصدارات
٧١	أوراق مالية في السوق الأولى
٧٢	سابعاً: التأمين ضد تقلبات الأسعار
٧٢	ثامناً: إيجاد مجال للمضاربة
٧٣	المبحث الثاني: دور سوق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية
٧٣	الفرع الأول: المقصود بتمويل سوق الأوراق المالية للتنمية
٧٤	الفرع الثاني دور شركات المساهمة في التنمية:

الفصل الثالث

٨١	الآثار السلبية لأسواق الأوراق المالية وتقديرها إسلامياً
٨١	المبحث الأول: المضاربة في أسواق الأوراق المالية
٨٢	المطلب الأول: تعريف المضاربة
٨٤	المطلب الثاني: العلاقة بين المضاربة والمخاطرة والمقامرة والاستثمار
٨٤	الفرع الأول: مفهوم المخاطرة:
٨٦	الفرع الثاني: مفهوم المقامرة ومفهوم المضاربة:
٨٨	الفرع الثالث: مفهوم الاستثمار:
٨٩	١- العوائد المتوقعة:
٩٠	٢- المخاطر المحتملة:
٩٠	٣- مدة استخدام المدخرات:
٩١	٤- نوع التعامل:
٩٢	المطلب الثالث: أنواع المضاربة:
٩٢	١- مضاربة على الصعود:
٩٢	٢- المضاربة على النزول:

المبحث الثاني : أضرار المضاربة	٩٣
المطلب الأول : التأثير الضار على مستويات الأسعار	٩٣
المطلب الثاني : الآثار السلبية على عملية تحديد الفعاليات المنتجة وتخصيص الموارد	٩٥
المطلب الثالث : زعزعة استقرار النشاط الاقتصادي	٩٦
المطلب الرابع : الآثار على عمليات الاستثمار الحقيقي طويل الأجل	٩٨
المطلب الخامس : دوران رأس المال بعيداً عن دورة الإنتاج	٩٩
المطلب السادس : الآثار التضخمية :	١٠٠
المطلب السابع : الآثار السلبية على توزيع الثروة :	١٠٠
المبحث الثالث : تقدير اقتصادي إسلامي للآثار السلبية	١٠٢
المطلب الأول : رأي الفقه في صورية العقود	١٠٢
الفرع الأول : هل العقد الصوري يقع غير صحيح ؟	١٠٣
أولاً- عدم ثبوت نيتي البيع والشراء :	١٠٤
ثانياً- العقود الصورية من أنواع الحيلة الممنوعة شرعاً:	١٠٥
ثالثاً: منع البيع الصوري قياساً على منع بيع العينة :	١٠٧
رابعاً: مخالفة قصد الشارع من التكليف :	١٠٧
خامساً: منع البيع الصوري سداً للذريعة :	١٠٨
الفرع الثاني : هل يصح لنا أن نتجاوز الإرادة الظاهرة للمتعاقدين إلى البحث عن إرادتهما الباطنة ؟	١٠٨
أولاً: آراء من يقول بالإرادة الظاهرة :	١٠٩
ثانياً: آراء من يقول بالإرادة الباطنة :	١١٠
١- دلالة القرائن :	١١١
٢- العبرة في العقود بالمقاصد والمعاني :	١١١
المطلب الثاني : رأي الفقه في العمليات الآجلة	١١٣
المطلب الثالث : رأي الفقه في العمليات غير المخالفة لضوابط العقود في الفقه الإسلامي	١١٦
المطلب الرابع : رأي الفقه في العمليات التي تتم في سوق الأوراق المالية	١٢١

الفرع الأول: العمليات العاجلة (الفورية) في البورصات:	١٢٢
البيع على المكشوف	١٢٥
طبيعة البيع على المكشوف:	١٢٧
مخاطر التعامل بالبيع على المكشوف:	١٢٧
التكييف الفقهي لعمليات البيع على المكشوف:	١٢٩
التعامل بالهامش	١٢٩
حكم الشراء بالهامش:	١٣١
حكم الشراء بالهامش إذا خلا من القرض بفائدة	١٣٢
الفرع الثاني: العمليات الآجلة في البورصة	١٣٣
العمليات الآجلة الباتة (القطعية):	١٣٤
الحكم الشرعي في العمليات الآجلة الباتة القطعية:	١٣٦
العقود المستقبلية:	١٤١
أحكام عقود المستقبلات:	١٤٣
المانعون وأدلتهم:	١٤٣
المجيزون وأدلتهم:	١٤٦
الترجيح:	١٤٧
البيوع (العمليات) الآجلة الشرطية (عقود الخيارات)	١٥٠
أولاً: خيار الطلب أو الشراء:	١٥٢
ثانياً: خيار العرض أو الدفع	١٥٣
آراء العلماء المعاصرين في عقود الخيارات:	١٥٤
الرأي الأول: المحرّمون:	١٥٤
١- تعارض عقود الخيار الشرطية مع قصد الشارع لتحقيق العدل:	١٥٥
٢- اعتبار الشروط المرافقة لعقود الخيارات من الشروط الفاسدة:	١٥٥
٣- انطواء البيوع الآجلة الشرطية على بيع الإنسان ما ليس عنده:	١٥٥
٤- صورية أغلب البيوع الخيارية الشرطية:	١٥٥
٥- الغرر في عقود الخيارات:	١٥٦
الرأي الثاني: المجيزون	١٥٦

الفصل الرابع

الأزمات الاقتصادية الناتجة عن أنشطة أسواق الأوراق المالية ١٦١

١٦١ تمهيد : الأزمة المالية :

١٦١ تصنيف الأزمات المالية :

١٦١ ١ - أزمة النقد الأجنبي

١٦٢ ٢ - الأزمة المصرفية

١٦٢ ٣ - أزمة الديون

١٦٢ أسباب الأزمات المالية :

١٦٤ المبحث الأول : أزمات أسواق الأوراق العالمية

١٦٤ المطلب الأول : انهيار البورصات العالمية عام ١٩٢٩

١٦٦ أسباب انهيار البورصات العالمية عام ١٩٢٩

١٦٧ النتائج الانكماشية لانهيار البورصات :

١٦٨ المطلب الثاني : أزمة يوم الاثنين ١٩ أكتوبر ١٩٨٧ وانهيار البورصات العالمية :

١٦٨ أسباب الأزمة :

١٧٠ بعض المعالجات للخروج من الأزمة :

١٧١ المطلب الثالث : أزمة دول جنوب شرق آسيا ١٩٩٧ - ١٩٩٨ :

١٧١ أهم أسباب أزمة دول جنوب شرق آسيا :

١٧٦ أهم نتائج الأزمة الآسيوية وآثارها :

١٧٨ التجربة الماليزية في الخروج من الأزمة المالية :

١٧٩ حزمة الإجراءات :

١٨٢ نجاح ماليزيا ضربة لصندوق النقد :

١٨٣ المطلب الرابع : انهيار أسعار الأسهم الأمريكية في عامي ٢٠٠٠ و ٢٠٠١ ...

١٨٣ انهيار أسعار الأسهم الأمريكية عام ٢٠٠٠ :

١٨٤ أسباب الأزمة :

١٨٤	٢- انهيار أسعار الأسهم الأمريكية في مارس ٢٠٠١ :
١٨٦	المبحث الثالث : بعض أزمات بورصات الأوراق المالية العربية.
١٨٦	المطلب الأول : أزمة بورصة بيروت في منتصف الستينات
١٨٧	المطلب الثاني : أزمة سوق المناخ بالكويت عام ١٩٨٣
١٨٨	أسباب الأزمة :
١٩٠	نتائج أزمة سوق المناخ وآثارها :
١٩١	احتواء ومعالجة الأزمة :
١٩١	المطلب الثالث : أزمة البورصة المصرية عام ١٩٩٥
١٩٣	المطلب الرابع : أزمة سوق الإمارات للأوراق المالية عام ١٩٩٨
١٩٤	بؤادر الأزمة وحجم الخسائر :
١٩٤	أسباب الأزمة :
١٩٦	معالجة الأزمة :
١٩٨	المبحث الثالث : الأسباب العامة للأزمات الاقتصادية.....
١٩٨	١- العولة الاقتصادية:
١٩٩	٢- المضاربات المالية :
٢٠١	٣- الانتقال من الاقتصاد الحقيقي إلى اقتصاد الفقاعة.....
٢٠٣	٤- تحرير الأسواق المالية :

الفصل الختامي

٢٠٧	المبحث الأول : بعض النماذج العملية لأسواق المال الإسلامية.....
٢٠٧	المطلب الأول: التجربة البحرينية:
٢٠٨	السوق المالية الإسلامية الدولية:
٢١٠	أعضاء السوق المالية الإسلامية الدولية:
٢١١	مهام السوق المالية الإسلامية الدولية:
٢١١	أهداف السوق المالية الإسلامية الدولية:
٢١٢	كيف تعمل السوق المالية الإسلامية الدولية؟

أ- من حيث البضاعة (الأوراق المالية) المتداولة في هذه السوق فهي ما يلي: ...	٢١٢
ب - من حيث المتعاملون:	٢١٦
ج - من حيث أساليب وصور التعامل:	٢١٧
الخدمات والمبادرات :	٢١٧
مركز إدارة السيولة المالية:	٢١٨
المطلب الثاني: التجربة الماليزية :	٢٢٠
المطلب الثالث : التجربة السودانية	٢٢٢
شهادات المشاركة الحكومية (شهامة)	٢٢٤
شهادات المشاركة المصرفية (شمم):	٢٢٥
ملاحظات عامة ومقترحات :	٢٢٦
المبحث الثاني : تصور نظري لسوق مالية إسلامية.	٢٢٨
مميزات السوق المالية الإسلامية المقترحة:	٢٢٩
الضوابط الشرعية للسوق المالية الإسلامية :	٢٣٠
المشاكل التي تواجه إقامة أسواق الأوراق المالية الإسلامية :	٢٣٣
التحديات التي تواجه عمل السوق المالية الإسلامية:	٢٣٤
مهام متوقعة للسوق المالية الإسلامية المقترحة ووظائفها في حال قيامها:	٢٣٥
مقترح سوق مالية إسلامية لعقود الخيارات والعقود الآجلة:	٢٣٧
وظائف السوق المالية الإسلامية المقترحة :	٢٣٨
آلية عمل السوق:	٢٣٩
عقود خيار الشراء :	٢٣٩
ضوابط احترازية:	٢٤١
النتائج والتوصيات	٢٤٣
قائمة المصادر والمراجع	٢٤٧
الفهرس	٢٦٣

