

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة أبي بكر بلقايد - تلمسان -

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية

تخصص : نفود مالية وبنوك

مذكرة لنيل شهادة الماجستير

# الاستثمار في البورصة رؤية من منظور إسلامي

إشراف :

د. بن بوزيان محمد

إعداد الطالبة :

مهداوي هند

أعضاء لجنة المناقشة :

رئيسا	أستاذ التعليم العالي	جامعة تلمسان	أ.د. بندي عبد الله عبد السلام
مشرفا ومقورا	أستاذ محاضر	جامعة تلمسان	د. بن بوزيان محمد
مناقشا	أستاذ التعليم العالي	جامعة تلمسان	أ.د. بلقاسم مصطفى
مناقشا	أستاذ محاضر	جامعة تلمسان	د. طويل أحمد
مناقشا	أستاذ محاضر	جامعة تلمسان	د. طولي مصطفى كمال

السنة الجامعية

2008 2007

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ  
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي  
خَلَقَ الْمَوَدَّعَةَ  
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي  
خَلَقَ الْمَوَدَّعَةَ  
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي  
خَلَقَ الْمَوَدَّعَةَ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ  
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي  
خَلَقَ الْمَوَدَّعَةَ  
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي  
خَلَقَ الْمَوَدَّعَةَ  
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي  
خَلَقَ الْمَوَدَّعَةَ

# حمد وشكر وثناء

نشكرك ربّي على نعمة العقل والعلم  
نحمدك ربّي حمد الشاكرين  
على جميل توفيقك وجزيل عطائك

اعترافاً بالفضل لصاحب الفضل أتقدم بالشكر الجزيل للأستاذ  
المفروض "بن بوزيان محمد" الذي لم يبخل عليّ بشيء من النصح  
والتوجيه والذي تعب معي في إنجاز هذا العمل.  
كما أتوجه بالشكر إلى الأخ الكريم "ناصر محمد" لما قدمه لي  
من دعم ومساعدة في سبيل إتمام هذا البحث كما لا أنسى شكر  
كل عمال المكتبة الجامعية بتلمسان، وكل من ساعدني من قريب  
أو بعيد ولو بكلمة طيبة.

# إهداء

الحمد لله الذي تنم به الصالحات ويذكر اسمه فاتحة الأعمال والخاتمة

نشكر الله الذي وفقنا لهذا وما كنا لنصل لولا

قال تعالى: "وما توفيقي إلا بالله عليه توكلت وإليه أنيب"

أهدي ثمرة جهدي:

- إلى حبيبي وسيدي، قرة أعيني محمد صلى الله عليه وسلم.
- إلى من قال فيهما المولى عز وجل « وقل ربي ارحمهما كما ربياني صغيرا » .
- روح والدي الطاهرة رحمة الله عليه صدقة جارية .
- رمز المحبة والعطاء... أمي... عوضا الله عن كل زفرة الم رضا ومغفرة رجا دعواتها.
- أخوي وإلى أخواتي وأزواجهن وأبنائهن .
- \* إلى كل منج ومذافع عن الإسلام .
- إلى الأمة الإسلامية قاطبة... « خير أمة أخرجت للناس » .
- إلى كل من أحبنا وأحببنا وأحب العلم وجعله خيرا له في الدنيا والآخرة.





قال عز وجل في كتابه الحكيم بسم الله الرحمن الرحيم : <<الْمَالُ وَالْبَنُونَ زِينَةُ الْحَيَاةِ الدُّنْيَا  
وَالْبَاقِيَاتُ الصَّالِحَاتُ خَيْرٌ مِمَّا كَسَبْتُمْ تَوَّابًا وَخَيْرٌ أَمْلًا>>.

فالآية الكريمة تدل على أهمية المال وضرورته بالنسبة للبشر ، فالمال عصب الحياة وقوامها وبه تدور عجلة التنمية ، إلا أن الأعمال الصالحة واتباع الشرع والسنة في العبادات والمعاملات ، في النواهي والأوامر أكثر أجرا وأفضل منزلة عند الله عز وجل ، لذا وضع الله تعالى قوانين وأحكام لضبط التعامل بالمال حتى ينفع الإنسان والمجتمع .

لقد حرمت جميع الأديان التعامل بالربا ولما جاء الإسلام حرمها أيضا وأحل التجارة وبين كيفية التداين فبعد هجرة الرسول إلى المدينة بدأ أولا ببناء مسجده ثم التفت إلى مكان البيع والشراء وكان سوق المدينة في بني قني قاع من أحياء اليهود وكانوا فيها على سجيتهم في أكل السحت والسعي وراء الكسب من أي باب فمضى الرسول صلى الله عليه وسلم إلى مكان فسيح صالح حر وضرب فيه برجله وقال : <<هذا سوقكم فلا ينتقص ولا يضرب عليه خراج>> فنشأت السوق قوية منظمة تقوم على أساس المعاملات الإسلامية بدل السوق اليهودي الذي كان متواجدا.

فالنشاط الاقتصادي في الإسلام له طابع تعبدى والزكاة خير دليل على ذلك فهي صورة مالية وتعد ثالث ركن من أركان الإسلام الخمسة لذا بين القرآن الكريم كيف يتعامل المسلم بأمواله ويتاجر بها ، فشريعتنا نكلت بتبيان كل شيء فيقول عز وجل : << وَنَزَّلْنَا عَلَيْكَ الْكِتَابَ تِبْيَانًا لِّكُلِّ شَيْءٍ وَهُدًى وَرَحْمَةً وَبُشْرَىٰ لِلْمُسْلِمِينَ >> . فبينت بالتفصيل أحكام الوقائع التي كانت في عهد النبي صلى الله عليه وسلم وأنت بنصوص عامة على هيئة قواعد يمكن تطبيقها على ما يجد من الحوادث وشرعت الاجتهاد وأقامت الأدلة التي ترشد المجتهدين إلى معرفة تلك الأحكام وترتيبها في الكتاب والسنة فيقول الرسول الكريم عليه الصلاة والسلام : <<تركتم فيكم أمرين لن تضلوا ما تمسكتم بهما كتاب الله وسنتي>> .

إلا أن المجتمع المسلم قد نهل من علوم الغرب وثقافته أكثر مما استوعبه من علوم دينه ، فاستورد الأفكار والمبادئ والأشكال القانونية والتطبيقات الغربية في مجال المال والاقتصاد والأعمال وغيرها، فزادت الفجوة بين الفقه الإسلامي والمستجدات الاقتصادية والمالية المعاصرة ، فالبورصة أحد سمات العصر ، فرضت نفسها على جميع اللغات وعلى المجتمعات الإسلامية وعلى الفقه الإسلامي معا فهي تمس المسلمين لالتصاقها بالجانب المادي من حياة الناس كما حظيت باهتمام الفقهاء لأنها تمس جوانب الدين ونظرا لكون البورصة وكافة العمليات الجارية بها إضافة إلى منتجاتها وآليات التعامل

بها في جميع أنحاء العالم والمتواجدة أيضا بالعالم الإسلامي تسير على نمط واحد ارتأينا أن نسلط الضوء عليها من

الجانب الفقهي حيث تعتبر من المعاملات المالية المعاصرة ، ومن جهة أخرى بما لها من أهمية في الحياة الاقتصادية باعتبارها مصدرا من مصادر التمويل والاستثمار والتوظيف لرؤوس أموال ضخمة ، كما أنها سوق لأهم موارد البلاد حيث تحدد بها أسعار أهم البضائع العالمية من ( نفط ، غاز ، ذهب ، بن...) . إلا أنها قد أثارت جدلا كبيرا بين الاقتصاديين ، والسبب في ذلك أنها سببت في فترات معينة من تاريخ العالم الاقتصادي ، ضياع ثروات ضخمة في وقت قصير ، بينما سببت غنى للآخرين دون جهد ، حتى إنهم في الأزمات الكبيرة التي اجتاحت العالم ، طالب الكثيرون بإلغائها ، إذ تذهب بسببها ثروات ، وتنهار أوضاع اقتصادية في هاوية ، وبوقت سريع .

فمن خلال هاتين الزاويتين وهما أهمية البورصة وخطورتها في المجال الاقتصادي من زاوية ومدى تطابقها مع الشريعة الإسلامية من زاوية أخرى تتمركز هذه الدراسة من خلال الخوض هياكلها وآلياتها والعمليات التي تجري فيها والبضاعة المتداولة بها ثم تحليلها من المنظور الإسلامي ونقدتها والعمل على إيجاد تكييف فقهي لها بما ساهم فيه كبار فقهاء وعلماء المسلمين ؛ وذلك حتى تكون ميدانا للكسب الحلال بدل أن تكون مسرحا للغش والقمار والتلاعبات .

### أسئلة الدراسة :

إن السؤال الذي يطرح نفسه: هل تتوافق بورصة الأوراق المالية الحالية وأحكام الشريعة الإسلامية، و هل تمكن العالم الإسلامي من إقامة سوق مالية إسلامية؟  
ومن هذا السؤال الرئيسي تتفرع أسئلة ثانوية أخرى :

- 1- ما حكم المنتجات المتداولة في بورصة الأوراق المالية؟
- 2- هل تجري ببورصة الأوراق المالية وبورصة العملات الأجنبية بيوع منهي عنها شرعا؟
- 3- ما رأي فقهاء المسلمين في العمليات المستخدمة في البورصة؟
- 4- ما هو الفرق بين المضاربة في الاقتصاد الوضعي والمضاربة في الاقتصاد الإسلامي؟
- 5- ما هي البدائل الشرعية للسندات التقليدية؟
- 6- هل بالإمكان إقامة بورصة تقوم على الشريعة الإسلامية ، وهل سيتمكن العالم الإسلامي من أسلمت المعاملات المالية؟

### أهداف الدراسة :

تكمن أهمية هذا البحث في معرفة مدى شرعية بورصة الأوراق المالية خاصة وأن أموال طائلة من أموال الدول الإسلامية وأهم ثرواتها توجه إلى هذه الأسواق التي لها دور كبير في تفعيل الاقتصاد

الوطني بسبب الصفقات الضخمة التي تعقد بها؛ والمسلم عليه معرفة كل شيء بأمور دينه ولأن المال ضروري

في حياته ومفروض أن يكون مكسبه حلال وشرعي لأنه من بين الأمور التي سيسأل عليها أما الله عز وجل "..... وعن ماله بما اكتسبه وفيما أنفقه" ؛ ومن أجل هذا تهدف هذه الدراسة إلى :

- 1- التطرق إلى دراسة بورصة الأوراق المالية كما تجري في الوقت الحاضر في دول العالم وبيان أهميتهما الاقتصادية.
- 2- دراسة مدى تطابق فوائد السندات مع ربا الجاهلية المحرم في الإسلام وآراء فقهاء المسلمين في هذا النوع من الأوراق المالية.
- 3- التطرق إلى التعامل بالهامش في العقود المستقبلية بالنسبة للأسهم ومدى شرعيته.
- 4- إيجابيات وسلبيات البورصة .
- 5- التطرق إلى قرارات مجمع الفقه الإسلامي فيما يخص الأسواق المالية .
- 6- إيجاد الضوابط الشرعية من أجل إقامة سوق مالية إسلامية تكفل الكسب الحلال لمعاملتها بتطبيق الأوامر الإلهية .
- 7- التوجه نحو الاقتصاد الإسلامي .

### الدراسات السابقة :

لقد أبحاث الشريعة الإسلامية الاجتهاد والقياس في بعض الأمور التي لم يرد فيها نص إلهي في القرآن الكريم أو حديث نبوي في السنة الشريفة ، وذلك من أجل مواكبة التطورات والتغيرات العصرية ؛ ولكن دائما في ظل ما يحله الشرع وما يحرمه ، وبما أن البورصة التي هي أحد مستجدات هذا العصر فهناك بعض المعاملات التي تجري بداخلها لا نجد لها تفصيلا شرعيا بجوازها أو عدمه ولأجل معرفة ذلك فإننا نتلمس بعض النظائر الفقهية المتواجدة بكتب الفقه ، إلا أن هناك معاملات تستلزم تكييف فقهي معاصر يتناسب مع هذا النوع من التعامل ومع الشريعة الإسلامية في نفس الوقت ، ولأجل تحقيق هذا الهدف فقد كانت الساحة العلمية الإسلامية زاخرة بكتب وبحوث تخص الاقتصاد الإسلامي بشكل عام وذلك منذ الأربعينيات من القرن الماضي بداية من مقالات المرحوم الشهيد "حسن البنا " التي كان ينشرها في مجلة الدعوة في السنوات الأربع السابقة لاستشهاده عام 1949 والتي نشرت بعد ذلك عام 1952 مجموعة في بعنوان مشكلاتنا في ضوء النظام الإسلامي وتتعلق موضوعات هذا الكتاب ببحث المشكلات التي يعاني منها المسلمون في سائر البلاد العربية والحلول التي يقدمها الإسلام لهذه المشكلات ، وتتمثل ملامح النظام الاقتصادي الذي دعا إليه الشهيد حسن البنا فيما يلي :

- اعتبار المال الصالح قوام الحياة ووجوب الحرص على حسن تدبيره وثمره.



- إيجاب العمل على كل قادر.
  - العناية بموارد الثروة الطبيعية وحسن استغلالها.
  - تحريم موارد الكسب الخبيث كالربا والقمار والاحتكار.-
  - التقريب بين الطبقات وتحديد الملكيات الكبيرة مع تعويض أصحابها.
  - تشجيع الملكيات الصغيرة والصناعات المنزلية والمبادر الفردية للانتقال إلى التصنيع انتقالا مأمونا.
  - تحقيق الاستقلال الاقتصادي والنقدي مع محاربة السفه الاستهلاكي بتقليل الكماليات.
  - تحقيق التكافل الاجتماعي.
  - وجوب حماية الدولة لهذا النظام والعمل على الحد من استغلال النفوذ.
- هذا وقد تلتها دراسات أخرى إلا أنه بعد عام 1970 أصبحت المؤلفات المختصة بهذا المجال أضيق وأعمق تناولا خصوصا بعد ظهور البنوك الإسلامية وانتشارها عبر العالم ونجاحها كما نظمت دول العالم الإسلامي العديد من المؤتمرات والندوات لدراسة التحديات التي تواجه هذه البنوك والعمل على إزالتها ومن ذلك إيجاد سوق مالية إسلامية وبالفعل بدأت التحركات لتحقيق هذا الحلم خصوصا في دول جنوب شرق آسيا ودول الخليج العربي حيث عرفت السنوات الأخيرة العديد من الدراسات والبحوث حول هذا الموضوع سواء باللغة العربية أو باللغات الأجنبية :

- 1- بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي للباحث : شعبان محمد إسلام البروراري تناول في هذا الكتاب التطور التاريخي للبورصة ، تعريفها وهيكلها الإداري ، وظائفها ومنتجاتها مع تسليط النظرة الإسلامية وآراء الفقهاء مستخلصا الرأي الراجح ، وفي الفصل الأخير تطرق إلى حقيقة المضاربة بين البورصة والفقهاء الإسلامي وناقش أيضا مختلف العمليات التي تتم في مقصورتها دراسة اقتصادية وفقهية ثم التعامل بالمؤشر بين البورصة والفقهاء الإسلامي .
- 2- نحو سوق مالية إسلامية للدكتور كمال توفيق الحطاب حيث تعرض في بحثه إلى التعريف بالسوق المالية ووظائفها ثم ناقش عقود الخيارات ، المستقبلات والعقود الآجلة في الأسواق المالية ومن الجانب الإسلامي والأخير انتهى بطرح مقترح لإنشاء سوق مالية إسلامية .
- 3- الأسهم والسندات من منظور إسلامي للدكتور عبد العزيز الخياط تناول الكاتب في هذا المؤلف الدراسة الفقهية لكل من الأسهم والسندات فقط بنوع من التفصيل من حيث الأنواع والحكم الشرعي لكل نوع وأيضا لطريقة الإصدار والتداول وحكهما .

## مقدمة الفصل

يحتاج الاقتصاد القوي دائما للتكامل والتفاعل بين عناصر العملية الإنتاجية ( الإنتاج، التوزيع والاستهلاك) ولكي تتحقق عملية الإنتاج يجب إنفاق رؤوس أموال للحصول على عوائد وأرباح وتسمى هذه العملية بالاستثمار والذي هو فرع أساسي ولا بد منه لنمو أي اقتصاد.

فلقد عرفت العملية الاستثمارية تطورا ملحوظا ، فبعدما كان الفرد يستثمر أمواله في إنشاء محلات تجارية أو عمليات استصلاح للأراضي أو إنشاء مصانع أخذ مفهوم الاستثمار مساحة أوسع وأكبر ، فأصبح يتعامل بالأوراق المالية عن طريق البورصة أو الإيداع في البنوك أو اللجوء إلى صناديق الاستثمار ، كما أن أهداف المستثمر نفسه أخذت أبعاد أخرى فبالإضافة إلى هدفه الرئيسي وهو تحقيق أكبر قدر من الربح بأقل تكلفة فقد أصبح يسعى أيضا لحماية ثروته من مخاطر الضرائب و التضخم ... مما يفرض عليه البحث عن أفضل الطرق والوسائل التي تمكنه من إدارة واستغلال ثروته أحسن استغلال وذلك من خلال استثمار أمواله في أصول مختلفة.

وسنتطرق في هذا الفصل إنشاء الله تعالى إلى إعطاء فكرة حول الاستثمار بداية من التعريفات المختلفة له ثم أنواع الاستثمار وأدواته وصولا إلى أهم الاتجاهات الحديثة في عالم الاستثمار ، ومن ناحية أخرى سنتطرق إلى الاستثمار في الفقه الإسلامي : مفهومه ، أدلة وجوبه في الكتاب والسنة وأخيرا مقاصد الشرع الإسلامي من الاستثمار ولأن البورصة تعتبر أحد أهم آليات الاستثمار فسيتم التطرق إلى البورصة مفاهيمها ، أنواعها وأهم آلياتها موضحين أيضا تطورها التاريخي ومقارنتها بالسوق مقسمة على المباحث التالية :

- \* المبحث الأول : الاستثمار في الاقتصاد الوضعي .
- \* المبحث الثاني : الاستثمار في ضوء الشريعة الإسلامية.
- \* المبحث الثالث : مفاهيم حول البورصة .
- \* المبحث الرابع : البورصة دورها ، أنواعها وخصائصها.

خلاصة الفصل.

## المبحث الأول: الاستثمار في الاقتصاد الوطني

### المطلب الأول: مفهوم الاستثمار وأنواعه

#### الفرع الأول: تعريف الاستثمار

الاستثمار هو أحد المتغيرات الاقتصادية كالدخل، الاستهلاك و الادخار وكل واحدة منها لها صلة بالأخرى. ويمكن تعريف الاستثمار بما يلي:

- الاستثمار هو تضحية باستهلاك حالي مؤكد في مقابل استهلاك أكبر في المستقبل ولكن غير مؤكد.
- الاستثمار هو إرجاء أو تأجيل الاستهلاك لفترة قادمة ثم توجيه هذه الأموال إلى الاستثمار وليس إلى الاكتناز<sup>1</sup>.
- الاستثمار هو استعداد الشخص لتحمل درجة معقولة من عدم التأكد من النتائج (من المخاطرة) أملا في الحصول على ربح ملائم<sup>2</sup>.
- الاستثمار هو استخدام المدخرات في تكوين الطاقات الإنتاجية الجديدة اللازمة لعمليات إنتاج السلع والخدمات والمحافظة على الطاقات الإنتاجية القائمة أو تجديدها<sup>3</sup>.
- الاستثمار هو التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة معينة 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 تعوضه عن:

1/ القيمة الحالية لتلك الأموال التي تخلى عنها في سبيل الحصول على ذلك الأصل أو الأصول.

2/ النقص المتوقع في قوة تلك الأموال الشرائية بفعل التضخم.

3/ المخاطرة الناشئة عن احتمال عدم حصول التدفقات المالية المرغوب فيها كما هو متوقع لها<sup>4</sup>.

\*\* يمكن تعريف الاستثمار أيضا على أنه استخدام للأموال في أصول سوف يتم الاحتفاظ بها لفترة

زمنية على أمل أن يتحقق من وراء هذه الأصول عائد في المستقبل<sup>5</sup>.

#### الفرع الثاني: أنواع الاستثمار

يمكن أن نقسم الاستثمارات حسب المعايير التالية:

<sup>1</sup> - د/ عبد الغفار حنفي ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ص 16 ( الإسكندرية دار الجامعة الجديدة ) 2003 .  
<sup>2</sup> - د/ زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ص 13 ( عمان دار وائل للنشر والتوزيع ) 1998 .  
<sup>3</sup> - د/ حسين عمر ، الاستثمار والعولمة ص 37 ( الجزائر دار الكتاب الحديث ) ط 1 2000 .  
<sup>4</sup> - د/ زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ص 14 مرجع سابق .  
<sup>5</sup> - د/ محمد صالح الحناوي & د/ نهال فريد مصطفى & د/ جلال إبراهيم العبد ، الاستثمار في الأسهم والسندات ص 03 ( الإسكندرية دار الجامعة ) 2003/2004 .

1. حسب طبيعة الاستثمار:

أ/ الاستثمار المادي أو الحقيقي: Real investment هو استخدام الأموال للحصول على الأصول المادية الملموسة فقط مثل الأراضي، المباني، المعدات...

ب/ الاستثمار المالي: Financial investment هي عبارة عن حقوق تنشأ عن معاملات مالية بين الأشخاص (طبيعية أو معنوية) وتتمثل في الأصول المالية financial assets وهي عبارة عن وثائق أو مستندات تبرهن على حق حاملها في مطالبة الجهة المصدرة بقيمتها و/أو عوائدها، فهي إذن دليل الملكية للمستثمر كما أنها تحدد حقوقه القانونية.

2. حسب القوائم بالاستثمار:

أ/ المستثمر الطبيعي : وهو قيام الشخص الطبيعي أي الفرد باستخدام موارده الزائدة في استثمارات مالية كسواء أسهم أو سندات أو استثمارات مادية كالعقارات والأراضي.

ب/ المستثمر الاعتباري : وهو الاستثمار الذي تقوم به الأشخاص المعنوية من المؤسسات والشركات وهيئات حكومية أو خاصة سواء استثمار مالي أو مادي.

3. حسب تعدد الاستثمارات:

أ/ الاستثمار الفردي : ويقصد به استثمار واحد فقط كان يقوم شخص بشراء أصل مادي أو مالي من نوع واحد فقط مثل الاستثمار بشراء سهم لإحدى الشركات أو عدة أسهم لنفس الشركة فهو استثمار فردي ونفس الأمر بالنسبة للاستثمار المادي ف شراء آلة واحدة من نفس النوع أو عدة آلات من نوع واحد فهو كذلك استثمار فردي.

ب/ الاستثمار المتعدد أو المحفظة المالية : فالمحفظة عبارة عن اجتماع عدة أصول ذات الطبيعة المختلفة منها المادية والمالية.

4. حسب الشكل القانوني:

أ/ الاستثمار العام : هو قيام الهيئات التابعة للدولة من حكومة أو جماعات محلية أو شركات تابعة للقطاع العام بالاستثمار سواء المادي أو المعنوي .

ب/ الاستثمار الخاص : قد يقوم بالاستثمار الخاص شخص أو مجموعة من الأفراد تحت أي شكل قانوني من أشكال الشركات الخاصة.

5. حسب الانتماء الجغرافي:

أ/ الاستثمارات المحلية : وهي جميع الفرص المتاحة للاستثمار في السوق المحلية بغض النظر عن أداة الاستثمار المستعملة مثل : العقارات، الأوراق المالية...

ب/ الاستثمارات الخارجية: وهي جميع الفرص المتاحة للاستثمار في الأسواق الأجنبية مهما كانت أدوات الاستثمار المستعملة وتتم هذه الاستثمارات إما بشكل مباشر أو غير مباشر<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: أدوات الاستثمار ومبادئه

#### الفرع الأول: أدوات الاستثمار

1- تعريف أداة الاستثمار: هي عبارة عن أصل مادي أو مالي يحصل عليه المستثمر لقاء

المبلغ الذي يستثمره ويطلق عليها البعض وسائط الاستثمار Investment Media.

#### 2- أدوات الاستثمار المادي:

- العقار Real estate: تحتل المتاجرة بالعقارات المركز الثاني بعد الأوراق المالية في دنيا الاستثمار وهي على شكلين: مباشر عندما يقوم المستثمر بشراء عقار حقيقي (أرض، عتاد...) أو غير مباشر عند القيام بشراء سند عقاري صادر عن بنك عقاري بالمشاركة في محفظة مالية لإحدى المؤسسات المالية المتخصصة بالعقار<sup>2</sup>.

- السلع Commodities: تتمتع بعض السلع بمزايا خاصة تجعلها صالحة للاستثمار لدرجة أن تنشأ لها أسواق متخصصة أو ما يعرف ببورصة البضائع أو السلع فهناك بورصة للقطن بمصر، بنيويورك، بورصة للشاي بسيريلانكا، بورصة للبن بالبرازيل، بورصة للذهب بلندن....

- المشروعات الاقتصادية Business projects: تتنوع المشروعات الاقتصادية بتنوع أنشطتها ما بين تجاري، صناعي، زراعي، كما أنه منها ما يتخصص بتجارة السلع أو صناعتها أو أيضا بتقديم الخدمات.

3- أدوات الاستثمار المالي: تصنف حسب المعايير التالية:

#### حسب معيار الحقوق:

■ أدوات دين: ومن أمثلتها أذونات الخزينة، شهادات الإيداع، السندات، الأوراق التجارية...

■ أدوات ملكية: مثل الأسهم الممتازة والأسهم العادية.

#### من حيث الأجل:

<sup>1</sup> - لو قام مستثمر جزائري بشراء عقار في باريس قصد المتاجرة أو قامت الحكومة الجزائرية بشراء حصة في شركة عالمية مثل شركة Renault فيكون الاستثمار هنا استثمارا خارجيا مباشرا، أما لو قام ذلك الشخص بشراء حصة في محفظة مالية لشركة استثمارية جزائرية تستثمر أموالها في بورصة نيويورك مثلا فالاستثمار في هذه الحالة هو استثمار خارجي غير مباشر بالنسبة للفرد المباشر ومباشر بالنسبة لشركة الاستثمار.

<sup>2</sup> - هذه الشركات معروفة باسم REITS المختصرة لـ Real Estate Investment Trusts المنتشرة بالولايات المتحدة الأمريكية، فتصدر هذه المؤسسات أوراق مالية عادة تكون سندات من أجل تمويل بناء أو شراء عقار.

• قصيرة الأجل : وتستحق خلال سنة مثل أذونات الخزينة وشهادات الإيداع وعقود العملات الأجنبية للأجل القصير.

• طويلة الأجل : وتستحق خلال فترة أطول من سنة ومن أمثلتها الأسهم والسندات .

#### من حيث الدخل:

- ذات الدخل الثابت : مثل أذونات الخزينة والسندات ذات سعر الفائدة الثابت والأسهم الممتازة.
- ذات الدخل المتغير : مثل الأسهم العادية ذات سعر الفائدة العائم<sup>1</sup>.

#### الفرع الثاني : المبادئ التي يقوم عليها قرار الاستثمار:

حتى يتمكن المستثمر من الاختيار بين بدائل الاستثمار المتاحة في ضوء نتائج تحليلها من المهم مراعاة مجموعة من المبادئ العامة للاستثمار وهي :

- 1- مبدأ الاختيار Choice : إن المستثمر الرشيد يبحث دائما عن فرص استثمارية متعددة لما لديه من مدخرات ليقوم باختيار المناسب منها بدلا من توظيفها في أول فرصة تتاح له.
- 2- مبدأ المقارنة Comparability : أي المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة لاختيار المناسب منها وتتم المقارنة بالاستعانة بالتحليل الجوهرى لكل بديل ومقارنة نتائج هذا التحليل للحصول على البديل الأفضل من وجهة نظر المستثمر.
- 3- مبدأ الملاءمة Relevance : يطبق المستثمر هذا المبدأ عمليا عندما يختار بين مجالات الاستثمار وأدواته ما يلائم رغباته وميوله التي يحددها دخله وعمره ، وكذلك عمله وحالته الاجتماعية ويقوم هذا المبدأ على أساس :
  - معدل العائد على الاستثمار.
  - درجة المخاطرة لهذا الاستثمار.
  - مستوى السيولة التي يتمتع بها كل من المستثمر وأداة الاستثمار.
- 4- مبدأ التنوع Diversification : يلجأ المستثمرون إلى تنوع استثماراتهم لأجل الحد من مخاطر الاستثمار<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - د/ زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ص 42 مرجع سابق

<sup>2</sup> - د/ زياد رمضان مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ص 25.

المسألة الثالثة : تحليل الاستثمار ومجالاته الحديثة

الفرع الأول: تحليل الاستثمار

تتعدد مجالات تحليل الاستثمار فيمكن تقسيمها إلى :

- \* تحليل العوامل الداخلية: وتعالج رغبات المستثمرين وميولهم.
- \* تحليل العوامل الخارجية: وتمثل المحددات التي تؤثر على مدى تحقيق المستثمرين لرغباتهم والتي يجب عليهم أخذها بعين الاعتبار عند اتخاذهم للقرار الاستثماري<sup>1</sup>.
- \* كما أن التحليل قد يكون جوهريا أو فنيا وينصب التحليل الجوهري أو الأساسي على البدائل أو المشاريع الاستثمارية نفسها وعلى مجموعة العوامل الخاصة بكل بديل والتي يقوم المستثمر بتحليلها ليختار من هذه البدائل ما يلائمه وذلك من خلال تجميع المعلومات والبيانات حول كل من الظروف الاقتصادية، ظروف الصناعة وظروف المنشأة لأجل تحديد القيمة الحقيقية التي ينبغي أن تباع بها أدوات الاستثمار، أما التحليل الفني فينصب اهتمامه في الأساس في تتبع حركة الأسعار الماضية على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة يمكن من تحديد التوقيت السليم للقرار الاستثماري<sup>2</sup>.

الفرع الثاني : الاتجاهات الحديثة في مجال الاستثمار

لقد تطور الاستثمار كثيرا عما كان عليه في الماضي ، فالتطور التكنولوجي خصوصا في مجال الاتصالات أعطى مجال الاستثمار حركة أسرع لتفعيل المعاملات وذلك من خلال :

**-1 الاستثمار في أسواق المال العالمية Global Investment :**

إن الاستثمار في الأسواق العالمية هو أحد أهم الاتجاهات الحديثة في مجال الاستثمار ، وعلى الرغم من أن بعض المستثمرين قد اتجه نحو بيع وشراء الأوراق المالية الأجنبية من عدة سنوات إلا أن الاستثمار العالمي أو الكوني International Or Global Investment انتشر بدرجة كبيرة في نهاية القرن العشرين ، فقد ظهرت فرصة الاستثمار على مدار اليوم في أسواق مالية تقع في دول مختلفة ولم يعد المستثمر محصورا في السوق المحلي فقط ، حيث شهدت أسواق المال نموا سريعا وفر للمستثمرين فرص زيادة العائد وتقليل الخطر من خلال الاستثمار الدولي .

<sup>1</sup> - المرجع السابق ص 28.

<sup>2</sup> - د/ منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ص 159 ( الإسكندرية ، توزيع منشأة المصارف بالإسكندرية ) .

وقد شملت أسواق المال العالمية الدول المتقدمة مثل اليابان وأسواق الدول الأوربية هذا بالإضافة إلى ما يعرف بالأسواق الناشئة Emerging Markets مثل أسواق سنغافورة ، إندونيسيا وتايلاند.

## 2- الاستثمار عبر الإنترنت Investment On Line

شملت شبكة الإنترنت جميع ميادين الحياة فمع انتشار التجارة الإلكترونية وازدهارها ظهرت فكرة الاستثمار عبر الإنترنت حيث أصبح بالإمكان الاتصال بشركات السمسرة من خلالها وقد ظهرت شركة E- Trade عام 1992 لتكون أول شركة سمسرة تقدم خدمة الاستثمار عبر الإنترنت ثم تبعها العديد من الشركات الأخرى التي سمحت للعملاء بإرسال أوامر البيع والشراء من خلال الحاسب ، كما مكنت المستثمر من الحصول على مقدار هائل من المعلومات عن الأوراق المالية المختلفة والمتاجرة بها بسرعة وبأقل تكلفة والاطلاع أيضا على حركة البورصات بجميع أنواعها مع متابعة المحافظ الاستثمارية والتغيرات في الأسعار لحظة بلحظة ، وقد انخفضت عمولة السمسرة بمقدار 70% خلال سنتين من عام 1998 إلى عام 2000<sup>1</sup> يعتمد الاستثمار الإلكتروني على استخدام تكنولوجيا المعلومات وتكنولوجيا الاتصالات لتداول وتبادل المعلومات الاستثمارية إلكترونيا وفوريا مما يقلل من مخاطر الاستثمار ويزيد من الشفافية في المعلومات كما يخفض من تكلفة ووقت وجهد الصفقات الاستثمارية<sup>2</sup> ؛ من جهة أخرى تستخدم الإنترنت

للتعرف على المؤشرات الاقتصادية العالمية والمحلية فوريا وعلى مدى 24 ساعة ومن ثم يعتبر المستثمر الإلكتروني في موقف أفضل بكثير من المستثمر العادي .

<sup>1</sup> - د/ محمد صالح الحناوي & د/ نهال فريد & د/ جلال العبد ، الاستثمار في الأسهم والسندات ص 25 مرجع سابق.  
<sup>2</sup> - أ.د فريد راغب النجار ، الاستثمار بالنظم الإلكترونية والاقتصاد الرقمي ص 300 ( الإسكندرية مؤسسة شباب الجامعة ).



المصطلح الثاني: الاستثمار في ضوء الشريعة الإسلاميةالمصطلح الأول: معنى الاستثمارالفرع الأول: الاستثمار لغة

هو مصدر لفعل استثمر يستثمر استثمارا ، وهو مشتق من ثمر الرجل إذا تمّول فيقال أثمر الرجل ماله إذا نماه وكثره ، ويقال مال ثمر أي مال كثير<sup>1</sup> .

ومنه قولهم ثمر الله مالك تثيرا وأثمر الله مالك إثمارا أي كثره ونماه وبناء على ذلك فإن استثمار المال يعني طلب ثمره وأما الثمر فإنه يطلق على عدة معاني منها :

أ) حمل الشجر وما تنتجه الأشجار من الثمار أي الحصول على الغلات<sup>2</sup> .

ب) المال ومنه ما نسبته الإمامان الطبري والنيسابوري إلى بعض المفسرين لقوله تعالى: >>

وَكَانَ لَهُ ثَمَرٌ فَقَالَ لِصَاحِبِهِ وَهُوَ يُحَاوِرُهُ أَنَا أَكْثَرُ مِنْكَ مَالًا وَأَعَزُّ نَهْرًا <<<sup>3</sup> فقلا بأن المراد

بالثمر في هذا المقام المال الكثير من صنوف المال .

وقد اهتم الإمام الطبري بذكر مجموعة من تأويلات المفسرين لهذه الآية ونسب إلى بعضهم القول بأن المراد بالثمر هو الفضة والذهب والبعض الآخر فسر الآية بأن المراد بالثمر هو الأموال المثمرة أو المكثرة.

ج) النماء والزيادة ومنه قولهم : ثمر وأثمر ماله إذا نماه وكثره وقد سميت الزيادة ثمرًا لأنها زائدة عن أصل المال.

الفرع الثاني: الاستثمار فقهيًا

من الصعب جدا إيجاد تعريف فقهي محدد لمصطلح الاستثمار من المنظور الفقهي وذلك بسبب استغنائهم عن استعماله - لفظ الاستثمار - وتفضيل استعمال مصطلحات أخرى تؤدي نفس المعنى خصوصا مصطلح الاستئمان ومصطلح التنمية وأيضا النماء ، هذه المصطلحات الثلاثة كثيلاورد على السنة الفقهاء عند حديثهم عن سبل تنمية المال وزيادته ومن أقوالهم للدلالة على معنى الاستثمار من المنظور الإسلامي:

<sup>1</sup> - د/ قطب مصطفى سانو ، الاستثمار أحكامه وضوابطه في الفقه الإسلامي ص15 (الأردن دار النفائس) ط 1 2000.

<sup>2</sup> - د/ ضياء مجيد ، التحليل الاقتصادي الإسلامي ص32 (الإسكندرية مؤسسة شباب الجامعة ) 1997 .

<sup>3</sup> - سورة الكهف الآية 34.

أ/ ذهب الإمام الكاساني<sup>1</sup> الحنفي في كتابه بدائع الصنائع في ترتيب طرق الشرائع إلى استعمال لفظ الاستئمان في معنى الاستثمار حيث قال: << المقصود من عقد المضاربة هو استئمان المال... >>.

ب/ أما الإمام الدردير فقال عند حديثه عن حكم المضاربة << القراض جائز لأن الضرورة دعت إليه لحاجة الناس إلى التصرف في أموالهم، وليس لكل واحد قادر على التنمية بنفسه... >><sup>2</sup>.

ج/ أما الإمام الشيرازي<sup>3</sup> وهو من المذهب الشافعي فقد استخدم لفظ النماء حيث قال: <<..... الأثمان في المقارضة لا يتوصل إلى نمائها أي زيادتها المقصودة إلا بالعمل فجازت المعاملة عليها ببعض النماء الخارج منها >>.

وقد استخدم الكثير من الفقهاء هذه المصطلحات الثلاثة للدلالة على الاستثمار << استئمان، تنمية، نماء >>، وذلك بوصفها مترادفات للفظ استثمار، وكل هذه الألفاظ تنتمي إلى جذر لغوي واحد هو نمي << ن م ي >> حيث:

• الاستئمان: عملية طلب نماء المال الذي يحوزه الفرد أو الجماعة وذلك لأن السين والتاء تدلان على الطلب في اللغة.

• التنمية: عملية النماء التي يقوم بها الفرد أو الجماعة من أجل الحصول على المال وزيادته.

• النماء: هو الزائد الحاصل عن عمليتي الاستئمان والتنمية وعليه فيمكن أن نصوغ تعريف

لمصطلح الاستثمار من المنظور الفقهي في ضوء المصطلحات الثلاثة:

\* الاستثمار هو مطلق طلب تحصيل نماء المال المملوك شرعا، وذلك بالطرق الشرعية المعتمدة من مضاربة، مشاركة، مرابحة وغيرها.

### الفرع الثالث: الاستثمار من المنظور الإسلامي

من خلال الدراستين السابقتين للاستثمار من الناحية الاقتصادية ومن الناحية الفقهية فلا بد لنا أن نجد تعريفا عاما يشمل النواحي الاقتصادية والإسلامية معا وهو:

\*\* الاستثمار هو توظيف الفرد المسلم - الجماعة المسلمة - ماله الزائد عن حاجته الضرورية بشكل مباشر أو غير مباشر في نشاط اقتصادي لا يتعارض مع مبادئ الشرع ومقاصده العامة، وذلك بغية الحصول على عائد منه يستعين به ذلك الفرد المستثمر على القيام بمهمة الخلافة لله وعماراة الأرض.

1- الإمام مسعود بن أحمد الكاساني، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع ص 88 (القاهرة: مطبعة الجمالية) ج 6.  
2- أبي البركات أحمد بن محمد بن أحمد الدردير، الشرح الصغير على أقرب المسالك إلى مذهب الإمام مالك ص 227 (الإمارات العربية) وزارة العدل والشؤون الإسلامية (ج 2) 1989.

3- الإمام أبي إسحاق إبراهيم بن علي بن يوسف الفيروز آبادي الشيرازي، المهذب في فقه الإمام الشافعي ص 159 (مصر: مطبعة مصطفى البابي الحلبي) ج 1.

أشار الدكتور قطب مصطفى سانو إلى وجود ست عناصر أساسية يقوم عليها الاستثمار من رؤية إسلامية وهي:

1. عنصر القيم والمبادئ التي توجه العملية وتحدد إطارها العام الذي ينبغي أن تتحرك من خلاله وأن توظف وفقاً له.
2. عنصر طبيعة العملية المتمثلة في كونها حركة تشغيل وتوظيف وليست عملية ساكنة راکدة، كما أنها ليست قولاً أو مجرد اعتقاد ولكنها فعل وحركة.
3. عنصر الغاية والهدف الأسمى والأعلى من العملية، إذ أن الغاية ربما كانت مادية بحتة، وربما كانت عند البعض الآخر غاية مزدوجة فيها جانب مادي وجانب غير مادي.
4. عنصر الجهة المسؤولة عن القيام بمهمة التوظيف والتحرك والتشغيل إذ قد تكون فرداً واحداً أو أكثر.
5. عنصر طبيعة المال الذي ينبغي تحريكه وتوظيفه.
6. عنصر الوسيلة والمجال الذي تتم فيه هذه العملية والذي يتأثر بالعوامل الاجتماعية والاقتصادية والسياسية ويتعدد بتعدد الأمكنة والأزمنة والأحوال<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: الاستثمار في الكتاب والسنة

#### الفرع الأول: النصوص القرآنية الدالة على الاستثمار

1/ الأمر بالمشي في مناكب الأرض

قال تعالى في كتابه الحكيم: >> هو الذي جعل لك الأرض تمشوا في مناكبها وخلقوا من

رزقه وإليه النشور <<<sup>2</sup>.

أي سافروا حيث شئتم من أقطارها وترددوا في أقاليمها وأرجائها في أنواع المكاسب والتجارات، وبالتالي فإن هذا المشي كناية عن الاستثمار وذلك لأن المشي المراد في هذه الآية هو الذي ينتج عنه تحصيل خيراتها وبركاتها التي وضعها الله فيها وهذا المشي هو عين الاستثمار ويفسر القرطبي >> وكلوا من رزقه << أي مما أحله الله لكم.

1- د/ مصطفى قطب سانو، الاستثمار وضوابطه في الفقه الإسلامي ص 23، 24 مرجع سابق.

2- سورة الملك الآية 15.

2/ الأمر بالانتشار بعد صلاة الجمعة:

قال تعالى: >> **وَإِذَا قُضِيَتِ الصَّلَاةُ فَانْتَشِرُوا فِي الْأَرْضِ وَابْتَغُوا الْبَرَكَاتِ وَأَذْكُرُوا اللَّهَ كَثِيرًا لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ**<<<sup>1</sup>

يفسر القرطبي<sup>2</sup> هذه الآية الكريمة بقوله إذا فرغتم من الصلاة فانتشروا في الأرض للتجارة والتصرف في حوائجكم .

ويقول ابن كثير<sup>3</sup> أن "عراك بن مالك" رضي الله عنه إذا صلى الجمعة وانصرف وقف على باب المسجد فقال: >> اللهم إني أجبت دعوتك وصليت فريضتك وانتشرت كما أمرتني فأرزقني من خيرك وأنت خير الرازقين<< .

3/ الأمر بالضرب في الأرض:

قال تعالى في كتابه الحكيم: >> **.....لَهُ أَنْ يَضْرِبَهُمْ مِنْ مَوْضِعٍ يَشَاءُ وَأُخْرَى يُضْرِبُونَ فِيهِ الْأَرْضُ يَنْتَفِعُونَ مِنْ فَضْلِ اللَّهِ وَأُخْرَى يَفْتَلُونَ فِيهِ سَبِيلَ اللَّهِ فَأَقْرُبُوا مَا تَبَصَّرْتُمْ بِهِ وَأَقِيمُوا الصَّلَاةَ وَآتُوا الزَّكَاةَ وَأَقْرَبُوا اللَّهَ قَرُبًا حَسَبًا.....**<<<sup>4</sup>

لقد سوى الله عز وجل في هذه الآية بين درجة المجاهدين والمكتسبين المال الحلال فهذا دليل على أن كسب المال الحلال بمنزلة الجهاد، ولقد خفف الله عز وجل قيام الليل فإن الخلق منهم المريض والمسافر في التجارات والمجاهد فحفف عن الكل لأجل هؤلاء، والضرب في الأرض والسعي لجلب الرزق واجب على كل قادر لأجل الحصول على فضل من الله ويعني الرزق الحسن الحلال.

4/ الأمر بعمارة الأرض:

قال عز وجل: >> **وَاللَّهُ يُمَوِّدُ الْأَخْلَافَ حَالِمًا قَالِ يَا قَوْمِ اعْبُدُوا اللَّهَ مَا لَكُمْ مِنْ إِلَهٍ غَيْرُهُ هُوَ أَنْزَلَ مِنَ السَّمَاءِ مَاءً فَسَخَّرْنَا بِإِذْنِهِ الْأَرْضَ لِيَنْبَغِيَ عَلَيْهَا أَنْ تَبْتَاعُوا وَتَبْتَاعُوا فِيهَا فَانْتَخِرُوا زُبُودَكُمْ وَأَنْتُمْ حَاكِمُونَ**<<<sup>5</sup>

1- سورة الجمعة الآية 10.  
2- أبي عبد الله محمد بن أحمد الأنصاري القرطبي، تفسير القرطبي: تحقيق سالم مصطفى البدري ص 71 المجلد التاسع 17-18؛ (بيروت: دار الكتب العلمية) ط1، 2000.  
3- أبي الفداء إسماعيل بن عمر بن كثير القرشي الدمشقي، تفسير القرآن العظيم ص 2892 المجلد الرابع (بيروت: دار ابن حزم) ط1، 2002.  
4- سورة المزمل الآية 61.  
5- سورة هود الآية 20.

إن عمارة الأرض وفق المراد الإلهي السامي لازمة من لوازم الخلافة لله ، وتعد مهمة أساسية كلف المسلم بتحقيقها ، فالغاية العليا من الخلافة لله تعالى في الأرض تتمثل في عمارتها وبنائها وفق المنهج الذي ارتضاه الله لعباده وهو دليل على وجوب الاستثمار في المنظور الإسلامي.

5/ النهي عن الاكتناز والأمر بإيتاء الزكاة:

قال تعالى: <<... والطين يكتنون الذهب والفضة ولا ينفقونها في سبيل الله فبخرمهم بعذابنا إليه...>><sup>1</sup>.

الكنز هو ذلك المال الذي لا تؤدي زكاته وروى النووي وغيره عن عبيد الله عن نافع بن عمر قال : ما أدى زكاته فليس بكنز وإن كان تحت سبع أرض ، وقد قال عمر بن الخطاب أن أي مال أدبت زكاته فليس بكنز وإن كان مدفوناً في الأرض وأيما مال لم تؤدي زكاته فهو كنز يكوى به صاحبه وإن كان على وجه الأرض.

### الفرع الثاني : النصوص النبوية الدالة على الاستثمار

1/ وجوب غرس الفسيلة:

ورد في الحديث الصحيح أن رسول صلى الله عليه وسلم قال : << إذا قامت الساعة وفي يد أحدكم فسيلة - شتلة نخل - فاستطاع ألا تقوم حتى يغرستها فليغرستها ، فله بذلك أجر >>.

إن هذا الحديث يدل على الغرس ولو في أصعب الظروف والمواقف والأمر بالغرس هو أمر بالاستثمار وذلك لأن الزراعة نشاط اقتصادي حيوي مهم لحياة البشر.

2/ المتاجرة بمال اليتيم :

قال عليه الصلاة والسلام : << من ولي يتيماً له مال فليؤجر له ، ولا يتركه حتى لا تأكله الصدقة >><sup>2</sup>.

إن هذا الحديث النبوي يدل على وجوب الاستثمار والمتاجرة بمال اليتيم حتى لا تأكله الصدقة فيفنى ويزول ويترتب عن ذلك تضرر اليتيم عندما يكبر وعليه وجب الاتجار والاستثمار في كل الأموال حتى لا تتأكل بالصدقة .

3/ تحريم الحمى والحث على إحياء الأراضي

قال الرسول الكريم صلوات الله عليه وسلامه : << لا حمى إلا لله ورسوله >><sup>3</sup>.

قال أيضاً عليه الصلاة والسلام : << من أحيا أرضاً ميتة فهي له >><sup>4</sup>.

والحمى هي الأرض الموات تحمي من الرعي فيها ليكثر عشبها فترعاها بهائم خاصة<sup>1</sup> ، أما حكمها فلا يجوز لأحد أن يحمي من الأراضي العامة للمسلمين وذلك لأنه تعطيل لمالهم وحجبا عن الاستثمار ، أما إذا

1- سورة التوبة الآية 34

2- رواه الترمذي.

3- أبي عبد الله محمد بن إسماعيل بن إبراهيم بن بردزبه البخاري ص 2127/182 ج 4 ( مصر : المجلس الأعلى للشؤون الإسلامية ) ط 2 ، 1999م-1410هـ.

4- صحيح سنن الترمذي ، صححه محمد ناصر الدين الألباني ص 1407/420 الجزء الثالث ( الرياض : مكتب التربية العربي لدول الخليج ) ط 1 ، 1988.

كانت هذه الحمى لمصلحة المسلمين فيجوز للإمام أن يحمي هذه الأراضي شريطة أن تكون من الموات، ومن جهة أخرى فإنه من الأمر المشروع في الإسلام مصادرة الحاكم الأرض الموات التي لا يحميها صاحبها خلال فترة زمنية محددة وذلك كما قال الرسول الكريم عليه الصلاة والسلام >> من أحيأ أرضاً ميتة فهي له << فهذا الحديث تأكيد على الاستثمار واستغلال هذه الأرض العاطلة .

وهناك أحاديث أخرى تحت وتؤكد على وجوب الاستثمار واستغلال الأموال والعمل على تنميتها وزيادتها.

### المطلب الثالث : دوافع استثمار المال<sup>2</sup> ومعاييرها في الإسلام :

#### الفرع الأول : دوافع الاستثمار

يقصد بدوافع الاستثمار الحوافز المهيئة أو العوامل التي تشجع أو تبعث الرغبة في اتخاذ قرار الاستثمار ، فإذا استعرضنا النظرية الوضعية نجد عدة أنواع أساسية من الرغبات تدفع على الاستثمار وتتمثل فيما يلي:

1. الرغبة في الربح : يعتبر المحرك الأساسي لاتخاذ قرار الاستثمار ، ولكن ينبغي التفرقة بين الربح المحقق والربح المتوقع ، فكلاهما يثير الرغبة في الاستثمار ولن بدرجات متفاوتة . فالأفراد يرغبون في الاستثمار في الأنشطة التي تحقق بالفعل أرباحاً مرتفعة نسبياً والتي تبعث بنوع من الطمأنينة ، وعموماً فإن المستثمرين بشكل عام يتخذون قرار الاستثمار بغرض زيادة الإنتاج ، توقعاً لزيادة الأرباح التي يحصلون عليها عن طريق توسيع طاقتهم الإنتاجية ؛ وإذا توقع صاحب المشروع أو الشركة أن إنتاج سلعة معينة سيؤدي إلى الحصول على أرباح فإنه يقوم بإنتاجها وذلك بعد أن يوفر كافة الأصول الرأسمالية اللازمة للإنتاج .

2. الرغبة في إشباع الطلب المحتمل : إذا توقع المستثمر أو المنتج لأي سلعة أن هناك زيادة في الطلب على سلعته التي ينتجها سواء كان ذلك في السوق المحلية أو الأجنبية فإنه يقوم بتوسيع قدراته الإنتاجية ، لأن الهدف الأساسي هنا هو إشباع الطلب المحتمل ، فينتج عن هذا الاستثمار زيادة الطاقة الإنتاجية للوحدات المنتجة . وفي بعض المرات لا يحقق المستثمر من وراء ذلك التصرف مباشرة أقصى مستوى ممكن من الأرباح ولكنه على أية حال يتمكن من المحافظة على نصيبه في السوق .

1- الشيخ أبو بكر جابر الجزائري ، منهاج المسلم ص 381 ( بيروت : دار الكتب العلمية).

2- د/ خلف بن سليمان بن صالح بن سليمان النمري ، شركات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي ص 31-36 ( الإسكندرية مؤسسة شباب الجامعة ) 2000.

3. التقدم العلمي والتكنولوجي : إن مسألة التقدم العلمي تعد مسألة في غاية الأهمية بالنسبة للمشروعات التي ترى ضرورة المحافظة على مراكزها التنافسية داخل الصناعة أو في الأسواق ، أو التي تهدف إلى تحسين هذه المراكز. إن التقدم التكنولوجي له آثار متعددة منها زيادة المقدرة الإنتاجية والتنافسية، بالإضافة إلى أثره المباشر الذي يتمثل في خفض متوسط تكلفة الوحدة المنتجة ، ومن ثم إمكانية تحقيق ربح أكبر للمشروع .
4. التفاؤل والتشاؤم : إن اتخاذ القرار الاستثماري أو ممارسة الاستثمار يتضمن عملية توقع أي مواجهة ظروف احتمالية الوقوع في المستقبل ؛ وتبنى هذه الاحتمالات المستقبلية على الظروف الماضية والظروف الحاضرة أيضا ، لذا فإن المستثمرين أو المنتجين يقومون بعملية التوقع عند اتخاذ قرار استثماري معين ، فمثلا المشروع الذي يحتفظ بتوقعات متفائلة بخصوص الطلب على منتجاته مستقبلا سوف يكون أكثر رغبة في الاستثمار بالمقارنة بالمشروع الذي يحتفظ بتوقعات متشائمة .
5. استثمارات الحكومات : تقوم الحكومات بدورها بالقيام باستثمارات بدافع زيادة الخدمات التي تقدمها للمجتمع مثل بناء المدارس أو العمل على زيادة الإنتاج حتى تستطيع خلق فرص عمالة جديدة ، كما تعمل على رفع مستوى الرفاهية ، من جهة أخرى قد تكون الاستثمارات الحكومية بدافع خلق المنافع العامة اللازمة لتشجيع الأفراد على الاستثمار وبالتالي يزيد الاستثمار الكلي في المجتمع .
6. إن الدوافع السابقة الذكر لا تتعارض في أصلها مع الإسلام إلا أنها تحتاج إلى أن يضيف عليها الإسلام شيئا من التهذيب ممثلا في مسألة الربحية كدافع للاستثمار ، فالموازنة ينبغي أن تكون بين الربح الخاص الذي يستهدفه المستثمر الخاص والمصلحة الاجتماعية ، وكذلك فإن رغبة المستثمر في أن يحوز نصيبا أكبر من السوق عن طريق استثماره يجب أن تبعده تماما عن الرغبة في السيطرة الاحتكارية أو الشبه احتكارية على السوق في البداية والنهاية . فالقيد العام لهذه الرغبات هو التمسك بالحلال والابتعاد قدر الممكن عن الحرام ؛ ومن ذلك فإن المسلم تزداد رغبته في الاستثمار مادام ذلك في دائرة الحلال الذي أباحه الله تعالى ، أما إذا كان المشروع أو النشاط محرما فإن المسلم طبعاً لن يستثمر فيه .

الفرع الثاني: معايير استثمار الأموال في الإسلام<sup>1</sup>

وضع الإسلام مجموعة من المعايير التي تحكم استثمار الأموال من أهمها:

- 1- معيار العقيدة : حيث ينطلق استثمار المال وفقاً للضوابط الشرعية وأن المال مال الله والإنسان مستخلف فيه ، ويجب استخدامه بعيداً عن الربا.
- 2- المعيار الأخلاقي: حيث يلتزم الفرد المسلم بمجموعة من القيم الأخلاقية عند استثمار الأموال من أهمها عدم الغش وعدم أكل أموال الناس بالباطل.
- 3- معيار التنمية: حيث يهدف التشغيل الكامل لرأس المال إلى تحقيق التنمية الاجتماعية والاقتصادية ، وعلى أن يتم مراعاة أولويات الاستثمار وهي الضروريات والحاجيات والتحسينات .
- 4- معيار ربط الكسب بالجهد : وهو من القواعد الشرعية التي تحكم المعاملات في الإسلام فلا كسب بلا جهد ولا جهد بلا كسب.
- 5- معيار الغنم بالغرم: وهو الربح مقابل الخسارة وينطلق هذا المعيار من القاعدة الشرعية "الخارج بالضمان" والتي تعني إن من ضمن أصل شيء فله ما يخرج منه من ربح أو خسارة.

المطلب الرابع: أهداف ومقاصد الاستثمار من الناحية الإسلامية

إن الهدف الأساسي لأي منشأة اقتصادية في الاقتصاديات الوضعية خاصة الرأسمالية هو تحقيق الربح وتعظيمه ويعود ذلك إلى مبدأ الحرية وقواعد الملكية في تلك الأنظمة فأصبح هذا هو المقصد الرئيس من الاستثمار إلى جانب أهداف أخرى سبق ذكرها في دوافع الاستثمار ؛ فالاهتمام بتعظيم الربح أدى إلى إهمال وإغفال الكثير من الأهداف في التنمية الاقتصادية غير الإسلامية ، أما الاستثمار الإسلامي فإنه لا يهمل هذه الأهداف وفي نفس الوقت لا يجعل من الربح هدفاً أساسياً كما أنه لا يهمله ، ذلك لأن الاستثمار الإسلامي لا يستهدف المادة وتعظيمها ، بل ينظر إليها على أنها وسيلة لتحقيق هدف أسمى وهو مصلحة الجماعة الإسلامية، فالاستثمار الإسلامي يستهدف أساساً التنمية بأبعادها المختلفة الاقتصادية والاجتماعية والتي تحقق منفعة الجميع وفي نفس الوقت تمثل لمقاصد الشريعة الإسلامية .

\* الحفاظ على المال والعمل على تنميته<sup>2: 1</sup>

يسعى الإسلام إلى الحفاظ على ثروة المجتمع واستغلال موارده الطبيعية بالطرق المثلى والشرعية ولأجل تحقيق هذا المقصد النبيل، فإن الشريعة الإسلامية عملت على رسم جملة من التدابير الكفيلة بالحفاظ على

<sup>1</sup>- دكتور محاسب/ محمد البتاجي، بحث: نحو بناء نموذج محاسبي لتقويم وسائل الاستثمار في البنوك الإسلامية (المراجعة ، المضاربة ، المشاركة) ص 04 الندوة الدولية( نحو ترشيد مسيرة البنوك الإسلامية) دولة الإمارات العربية المتحدة - دبي 3-5 سبتمبر 2005 م

<sup>2</sup> - د/ قطب مصطفى سانو ، الاستثمار أحكامه وضوابطه ص56 مرجع سابق .



يهدف الاستثمار في الإسلام إلى إزالة الفقر والفاقة في العالم وذلك بالسبل المشروعة واتباع التعليمات الإلهية السامية، فتحقيق الرفاهية هو أحد أسباب غرس السعادة في النفوس ونشر الاستقرار والأمن، ويتوقف كل ما سبق على مدى مراعاة المستثمر المسلم عند استثماره جملة المبادئ الاقتصادية من حسن التخطيط ومبدأ المفاضلة بين أساليب الاستثمار المتاحة وأيضاً بين مجالات الاستثمار<sup>1</sup>.

### المبحث الثالث : مفاهيم حول البورصة

المصطلح الأول: البورصة بمعنى تومبوكاي

#### الفرع الأول : البورصة لغة

البورصة كلمة ليست عربية وإنما فرنسية الأصل La bourse وتعني كيس صغير لوضع القطع النقدية .

#### الفرع الثاني : البورصة اقتصادياً: البورصة في الاصطلاح لها عدة تعاريف نذكر منها:

\* البورصة سوق منظمة تقام في أماكن معينة وفي أوقات محددة يغلب أن تكون يومية بين المتعاملين بيعة وشراء بمختلف الأوراق المالية وبالمثلثات التي تتعين مقاديرها بالكيل أو الوزن أو العدد وذلك بموجب قوانين ونظم تحدد قواعد المعاملات والشروط الواجب توافرها في المتعاملين والسلعة موضع التعامل<sup>2</sup>.

\* البورصة مكان معلوم ومحدد مسبقاً يجتمع فيه المتعاملون بغرض القيام بعمليات تبادل بيعة وشراء ويتوفر فيها قدر من العلانية والشفافية بحيث تعكس أثارها على جميع المتعاملين وعلى معاملاتهم فتحدد بناء عليها الأسعار صعوداً، هبوطاً أو ثباتاً، كما يتم من خلالها رصد ومتابعة المتغيرات والمستجدات التي تطرأ على حركة التعامل بسهولة ويسر وبالتالي يمكن قياس أثرها ومعرفة اتجاهاتها وتحليلها والتنبؤ بما يمكن أن تكون عليه في المستقبل ثم في النهاية يمكن إتمام حركة المعاملات بجوانبها : المالية ، القانونية ، والاقتصادية من حيث:

1- تيسير إتمام عملية التبادل ما بين طرفي المبادلة: البائع والمشتري.

2- تيسير عملية نقل الملكية والتسجيل القانوني لعملية البيع أو للشراء المباع.

3- تيسير عملية نقل الحيازة وتحقيق الانتفاع من الأصل الذي تم بيعه .

فالبورصة بذلك سوق متكامل فعال تتوفر فيه الحرية الكاملة لقوى العرض والطلب لتتفاعل بيعة وشراء في ظل روح من المنافسة الكاملة، لذلك البورصات تكتسب قدر كبير من الفاعلية عندما يكون الاقتصاد حراً والعكس عندما يكون الاقتصاد مقيداً<sup>1</sup>.

1- د/ قطب مصطفى سانو ، الاستثمار أحكامه وضوابطه ص56 مرجع سابق .

2- د/ عثمان محمد شبير ، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، ص161-162 (الأردن دار النفائس) ط1 ، 1996.

\* البورصة سوق منظمة تتعقد في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين في بيع وشراء مختلف الأوراق المالية أو المحاصيل الزراعية أو السلع الصناعية وتؤدي كلمة بورصة معنيين:

1/ المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون.

2/ مجموع العمليات التي تتعقد فيه<sup>2</sup>.

**الفرع الثالث:** ينص قانون البورصة على اعتبارها شخصية اعتبارية عامة تتولى إدارة أموالها وتكون لها أهلية التقاضي وهي تخضع لرقابة حكومية متمثلة في مندوب للحكومة يتواجد في البورصة وتكون له مهمة مراقبة وتنفيذ القوانين واللوائح وحضور جميع اجتماعات لجان البورصة المختلفة وله حق الاعتراض على قراراتها إذا صدرت مخالفة للقوانين أو اللوائح أو الصالح العام<sup>3</sup>.

### المطلب الثاني: لمحة تاريخية حول ظهور البورصة

قبل الحديث عن نشأة البورصة سنتطرق أولا إلى الحديث عن السوق باعتبار أن البورصة هي سوق رغم وجود عدة اختلافات بينهما<sup>4</sup>.

### الفرع الأول: السوق لغة:

هي مأخوذة من ساق يسوق سوقا وهي حدو الشيء وجلبه وسوقه ، سميت السوق بذلك لما يساق إليها من البضائع والأشياء والجمع أسواق<sup>1</sup> . وقد تذكر السوق أو تؤنث إلا أن التأنيث أصح وأفصح وتصغيرها

2- 1- د/ محسن أحمد الخضيري ، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة ص 10 (مصر إيتراك للنشر والتوزيع ) ط1 1996.

2- 2- د/ شمعون شمعون ، البورصة - بورصة الجزائر - ص 7 (الجزائر أطلس للنشر).

3- 3- د/ صلاح السيد جودة بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا ص 12 (مصر مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية ) ط1 1991.

4- 4- البورصة وليدة السوق وكل منهما يلتقي فيه العرض والطلب إلا أن السوق والبورصة يختلفان من عدة نواحي :

1- يتم التعامل في السوق على سلع متنوعة ، أما السلع التي يتم التعامل فيها في البورصة فيجب أن تتوفر فيها شروط معينة :

- يجب أن تكون السلعة قابلة للبقاء مدة طويلة دون أن يصيبها التلف طوال فترة حفظها أو تخزينها ، فالفواكه والخضر نجد لها أسواقا وليس لها بورصات .

- يجب أن تكون السلع المتعامل بها في البورصة متماثلة أي تتمثل في مجموعة من السلع موحدة في

النوع.

- يجب أن يكون كل من العرض والطلب على السلعة خاضعين لظروف متغيرة ومتقلبة وتكون أسعارهما

عرضة للتقلبات والتغيرات حتى تغري المتعاملين على التعامل لكي يحققوا أرباحا من وراء تقلبات الأسعار .

2- يترتب على التعامل في الأسواق تسليم السلعة موضوع التعامل سواء دفع الثمن فورا أو بعد أجل معين ، أما في البورصة فقد يتم التسليم في المستقبل وقد لا يتم تسليم البضاعة على الإطلاق وتنتهي العملية بقبض فوارق الأسعار.

3- يتم عقد الصفقات في الأسواق على سلع موجودة فعلا أما في البورصة فقد تعقد الصفقات على عينات

Echantillons .

4- العمليات التي تتم في البورصة تتصف في معظم الأحيان بكون قيمتها وتكرار حدوثها ويكون إتمام المعاملات على هذا النحو دائما ذا تأثير واضح على الأسعار وغالبا ما يؤدي التعامل داخل البورصة إلى التأثير على العمليات التي تتم خارج البورصة . انظر د/ شمعون شمعون البورصة - بورصة الجزائر- ص 9-10.

سويقة والتذكير خطأ ، لأنه قيل سوق نافقة ، وام يسمع نافق بغير هاء ، وقال الراغب : السوق الموضع الذي يجلب إليه المتاع للبيع ؛ قال تعالى في محكم تنزيله ، >> وقالوا ما لصدا الرسول بأجل الطعاه وبمهوى هي الأسواق <<<sup>2</sup>

### الفرع الثاني : السوق اصطلاحاً:

وعرفه ابن حجر على أنه اسم لكل مكان وقع فيه التبايع بين من يتعاطى البيع والشراء ، فلا يختص الحكم المذكور بالمكان المعروف بالسوق ، بل يعم كل مكان يقع فيه التبايع. هي منطقة يتصل فيها المشترون والبائعون إما مباشرة أو عن طريق وسطاء بحيث أن الأسعار السائدة في جزء من السوق تؤثر في الأسعار التي تدفع في الأجزاء الأخرى ، مما يترتب عليه تجانس في أسعار السلعة الواحدة في السوق كلها بغض النظر عما يحدث من انحرافات عن الثمن المتجانس ، ترجع إلى اعتبارات محلية ، أو أسباب طارئة ووقئية<sup>3</sup>.

### الفرع الثالث : نشأة الأسواق:

يرجع تاريخ السوق إلى العهد الروماني حيث كانوا أول من عرف الأسواق وذلك بإنشاء ما يعرف بـ Collegin Marcaterum في القرن الخامس قبل الميلاد ، وكذلك أنشأ اليونانيون متجر المقايضات بأثينا ، كما كان فراعنة مصر يسمحون للتجار بعرض بضائعهم والاتفاق عليها وتحديد أسعارها لدى عزيز مصر حيث يجمع كل التجار لديه وتتم الصفقات أمامه ، أما العرب فقد عرفوا الأسواق في الجاهلية واعتادوا الصفق فيها ، وممارسة عمليات

تبادل السلع ، والبيع والشراء من خلالها ، وكانت لهم أسواق موسمية ، تقام في أماكن محددة وفي أوقات محددة (سنوية ، فصلية ، شهرية أو أسبوعية) من بين هذه الأسواق كان هناك سوق هجر ، سوق حجر اليمامة ، سوق عكاظ ، سوق ذي المجاز سوق مجنة وغيرها وكانت قريش تقوم برحلات تجارية شتوية إلى اليمن جنوباً وصيفية إلى الشام شمالاً حيث أشار إليها القرآن الكريم >> لإيلافهم قريش ، وإيلافهم رحلة الشتاء والسيح . <<<sup>4</sup> فكان هناك حي للتجار في المدن الكبرى يسمونه "بازار" يعرضون فيه أمتعتهم ويتفقون على الأسعار ، فالتجار عرفوا نظام البورصات من خلال شيخ بندر التجار وتمويلها والاتفاق الأجل عليها ولما جاء الإسلام أمر الرسول الكريم ببناء سوق إسلامي في المدينة بديلاً عن سوق اليهود

1- الشيخ أبي الحسن أحمد بن فارس بن زكريا ، معجم مقاييس اللغة ص 476 اعتنى به كل من د/ محمد عوض مرعب و فاطمة محمد أصلان ( بيروت ، دار إحياء التراث العربي ) ط 1 ،

2- سورة الفرقان الآية 07 .

3- د/ صلاح السيد جودة ، بورصة الأوراق المالية علمياً وعملياً ص 10 مرجع سابق .

4- سورة قريش الآية 01 .

والتي كانت تجري فيه المعاملات المحرمة وكان صلى الله عليه وسلم يمر بنفسه على السوق لمراقبة العمل التجاري واستمر هذا الاهتمام في عهد الصحابة والتابعين<sup>1</sup>.  
 أما الحديث عن نشأة البورصة وظهورها على أرض الواقع فقد اختلفت الروايات حول ذلك فقد بدأت البورصات أولا ببيوت التجارة والصرافة التي هاجرت إلى بلاد الفلندر الشهيرة ببلاد الفلمنك وأقاموا مستعمرات في واحدة من أشهر المدن والمراكز التجارية العالمية في ذلك الحين وهي مدينة بروج Bruges البلجيكية، فأصبح هذا المكان مرغوبا من قبل الإيطاليين وصار مهبط التجار ورجال الأعمال، ففي عام 1300 م أقيمت بورصة في مدينة بروج واحتفظت بمركز الصدارة في المال والتجارة إلى سنة 1485 م حيث أقيمت بورصة Anvers .

أما الرواية الأخرى والتي أقرها الكثير من المؤرخين فهي تلك التي تعود إلى القرن الخامس عشر الميلادي حيث كان التجار القادمون من فلورنسا يجتمعون في فندق تملكه عائلة غنية تسمى Van Der Bursen تقع في مدينة Bruges بلجيكا فكان يأتيه التجار من كافة المناطق وتطور التعامل فيه إلا أن التجار لم يصطحبوا معهم البضائع إلى الفندق، بل كانت تتم الارتباطات في شكل عقود وتعهدات ومن ثم استبدلت البضائع الحاضرة بالتزامات مستقبلية قائمة على ثقة متبادلة بين طرفي عملية المبادلة وأتى لفظ Bourse ليعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار والمتعاملين معهم حيث يتم بشكل منتظم ودوري وذلك لإبرام الصفقات والعقود والاتفاق الحاضر أو الآجل عليها<sup>2</sup>، وإن أول بناء أنشئ بهذا النوع وبهذا الاسم هو بناء مدينة Anvers بلجيكا عام 1460 م<sup>3</sup>.

#### المطلب الثالث : تطور البورصة

لقد عرفت البورصة مراحل عديدة قبل الوصول إلى ما هي عليه الآن، فكانت البداية ببورصة البضائع ثم تطورت مع تطور العصر و تتمثل المراحل التي مرت بها البورصة فيما يلي:

#### 1/ مرحلة إنشاء بورصة البضائع<sup>4</sup>:

إن التطور والانتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية وما رافق ذلك من هجرة الأيدي العاملة إلى المدن أدى إلى ازدهام السكان فيها وبذلك أصبح تموين هذه المدن تمويना منظما بالأغذية والحبوب من

<sup>1</sup> - شعبان محمد إسلام البرواري ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ص 14 (دمشق دار الفكر) ط1 ، 2002 .

<sup>2</sup> - د/ شمعون شمعون ، البورصة - بورصة الجزائر - ص 08 .

<sup>3</sup> - د/ محمد فتح الله النشار ، التعامل بالأسهم - في سوق الأوراق المالية في ضوء الفقه الإسلامي - ص 12 (الإسكندرية دار الجامعة الجديدة للنشر) 2006 ، وانظر أيضا د/ محمد عثمان شبير ، المعاملات المالية في الفقه الإسلامي ص 161 مرجع سابق .

<sup>4</sup> - شعبان محمد إسلام البرواري ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ص 32 مرجع سابق .

المشاكل العسيرة فاقترضى هذا وجود سوق عالمي للاتجار بالحاصلات الزراعية فنشأ فريق جديد من المتعاملين سُموا بالمضاربين ليتحملوا خطر تقلبات الأسعار وأنشأ تجار الجملة المخازن لتحمل خطر التجارة وساهمت البنوك في مساعدة التجار فنشأت البورصات في أماكن متعددة للاتجار في هذه المحصولات سميت بورصة البضائع، وقد أنشئت أول بورصة للبضائع في باريس عام 1304 م ثم في أمستردام بإيطاليا عام 1608 م .

### 2/ مرحلة التعامل بالأوراق التجارية :

بدأت الكمبيالات والسحوبات الاذنية تتداول بداية الأمر بفرنسا خلال القرن الثالث عشر الميلادي حيث أوجد الملك فيليب الأشقر مهنة سماسرة الصرف من أجل تنظيم هذا التداول، وفي إنجلترا سنة 1688 م كان التعامل يتم في سندات الائتمان وكذلك في أسهم شركة الهند الشرقية التي تأسست عام 1599 م .

### 3/ مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق:

بعد أن خرج المتعاملون في الأوراق المالية من بورصة البضائع بدؤوا يبحثون عن مكان لهم، فكان مكانهم قارعة الطريق الذي يكون قريبا من بورصة البضائع وفي المقاهي أثناء الأيام الممطرة والباردة، ففي لندن بعد أن خرج المتعاملون من البورصة الملكية للبضائع كانوا يجتمعون في بورصة البضائع وفي الأيام الممطرة كانوا يتوجهون إلى المقاهي كقهوة "جوناثان" .

أما في أمريكا فقد أصدرت الفيدرالية صكوك الدين الموحد وذلك خلال حرب الاستقلال وكان التعامل بهذه الصكوك في المقاهي والطرقات وكان السماسرة يجتمعون تحت شجرة في شارع Wall Street . ثم انتقل التعامل إلى قهوة "تونتين" أما في فرنسا فكان التعامل يجري في شارع "كتا نبوا" قبل افتتاح بورصة باريس<sup>1</sup>.

## المبحث الرابع: البورصة ودورها، أنواعها وخصائصها

### المطلب الأول: أهمية البورصة ودورها الاقتصادي

يعتبر رجال الاقتصاد البورصة تلك الأداة للتفاعل ومكان الالتقاء لقوى الاستثمار المختلفة بما لها من دور فعال في توجيه الاقتصاد دون حواجز نفسية أو إدارية ومن ثم تحريك عجلة الاقتصاد وإعطاء قوة دفع

1- د/ محسن أحمد الخضيري ، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة ص17- 19 وانظر أيضا د/ صلاح السيد جودة ، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا ص 13 - 15 مراجع سابقة .

أكبر وأوسع للمشروع الاقتصادي الحضاري، فعمليات الاستثمار في البورصات أصبحت تمارس من قبل فريق متكامل من الخبراء لأجل السير الحسن والأفضل لكافة المعاملات والمبادلات التي تتم داخلها. فالبورصة لها دور هام في الحياة الاقتصادية فهي تعمل على أن تشبع حاجات ورغبات المتعاملين فقد أصبحت ضرورة حتمية استلزمها المعاملات الاقتصادية بين البشر والمؤسسات وجاءت لتلبي رغباتهم لما لها من أهمية خاصة في حماية المستثمرين والقضاء على عدم العدالة والظلم الذي قد يقع فيه طرفي المبادلة (البائع والمشتري) نتيجة سيادة حالة عدم المعرفة والجهل بأحوال السوق واتجاهات الأسعار أو تحت ضغوط الاضطرار والحاجة أو حدث احتكار من جانب شخص ما، ومن ثم فالبورصات تعمل على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى العرض والطلب وإتاحة الحرية الكاملة وتوفير العلانية والشفافية و إجراء كافة المعاملات فهي تعمل على ضمان حقوق المتعاملين جميعا وبما يكفل حماية ووقاية أي منهم من التيارات المضرة بمصالحهم، أموالهم وحقوقهم. فالبورصات تستمد أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم به فهي تتيح الفرصة لتقابل العرض والطلب كما تعتبر مقياسا دقيقا لحركة الاستثمار والادخار في البلاد إضافة إلى عدة وظائف تكمن فيما يلي:

1/ استغلال الفائض من الأموال: فالبورصة تعمل على جذب الفائض غير الموظف في الاقتصاد وتحوله من مال خامل عاطل لا أثر له إلى رأس مال فعال له أثره الإيجابي وبالتالي التخلص من الاكتناز فتشارك هذه الأموال في دورة رأس المال لتنمية الاقتصاد.

2/ أداة إشباع للمستثمر الصغير والكبير معا: فالمستثمر الصغير الذي لا يقدر على إنشاء المشروعات لصغر ما يملكه من رأس مال وفي نفس الوقت بالنسبة للمستثمر الكبير توفر لهما البورصة فرص الاستثمار مما تقدمه من أدوات وخدمات لاستثمار أموالهما.

3/ توزيع المال على مختلف القطاعات: حيث تلعب البورصة دورا هاما كجهاز لتوزيع الادخار على مختلف الفعاليات الاقتصادية.

4/ أداة تحذير وتنبيه: فهي تحذر الأفراد العاديين و المحترفين إلى مخاطر الاستثمار إلى عدم الدخول إلى المجالات الاستثمارية غير المناسبة، ولعل ما يحدث من تقلب في الأسعار يعتبر أهم الأضواء التي تعكس حالات المشروع من حيث سيره نحو الازدهار أو الانهيار، فتقلب الأسعار يعتبر البارومتر الذي يقوم به رجل الأعمال مدى نجاح المشروع إذا أراد الاستثمار.

5/ تحسين كفاءة الإدارة: حيث تحث عمليات متابعة الأسهم في البورصات إدارات الشركات على تحسين كفاءتها وزيادة فعاليتها حتى لا تهبط أسعار أسهم هذه الشركات.

6/ المساعدة في اتقاء تقلبات الأسعار: تساعد البورصة المزارع، التاجر والصناعي على تلافي أخطار تقلبات الأسعار وذلك عن طريق التغطية<sup>1</sup> La couverture.

7/ توفير المنافسة: تؤمن البورصة جو المنافسة الضرورية لتأمين حرية المبادلات ففي فترة الانتعاش الاقتصادي Expansion يلاحظ كثرة التعامل فيها ويدفع الأمل بربح أكبر وبالتالي دفع عجلة الاقتصاد، أما في حالة الركود Récession تخيم حالة من الكساد وانخفاض في حجم التعاملات<sup>2</sup>.

### المطلب الثاني: أنواع البورصات

إن تطور الحياة المعاصرة وما صاحبها من تقدم علمي على جميع الأصعدة وظهور التخصص في الإنتاج والعمل وازدياد درجة المكننة من جهة وظهور الأوراق التجارية والأوراق المالية وغيرها من المستندات التجارية أدى إلى تطور البورصة وتنوعها واستقلالها بذاتها وانفرادها بنشاط خاص فلم تعد بورصة البضائع تمارس جميع النشاطات وإنما تخصصت فقط في البضائع وإلى جانبها ظهرت بورصات أخرى، فهذا التنوع والتعدد يدل على الدور الكبير الذي تلعبه البورصة في الحياة الاقتصادية فكلما كانت أكثر تنوعاً وتعدداً أتاحت فرص أكثر للمتعاملين للاختيار الأفضل كل حسب رغبته ومتطلباته فيرتفع عدد التعاملات ويزداد حجم الاستثمار ويمكن تقسيم البورصات حسب المعايير التالية:

#### 1- حسب التسجيل والاعتراف والتمثيل الحكومي فيها:

- بورصات رسمية: منشأة وفقاً للقوانين والقواعد وتمارس فيها المعاملات في إطار القواعد والنظم ويتواجد ممثل للحكومة يتابع ويراقب هذه المعاملات ويتدخل في الوقت المناسب لمنع المخاطر التي قد تكتنف هذه التعاملات ويحافظ على الاستقرار.

- بورصات غير رسمية: تعمل بشكل غير رسمي وفي ضوء قواعد خاصة بها ولا تعترف بها الحكومة ولا تتعامل فيها أي من جهاتها الرسمية<sup>3</sup>.

#### 2- من حيث المدى الزمني:

- بورصة المنتجات الحاضرة: يتم التعاقد عليها واستلامها وتسليمها ويقبض ثمنها فوراً.

1- التغطية La couverture أو ما يعرف بـ The hedging وهي أن المتعامل في البورصة قد يرغب في التأمين هبوطاً أو ارتفاعاً الأسعار لسلمة معينة فيشتري أو يبيع كمية موجودة لديه فعلاً أو يتعاقد عليها أو ينتظر وجودها لديه في المستقبل كما هو الحال بالنسبة للمزارع وعند حلول الوقت الذي يراه مناسباً حيث تكون الأسعار مريحة وتغطي تكاليفه ويخشى إذا انتظر وقت الحصاد أن ينخفض السعر فإنه يقوم ببيع كمية من القطن مثلاً في البورصة تعادل الكمية التي ينتظر أن يحصل عليها أثناء الموسم وذلك بالسعر السائد وقت البيع على أن يتم التسليم وقت الموسم وعند حلول الوقت يتم التسليم فإذا هبط السعر فيواسطة عملية التغطية يكون قد تلافي الخسارة من هبوط الأسعار، فالتغطية هي إذن نقل للمخاطر الناتجة عن عدم ثبات أسعار الصرف، أسعار الفائدة... أنظر د/ شمعون شمعون البورصة - بورصة الجزائر - ص 13 - 14. وانظر

أيضاً د/ زياد رمضان مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ص 89.

2- شمعون شمعون، البورصة - بورصة الجزائر - ص 14 - 15 مرجع سابق.

3- مثل بورصة المناخ بدولة الكويت.

- بورصة العقود الآجلة : يتم الاتفاق عليها دون تسليم أو استلام لا للمنتجات أو الأثمان بل تتم مضاربة على السعر فقط.

3- من حيث مدى التعامل الجغرافي:

- بورصات تعمل فقط على المستوى المحلي : فلا تمتد معاملاتها دوليا وهي تتواجد عادة في الاقتصاديات المتخلفة وهي عادة بورصات محدودة النشاط للغاية.

بورصات تعمل على المستوى الدولي : وتمتد معاملاتها إلى المعاملات الدولية المختلفة وهي بورصات ضخمة ومتوسطة الحجم<sup>1</sup>.

4- من حيث المنتجات المتداولة:

- بورصة البضائع: وتسمى أيضا البورصة التجارية، وهي مكان تباع فيه المواد والسلع الاستراتيجية أي المنتجات الأساسية ذات الأهمية العالمية كالقطن، البن، القمح، .... ويتم داخلها تحديد الأسعار المحلية والدولية لهذه المنتجات.

- بورصة الأوراق المالية أو بورصة القيم المنقولة: يجري التعامل فيها على الأسهم والسندات.... التي تصدرها الشركات وهي تمثل حاليا معظم السوق المالي.

- بورصة القطع والمعادن النفيسة: ويتم التعامل في هذه البورصة على أساس النقود بذاتها عن طريق تبادل العملات بواسطة عمليتي الصرف العاجل والآجل إضافة إلى تداول المعادن النفيسة من الذهب، الفضة والألماس....

- بورصة الخدمات : هي بورصات شديدة التنوع نظرا لتعدد المجالات التي يمكن استخدامها فيها وأهمها : السياحة ، الفنادق ، بورصات عقود التصدير بورصات التأمين، تأجير السفن،.....

- بورصة العمل : هي مكان التقاء العمال في اجتماعات تقترح فيها عليهم خدمات معينة.

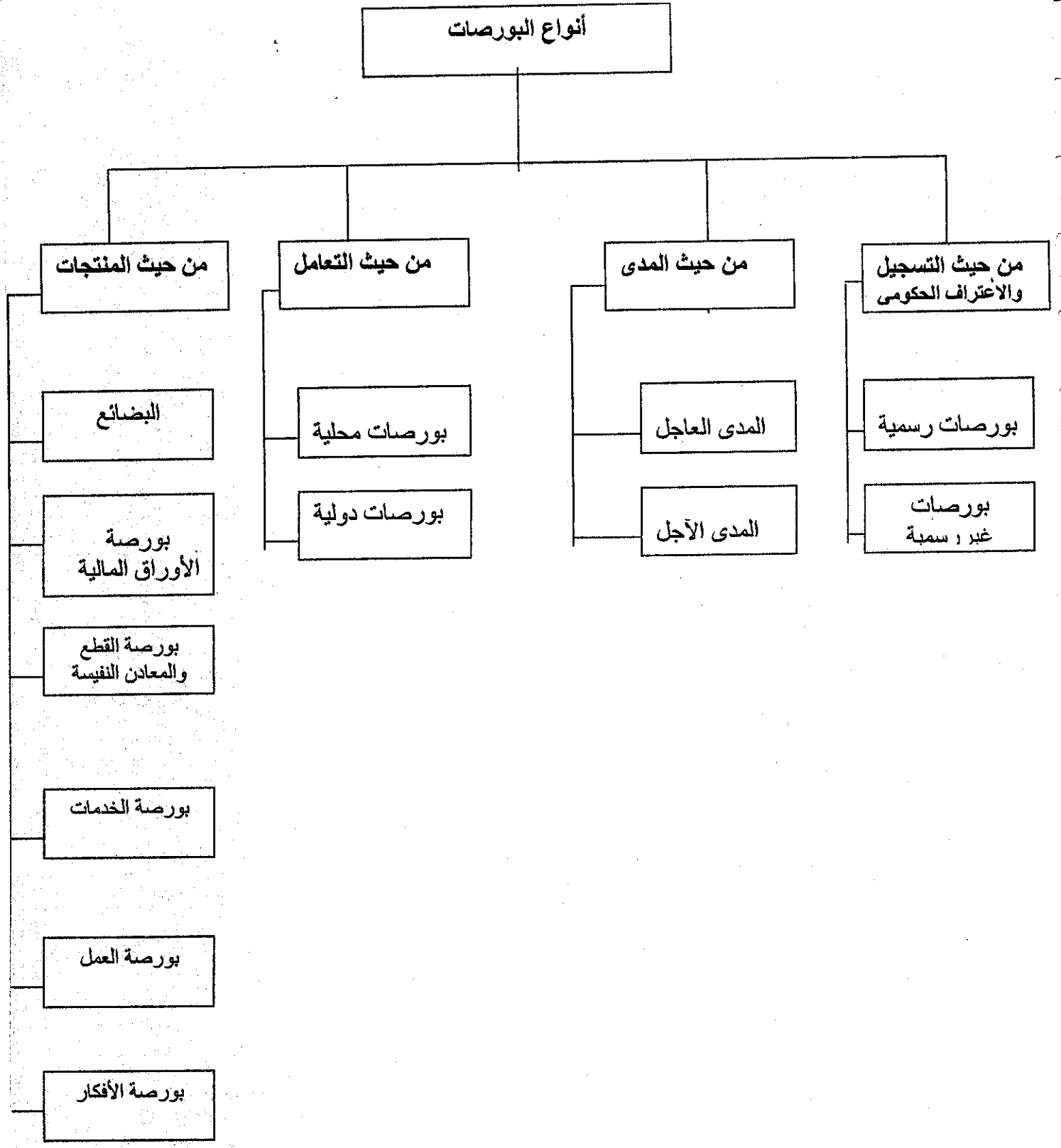
- بورصة الأفكار : وهي من الأنواع الحديثة للبورصات وتختص ببيع وعرض حقوق الاختراع والمعرفة، صفقات نظم المعلومات والعلامات التجارية....

إذن فقد شملت البورصة جميع مجالات الإنسان وهي لا تزال في التزايد فلا بد أن المستقبل سيحمل أنواع أخرى تواكب حياة الفرد ومتطلباته .

وسنتناول في هذه الدراسة إنشاء الله تعالى الاستثمار في البورصة على ضوء الشريعة الإسلامية بالتعمق أكثر في بورصة الأوراق المالية من الجانبين الاقتصادي والفقهني .

1- د/ محسن أحمد الخضير ، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة ص25- 26 مرجع سابق .





مخطط توضيحي يمثل أنواع البورصات في العالم

## المصطلح الثالث: خصائص البورصة الفعالة

لكي تقوم البورصة بدورها على أكمل وجه يجب أن تتوفر فيها مجموعة من الخصائص هي:

مكان معروف ومتفق عليه<sup>1</sup>: يجب أن يكون للبورصة مكان معروف ومتفق عليه ومعلوم لدى كافة المتعاملين والراغبين في التعامل وسهل الوصول إليه.

1- سهولة الاتصال: فالاتصال بين المتعاملين سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة أي عن طريق وسطاء، فيتعين على البورصة أن تكون مجهزة بأجهزة العرض والاتصال والتسجيل ونظم المعلومات.

2- القدرة على استيعاب المتعاملين: يجب أن تكون مساحة مبنى البورصة متسعة وواسعة لتشمل معاملات كل من المقصورة ومكاتب السماسرة الدائمين وأماكن انتظار وغرف مراقبة مندوبي الصحف ووكالات الأنباء إضافة إلى مكاتب إدارية لإدارة البورصة ولمندوبي الحكومة...

3- وجود قواعد مستقرة: يتعين أن تكون لها قواعد مستقرة للتعامل فيها وداخلها وبشكل معروف وملتزم به من قبل الجميع وبشكل مستمر ومنظم<sup>2</sup>.

4- تكنولوجيا سريعة: إن فعالية البورصة تتطلب تواجد أجهزة ومعدات متطورة للسماح للمتعاملين بمعرفة التغيرات الطارئة على الأسعار مثل شاشات الكمبيوتر الضخمة ووسائل الاتصال الحديثة.

5- وجود مؤسسات متخصصة في أمور البورصة والتعامل فيها من شركات ومؤسسات مالية وسيطة مثل بيوت الإصدار والسماسرة<sup>3</sup>.

6- توفر أدوات الرقابة: تحتاج البورصات إلى توفر أداة رقابة سواء داخلية أو خارجية حتى لا تنحرف عن أداء رسالتها أو يساء استخدامها، لذا يتطلب وجود رقابة حكومية توفر متابعة عن قرب وفورية وسليمة للتعامل داخلها وتهيئ المجال للتدخل السريع الحاسم لتصحيح أي معاملات غير سليمة أو لحماية السوق والمتعاملين من الأخطار كما تقوم هذه الهيئة بمعاينة المخالفين للوائح والتعليمات<sup>4</sup>.

1- د/ محسن أحمد الخضيرى كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة ص 14 مرجع سابق.

2- تتطلب البورصة الفعالة الاستمرارية والتنظيم وذلك من خلال:

- وجود عدد كافي من المتعاملين فيها لأجل ضمان الاستمرارية والاستقرار فيها كما يمنع التحكم في الأسعار من قبل فئة من المتعاملين.

- وجود الحرية التامة بين المتعاملين والمعاملات التي تجري فيها.

- إجراء عمليات كثيرة ومتكررة.

- تعد الأوراق المالية المطروحة والمتداولة عن طريق زيادة عدد كل من الشركات المسجلة في البورصة وعدد المتعاملين فيها فتكتسب البورصة فاعليتها من نمو وازدياد حجم التعامل والتداول فيها. انظر شعبان محمد إسلام البروارى بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ص 41-43 مرجع سابق.

3- تقوم المؤسسات المالية الوسيطة بعدة خدمات منها:

- تقديم المشورة للمتعاملين في البورصة حول كيفية استثمار أموالهم.

- استثمار أموال المشاركين نيابة عنهم.

- تسهيل وتسريع عمليات التداول والبيت فيها.

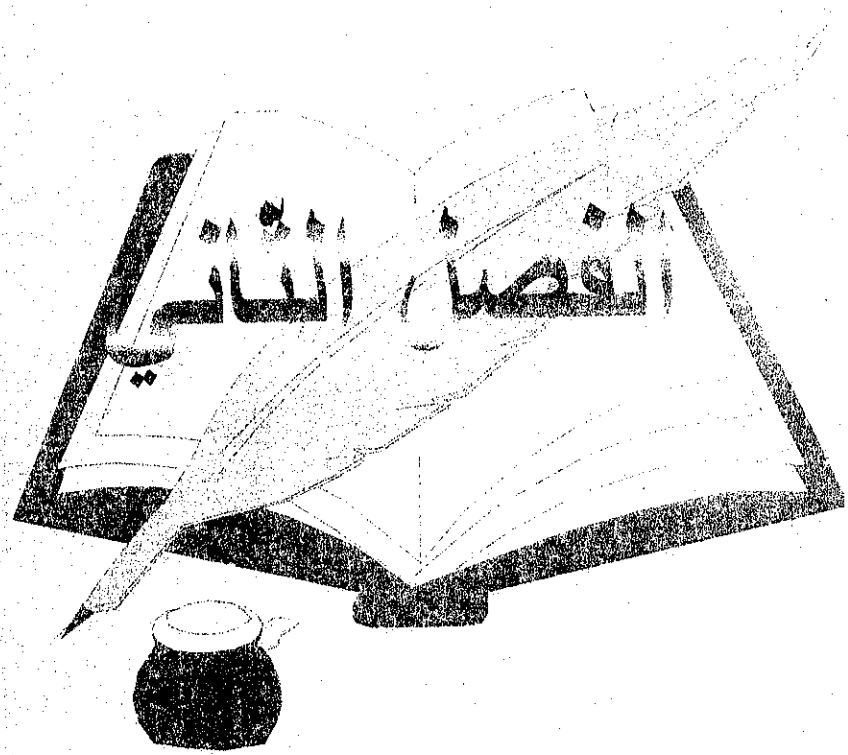
إيجاد سوق مستمرة لتداول الأوراق المالية المطروحة للبيع والشراء بكميات كبيرة..

4- د/ محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة ص 15 مرجع سابق.

### ملخص الفصل

لقد تطرقنا في هذا الفصل إلى معرفة أهمية ودور الاستثمار حيث يعتبر عنصر حيوي في الحياة الاقتصادية لما يكتسبه من أهمية في تحقيق التنمية ورفع مستوى المعيشة ومن أجل ذلك قد اهتم الإسلام به وخير دليل على ذلك الآيات القرآنية الكريمة والأحاديث النبوية الشريفة الدالة على وجوب استغلال الأموال واستثمارها وتنميتها بأفضل وأكفأ الوسائل والأساليب المشروعة وعدم اكتنازها .

ويظهر بوضوح في هذا الاهتمام من خلال وضع معايير لضبط استثمار المال والمحافظة عليه من الضياع ، ولأن البورصة أحد أماكن الاستثمار التي توظف بها أموال ضخمة يجب أن يكون لها تنظيم قانوني ليضمن السير الحسن للمتعاملين وأيضا لتؤدي دورها الاقتصادي الذي أنشئت من أجله .



### مقدمة الفصل

نظرا لمكانة بورصة الأوراق المالية سواء بالنسبة للأفراد ، المؤسسات أو الاقتصاد القومي خاصة في عصرنا الحديث فلها دور هام و متميز، فهي بمثابة العصب الفعال و القلب النابض للاقتصاد و لا يمكن بأي حال من الأحوال الاستغناء عن خدماتها، لأنها المحرك الذي يقوم بقيادة عجلة النماء إلى التطور و الازدهار، و هذا يظهر بجلاء بتمويل الاستثمارات طويلة الأجل و تعبئة المدخرات فهي تعمل على جذب رأس المال الفائض غير الموظف و تحويله من مال عاطل خامل إلى رأس مال موظف وفعال ، فهي تعتبر أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية.

ولأن سوق الأوراق المالية تعتبر مقياسا دقيقا لحركة الاستثمار والادخار في البلاد فيجب أن تكون جميع ألياتها وأنشطتها تقوم على ضوابط أخلاقية و مهنية لتضمن السير الحسن والمصادقية لها من خلال إتاحة الحرية الكاملة للمتعاملين و العلانية للمعلومات و الشفافية الواضحة لكافة المعاملات و المبادلات.

والتشريعة الإسلامية أفضل ضوابط لجميع المعاملات المالية و من أجل معرفة مدى تطابق الفقه الإسلامي مع الأدوات المتداولة بسوق الأوراق المالية قسمنا هذا الفصل إلى :

\* المبحث الأول : مدخل إلى بورصة الأوراق المالية

\* المبحث الثاني : آلية عمل بورصة الأوراق المالية.

\* المبحث الثالث : الأوراق المالية ومفهوم الشركات.

\* المبحث الرابع : الأسهم دراسة اقتصادية و فقهية.

\* المبحث الخامس : السندات دراسة اقتصادية و فقهية.

خلاصة الفصل

## التعريف الأول: مصطلح بورصة الأوراق المالية

### المطلب الأول: هذا نصيب حول بورصة الأوراق المالية

هناك مجموعة من التعاريف لبورصة الأوراق المالية إلا أنها تصب في نفس المعنى وفي مدلول واحد من بين هذه المفاهيم ما يلي:

1/ بورصة الأوراق المالية أو ما يعرف بالمصفق من فعل صفق<sup>1</sup> كما ترى بعض المعاجم اللغوية وهي سوق إلا أنها تختلف عن غيرها من الأسواق فلا يتم بداخلها عرض للبضائع أو السلع وإنما يتم عرض معلومات وبيانات عن أسعارها وتتمثل هذه البضائع في أوراق مالية (أسهم ، سندات ...).

2/ سوق الأوراق المالية هي سوق ثابتة المكان مستمرة تقام في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال إضافة للسماسة ومساعدتهم للتعامل في الأوراق المالية وذلك وفقا لنظم ثابتة ولوائح محددة<sup>2</sup>.

3/ هي ذلك النظام الذي يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين ، فهي تمكن المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل البورصة عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال<sup>3</sup>.

4/ بورصة الأوراق المالية هي مكان اجتماع تجري فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل حيث يتم التفاوض حول القيم المنقولة وذلك عن طريق سماسة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع<sup>4</sup>.

5/ تعرف البورصة على أنها مقصورة السوق المالي التي تضمن التقاء طالبي وعارضي الأوراق المالية حسب مختلف الصيغ (العقود) والتسعيرة المنتظمة لها<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> - صفق له بالبيع و صفق يده بالبيعة وعلى يده ، يصفق صفقا و صفقة ، ضرب يده على يده وذلك عند وجوب البيع ؛ انظر المعلم بطرس البستاني ، قطر المحيط - قاموس لغوي ميسر - ص 319 ( لبنان - مكتبة لبنان ناشرون ) ط 2 ، 1995

<sup>2</sup> - د/ محمد فتح الله النشار ، التعامل بالأسهم- في سوق الأوراق المالية رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي ص 43 (الإسكندرية: دار الجامعة الجديدة للنشر ) 2006 .

<sup>3</sup> - د/ محمد سويلم ، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية ص 241 ( الدقى : الشركة العربية للنشر والتوزيع ) 1992

<sup>4</sup> - المرجع السابق ص 271 .

<sup>5</sup> -Daniel Goyeau & Amine Tarazi , LA BOURSE page 11 ( PARIS Edition La Découverte) 2006.

المستمرة هذه قادرة على شراء وبيع أوراق مالية بأي كمية كبيرة أو صغيرة وبصفة مستمرة لذلك تعتبر منافس للمتخصصين من أعضاء السوق<sup>10</sup>.

\*السوق الرابعة: يتعامل في هذه السوق الأفراد الأغنياء والمؤسسات الاستثمارية الكبيرة حيث يتعاملون فيما بينهم في بيع وشراء الأوراق المالية في طلبيات كبيرة ، وذلك كحد للعمولات التي يدفعونها للممارسة ويتم اللقاء بين الباعين والمشتريين من خلال وسيط يعمل لتمام الصفقة يساعده في ذلك شبكة قوية من التلفونات أو أطراف الحاسوب ، وأهم ما يميز هذه السوق هو إبرام الصفقات بسرعة أكبر ويتكفله أقل بسبب انخفاض أتعاب إنهاء الصفقة مما يجعلها منافسا قويا سواء للسوق المنظمة أو للأسواق غير المنظمة الأخرى.

### المصطلح الثالث: تنظيم بورصة الأوراق المالية ووظائفها

#### الفرع الأول: تنظيم بورصة الأوراق المالية

يهدف تنظيم بورصة الأوراق المالية إلى ما يلي:

- 1- حماية المصلحة العامة بالحفاظ على أسواق حرة مفتوحة وذلك عن طريق سن اللوائح والقوانين المختلفة لضبط التعامل في الأوراق المالية<sup>11</sup>.
- 2- حماية المستثمرين من الغش والتلاعب.
- 3- حماية المتعاملين من المعلومات المضللة.

#### الفرع الثاني: وظائف ودور بورصة الأوراق المالية

تؤدي سوق الأوراق المالية عدد من الوظائف والمهام سواء للمستثمر الفرد أو بالنسبة للاقتصاد القومي وهي:

#### 1/ بالنسبة للاقتصاد القومي:

- 1- تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في المشاريع المنتجة.
- 2- توزيع رأس المال على مختلف الأنشطة الاستثمارية.
- 3- تمثل سوق الأوراق المالية حلقة اتصال بين جميع الفعاليات الاقتصادية.
- 4- تفتح الطريق أمام السلطات النقدية للمزج بين السياستين المالية والنقدية.
- 5- العمل على جذب رؤوس الأموال الأجنبية.

<sup>10</sup> د/ منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ص78 ( الإسكندرية: منشأة المصارف ) .

<sup>11</sup> د/ محمد سويلم ، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية ص 311 مرجع سابق .

6- تعتبر مؤشرا هاما على حقيقة الوضع الاقتصادي واتجاهات الأسعار ومعدلات الادخار والاستثمار.

ب/ بالنسبة للأفراد والمؤسسات:

- 1- جمع الأموال وتشجيع الادخار.
- 2- ترشد المستثمر لأحسن الأسعار المعلنة.
- 3- ضمان سيولة أموال المستثمرين.
- 4- إعطاء معلومات قيمة للمستثمرين.
- 5- إتاحة فرصة الاستثمار المحلي وذلك بدرجات متفاوتة المخاطر.
- 6- تلعب البورصة دور جهاز الرقابة على الشركات المساهمة وإدارتها<sup>12</sup>.
- 7- يصعب على أي شخص التأثير على الأسعار نظرا لكثرة المتعاملين في البورصة ولكبر حجم المعاملات.

### المطلب الرابع : الهيكل الإداري لبورصة الأوراق المالية

#### الفرع الأول : إدارة بورصة الأوراق المالية

- 1/ لجنة البورصة: وتتشكل من سبعة عشر عضوا تنقسم إلى تسعة من السماسرة خمسة من الأعضاء المنضمين، والثلاثة الأخيرة يعينهم المختص لمدة سنتين، وينتخب السماسرة والأعضاء المنضمون ممثلهم في لجنة البورصة لمدة سنتين؛ واختصاصات لجنة البورصة مايلي:
  - تحقيق حسن سير العمل في البورصة باتخاذ ما تقتضيه الظروف من الإجراءات.
  - اللجنة سلطة تاديبية على جميع أعضاء البورصة وعلى جميع المندوبين الرئيسيين والوسطاء.
  - من حق لجنة البورصة إذا حدثت ظروف خطيرة أن تقرر بأغلبية خاصة تعيين حد أعلى وحد أدنى لأسعار الأوراق المالية بأسعار الإقفال في اليوم السابق على القرار ويبلغ القرار يوم اتخاذه إلى الوزير المختص وللوزير أن يرفضه أو يوقف تنفيذه أو أن يؤيده<sup>13</sup>.
- 2/ مكتب لجان البورصة: لكي تقوم لجنة البورصة بوظائفها على أكمل وجه فإنها تحتاج إلى مكتب يباشر مهام السكرتارية وتنظيم أعمال اللجنة وتحديد جداول اجتماعاتها، الإشراف على النواحي المالية الخاصة باللجنة ويتكون المكتب من:
  - رئيس المكتب ؛ - نائب الرئيس ؛ - أمين الصندوق .

<sup>12</sup> - المرجع السابق ص 303-306 .

<sup>13</sup> - د/ محمد سويلم ، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية ص 306 مرجع سابق .



3/ اللجان الفرعية: يجوز للجنة البورصة تشكيل لجان فرعية بقدر ما يستلزمه ويحتاج إليه العمل والنشاط في البورصة ، حيث تشكل لجنة البورصة في أول جلسة تعقدها بعد كل انتخاب سنوي هذه اللجنة الفرعية، وتعمل اللجان الفرعية بمساعدة لجنة البورصة في المسائل المختلفة والتي تتطلب دراسات وأبحاث خاصة لضمان حسن سير العمل والنشاط في البورصة حسب اختصاص كل لجنة فرعية وكل لجنة تقدم تقرير عن أعمالها إلى لجنة البورصة<sup>14</sup>.

4/ الجمعية العامة : تتكون الجمعية العامة من أعضاء البورصة العاملين والأعضاء المنضمين وتتعقد سنويا وذلك بعد ثمانية أيام على الأقل من إبلاغ الحساب السنوي إلى الأعضاء وتختص بالتصديق على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والمصروفات وإيداء الرغبات في جميع المسائل التي تتعلق بالبورصة خصوصا ما يتعلق باللائحة الداخلية. لهذا الجمعية العامة تعتبر من أخطر التنظيمات على وجه الإطلاق حيث من خلال جلساتها وقراراتها يتشكل ويتحدد شكل البورصة واتجاهاتها وملامحها العامة.

5/ هيئة التحكيم و فض المنازعات : تفصل هيئة التحكيم في جميع المنازعات التي قد تقع بين الوسطاء والمندوبين الرئيسيين وأعضاء البورصة فيما بينهم أو بين أحدهم وبين عميل شريطة أن يتفق الطرفان على التحكيم وتعتبر قرارات الهيئة غير قابلة للاستئناف وتشكل هيئة أخرى لفض المنازعات التي قد تنشأ بالمقصورة.

6/ مجلس التأديب: اختصاص هذا المجلس يتمثل في الفصل في المخالفات والتجاوزات التي تمس أحكام وقوانين البورصة ولوائحها بالإضافة إلى المسائل المتعلقة بحسن سير العمل والنظام في البورصة ، ويتشكل مجلس التأديب من رئيس اللجنة أو من يقوم مقامه وعضوية عضو منضم من أعضاء اللجنة وعضو من أعضائها ،ومن اختصاصات مجلس التأديب أيضا وقف التعامل مع عضو البورصة أو وسيط أو مندوب رئيسي إذا إتهم في جنائية أو جنحة مخلة بالشرف أو إذا قبض عليه في ذمة التحقيق في إحدى هذه الجرائم وذلك لمدة ثلاثة أشهر قابلة للمد.

7/ مندوب الحكومة: تعين الحكومة مندوبا لها يمثلها في اجتماعات الجمعية العامة وجلسات لجنة البورصة ومجلس التأديب وهيئة التحكيم إضافة إلى اللجان الفرعية المختلفة وله الحق في الاعتراض إذا كانت قراراتها مخالفة للقوانين أو لوائح البورصة أو للصالح العام.

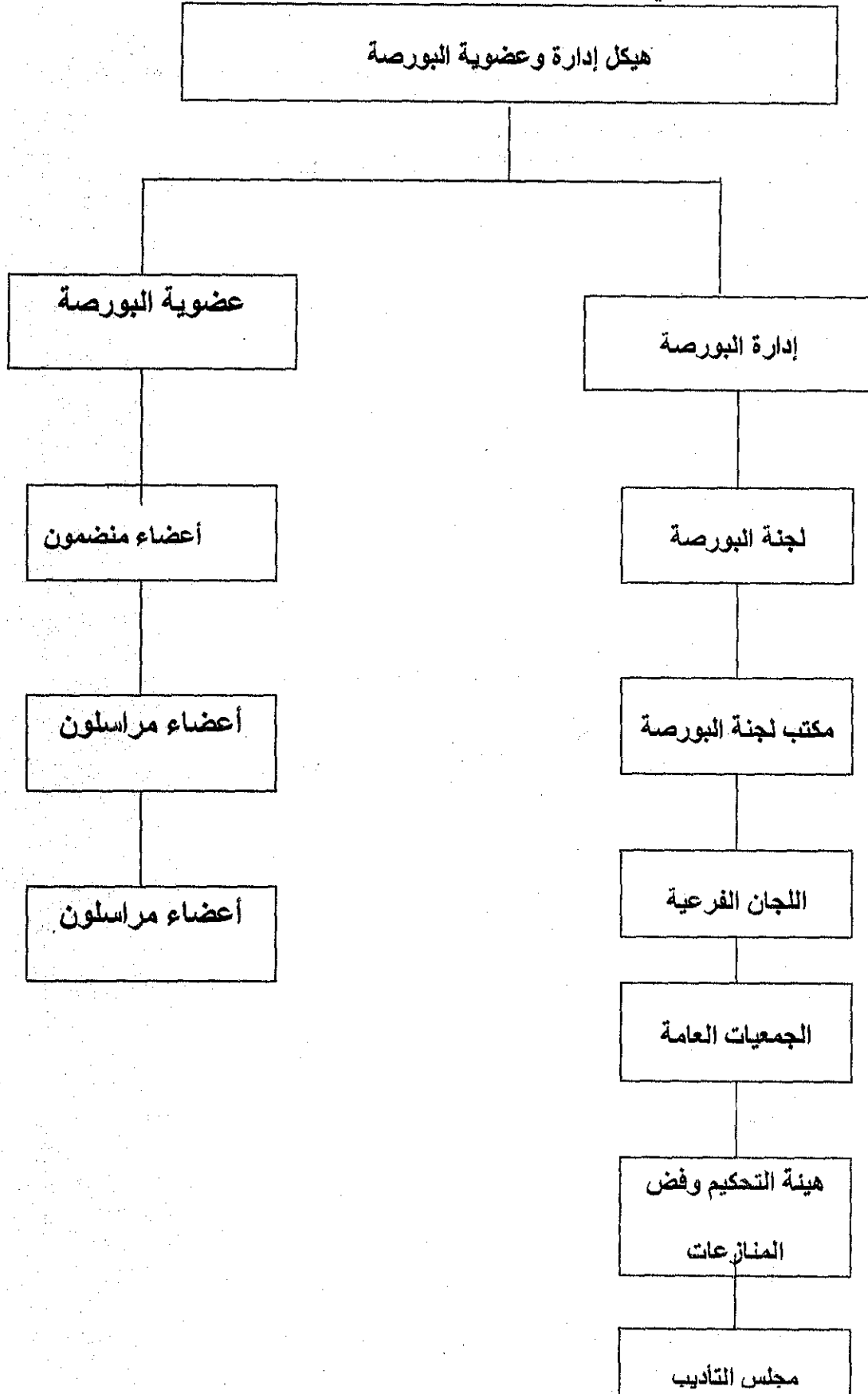
#### الفرع الثاني: أعضاء بورصة الأوراق المالية

تتشكل بورصة الأوراق المالية من ثلاث مجموعات من الأعضاء:

- الأعضاء المنضمون : وهم المصارف والشركات وصناديق الادخار التي تعمل في الأوراق المالية والتي يصدر بتحديداتها قرار من الوزير المختص.

<sup>14</sup> - د/ محسن أحمد الخضيري ، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة ص33 مرجع سابق .

- الأعضاء العاملون : وهم سماسرة الأوراق المالية ومساعدوهم .
- الأعضاء المرسلون : وهم السماسرة المقيدون في البورصات الأجنبية على أن يعمل هذا السماسر المرسل من خلال سمسار محلي ويشترط المعاملة بالمثل



المهنة السمسارية، مسطرة الأوراق المالية ومساعدتهاالفرع الأول : دراسة اقتصادية للسمسار

أولا : السمسار:

The broker , Le courtier السمسار وسيط بين البائع والمشتري لقاء أجر<sup>15</sup>. السمسار هو الشخص الذي يقوم بالتفاوض بين طرفين أو أكثر لعقد صفقة أو إبرام اتفاقية ، و البضائع موضوع التفاوض أو الصفقة لا تصبح ملكا له ولا تنتقل إلى عهده ولا يتصرف باسمه بل باسم عملائه في كلا الجانبين<sup>16</sup>.

ثانيا: سمسار الأوراق المالية:

السمسار شخص ذو دراسة وعلم وكفاءة في شؤون الأوراق المالية ويقوم بعقد عمليات بيع وشراء الأوراق المالية من خلال بورصة الأوراق المالية في المواعيد الرسمية المقدر لها حيث يعتبر مسؤولا عن كل عملية تم تنفيذها ، ولحساب العملاء مقابل عمولة محددة من كل من البائع والمشتري ، وتمثل الشروط الواجب توفرها في السمسار هي:

- لا يقل عمره عن 25 سنة.

- أن يكون مؤهلا علميا للقيام بهذه المهنة.

- التمتع بالأهلية القانونية ، وأن لا يكون قد أشهر إفلاسه.

أن يكو سجله العدلي خالي من أية سوابق عدليه ، أو مخالفة لقوانين النقد إلا إذا كان قد رد إليه اعتباره.

- ألا يشتغل بأي أعمال تجارية غير أعمال السمسرة .

- أن لا يكون قد حكم عليه بالوقف أو الغرامة بصفته ملحقا بأحد مكاتب السمسرة<sup>17</sup>.ثالثا : مساعدو السمسار

1/ المنسوب الرئيسي: هو مستخدم مأجور تابع للسمسار ، يتكلف بمساعدته في تنفيذ الأوامر بالمقصورة ولا يجوز له أن يحمل إلا باسم السمسار الذي هو تابع له ولحسابه وعلى مسئوليته وإلا عوقب بالوقف عن المخالفة الأولى وبالشطب عند العودة.

<sup>15</sup> - موسوعة عالم التجارة وإدارة الأعمال - القاموس التجاري - ص 37 (Edito Greps Professional Business) ، انظر أيضا د/ راشد البراوي ، الموسوعة الاقتصادية ص 342 ( القاهرة : مكتبة النهضة المصرية ) ط2 ، 1987 .

<sup>16</sup> - د/ نبيهه عطاس ، معجم مصطلحات الاقتصاد والمال وإدارة الأعمال ص 74 ط2 ، 1989 .

<sup>17</sup> - د/ محمد سويلم ، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية ص 317 مرجع سابق .

10 11 12 13 14 15 16 17 18 19 20 21 22 23 24 25 26 27 28 29 30 31 32 33 34 35 36 37 38 39 40 41 42 43 44 45 46 47 48 49 50 51 52 53 54 55 56 57 58 59 60 61 62 63 64 65 66 67 68 69 70 71 72 73 74 75 76 77 78 79 80 81 82 83 84 85 86 87 88 89 90 91 92 93 94 95 96 97 98 99 100 101 102 103 104 105 106 107 108 109 110 111 112 113 114 115 116 117 118 119 120 121 122 123 124 125 126 127 128 129 130 131 132 133 134 135 136 137 138 139 140 141 142 143 144 145 146 147 148 149 150 151 152 153 154 155 156 157 158 159 160 161 162 163 164 165 166 167 168 169 170 171 172 173 174 175 176 177 178 179 180 181 182 183 184 185 186 187 188 189 190 191 192 193 194 195 196 197 198 199 200 201 202 203 204 205 206 207 208 209 210 211 212 213 214 215 216 217 218 219 220 221 222 223 224 225 226 227 228 229 230 231 232 233 234 235 236 237 238 239 240 241 242 243 244 245 246 247 248 249 250 251 252 253 254 255 256 257 258 259 260 261 262 263 264 265 266 267 268 269 270 271 272 273 274 275 276 277 278 279 280 281 282 283 284 285 286 287 288 289 290 291 292 293 294 295 296 297 298 299 300 301 302 303 304 305 306 307 308 309 310 311 312 313 314 315 316 317 318 319 320 321 322 323 324 325 326 327 328 329 330 331 332 333 334 335 336 337 338 339 340 341 342 343 344 345 346 347 348 349 350 351 352 353 354 355 356 357 358 359 360 361 362 363 364 365 366 367 368 369 370 371 372 373 374 375 376 377 378 379 380 381 382 383 384 385 386 387 388 389 390 391 392 393 394 395 396 397 398 399 400 401 402 403 404 405 406 407 408 409 410 411 412 413 414 415 416 417 418 419 420 421 422 423 424 425 426 427 428 429 430 431 432 433 434 435 436 437 438 439 440 441 442 443 444 445 446 447 448 449 450 451 452 453 454 455 456 457 458 459 460 461 462 463 464 465 466 467 468 469 470 471 472 473 474 475 476 477 478 479 480 481 482 483 484 485 486 487 488 489 490 491 492 493 494 495 496 497 498 499 500 501 502 503 504 505 506 507 508 509 510 511 512 513 514 515 516 517 518 519 520 521 522 523 524 525 526 527 528 529 530 531 532 533 534 535 536 537 538 539 540 541 542 543 544 545 546 547 548 549 550 551 552 553 554 555 556 557 558 559 560 561 562 563 564 565 566 567 568 569 570 571 572 573 574 575 576 577 578 579 580 581 582 583 584 585 586 587 588 589 590 591 592 593 594 595 596 597 598 599 600 601 602 603 604 605 606 607 608 609 610 611 612 613 614 615 616 617 618 619 620 621 622 623 624 625 626 627 628 629 630 631 632 633 634 635 636 637 638 639 640 641 642 643 644 645 646 647 648 649 650 651 652 653 654 655 656 657 658 659 660 661 662 663 664 665 666 667 668 669 670 671 672 673 674 675 676 677 678 679 680 681 682 683 684 685 686 687 688 689 690 691 692 693 694 695 696 697 698 699 700 701 702 703 704 705 706 707 708 709 710 711 712 713 714 715 716 717 718 719 720 721 722 723 724 725 726 727 728 729 730 731 732 733 734 735 736 737 738 739 740 741 742 743 744 745 746 747 748 749 750 751 752 753 754 755 756 757 758 759 760 761 762 763 764 765 766 767 768 769 770 771 772 773 774 775 776 777 778 779 780 781 782 783 784 785 786 787 788 789 790 791 792 793 794 795 796 797 798 799 800 801 802 803 804 805 806 807 808 809 810 811 812 813 814 815 816 817 818 819 820 821 822 823 824 825 826 827 828 829 830 831 832 833 834 835 836 837 838 839 840 841 842 843 844 845 846 847 848 849 850 851 852 853 854 855 856 857 858 859 860 861 862 863 864 865 866 867 868 869 870 871 872 873 874 875 876 877 878 879 880 881 882 883 884 885 886 887 888 889 890 891 892 893 894 895 896 897 898 899 900 901 902 903 904 905 906 907 908 909 910 911 912 913 914 915 916 917 918 919 920 921 922 923 924 925 926 927 928 929 930 931 932 933 934 935 936 937 938 939 940 941 942 943 944 945 946 947 948 949 950 951 952 953 954 955 956 957 958 959 960 961 962 963 964 965 966 967 968 969 970 971 972 973 974 975 976 977 978 979 980 981 982 983 984 985 986 987 988 989 990 991 992 993 994 995 996 997 998 999 1000

2/ الوسيط: يعتبر الوسيط أداة اتصال بين العميل والسماسر حيث يتلقى الأوامر من العملاء فيما عدا الأعضاء المنضمين ويبلغها للسماسر الذي هو تابع له ، وهناك نوعين من الوسطاء: \*وسطاء لهم حق التعاقد، ووسطاء ليس لهم حق التعاقد ، إلا أن النوع الأول يحق لهم وحدهم دخول المقصورة باسم السماسر الذي يعملون لحسابه ، وللسماسر أن يتخذ لنفسه مندوبين رئيسيين ووسطاء تحدد عددهم اللائحة الداخلية ولكن على المندوب الرئيسي والوسيط أن يلتحق بمكتب سمسرة واحد<sup>18</sup>. ويتمحور الاختلاف بين المندوب والوسيط هو عدم ثبات أجر الوسيط مقابل خدمته لأنه لا يعمل بصفة دائمة ومستمرة كالمندوب ، بل يدفع له مقدار خاص (نسبة مئوية).

ويشترط في المندوب والوسيط ما يشترط في السماسر وأن يزكيه السماسر الذي يرغب العمل عنده.

3 / صانع السوق : Market Maker يلعب صانع السوق دور مهم في المحافظة على توازن السوق واستمرار يته فهو مشتر عندما يكون السماسر بائعا وهو بائع عندما يكون السماسر مشتريا فيترتب على ذلك تدفق السيولة في السوق والمحافظة على توازن العرض والطلب ، ويستطيع الوسيط القيام بدور صانع السوق من خلال بيع وشراء الأوراق المالية بعد الترخيص من لجنة البورصة إذ يحق له العمل لصالح عملائه أو لصالح نفسه.

4 / شركات المقاصة والتسوية : تتكفل شركات المقاصة بتسوية كافة العمليات التي أبرمت في البورصة بين السماسرة الدائنين والمدينين ، فهذه الشركات لها دور مكمل للسماسر أو لشركة السمسرة في إتمام صفقات التداول<sup>19</sup>.

### الفرع الثاني: دراسة فقهية للسماسر

#### أولا : السماسر لغة

يقال سمسر فلان أي توسط بين البائع والمشتري بجعل.

فالسماسر هو الوسيط بين البائع والمشتري لتسهيل الصفقة ، وسمسار الأرض هو العالم بها (ج) سماسرة وهو لفظ فارسي معرب ، والسمسرة حرفة السماسر وجعله<sup>20</sup>.

<sup>18</sup> - شعبان محمد إسلام البرواري بورصة الأوراق المالية- من منظور إسلامي - ص 59 مرجع سابق .

<sup>19</sup> - تقوم شركة المقاصة بالوظائف التالية :

- استكمال العمليات التي قامت بها شركات السمسرة من استلام وتسليم للأوراق المالية.
- تسوية المراكز المالية الناتجة عن عمليات التداول بين الأطراف المتعاملة والمقاصة بينها.
- الحفظ المركزي ، حيث يودع العملاء الأوراق المالية عندها مقابل إيصالات وعند إتمام إحدى الصفقات عليها أن تقوم الشركة بقيد ملكية الأوراق المالية لحساب المشتري وخصمها من ملكية حساب البائع ، وهي مازالت في الحفظ المركزي مثلما يحدث في البنوك من تسوية حساب عميل إلى حساب عميل آخر.

ثانياً: السمسار في الاصطلاح الشرعي:

- السمسار هو القيم بالأمر والحافظ له.
  - هو الشخص الذي يتولى البيع والشراء.
  - عرف الفقهاء السمسار بأنه اسم لمن يعمل للغير بأجر بيعا وشراء وهذا اللفظ يصدق على الدلال الذي يعمل للغير بيعا وشراء وذلك مقابل أجر<sup>21</sup>، حيث يدل المشتري على السلع ويدل البائع على الأثمان، ونفس الشيء بالنسبة للسمسار حيث يتوسط بين طرفي الصفقة لإمضاء البيع.
- إذن فالسمسرة هي التوسط بين البائع والمشتري .

ثالثاً :

كثير من الناس يحتاج للسمسرة، فهناك من لا يحسن طرق المساومة أو ليست لديه أدنى خبرة بالمراد شراؤه، وهناك من ليس لديه وقت لمباشرة عملية الشراء والبيع، ومن هنا كانت السمسرة عملاً نافعا ينتفع به كل من البائع والمشتري والسمسار. وتشتط الشرعية الإسلامية أيضاً توفر الخبرة لدى السمسار فيما يتوسط فيه بين البائع والمشتري حتى لا يضر أي واحد منهما بادعائه العلم والخبرة وهو على غير ذلك إضافة إلى الصدق والأمانة فلا يحابي أحدهما على حساب الآخر، وإنما عليه أن يبين عيوب السلعة ومميزاتها بأمان وصدق لكلا الطرفين .

فالسمسرة مهنة أباحها الشرع فقد نص جميع الأئمة على جوازها.

تقد قال الإمام البخاري في صحيحه في باب أجرة السمسرة: " ولم ير ابن سيرين وعطاء وإبراهيم والحسن بأجرة السمسار بأساً " .

قال ابن عباس: " لا بأس أن يقول: بع هذا الثوب فما زاد على كذا وكذا فهو لك " <sup>22</sup>

وقال ابن قدامة في المغني: " ويجوز أن يستأجر سمساراً يشتري له ثياباً ورخص فيه ابن سيرين وعطاء والنخعي ..... ويجوز على مدة معلومة مثل أن يستأجره 10 أيام يشتري له فيها لأن المدة

<sup>20</sup> - د/ إبراهيم مصطفى، د/ أحمد حسن الزيات، د/ حامد عبد القادر، د/ محمد علي النجار، المعجم الوسيط ص 448

( استنبول المكتبة الإسلامية) ج 1، 2، ط 2، 1982.

<sup>21</sup> - د/ سميح عاطف الزين، الإسلام نظام - الحكم، الاقتصاد، الاجتماع. ص 311 (بيروت دار الكتاب اللبناني).

ط 1، 1989.

<sup>22</sup> - صحيح البخاري باب أجرة السمسرة ص 117 مرجع سابق.

معلومة والعمل معلوم<sup>23</sup> فإن عين العمل دون الزمان فجعل له من كل ألف درهم شيئا معلوما صح ذلك أيضا.

لقد اختلف أصحاب المذاهب الأربعة في تحديد أجره السمسار حيث:

- ذهب الشافعية والمالكية والحنفية إلى القول بعدم جواز تحديد أجره السمسار بالنسبة وحجتهم في ذلك هو وجود الجهالة وأن السمسار يستحق أجر المثل على عمله هذا.

- أما الحنابلة وبعض المالكية فقد قالوا بجواز تحديد الأجره بنسبة معلومة ودليلهم على ذلك هو حديث ابن عمر " أن رسول الله صلى الله عليه وسلم عامل أهل خيبر بشرط ما يخرج من تمر أو زرع<sup>24</sup> فلم يكن أهل خيبر يعلمون مقدار الخارج فقد يزيد أو ينقص ، إلا أنهم كانوا يعلمون مالهم وهو الشطر زاد الخارج أو نقص ، وهذه مزارعة وهي نوع من المشاركة وليست إجارة<sup>25</sup>.

الرأي الرابع

لقد ذهب جمهور العلماء إلى تحديد مبلغ محدد للسمسار وبالتالي فقد رجحوا الرأي الثاني وهو رأي المالكية والحنابلة.

### المبحث الثاني : آلية عمل بورصة الأوراق المالية

#### المطلب الأول : تسعيرة البورصة La cotation

تسعيرة البورصة أو سعر البورصة هي القيمة التي يبلغها أصل مالي أثناء إحدى الجلسات في البورصة والذي يسجل بعد انتهائها في لوح التسعيرة ، ويعكس هذا السعر القيم المختلفة التي تلاقت عندها طلبات البيع والشراء لورقة مالية معينة. وبما أن معظم أسواق المال في العالم تتبع أسلوب بورصة نيويورك New York Stock Exchange NYSE ، حيث تمثل اليوم أكبر قوة

<sup>23</sup>- موفق الدين عبد الله أحمد بن قدامه ، المغني والشرح الكبير ص 42 ( بيروت دار الكتاب العربي ) ج 8.

<sup>24</sup>- رواه مسلم ، صحيح مسلم ص 26.

<sup>25</sup>- شعبان محمد إسلام البرواري ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ص 62 مرجع سابق .

اقتصادية في العالم فإننا سننتظر لدراسة نظام سير المعاملات في هذه البورصة<sup>26</sup>، أو ما يعرف بنظام تداول الأوراق المالية.

تستخدم بورصة نيويورك نظامان رئيسيان لتداول الأوراق المالية:

أ/ نظام المزاد العلني: يعطي هذا النظام الأولوية لأقل عرض للبيع ولأعلى سعر ، ويتم التزايد في السعر وفق مدة محددة ، ويتمثل نظام المزاد العلني في تقدم العميل بطلب بيع أوراق مالية إلى أحد مكاتب السمسرة فلهذه المكاتب أعضاء في البورصة فتتقل أوامر العميل عن طريق الموظف المسؤول في مكتب السمسرة إلى البورصة عن طريق اتصاله بالموظف المكلف بتلقي الأوامر الذي يقوم بإرسالها-الأوامر-

إلى أحد موظفي ردهة البورصة فيسجل هذا الأخير الأوامر على بطاقة مخصصة لهذا الغرض ويناولها إلى السمسار الأرضي فيعمل على تنفيذ الأمر بأحسن سعر ممكن إذا كان الأمر صادرا للتنفيذ بسعر السوق أما إذا كان الأمر محددًا فيتصل بالسمسار المتخصص حيث يقوم بتنفيذه عند أول فرصة مواتية وفقا للسعر الذي حدده العميل. بعد إتمام العملية يسجل السعر على البطاقة إضافة إلى اسم السمسار الذي اشترك في تنفيذ العملية من طرف السمسار ثم يتلقى موظف الهاتف التعليمات التي ينقلها إلى المكتب الرئيسي للسمسار فيقوم المكتب المركزي بإبلاغ المكتب الفرعي إذ يعمل هذا الأخير بإبلاغ العميل بتنفيذ الأمر فيتلقى فاتورة تحتوي على السعر الذي تم به التنفيذ والكمية المشتراة أو المباعة وفقا لأمر العميل ، أما الانتقال الحقيقي للأوراق المالية ولثمنها فيتم في غرفة المقاصة بين البائع والمشتري .

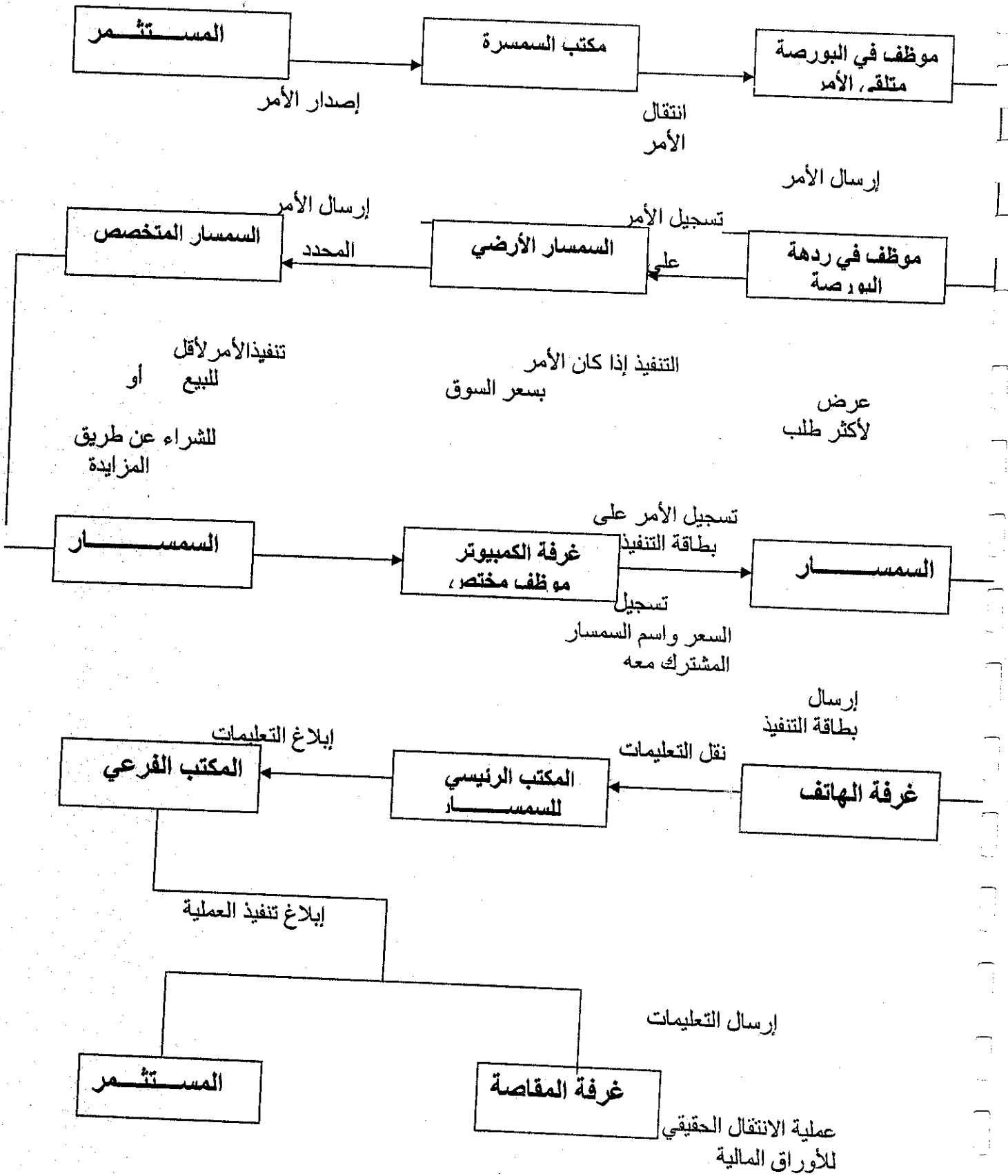
إن نظام المزاد العلني متبع في أغلب بورصات العالم والمخطط التالي يبين أسلوب عمله:

ب/ نظام التفاوض والمساومة: هذا النظام متبع من طرف بورصة لندن ، و أساس عمل هذا النظام هو التفاوض والمساومة بين المتعاملين على الأسعار ، فعند التفاهم على الكمية المطلوبة والمحددة وعلى السعر من طرف العميل فإنه يتم تنفيذ الصفقة<sup>27</sup>.

<sup>26</sup> -Dr/ Abd El Kader Beltas LE DEVELOPPEMENT DU MARCHE DES CAPITAUX ET LA STRUCTURE DES TAUX D'INTERET page 53 ( Hydra Edition El Borhane) 2002.

<sup>27</sup> - شعبان محمد إسلام البرواري ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ص 73 مرجع سابق .





مخطط توضيحي يبين كيفية تداول الأوراق المالية في  
بورصة نيويورك

## المطلوب الثاني : طرق تحديد أسعار الأوراق المالية

## الفرع الأول : الطرق التقليدية

1/ طريقة المناذاة *La cotation à la criée*<sup>28</sup>: إن عملية بيع وشراء الأوراق المالية تتم شفهيًا ، حيث يجتمع ممثلو أوامر العرض وممثلو أوامر الطلب للورقة المالية المخصصة لها الجلسة في مقصورة البورصة وينادون بأعلى أصواتهم عن سعر وحجم العروض والطلبات حتى يتم التوازن ونظرًا لكثرة المتعاملين داخل البورصة وللضجيج والفوضى الناتج عن هذه المواجهة فإن المتعاملين يلجأون إلى استعمال إشارات اليد مع المناذاة وذلك بوضع الساعد أفقياً في اتجاه الجسم في حالة الشراء وعمودياً في حالة البيع ، ومن خصوصية هذه الطريقة أنه يحدد وقت كافي للمناذاة على الورقة حتى يتسنى تنفيذ أكبر قدر من الأوامر.

2/ طريقة المعارضة *La cotation par opposition* : تتمثل طريقة التسعيرة بالمعارضة في وضع سجل خاص لكل ورقة مالية حيث يتم فيه تسجيل مختلف العروض والطلبات ، فيتم التعرف من خلال هذه التسجيلات على الكمية المطلوبة للبيع وللشراء وكذلك يتحدد السعر التوازني وتقوم لجنة البورصة بهذه العملية.

3/ طريقة الصندوق *La cotation par boîte*<sup>29</sup>: تستخدم هذه الطريقة عندما يكون عدد العمليات الخاصة بالعرض والطلب كبير جداً، فيعمد السماسرة إلى وضع أوامرهم في صندوق خاص ثم تقوم لجنة البورصة بتحديد الأسعار المعروضة وذلك من خلال حساب معدل تلك العروض والطلبات.

4/ طريقة الإدراج: يتم توزيع مختلف الأسهم على الوسطاء الذين لديهم خبرة وتخصص في بعض الأسهم حيث أن كل الأوامر المتعلقة بسهم معين تجمع في أدراج الاختصاصي الذي يحدد السعر وفقاً لطريقة مماثلة للتسعيرة بالمناذاة.

5/ التسعيرة بالنسبة المئوية : في هذه الطريقة تظهر الأسعار على جدول التسعيرة بالنسبة المئوية من قيمة السهم الاسمية مخصومة منها قيمة الجزء المعروف من القيمة منذ الاقتطاع الأخير.

6/ التسعيرة بالمطابقة : عندما يتلقى أحد الوسطاء أمرين متقابلين يتعلق أحدهما بالبيع والآخر بالشراء وبالكمية نفسها ، فيشتري الوسيط من الأول لحساب الثاني وهي طريقة محظورة في كثير من الأوراق المالية إلا بعد أن يتأكد الوسيط بواسطة أحد السماسرة من أنه لا يوجد عرض أو طلب أكثر ملائمة.

<sup>28</sup> - Gaston Défossé & Pierre Balley LA BOURSE DES VALEURS page 42 ( Alger Editions Bouchene ) 1993.

<sup>29</sup> - Nelly Desbarrières LA BOURSE ET SES BACKS-OFFICES page 70 ( Paris Editions Economica ) 3<sup>e</sup> édition 2001.

إن عدم ملاءمة نظام التسعيرة التقليدية العدد المتزايد من الأوراق المالية المسعرة داخل السوق والتي يجب معالجتها يوميا وفي كل جلسة خلق صعوبات أدت إلى خلق طريقة جديدة للتخفيف من حدتها وهذه الوسيلة تتمثل في نظام التسعيرة المتواصلة حيث يتطلب هذا النظام وسائل معلوماتية حديثة تتمثل في شبكة واسعة من الاتصالات حتى يضمن هذا النظام سوق كامل كفاء وحر .

#### الفرع الثاني: طريقة التسعيرة المتواصلة:

ظهر نظام التسعيرة المتواصلة بداية في الوم.أ حيث استخدم من طرف NASDAQ<sup>30</sup> عام 1971 كما قامت بورصة لندن هي الأخرى بتطوير نظامها المعلوماتي بإنشاء نظام التسعيرة المتواصلة يتمثل في نظام SEAQS<sup>31</sup> أما فرنسا فقد استعملت هذا النظام عام 1986 وهو CAC<sup>32</sup> وقد تم تطوير هذا الأخير ليصبح NSC<sup>33</sup> عام 1997 إلا أنه بقي محتفظا باسمه القديم<sup>34</sup>.

إن تلقي الأوامر بالبيع والشراء يتم في كل وقت ويحدث بشكل عشوائي من قبل العملاء مما يجعل أسعار الورقة المالية تتغير في كل لحظة وذلك حسب العرض والطلب ، لذلك فإن طريقة التسعيرة المتواصلة تعبر عن نظام جديد ومعاصر يوفر إيجابية السرعة في تنفيذ الأوامر ومتابعتها ومراقبة آخر تطورات السوق وتجنب الانتظار ، حيث كل المعلومات الخاصة بالسوق متوفرة على شاشات الحواسيب التي توضع في مختلف الأماكن والتي تبين مختلف الاتجاهات أو التغيرات هذا ما سهل سيولة العمليات داخل هذا النظام ويظهر هذا النظام جليا في نظام OTC .

#### المطلب الثالث: أوامر البورصة

##### الفرع الأول: تعريف الأمر :

أمر البورصة هو التوكيل الذي يعطيه العميل إلى سمساره أو الوسيط لكي يبيع أو يشتري له في البورصة بعض الأوراق المالية التي يعينها له وتحدد هذه الأوامر شروط بيع أو شراء الأوراق المالية<sup>35</sup>.

##### الفرع الثاني: أنواع الأوامر:

<sup>30</sup> - NASDAQ National Association of Securities Dealers Automated Quotation

<sup>31</sup> - SEAQS : Stock Exchange Automated Quotation System.

<sup>32</sup> - CAC : Cotation Assistée En Continu .

<sup>33</sup> - NSC : Nouveau Système Centrale De Cotation.

<sup>34</sup> - Nelley Desbarrière LA BOURSE ET SES BACK-OFFICES page 71.

<sup>35</sup> - شمعون شمعون ، البورصة - بورصة الجزائر - ص 47 مرجع سابق .

1/ الأمر بالسعر الأحسن (أمر السوق) Market order : يعطي المستثمر بموجب هذا الأمر تعليمات لسمساره لأن يبيع أو يشتري عدد من الأوراق المالية بأحسن الأسعار الممكن الحصول عليها في السوق

فيقوم السمسار بانتهاز الفرص لاختيار أحسن سعر مما يتطلب منه بذل أكبر جهد للحصول على أفضل صفقة في ذلك الوقت.

2/ الأمر بالسعر المحدد: يتلقى هذا الأمر يتم تحديد كل من السعر والكمية، فيقوم السمسار ببيع أو شراء عدد محدد من الأوراق وبالسعر المحدد أو بأفضل منه ، وإذا لم يتمكن السمسار من تنفيذ الأمر المحدد فإنه يدونه في دفاتره أو دفاتر سمسار متخصص ليتم تنفيذه حالما تتيح الفرصة ، وللأمر المحدد أنواع أخرى تتمثل في:

أ- الأمر المحدد بزمن: Time order : تتحدد مدة سريان هذا الأمر بفترة زمنية قد تكون يوماً أو أكثر وظل ساري المفعول إلى أن يتم إلغاؤه أو انقضاء الفترة الزمنية المحددة.

ب- الأمر اليومي Day order : يلغى هذا الأمر تلقائياً في نهاية يوم صدوره ولم يستطع السمسار تنفيذه خلال اليوم الذي صدر فيه.

ت- الأمر الصالح حتى يتم إلغاؤه GTC: يظل هذا الأمر صالحاً حتى يقوم السمسار بتنفيذه عند تحقق الشروط إلا إذا تم إلغاؤه قبل ذلك ، ولكنه لا يلغى تلقائياً بل يحتاج السمسار إلى إشعار بإلغائه.

ث- الأمر نفذ فوراً أو ألغ : هذا الأمر يصبح لاغياً إذا لم يتم تنفيذه فور صدوره .

3/ أمر وقف الخسارة Stop-loss order : يحدد هذا الأمر الحد الأدنى من السعر الذي يجب أن يتم بيع الورقة أو شراؤها قبل تجاوزه ، وهو خليط من الأمرين السابقين ، ويتم اللجوء إليه من قبل المتعامل لإنقاذ ما يمكن إنقاذه من الربح أو تفادي الخسارة.

4/ الأمر الحر أو المطلق Discretionary order : وبموجب هذا الأمر يعطي المتعامل للسمسار حرية مطلقة في بيع أو شراء الأوراق المالية التي يراها من مصلحة المتعامل سواء من حيث النوع أو السعر أو التوقيت وهو قليل الاستعمال .

### الفرع الثالث : تقييد الأوامر لدى السمسار<sup>36</sup> :

تتمثل مختلف المراحل التي يمر بها الأمر بعد تلقيه من طرف العميل في الشكل الآتي :

<sup>36</sup> - Dr / Hervé Juvin , Les Marchés Financiers – Voyage au cœur de La finance Mondiale- page 482-483 ( Paris Edition d'organisation) , 2004 .

" حفظ أو تسجيل الأمر "

اسم الورقة المالية أو رقم الجرد	France TÉLÉ COM ou 13.330
نوع الأمر	- الأمر السوقي - الأمر الحر - الأمر المحدد - الأمر اليومي .....
السعر	100
الكمية	20 ورقة
تاريخ الصلاحية	2004/01/01
إقرار أو تأكيد الأمر	

بعدما تتم عملية التصفية والقبول للأوامر يتم وضعها على شكل بطاقة أمر ، حيث يمكن للأمر أن يأخذ مكانا في سجل الأوامر الذي هو في حوزة الوسيط ، وسجل الأوامر هذا هو المكان الذي تسجل وتحفظ فيه الأوامر بانتظار الوقت المناسب لتنفيذها ؛ يحوي هذا السجل المعلومات الخاصة بعمليات البيع والشراء :

- كمية الأوراق المالية المعروضة والمطلوبة .
- عدد الأوامر .
- السعر المعروض أو المطلوب لكل أمر .
- نوع الأمر في حالة أن السعر لا يظهر بشكل واضح ( الأمر بالسعر الأحسن )

- تاريخ وساعة التنفيذ لكل تعامل .
- الكمية المتبادلة عند كل معاملة .
- السعر الذي تمت به كل معاملة .

### المطلب الرابع : أنواع الأسعار التي تعلن عنها البورصة

إن اتخاذ القرار المناسب وبالشكل السليم وفي الوقت الصحيح ليس بالأمر السهل، ولكي يتمكن المستثمر من ذلك عليه معرفة أسعار هذه الأوراق إضافة إلى كيفية أخذ متوسط هذه الأسعار وحساب الاتجاه العام لتطورها، ولهذا نلاحظ دائما تواجد الشاشات الإلكترونية المعلنه عن التغيرات والتطورات الحاصلة في الأسعار وهي :

1- الأسعار المتوالية للعمليات التي عقدت أثناء الجلسة حسب البيانات المقدمة من السماسرة ذوي الشأن .

2- آخر أسعار اليوم، فإذا لم تكن الأسعار نتيجة تعاقد بل مجرد طلب أو عرض فيجب أن تذكر أنها من مشتريين أم من بائعين .

3- الأسعار الأخيرة وتاريخها .

4- القيمة الاسمية للأوراق المالية بالعملة التي صدرت بها .

جميع المعلومات والبيانات التي ترى لجنة البورصة أنه من المفيد نشرها عن الأوراق المالية المدرجة في الجدول والشركات والبورصة بوجه عام<sup>37</sup> ويتم في البورصة الإعلان عن الأسعار التالية:

\* سعر الفتح: أول سعر يحدد للورقة المعينة بعد افتتاح البورصة .

\* أعلى سعر للورقة المالية .

\* أدنى سعر للورقة المالية .

\* سعر الإقفال : وهو آخر سعر في جلسة البورصة يسجل للورقة المالية المعينة<sup>38</sup>.

### المبحث الثالث : الأوراق المالية ومفهوم الشركات:

#### المطلب الأول : ماهية الأوراق المالية

<sup>37</sup> - د/ محسن أحمد الخضيرى ، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة ص 46 مرجع سابق .  
<sup>38</sup> - شعبان محمد إسلام البرواري ، بورصة الأوراق المالية - من منظور إسلامي - ص 77 مرجع سابق .

### الفرع الأول : تعريف الأوراق المالية

1/الأوراق المالية عبارة عن صكوك تمثل حق ملكية (الأسهم) أو حق دين (السندات) على الجهات المصدرة لها ، بحيث يكون لحملة ذات الصك حقوق والتزامات متساوية .

2/ تعرف الورقة المالية أو الأصل المالي على أنه مستند ورقي أو إلكتروني بحيث يعطي الحق لحامله في الحصول على ربح في حالة الأسهم أما إذا كانت سندات فتمكنه من الحصول على مبالغ نقدية ثابتة وبصفة دورية<sup>39</sup> .

### الفرع الثاني : خصائص الأوراق المالية

أ/ تتميز الأوراق المالية بكونها من المثليات التي يقوم بعضها مقام بعض عند الوفاء ، الأمر الذي يترتب عليه أن يتحدد لها بالسوق سواء كانت البورصة أو غيرها ، سعر موحد لكل ورقة مالية من ذات الطبقة ومن ذات الإصدار بالنسبة للأسهم أو السندات .

ب/ تعتبر مخزنا للقيمة خصوصا بالنسبة للأسهم حيث تتزايد قيمتها مع استمرار نجاح الشركة أو المشروع المصدر ، وذلك فضلا عما تدره على حائزها من دخل سنوي مع إمكانية استرداد هذه الأموال بأقل خسارة ممكنة .

ت/ تفتح المجال لتحسين توزيع المداخل وتعبئة المدخرات نظرا لإمكانية إصدارها بقيم تناسب مختلف المدخرين مما يسمح بتعبئة موارد كبيرة بقدر اتساع قاعدة المشاركين .

ث/ تتصف الأوراق المالية بقابليتها للتداول بالطرق التجارية ، فيسهل قيام سوق للأوراق المالية تتميز بسرعة التعامل فيها دون الإغراق في الشكليات مما يعوق تداولها بين أصحاب الحقوق فيها ، ومن هنا فإن محاولة زيادة كفاءة الأسواق التمويلية تقتضي توفير العناصر والمناخ المناسبين لتنوع الأوراق بحيث تشمل الخصائص التي تناسب متطلبات المستثمرين من حيث درجة السيولة ، الحجم ، فترة الاستحقاق وتوقيت طرحها في الأسواق .

### المطلب الثاني : مفهوم الفرقة

#### الفرع الأول : تعريف الشركة

\* الشركة لغة : هي خط النصيبين بحيث لا يتميز الواحد عن الآخر ، وتطلق على العقد وإن لم يكن الاختلاط منكورا<sup>40</sup> .

<sup>39</sup> - أ / خليل الهندي & القاضي أنطوان الناشف ، العمليات المالية والسوق المصرفية ص 58 (لبنان المؤسسة الحديثة) ج 2 ، 2000 .

\* الشركة اصطلاحاً : يعرف القانون المدني الفرنسي الشركة بأنها : " عقد بمقتضاه يلتزم شخص أو أكثر بأن يساهم كل منهم في مشروع مالي بتقديم حصة من مال أو من عمل لاقتسام ما قد ينشأ عن هذا المشروع من ربح أو خسارة " <sup>41</sup>.

#### \* تعريف الشركة شرعاً وحكمها:

الشركة شرعاً هي عقد بين اثنين فأكثر يتفقان فيه على القيام بعمل مالي بقصد الربح ، وعقد الشركة يقتضي وجود الإيجاب والقبول فيه معاً كسائر العقود .

و الشركة في ديننا الإسلامي الحنيف جائزة <sup>42</sup>، حيث أقرها الرسول صلى الله عليه وسلم فقال : "يقول الله تعالى أنا ثالث الشريكين ما لم يخن أحدهما صاحبه ، فإذا خان أحدهما صاحبه خرجت من بينهما" <sup>43</sup>.

#### الفرع الثاني : تقسيم الشركات في القانون

يقسم القانون الشركات إلى ثلاث أقسام هي :

1—شركات الأشخاص : وهي الشركات التي تقوم على الاعتبار الشخصي و الثقة المتبادلة بين الشركاء ، حيث تلعب شخصية الشريك دور مهم في قيامها واستمرارها وانقضاءها ، فهي لا تقوم إلا بين عدد قليل من الأشخاص يعرف بعضهم البعض ويثق كل في الآخر ، ولتدعيم هذه الثقة والمحافظة عليها أكثر فلا يجوز كأصل عام التنازل عن الحصص للغير إلا بقيود معينة ، وإذا ما انهارت الثقة و زال الاعتبار الشخصي انقضت الشركة ، وتدخل تحت هذه الطائفة كل من شركات التضامن ، التوصية البسيطة والمحاصة.

2—شركات الأموال : وهي الشركات التي تركز في المقام الأول على الاعتبار المالي ولا اعتداد فيها بشخص الشركاء ، فالعبرة فيها بما يقدمه كل شريك من حصة في رأسمالها بغض النظر عن شخصية الشريك وما تنطوي عليه من صفات ، فغالبا عند تكوينها يتم الالتجاء إلى الجمهور، وللحصول على حصته وأثناء حياتها يستطيع الشريك الانسحاب منها عن طريق تداول أسهمه دون أن يؤثر عليها ، وإذا بلغت خسائرها حداً معيناً تعين حلها وتصفيتها وتتمثل شركات الأموال في شركات المساهمة.

<sup>40</sup> - الشيخ عبد الله البستاني ، الوافي- معجم وسيط للغة العربية- ص144 (بيروت مكتبة لبنان ) 1990 .

<sup>41</sup> - هذا التعريف قبل تعديله بمقتضى قانون 11 يوليو عام 1985 الذي أجاز صراحة إنشاء الشركة في حالات معينة بالإدارة المنفردة .

<sup>42</sup> - د/سميح عاطف الزين ، الإسلام نظام . ص326 مرجع سابق .

<sup>43</sup> - الإمام الحافظ المصنف المتقن أبي داود سليمان بن الأشعث السجستاني الأزدي سلف أبي داود ، ج3/3383 ص253 في كتاب البيوع ، باب في الشركة (القاهرة :الدار المصرية اللبنانية) .



3- الشركات ذات الطبيعة المختلطة : يمتزج في هذه الشركات كل من الاعتبار الشخصي والمالي ويتزاوجان ، وتشمل هذه النوعية من الشركات كل من : شركة التوصية بالأسهم<sup>44</sup> و الشركات ذات المسؤولية المحدودة<sup>45</sup>.

### الفرع الثالث : تقسيم الشركات في الإسلام<sup>46</sup>

الشركة في الفقه الإسلامي في الأصل نوعان :

- 1\* شركة الأملاك : هي شركة العين كالشركة في عين يرثها رجلان أو يشتريانها أو يهبها لهما أحد أو ما شاكل ذلك .
- 2\* شركة العقود : هي عقد بين اثنين أو أكثر في عمل تجاري بقصد الربح يسهمان فيه بالمال والجهد معا ، أو أن يكون المال من أحدهما والجهد من الآخر على أن يكون الربح بينهما حسب ما يقتضيه العقد أو حسب ما يتفقان عليه ويكون الخسران حسب مال كل منهما ، ويمكن تقسيم الشركات في الإسلام إلى الأنواع التالية :

شركة العنان : وهي اشتراك شريكين أو أكثر بمالهما على أن يعملوا فيه بأبدانها ، ويقسمان الربح حسب الاتفاق بينهما ولا يشترط تساوي مالهما ولا التساوي في الربح ولا التصرف .

شركة الأبدان : تتمثل في اشتراك اثنين أو أكثر بأبدانها فقط بدون مالهما ، فهي تعتمد على العمل أو الحرفة ، لذلك تسمى أيضا شركة العمل سواء كان جسديا أو فكريا .

شركة المضاربة : وتسمى أيضا شركة المقارضة وهي اشتراك بدن ومال ، فيدفع رجل ماله إلى آخر ليُتجر له فيه على أن يتقاسم الربح حسب الاتفاق بينهما أما الخسارة فتكون على صاحب المال .

شركة الوجوه<sup>47</sup> : هي اشتراك بدنان بمال غيرهما ، فهي تعتمد على ثقة الناس بالمتشاركين وليس لهما مال ولا حرفة ، ولكن لهم حسن التصرف والخبرة في البيع والشراء .

شركة المفاوضة : هي أن يفوض كل من الشريكين إلى صاحبه التصرف في ماله مع غيبته وحضوره ، وذلك واقع عندهم في جميع أنواع الممتلكات<sup>48</sup> .

44- شركة التوصية بالأسهم : هي شركة تتألف من نوعين من الشركاء :  
 أ- الشركاء المتضامنون : وهم مسؤولون عن ديون الشركة مسؤولية شخصية تضامنية في أموالهم الخاصة .  
 ب- الشركاء الموصون : وهم شركاء لا يتحملون المسؤولية إلا في حدود حصصهم ولا حقوق لهم في شؤون الإدارة والعمل .

45- د/ محمد فريد العريني ، الشركات التجارية ص 16 ( مصر الدار الجامعية ) 2003 .

46- د/ سميح عاطف الزين ، الإسلام نظام - الحكم الاقتصادي ، الاقتصاد والاجتماع- مرجع سابق .

47- الشيخ علاء الدين بن مسعود الكاساني ، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع تحقيق وتخريج : محمد عدنان بن ياسين ص 73-75 ( بيروت دار إحياء التراث العربي ، مؤسسة التاريخ العربي ) ج 5 ، ط 2 ، 1998 .

48- الإمام أحمد بن رشد القرطبي ، بداية المجتهد ونهاية المقتصد ص 254 ( مصر شركة ومطبعة مصطفى بابي الحلبي ) ج 2 ، ط 5 ، 1981 .

\*وجه نظر الفقهاء فيما يخص هذه الأنواع :

لقد أجاز الأحناف كل أنواع الشركات السابقة الذكر، أما الشافعية فقد أبطلوها كلها ماعدا شركة العنان، وفيما يخص المالكية أجازوها كلها إلا شركة الوجوه أخيرا المذهب الحنبلي أبطل شركة المفوضة أجاز الشركات الباقية.

بما أن شركة المساهمة من أهم الشركات المصدرة للأوراق المالية فسنطرق لتعريفها وإبراز الحكم الشرعي لها.

#### الفرع الرابع : شركة المساهمة ( تعريفها وحكمها )

\* تعريف شركة المساهمة :

1- شركة المساهمة هي شركة ينقسم رأسمالها إلى أسهم متساوية القيمة يمكن تداولها على الوجه المبين في القانون وتقتصر مسؤولية المساهم على أداء قيمة الأسهم التي اكتتب فيها ولا يسأل عن ديون الشركة إلا في حدود ما اكتتب فيه من أسهم<sup>49</sup>.

2- تعرف شركة المساهمة على أنها الشركة التي يكون رأسمالها منقسما إلى أسهم متساوية القيمة قابلة للتداول بحيث يكون كل شريك فيها مسؤولا بمقدار حصته في رأس المال، إذ يكون عامل الريح هو الذي يجمع بين المساهمين لا عامل الثقة كما أن الاسم التجاري مستمد من غرضها ولا يحمل اسم أحد الشركاء.

لقد اتفق أغلبية الفقهاء المعاصرين على شرعية شركة المساهمة ، وذلك لأن الشروط العامة للشركة في الفقه الإسلامي تنطبق عليها و تتمحور هذه الشروط فيما يلي:

- وجود رأسمال يساهم فيه كل شريك بحصة منه.
  - كتابة عقد الشركة بعقد رسمي أو عقد عرفي.
  - مساهمة كل شريك في الأرباح والخسائر بقدر حصته.
- فمن خلال المقارنة بين شركة المساهمة في القانون والشركة في الفقه الإسلامي نجد أن شركة المساهمة تشبه إلى حد كبير شركة العنان ، خاصة إذا كانت أسهمها عادية فإن الحقوق فيها متساوية والمسؤولية فيها بحسب حصة كل مساهم وكما أن التفويض جائز في شركة العنان فهو متواجد أيضا في شركة المساهمة ، حيث يعتبر مجلس إدارتها وكيلا عن الشركة في إدارة العمل.

<sup>49</sup> - د/ محمد فتح الله النشار ، التعامل بالأسهم ص 104 مرجع سابق .

وبما أنه يجوز تفاضل الشريكين في رأس المال في شركة العنان فإنه يجوز أيضا في شركة المساهمة ، ومن جهة أخرى فإن شركة المساهمة تشبه إلى حد ما شركة المضاربة في مشاركة المال فقط دون الأبدان من قبل المساهمين ، ويجوز أن يكون لشركة المساهمة شخصية اعتبارية قياسا على جعل الفقهاء للوقف ، للمسجد وللبيت ذمة وأخيرا فإن شركة المساهمة تتضمن الإيجاب والقبول والتراضي بين الأطراف المنشئة لها و المساهمة فيها.

إن الفقهاء والباحثون المعاصرون اختلفوا في حكم الاشتراك في شركات المساهمة ، فمنهم من يرى جواز الاشتراك في شركات المساهمة حيث تنطبق عليها القواعد العامة للشركات في الفقه الإسلامي منهم : الشيخ عبد الوهاب خلاف، الدكتور محمد ثلثوت ، الدكتور يوسف القرضاوي ، الشيخ محمد بن صالح العثيمين ، الشيخ علي الخفيف، الدكتور صالح المرزوقي البقمي وغيرهم ، أما القول الثاني فيرى أصحابه أعدم جواز شركة المساهمة من بينهم : الدكتور عيسى عبده والشيخ تقي الدين النبهاني<sup>51</sup>.

وقد كانت لكل جهة أدلة استدلت بها على صحة قوله.

إن الرأي الراجح هو ما ذهب إليه فقهاء القول الأول وهو الجواز ولكن مع التقييد وذلك بالاشتراك في شركات المساهمة ذات النشاط المشروع ، فهناك العديد من شركات المساهمة التي تؤسس أصلا بغرض مزاولة أنشطة غير مشروعة كشركات إنتاج الخمر؛ إذا هذا الحكم بالجواز مقيد بمدى مشروعية نشاط الشركة<sup>52</sup>.

### المبحث الرابع: الأسهم دراسة اقتصادية وقانونية

#### المطلب الأول: مفهوم السهم، خصائصه ومفهوم المساهمين

##### الفرع الأول: الأسهم:

##### أولا: السهم لغة

جمع سهم ، وهو لغة له عدة معاني منها :

<sup>50</sup> - المرجع السابق ص 122-123 .  
<sup>51</sup> - الشيخ تقي الدين النبهاني ، النظام الاقتصادي في الإسلام ص 199 ( بيروت دار الأمة للنشر والطباعة والتوزيع

ط 6 ، 2004 .

<sup>52</sup> - د/ محمد فتح الله النشار ، التعامل بالأسهم ص 132 مرجع سابق .

النصيب وجمعه السهمان بضم السين، ومنها العود الذي يكون في طرفه نصل يرمي به عن القوس وجمعه السهام ومنها بمعنى القدح الذي يقارع به أو يلعب به في الميسر ويقال: أسهم بينهم أي أقرع ، وسأهمه أي باراه ولاعبه فغلبه ، ويقال أيضا سأهمه أي قاسمه، وأخذ سهما أي نصيبا ومنه جاء ت شركة المساهمة<sup>53</sup>.

### ثانيا : الأسهم في الاصطلاح الشرعي

لقد ورد في القرآن الكريم لفظ ساهم إذ قال عز وجل << فَسَاهَمَ فَكَانَ مِنَ الْمُدْحَضِينَ >><sup>54</sup> أي قارع بالسهم فكان من المغلوبين .

وقد عرف مجمع الفقه الإسلامي في قراره الرابع في دورته السابعة السهم بأنه << حصة شائعة في موجودات الشركة ، وأن شهادة السهم هي وثيقة لإثبات هذا الاستحقاق في الحصة >><sup>55</sup>

### ثالثا : الأسهم اصطلاحا

1/ يطلق الاقتصاديون السهم على تلك الورقة المالية التي تمثل حق ملكية في جزء من رأسمال الشركة<sup>56</sup>.

2/ السهم يمثل مشاركة في رأسمال وحدة اقتصادية حيث أن جميع المؤسسات العامة والخاصة قادرة على إصدار أسهم وطرحها في البورصة<sup>57</sup>.

3/ الأسهم هي عبارة عن صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول بالطرق التجارية والتي يتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأسمالها ، وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة .

4/ السهم هو ذلك الصك الذي يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة أو توصية بالأسهم ، - بحسب الأحوال- ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من أسهم ، كما تكون مسؤولية المساهم بمقدار ما يملكه من أسهم أيضا<sup>58</sup>.

### الفرع الثاني : خصائص السهم وحقوق المساهمين :

#### 1- خصائص السهم :

<sup>53</sup>- الإمام الفيروز أبادي الشيرازي ، القاموس المحيط ص 135 ( بيروت دار الكتب العلمية ) ج4 ، ط1 ، 1995 ؛ أيضا أحمد حسن الزيات ، المعجم الوسيط ص 459 .

<sup>54</sup>- سورة الصافات ، الآية 141 .

<sup>55</sup>- د/ علي محي الدين القره داغي ، أثر الديون ونقود الشركة أو المحفظة على تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية ص 09 ( جدة المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب ) .

<sup>56</sup>- Dr / Dov Ogien *Pratique des Marchés Financiers* page 35 ( Paris Gualino Editeur ) 2002 .

<sup>57</sup>- Dr/ Abdel Kader Beltas *Le Développement Du Marché Des Capitaux Et La Structure Des Taux D'intérêt*

<sup>58</sup>- د/ طارق عبد العال حماد ، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية ص20 ( مصر الدار الجامعية ) 2005

تتميز الأسهم بالخصائص التالية :

- 1- تساوي القيمة الاسمية للأسهم : يقسم رأسمال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة فلا توجد لبعض الأسهم قيمة اسمية أعلى من قيمة الأسهم الأخرى ويؤدي تساوي هذه القيمة إلى تساوي الحقوق و الواجبات للمساهمين ، ولذلك لا يجوز إصدار أسهم بقيم اسمية مختلفة.
  - 2- الأسهم أنصبة غير قابلة للتجزئة : تكون ملكية السهم في الأصل لشخص واحد فإن اشترك في السهم الواحد أكثر من شخص جاز ولكن يشترط أن يكون ممثلهم أمام الشركة شخص واحد.
  - 3- قابليتها للتداول بالطرق التجارية : هذا يعني إمكانية انتقال ملكيتها من شخص لآخر بأي طريقة من طرق انتقال الملكية : كالبيع ، الهبة ، الإرث<sup>59</sup>.....
  - 4- أرباح الأسهم غير محددة مسبقا وتعتمد على الموقف المالي للشركة.
- 2- : حقوق المساهمين

- 1- حق المساهم في البقاء بالشركة فلا يجوز فصله أو نزع ملكيته إلا برضاه إلا في حالة ارتكابه ما يستوجب قانونا ، أو في حالة التأميم حيث تنزع الملكية الخاصة للمصالح العام.
- 2- حق التصويت في الجمعية العمومية<sup>60</sup> للشركة بالحضور الفعلي ، البريد أو التوكيل.
- 3- حق المساهم في مراقبة أعمال الشركة.
- 4- حق المساهم في الحصول على أرباح الشركة.
- 5- للمساهم الأولوية في الاكتتاب العام ، فإذا قررت الشركة زيادة رأسمالها ، تكون الأولوية للمساهمين الرئيسيين الذين يملكون أسهما في الشركة بالاكتتاب.
- 6- حق المساهم بالتنازل عن أسهمه بالهبة ، البيع أو غيرهما ويعد باطلا كل شرط يحرم المساهم من هذا الحق .
- 7- من حق المساهم اقتسام موجودات الشركة عند تصفيتها<sup>61</sup>.
- 8- حق رفع دعوى المسؤولية على المديرين بسبب أخطائهم في الإدارة<sup>62</sup>.

### المطلب الثاني: الأشكال المختلفة للأسهم ونظرة الفقه الإسلامي إليها

1/ أنواع الأسهم حسب طبيعة الحصة المقدمة من المساهم:

<sup>59</sup> -د/ محمد فتح الله النشار ، التعامل بالأسهم - في سوق الأوراق المالية رؤية شرعية في ضوء الفقه الاسلامي - ص 22-59 مرجع سابق .

<sup>60</sup> -Dr/ Paul – Jacques Lehmann , BOURSE ET MARCHES FINANCIERS page 11 (PARIS DUNOD ) 2<sup>e</sup> Edition 2005.

<sup>61</sup> -د/ مروان عطون ، الأسواق النقدية والمالية- البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال- ص 84 (الجزائر ديوان المطبوعات الجامعية ) ج 1 ، 1993 .

<sup>62</sup> -د/ عبد العزيز الخياط ، الأسهم والسندات من منظور إسلامي ص 26 ( القاهرة دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع ) ط 1 ، 1997 .

(أ) أسهم نقدية : هي تلك الأسهم التي يكتب بها المساهم شرط أن يدفع قيمتها نقداً<sup>63</sup> .  
 أجاز الفقهاء هذا النوع من الأسهم ، وذلك لأن الأصل في الشركة هو تقديم الحصة إليها نقداً "الذهب أو الفضة" أو ما يقوم مقامهما في الوقت الحالي .

(ب) أسهم عينية : وهي التي يكتب بها المساهم عن طريق دفع ثمنها عينا عقارا أو منقولا، فهي لا تدفع نقداً ويشترط القانون الوفاء بها بشكل كامل كشرط للمساهمة .  
 يعبر عن الحصة العينية في الفقه الإسلامي بالعروض<sup>64</sup> ، وقد اختلف الفقهاء في جواز الشركة بالعروض حيث انقسموا إلى ثلاث مذاهب :

- 1- ذهب كل من المالكية والحنفية إلى جواز الشركة بالعروض إجازة مطلقة أي سواء انفقت جنسا أو اختلفت ، وذلك في إحدى الروايتين عن أحمد اختارها أبو بكر الخلال ، أبو الخطاب وابن تيمية .
- 2- ذهب أبو حنيفة وأبو يوسف إلى عدم جواز الشركة بالعروض مطلقا سواء كانت من الطرفين أو من طرف واحد بحيث تدفع نقداً ويشترط القانون الوفاء بها بشكل كامل كشرط للمساهمة .
- 3- يرى أصحاب هذا القول إلى أن الشركة تصح بالمثلثات مع العروض كالحبوب والأدهان وغيرها وهو ما قال به الشافعية وبه قال محمد بن الحسن من الحنفية<sup>65</sup> .

إن الرأي الراجح هو ما ذهب إليه كل من المالكية والحنابلة بجواز الشركة بالعروض وذلك لأنهم أطلقوا الجواز بعد تقديم العروض والاتفاق على القيمة فتصبح القيمة هي محل الشركة ، وبذلك يتحقق الضمان وبما أن التقويم والضمان متواجدان في الوقت الحالي بشكل أدق فإنه يجوز للمساهم تقديم حصته عينا .

## 2/ أنواع الأسهم من حيث الحقوق الممنوحة لأصحابها :

(أ) الأسهم العادية : يتكون رأسمال الشركة المساهمة وحصة المساهمين في شركات التوصية بالأسهم من عدد من الحصص المتساوية إذ يسمى كل منها سهما Share ويتم تمثيل ملكية الأسهم بصكوك Stock Certificate حيث يوضح كل سهم اسم الشركة المصدرة للسهم ، نوع السهم ورقمه

<sup>63</sup> - لقد أجاز القانون تسديد ربع قيمة السهم النقدي عند الاكتتاب ب(25%) والباقي خلال مدة لا تتجاوز 10 سنوات من تاريخ تأسيس الشركة .

<sup>64</sup> - العروض بفتح العين أو العرض بفتح العين وسكون الراء وهو كل شيء عرض إلا الدراهم والدنانير .

<sup>65</sup> - شعبان محمد إسلام البرواري ، بورصة الأوراق المالية - من منظور إسلامي - ص 94-95 ؛ أيضا د/ محمد فتح الله النشار ، التعامل بالأسهم ص 76 مراجع سابقة .

، عدد الأسهم بالصك، إذن فالسهم العادي عبارة عن صك<sup>66</sup> ملكية في رأسمال شركة مساهمة وهو يأتي في مقدمة الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال<sup>67</sup>.

إن تساوي قيمة الأسهم يستلزم تساوي المساهمين في الحقوق والواجبات مما يجعل استخدامها جائز شرعا.

ب) الأسهم الممتازة : ويطلق عليها اسم أسهم الأولوية أو أسهم الأفضلية ، فقد يجيز القانون تقرير بعض الامتيازات لبعض أنواع الأسهم وذلك في التصويت ، الأرباح أو ناتج التصفية على أن تتساوى

السهم من نفس النوع في الحقوق والالتزامات؛ تقوم الشركة بإصدار هذا النوع من الأسهم للأسباب التالية:

- عدم إقبال الجمهور في الاكتتاب في الأسهم الجديدة الصادرة.
- تفضيل حملة الأسهم القديمة وتكريمهم وذلك بإعطائهم امتيازات على ما بذلوه من جهود في سبيل إنجاح الشركة.

إن هذه الأسهم غير جائزة وذلك لما تتميز به من خصائص لا تتوفر في الأسهم العادية من بين هذه المميزات ما يلي:

- حق الأولوية في الحصول على نسبة من الربح .
- حق الأولوية في الحصول على نسبة ثابتة من الربح سواء ربحت الشركة أو خسرت
- الأولوية في استعادة قيمة الأسهم بكاملها عند تصفية الشركة قبل سائر المساهمين.

- حق صاحب السهم أن يكون له أكثر من صوت للسهم الواحد في الجمعية العمومية<sup>68</sup>.

\*\* لقد أجاز الشرع صورة واحدة للأسهم الممتازة<sup>69</sup> وهي حق الأولوية للمساهمين القدامى في الاكتتاب بالأسهم الجديدة عند إرادة زيادة رأسمالها، وذلك لأنهم أولى من غيرهم بأن تظل الشركة منحصرة فيهم؛ بل لا يصح إصدار أسهم جديدة إلا بموافقتهم في الجمعية العمومية التي تتكون منهم

<sup>66</sup> - د/ محمد صالح الحناوي & د/ جلال إبراهيم العبد ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق ص31 ( مصر الدار الجامعية ) 2005 .

<sup>67</sup> - ضياء مجيد ، البورصات - أسواق المال وأدواتها - ص 38 ( مصر مؤسسة شباب الجامعة ) 2005 .

<sup>68</sup> - د/ فتح الله النشار ، التعامل بالأسهم - في سوق الأوراق المالية رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي - ص 77-

85 مرجع سابق .

<sup>69</sup> - د/ عبد العزيز الخياط ، الأسهم والسندات من منظور إسلامي ص 47 مرجع سابق .

وذلك لحق الشفعة<sup>70</sup> المقر شرعا وهو هنا حق للمساهمين القدامى في أن يكونوا أولى من غيرهم بشراء الأسهم الجديدة .

### 3/ أنواع الأسهم من حيث الشكل:

(أ) أسهم اسمية : هي الأسهم التي يسجل عليها اسم صاحبها وتثبت ملكيته لها ، ويتم تداولها بطريقة التسجيل .

تحتفظ : يجوز إصدار هذه الأسهم لأنها صكوك تعطي لصاحبها حقا -صاحب السهم - يثبت بها ملكيته وهذا هو المطلوب لضمان الحقوق .

(ب) أسهم لحاملها : لا يذكر فيها اسم المساهم وهي تشبه النقود حيث مالك السهم هو الشخص الذي يحوزها فالملكية هنا تنتقل بمجرد المناولة<sup>71</sup> .

هذا النوع من الأسهم لا يصح إصداره شرعا لجهالة المشترك ، ولأن ذلك يفضي إلى النزاع والخصومة ، وهو يؤدي إلى إضاعة الحقوق فإذا سرقت صكوك هذه الأسهم أو استولى عليها مغتصب أو ضاعت والتقطها آخر ، فإن حاملها هو الذي يصبح مالكا لها مشتركا في الشركة ، وفي هذا تضییع لحقوق العباد وضرر واقع بهم فيمنع شرعا إصدار مثل هذه الأسهم لأن درء المفسدة مقدم على جلب المصلحة<sup>72</sup> .

(ت) الأسهم الإذنية : تصدر لإذن شخص معين أول مرة ويتم تداولها بالتظهير<sup>73</sup> ، ويشترط في هذه الأسهم أن تكون قيمتها الاسمية قد دفعت بالكامل .

حكم الأسهم الإذنية هو الجواز حيث لا يوجد مانع يمنع من إصدارها وتداولها شرعا ، فهذا التداول هو نوع من انتقال الحصة من الشريك لآخر وهذا جائز شرعا سواء كان بعوض كالبيع أو بغير عوض كالهبة وهذا ما قاله الدكتور عبد العزيز الخياط أما الدكتور حسن الأمين فقد أبطل هذا النوع من الأسهم حيث قال أنها غير جائزة وذلك بسبب أنها لا تصدر لمالك معين يتأتى منه تظهيرها وإنما تصدر سائبة .

### 4/ أنواع الأسهم من حيث المنح :

(أ) أسهم غير مجانية : وهي الأسهم التي يدفع صاحبها قيمتها وهي بالطبع جائزة .

<sup>70</sup> - الشفعة وهي استحقاق الشريك انتزاع حصة شريكه المنقلة عنه من يد من انتقلت إليه ولها أدلة كثيرة في السنة النبوية من أشهرها ما رواه جابر رضي الله عنه قال : "قضى رسول الله صلى الله عليه وسلم بالشفعة فيما لم يقسم ، فإذا وقعت الحدود وصرفت الطرق فلا شفعة " منقول عليه .

<sup>71</sup> - أي بمجرد تداولها بين الأفراد .

<sup>72</sup> - د/ عبد العزيز الخياط ، الأسهم والسندات من منظور إسلامي ص 43 مرجع سابق .

<sup>73</sup> - التظهير هو بيان على ظهر الصكوك الإذنية إما بقصد نقل الحق الثابت في الصك من المظهر إلى المظهر إليه ، أو بقصد توكيل المظهر إليه في تحصيل قيمة الصك أو بقصد رهن الحق الثابت في الصك إلى المظهر إليه .



(ب) أسهم منح مجانية : وهي الأسهم الممنوحة للمساهمين مجاناً في حالة زيادة رأسمال الشركة على شكل ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي ويتم توزيعها حسب قدر الأسهم.

حكمها :

هذا النوع من الأسهم جائز شرعاً إذا تم منح الأسهم بالتساوي حسب حصة كل مساهم ، وذلك لأن هذا مال المساهمين فلهم الحق في الحصول عليه<sup>74</sup>.

#### 5/ أنواع الأسهم من حيث الاستهلاك :

(أ) أسهم رأس المال : هي الأسهم التي يقدمها المساهم للشركة ولا تستهلك قيمتها ولا يجوز لأصحابها استرداد قيمتها من الشركة ما دامت قائمة ، فقيمة هذه الأسهم لا ترد إلى صاحبها إلا عند التصفية النهائية للشركة .

أسهم رأس المال جائزة شرعاً فهي القاعدة والأصل في الشركات ولا اختلاف بين الفقهاء فيها .

(ب) أسهم التمتع في حالات : وهي الأسهم التي استهلك قيمتها بأن ردت إلى أصحابها مع بقاء الشركة ، وقد بين القانونيون أن ذلك يتم بطرق متعددة كأن تسحب الشركة جزءاً من الأسهم وتعطي قيمتها لأصحابها ، أو تسحبها من التداول بطرق القرعة ، ويبقى لأصحابها أسهم تسمى ( أسهم تمتع ) يحق لهم بها التمتع بأخذ نصيب من الأرباح أقل من أسهم المال وتبيح لهم المشاركة في اجتماعات الجمعية العمومية<sup>75</sup> ، وتلجأ الشركات إلى إطفاء الأسهم في حالات استثنائية منها :

- إذا كان مشروع الشركة يقوم على حقوق مؤقتة كالحصول على امتياز من الدولة ، كشركات الامتياز للبترول أو المعادن وبعد انتهاء المدة تؤول ممتلكات الشركة للدولة .

- إ كانت موجودات الشركة مما يستهلك بالاستعمال بعد مدة زمنية كالاستثمار في سفن بحرية أو سيارات نقل .

- إذا كان نشاطها يتعلق باستغلال مورد من موارد الثروة الطبيعية والتي تنتهي بعد فترة من الزمن كاستخراج المعادن ونحوها .

بالنسبة للحكم الشرعي لهذه الأسهم فقد اختلفت وجهة نظر الفقهاء المعاصرين وانقسمت إلى قسمين :

\* قسم يرى أنها جائزة إذا كانت بالصورة الآتية :

74- د/ حمود سامي ، المصارف الإسلامية ص168 ( اتحاد المصارف العربية ) 1989 .  
75- د/ عبد العزيز الخياط ، الأسهم والسندات من منظور إسلامي ص48 مرجع سابق .

1- أن يعطى المساهم قيمة السهم الاسمية أقل من القيمة الحقيقية ، فيبقى له في موجودات الشركة وفي رأسمالها الاحتياطي فيستحق حينئذ أن يأخذ جزء من أرباح الشركة حسب النسبة الباقية من قيمة أسهمه غير المستردة إليه.

2- التصفية الجزئية المستمرة بإعطاء كل المساهمين نسبة معينة من قيمة أسهمهم بالتساوي وحسب عدد الأسهم .

3- اقتطاع مبلغ معين من أرباح الشركة سنويا وإيداعه باسم المساهمين إلى أن يبلغ قيمة الأسهم جميعا إلى حين انتهاء الشركة أو انتهاء امتيازها فيأخذونه.

\* القسم الثاني يرى عدم جوازها في صورتين :

1- إذا كانت القيمة التي أعطيت للشريك عند الاستهلاك هي القيمة الحقيقية سواء كانت أعلى أو أقل من قيمتها الاسمية فهذا غير جائز لأنه استوفى حقه كاملا وتكون صلته بالشركة قد انتهت .

2- إذا استردت القيمة الاسمية للسهم وكانت أعلى من قيمته الحقيقية لأنه استوفى رأسماله المدفوع كاملا وتكون صلته بالشركة قد انتهت فلا يستحق بعد ذلك شيئا من الأرباح لأن الربح لا يستحق إلا بالعمل أو المال أو الضمان وعليه فإنه لا يصح شرعا الحصول على أسهم تمتع<sup>76</sup>.

ويرى الدكتور محمد فتح الله النشار أن هناك علاقة تكامل بين الرأيين وليست علاقة تضاد ، ويرى شعبان محمد إسلام البروراري أنه لا حاجة إلى أسهم تمتع ؛ فلو بقيت الشركة على حالها وبقي أصحاب الأسهم على أسهمهم إلى موعد التصفية لأخذ كل مساهم نصيبه من الأسهم قل أو كثر ، نقدا أو عينا فلو نقصت موجودات الشركة عن رأس المال وقد أنتجت في الماضي أرباحا فلا يقال أنها خاسرة لأنها سبق وأن وزعت على المساهمين من الأرباح ما يغطي نقص رأس المال وزيادة ، أما في حالة خسارتها فإن الشركاء دخلوها على أن يتحملوا الربح والخسارة<sup>77</sup>.

### القيم التي يأخذها السهم وحكمها :

من المعروف أن للسهم أربع قيم هي:

\* القيمة الاسمية La valeur nominale , Par value<sup>78</sup> : وهي القيمة التي تكون مبينة في السهم

حيث تدون في الصك الذي يعطى لمالك السهم ، وذلك عندما يصدر السهم، فإنه يكون بالقيمة

<sup>76</sup>- د/ محمد فتح الله النشار ، التعامل بالأسهم ص95 مرجع سابق .

<sup>77</sup>- د/ محمد فتح الله النشار ، التعامل بالأسهم ص 98 ؛ شعبان محمد إسلام البروراري ، بورصة لأوراق المالية من منظور إسلامي ص 97-98 مراجع سابقة .

<sup>78</sup> - Connaître La bourse De L'an 2000 page 24 (Paris Le journal des finances) 13e édition 1999.

الاسمية، أي القيمة التي دفعت لامتلاكه ابتداءً، ومن ثم فإن مجموع القيم الاسمية يساوي رأسمال الشركة عند إنشائها.

وهذا ما يفرضه الشرع؛ إذ إن الصك الذي يثبت حصة الشريك في رأس مال الشركة، يجب أن يكون مطابقاً للمبلغ الذي ساهم به الشريك حقيقة، خاصة أنه يترتب على مقدار قيمته حصة الشريك في الأرباح..

القيمة الحقيقية<sup>79</sup> La valeur mathématique, Intrinsic value: وهي النصيب الذي يستحقه السهم من صافي أموال الشركة من منقولاتها وعقاراتها بعد طرح ديونها، وذلك عن طريق إعادة تقدير هذه الأصول وفقاً للأسعار الجارية. فهذه القيمة الحقيقية تختلف بعد ابتداء العمل في الشركة عن القيمة الاسمية، فقد تصبح القيمة الحقيقية أكبر أو أصغر من القيمة الاسمية، حسب ما تصادفه الشركة من نجاح أو فشل في أعمالها.

واعتبار القيمة الحقيقية أمر جائز شرعاً؛ لأنه إن صادفت الشركة نجاحاً وتوسعت ونمت أموالها وموجوداتها بالطرق المشروعة، يكون امتلاك مجموع المساهمين لهذه الزيادة من حقهم، وهو مقصدهم من الشركة.

وإن صادفت الشركة خسارة في أعمالها فإن قواعد الشرع تقضي بأن يتحمل المساهمون الخسارة كما يأخذون الربح؛ ولذا تقل قيمة هذه الأسهم، بحسب حجم الخسارة.

\*القيمة السوقية La valeur boursière, Market value<sup>80</sup>: وهي قيمة الأسهم عند عرضها للتداول أي للبيع، والقيمة السوقية تختلف عن القيمة الاسمية وذلك بحسب نجاح الشركة في أعمالها، وضخامة موجوداتها، وبحسب رأس مالها الاحتياطي، وبحسب الظروف والأزمات المالية والسياسية<sup>81</sup>، وبحسب الرغبة والإقبال على شرائها، أو عدم الرغبة والإحجام عنها فهي تتعرض لعامل العرض والطلب.

اعتبار هذه القيمة وتداول الأسهم على ضوءها أمر لا يتعارض مع قواعد الشريعة الإسلامية فهذا أمر جائز شرعاً، فلإنسان أن يبيع سلعته بأي سعر يشاء، دون أي قيد عليه، إلا إذا كانت السلعة من الربويات.

<sup>79</sup> - إن هذه القيمة تمثل ما يجب أن يكون عليه سعر السهم في سوق الأوراق المالية وهي تعكس حالة توازن السوق، وحالة التوازن من الصعب أن تتحقق بفعل عمليات المضاربة، التحليل غير الدقيق والعشوائي لأداء السوق والسهم ذاته، د/ أرشد فؤاد التميمي & د/ أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة - ص 38-39 مرجع سابق.

<sup>80</sup> - Connaitre La Bourse De L'an 2000 page 24.

<sup>81</sup> - د/ عبد العزيز الخياط، الأسهم والسندات من منظور إسلامي ص 35 مرجع سابق.

\*القيمة الإصدارية La valeur comptable, Book value

قيمة الإصدار هي عبارة عن القيمة الاسمية التي يصدر بها السهم مضافا إليها مصاريف وعلاوة الإصدار، فالشركة تصدر السهم بقيمته الاسمية ، ولكن قد تضيف إلى هذه القيمة مصاريف إدارية ، وعلاوة إصدار لمواجهة النفقات الإدارية والدعائية لإصدار الأسهم .  
فالقيمة الإصدارية لسهم هي تلك القيمة التي اصدرت بها الأسهم الجديدة عندما ترغب الشركة في زيادة رأسمالها إما من أجل دعم مشاريعها أو التوسع في أعمالها وقد تكون قيمة الإصدار مساوية للقيمة الاسمية أو أعلى أو أقل منها .  
وتوضح هذه القيمة نصيب السهم الواحد من إجمالي حقوق المساهمين في المشروع وفقا لما تحدده الدفاتر في نهاية السنة المالية<sup>82</sup> .

1- إذا كان سعر الإصدار أعلى من القيمة الاسمية : لا يجوز إصدار السهم بقيمة أعلى من قيمته الاسمية إلا في الأحوال وبالشروط التي تحددها اللائحة التنفيذية ويجب أن تضاف الزيادة الناجمة عن الفرق بين قيمة الإصدار والقيمة الاسمية إلى الاحتياطي القانوني للشركة .  
إن إصدار الأسهم بقيمة أعلى من القيمة الاسمية جائز إذا تم تقدير هذه الإضافة تقديرا مناسباً كما يجب أن تودع هذه الزيادة في احتياطي الشركة .

2- إذا كان سعر الإصدار أقل من القيمة الاسمية : قد تضطر بعض الشركات إلى إصدار أسهم تباع بأقل من قيمتها الاسمية من أجل إغراء الجمهور للاكتتاب فيها قصد زيادة رأسمالها ، كان تكون قيمة السهم الاسمية \$5 فتصدرها بـ \$3 .

فهذا الإجراء لا يجوز شرعا لأنه يعني أن تتساوى الأسهم المصدرة حديثا مع الأسهم الاسمية القائمة في اقتسام الربح وفي هذا ضرر لأصحاب الأسهم القائمة الذين دفعوا القيمة الاسمية كاملة للسهم حيث يتساووا معهم في الربح مع دفع قيمة أقل ، وربما شاركوهم في موجودات الشركاء<sup>83</sup> ، والإضرار لا يجوز لقوله عليه الصلاة والسلام : " لا ضرر ولا ضرار " لأن الربح يستحق بالمال أو بالعمل مع أنه لا مال ولا عمل في مقابل الزيادة التي يتقاضاها صاحب السهم المصدرة جديدا من الربح ولذلك فإن إصدار السهم بأقل من قيمته الاسمية فيه ضرر بالغ بالمساهمين الأوائل الذين دفعوا القيمة الاسمية كاملة ومع ذلك يتساوون في الربح مع من دفع قيمة أقل<sup>84</sup> .

المطلب الثالث: إصدار وتداول الأسهم وتخصيبها التفضيلي .

82- د/ محسن أحمد الخضيرى ، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة ص 117 مرجع سابق .

83- د/ عبد العزيز الخياط ، الأسهم والسندات من منظور إسلامي ص 33 مرجع سابق .

84- د/ محمد فتح الله النشار ، التعامل بالأسهم ص 100-101 مرجع سابق .

### الفرع الأول : إصدار الأسهم

عند إنشاء أي شركة مساهمة فيجب أن تقام لها دراسة جدوى المشروع<sup>85</sup> ، ثم تليه خطوة تقسيم رأس المال إلى أسهم متساوية القيمة ، وتطرح هذه الأسهم للاكتتاب العام الذي هو عبارة عن عمل إداري يتم بمقتضاه انضمام المكتتب إلى الشركة تحت التأسيس مقابل الإسهام في رأسمال الشركة بعدد معين من الأسهم المطروحة ؛ ويعد هذا العمل من التصرفات الضرورية لتأسيس شركة المساهمة وتتم عملية الإصدار في السوق الأولية عن طريق شركات منشأة لهذا الغرض ؛ وإذا كانت الشركات قائمة وأرادت

زيادة رأسمالها فيتم ذلك عن طريق الاكتتاب الخاص وذلك بعرضها على أفراد محدودين كالمساهمين القدامى ، ويشترط لصحة الاكتتاب الشروط التالية :

- أن يكون الاكتتاب كاملاً بأن يغطي جميع أسهم الشركة .
- أن يكون باتاً وفورياً فلا يصح أن يكون معلقاً على شرط أو مضافاً إلى أجل .
- أن لا يقل ما يدفعه المكتتب عند التأسيس عن ربع القيمة الاسمية للأسهم النقدية .
- أن يتم الوفاء بكامل الأسهم التي تمثل الحصص العينية .
- أن يكون الاكتتاب جدياً لا سورياً .

### الفرع الثاني : تداول الأسهم

نعني بالتداول انتقال الشيء من مالكة الأساسي إلى شخص آخر سواء كان ذلك بعوض أو بدون عوض<sup>86</sup> ، التداول هنا هو إمكانية انتقال ملكية السهم من شخص لآخر بأي طريقة من طرق انتقال الملكية<sup>87</sup> ، ويتم ذلك في السوق الثانوي ولا يجوز في أول تداول للأسهم أن يبيع المساهم أسهمه بأزيد

<sup>85</sup> - مجموع الاختبارات والتقدير التي يتم إعدادها للحكم على صلاحية المشروع الاستثماري ، انظر علي جمعة ، معجم المصطلحات الاقتصادية والإسلامية ص 252 ( مكتبة العبيكان ) ط 1 ، 2000 .

<sup>86</sup> - د/ خلف بن سليمان بن صالح بن سليمان النمري ، شركات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي ص 295 مرجع سابق .

<sup>87</sup> - طرق انتقال الملكية :

- التسجيل : وهي الطريقة التي يتم بها تداول الأسهم الاسمية ، فعندما يريد صاحب السهم بيعه يسجل اسم المشتري على ظهر السهم في جدول خاص يسمى " جدول التنازلات " وفي الوقت نفسه يسجل اسم المشتري في دفاتر الشركة ويوقع اثنان من أعضاء مجلس إدارة الشركة على التنازل .
- الحيابة الفعلية : وهي الطريقة التي يتم بها تداول الأسهم لحاملها حيث تنتقل ملكيتها بمجرد الحيابة الفعلية للسهم وذلك لأن اسم المالك غير مكتوب على السهم .
- التظهير : وهي الطريقة التي يتم بها تداول السهم لأمر ( السهم الاذني ) .

من القيمة الاسمية إلا بعد نشر حساب الأرباح والخسائر عن سنة مالية كاملة للشركة الجديدة ، وقد شرع القانون ضوابط لتداول الأسهم وهي<sup>88</sup> :

- لا يجوز تداول الأسهم العينية وأسهم المؤسسين إلا بعد نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر عن سنتين كاملتين من تاريخ قيد الشركة في السجل التجاري .
- ممنوع تداول أسهم أعضاء مجلس إدارة الشركة طوال عضويتهم وذلك من أجل ضمان حسن الإدارة وعدم إساءة استخدام أموالها حماية للمساهمين فيها .
- يتمتع المساهمون القدامى بحق الأولوية في شراء الأسهم المتنازل عنها .
- لمجلس الإدارة الأولوية في شراء الأسهم المتنازل عنها أو إلغاؤها بقصد منع دخول غرباء في الشركة أو بقصد تخفيض رأس المال عن طريق الإلغاء .
- وبما أن القصد من هذه الضوابط هو الحفاظ على مصلحة الشركة والمساهمين فيحق لولي الأمر تقييد المباح إذا رأى في ذلك القيد جلب مصلحة ودفع مفسدة فالرسول عليه الصلاة والسلام يقول " المسلمون عند شروطهم فيما أحل"<sup>89</sup> .

مصدر : تداول الأسهم في الفقه الإسلامي :

انقسم الفقهاء المعاصرون في حكم إصدار وتداول الأسهم إلى قولين :

\* الإجازة والإباحة<sup>90</sup> : وهو ما ذهب إليه معظم الفقهاء المعاصرون وقد استدلت أصحابه بمايلي :

- 1- يجيز الفقه الإسلامي تجزئة رأسمال الشركة إلى أجزاء متساوية ، بحيث يكون لكل شريك حق الملكية في جزء أو أكثر من هذه الأجزاء التي يطلق عليها اسم الأسهم .
- 2- السهم يمثل حصة الشريك في رأسمال الشركة وهذه الحصة شائعة في رأس المال ولكنها معلومة بالنسبة كالعشر أو الربع وقد أجاز الفقهاء بيع المشاع إذا كان المبيع مقدرا في جملة مشاع معلومة .
- 3- انطبق قواعد الشركات في الفقه الإسلامي على شركة المساهمة المصدرة للأسهم .
- 4- انطبق شروط العقد على الأسهم كعدم الجهالة المفضية إلى النزاع أو الغرر .
- 5- تشبه الأسهم حصص المضاربة المشتركة إلى حد ما ، فهي عرضة للربح والخسارة فذهب الأستاذ حسن الأمين إلى جواز خلط أموال المضاربة بمال المضارب أو مال غيره للعمل بها مضاربة والربح

<sup>88</sup> - د/ فتح الله النشار ، التعامل بالأسهم ص 144 مرجع سابق .

<sup>89</sup> - الشيخ محمد بن إسماعيل البخاري ، صحيح البخاري باب أجرة السمسرة رقم 14 ص 794 .

<sup>90</sup> - د/ فتح الله النشار ، التعامل بالأسهم ص 116 ، شعبان محمد إسلام البرواري ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ص 107 مراجع سابقة .

بين هذه الأموال بنسبة كل منها. وقد استدل أصحاب هذا القول بقول الله تعالى : « وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ »<sup>91</sup>.

فالتداول هو انتقال لملكية السهم من شخص لآخر بأحد الطرق الناقلة للملكية وهو حلال لاسيما وأن هذا التداول يندرج تحت القاعدة الشرعية فالأصل في العقود الإباحة إلا ما دل الشرع على تحريمه حيث يتوقف جواز إصدار الأسهم على الأمور التالية :

- مجال أعمال الشركة : كعدم التعامل بالفوائد الربوية وعدم اشتغالها على أعمال محرمة كشركات صناعة الخمر وبيعها .

- طبيعة الأسهم من حيث الضمان ، التفضيل والتقييد كالأسهم الممتازة ، أسهم لحاملها .

- أن تكون صادرة عن شركة تتوفر فيها قواعد الشركة من المشاركة في تحمل المخاطر وأن يكون موضوع تعامل الشركة حلالا مثل الشركات الإنتاجية والخدمية .

\* التحريم المطلق : وهو ما ذهب إليه الشيخ تقي الدين النبهاني<sup>92</sup> وهو أن إصدار الأسهم وتداولها غير جائز وقد استدل بما يلي:

أ- يشترط في المبيع أن يكون معلوما وبيع المجهول لا يصح وتداول الأسهم من هذا القبيل .

ب- عدم تطبيق قواعد الصرف في هذا البيع حيث أن الأسهم تتكون من النقود والعروض وبيعها يعني بيع جزء من الأصول وجزء من النقود ، ويلزم بذلك تطبيق التماثل و التقابض في المجلس بين الجنس الواحد وهو ما لا يحدث .

ت- الأسهم هي جزء من كيان الشركة لا من رأسمالها فهي بمثابة سندات بقيمة موجودات الشركة .

ث- تمثل الأسهم ثمن الشركة في وقت تقديرها ولا تمثل رأسمالها عند إنشائها.

ج- شركة المساهمة عقد باطل وبالتالي كل ما يصدر عنها هو باطل .

#### \*\* الترجيح

تداول الأسهم أمر جائز بالعرف الذي تعارف عليه الناس في الشركات ، والمعروف عرفا كالمشروط شرطا<sup>93</sup> ، فالرأي الراجح هو رأي المجيزين الذين أباحوا إصدار وتداول الأسهم ولكن بضوابط شرعية ولأنه أقرب إلى مقاصد الشريعة وذلك لقوة ما استدلوا به<sup>94</sup>.

91- سورة البقرة ، الآية 275 .

92- الشيخ تقي الدين النبهاني ، النظام الاقتصادي في الإسلام ص 175 مرجع سابق .

93- د/ خلف بن سليمان بن صالح بن سليمان النمري ، شركات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي ص 269 مرجع سابق .

المبحث الخامس : السندات دراسة اقتصادية وفقهية

المطلب الأول : السندات مفهومها وخصائصها

الفرع الأول: مفهوم السند

أولاً : السند لغة :

هو انضمام شيء إلى شيء آخر فيقال : سندت إلى الشيء وأسند سنودا ، واستندت استنادا وسندت غيري إسنادا<sup>95</sup> ؛ ويأتي السند أيضا بمعنى الاعتماد والركون إليه والانكاء عليه وما ارتفع من الأرض وجمعه أسناد ولكن عندما أصبح السند علما لنوع معين من الأوراق المالية جاز جمعه على السندات<sup>96</sup>.  
ثانياً : السند في اصطلاح علماء القانون التجاري :

هو قرض طويل الأجل تتعهد الشركة المقترضة بموجبه أن تسدد قيمته في تاريخ محدد<sup>97</sup>.

ثالثاً : السند في الاصطلاح الاقتصادي :

عرف الاقتصاديون السند بعدة تعاريف :

1/ يعد السند أحد أشكال الاستثمار في الأصول المالية ، فهو عبارة عن صك مديونية بمقتضاه يتعهد مصدر السند (المقرض) برد القيمة المدونة على السند بالإضافة إلى الفوائد لمالك السند (المقرض) ، وذلك من خلال فترة زمنية متفق عليها<sup>98</sup>.

2/ السند أداة دين يتعهد مصدرها بالوفاء بدفع قيمتها للمقرض إضافة إلى الفوائد المترتبة عليه خلال سنوات القرض ، ومصدر السند ما هو إلا مدين مقرض يعتبر وعده تعهداً بأن يدفع للمقرض المبلغ المحدد والفوائد<sup>99</sup>.

3/ السند هو صك قابل للتداول ويثبت حق حامله فيما قدمه من مال على سبيل القرض للشركة وحقه في الحصول على الفوائد المستحقة واقتضاء دينه في الموعد المحدد لانتهاج مدة القرض<sup>100</sup>.

<sup>94</sup> - د/ فتح الله النشار ، التعامل بالأسهم ص 119 مرجع سابق .

<sup>95</sup> - د/ محمد عثمان شبير ، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي ص 176 مرجع سابق .

<sup>96</sup> شعبان محمد إسلام البرواري ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ص 128 مرجع سابق .

<sup>97</sup> - د/ راشد البراوي ، الموسوعة الاقتصادية ص 314 مرجع سابق .

<sup>98</sup> - د/ محمد صالح الحناوي & د/ إبراهيم سلطان & د/ جلال العبد ، تحليل وتقييم الأوراق المالية ص 247 )

الإسكندرية الدار الجامعية ( 2002/2001 .

<sup>99</sup> - د/ محمد بن مسلم الراددي ، إدارة البنوك الإسلامية بعد عولمة أسواق المال ص 65 ( مصر المنظمة العربية

للتنمية والدراسات ) ط 2 ، 2005

<sup>100</sup> - د/ حسين عمر ، الموسوعة الاقتصادية ص 161 مرجع سابق .



4/ السند صك قابل للتداول حيث يمنح صاحبه حق استرجاع قيمته الاسمية عند الموعد المحدد وحقه في الحصول على الفوائد المستحقة<sup>101</sup>.

5/ ويعرف محسن أحمد الخضيرى السند على انه تعهد بسداد مبلغ معين في تاريخ محدد بمعدل فائدة محدد أيضا ، ويفضل أن تصدر السندات بقيمة اسمية صغيرة حتى يسهل بيعها وشراؤها في البورصة .

6/ أما سمير عبد الحميد رضوان فعرف السندات على أنها صكوك متساوية القيمة تمثل ديونا على الشركة التي أصدرتها ، وتثبت حق حاملها فيما قدمه من مال أو اقتضاء الدين المثبت على الصكوك في مواعيد استحقاقها ، وتكون هذه الصكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية ؛ ويعرفها عبد العزيز الخياط على أنها نوع من الأوراق المالية التي تصدرها الشركات أو المؤسسات وهو صك قابل للتداول الذي تصدره الشركة أو المؤسسة ، ويمثل قرضا طويل الأجل يعقد عادة عن طريق الاكتتاب العام<sup>102</sup> .

### الفرع الثاني : خصائص السندات

تتميز السندات بخصائص تميزها عن السندات وأهم هذه الميزات مايلي :

1- يمثل السند التزام أو دين على الجهة التي أصدرته وبالتالي فحامل السندات يعتبرون في الحقيقة دائنون من وجهة نظر الجهة المصدرة .

2- يحصل أصحاب السندات على فائدة سنوية بالمعدل المحدد في السند.

3- حامل السندات لهم الحق في الحصول على الفوائد مهما كان الحال أي بغض النظر عما إذا كانت الجهة المصدرة قد حققت أرباحا أو لم تحقق شيئا وبصرف النظر عن حجم الأرباح.

4- يستوفي حملة السندات حقوقهم قبل حملة الأسهم عند تصفية الشركة المصدرة.

5- السندات صكوك متساوية القيمة تصدر بقيمة اسمية ولا تقبل التجزئة أمام الجهة المصدرة لها ، وهي قابلة للتداول كالأسهام بطريقة القيد أو التسليم.

6- ليس من حق أصحاب السندات المشاركة في إدارة الشركة التي أصدرتها ، وإن كان إصدار السندات قد يلزم الشركة بمراعاة بعض النصوص والقواعد المعينة حول حقوق حملة السندات

7- للسندات أجل محدد على الشركة التي أصدرتها أن تقوم بتصفيتها خلاله ( إما الاستهلاك أو التسديد ) .

8- قد تنصب ضمانات حقوق أصحاب السندات على كامل موجودات الشركة أو على بعض هذه الأصول أو تنصب على جزء منها.

<sup>101</sup> - Mohamed Salah , Les Valeurs Mobilières Emises Par Les Sociétés Par Actions page 47 ( Alger EDIK) 2001.

<sup>102</sup> - د/ عبد العزيز الخياط ، الأسهم والسندات من منظور إسلامي ص 52 مرجع سابق .

9- تعتبر الفوائد التي تدفعها الجهة المصدرة على السندات من النفقات التي يجوز طرحها من إجمالي الأرباح إذن فهي لا تخضع للضريبة<sup>103</sup>.

المطلب الثاني : أنواع السندات :

يمكن التمييز بين عدة أنواع من السندات وذلك استنادا إلى مجموعة من الاعتبارات هي:

1/ حسب نوع وطريقة الضمان :

أ- سندات مضمونة بأصول معينة: وهو السند الذي تقدم الشركة أو المؤسسة ضمانا عينيا للوفاء به بأن ترهن عقاراتها في مقابل السندات المضمونة أو ترهن عقارا أو مالا عينيا لكل سند ، وتلجأ الشركة إلى إصدار مثل هذه السندات إذا كانت بحاجة إلى اجتذاب رجال المال لإقراضها بالنقد لكي تتلافى سوء أحوالها المادية ، ويعرف هذا النوع في بريطانيا باسم السندات العادية<sup>104</sup>.

ب- سندات غير مضمونة بأصول معينة : إن الضمانات الفعلية لهذه السندات ، هي إجمالي أصول الشركة المصدرة ومركزها المالي أي قدرتها على مواجهة التزاماتها تجاه دائنيها ، لذلك فهي تحتاج إلى عناية نسبية من المستثمر وتحمل بعض المخاطر ، وعاندها عادة ما يكون أكبر مكن عائد السندات المضمونة.

2/ حسب الجهة المصدرة :

أ) السندات الحكومية : هي تلك السندات الصادرة عن الخزينة العامة أو المؤسسات العامة الأخرى ، والتي تمثل ديننا مضمونا في ذمة الحكومة ذات فوائد ثابتة عادة فيتم طرحها للاكتتاب العام وتتداول بالطرق التجارية وتكون دائمة أو مستهلكة والغرض من إصدارها هو مواجهة العجز في ميزانية الحكومة أو لتمويل عمليات التنمية الاقتصادية أو لأجل مواجهة التضخم أو الحروب<sup>105</sup>.

<sup>103</sup> - د/ مروان عطون ، الأسواق النقدية والمالية - البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال - ص 66-67 مرجع سابق.

<sup>104</sup> - د/ عبد العزيز الخياط ، الأسهم والسندات من منظور إسلامي ص 54-55 مرجع سابق .

<sup>105</sup> - تتميز هذه السندات بخلوها من المخاطر وتمتعها بدرجة عالية من السيولة وإعفائها من الضرائب ، ولهذه السندات أنواع متعددة حسب الباعث لإصدارها :

- سندات الدولة : التي تصدرها الدولة لتمويل الإنفاق العام .
- سندات الهيئات الدولية : كالبنك الدولي للإنشاء والتعمير BIRD ، تصدرها لتمويل مشروعاتها .
- سندات المؤسسات الحكومية : تصدرها لتمويل نفقاتها ومشاريعها ، وهي متنوعة حسب نوع وطبيعة المؤسسات المصدرة لها :
- 1- سندات البلدية : وهي التي تصدرها البلديات أو الإدارات المحلية وتكون أرباحها معفاة من ضريبة الدخل .
- 2- سندات الخزينة : وهي سندات تصدرها الحكومة لأجل قصير بين ثلاثة أشهر و عام ، وعن طريق الاكتتاب العام وذلك لسد الحاجات الضرورية إبان الأزمات الاقتصادية ، وهذه السندات لا تحسب عنها فائدة عادة ولكنها تباع بخصم الفائدة من قيمتها الاسمية على أساس سعر الفائدة .

(ب) السندات الخاصة : يصدر هذا النوع من السندات من طرف المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص أو الشركات الصناعية ، التجارية أو الخدمائية لتمويل مشاريعها

3/ حسب العملة التي تحرر بها السندات :

- أ- سندات تحرر بالعملة الوطنية للجهة المصدرة .  
ب- سندات تحرر بالعملة الأجنبية بالنسبة للجهة المصدرة ومثال على ذلك السندات التي تصدر في سوق العملات الأجنبية الأوروبية أو الأورو - دولار<sup>106</sup> .

4/ حسب الشكل : الماركة 30 11 26 من البريرة العدد 33

أسندات اسمية : وهي السندات التي تحمل اسم صاحبها وتنتقل بطريقة التسجيل ويمكن أن تكون هذه السندات مسجلة بالكامل ( الدين الأصلي والفائدة ) أو مسجلة تسجيلًا جزئيًا ( أصل الدين ) وأما الفائدة فيحصل عليها عن طريق الكوبونات المرفقة بها فتتزع عنها لتحصيل فائدتها من البنك<sup>107</sup> .

(ب) سندات لحاملها : لا تحمل هذه السندات اسم صاحبها وإنما تنتقل ملكيتها بالاستلام ، فيحصل حاملها على الفائدة بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند وتقديمه للبنك المعين ، وعند حلول أجل الاستحقاق للسند يأخذ صاحبه القيمة الاسمية له . الماركة 20 50 9 من البريرة العدد 33

5/ حسب طريقة السداد :

(أ) السندات التي تسدد بتاريخ استحقاقها : لا تقبل هذه السندات الاستدعاء أو الاستهلاك قبل تاريخ استحقاقها .

(ب) سندات قابلة للسداد قبل تاريخ الاستحقاق : هذه السندات قابلة للاستدعاء أو الاستهلاك حسب رغبة الجهة المصدرة لها سواء عن طريق الاختيار العشوائي لبعض السندات وسدادها مع تقديم مكافآت لحاملها .

6/ حسب القابلية للتحويل :

(أ) سندات قابلة للتحويل : وهي سندات تعطي لحاملها الحق في طلب تحويلها إلى أسهم .

3- شهادات الخزينة : وهي تعهد بدفع مبلغ معين من المال إضافة إلى فائدة محددة في تاريخ معين ولا تتجاوز

مدتها العام الكامل .

<sup>106</sup> - د/ مروان عطون ، الأسواق النقدية والمالية - البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال - ص 72 مرجع

سابق .

<sup>107</sup> - الكوبون هو عبارة عن الدخل الذي يحصل عليه حامل السند خلال حياة السند ويتحدد معدل الكوبون للسند اعتمادًا على أسعار الفائدة السائدة في السوق للسندات التي لها نفس درجة المخاطرة ، انظر د/ محمد صالح الحناوي & د/

إبراهيم طلال & د/ جلال العبد ، تحليل وتقييم الأوراق المالية ص 248 مرجع سابق انظر أيضا : Dr/ Paul-

Jacques Lehmann , BOURSE ET MARCHES FINANCIERS page 23

(ب) سندات غير قابلة للتحويل : لا تعطي هذه السندات حق لحاملها للتحويل لذلك فهي تصدر بمعدل فائدة أكبر من سابقتها<sup>108</sup>

#### 7/ حسب تاريخ الاستحقاق :

(أ) سندات ذات استحقاق ثابت أو سندات عادية : سندات ذات قيمة واحدة تعطي عليها فوائد ثابتة فضلا عن قيمتها عند نهاية مدة القرض.

(ب) سندات ذات استحقاق بعلاوة إصدار : تصدر هذه السندات بقيمة اسمية معينة تكون أعلى من القيمة النقدية عند الاكتتاب ويسمى الفرق بين القيمتين بعلاوة الإصدار ، مثلا لنفرض أن إحدى الشركات قامت بإصدار سندات بقيمة \$100 -القيمة الاسمية - فيدفع المكتتب \$90 فقط ولكنه يحصل على \$100 عند سداد السند من قبل هذه الشركة ، فعندها \$10 تمثل علاوة الإصدار ؛ وتحسب الفوائد السنوية على أساس القيمة الاسمية للسند<sup>109</sup>

#### المطلب الثالث: الألفاظ التي تطلق على السندات ومقارنته ببعضها وبين الأسماء:

#### الفرع الأول: بعض الألفاظ التي تطلق على السندات :

حسب الدكتور عثمان شبير هناك عدة ألفاظ تطلق على السندات :

1- شهادات الاستثمار : يطلق هذا الاسم على السندات التي تصدرها بعض البنوك الربوية وهي ثلاثة أنواع :

\*شهادات استثمار ذات طبيعة متزايدة (أ): وهي الشهادة التي يبقى المال لدى البنك لفترة طويلة قد تمتد إلى عشر سنوات ، وتكون له زيادة تصاعديّة (على المال والفائدة ) وفي نهاية المدة يأخذ صاحب الشهادة ما دفعه والزيادة .

\*شهادة استثمار ذات عائد جاري أي بفائدة سنوية (ب) : وهي الشهادة التي تستحق عائدا جاريا وهي ذات الفوائد السنوية المحددة.

\*شهادة استثمار ذات قيمة متزايدة ويجري عليها السحب(ج) : تستحق هذه الشهادة فائدة متزايدة ويجري عليها السحب بإعطاء جوائز للشهادات الفائزة.

2- أذونات الخزينة : هي عبارة عن سندات تصدرها الحكومة لأجل قصير وهو عادة ثلاث أشهر وتطرحها للاكتتاب ، وتتمتع أذونات الخزينة بدرجة عالية من السيولة لأنها قصيرة الأجل ومضمونة ،

<sup>108</sup> - د/ مروان عطون ، الأسواق النقدية والمالية ص 72-73 ، شعبان محمد إسلام البروراي ، بورصة الأوراق

المالية من منظور إسلامي ص 136-137 مراجع سابقة .

<sup>109</sup> - د/ عثمان محمد شبير ، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي ص 177 مرجع سابق .

فليس ثمة خطر من عدم الوفاء بها ولأن البنك المركزي على استعداد دائم لتسليها بإعادة خصمها ولهذه الاعتبارات تقبل عليها البنوك التجارية مع ضالة عاندها<sup>110</sup>.

3- إسناد قرض : في قانون التجارة السوري والأردني يطلق على السندات بإسناد قرض وهي وثائق ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة تعطى للمكتتبين مقابل المبالغ التي أقرضوها للشركة قرضا طويل الأجل ويتم هذا القرض عن طريق الدعوة للاكتتاب العام.

الفرع الثاني: مقارنة بين الأسهم والسندات :

2- أوجه الاختلاف : بين الأسهم والسندات اختلافات كبيرة<sup>111</sup> أهمها مايلي:

<sup>110</sup> - د/ راشد البراوي ، الموسوعة الاقتصادية ص 39 ؛ د/ عثمان محمد شبير ، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي ص 178 مراجع سابقة .

<sup>111</sup> - د/ مروان عطون ، الأسواق النقدية والمالية - البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال - ص 82-83 & د/ شمعون شمعون ، البورصة - بورصة الجزائر - ص 33 & د/ محمد سويلم ، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية ص 272 & د/ عثمان محمد شبير ، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي ص 176-177 & ضياء مجيد ، البورصات - أسواق المال وأدواتها - ص 44-45 مراجع سابقة .

السند	الأسهم
1- السند دين على الشركة.	1- صك يمثل جزء من رأس المال.
2- حامل السند دائن على الشركة بقيمته.	2- حامل السهم شريك في الشركة بقدر رأسماله.
3- يصدر بعد التأسيس لتوسيع الأعمال.	3- يصدر قبل التأسيس وبعده.
4- حامل السند ليس له الحق في الحضور ، التصويت أو إدارة الشركة والرقابة .	4- لحامل السهم حق التصويت ، الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العمومية.
5- لصاحب السند الحق في فائدة ثابتة لا تتغير ربحت الشركة أو خسرت .	5- لحامل السهم حق في ربح متغير إذا ربحت الشركة .
6- ليس شرط أن يكون للشركة المساهمة سندات .	6- كل شركة مساهمة لها أسهم .
7- للسند وقت محدد لسداده.	7- لا تسدد قيمة الأسهم إلا عند تصفية الشركة أو بالبيع في البورصة .
8- حامل السند له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.	8- عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد كافة الديون.
9- إصدار السند طريق للتمويل بالاقتراض من الغير.	9- إصدار السهم طريق للتمويل من أصحاب المشروع.
10- ليس لحملة السندات أي حق أفضلية أو أولوية في الاكتتاب في زيادة رأس المال.	10- للمساهم حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال.
11- يعتبر حملة السندات داننون.	11- المساهمون هم شركاء أو ملاك الشركة.
12- الفوائد على السندات تعتبر من النفقات فهي إذن لا تخضع للضريبة.	12- عائد السهم يعتبر توزيعا للأرباح يخضع للضريبة.

- أوجه الشبه : تشبه السندات الأسهم في بعض الخصائص تتمثل في :

- لكل من الأسهم والسندات قيمة اسمية وقيمة سوقية .
- قابلية كل منهما للتداول والتعامل بالطرق التجارية .
- عدم القابلية للتجزئة أمام الشركة .

- تتأثر الأسهم والسندات بالعرض والطلب ، المركز المالي للشركة والأحوال السياسية للبلاد<sup>112</sup> .

المطلب الرابع : إصدار السندات وتداولها ومكسبها في الفقه الإسلامي :

### الفرع الأول : إصدار السندات وتداولها :

1/ إصدار السندات : تتم عملية إصدار السندات بواسطة الاكتتاب العام عن طريق الشركات المنشأة لهذا الغرض أو عادة بواسطة البنوك التجارية ، وغالبا ما يتم إصدار السندات عند احتياج الشركة لأموال جديدة بغرض توسيع أعمالها أو لمواجهة صعوبات مالية ولا ترغب في زيادة أسهم الشركة ، فتلجأ إلى الاستدانة بقروض طويلة الأجل عن طريق إصدار السندات الذي هو عقد بين الجهة المصدرة والمستثمرة ، وبمقتضى هذا العقد يفرض المستثمر الجهة المصدرة مبلغا محددًا لمدة معينة بسعر فائدة محدد، وبعد الاتفاق على اقتراض الشركة عن طريق الاكتتاب العام الموجه إلى الجمهور من قبل الجمعية العامة لها، تتم الدعوة إلى الاكتتاب عن طريق نشرة يوقعها أعضاء مجلس إدارة الشركة وتشتمل بصورة عامة على البيانات التالية:

- قرار موافقة الجمعية وتاريخه .

- عدد السندات وقيمتها .

- تاريخ بدء الاكتتاب وموعد الاستحقاق .

- رأسمال الشركة والقدر المدفوع منه وملخص لأخر ميزانية للشركة .

وملاحظة فإنه لا يجب الخلط بين كل من تاريخ الإصدار ، الاكتتاب وتاريخ الاستحقاق :

\* تاريخ الإصدار : عموما هو تاريخ النشر في قائمة الإعلانات القانونية الإجبارية لشروط القرض

<sup>113</sup> BALO

\* تاريخ الاكتتاب : وهو يختلف عن تاريخ الإصدار فقد يكون بعد ثلاث أسابيع أو أقل من ذلك .

\* تاريخ الاستحقاق: وهو التاريخ الذي يبدأ منه حساب الفوائد وهو عادة ما يتطابق مع تاريخ

الاكتتاب<sup>114</sup>

<sup>112</sup> - شعبان محمد إسلام البرواري ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ص 130 مرجع سابق .

<sup>113</sup> - BALO : Bulletin Des Annonces Légales Obligatoires .

<sup>114</sup> - Oliver Picon La Bourse page 53 (Paris Edition Dalloz) 14<sup>e</sup> édition 2000.

2/ تداول السندات : تصدر السندات كالأسهل بقيمتها الاسمية ونفس الأمر فإنه يتم تداولها في السوق الثانوية فتباع وتشتري بواسطة السماسرة ، وتقوم بيوت السمسرة بشراء أعداد ضخمة من السندات ولأن هذه الأخيرة تتداول في سوق الأوراق المالية فإن قيمتها الاسمية تتأثر بتغير سعر الفائدة في السوق حيث يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى انخفاض ثمن السندات وذلك لأن معدل فائدتها ثابت ، أما انخفاض معدل الفائدة فيؤدي إلى ارتفاع ثمن السندات لنفس السبب.

عند التعامل بالسندات يحصل حاملها على القيمة الاستردادية عند استحقاق الأجل ، وعادة ما تكون مساوية للقيمة الاسمية إلا في بعض الحالات التي قد تكون أكبر أو أصغر منها وذلك عندما تصدر السندات بعلاوة أو بخصم أو تصدر بقيمتها الاسمية ولكن تباع فيما بعد بعلاوة أو بخصم. إن بين معدل الفائدة في السوق وقيمة السند علاقة عكسية ، فارتفاع معدل الفائدة يؤدي إلى انخفاض ثمن السند فيباع بأقل من قيمته الاسمية والعكس صحيح.

#### الفرع الثاني : حكم التعامل بالسندات :

لقد اختلف الفقهاء حول التعامل بالسندات فمنهم من أباحها ، وآخر حرمها وثالث أجازها ولكن بشروط ولكن قبل التطرق إلى رأي كل واحد منهم سنلقي نظرة إلى بعض المفاهيم الأساسية التي على أساسها استدلل كل فريق لإعطاء حكمه في السندات ومدى مشروعيتها :

#### أولاً : مفهوم القرض :

1/ القرض لغة : يدل على القطع فيقال قرض الشيء بناه : قطعه ، والقرض ما تعطيه للإنسان من مالك لتقضاه وكأنه شيء قطعه من مالك<sup>115</sup>.

2/ القرض اصطلاحاً : يعرف الطاهر لطرش القرض على أنه من أفعال الثقة بين الأفراد ويتجسد في ذلك الفعل الذي يقوم بواسطته شخص ما (الدائن) بمنح أموال إلى شخص آخر (المدين) أو يعده بمنحها إياه أو قد يلتزم بضمانه أمام الآخرين وذلك مقابل ثمن أو تعويض هو الفائدة<sup>116</sup>.

<sup>115</sup> - الشيخ أبي الحسن أحمد بن فارس بن زكريا ، معجم مقاييس اللغة ص 850 اعتنى به كل من د/ محمد عوض مرعب و فاطمة محمد أصلان ؛ انظر أيضا العلامة جاد الله أبي القاسم محمود بن عمر الزمخشري ، أساس البلاغة ص 359 ( بيروت مكتبة لبنان ناشرون ) ط1 ، 1996 ؛ أيضا العلامة أحمد بن محمد بن علي الفيومي المقرئ ، المصباح المنير ص 190 ( بيروت مكتبة لبنان ناشرون ) ، 2001 .  
<sup>116</sup> - د/ الطاهر لطرش ، تقنيات البنوك ص 55 ( الجزائر ديوان المطبوعات الجامعية ) 2000.



3/ القرض فقهيًا : يعرف الشافعية القرض على أنه تمليك الشيء على أن يرد مثله ، فالقرض عقيم بالنسبة للمقرض فلا يحق له أخذ الفائدة عليه كما أنه لا يشارك في الخسارة ، فطبيعة القرض في الفقه الإسلامي أن يكون حسنًا<sup>117</sup> فقط ولا تجوز الزيادة المشروطة في القرض أثناء سداده لأنه ربا.

#### ثانيا : مفهوم الدين

1/ الدين لغة : يقال من الدين أدان إذا باع سلعته بثمن إلى أجل ، ودان بدين إذا أقرض ، واستقرض فلان فهو دائن لقوله تعالى « وَإِذَا تَحَايَيْتُمْ بِدِينِ<sup>118</sup> »؛ فالدين لغة هو القرض.

2/ مفهوم الدين : الدين هو ما ثبت في الذمة وكان واجب الرد بمثله لا بقيمته ، وما يثبت في الذمة بهذا الوصف هو المثليات وأهمها النقود ، فالنقود هي أهم هذه المثليات فهي الميدان الرحب لفكرة الدين أو ما يسمونه في العصر الحديث فكرة الائتمان<sup>119</sup>.

#### \* الفرق بين القرض والدين :

يقول فخر الدين الرازي<sup>120</sup> أن القرض غير الدين ، لأن القرض أن يقرض الإنسان دراهم ، دنائير ، حبا أو تمرا أو ما شابه ذلك ولا يجوز فيه الأجل أما الدين فيجوز فيه الأجل ، والدين غير محصور في سبب معين فقد يكون سببه القرض أو ثمن مبيع مؤجلا أو وديعة استهلكها المودع لديه أو استخدمها فأصبحت دينًا في الذمة أو أي حق مالي واجب الرد بمثله إما تحت الطلب أو بعد زمن معين<sup>121</sup>.

#### ثالثا : مفهوم الفائدة

##### 1/ الفائدة اصطلاحا :

\* سعر فائدة عبارة عن مبلغ يدفع مقابل استخدام رأس المال ويعبر عنه عادة كمعدل الفائدة أو نسبة مئوية<sup>122</sup>.

\* الفائدة هي ثمن النقود المتنازل عنها مؤقتا<sup>123</sup>.

<sup>117</sup>- د/ حسين عمر ، اقتصاديات البنوك الإسلامية ص 20 ( القاهرة دار الكتاب الحديث ) ط1 ، 1995 .

<sup>118</sup>- سورة البقرة الآية 282.

<sup>119</sup>- د/ فتحي لاشين ، مجلة الاقتصاد الإسلامي المجلد الخامس العدد58- ماي 1986 ص16 الصادرة عن بنك دبي الإسلامي .

<sup>120</sup>- الإمام فخر الدين الرازي ، موسوعة مصطلحات الإمام فخر الدين الرازي بقلم د/ سميح دغيم ص 571 ( بيروت مكتبة لبنان ناشرون ) ط1 ، 2001 .

<sup>121</sup>- د/ فتحي لاشين ، مجلة الاقتصاد الإسلامي ص16 مرجع سابق .

<sup>122</sup>- د/ محمد سليمان الأشقر & د/ عمر سليمان الأشقر & د/ عثمان محمد شبير & د/ ماجد محمد أبو رخية ، بحوث فقهية في قضايا اقتصادية معاصرة ص 603 ( الأردن دار النفائس ) ج2 ، ط1 ، 1998 .

<sup>123</sup>- د/ شاكرا القزويني ، محاضرات في اقتصاد البنوك ص 111 (الجزائر ديوان المطبوعات الجامعية ) ط2 ، 1992.

\* يعرف سعر الفائدة على أنه أجر كراء النقود حيث يلتزم المقترض بدفعه إلى المقرض ( عادة البنك ) مقابل التنازل المؤقت له عن السيولة<sup>124</sup>.

\* عرف مارشال الفائدة على أنها "السعر المدفوع في السوق لاستعمال رأس المال" ؛ أما كينز فقال

2/ الفائدة في الفقه الإسلامي : يعرف الفقه الإسلامي الفائدة وهي الربا لكن تغير اسمها في العرف المصرفي الحديث على أنها زيادة أحد البدلين المتجانسين من غير أن يقابل هذه الزيادة عوض<sup>126</sup>.

#### رابعاً : مفهوم الربا

1/ الربا لغة : أصل الربا في لغة العرب : الزيادة والنماء والعلو كما يقول اللغوي أحمد بن فارس في معجمه ، تقول العرب ربا الشيء يربو إذا زاد ، وربا الرابية يعلوها إذا علاها ، الربوة والربوة وهي المكان المرتفع<sup>127</sup>؛ ففي القاموس المحيط للفيروز أبادي : ربا : زاد ونما<sup>128</sup>، أما في مختار الصحاح للرازي ربيت بمعنى أخذت أكثر مما أعطيت . وفي أساس البلاغة للزمخشري : ربا المال يربو: زاد وأبى على الخمسين أي زاد عليها<sup>129</sup>.

2/ الربا اصطلاحاً : سئل أحمد بن حنبل رحمه الله تعالى عن الربا الذي لاشك فيه فقال : هو أن يكون للمرء دين فيقول صاحبه للمدين : أتقضي أم تربى ؟ فإن لم يقضه زاده في المال وزاده في الأجل . الربا هو زيادة يأخذها المقرض من المقترض .

ويقول شيخ الإسلام ابن تيميه " كان الرجل من أهل تقيف - الذين نزل فيهم القرآن - يأتي الغريم عند حلول الأجل فيقول : أتقضي أم تربى ؟ فيقضه وإلا زاده المدين في المال و زاده الطالب في الأجل فيضاعف المال في المدة لأجل التأخير.

#### \*\* حكم الربا

دليل تحريم الربا في القرآن الكريم والسنة النبوية الشريفة<sup>130</sup> :

- 124- الطاهر لطرش ، تقنيات البنوك ص70 مرجع سابق .  
125- كنز ، النظرية العامة في الاقتصاد ص 242 ( الجزائر الأنييس - موفم للنشر ) .  
126- محمود إبراهيم الخطيب ، الفائدة في النظم الاقتصادية المعاصرة وحكم الإسلام فيها : نقلا عن مجلة الاقتصاد الإسلامي ص27-28 العدد 55 فبراير 1986 المجلد الخامس  
127- أحمد بن فارس ، معجم مقاييس اللغة ص419 مرجع سابق .  
128- الإمام الفيروز أبادي الشيرازي ، القاموس المحيط ص 364-365 ( بيروت دار الكتب العلمية ) ج4 ، ط1 1995،  
129- العلامة للزمخشري ، أساس البلاغة ص 146-147 مرجع سابق .  
130- فادي محمد الرفاعي ، المصارف الإسلامية ص 38-40 ( بيروت منشورات الحلبي الحقوقية ) ط1 ، 2004 ؛ انظر أيضا محمد بوجلال ، البنوك الإسلامية ص22-32 ( الجزائر المؤسسة الوطنية للكتاب ) 1990 .

إن الربا حرام بالكتاب والسنة والإجماع و الدليل على ذلك مالي :

### 1- دليل تحريم الربا في القرآن الكريم :

لقد ذكر الربا في القرآن الكريم في أربع سور أحدها مكية والأخرى مدنية سورة الروم مكية وكل من سورة البقرة ، آل عمران والنساء مدنية.

ما جاء في سورة الروم الآية 39 : بسم الله الرحمن الرحيم : « وَمَا آتَيْتُمْ مِنْ رَبِّا لِيَرْبُوهَا فِي أَمْوَالِ النَّاسِ فَلَا يَرْبُو عِنْدَ اللَّهِ » .

ما جاء في سورة آل عمران الآية 130: « يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا الرِّبَا أَضْعَافًا مُضَاعَفَةً وَاتَّقُوا اللَّهَ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ » .

سورة النساء الآية 161 : « وَأَحْضِيهِ الرِّبَا وَقَدْ نُهُوا عَنْهُ وَأَحْلِمِيهِ أَمْوَالِ النَّاسِ بِالْبَاطِلِ وَأَعْتَدْنَا لِلظَّالِمِينَ مِنْهُ عَذَابًا أَلِيمًا » .

وكان الختام<sup>131</sup> هو آيات الربا التي جاءت في سورة البقرة الآيات (275-279) « الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا حَمًا يَفُوقُ الطَّيِّبِ يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ حَالِكَ آتَتْهُ قَالُوا إِنَّمَا التَّيْبَعُ مِثْلَ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ التَّيْبَعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا مَلَكَتْ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ تَمَادَ فَأُولَئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ (275) يَمَعَقُ اللَّهُ الرِّبَا وَيَرْبِي السَّدَقَاتِ وَاللَّهُ لَا يُحِبُّ حُلَّ حَقَارِ أَيْهِ (276) إِنَّ الَّذِينَ آمَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ وَأَقَامُوا الصَّلَاةَ وَآتَوُا الزَّكَاةَ لَهُمْ أَجْرُهُمْ عِنْدَ رَبِّهِمْ وَلَا خَوْفٌ عَلَيْهِمْ وَلَا هُمْ يَحْزَنُونَ (177) يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَحَرِّمُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ (178) فَإِنْ لَمْ تَفْعَلُوا فَأْزَنُوا بِحَرْبٍ مِنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ وَإِنْ تُبْتُمْ فَلَكُمْ رُؤُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلَمُونَ وَلَا تَظْلَمُونَ (279) » .

<sup>131</sup> - يروي الطبري عن مجاهد قال أن آيات البقرة التي تحرم الربا نزلت في ربا الجاهلية والمتمثل في أن يكون للرجل على الرجل دين فيقول له : لك كذا وكذا وتؤخر عني فيؤخر عنه ، عن قتادة أن ربا أهل الجاهلية : يبيع الرجل إلى أجل مسمى فإذا حل الأجل ولم يكن عند صاحبه ثمنه زاده في الأجل والدين ، إذا ربا الجاهلية إنما كان قرضا موجلا بزيادة مشروطة فكانت الزيادة بدلا من الأجل فجاء التحريم من عند العليم الخبير جل جلاله .

روى الطبري عن السدي قال : نزلت آية الربا من سورة آل عمران في العباس بن عبد المطلب ورجل من بني المغيرة كانا شريكين في الجاهلية يسلفان في الربا إلى أناس من ثقيف .

إن الربا لم يحرم إلا في العهد المدني أي أن آية الربا التي جاءت في سورة الروم جاءت من باب التدرج في التشريع كما حدث مثلا في تحريم الخمر فبينت أن الربا غير مقبول عند الله تعالى وبالتالي فقد هيأت

الذهان والنفوس لتلقي حكم التحريم وتنفيذه ثم جاء التحريم في سورة آل عمران ثم جاءت الآية الكريمة في سورة النساء لتعيد التذكير بتحريمه وأن الله قد نهانا عنه ، وأخيرا جاءت آيات سورة البقرة بختم التشريع لتبين سوء المنقلب لمن يتعامل بالربا واعتبرته عدوا لله ولرسوله مستحقا لحربهما<sup>132</sup> .

## 2- دليل تحريم الربا في السنة النبوية الشريفة

لقد جاءت السنة المطهرة لتؤكد تحريم الربا حيث عدّه الرسول صلى الله عليه وسلم أحد الذنوب الكبيرة التي تهلك صاحبها في الدنيا والآخرة فالربا من السبع الموبقات<sup>133</sup> المهلكات ومن بين الأحاديث النبوية الدالة على ذلك ما رواه مسلم وغيره أن النبي عليه الصلاة والسلام قال >> لعن الله آكل الربا وموكله وكتابه وشاهديه ، وقال هم سواء << وفي مسلم أيضا >> فمن زاد أو استزاد فقد أربى الآخذ والمعطي سواء<<<sup>134</sup> .

وأيضا ما رواه البخاري بسنده عن الرسول صلى الله عليه وسلم أنه قال:

>> رأيت الليلة رجلين أتياي فأخرجاني إلى أرض مقدسة ، فانطلقنا حتى أتينا على نهر من دم ، فيه رجل قائم ، وعلى وسط النهر رجل بين يديه حجارة ، فأقبل الرجل الذي في النهر ، فإذا أراد الرجل أن يخرج رمى الرجل بحجر في فيه فرده حيث كان ، فجعل كلما جاء ليخرج رمى في فيه بحجر فيرجع كما كان ، فقلت ما هذا ؟ فقال : الذي رأيته في النهر : آكل الربا <<<sup>135</sup> .

<sup>132</sup> - د/ علي السالوس ، حكم ودائع البنوك وشهادات الاستثمار في الفقه الإسلامي ص 17-18 (البايعة قصر الكتاب

<sup>133</sup> - قال رسول الله صلى الله عليه وسلم : >> اجتنبوا السبع الموبقات ، قالوا : يا رسول الله وما هن ؟ قال : الشرك بالله ، السحر ، قتل النفس التي حرم الله إلا بالحق ، أكل الربا ، أكل مال اليتيم ، التولي يوم الزحف وقذف المحصنات الغفلات المؤمنات << متفق عليه .

<sup>134</sup> - رواه مسلم ، ويقول الرسول صلى الله عليه وسلم أيضا في هذا الشأن : " أربعة حق على الله أن لا يدخلهم الجنة ولا يذيقهم نعيمها : مدمن الخمر ، آكل الربا ، أكل مال اليتيم بغير حق والعاق لوالديه " رواه الحاكم وقال صحيح الإسناد .

<sup>135</sup> - رواه البخاري ، باب آكل الربا وكتابه وشاهديه ص 24 مرجع سابق.

وققه الحديث الشريف بين أن أي زيادة هي ربا محرم ويستوي في اللعنة المقرض والمقترض كما كان للسنة النبوية دور آخر حيث حرمت نوع آخر من الربا وهو ربا البيوع الذي ينقسم إلى نوعين:

- ربا الفضل : أي الزيادة حيث يقوم على بيع سلعة بنفسها وعينها مع زيادة في الكيل أو الوزن بغض النظر عن الجودة والرداءة كبيع الذهب بالذهب أو الفضة بالفضة....
- ربا السء : الناجم عن التأجيل والتأخير<sup>136</sup>.

ويجمعها حديث الستة المشهور الذي قاله الرسول الكريم >> الذهب بالذهب والفضة بالفضة والبر بالبر والشعير بالشعير والتمر بالتمر والملح بالملح مثلا بمثل ، يدا بيد فمن زاد أو استزاد فقد أربى << وفي رواية أخرى فإذا اختلفت الأصناف فبيعوا كيف شئتم إذا كان يدا بيد <<<sup>137</sup>.

### 3- تحريم الربا بالإجماع

يقول النووي - رحمة الله عليه - : "أجمع المسلمون علة تحريم الربا ، وأنه من الكبائر ، وقيل أنه كان محرما في جميع الشرائع"<sup>138</sup>.

ويقول شيخ الإسلام ابن تيمية : " المراباة حرام بالكتاب والسنة والإجماع "

وقد قال القرطبي في تفسيره 241/3 : " أجمع المسلمون نقلا عن نبيهم صلى الله عليه وسلم أن اشتراط الزيادة في السلف ربا ولو كان قبضة من علف كما قال ابن عباس أو حبة واحدة . إذن تحريم فوائد

القروض ثابت بالكتاب والسنة والإجماع ومعلوم من الدين بالضرورة<sup>139</sup>....

### الربا في الحضارات المختلفة والأديان السماوية

لقد عرف الربا في الحضارات السابقة عند كل من قدماء المصريين ، الهند ، الصين ، الإغريق والرومان وعند العرب في الجاهلية إلا أن الفطرة السليمة عند هؤلاء اهتدت على تحريم الربا<sup>140</sup> ، ويتفق الإسلام مع الأديان السماوية الأخرى في تحريم الربا ، بل إن الوثنيين من عرب الجاهلية كانوا ينظرون إلى الربا نظرة سخط وازدراء ويدل على ذلك أنه عندما تهدم سور الكعبة وأرادت قريش

<sup>136</sup>- د/ محسن أحمد الخضيرى ، البنوك الإسلامية ص 23 ( مصر إيتراك للنشر والتوزيع ) ط3 ، 1999 .

<sup>137</sup>- رواه البخاري ومسلم .

<sup>138</sup>- د/ محمد سليمان الأشقر & د/ عمر سليمان الأشقر & د/ محمد عثمان شبير & د/ ماجد محمد أبو رحية بحوث

فقهية في قضايا اقتصادية معاصرة ص 596 مرجع سابق .

<sup>139</sup>- د/ علي السالوس ، حكم ودائع البنوك وشهادات الاستثمار في الفقه الإسلامي ص 22 مرجع سابق .

<sup>140</sup>- محمود إبراهيم الخطيب الفائدة في النظم الاقتصادية المعاصرة وحكم الإسلام فيها نقلا عن مجلة الاقتصاد

الإسلامي ص 27 - 28 مرجع سابق .

إعادة بنائه حرصت على أن تجمع الأموال اللازمة لذلك من البيوت التي لا تتعامل بالربا حتى لا يدخل البيت العتيق أي مال حرام<sup>141</sup>.

### أنواع الربا

يقسم الربا غالبا إلى ربا الديون و ربا البيوع :

(1) ربا البيوع<sup>142</sup> : لا يقع إلا في حالة المبادلة أو المقايضة بين نوعين من الأموال المبينة في الحديث النبوي الشريف الخاص بالأصناف الستة المتمثلة في : الذهب ، الفضة ، البُر ، الشعير ، التمر والملح؛ والتي تسمى في الفقه الإسلامي بالأموال الربوية ، و ربا البيوع بدوره ينقسم إلى ربا فضل و ربا نساء<sup>143</sup>.

(2) ربا الديون : وهو محرم بالقرآن والسنة والإجماع وقد اشتهر باسم ربا النسيئة وهو ربا الجاهلية الذي حرمه القرآن الكريم وقال فيه الرسول الكريم << إن ربا الجاهلية موضوع ، وأول ربا أضع من ربانا ربا عباس بن عبد المطلب فإنه موضوع كله >>، و ربا الدين نوعين :

- النوع الأول: هي الزيادة على القرض في صلب العقد<sup>144</sup> وأخذ هذه الزيادة مع القرض في أجله.

- النوع الثاني : هي الزيادة على الدين نظير تأجيله مرة ثانية عند حلول أجل الوفاء به وعجز المدين عن الوفاء سواء كان الدين ناشئا عن بيع بثمن مؤجل أم كان ناشئا عن قرض<sup>145</sup>.

بعد أن تعرضنا إلى كل من القرض ، الدين ، الفائدة ثم عرفنا الربا وأنواعها وبيان تحريمها في كتاب الله وسنة نبيه وبإجماع العلماء ؛ سنتطرق إلى تبيان موقف الفقه الإسلامي من السندات وآراء الفقهاء في هذه القضية المالية المعاصرة.

<sup>141</sup>- د/ محمد عطية موسوعة البنوك الإسلامية ، ص 161 5/1 (الجزائر دار الكتاب الحديث) ؛ انظر أيضا موسوعة الاقتصاد الإسلامي ص 385 وما بعدها ( القاهرة دار الكتاب المصري ، بيروت دار الكتاب اللبناني ) ط2 1986 .

<sup>142</sup>- فادي محمد الرفاعي ، المصارف الإسلامية ص 43-44 مرجع سابق .

<sup>143</sup>- ربا النساء : بفتح النون وتشديدها هو بيع الجنس بجنسه أو بجنس آخر من الأموال الربوية المشار إليها في الحديث النبوي الشريف بشرط تساويها في المعيار الشرعي أي كانا مكيلين أو موزونين ، وكان أحد البديلين نقدا أي معجلا والآخر نسيئة أي مؤجلا ولو كانا متساويين في المقدار ؛ كمن يبيع 100 غ من الذهب معجلا بـ 100 غ مؤجلة ؛ الوزنان متساويان ولكن أحدهما مؤجل الآخر معجل والثاني خير من الأول فمن يقبض المعجل يربي على من يقبض المؤجل ، وهذا الربا لا يسمى ربا الفضل لعدم وجود زيادة في الوزن بل يسمى نساء لوجود الأجل الذي لحق بأحد البديلين .

<sup>144</sup>- أي القرض بزيادة مشروطة عند العقد.

<sup>145</sup>- فادي محمد الرفاعي ، المصارف الإسلامية ص 45 مرجع سابق.

أجاز بعض الفقهاء التعامل بالسندات أو ما يعرف بشهادات الاستثمار وحرمها البعض الآخر ، وفريق ثالث من العلماء أجاز بعض الأنواع وحرم البعض الآخر فما هي أدلتهم في ذلك؟

\*القول الأول: تحريم التعامل بالسندات<sup>146</sup>

لقد ذهب معظم فقهاء وعلماء العصر إلى عدم جواز التعامل بالسندات بجميع أنواعها وأشكالها من بينهم : الشيخ شلتوت ، الدكتور محمد يوسف موسى ، الدكتور يوسف القرضاوي ، الدكتور عبد العزيز الخياط ، الدكتور علي السالوس ، الدكتور صالح المرزوقي وغيرهم من العلماء الأجلاء.

\* أدلة أصحاب القول : لقد استدلوا على ذلك بما يلي :

1/ السند قرض على الشركة أو المؤسسة التي أصدرته لأجل بفائدة مشروطة وثابتة ، فهو من ربا النسبية الذي حرمه القرآن الكريم إضافة إلى ربا الفضل المذكور في السنة النبوية.

2/ إن هذا القرض صورة من صور ودائع البنوك تحسب له فوائد في جميع أنواعه ، ولا يقصد بالوديعة أنها تحفظ لدى البنك كإمانة ، وإنما تستخدم هذه المبالغ في استثمارات خاصة بعد تملكها مع ضمان رد المثل وزيادة ، وهذا هو القرض الإنتاجي الربوي الذي كان شائعا في الجاهلية وحرمه القرآن الكريم والسنة النبوية<sup>147</sup>.

3/ حامل السند لا يعتبر شريك في الشركة ولا تتحقق معنى الشركة شرعا ، وذلك لمشاركة حامل السند في الربح بنسبة مئوية ثابتة دون الخسارة وضمن رأسماله كاملا ربحت الشركة أم لا<sup>148</sup>.

\* القول الثاني : جواز التعامل بالسندات<sup>149</sup>

لقد أصدرت جريدة الأخبار المصرية في عددها (11645) الصادر يوم 1989/09/08 فتوى لمفتي جمهورية مصر العربية الدكتور محمد سيد طنطاوي الذي أجاز فيها التعامل بشهادات الاستثمار وأن أرباحها حلال.

\* أدلة أصحاب الرأي :

<sup>146</sup> - د/ علي السالوس ، حكم ودائع البنوك وشهادات الاستثمار في الفقه الإسلامي ص 69- 72 مرجع سابق ؛ شعبان البرواري ، بورصة الأوراق المالية ص 148 - 149 ؛ د/ عثمان شبيب ، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي ص 179 - 180 مراجع سابقة .

<sup>147</sup> - د/ علي السالوس ، حكم ودائع البنوك وشهادات الاستثمار في الفقه الإسلامي ص 73 مرجع سابق

<sup>148</sup> - شعبان محمد إسلام البرواري ، بورصة الأوراق المالية ص 149 مرجع سابق .

<sup>149</sup> - يرى أمين مدني أن السندات سلع تباع كما تباع أي سلعة بالنقد تنقص أسعارها اليوم وتزيد عدا ، وليست قروضا زيدت نسبية أو نقصت تعجلا وإنما مال وكل صاحبه القائم بأعمال الشركة لاستثماره .

- 1/ إن شهادات الاستثمار (السندات) صورة من صور المضاربة وهي جائزة شرعا.
- 2/ إن شهادات الاستثمار من المعاملات الحديثة التي تحقق نفعاً للأفراد والأمة والأصل في المعاملات الحل فيجوز منها ما هو نافع.
- 3/ شهادات الاستثمار يشتريها الشخص بنية مساعدة الدولة لا بقصد استغلال فرد معين .
- 4/ الفائدة التي يحصل عليها مالك تلك الشهادات هي نوع من المكافأة أو الهبة وللدولة أن تكافئ أبناءها العقلاء.
- 5/ هذه المعاملة تقوم على التراضي بين طرفيها وهذا التراضي يجعل المعاملة جائزة<sup>150</sup>.

\* القول الثالث: إجماع بعض السندات<sup>151</sup>

ذهب بعض العلماء المعاصرين إلى التفريق بين أنواع الشهادات ومن هؤلاء الشيخ عبد العظيم بركة والشيخ جاد الحق علي جاد الحق مفتي جمهورية مصر سابقاً فقد قالوا بجواز التعامل بالشهادة الثالثة (ج) التي يصدرها البنك الأهلي المصري دون الشهادتين (أ) و(ب) .

فقد قال الشيخ عبد العظيم بركة " إن الشهادة ذات الجوائز (ج) المال المدفوع فيها إلى مالك البنك وأنه حلال شرعاً بل هي مندوبة حيث المصالح فيها متحققة والمفسدة متوهمة والأحكام لا تبني على الأوهام".

\* أدلة المجيزين لبعض أنواع السندات<sup>152</sup>:

<sup>150</sup> - د/ عثمان محمد شبير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي ص 181 مرجع سابق.

<sup>151</sup> - من بينهم الدكتور أحمد شلبي والشيخ علي الخفيف وغيرهم .

<sup>152</sup> - إن القول بأن شهادات الاستثمار مضاربة شرعية فلا يصح لأن المضاربة عقد شركة بين صاحب مال والمضارب والربح بينهما بحسب الاتفاق وأما الخسارة فتكون من رأس المال ، ولا يتحمل المضارب شيئاً من هذه الخسارة كما أن الربح غير مضمون ، في حين أن الربح في شهادات الاستثمار مضمون سلفاً والخسارة في شهادات الاستثمار تقع على الشركة وليس على صاحب المال .

- أما القول بأن شهادات الاستثمار نافعة للأفراد ولأمة فيجيب عنه بأن الربا لا يخلو من منافع ولمن الموازنة الشرعية بينها وبين المضار التي تترتب على الربا من القضاء على روح التعاون بين الناس وانتشار العداوة .

- القول بأن شهادات الاستثمار يشتريها الشخص بنية مساعدة الدولة فيجيب عنه بأن النية الحسنة لا تؤثر في الحرام ولا تغيره من حرام إلى حلال ، فمن جمع مالا من ربا أو سحت أو قطع طريق لبيني مسجداً أو مشروعاً خيرياً لا يشفع له نبل قصده فيرفع عنه وزر الحرام ، فالحرام لا يؤثر فيه المقاصد والنيات .

- أما القول بأن الفائدة التي يحصل عليها صاحب الشهادة هي نوع من المكافأة أو الهبة التي تقدمها الدولة لأبنائها العقلاء فغير مسلم به لأن القانون الذي ينظم تلك الشهادات اعتبرها فائدة ملزمة للشركة لا يجوز لها الامتناع عن دفعها في حين أن الهبة غير ملزمة ويجوز للواهب الرجوع فيها ولأن حقيقة الفائدة التي تدفعها الدولة أو الشركة تعتبر من ربا النسبة المحرمة .



لقد استدلوا لشهادات الاستثمار من فئة (ج) بالأدلة التالية :

1/ إن الشهادة ذات الجوائز (ج) تحقق نفعاً للأفراد والأمة كما ذكرنا ذلك آنفاً .

2/ إن الشهادة ذات الجوائز (ج) تدخل في نطاق الوعد بجائزة الذي أباحه بعض الفقهاء فيجوز أخذ الجائزة والانتفاع بها .

ولقد جاء في فتوى الشيخ جاد الحق علي جاد الحق " لما كانت شهادات الاستثمار ذات الفائدة المحددة مقدما من قبيل القرض بفائدة وكان كل فرض بفائدة محددة ربا محرم ومن ثم تدخل الفوائد المحددة مقدما لشهادات الاستثمار في ربا الزيادة المحرم شرعا بمقتضى تلك النصوص الشرعية ، أما شهادات الاستثمار (ج) ذات الجوائز دون الفائدة فتدخل في نطاق الوعد بجائزة الذي أباحه بعض الفقهاء ومن ثم تصبح قيمة الجائزة من المباحات شرعا .

إن الرأي الراجح هو ما ذهب إليه أصحاب القول الأول من أن السندات قروض بفائدة وأن أي مال أعطي للشركة وتقاضى صاحبه مقابل ذلك فائدة محددة فإن ذلك زيادة ربوية وهو من ربا النسبية المحرم بالكتاب والسنة ، إذن فلا يجوز إصدار وتداول السندات مادامت تصدر بفائدة ثابتة ومحددة وتسترد قيمتها في مواعيد استحقاقها سواء كانت الجهة المصدرة لها تابعة للقطاع العام أو الخاص .

#### قرار مجمع الفقه الإسلامي بشأن السندات :

قرر مجمع الفقه الإسلامي في دورته السادسة المنعقدة في جدة في الفترة ما بين 17-23 شعبان 1410 الموافق لـ 14-20/03/1990 بخصوص السندات مايلي:

1- إن السندات التي تمثل التزاما بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروط محرمة شرعا من حيث الإصدار أو التداول لأنها قروض ربوية سواء كانت سندات خاصة أو عامة ولا أثر لتسميتها شهادات أو صكوكا استثمارية أو ادخارية، أو تسمية الفوائد الربوية الملتزم بها ربيا أو ربعا أو عمولة أو عائدا .

2- تحرم أيضا السندات ذات الكوبون الصفري باعتبارها قرضا يجري بيعها بأقل من قيمتها الاسمية ويستفيد أصحابها من الفروق باعتبارها خصما لهذه السندات .

وأما القول بأن التراضي بين طرفي التعامل يجيز هذه المعاملة فيجاب عنه بأن التراضي على الحرام لا يبيحه ولا يجعل الحرام حلالا ، أنظر د/ محمد عثمان شبير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي ص 183 - 184 .

3- تحرم أيضا السندات ذات الجوائز<sup>153</sup> باعتبارها قروضا اشترط فيها نفع أو زيادة بالنسبة لمجموع المقرضين أو لبعضهم لا على التعيين فضلا عن شبهة القمار.

4- من البدائل للسندات المحرمة أو الصكوك القائمة على أساس المضاربة لمشروع أو نشاط استثماري معين بحيث لا يكون لمالكها فائدة أو نفع مقطوع وإنما تكون لهم نسبة من ربح هذا المشروع بقدر ما يملكون من هذه السندات أو الصكوك ولا ينالون هذا الربح إلا إذا تحقق فعلا.

**\*\* بعض البدائل الشرعية للسندات :** إن النقود في الإسلام لا يجوز لها النمو من تلقاء نفسها دون اشتراكها مع العمل فالنقود لا تلد نقودا؛ من هنا كان التفكير في إيجاد بدائل تقوم على الشريعة الإسلامية أمرا ضروريا لإخراج المسلمين من الربا واستغلالها استغلالا حلالا لأجل تحقيق التنمية الاقتصادية ، ومن أهم هذه البدائل ما يلي :

أ- في حالة عجز الشركات : إذا كانت الشركات المساهمة تحتاج إلى زيادة رأسمالها لتزيد من قدرتها على مواصلة مشاريعها الإنتاجية فإن الإسلام لا يقف أمامها ولكن بالطرق المشروعة كعرض اكتتاب بأسهم جديدة وإنشاء شركات جديدة .

ب- في حالة عجز ميزانية الدولة :

1/ القرض الحسن من الأفراد<sup>154</sup> : ويتم ذلك بدعوة الدولة للأفراد بإقراضها من دون فوائد ربوية لأجل القيام بالخدمات العامة وأداء الوظائف الاقتصادية المنوطة بها ( تعليم ، صحة .... ) ، وفي اقتراح للدكتور عبد الستار أبو غدة يقول : لتطبيق هذا البديل بصورة غير مباشرة يمكن الاستفادة من الحسابات الجارية لدى البنوك<sup>155</sup> وذلك بفتح قنوات بين البنك المركزي وبين تلك الحسابات لتكون قرضا من البنوك إلى البنك المركزي وكل مقترض ضامن لما اقترض منه.

<sup>153</sup> - إن إدخال الشهادات ذات الجوائز (ج) في نطاق الوعد بجائزة الذي أباحه بعض الفقهاء فغير مسلم به لأن هذه الجائزة لا تخرج عن الربا والميسر ، فالبنوك الربوية في بعض الدول عندما تحدد الفوائد تسير وفق نسبة مئوية مقررة من البنك المركزي ولا يستطيع أي بنك أن يخالف تلك النسبة المقررة إلا بقدر ضئيل قد لا يكون وسيلة مجدية للأفراد وجذب العملاء ومن هنا جاء التفكير في الجوائز فبدلا من أن توزع الفوائد الفائضة في صورة فوائد بنسبة مئوية زائدة عن النسبة المقررة توزع في صورة جوائز بالقرعة بين المودعين أو المقرضين ، وهذا يؤدي إلى زيادة الودائع و القروض فإذا زادت الأموال زادت نسبة الفوائد فلا يستطيع البنك توزيعها على النسبة المقررة فيلجأ إلى زيادة الجوائز ؛ ومن هنا نرى أن الجوائز ما هي إلا الفوائد الربوية للودائع والقروض قسمت ووزعت بطريقة اليانصيب أو المقامرة التي نهى عنها الإسلام ، فشهادات الاستثمار (ج) تجمع بين الربا والميسر لأن جوائزها فوائد ربوية تعطي لصاحب الحظ أو النصيب في مقابل حرمان الآخرين فلا يجوز التعامل بها ولا شراؤها ، انظر د/ محمد عثمان شبير ،

المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي ص 184 - 185 مرجع سابق .  
<sup>154</sup> - يواجه هذا البديل بعض العراقيل لأنه يحتاج إلى الكثير من التوعية بجميع أنواعها الدينية ، الاجتماعية ، الاقتصادية والوطنية بأهمية هذا الأمر ومن جانب آخر يجب على الدولة أن تعمل على كسب ثقة شعبها بحكومتهم بالتزامها بالنظم الإسلامية .

<sup>155</sup> - فالحساب الجاري في تكييفه الفقهي والقانوني عبارة عن قرض مضمون على البنك باعتباره مقترضا من صاحب الحساب .

2/ الحض على بذل التبرعات والإنفاق في سبيل الله : إن الإنفاق في سبيل الله له مجال أوسع من الزكاة التي لا تنحصر إلا على نسبة معينة من أموال الفرد بينما الصدقات هي كل ما يخرج من ذمة المالك من وقف ، وصية ونذر .....

3/ تعجيل الزكاة<sup>156</sup> : تعتبر الزكاة أحد أركان الإسلام إذ ينفق منها للجهاد في سبيل الله وأيضا من أجل خدمة الوطن .

4/ فرض ضرائب استثنائية لسد العجز في الميزانية : أجاز الفقهاء وأباحوا فرض ضرائب استثنائية زائدة على الزكاة إذا لم تكف هذه الأخيرة والموارد الأخرى لسد الحاجات العامة للمسلمين ولكن يتم ذلك وفق شروط<sup>157</sup> . أيضا هناك صيغة أخرى بالإضافة إلى القرض الحسن وهي المشاركة في الربح والخسارة طبقا لقاعدة الغنم بالغرم ويندرج تحت هذه القاعدة عدد غير محدد من الصيغ الإسلامية تتمثل في الإيجارات بأنواعها ، البيوع والشركات بكل أنواعهما.

156- لقد استلّف الرسول صلى الله عليه وسلم زكاة عمه العباس لمدة سنتين.

157- تتمثل هذه الشروط في :

- أن يخلو بيت المال من الأموال التي تفي بتلك الحاجات مثلما قال ابن عابدين "ينبغي تقييد ذلك بما إذا لم يوجد في بيت المال ما يكفي لذلك".

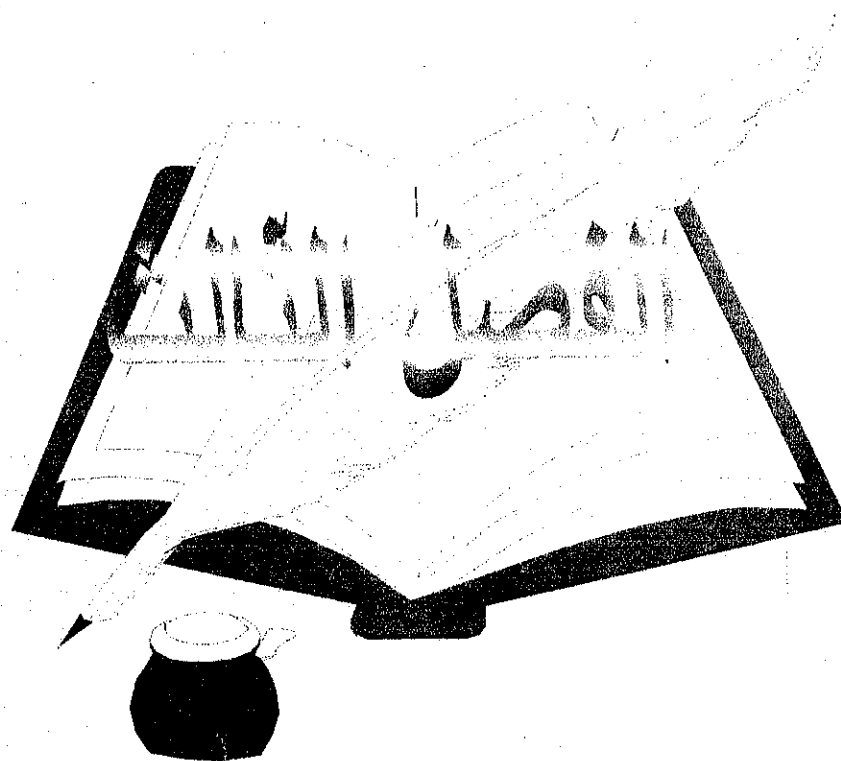
- أن توجد حاجات حقيقية لفرض الضرائب مثل : رد عدوان المعتدين والدفاع عن بلاد المسلمين ، إزالة فاقة المسلمين وسد نفقات المرافق العامة وتكامل اجتماعي..

ملاحظة الفصل

من خلال ما استعرضناه في هذا الفصل عن سوق الأوراق المالية بما فيها الآليات وأعضاء السوق واللجان العاملة بها والأدوات المالية وغيرها ، توضح لنا وجود بعض الأدوات المالية التي لا تتوافق مع الشريعة الإسلامية و فيما يخص الأسهم فهي جائزة ولكن شريطة أن تكون نشاطات الشركة جائزة مبتعدة عن كل ما هو حرام ، كما أن الأسهم الممتازة غير جائزة إلا في حالة واحدة ، أما الأسهم لحاملها فهي غير جائزة لأنها تفضي إلى النزاع نتيجة ضياعها .

أما السندات فهي تعتبر عين الربا المحرم شرعا لذلك يجب عدم إصدارها ولا تداولها من قبل المستثمرين المسلمين وإنما العمل على إيجاد البدائل الشرعية لها من خلال تكاتف جهود كل من الخبراء الاقتصاديين والفقهاء المسلمين.

ولا تقتصر المعاملات المحرمة في سوق الأوراق المالية على السندات أو الأسهم الممتازة وإنما هناك معاملات أخرى سيتم التطرق إليها في الفصل المقبل إن شاء الله.



### مقدمة الفصل

بورصة الأوراق المالية هي سوق لها خصوصيتها ولها نظامها الذي يميزها عن غيرها من الأسواق العادية المتعارف عليها ، من حيث الباعين والمشتريين ، من حيث السلع المتداولة و من حيث صيغ التعامل ؛ وإن كانت تشبه السوق في مبدئها الأساسي وهي مكان للبيع والشراء .

وإذا ما نظرنا إلى سوق الأوراق المالية نظرة الإسلام إلى السوق وجدنا أنه يضيف عليها أسس الإسلام في المعاملات المالية من ضوابط وقواعد يلتزم بها أطرافه خصوصا أن السوق تعد من أكثر الأماكن التي تكثر فيها المخالفات الشرعية .

فمن أجل التعرف على مدى شرعية العمليات فيها ومطابقتها للتشريعة الإسلامية أو إيجاد بدائل لها يجيزها فقه المعاملات الإسلامي ، يجب أن نتطرق إلى بعض أصول المعاملات المالية في الإسلام والتي على أساسها يمكن إعطاء تكييف فقهي للعمليات الحديثة التي تجري في بورصة الأوراق المالية، وهذه النقاط تتمثل في:

- البيوع في الإسلام . - المضاربة في الفقه الإسلامي والوضعي - بيع السلم . بيع العربون .  
ومن خلال هذا الفصل سنحاول معرفة العمليات التي تتم داخل سوق الأوراق المالية نظرة اقتصادية وفقهية مع مبتدئين ببعض الأسس الشرعية في فقه المعاملات المالية .  
وينقسم هذا الفصل إلى المباحث التالية :

- \* المبحث الأول: البيوع المنهي عنها في الإسلام وبيع السلم .
- \* المبحث الثاني: المضاربة بين الفقه الإسلامي والاقتصاد الوضعي .
- \* المبحث الثالث : العمليات العاجلة دراسة اقتصادية وفقهية .
- \* المبحث الرابع : العمليات الآجلة دراسة اقتصادية وفقهية .

خلاصة الفصل .

المبحث الأول: البيوع الممنهني عنهما في الإسلام وبيع السلم

المطلب الأول: البيوع في الإسلام:

1- تعريف البيع: البيع هو مبادلة مال أو منفعة بمال أو منفعة على التأييد تملكا أو تملكا وهو أعم من التجارة لأن البيع قد يكون من تاجر أو غير تاجر<sup>1</sup>.

والبيع من الأمور المشروعة فقد أحله الله عز وجل ودليل ذلك قوله تعالى <> وَإِذَا بَلَغَ اللَّهُ النَّبِيَّ وَعَرَهُ الرَّهْمَاءُ >><sup>2</sup> ، وبالسنة القولية والفعلية معا فقد باع النبي صلى الله عليه وسلم واشترى<sup>3</sup>.

2- أركان البيع: خمسة وهي

- أ- البائع: لا بد أن يكون مالكا لما يبيع أو مأذونا له في بيعه، رشيدا غير سفیه.
- ب- المشتري: يجب أن لا يكون سفیه هو الآخر ولا صبيا لم يؤذن له.
- ت- المبيع: لا بد أن يكون طاهرا مقدورا على تسليمه معلوما لدى المشتري ولو بوصفه.
- ث- صيغة العقد: وهي الإيجاب والقبول بالقول نحو: بعني كذا، فيقول البائع: بعثك؛ أو بالفعل كأن يقول بعني ثوبا فيناوله إياه.
- ج- التراضي: فلا يصح بيع بدون رضا الطرفين لقوله صلى الله عليه وسلم <> إنما البيع عن تراض >><sup>4</sup>.

3- ما يصح من الشروط وما لا يصح:

\* ما يصح من الشروط:

- يصح اشتراط وصف في البيع فإن وُجِدَ المشروط صح البيع وإلا بطل، وذلك كان يشترط مشتر في كتاب أن يكون ورقه أصفر.

- ويصح أيضا اشتراط منفعة خاصة كان يشترط مشتري ثوبا خياطته<sup>5</sup>.

\* ما لا يصح من الشروط:

1- د/ محمد سليمان الأشقر، د/ محمد عثمان شبير، د/ ماجد محمد أبو رحية، د/ عمر سليمان الأشقر بحوث فقهية في قضايا اقتصادية معاصرة، مج 1 ص 153 مرجع سابق.

2- سورة البقرة، الآية 275.

3- الشيخ أبو بكر جابر الجزائري منهاج المسلم ص 341 مرجع سابق.

4- أبي عبد الله محمد بن يزيد القزويني ابن ماجة سنن ابن ماجة تحقيق محمد فؤاد عبد الباقي كتاب التجارات باب بيع الخيار ص 2185 / 737 ج 2 ( مطبعة دار إحياء الكتب العربية).

5- الشيخ أبو بكر جابر الجزائري منهاج المسلم ص 342 مرجع سابق.

- أن يشترط ما يخل بأصل البيع كأن يشترط بائع الدابة أن لا يبيعه المشتري مثلا ، أو يشترط أن يبيعه أو يقرضه شيئا ، أو أن يجمع بين شرطين في بيع واحد لقوله صلى الله عليه وسلم: << لا يخل سلف وبيع ، ولا شرطان في بيع ولا بيع ما ليس عندك >><sup>1</sup> .

4- حكم الخيار في البيع : شرع الخيار في البيع في عدة مسائل وهي :

أ/ ما دام البائع والمشتري في المجلس قبل أن يتفرقا فلكل منهما الخيار في إمضاء البيع أو فسخه لقوله صلى الله عليه وسلم : << البيعان بالخيار فإن صدقا وبينا بورك لهما في بيعهما وإن كتما وكذبا محقت بركة بيعهما >><sup>2</sup> .

ب/ إذا اشترط أحد البائعين مدة معينة للخيار فاتفقا على ذلك فهما إذا بالخيار حتى تنقضي المدة ثم يمضي البيع لقوله صلى الله عليه وسلم << المسلمون على شروطهم إلا شرطا حرم حلالا و أهل حراما >><sup>3</sup> .

ت/ إذا غبن أحدهما غبنا فاحشا ، بأن بلغ الغبن الثلث فأكثر كان يبيعه ما يساوي عشرة بخمسة عشرة أو عشرين مثلا ، فإن للمشتري الفسخ أو الأخذ بالقيمة المعلومة لقواه صلى الله عليه وسلم للذي كان يغبن في الشراء لضعف عقله : << من بايعت فقل لا خلافة >><sup>4</sup> أي لا خديعة ، فإنه متى ظهر أنه غبن رجع على غبنه برد الزائد إليه أو بفسخ العقد .

ث/ إذا دلس البائع في المبيع بأن أظهر الحسن وأخفى القبيح أو أظهر الصالح وأبطن الفاسد .

ج/ إذا وجد بالمبيع عيب ينقص قيمته ولم يكن قد علمه المشتري ورضي به حال المساومة ، فإن للمشتري الخيار في الإمضاء أو الفسخ لقوله صلى الله عليه وسلم << المسلم أخو المسلم لا يخل لمسلم باع من أخيه بيعا فيه عيب إلا بينه له >><sup>5</sup> ، وقوله أيضا عليه الصلاة والسلام : << من غشنا فليس منا >> .

ح/ إذا اختلف البائعان في قدر الثمن أو في وصف السلعة حلف كل منهما للآخر ثم هما بالخيار في إمضاء البيع أو فسخه لما روي : << إذا اختلف المتبايعان والسلعة قائمة ولا بينة لأحدهما تحالفا >><sup>6</sup> .

5- أنواع البيوع المحرمة :

1- رواه أبو داود والترمذي .  
2- رواه البخاري ، باب ما يحق الكذب والكتمان في البيع ص 1880/32 مرجع سابق .  
3- رواه أبو داود في سننه .  
4- رواه مسلم ، باب من يخدع في البيع ص 11 مرجع سابق .  
5- رواه ابن ماجه ، سنن ابن ماجه ص 755 / 2246 باب من باع عيبا فليبينه كتاب التجارات مرجع سابق .  
6- أصحاب السنن كافة .



5- أنواع البيوع المحرمة:

لقد ذكر الشيخ أبو بكر جابر الجزائري ست عشرة نوع من البيوع المنهي عنها ، أما الدكتور محمد سليمان الأشقر فقد قسمها إلى أربعة أقسام حسب الغرض من تحريمها وبدورنا سنحاول الجمع بين كلا التقسيمين إلى :

1/ البيوع المحرمة لتحريم ذات المبيع:

فلا يجوز للمسلم أن يبيع محرما أو نجسا و لا مفضيا إلى حرام وذلك لقوله صلى الله عليه وسلم : << إن الله حرم بيع الخمر والميتة والخنزير والأصنام >> متفق عليه .

2/ ما نهى عنه لكونه إعانة على الحرام :

كان يبيع العنب أو عصير العنب لمن يعلم أنه يتخذه خمرا لقوله صلى الله عليه وسلم : <<من حبس العنب أيام القطاف حتى يبيعه من يهودي أو نصراني أو ممن يتخذها خمرا فقد تقحم النار على بصيرة >> ، ومثله بيع السلاح لقطاع الطرق وغيره من الأعمال والبيوع المنهي عنها لكونها مساعدة على اقتراف الحرمات .

3/ البيوع المحرمة لكونها أكلا للأموال بالباطل :

هناك بيوع يتم فيها أكل مال الغير بالباطل منها ربا البيوع والمتمثل في ربا الفضل و ربا النسينة وقد سبق ذكرهما في المبحث السابق ، إضافة إلى وجود بيوع مسماة داخلية في البيع الربوي منها :

\* بيع المزبنة أو المحاقلة : وهي أن يبيع الحنطة التي لا يعلم مقدارها كان يكون حبا في سنابله بمقدار معلوم من القمح لأنه لم يجر كيل القمح فربما كان زائدا أو ناقصا عن الثمن ، ومنها أيضا بيع العنب بالزبيب أو بيع الرطب بالتمر كيلا ودليل ذلك قول ابن عمر رضي الله عنهما : << نهى رسول الله صلى الله عليه وسلم عن المزبنة ، أن يبيع ثمر حائطه إن كان نخلا بتمر كيلا ، وإن كان كرما أن يبيعه بزبيب كيلا ، وإن كان زرعا أن يبيعه بطعام كيلا ؛ نهى عن ذلك كله >><sup>2</sup>.

\* بيع بيعتين في بيعة : لا يجوز للمسلم أن يجمع بين بيعتين في بيعة واحدة لما رواه أبو هريرة رضي الله عنه أن النبي صلى الله عليه وسلم << أنه نهى عن بيعتين في بيعة واحدة >><sup>3</sup> وأيضا أنه صلى الله عليه وسلم << نهى عن صفقتين في صفقة >> ، كان يبيع رجل سيارته فيقول للمشتري أبيعك إياها بألف حالا أو بألف وخمس مائة بعد سنة أي مؤجلا ويمضي البيع ولم يبين أي البيعتين أمضاها .

1- د/ محمد سليمان الأشقر ، د/ محمد عثمان شبير ، د/ ماجد محمد أبو رخية ، د/ عمر سليمان الأشقر بحوث فقهية في

قضايا اقتصادية معاصرة ، مج 1 ص 156 مرجع سابق .

2- الإمام أبي الحسين مسلم بن الحجاج القشيري النيسابوري ، الجامع الصحيح المسمى صحيح مسلم ص 16/5 ج

كتاب البيوع ( بيروت دار الجيل ، دار الأفاق الجديدة).

3- رواه الترمذي .

\* بيع العينة : وهي أن يبيع سلعة بثمن أجل ثم يعود فيشتريها ممن باعها إياه بثمن حال أقل ، و مثلها أن يشتري سلعة نقدا ثم يبيعه لبائعها بثمن أجل أعلى لأنه إذا باعه إياه بعشرة ثم يشتريها منه بخمسة يكون كمن أعطى خمسة إلى أجل بعشرة وهذا هو الربا المحرم وقد قال الرسول صلى الله عليه وسلم >> إذا ضن الناس بالدينار والدرهم ، وتبايعوا بالعينة واتبعوا أذناب البقر وتركوا الجهاد في سبيل الله أنزل الله عليهم بلاء فلا يرفعه حتى يراجعوا دينهم <<<sup>1</sup> .

4/ ما نهى عنه لكونه سببا في إفساد الأخوة الإسلامية :

\* ببوع الغرر والجهالة : لقوله صلى الله عليه وسلم : >> لا تشتروا السمك في الماء فإنه غرر <<<sup>2</sup> ، فلا يجوز بيع سلعة دون النظر إليها وتقليبها وفحصها إن كانت حاضرة أو بدون وصفها ومعرفة نوعها وكميتها إن كانت غائبة .

\* بيع النجش : النجش لغة هو تنفير الصيد من مكانه ليصاد ، أما في الشرع فهو الزيادة في السلعة بدون قصد شرائها وإنما ليقع السوام عليها فيشتروها لقوله صلى الله عليه وسلم : >> ولا تناجشوا <<<sup>3</sup> .

\* بيع المسلم على المسلم : قال الرسول عليه الصلاة والسلام : >> لا يبيع بعضكم على بيع بعض <<<sup>4</sup> ، ومثاله أن يشتري شخص بضاعة بعشرة فيقول له آخر ردها إلى صاحبها وأبيعه لك بثمانية .  
\* بيع ما ليس عندك وبيع السلعة قبل قبضها : قال عليه الصلاة والسلام : >> لا تبع ما ليس عندك << وقال أيضا >> إذا اشتريت شيئا فلا تبعه حتى تقبضه << وقوله صلى الله عليه وسلم أيضا >> من ابتاع طعاما فلا يبعه حتى يستوفيه << ، وقال ابن عباس ولا أحسب كل شيء إلا مثله<sup>5</sup> .

\* بيع الدين بالدين : نهى الرسول الكريم عليه الصلاة والسلام عن بيع الكالئ بالكالئ أي بيع الدين بالدين ، ومن صورته أن يكون لك على رجل قنطاران إلى أجل فتبيعه إلى آخر بمائة دينار إلى أجل .  
\* بيع العربون : لا يجوز لمسلم أن يبيع بيع عربون أو يأخذ العربون بحال لما روي عن الرسول صلى الله عليه وسلم >> أنه نهى عن بيع العربون <<<sup>6</sup> .

فقد منع الرسول صلى الله عليه وسلم هذه البيوع وأنواع أخرى لما فيها من الغرر المؤدي إلى أكل أموال الناس بالباطل .

وسنخص البيع الأخير بنوع من الدراسة نظرا لاختلاف وجهة نظر الفقهاء في هذا النوع من البيع :

#### 1- تعريف العربون لغة<sup>1</sup> :

1- رواه أبو داود .  
2- أحمد وفي سنده مقال وله شاهد يصلح به .  
3- رواه ابن ماجة ، سنن ابن ماجة ص 734 / 2174 باب ما جاء في النهي عن النجش مرجع سابق . .  
4- متفق عليه .  
5- رواه مسلم ، باب بطلان المبيع قبل القبض ص 07 مرجع سابق .  
6- مالك بن أنس رضي الله عنه ، الموطأ ص 539 (بيروت دار الجيل ، المغرب دار الأفاق الجديدة) .

يقول الأصمعي : العربون أعجمي معرب فيقال عربنه أي أعطاه ذلك ، ويقال أعرب في بيعه أي أعطى عربونا ؛ قال صاحب مغني المحتاج أن العربون أصله في اللغة التسليف والتقديم .

## 2- العربون اصطلاحاً

إن للعربون معنى اصطلاحياً واحداً وإن اختلفت ألفاظ التعريف وأشهر تعريف له هو تعريف الإمام مالك<sup>2</sup> - رضي الله عنه - ومن ثم يعرف الدكتور ماجد محمود أبو رخية العربون على أنه :

\* قيام المشتري أو المستأجر بدفع جزء من المال للبائع أو للمؤجر على أنه إذا حضر المشتري أو المستأجر في الوقت المحدد وتمت عملية البيع أو الإجارة حسب المبلغ المدفوع - العربون- من ثمن المبيع أو قيمة الإجارة وإذا حصل نكول عن البيع أو الإجارة من قبل المشتري أو المستأجر فقد حق كل منهما في العربون وأصبحا ملكاً للطرف الثاني وهو البائع أو المؤجر<sup>3</sup>.

آراء الفقهاء في بيع العربون :

### 1- المانعين :

ذهب جمهور الفقهاء إلى عدم جواز بيع العربون حيث استدلوا بما يلي :

1/ قوله تعالى ، << يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ >><sup>4</sup>، حيث اعتبروا بيع العربون أكل لأموال الناس بالباطل .

2/ نهى النبي صلى الله عليه وسلم عن بيع الغرر وبيع العربون من بيوع الغرر .

<sup>1</sup> - العربون في اللغة فيه ست لغات :

عربون و أربون بضم الأول وتسكين الثاني على وزن عصفور.

عربون وأربون بفتح الأول وتسكين الثاني على وزن حلزون .

عربان وأربان على وزن قربان ، وهو اسم لا جمع له ولا اسم جمع .

<sup>2</sup> - عرف الإمام مالك - رضي الله عنه - العربون بقوله : وذلك فيما نرى - والله أعلم - أن يشتري الرجل العبد أو الوليدة أو يتكاري الدابة ثم يقول للذي اشتري منه أو تكاري منه : أعطيك ديناراً أو درهماً أو أكثر أو أقل على أنني إن أخذت السلعة أو ركبت ما تكاريت منك ، فالذي أعطيك هو من ثمن السلعة أو من كراء الدابة وإن تركت ابتياع السلعة أو كراء الدابة فما أعطيتك لك باطل بغير شيء .

<sup>3</sup> - أد ماجد محمد أبو رخية ، حكم العربون في الإسلام من بحوث فقهية في قضايا اقتصادية معاصرة مج 1 ص 397-398 مرجع سابق .

<sup>4</sup> - سورة النساء ، الآية 29 .

3/ عن عمرو بن شعيب عن أبيه عن جده أن الرسول صلى الله عليه وسلم >> نهى عن بيع العربان <<

4/ إنه يشتمل على شرطين فاسدين هما المجانية للبائع وجواز الرد عليه يقول صاحب نيل الأوطار : إن العلة في النهي عنه اشتماله على شرطين فاسدين أحدهما شرط كون ما دفعه إليه يكون مجاناً إن اختار ترك السلعة والثاني شرط الرد على البائع إذا لم يقع منه الرضا بالبائع .

## 2- المجيزون :

ذهب الحنابلة إلى صحة التعامل بالعربون وأنه يجري في البيع كما يجري في الإجارة أيضاً وهذا القول من مفردات مذهبهم وهو مروى عن عمر بن الخطاب وابنه عبد الله - رضي الله عنهما - كما أنه مروى عن ابن سيرين ، مجاهد ، نافع بن الحارث وزيد بن أسلم ؛ وقد استدلت الحنابلة بالأدلة التالية

1/ يقول عبد الرزاق بن أيلم أنه سئل النبي صلى الله عليه وسلم عن العربان في البيع فأخذه .  
2/ ما روي عن ابن سيرين أنه قال عن بيع العربون : " لا بأس به وقال سعيد بن المسيب وابن سيرين لا بأس إذا كره السلعة أن يردّها ويرد معها شيئاً وقال أحمد هذا في معناه " أي في معنى بيع العربون والله أعلم .

3/ ما رواه سفيان بن عيينة عن عمرو بن دينار عن عبد الرحمن بن فروخ عن نافع بن الحارث - عامل عمر على مكة - أنه اشترى من صفوان بن أمية داراً لعمر بن الخطاب بأربعة آلاف درهم واشترط عليه نافع إن رضي عمر فالبيع له ، وإن لم يرض فلعمر أربع مائة درهم . فأخذ الإمام أحمد بظاهر هذه الرواية وقال : لا بأس ببيع العربون لأن عمر فعله ؛ قال الأثرم : قلت لأحمد : تذهب إليه ؟ قال : أي شيء أقول هذا عمر رضي الله عنه ، يعني هذا عمر رضي الله عنه قد أخذ به وذهب إليه وضعف الحديث المروي أي حديث عمرو بن شعيب .

4/ واستدل ابن قيم الجوزية على جواز بيع العربون بما أخرجه البخاري في باب ما يجوز الاشتراط عن ابن سيرين قال : قال رجل لكريه : ارحل ركابك فإن لم ارحل معك في يوم كذا وكذا فلك مائة درهم فلم يخرج فقال شريح : من شرط على نفسه طائعا غير مكره فهو عليه .  
وجه الدلالة أن القاضي قد قضى على المشتراط بما اشترطه على نفسه من غير إكراه .  
الرأي المرجح :

ذهب الشوكاني إلى ترجيح رأي الجمهور القائل بمنع بيع العربون .

وقد ذهب كل من الدكتور ماجد أبو رخية و الدكتور كمال توفيق الخطاب إلى ترجيح قول الحنابلة حيث اعتبروا أن التعامل بالعربون جائز حيث يرى ماجد أبو رخية أن الأولى بأخذ العربون إذا أنكل

الطرف الآخر أن يرده لأن في الرد إقالة عثرة فقد ورد عن أبي هريرة رضي الله عنه أن رسول الله صلى الله عليه وسلم <<من أقال مسلماً أقال الله عثرته يوم القيامة>><sup>1</sup> ولأن في رد العربون إلى الناكل خروجاً من الخلاف وأخذاً بالاحتياط وهو أسلم لدين المسلم

#### المطلب الثاني: بيع السلم

#### الفرع الأول: مفهوم عقد السلم:

1- تعريف السلم لغة<sup>2</sup>:

من الناحية اللغوية السلم - بالتحريك - السلف وأسلم إليه الشيء دفعه وسمي سلماً لتسليم رأس المال في المجلس وسلفاً لتقديم رأس المال .

2- تعريف السلم اصطلاحاً:

إن تعريف السلم عند اصطلاح الفقهاء<sup>3</sup> هو :

أ/ عند الشافعية : بيع شيء موصوف في الذمة .

ب/ لدى الحنابلة : السلم عقد على شيء يصح بيعه موصوف في الذمة إلى أجل .

ت/ عند الحنفية : السلم شراء أجل بعاجل .

ث/ أما المالكية : فيعرفونه على أنه عقد معاوضة يوجب شغل ذمة بغير عين ولا منفعة غير متمائل العوضين .

\* فالسلم إذن عملية مبادلة ثمن بمبيع والتمن عاجل أو مقدم والمبيع أجل أو مؤجل .

\* يعرف الدكتور سليمان الأشقر عقد السلم على أنه عقد بيع له خصوصية يتميز بها عن سائر أنواع البيوع بأن الثمن يدفع فيه مقدماً ويتأخر فيه قبض المشتري لما اشتراه إلى أجل يحدد في العقد ؛ ويشترط في المسلم فيه أن يكون موصوفاً في الذمة ولا يصح إن كان عيناً معينة<sup>4</sup> .

#### الفرع الثاني: حكم السلم وأركانه :

##### أولاً : حكم السلم

السلم مشروع بالكتاب والسنة والإجماع :

- من الكتاب : إن بيع السلم يدخل في عموم قوله تعالى : <<وَاحِلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ >><sup>1</sup> ، فهو نوع من البيع

وإلى جانب ذلك يوجد دليل تخصيصي هو قوله عز وجل : << يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَعَايَنْتُمْ بِعْدَيْنِ

<sup>1</sup>- رواه ابن ماجة ، سنن ابن ماجة ص 714 / 2199 باب الإقالة كتاب التجارات مرجع سابق .

<sup>2</sup>- د/ محمد عبد الحلیم عمر، الإطار الشرعي الاقتصادي والمحاسبي لبيع السلم في ضوء التطبيق المعاصر ص 13 (جدة: البنك الإسلامي للتنمية المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب ) ط 3 2004 .

<sup>3</sup>- الشيخ عبد الرحمن بن محمد عوض الجزيري ، كتاب الفقه - على المذاهب الأربعة- ص 576 (بيروت : دار ابن حزم ) ط 1، 2001

<sup>4</sup>- د/ محمد سليمان الأشقر، بحوث فقهية في قضايا اقتصادية معاصرة عقد السلم ص 183 ، ج 1 مرجع سابق .

إِلَى أَجَلٍ مَّسْمُومٍ فَاتَّخِذُوهُ >><sup>2</sup>؛ وقال ابن عباس أشهد أن السلف المضمون إلى أجل قد أحله الله في كتابه وأذن فيه ثم قرأ هذه الآية.

- من السنة النبوية : قول الرسول عليه الصلاة والسلام : >> من أسلف في شيء فليسلف في كيل معلوم ووزن معلوم إلى أجل معلوم >><sup>3</sup>.

- بالإجماع : جاء في معظم كتب الفقه أن هناك إجماعاً على مشروعية السلم وفي ذلك يقول ابن قدامة :  
وأما الإجماع فقال ابن المنذر : أجمع كل من نحفظ عنه من أهل العلم على أن السلم جائز .  
- القياس والسلم :

\* القول الأول : ذهب جمهور الفقهاء إلى القول بأن السلم شرع على خلاف القياس كرخصة مستثناة من القاعدة الشرعية الواردة في قول رسول الله صلى الله عليه وسلم : >> لا تبع ما ليس عندك >> .

\* القول الثاني : يرى كل من ابن حزم ، ابن تيمية وتلميذه ابن القيم أن السلم على وفق القياس وليس استثناء من قاعدة عامة لأنه عقد مستقل بذاته كما يقول ابن حزم أو لأنه كما يجوز تأخير الثمن وهو أحد البدلين في البيع الأجل فيجوز تأخير البدل الآخر وهو المبيع في السلم ، أما المنهي عنه في الحديث الشريف فهو بيع عين معينة لا موصوف في الذمة<sup>4</sup>.

\* حاجة المجتمع إلى بيوع السلم : أجز هذا البيع استثناء لحاجة الناس إليه كما أشار جمهور الفقهاء ، حيث يصعب على المزارعين مثلاً قضاء حوائجهم وتسيير أمورهم إذا كانوا سينتظرون حتى نضج محاصيلهم أو قطف ثمارهم ثم بيعها للحصول على ثمنها ، وأحياناً لا يجد المزارع من يشتري محصوله بالثمن المناسب لهذا رخص النبي صلى الله عليه وسلم بالبحث عن يشتري محاصيلهم قبل نضجها أو حتى قبل غرسها وجعل ذلك من خلال اتفاقات وعقود واضحة ومحددة لا مجال للجهالة فيها أو المقامرة أو الخداع ، فحدد الكمية والنوع والصنف وكافة المواصفات وكذلك تاريخ التسليم بشكل دقيق لا مجال للتلاعب فيه ، واشترط تسليم النقد في الحال لينتفع به المزارعون ويحضروا أنفسهم للوفاء بما تعهدوا به وكذلك خروجاً عن مسألة بيع الدين بالدين المنهي عنها شرعاً<sup>5</sup>.

ثانياً: أركان السلم :

العاقدان : المُسَلِّمُ و المُسَلَّمُ إليه .

<sup>1</sup> - سورة البقرة 275 .  
<sup>2</sup> - سورة البقرة الآية 282 .  
<sup>3</sup> - رواه ابن ماجة ، سنن ابن ماجة ص 2280 / 765 كتاب التجارات ، رواه مسلم باب السلم ص 55 مراجع سابقة .  
<sup>4</sup> - د/ محمد عبد الحلیم عمر ، الإطار الشرعي الاقتصادي والمحاسبي لبيع السلم في ضوء التطبيق المعاصر ص 18 مرجع سابق .  
<sup>5</sup> - د/ كمال توفيق الخطاب ، نحو سوق مالية إسلامية ص 19-20 ( جدة : البنك الإسلامي للتنمية ، المعهد الإسلامي للبحث والتدريب ) .

الثلث : رأس مال السلم .

المبيع : المسلم فيه أو دين السلم .

الصيغة : القبول والإيجاب<sup>1</sup> .

وهناك شروط يجب أن تتوفر في عقد السلم ليكون صحيحا خصوصا ما يتعلق بـ الثمن والمبيع .

أ- الثمن :

- أن لا يكون مما يجري ربا النسبة بينه وبين المسلم فيه .

- أن يجري تسليم الثمن في مجلس عقد السلم : فقد ذهب الفقهاء إلى هذا القول لكي لا يكون السلم من

بيع الدين بالدين إذ لو كان الثمن مؤجلا والبضاعة مؤجلة كان كلاهما في الذمة وهو ممنوع شرعا ،

إلا أن المالكية لا يرون وجوب التسليم في مجلس العقد بل يجوز عندهم التأخير إلى يومين أو ثلاثة لا

أكثر ، لأن هذه الأيام تعتبر من الأجل القريب فتكون في حكم التعجيل .

-الأكثر أن يجري تثبيت الثمن في السلم على أساس المساومة .

ب- المبيع- المسلم فيه- :

- يجب أن يكون المسلم فيه ديناً يثبت في الذمة كالمكيات ، الموزونات ، العدديات المتقاربة

والموزونات والمصنوعات .

- أن يكون مما يمكن ضبط صفاته التي يختلف الثمن باختلافها كالحبوب ، الثمار ، الدقيق ، الأقمشة

وغيرها ؛ أما ما لا يمكن فلا يصح السلم فيه منعا للنزاع وعبرة المالكية : " لا يجوز السلم فيما لا يمكن

وصفه عادة وصفا كاشفا عن حقيقته .

- أن ينص في العقد على كل ما يرفع الخلاف في المسلم فيه من الأوصاف عند تقبيليه .

- بيان مقدار المبيع بأن يبين في العقد عدد الوحدات ويحدد الوحدة القياسية التي يجري المبيع على

أساسها .

- فوجوب اتباع العرف في استعمال الكيل أو الوزن هو مذهب المالكية فما جرى العرف ببيعه كيلا

كالنظ لا يسلم فيه وزنا وما جرى العرف ببيعه وزنا كالقمح في العصر الحاضر لا يباع كيلا ،

وذهب الجمهور إلى أن ذلك جائز إذا اتفقا عليه .

- أن يكون مؤجلا إلى اجل معلوم والفتوى عند الحنفية أن الأجل لا يجوز أن يقل عن شهر .

- أن يكون المبيع مما يغلب على الظن وجوده في الأسواق عند الأجل .

- أن يعين في العقد مكان تسليم المسلم فيه .

ج- الصيغة :

<sup>1</sup> - د/ محمد سليمان الأشقر ، عقد السلم- بحوث فقهية في قضايا اقتصادية معاصرة- ص 190 مرجع سابق .

يشترط فيها ما يشترط في صيغ سائر عقود البيع مما هو معلوم مما يحقق دلالتها على اتفاق إرادة العاقدين على إنشاء العقد.

#### الفرع الثالث: حكم اشتراط الخيار في عقد السلم:

ويشترط في صيغة عقد السلم أيضا أن يكون البيع باتا أي لا يكون فيه خيار شرط أو نحوه لأي من العاقدين وهذا قول جمهور الفقهاء لأن قبض الثمن شرط للصحة ، سواء كان الخيار لكليهما أو لأحدهما ، وسواء كان الخيار مع نقد الثمن في مجلس العقد أو بتأخير نقده فكل ذلك يفسد به عقد السلم ؛ إلا أن المالكية أجازوا الخيار في السلم لثلاثة أيام إن لم ينقد الثمن فيها فإن نقد الثمن واشترط الخيار لم يصح<sup>1</sup>.

#### الفرع الرابع: تصرف المشتري فيما اشتراه قبل قبضه:

عند الحنفية ، الحنابلة والشافعية لا يجوز أن يتصرف المشتري قبل الإقالة سواء باعه إلى بائعه أو غيره قبل أن يقبضه منه ولا أن يأخذ بدله من البائع شيئا آخر كما لو أخذ بدل القمح شعيرا أو ثيابا وذلك لحديث أبي سعد الخدري رضي الله عنه أن النبي صلى الله عليه وسلم قال : >> من أسلف في شيء فلا يصرفه إلى غيره <<<sup>2</sup> ؛ إلا أن المالكية أجازوا بيع المسلم فيه قبل قبضه سواء باعه إلى طرف ثالث أو باعه ممن اشتراه منه وأوجبوا أن يلتزم في ذلك بشروط ثلاثة :

- 1/ مراعاة أحكام الربا بين رأسمال السلم وبين هذا البديل .
  - 2/ أن يجري قبض البديل حالا لنلا يكون من بيع الدين بالدين .
  - 3/ أن يكون المسلم فيه مما يجوز بيعه قبل قبضه وهو عند المالكية - ماعدا المواد الغذائية- واختار ابن تيمية وابن القيم جواز بيعه لبائعه إن باعه إياه بالقيمة أو أقل لعدم المانع من ذلك ، قال ابن القيم ولم يصح حديث أبي سعيد أما منع بيعه بالزيادة فلأنه يبيع ما هو في ضمان غيره وهو البائع وقد نهى النبي صلى الله عليه وسلم عن ربح ما لم يضمن .
- ويجوز للمتعاقدين في السلم أن يتفقا - يوم التوفية لا قبله - على التوفية ببديل نقدي أو غيره على أساس سعر المثل وليس بالخيار في الاتفاق على سعر للتبادل أعلى من سعر المثل لنلا يربح المسلف مرتين . فإن تم ذلك الاتفاق بينهما فيجب القبض في المجلس الذي اتفقا فيه على ذلك ولا يجوز التأخير لكي لا يكون بيعا للدين بالدين وقد نص على ذلك المالكية<sup>3</sup>.

#### الفرع الخامس: انقطاع المسلم فيه عند الأجل والإقالة في السلم:

##### أولا : انقطاع المسلم فيه عند الأجل

<sup>1</sup> - د/ محمد سليمان الأشقر - عقود السلم - بحوث فقهية في قضايا اقتصادية معاصرة - ص 202 203 مرجع سابق.

<sup>2</sup> - رواه ابن ماجه، سنن ابن ماجه، ص 766/ 2283 مرجع سابق.

<sup>3</sup> - د/ محمد سليمان الأشقر - عقود السلم - بحوث فقهية في قضايا اقتصادية معاصرة - ص 208-209 مرجع سابق.



إذا انقطع المسلم فيه أو تعذر تسليمه عند الأجل كان مما يستورد فاتفق انقطاع استرادته وفقد من الأسواق فقد قال جمهور الفقهاء بأن عقد السلم لا يبطل بمجرد الانقطاع ومن حق المشتري أن يتخير بين فسخ العقد واسترجاع رأسماله وبين أن يصبر إلى وجود الشيء .

#### ثانياً: الإقالة في السلم :

الإقالة هي فسخ العقد بتراضي الطرفين وهي جائزة في السلم اتفاقاً كسائر البيوع لقول الرسول الكريم: << من أقال نادماً أقال الله عثرته يوم القيامة >><sup>1</sup> فإن حصلت الإقالة وكان الدين باقياً رده بعينه وإن لم يكن باقياً يرد مثله إن كان مثلياً أو قيمته إن كان قيمياً .

#### المبحث الثاني: المضاربة بين الفقه الإسلامي والاقتصاد الوضعي

##### المطلب الأول: المضاربة في الفقه الإسلامي

##### الفرع الأول: المضاربة في اللغة وفي الاصطلاح الفقهي :

\* المضاربة لغة : المضاربة على وزن مفاعلة من فعل ضارب المأخوذ من الضرب في الأرض وهو السير فيها للسفر مطلقاً لقوله تعالى : << وَإِذَا ضَرَبْتُمْ فِي الْأَرْضِ فَلَيْسَ عَلَيْكُمْ جُنَاحٌ أَنْ تَقْصُرُوا مِنَ السَّيْرِ >><sup>2</sup> أو للسفر بغرض التجارة وابتغاء الرزق لقوله تعالى : << وَأَخْرَجُوا بِضُرْبِهِمْ فِي الْأَرْضِ ذُرِّيَعًا يُبْغُونَ مِنْ فَخْلِ اللَّهِ >><sup>3</sup> . وهي مرادفة للقراض في الاصطلاح الفقهي حيث يردان على معنى واحد .

\* المضاربة في الاصطلاح الفقهي : تتمثل في اتفاق بين طرفين يبذل أحدهما فيه المال والآخر الجهد في الاتجار والعمل بهذا المال على أن يكون الربح بينهما حسب ما يشترطانه من النصف أو الثلث ، والخسارة إن كانت تكون على صاحب المال ويضيع على المضارب جهده<sup>4</sup> ولا يجوز تحميل العامل المستثمر وجعله ضامناً لرأس المال إلا أن تتحول العملية إلى إقراض من صاحب رأس المال للعامل وحينئذ لا يستحق صاحب رأس المال شيئاً من الربح<sup>5</sup> .

1- سبق تخريج الحديث .

2- سورة النساء الآية 101

3- سورة المزمل الآية 20 .

4- د/ حسن عبد الله الأمين المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة ص 19 ( البنك الإسلامي للتنمية المعهد

الإسلامي للبحوث والتدريب ) 1421 هـ جدة .

5- د/ محمد باقر الصدر ، البنك اللاربيوي في الإسلام ص 25 ( بيروت : دار المعارف للمطبوعات ) ط8 ، 1983 .

إن المضاربة هي عقد خاص بين طرفين على أن يدفع أحدهما مالا (صاحب رأس المال) إلى الآخر (المضارب) ليتجر فيه على أن يكون نصيب كل منهما شائعا ومعلوما في الربح النصف أو الثلث<sup>1</sup>، وفي حالة الخسارة يتحمل رب المال ضياع ماله أما المضارب فيتحمل ضياع جهده وكده.

#### الفرع الثاني: مشروعية المضاربة:

- المضاربة مشروعنة بالسنة التقريرية فإن النبي صلى الله عليه وسلم بُعثَ والناس يتعاملون بها فأقرهم عليها، وقد فعلها النبي عليه الصلاة والسلام بمال السيدة خديجة- رضي الله عنها- التي أرسلت معه غلامها "ميسرة"، وذلك قبل بعثته بالرسالة وقد تعامل بها الصحابة رضوان الله عليهم؛ وكان العباس بن عبد المطلب رضي الله عنه إذا دفع مالا مضاربة فإنه يشترط على المضارب ألا يسلك به بحرا أو ينزل به وأدبا فإن فعل ذلك ضمن، فبلغ ذلك للرسول عليه الصلاة والسلام فاستحسنه فصارت مشروعنة بالسنة.

- هي مشروعنة أيضا بالإجماع فقد أجمعت الأمة على جوازها منذ بزوغ فجر الإسلام فقد روي عن كبار الصحابة منهم سيدنا عمر، عثمان وعلي وكثير منهم قد دفعوا مال اليتيم مضاربة، فقد طبقها سيدنا عمر بن الخطاب مع ابنه عبد الله وعبيد الله مع أبي موسى الأشعري من غير نكير أو اعتراض من أحد.

- ويقول الدكتور حسن عبد الله الأمين أن العقل أيضا يقتضي مشروعيتها لشدة حاجة الناس إليها من الجانبين، فمن الناس من هو صاحب المال ولا يهتدي إلى التصرف فيه إما لقلة خبرته بأوجه التصرف المفيدة وإما لمشغوليته بما لا يتيسر له وقته للعمل في ماله فشرعت المضاربة لتنظيم مصالحهم<sup>2</sup>.

#### الفرع الثالث: أركان المضاربة وأنواعه

##### أولا: أركان المضاربة

اتفق جمهور الفقهاء على أن المضاربة لها ثلاث أركان هي:

- العاقدان: صاحب رأس المال والمضارب أو العامل.

- المعقود عليه: وهو الربح فقط.

- الصيغة: الإيجاب والقبول.

فلا تختلف المضاربة عن غيرها من العقود في الشروط العامة لانعقاد العقد وهي المتعلقة

بأهلية العاقدين المحل والصيغة؛ أما الشروط الخاصة فهي تتعلق بأحوال رأس المال والربح<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>- د/ ضياء مجيد البورصات - أسواق المال وأدواتها - ص 86 مرجع سابق.

<sup>2</sup>- د/ حسن عبد الله الأمين المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة ص 23 مرجع سابق.

<sup>3</sup>- الشروط المتعلقة برأس المال:

ثانياً: أنواع المضاربة :

أ/ حسب العمل :

1- المضاربة المقيدة : هي أن يقيد صاحب المال عامل المضاربة بنوع معين من العمل كان يشترط عليه ألا يشتري إلا سلعة كذا أو يقبده بالعمل في مكان معين أو بتوقيت معين أو مثلا بنوع معين من التجارة أو يشترط عليه ألا يسافر بالمال أو العكس .

2- المضاربة المطلقة : هي تلك المضاربة الخالية من التقييد كان يقول صاحب المال للعامل مثلا : خذ هذا المال واعمل فيه مضاربة وما رزق الله من ربح فهو بيننا على كذا فله في هذه الحال أن يبيع ويشترى بما هو معروف<sup>1</sup>.

حسب أطراف التعاقد :

1- المضاربة الفردية أو الثنائية : وهي المعروفة في الفقه الإسلامي التي تقوم على أساس أن يكون المال من شخص والعمل من شخص آخر على أن يكون الربح بينها حسب الاتفاق .

2- المضاربة المشتركة: هي الصيغة التعاقدية المطورة لشركة المضاربة الفردية التي تقوم على أساس أن يعرض المصرف الإسلامي -باعتباره مضاربا- على أصحاب الأموال استثمار مدخراتهم لهم ، كما يعرض المصرف - باعتباره صاحب المال أو وكيل عن أصحاب الأموال - على أصحاب المشروعات الاستثمارية استثمار تلك الأموال على أن توزع تلك الأرباح حسب الاتفاق بين الأطراف الثلاثة وتقع الخسارة على صاحب المال<sup>2</sup> .

المطلب الثاني: المضاربة في الاقتصاد الوضعي :

الفرع الأول: المضاربة في الاصطلاح الاقتصادي :

للمضاربة في المفهوم الاقتصادي مجموعة من التعاريف نذكر منها :

- أن يكون رأس المال نقدا أي من الدراهم والدنانير واختلف الفقهاء حول رأس المال بالعروض فأجازوه الأحناف ومنعه المالكية والشافعية .

- أن يكون رأس المال معلوم المقدار والصفة عند العقد .

- أن يكون رأس المال عينا أي حاضرا لا دينيا في ذمة المضارب .

- تسليم رأس المال إلى المضارب لأنه أمانة فلا يصح إلا بالتسليم كالوديعة .

الشروط المتعلقة بالربح

- أن يكون مقداره معلوما بنسبة معينة لكل من المضارب ورب المال .

- أن تكون النسبة المشروطة لكل منهما حصة شائعة من الربح لا من رأس المال .

- يشترط ألا يكون نصيب كل من المضارب أو رب المال مقدارا محددًا من الربح كمائة جنيه مثلا فإن ذلك وإن لو

يخالف مقتضى العقد إلا أنه يفسد العقد لأنه يفضي إلى جهالة في الربح .

1- د/ حسن عبد الله الأمين ، المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة ص45 مرجع سابق .

2- د/ عثمان محمد شبير ، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي ص300 مرجع سابق .

أ/ يقصد بالمضاربة في اصطلاح الاقتصاديين أنها عبارة عن عملية بيع وشراء صوريين حيث يتم الشراء أو البيع في الحاضر بأمل الشراء أو البيع في المستقبل عندما تتغير الأسعار فغاية الطرفين من هذه المعاملة هو الاستفادة من فروق الأسعار<sup>1</sup>.

ب/ يقصد بالمضاربة في البورصة هو التعاقد على عملية مستقبلية يُتنبأ بأنها ستكون مربحة سواء من خلال ارتفاع أسعارها أو من خلال تجنب حدوث خسائر فيها ، حيث يرصد المضارب الفرص المتوقعة وينتجزها لتحقيق مكسب مناسب<sup>2</sup>.

ت/ المضاربة هي حالة لتوظيف الأموال في ظروف خاصة تعتمد على توقعات المضارب بشأن الأسعار في المستقبل القريب الذي لا يتعدى الأشهر ، الأسابيع وحتى ساعات التداول لتحقيق عوائد في صورة أرباح رأسمالية (فروقات أسعار البيع والشراء) وقد تقابل هذه الأسعار مخاطر رأسمالية كبيرة إذا لم تصدق التوقعات<sup>3</sup>.

ث/ عرف كينز المضاربة على أنها التنبؤ بنفسية السوق.

ج/ يقول آدم سميث في تعريفه للمضاربة بأنها الحصول على أرباح غير عادية عن طريق إنشاء صناعة جديدة أو إدخال وسائل حديثة في الزراعة .

ح/ المضاربة وتعني المخاطرات بالبيع والشراء بناء على التنبؤ بتقلبات الأسعار بغية الحصول على فارق الأسعار ، وقد يؤدي هذا التنبؤ إذا أخطأ المضارب إلى دفع فروق الأسعار بدلا عن قبضها ؛ وهي تقتضي بالضرورة السماح لهؤلاء المضاربين بالتعامل على المكشوف بمعنى السماح بالبيع وعقد الصفقات دون أن يكون المضارب مالكا للسلع مع العلم بأن من بين هذه الصفقات ما ليس ببيعا حقيقيا لأنه لا يجري فيه التسليم أو التسلم الفعلي وإنما المسألة تنحصر فقط في قبض أو دفع فروق الأسعار<sup>4</sup>.

#### الفرع الثاني: وظائف المضاربة في البورصة<sup>5</sup>:

تؤثر المضاربة بشكل كبير على حركة النشاط الاقتصادي من خلال ثلاث وظائف رئيسية تجعل منها عامل أساسي والدافع الأول لحركة الأسعار الدائمة ، تتمثل هذه الوظائف في :

- تحقيق توازن الأسعار في المكان والزمان .

- وسيلة لتوجيه المنتجين والمستثمرين.

- تعمل على زيادة وتوفير عدد أكبر من المتعاملين .

<sup>1</sup>- د/ عبد العزيز فهمي هيكل ، موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية ص 773 .

<sup>2</sup>- د/ محسن أحمد الخضير ، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة ص 47 مرجع سابق .

<sup>3</sup>- د/ أرشد فؤاد التميمي & د/ أسامة عزمي سلام ، الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة - ص 18 مرجع سابق.

<sup>4</sup>- د/ حسن عبد الله الأمين المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة ص 20 مرجع سابق .

<sup>5</sup>- د/ شمعون شمعون البورصة - بورصة الجزائر - ص 73 ، د/ محسن أحمد الخضير كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة ص 47 مراجع سابق .

الفرع الثالث: مقارنة بين المضاربة والاستثمار:

من خلال مفهوم المضاربة يمكن القول أن الاستثمار يمثل القاعدة والمضاربة تمثل الاستثناء لهذه القاعدة، إذن هناك طريقتين للتعامل في البورصة: المضاربة وهي البحث عن ربح في مدى قصير أو عن طريق الاستثمار في المدى المتوسط و الطويل<sup>1</sup>. إذن هناك عدة اختلافات تميز الاستثمار عن المضاربة:

المضاربة	الاستثمار	المعايير
لا يتعدى الأشهر أو الأسابيع أو حتى الساعات.	أكثر من سنة	الأفق الزمني
التوقعات المحتملة	مبادئ علمية	قواعد التوظيف
المضارب يتخذ من الأرباح الرأسمالية المحتملة أساس في صياغة قراره.	يعتمد المستثمر الرشيد معيار المبادلة بين العائد والمخاطرة	المعايير
المضاربة غير الطبيعية تؤدي بانهيارات الأسعار وأسواق رأس المال.	يحقق نمو في رأس المال ويحافظ على نشاط السوق وتوازنه.	من حيث الأثر
بيدي المضارب استعدادا كبيرا لتحمل المخاطر طبقا لتوقعاته.	المستثمر يحاول تجنب المخاطر من خلال الموازنة بين العائد والمخاطرة.	من حيث المخاطرة <sup>2</sup>
السوق الأجلة وخاصة عمليات الشراء بالهامش والبيع على المكشوف والاختيارات هي	السوق العاجلة حيث هي ميدان المستثمر غالبا.	نوع التعامل <sup>1</sup>

<sup>1</sup> - CONNAITRE LA BOURSE de l'an 2000 Le journal des Finances  
13<sup>e</sup> Edition PARIS

<sup>2</sup> - د/ أرشد فؤاد التميمي د/ أسامة عزمي سلام الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة - ص 19-20 مرجع سابق

الفرع الرابع: خصائص المستثمر، المضارب والمغامر أو المقامر<sup>1</sup>:

المستثمر	المضارب	المغامر أو المقامر
يهتم بالاستثمار طويل الأجل والمتوسط الأجل حيث يبقى الأسهم في حوزته لمدة طويلة، ويهتم أكثر بتحقيق الأرباح التي تخصصها الشركات للأسهم كما يقوم باستخدام أدوات التحليل المالي وبالتالي يحدد هدفه عند شراء الأسهم ويدافع الاستثمار.	أساس اهتمامه هو العائد الفجائي والسريع الذي يتحقق من ارتفاع السهم في الأجل القصير ولا يحتفظ بالأسهم إلا لفترة قصيرة ويرصد ويتابع عوامل بيع وشراء الأسهم، فلا يرتكز اهتمامه حول نوعية السهم وإنما فقط بالمكسب الرأسمالي في أقصر مدة.	إن تحقيق مكاسب فورية كبيرة وبشكل طفرات هي التي تشغل باله، ولديه استعداد لتحمل مخاطرة عالية جدا بشكل كامل، يتعامل في السوق بشكل فوري بل إنه يبيع ويشترى ذات السهم في ذات اليوم، ويعمل بشكل عشوائي دون خطة وإنما وفقا لاتجاه أسعار الأسهم وبشكل لحظي وفوري.

الفرع الخامس: أنواع المضاربة:

هناك نوعين من المضاربة:

1/ مضاربة على الصعود<sup>2</sup> Spéculation à la hausse

Speculate on rise - Bull Transaction

\* تعريفها: هي قيام المضارب الذي يتوقع ارتفاع الأسعار بشراء أوراق مالية لأجل بغية بيعها ثانية بسعر أفضل عند التصفية وقبض الفارق ثم طرح منه عمولة السمسار والمصاريف الأخرى<sup>3</sup>.

مثال: شخص يتوقع ارتفاع في أسعار أسهم شركة DANONE، فيقوم بشراء 100 سهم بسعر \$230 والتي سيدفعها يوم التصفية.

فإذا ارتفعت الأسعار يوم التصفية لتبلغ \$250 فإن المستثمر سيدفع قيمة الأسهم المشتراة المقدرة بـ

$100 \times \$230 = \$23.000$ . ثم يقوم ببيعها بـ \$250 فيحصل على  $100 \times \$250 = \$25000$

ليكسب ربحا قدره  $23000 - 25000 = \$2000$ .

إن هذا الشخص يقوم بتسوية وضعيته كمشتري.

3- د/ محسن أحمد الخضيرى كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة ص 53 مرجع سابق.

<sup>2</sup> - Dr/ Josette Peyrard LA BOURSE page 66 9<sup>e</sup> Edition (PARIS Librairie Vuibert) 2000.

<sup>3</sup> - شعبان محمد إسلام البروراي بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ص 178 مرجع سابق.

2/ مضاربة على الهبوط Spéculation à la baisse

Speculate on fall- Bear Transaction

\* تعريفها : هي تصرف المضارب الذي يقوم ببيع أوراق مالية لأجل متوقعا هبوط الأسعار ثم يقوم بشراء ما سبق له بيعه والربح هو فرق السعر مطروحا منه عمولة السمسار والمصاريف .  
مثال : هناك شخص آخر يتوقع انخفاض أسعار أسهم نفس الشركة فإنه يستطيع أن يبيع لأجل على المكشوف 100 سهم بـ \$230 للسهم الواحد .  
فإذا انخفضت الأسعار حقيقة يوم التصفية لتصل إلى \$ 215 فيقوم بإعادة شراء هذه الأسهم بسعر أقل بقيمة \$ 21500 ليحقق ربحا من فوارق الأسعار يقدر بـ \$23000 - 21500 = \$1500  
هذا الشخص يقوم بتسوية وضعيته كبناع .

\* حكم المضاربة في البورصة من الناحية الشرعية :

يقول الدكتور حسن عبد الله الأمين أن المضاربة التي تجري في البورصة بهذه الصفة تعتبر من البيوع الفاسدة ولا علاقة لها بالمضاربة الشرعية التي هي من نوع المشاركات أو الإيجارات على الخلاف المشهور بين ذلك عند الفقهاء .

ويقول الدكتور أحمد محي الدين أيضا أن المضاربة في البورصة غير جائزة لوجود القرائن التي تكشف أن الإرادة الحقيقية للمتعاقدين لا تتجه نحو إنجاز عقد بيع حقيقي من آثاره التملك والتملك حيث يقيس المضاربة على بيع العينة السابق ذكره والعلة عنده أن المضاربون يكتفون بدفع أو قبض الفارق بين سعري البيع والشراء ، ومن جهة أخرى يتم بيع الأوراق المالية قبل قبضها مما يدخل في بيع الشيء قبل قبضه المحرم عند جمهور الفقهاء ؛ ويؤيده في الرأي كل من الشيخ علي السالوس ، الدكتور يوسف كمال محمد و الدكتور محمد صادق العفيفي حيث يقول أن المضاربات بهذا الشكل لا تعدو عن كونها نوعا من المقامرة وإن جاءت في صورة بيع وشراء وتلك الصورة لا ترضاهم الشريعة الإسلامية وتكرها ، والدكتور أحمد خليل يقول أن المضاربة في الأسهم صحيحة باعتبارها عروض تجارة بذاتها بغض النظر عما تمثله من موجودات الشركة. أما المضاربة بالأسهم باعتبار ما تمثله من موجودات الشركة فغير صحيح. وعلى القول الراجح في تكيف السهم أنه يمثل الاعتبارين السابقين ينتج من ذلك عدم جواز المضاربة بالأسهم .

أما الدكتور محمد عبد الحليم عمر فيرى غير ذلك حيث يقول أن المضاربة في البورصة من ناحية بيع وشراء للأوراق المالية لا شيء فيها طبقا للرأي القائل بعدم اشتراط نية المشاركة عند شراء الأسهم ، كما أن المخاطرة الموجودة في عملية المضاربة لا شيء فيه لأن الأصل في التجارة المخاطرة باشتراط أن تكون هذه المخاطرة محسوبة ومبنية على قدرة تنبؤية قائمة على أسس مدروسة وإلا دخلت في نطاق المقامرة والمقامرة ، وفي رأي الدكتور أن المضاربة في البورصة تكون غير جائزة إذا

اشتملت على الكذب والممارسات غير الأخلاقية كالاحتكار وتقديم معلومات غير صحيحة تهدف إلى التضليل أو إذا احتوت على أعمال غير مشروعة تتعلق بأسلوب التعاقد كبيع الشيء قبل قبضه أو البيع الصوري وبيع المعدوم ؛ إلا أنه يمكن اتخاذ بعض الإجراءات التي تمنع الممارسات غير الشرعية و تحد من المضاربات المضرة في البورصة منها<sup>1</sup> :

- 1- أن تكون نسبة الاستثمار في الأوراق المالية لكبار المتعاملين محددة لمنعهم من التأثير على السوق وتوجيهه نحو المضاربة.
- 2- اللجوء إلى السياسة الضريبية من خلال فرض ضريبة على الأرباح الرأسمالية المحققة في مدة زمنية قصيرة مع مراعاة التمييز في سعر هذه الضريبة حسب مدة الاحتفاظ بالورقة المالية.
- 3- تطبيق عقوبات صارمة على كل شخص يحاول ممارسة نشاط غير أخلاقي من عمليات التزوير وغيرها.
- 4- وضع القيود على تغيير الأسعار بحيث لا يسمح لأي جهة الاستفادة من رفع الأسعار إلى الأعلى أو الأدنى بشكل سريع بحيث يمكن من المقامرة.
- 5- تدخل الجهات الإشرافية لتحديد الأسعار عند وجود محاولات للتأثير على الأسعار بشكل خطير.

#### المطلب الثالث: المرابحة والوضيعة في البورصة :

إن تسوية صفقات البورصة الناتجة عن إبرام العمليات الباتة يتطلب تأمين النقد اللازم لدفع ثمن الأوراق المالية من قبل المشتري وتسليم الأوراق المالية موضوع الصفقة من قبل البائع مما يتطلب وجود أموال نقدية كبيرة و جاهزة في حوزة المشتري من جهة ويجب توفر الأوراق المالية وعدم التصرف فيها بانتظار تنفيذ الصفقة من جهة أخرى . فالمعامل في البورصة و هم غالبا من المضاربين قد لا يرغب في إنهاء وضعيته يوم التصفية إما لأن الأوراق المتعاقد عليها غير متوفرة لديه (البائع) ، وإما أنه لا يستطيع تسليم مبلغ الأوراق المالية المشتراة يوم التصفية (الشاري) ؛ ومن أجل تسهيل التعامل في البورصة وفتح المجال أمام المتعاملين خصوصا أن المضارب يسعى فقط إلى الربح الناتج عن فروق الأسعار في فترات متباعدة من الزمن ، فقد أوجدت أنظمة البورصة حلا لهذه المشكلة وهو : المرابحة والوضيعة . فما هي ماهيتهما ؟

إن كلمتي المرابحة والوضيعة ليستا جديدتين على فقه المعاملات المالية الإسلامي لكن السؤال هل لهما نفس المعنى ونفس التطبيق في سوق الأوراق المالية ؟

#### الفرع الأول: المرابحة والوضيعة في الاصطلاح اللغوي والفقهى :

1- شعبان محمد إسلام البروراري ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ص 183 مرجع سابق .



\*المربحة لغة: من الربح وهو النماء والزيادة الحاصلة في المبايعة فيقال: رابحته على سلعته مربحة أي أعطيته ربحا ويقال أيضا أعطاه مالا مربحة أي على أن الربح بينهما<sup>1</sup>.

\* المربحة في الاصطلاح الفقهي:

- المربحة في الفقه الإسلامي تعني بيع السلعة بعد تملكها لشخص آخر مع إضافة نسبة من الربح<sup>2</sup>.  
- المربحة في اصطلاح الفقهاء هي البيع بزيادة على الثمن الأول، وقد قال ابن جزي في تبيان هذا البيع: "يعرف صاحب السلعة المشتري بكم اشتراها، ويأخذ منه ربحا إما على الجملة مثل: أن يقول: اشتريتها بعشرة وتربحني ديناراً أو دينارين، وإما على التفصيل هو أن يقول: تربحني درهما لكل دينار أو غير ذلك"<sup>3</sup>.

\*الوضيعة لغة: وضع في تجارته بوضع ووضع على المجهول ضعة وضعة ووضيعة خسر ولم يربح فهو موضوع فيها<sup>4</sup>.

\*الوضيعة في الاصطلاح الفقهي:

يقصد بالوضيعة عند الفقهاء بيع السلعة مع خصم نسبة معلومة من ثمنها الذي اشترت به<sup>5</sup>.

الفرع الثاني: المربحة والوضيعة في سوق الأوراق المالية:

\*تعرف Josette Peyrard المربحة في البورصة Le report على أنها الحق المعطى للمشتري من أجل تأجيل تنفيذ الصفقة إلى موعد التسوية اللاحق.

\*أما الوضيعة Le déport فهي إعطاء الحق للبائع من أجل تأجيل موعد تنفيذ الصفقة إلى الموعد اللاحق<sup>6</sup>.

إذن من خلال التعاريف السابقة نلاحظ أن معنى المربحة والوضيعة في البورصة يختلف تماما عن معناها في الاصطلاح الفقهي، فالمقصود بهما في سوق الأوراق المالية إعطاء الحق للمتعاملين في طلب تأجيل تسوية الصفقة حتى موعد التسوية اللاحق، ويحدث ذلك عادة عند إحساس المتعاملين في البورصة بعدم قدرتهم على تنفيذ الصفقة التي عقدها نظرا لتطور الأسعار على عكس تقديراتهم.

الفرع الثالث: طبيعة المربحة والوضيعة في البورصة:

يوجد في سوق الأوراق المالية متعاملون خاصة المضاربون- يرغبون في تأجيل موعد التصفية لأسباب معينة، فإذا كان حجم الأوراق المالية المراد تصفيتها في ذلك الموعد يفوق كثيرا الأوراق

1- د/ محمد عثمان شبير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي ص 263 مرجع سابق.

2- د/ محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم سوق الأوراق المالية ص 199 مرجع سابق.

3- د/ محمد عثمان شبير، المعاملات المالية في الفقه الإسلامي ص 263 مرجع سابق.

4- المعلم بطرس البستاني، قطر المحيط - قاموس لغوي ميسر - ص 670 مرجع سابق.

5- د/ محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم ص 199 مرجع سابق.

6- Dr/ Josette Peyrard LA BOURSE page 68-70.

المالية المؤجل موعد تصفيتها من قبل البائعين وهذا ما يحدث غالبا باعتبار أن المضاربة تجري عادة على ارتفاع الأسعار<sup>1</sup> فتتم عملية التأجيل هذه مقابل دفع مبلغ يعرف بفائدة التأجيل أو المراجعة من طرف المشتري للممول ، وتنفذ هذه العملية بناء على سعر الأوراق المالية المقدر من طرف لجنة البورصة ويسمى هذا العمل بالمرابحة Le report .

و في الحالة العكسية حيث تكون المضاربة على هبوط الأسعار<sup>2</sup> أي يبيع المستثمر أوراق مالية على أمل انخفاض الأسعار ويحقق ربحا مقدرا بفارق السعرين -سعر التعاقد وسعر التصفية - ؛ فإذا ما خاب ظنه وارتفعت الأسعار فلكي يتجنب الخسارة الناتجة عن ارتفاع الأسعار يقوم بالبحث عن مستثمر آخر يمتلك نفس النوع من الأسهم<sup>3</sup> لقاء دفع البائع لهذا الممول مبلغ التأجيل وتسمى هذه العملية بالوضيعة Le déport ، وللتوضيح أكثر نعطي المثالين التاليين:

/ مثال عن المرابحة :

\* وضعية المشتري : بتاريخ 2006/06/5 قلمت سيده بشراء 100 سهم من شركة الحديد والصلب مثلا بسعر \$56 للسهم الواحد مضاربة على ارتفاع الأسعار حتى موعد التصفية الأول المقرر في 2006/06/30 ، فماذا يحدث عندما يحل هذا الموعد وكيف تكون حالة السيدة ؟  
- الحالة الأولى : إذا صدقت توقعات السيدة وارتفعت الأسعار وبلغ سعر السهم \$60 فإنها تنفذ الصفقة بتاريخ 2006/06/30 وتحقق ربحا قدره :

$$\$400 = 100 \times (60 - 56)$$

- الحالة الثانية :

إذا انخفضت الأسعار على عكس توقعات المشتري لتصل إلى \$50 مثلا ، فإن هذه السيدة أمام اختيارين :

إما تنفيذ الصفقة وتخسر مبلغ قدره  $(56 - 50) \times 100 = \$500$  .

وإما تقوم بتأجيل موعد التصفية إلى الموعد اللاحق على أمل ارتفاع الأسعار وحتى تتمكن من تأجيل موعد الصفقة عليها البحث عن ممول آخر يقبل شراء الأسهم شراء باتا في موعد التصفية الأول ثم يبيعها لها مرة ثانية بيعا مؤجلا في موعد التصفية الثاني ، وذلك مقابل فائدة التأجيل التي تدفعها هذه السيدة للممول وهذه هي المرابحة .

ب/ مثال عن الوضيعة:

<sup>1</sup> - Dr/ Gaston Défossé & Pierre Balley , LA BOURSE DES VALEURS page 36 .

<sup>2</sup> - د/ شمعون شمعون البورصة - بورصة الجزائر- ص 63 مرجع سابق .

<sup>3</sup> - د/ محمد فتح الله النشار التعامل بالأسهم ص 201 مرجع سابق .

\* وضعية البائع : قام مستثمر في 2006/07/08 ببيع 100 سهم لشركة الإسمنت في سوق الأوراق المالية الآجلة بسعر \$56 مضاربا على هبوط الأسعار في موعد التصفية 2006/08/07 ، فكيف يتصرف هذا المستثمر في ذلك اليوم ؟

- الحالة الأولى : إذا هبطت الأسعار حسب تقديرات هذا الشخص لتصل إلى \$50 فسيربح مبلغا قدره

$$. \$600 = 100 \times (50 - 56)$$

- الحالة الثانية : إذا لم تصدق توقعات البائع فيكون هو أيضا أمام اختيارين :

إما تنفيذ الصفقة في موعد التسوية ويتحمل خسارة تقدر بـ :  $(56 - 60) \times 100 = \$400$  .

وإما تأجيل تنفيذ الصفقة إلى موعد التسوية اللاحق ولكي يتمكن هذا المستثمر من تأجيل وضعيته يجب أن يجد ممولا في البورصة يشتري منه الأسهم في موعد التصفية الأول ثم يبيعها له مرة أخرى في موعد التصفية المقبل وهذه الخدمة تكون مقابل دفع ثمن يسمى فائدة التأجيل<sup>1</sup> وهذه هي عملية الوضعية في البورصة .

#### \*حكم المرابحة والوضعية في الفقه الإسلامي :

يقول الدكتور محمد فتح الله النشار بخصوص المرابحة والوضعية كما تجري في بورصة الأوراق المالية غير جائزة ، فهي عبارة عن قرض بفائدة مقابل التأجيل ؛ حيث يذهب الفقه الإسلامي إلى عدم صحتها .

إضافة أن عملية المرابحة يمكن أن تخرج على أنها عكس بيع العينة<sup>2</sup> بمعنى أن يبيع السلعة أولا بنقد يقبضه ثم يشتريها من مشتريها بأكثر من المبلغ الذي دفعه الأول من جنسه ولكن نسيئة أو لم يقبض مثلها في الحكم ، أي أن هذه المسألة حكمها حكم بيع العينة الذي سبق ذكر تحريمه في أنواع البيوع المحرمة ؛ أما عملية الوضعية فهي بمثابة إعارة الأسهم لقاء فوائد ربوية أو قرض ربوي مما يجعلها محرمة وغير جائزة<sup>3</sup> .

<sup>1</sup> - د/ محمد فتح الله النشار ، التعامل بالأسهم ص 200 مرجع سابق

<sup>2</sup> - راجع تعريف بيع العينة من نفس البحث .

<sup>3</sup> - د/ محمد فتح الله النشار ، التعامل بالأسهم ص 201-202 مرجع سابق .

## المبحث الثاني: العمليات العاجلة حرامه اقتصادية وقصية

### المطلب الأول: العمليات العاجلة أو الآنية

#### الفرع الأول: مفهوم العمليات العاجلة:

العمليات العاجلة هي عمليات بيع وشراء للأوراق المالية التي تسوى فوراً أو في ظرف 48 ساعة على الأكثر حيث يدفع المشتري الثمن ويسلم البائع الأوراق.

- فعند إعطاء أمر بالشراء يجب أن تتوفر في نفس الوقت الأموال اللازمة لتنفيذ عملية الشراء .  
- وعند إعطاء أمر ببيع ما يجب أن تكون الأوراق المالية المعروضة للبيع هي الأخرى حاضرة!  
إذن فالعمليات العاجلة مثلما يدل عليها اسمها<sup>2</sup> تتمثل في التسليم والاستلام الفوري للأوراق المالية ولثمنها وفي مدة لا تتجاوز يومين؛ فيتحمل السمسار مسؤولية التنفيذ السريع والدقيق للأمر الذي تلقاه من عميله، فيجل مشتري الأسهم مكان المالك الذي باعها وكذلك الأمر لمشتري السندات وقد يلجأ المتعامل في البورصة إلى العمليات العاجلة لأحد الأسباب أو لكليهما معاً<sup>3</sup>:

1- شراء الأوراق المالية والاحتفاظ بها لغرض الاستفادة من توزيع الأرباح .  
2- المضاربة على ارتفاع أسعار الأوراق المالية لإعادة بيعها والاستفادة من فروق الأسعار .  
إن العمليات العاجلة تجري في قاعة التداول ببورصة الأوراق المالية ولا يسمح لغير السماسرة وموظفي السوق بدخولها، فتلعب البورصة دور الوكيل عن المتعاقدين لأجل إتمام صفقات البيع والشراء ثم يتم إرسال الأوراق المتعاقد عليها لتوقيعها من قبل الطرفين .

#### الفرع الثاني: حكم العمليات العاجلة<sup>4</sup>:

مما جاء في قرارات مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة<sup>5</sup> ما يلي :

1- العقود العاجلة على أسهم الشركات والمؤسسات حين تكون الأسهم في ملك البائع جائزة شرعاً، ما لم تكن تلك الشركات أو المؤسسات موضوع تعاملها محرم شرعاً كشرركات البنوك الربوية وشركات الخمر فحينئذ يحرم التعامل بها بيعة وشراء .

<sup>1</sup> -Josette Peyrard *La Bourse* page 62 9<sup>e</sup> édition 2000 (Vuibert Entreprise).

<sup>2</sup> -Gaston Défossé & Pierre Balley *La Bourse Des Valeurs* P 26 (Edition Bouchene ALGER) 1993 .

<sup>3</sup> -د/ محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم ص 168-169 مرجع سابق .

<sup>4</sup> -د/ محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم ص 171، شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ص 185-186 مراجع سابقة .

<sup>5</sup> -راجع قرارات الدورة السابعة المنعقدة من يوم 11 إلى 16 من ربيع الثاني 1404هـ (قرارات مجلس مجمع الفقه الإسلامي رابطة العالم الإسلامي من دورته الأولى عام 1398هـ حتى الدورة الثامنة عام 1405هـ) .

2- إن العقود العاجلة والأجلة على سندات القروض بفائدة بمختلف أنواعها غير جائزة لأنها معاملات تجري بالربا.

إذن فحكم العمليات العاجلة على الأسهم إذا استوفت شروط عقد البيع ولم تكن هذه العملية من البيوع المحرمة كان يشتمل على محرم أو فيه أكل لمال الغير بالباطل أو به جهالة أو غرر أو بيع الشيء قبل قبضه فذلك غير جائز .

### المطلب الثاني : التداول بالهامش

#### الفرع الأول : مفهوم التداول بالهامش

يعرف التداول بالهامش في البورصة على أنه المبلغ النقدي الذي يدفعه المستثمر كنسبة من قيمة الصفقة على أن تمويل النسبة المتبقية بإفراضها من السمسار أو أي مؤسسة مالية تقبل التعامل بالهامش

لقد انتشر استخدام التداول بالهامش في سوق نيويورك عام 1933 ، إذ حدد البنك الفدرالي نسبة الهامش 50% من قيمة الصفقة ولم تتغير هذه النسبة كثيرا في وقتنا الحاضر وتخضع هذه النسبة للتغيرات الحاصلة في مؤشرات السياسة النقدية في البلاد خصوصا المتعلقة بسعر الفائدة والرقابة على هذه النسبة من قبل البنك المركزي تهدف إلى السيطرة على حركة النشاط الاقتصادي والتخفيف من زيادة حدة المضاربات وتفاقم الضغوط التضخمية في السوق .

ويميز التداول بالهامش زيادة حركة تداول الأسهم إلا أنه ينطوي على مخاطر تتمثل في الفوائد على الأموال المقترضة و خسائر انخفاض الأسعار<sup>1</sup>، وما أزمة 1929 إلا أحد نتائج التوسع في شراء الهامش إذا تخضع هذه التعاملات لقوانين صارمة بما ينسجم وظروف سوق الأوراق المالية والأحوال الاقتصادية .

فالتعامل بالهامش إذا يتمثل في دفع المشتري جزء من المال اللازم للصفقة واقتراض الباقي من السمسار مقابل فائدة لشراء كمية أكبر من الأوراق المالية ، ثم رهن هذه الأخيرة لدى السمسار كضمان للقرض .

فنسبة الهامش تعني ذلك المبلغ الذي يملكه المشتري منسوبا إلى مجموع المال المستثمر ، وباقي مبلغ الصفقة يدفعه السمسار كقرض على المشتري بفائدة ثابتة وتوضيح هذه المعاملة سنعطي مثلا لتبيان ذلك:

<sup>1</sup> - د/ أرشد فؤاد التميمي & د/ أسامة عزمي سلام ، الاستثمار في الأوراق المالية - تحليل وإدارة - ص 179 ( عمان دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة ) ط1 2004 .

مثال : لنفترض أن أحد السماسرة نفذ صفقة بقيمة \$10000 لشراء أسهم أحد الشركات واتفق المشتري مع السماسر على أن الصفقة تمويل من قبله بنسبة 50% وبمعدل فائدة 5%. المطلوب حساب المبلغ المدفوع من قبل المشتري والفوائد المترتبة على عملية التمويل الجزئي.

المبلغ المقترض = نسبة الاقتراض × قيمة الصفقة

$$10000 \times 50\% =$$

$$5000 =$$

1- المبلغ المدفوع من قبل المشتري :  $5000 - 10000 = 5000$

يدفع المشتري مبلغ \$5000 ؛ ونسبة الهامش تقدر بـ 50% .

2- الفائدة على المبلغ المقترض : معدل الفائدة × المبلغ المقترض

$$5000 \times 5\% = 250.$$

إذن فالمبلغ المدفوع من قبل المشتري يقدر بمبلغ الصفقة إضافة إلى الفوائد المترتبة عليه فالقيمة الكلية تقدر إذا بـ \$10250<sup>1</sup>.

ثم سندرس كيفية احتساب الهامش في حالتي انخفاض وارتفاع أسعار الأسهم :

سعر السوق السائد	\$10.000	$1000 \times \$10$
رصيد السماسر	\$ 5000	نسبة الهامش 50 %
رصيد العميل	\$5000	نسبة الهامش 50 %

إذا انخفضت أسعار الأسهم ليصبح سعر السهم يقدر بـ \$8 في هذه الحالة يكون حساب الهامش كالآتي :

سعر السوق	\$8000	$1000 \times \$8$
رصيد المدين	\$5000	نسبة الهامش 50%
رصيد العميل	\$3000	نسبة الهامش 50%

نلاحظ أنه بانخفاض سعر السهم انخفض رصيد العميل إلى أقل من 50% للوصول إلى مبلغ الصفقة المقدر بـ \$10.000 إذا فيجب على العميل أن يدفع \$2000 لو أراد أن يغطي حسابه ولكن السماسر لا يطالبه الآن مادام لم يصل رصيد العميل إلى أقل من ثلث رصيد المدين ، أما في بورصة نيويورك فقد

<sup>1</sup>- انظر المرجع السابق ص 180 .

حدده بالربع أي لو وصل رصيد العميل إلى أقل من 1250 عندئذ يقوم السمسار بطلب يسمى "طلب الهامش أو طلب الكفالة".

فإذا انخفض سعر السهم ب \$2 عن آخر سعر له وهو \$8 فإن حساب الهامش يكون كالآتي :

سعر السوق	\$6000	$1000 \times \$6$
رصيد السمسار	\$5000	نسبة الهامش 50%
رصيد العميل	\$1000	نسبة الهامش 50%

إذا سيقوم السمسار في هذه الحالة بطلب الكفالة لإرجاع رصيد العميل إلى أكثر من ربع رصيد المدين ويقدر طلب السمسار على الأقل بـ \$250 ليصل رصيد العميل إلى ربع رصيد المدين وهو \$1250 ، وفي حالة نزول سعر السهم أكثر فالسمسار يطلب هامشا آخر ، عندئذ على العميل أن يقرر استمراره بته على دفع طلب الهامش أو يقوم بإصدار أمر البيع لسمساره ليوقف خسارته عند ذلك الحد ، ويسمى السوق في هذه الحالة بالذئب Bear Market .

أما عند ارتفاع سعر السهم ليصل مثلا إلى \$12 فيكون حساب الهامش كالآتي :

سعر السوق السائد	\$12000	$1000 \times \$12$
رصيد المدين	\$5000	نسبة الهامش 50%
رصيد العميل	\$7000	نسبة الهامش 50%

بارتفاع سعر السهم ارتفع رصيد العميل يعرف هذا الارتفاع باسم العلاوة .

علاوة رصيد المشتري = الرصيد الحالي - الرصيد الأولي

$$5000 - 7000 =$$

$$\text{علاوة رصيد المشتري} = \$2000$$

ويمكن للمشتري الاستفادة من هذا المبلغ إما عن طريق سحبه نقدا أو شراء كمية أخرى من الأسهم

ولهذه العلاوة قوة شرائية مضاعفة تسمى " قوة الشراء " وتحسب بالشكل التالي :

$$\text{قوة الشراء} = \text{علاوة الرصيد} / \text{نسبة الهامش}$$

$$\$4000 = 0.5 / \$2000 =$$

فإذا أراد العميل شراء أسهم هذه العلاوة تسمح له بشراء أسهم بقيمة \$4000 ، فنرى أن للطلاوة قوة

شرائية مضاعفة ، فكلما زادت الأسعار في السوق كلما ارتفع رصيد العميل وزادت قيمة العلاوة

فترتفع القوة الشرائية ويزيد عدد الأسهم فيكون السوق في هذه الحالة في حالة الثور Bull Market .

إذا هناك علاقة طردية بين سعر السوق ورصيد العميل في حالة الشراء بالهامش ، فعند انخفاض الأسعار ينخفض رصيد العميل وتتضاعف خسارته أما في حالة ارتفاع الأسعار في السوق يرتفع رصيد العميل وتتضاعف معه أرباحه ؛ أما فيما يخص رصيد السمسار فتأبث لا يتغير كما أن قرضه مضمون بأوراق مالية مرهونة لديه إضافة إلى فائدته والعمولة التي يتحصل عليها.

### الفرع الثاني: حكم التعامل بالهامش :

مما جاء في قرارات مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة أنه لا يجوز شراء الأسهم بقرض ربوي يقدمه السمسار أو غيره للمشتري لقاء رهن السهم لما في ذلك من المراباة وتوثيقها بالرهن وهما من الأعمال المحرمة.

لقد أبطل الدكتور صبري هارون التعامل بالهامش ويقول بخصوص ذلك أنه تجتمع فيه عناصر الدين الثلاثة المتمثلة في وجود دين مستقر في الذمة ، الأجل إضافة إلى زيادة مشروطة في الدين مقابل الأجل<sup>1</sup> ، وأيده في رأيه الدكتور علي القره داغي بعدم جواز التعامل بالهامش لأن فيه ربا وهو اقتراض المال مقابل دفع فائدة ؛ إذا سبب تحريم التعامل بالهامش هو القرض الذي يقدمه السمسار مقابل فوائد فلو كان القرض حسنا لأصبح التعامل جائز ، وأن التعامل بالهامش لو استخدم دون فوائد أجاز ذلك خصوصا أنه يستعمل للحد من المضاربة والتخفيف من حجم التعامل بالدين لأن ارتفاع نسبة الهامش يزيد من استخدام النقد مما يساعد على استقرار السوق والعكس صحيح .

### المطلب الثالث: البيع القصير أو البيع على المكشوف Short Selling<sup>2</sup>

#### الفرع الأول : ما هو البيع القصير

يعتبر البيع القصير أو البيع على المكشوف من العمليات العاجلة لأن البائع مجبر بتسليم الأوراق المقترضة إلى المشتري وأيضا بتسليم الأوراق المقترضة إلى السمسار بشراء هذه الأوراق من السوق ، وتتم هذه العملية في مدة وجيزة قد تصل إلى أربعة أيام في بورصة نيويورك أما معظم بورصات العالم فلا تتجاوز يوما واحدا .

نجد من المصطلحات المستعملة من قبل المتعاملين في البورصة البيع الطويل والبيع القصير ويقصد بهذا الأخير بيع أوراق مالية لا ينوي البائع تسليمها من محفظته المالية إما لأنه لا يمتلكها أو لأنه يمتلكها ولا ينوي تسليمها وقت البيع ، ويلجأ العميل (البائع) إلى استحصال البيع القصير عند توقعه أنه مستقبلا ستنخفض أسعار الأوراق المالية على أنه سيعيد شراءها في الأيام القادمة أو تغطية موقفه

1 - ، شعبان محمد إسلام البرواري ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ص 194 مرجع سابق .

2 - د/ أرشد فؤاد التميمي & د/ أسامة عزمي سلام ، الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة - ص 182 مرجع سابق .



بسر أقل والحصول على الربح ، ويسمى المتعاملون بهذا البيع بـ "الدبية أو المتشائمون " Bearish عرف Fredric Amlin البيع على المكشوف<sup>1</sup> على انه بيع لأوراق مالية مقترضة على أمل أن ينخفض السعر ثم شراء الأوراق المالية المباعة وإعادتها إلى مالكها ، وعرف البيع القصير على أنه عملية مضاربة تستهدف تمكين التجار من الربح من خلال انخفاض الأسهم، ومما يميز البيع القصير السمات التالية<sup>2</sup>:

- وسيلة من وسائل المضاربة .
- قد ينطوي على مخاطر رأسمالية إذا لم تتحقق التوقعات .
- المدة الزمنية للبيع على المكشوف لا تتعدى الأيام أو أحيانا الساعات .
- عملية التسليم للأوراق المالية يكون بأجل محدد في المستقبل القريب .
- الاقتراض بفائدة غير ثابتة وغير محددة بمدة زمنية .

#### الفرع الثاني: مضمون عملية البيع القصير :

إذا ما توقع العميل المضارب انخفاض أسعار أسهم إحدى الشركات فإنه يلجأ إلى البيع القصير إلا أن هذه الأوراق ليست في حوزته فيقترضها من سمساره ثم يصدر إليه أمرا ببيع تلك الأوراق التي اقتترضها محددًا كميتها ونوعها ، وغالبا ما توجد هذه الأوراق عنده وهي تتعلق بأوراق عملاته الآخرين ، وفي حالة عدم توفرها لديه فإنه يقوم باقتراضها من سمسار آخر وتحدد مدة القرض غالبا بيوم واحد تلقائيا ما لم ينهه أحد الطرفين ، ومن الطبيعي أن العميل أو البائع يحاول تمديد فترة الاقتراض إلى أطول مدة ممكنة إلى أن تنخفض الأسعار إلى الحد الذي يتوقعه ، حينئذ يقوم بشرائها بسعر أقل من سعر البيع مستفيدا من الفارق. وبعده يقوم بإرجاع الأوراق المشتراة إلى سمساره ؛ أما إذا حدث العكس وارتفعت أسعار الأوراق المالية فإنه سيكون مهددا بتغطية مركزه بخسارة كبيرة خاصة إذا كانت نسبة ارتفاع السعر في السوق كبيرة .

مثال توضيحي : لنفترض أن شركة ما تبيع أسهمها بـ \$100 للسهم الواحد ، ويتوقع العميل انخفاض في الأسعار قد يصل إلى \$70 في وقت قريب ، فيقترض من بيت السمسرة 50 سهما من أسهم هذه الشركة ويبيع له السمسار الأسهم بالسعر السائد في السوق حاليا وهو \$100.

أ/ في حالة انخفاض السعر ليصل إلى \$70 : يقوم العميل بإصدار أمر إلى سمساره لشراء كمية الأسهم المنفق عايتها ثم بعدها يرجع تلك الأسهم ويحصل على ربح فارق الأسعار المقدر بـ \$1500.  
( $100 \times 50$ ) - ( $70 \times 50$ ) = \$1500 (نوع احتساب عمولة السمسار والمصاريف الأخرى)

<sup>1</sup> - محمد شجبان إسلام البرواري ، بورصة الأوراق المالية ص 195 مرجع سابق  
<sup>2</sup> - د/ أرشد فؤاد التميمي & د/ أسامة عزمي سلام ، الاستثمار بالأوراق المالية ص 183 مرجع سابق .

ب/ إذا ارتفع السعر إلى \$120

( \$ 100 × 50 ) - ( \$ 120 × 50 ) = - \$ 1000 ( أيضا بدون حساب عمولة السمسار والمصاريف الأخرى ).

بالرغم من إيجابيات البيع على المكشوف المتمثلة في الاستفادة من فوارق الأسعار إذا تحققت تنبؤات البائع واغتنام هذه الفرصة لأغراض المراجعة فتتوازن الأسعار بين الأسواق إلا أن له سلبيات تتمثل في التأثير السلبي لجماعة الضغط إذا ما قامت بالمشاركة في عمليات البيع القصير فإنها تبيع كمية كبيرة من الأوراق المالية فتتخفف الأسعار في البورصة فيقوم بشرائها مرة أخرى مما يحفظ لها مركزها المالي دون أية خسائر، وفي حالة عدم مشاركة هذه الجماعة في هذا البيع يضطر البائعون إلى شراء تلك الأوراق بأي سعر تفرضه هذه الجماعة مما يعرضهم لخسائر مالية ونتيجة لهذه المساوئ قامت بورصة نيويورك بمنع عملية البيع القصير إذا ما كانت أسهم الشركة المتداولة في حالة انخفاض لأن انتشار البيع قد يؤدي إلى انهيار السوق.

#### الفرع الثالث: حكم عمليات البيع القصير أو البيع على المكشوف

من خلال اطلاعنا على طبيعة البيع على المكشوف يتبين لنا أن هناك جزء من عملية البيع القصير شرعي وجائز من حيث التسليم والتسلم، فالعميل الثالث الذي يشتري ما يبيعه السمسار لعميله المضارب من أوراق مالية لا يعلم بعدم تملك البائع لتلك الأوراق لذا فعملية الشراء جائزة بسبب عدم درايته، أما إن علم بذلك فلا يجوز له الشراء؛ أما عن الجزء غير الجائز في البيع على المكشوف فيشمل تصرف كل من العميل والسمسار بأموال الغير من دون علمهم ولا بإذن منهم ولحسابهما الخاص وليس لحساب أصحاب الأموال، فاقتراض السمسار لعميله أوراق مالية من دون إذن أصحاب الشأن - عملائه الآخرين- تصرف لا يقبله الشرع الإسلامي وهو ما يعرف بتصرفات الفضولي التي أبطلها كل من الشافعية والحنابلة، أما أصحاب المذهب المالكي والحنفي فقالوا أن تصرفاته متوقعة على عدم إجازة صاحب الشأن وترجع أهم أسباب إبطال هذه المعاملة إلى:

- اعتبار تصرف السمسار من تصرفات الفضولي غير جائزة .
- تحصيل الأرباح على حساب المتعاملين من دون درايتهم .
- إن تسليم البائع لأوراق مالية لا يملكها أصلا وإنما هي مقترضة تعتبر تضليل للمشتري .
- إن السمسار الذي يقرض ما لديه من أوراق مالية يمتلكها عملاؤه يساعد القائمين بهذا البيع على القمار والمغامرة .

إذن بالأسباب السابقة الذكر استدلت علماء الفقه والاقتصاد على عدم جواز عمليات البيع على المكشوف والبدل الشرعي لهذه العملية هو التصرف بإذن صاحب المال، فإذا قام السمسار وأقرض من عملائه

الأخرين بإذنه جاز ذلك كما أن اطلاع هؤلاء البيع يحد من تصرفات المتلاعنين بالأسعار من خلال مشاركتهم في البيع على المكشوف أو الامتناع عنه ، ويكون هذا القرض قرضا حسنا أو إعطاؤه تلك الأوراق ليبيعهها مرابحة .

### المبحث الثالث : العمليات الآجلة دراسة اقتصادية ونقدية :

العمليات الآجلة هي تلك العمليات التي تعقد صفقاتها ، ويتم الاتفاق بين الطرفين عند عقد الصفقة على تأجيل دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية إلى أجل معلوم يسمى بيوم التصفية La date de Settlement date ، وتجرى هذه التصفية عادة مرة في كل شهر وذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة فيتم تسوية الصفقات نهائيا بين المتعاملين في بورصة الأوراق المالية بيعا وشراء ويتم دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية فعليا خلال عدة أيام من تاريخ التصفية ، وقد يختلف هذا الموعد من بورصة إلى أخرى حسب أنظمة كل بورصة<sup>1</sup> ويحق لأي طرف من أطراف الصفقة أن يتحلل من التزامه في الدفع والتسليم بدفع الفرق بين السعر المتفق عليه والسعر حين حلول الأجل ونظرا لتأخير التسليم والتسلم لكل من الثمن والمثمن إلى تاريخ التسوية فقد فرضت أنظمة البورصة على المتعاملين في العمليات الآجلة بتقديم تأمين مالي حتى إبرام الصفقة بشكل لا يلحق الضرر بالطرفين ويسمى هذا التأمين بالتغطية<sup>2</sup> La couverture ، وتختلف هذه النسبة حسب نوع العمليات المعقودة وتتراوح عادة ما بين 25% و 85% .

وتتم عملية التصفية من خلال إحدى الصور الآتية :

- 1- يستلم ويسلم كل من المشتري والبائع فعليا الأوراق المالية والثمن .
- 2- أن يبيع ما اشتراه أو يشتري ما باعه ويقبض الفرق بين السعرين قبل موعد التصفية برضا الطرف الآخر .
- 3- تأجيل التصفية إلى موعد لاحق بدفع مبلغ يسمى بدل التأجيل<sup>3</sup> .

وقد نشأت هذه العمليات من أجل تجنب مخاطر أسعار الورقة المالية من جهة ومن أجل ضمان حقوق الأطراف المتعاملة من جهة أخرى ، كما تصنف هذه العمليات من أعمال المضاربة فهي أبرز مثال حي لذلك ، فالبائع يكون مضاربا على الهبوط أما المشتري فيكون في حالة مضاربة على صعود الأسعار .

<sup>1</sup> - د/ محمد فتح الله النشار التعامل بالأسهم ص 176 مرجع سابق .

<sup>2</sup> - د/ شمعون شمعون البورصة - بورصة الجزائر - ص 55 .

<sup>3</sup> - د/ محمد النشار، التعامل بالأسهم ص 176 ؛ شعبان البرواري بورصة الأوراق المالية ص 201-203 مراجع سابقة .

وتتمثل أهم العمليات التي تجري في السوق الآجلة في :

\* العمليات الآجلة الباتة والقطعية Forward - Les opérations ferme

\* العمليات الآجلة الشرطية Options- Les opérations à option

\* عقود المستقبلات Future contracts

المطلب الأول: العمليات الآجلة الباتة أو القطعية :

الفرع الأول : طبيعة العمليات الآجلة الباتة أو النهائية<sup>1</sup> :

هي تلك العقود التي تتم باتفاق طرفين بعقد صفقة على أن يتم الدفع والتسليم فيما بعد حيث يحدد تاريخ تنفيذها في موعد محدد يسمى موعد التصفية أو التسوية وبسعر محدد أيضا يعرف بسعر التنفيذ ؛ إن العمليات الباتة هي عمليات قطعية بيت فيها البيع بمعنى لا يمكن للمتعاقد الرجوع عن تنفيذ الصفقة إلا أنه يجوز للمتعاقد في هذا النوع من العقود تأجيل موعد التصفية إلى موعد تسوية لاحق Le report<sup>2</sup>

إن تنفيذ عقد البيع يؤدي إلى خسارة أحد الطرفين بدون شك إما البائع أو المشتري ، حيث أن ربح أحدهما غالبا ما يكون على حساب خسارة الآخر إلا في حالة واحدة وهي عند تعادل السعر يوم التصفية وسعر البيع ذاته<sup>3</sup>.

إن المشتري في العمليات الباتة يكون مضاربا على الصعود لأنه يتوقع ارتفاع الأسعار في حين أن البائع يتوقع نزولها فهو مضارب على الهبوط فإذا صدقت توقعاته يقوم بشراء ما باعه من قبل ليحصل على فارق الأسعار ؛ ولأجل التوضيح أكثر نعطي المثال التالي :

لشركة Alcatel أسهم في البورصة وهناك بائع لأسهمها ومشتري لها اتفقا على إمضاء عقد بيع لـ 250 سهم بسعر \$30 للسهم بتاريخ 12 مارس على أن يتم موعد التسوية في يوم 30 من نفس الشهر .

ما هي وضعية وحالة المشتري والبائع عند ارتفاع وانخفاض الأسعار ؟

1- إذا انخفضت الأسعار لتصل إلى \$20 للسهم الواحد :

\* بالنسبة للبائع :

إن المضارب على الهبوط وهو البائع طبعاً سيربح إذا ما انخفضت الأسعار وصحت توقعاته وذلك بالفارق بين كل من سعر التعاقد (التنفيذ) وسعر التصفية .

$$\$2500 = 5000 - 7500 = (250 \times \$20) - (250 \times \$30)$$

<sup>1</sup> - السحامي محمد يوسف ياسين ، البورصة- عمليات البورصة ، تنازع القوانين ، اختصاص المحاكم - ص 111 )

بيروت منشورات الحلبي الحقوقية ( ط 1 ، 2004 .

<sup>2</sup> - د/ شمعون شمعون البورصة - بورصة الجزائر- ص 57 مرجع سابق .

<sup>3</sup> - د/ محمد فتح الله النشار التعامل بالأسهم ص 178 ، مرجع سابق .

إذن يقدر ربح البائع بـ \$2500

\* بالنسبة للمشتري :

لم تصدق توقعات المشتري فهو أمام حل من الحلول الآتية :

- يستلم أسهمه ويسلم ثمنها المقدر بـ \$7500 يوم التسوية وينكبد خسارة قدرها \$2500 .

- يقوم بتصفية مركزه بأن يبيع نقدا ما اشتره آجلا ، ويتحمل الفرق بين سعري التعاقد والتصفية والذي تبلغ جملته \$2500 ، وغالبا لا يقوم المشتري بهذه التصفية إلا إذا كانت فروق الأسعار طفيفة أو يتبين له أن الأسعار ستعرف هبوطا أكبر.

- يقوم بتأجيل مركزه إلى يوم التصفية اللاحق إذا ما توقع تحسن الأسعار لصالحه بما يعوضه عن خسارته ، فيقوم بإصدار أمر إلى سمساره لتأجيل مركزه في مقابل مبلغ يدفعه وهو مبلغ التأمين أو ما يعرف ببديل التأجيل ، فإن قبل البائع انتقلت العملية إلى التصفية القادمة أما إذا رفض فيعمل السمسار على إيجاد ممول آخر يحل محل المشتري إلى موعد التصفية اللاحق مقابل حصول هذا الأخير على بدل التأجيل .

لنفرض أن موعد التسوية القادم يكون بتاريخ 10 أبريل وثمان التأمين قدره 15% وعرفت الأسعار ارتفاعا يقدر بـ \$40 ، فتكون حالة المشتري كالتالي :

ثمان الأسهم :  $(250 \times \$40) = \$10.000$  ( بتاريخ 04/10 ) .

ثمان بدل التأجيل :  $750 = 15\% \times \$5000$

إن المشتري سيدفع بدل التأجيل يقدر بـ \$750 لتأخير موعد التصفية إلى تاريخ 10 أبريل .

$$5000 - 10000 = \$5000$$

$$750 + 2500 = \$3250$$

$$3250 - 5000 = \$1750 \text{ ربح.}$$

أقد استطاع المشتري من خلال تأجيل موعد التسوية إلى موعد لاحق وتحققت توقعاته بارتفاع الأسعار نلاحظ أن هذا الأخير تمكن من تأجيل نقل وضعيته من حالة الخسارة المقدرة بـ \$2500 إلى وضعية ربح قدره \$1750.

2- إذا ارتفعت الأسعار لتبلغ \$40

\* بالنسبة للمشتري :

إن المشتري وهو مضارب على الصعود قد تحققت تدبؤاته بالتالي سيربح مبلغ يقدر بـ \$2500 .

$$2500 = 7500 - 10.000 = (250 \times \$30) - (250 \times \$40)$$

\* بالنسبة للبائع

المضارب على الهبوط لم تتحقق توقعاته وبالتالي فهو أمام حل من الحلول التالية :

- تسليم وتسلم الأوراق المالية والتمن وتحمل الخسارة المقدرة بـ\$2500.

- يقوم بشراء كمية من هذه الأوراق التي باعها نقدا وعند حلول التصفية يقوم ببيعها ليقلل من خسارته.

- يؤجل البائع هو أيضا مركزه إلى مركز تسوية قادم خصوصا إذا توقع انخفاض الأسعار في المستقبل

القريب ، فيطلب من السمسار تأجيل موعد التصفية إلى موعد آخر وذلك بدفع بدل التأجيل للمشتري ، أما

في حالة رفض هذا الأخير فعلى السمسار إيجاد ممول آخر يحل محل البائع مقابل بدل التأجيل ، فيبيع

الأسهم بسعر التصفية الأولى ثم يشتري منه البائع تلك الأسهم بسعر التعاقد ( التسوية الأولى ) إلى التسوية

القادمة ، فإذا نزل السعر إلى \$20 وتأجل موعد التصفية إلى تاريخ 10 أبريل وبدل التأجيل يقدر بـ15 %

، فحالة البائع تكون :

تمن الأسهم المتعاقد عليها :  $250 \times 30 = \$7500$ .

الشراء بسعر التصفية :  $250 \times \$40 = \$10000$ .

تمن بدل التأجيل :  $0.15 \times 10000 = \$1500$ .

البيع في يوم التصفية الثانية :  $250 \times \$20 = \$5000$ .

$\$4000 = \$1500 + \$2500$ .

$\$1000 = \$4000 - \$5000$ .

لقد استطاع البائع من تقليص قيمة خسارته من \$2500 إلى \$1000 عند قيامه بتأجيل موعد التصفية إلى

موعد لاحق .

### الفرع الثاني : حكم العمليات الآجلة الباتة أو القطعية :

إن المعاملات المالية المعاصرة غالبا ما تعرف اختلافا بين الفقهاء وما العمليات الآجلة إلا جزء من هذه

المعاملات وبالنسبة للعمليات الآجلة الباتة فقد عرفت ثلاث آراء :

#### القول الأول :

قسم منعها وأقر عدم جوازها وعلى رأسهم د/ علي القره داغي ، د/ سمير رضوان ، د/ محمد فتح الله

النشار<sup>1</sup> ، د/ أحمد محي الدين و د/ أحمد بن محمد الخليل<sup>2</sup> كانت أدلتهم كالتالي :

1- أقر الدكتور علي القره داغي عدم جواز هذه العمليات بسبب تأجيل البدلين ولا تصح العقود إلا إذا تم

فيها تسلم أحد البدلين (إما الثمن أو المئمن) وإلا تكون من قبيل بيع الدين بالدين المحرم والذي ذكرناه في

شرحنا للبيوع المحرمة كما أن تأجيل موعد التصفية إلى موعد لاحق يضيف نوعا من الجهالة والغرر

1- د/ محمد فتح الله النشار ، التعامل بالأسهم ص 188

2- د/ أحمد بن محمد الخليل ، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي ص 199 ، انظر أيضا مختصر للكتاب

على الموقع الإلكتروني [www.islamtoday.net](http://www.islamtoday.net)

المنهي عنه ، هذا إذا كانت الأسهم موجودة فعلاً وتدخّل في ملكية البائع ؛ أما إذا لم تكن في حوزته وإنما سيحصل عليها مستقبلاً فهذا يدخل في بيع المعدوم وبيع ما لم يقبض المحرمة شرعاً .

2- إن قيام كل من المتعاقدين بتأجيل موعد التصفية إلى تاريخ لاحق مقابل دفع بدل التأجيل هو نوع من الربا فهي عبارة عن فائدة أو زيادة مشروطة على أصل القرض محددة زمناً ومقداراً ، إذن هي بيع دين حال بثمن مؤجل مع الزيادة ولا فرق بينه وبين قول الدائن للمدين عند حلول الأجل " سدد وإلا فأرب " أو قوله " أنتقصي أم تربي " .

3- إن الهدف من هذه العمليات ليس البيع والشراء الحقيقي وإنما المضاربة على انخفاض أو ارتفاع الأسعار فهو نوع من القمار والمضاربة والمغامرة ، حيث يحرص كل طرف على إلحاق الخسارة بالجهة الأخرى ليحقق أرباحاً لحسابه مما يدخل في نطاق أكل أموال الناس بالباطل المنهي عنها لقوله تعالى : « يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ »<sup>1</sup> ، فينجر عنه التخاصم والعداوة بين المتعاملين<sup>2</sup> .

4- إذا قسنا العقود الآجلة على عقد السلم نجد بعض التشابه 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 فهناك اختلافات جوهرية تجعلها لا تنتمي إلى عقود السلم لأنه ينقصها أحد أركان عقد السلم وهو نية تسليم المبيع إضافة إلى :

- إن المسلم فيه (السلعة) يباع قبل قبضه .

- إن رأس المال في العقود الآجلة لا يدفع معجلاً بل يقتصر على دفع نسبة منه ، فكان البدلين فيه مؤجلان .

- إنه لا غرض للبائع والمشتري بالسلعة وإنما غرضهما تحقيق الربح<sup>3</sup> .

وبالتالي فهي غير جائزة .

القول الثاني :

لقد ذهب الفريق الثاني إلى إباحة التعامل بالعمليات الآجلة القطعية<sup>4</sup> وكانت أدلتهم على ذلك كما يلي :

1- مادامت الأوراق المالية المتعامل فيها جائزة وبملك المشتري المبيع والبائع يملك الثمن ، ويكون ملك المشتري للمبيع بمجرد عقد البيع الصحيح ولا يتوقف على التقابض وإن كان للتقابض أثره في الضمان .

<sup>1</sup> - سورة النساء الآية 29 .

<sup>2</sup> - د/ محمد فتح الله النشار ، التعامل بالأسهم ص 181 مرجع سابق .

<sup>3</sup> - د/ كمال توفيق خطاب ، نحو سوق مالية إسلامية ص 21 مرجع سابق .

<sup>4</sup> - وهو ما ذهب إليه كل من د/ محمد عبد الغفار الشريف و د/ محمد الشحات الجندي .

2- أجاز كل من المالكية والحنابلة لاشتراط تأجيل الحق إلى مدة يحددها العاقدان واستدلوا بحديث جابر بن عبد الله رضي الله عنهما قال : " أنه كان يسير على جمل قد أعيا ، فمر النبي صلى الله عليه وسلم فضربه فسار سيرا ليس يسير مثله ، ثم قال : بعنيه بأوقية ، فبعته فاستثنيت حملانه إلى أهلي فلما قدمنا أتيت به الجمل ونقدني ثمنه ثم انصرفت فأرسل على إثري . قال : ما كنت لأخذ جملك ، فخذ جملك ودرهمك فهو لك"<sup>1</sup>.

3- إن هذه الأوراق عبارة عن ديون لأنها لا تتعين بالتعيين ولكن تحدد بالجنس والنوع كأسهم شركة كذا أو أسهم الشركة الفلانية<sup>2</sup>.

#### القول الثالث :

لقد ذهب فريق آخر من إلى دراسة العمليات الأجلة دراسة مرحلية لإبقاء الجائر وإخراج ما هو محرم وذلك بدراسة كل من حكم تأجيل البدلين ، حكم بيع الشيء قبل قبضه ، إضافة إلى مسألة بدل التأجيل :

#### 1/ حكم تأجيل الثمن والمثمن :

قياسا على عقد السلم السابق دراسته فقد ذهب كل من الحنفية ، الحنابلة والشافعية إلى وجوب تسليم رأس المال في مجلس العقد ، قال الزيلعي : " لأن المسلم فيه دين والافتراق لا عن قبض رأس المال يكون فراق عن دين بدين وأنه منهي عنه لأنه يدخل في بيع الكالئ بالكالئ المنهي عنه " ولا يجوز تأخير قبض رأس المال عن المجلس فقد ورد في المغني أنه " من شروط صحة بيع السلم أن يقبض رأس مال السلم في مجلس العقد فإن تفرقا قبل ذلك بطل العقد "<sup>3</sup>.

أما المالكية فلم يشترطوا قبض رأس المال في بيع السلم في المجلس وإنما يمكن تأخيره إلى ثلاث أيام ، من جهة أخرى ذهب ابن تيمية وابن القيم إلى شرعية بيع الدين لغير من عليه الدين بثمن مؤجل مستنديين إلى قياسه على الحوالة<sup>4</sup> فقد اشترط لها الفقهاء الشروط التالية :

- أن يكون الدينين معلومين ، - تماثل الحقيين في الجنس والصفة ، - أن يكونا مستقرين .
- تساوي الدينين في الحول والتأجيل فلا تصح إذا كان أحدهما حالا والآخر مؤجلا ، ونصح إذا كان الأجلين منقذين .

فالحوالة إذن هي بيع دين بدين وأجازها المشرع لكونها تجر مصلحة للعاقدين ، وربما احتاج الدائن إلى سلعة من السلع ولا يتوفر له ما يشتري به سوى هذا الدين وتتواجد هذه البضاعة عند المدين ولا

<sup>1</sup> - صحيح مسلم ، باب بيع البعير واستثناء ركوبه ص 51 مرجع سابق.

<sup>2</sup> - د/ فتح الله النشار التعامل بالأسهم ص 184 نقلا عن د/ محمد عبد الغفار الشريف ، أحكام السوق المالية ، مجلة مجمع الفقه الإسلامي العدد 1308 /2 هـ .

<sup>3</sup> - د/ كمال توفيق الحطاب ، نحو سوق مالية إسلامية ص 24 مرجع سابق .

<sup>4</sup> - شعبان محمد إسلام البرواري ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ص 212 مرجع سابق.



يتضرر المدين لأنه مطالب بتسديد ما عليه سواء للدائن الأصلي أو لمن يحل مكانه ولا يوجد مانع شرعي يمنع من ذلك فهو جائز.

لما سئل الشيخ مصطفى الزرقا<sup>1</sup> عن بيع البضاعة غير الحاضرة والمؤجلة التسليم بثمن مؤجل كله أو بعضه هل من قبيل بيع السلم الذي يشترط تعجيل الثمن كله أم لا ؟ فأجاب بما يلي :

إن بيع بضاعة مؤجلة التسليم ليس دائما من قبيل بيع السلم الذي يكون فيه المبيع غير معين بالذات بل معين بالنوع فقط وملتزم في الذمة التزام الديون فربما كانت البضاعة معينة بالذات ومؤجلة لتسليم ولو كانت غير حاضرة يوم العقد وشبه ذلك ببيع شخص ما للسيارة أو بيت بثمن أو على أقساط بدايته مؤجل التسليم إلى أجل معلوم فهذا ليس سلما لأن المبيع فيه معين بذاته غير ملتزم في الذمة التزام ديون وبالتالي من الجائز تأخير الثمن كله أو بعضه إلى حين تسليم المبيع إلى أجل آخر أقرب أو أبعد، أما إذا لم يتبين نوع البيع بالذات وكان التحديد بالنوع فقط كمقدار من السكر وغيره فذلك غير جائز . ومن هنا فقد ذهب أصحاب القول الثالث إلى إجازة تأجيل تسليم الأسهم وثمنها في العمليات الأجلة القطعية

## 2/ حكم بيع الشيء قبل قبضه:

عند حديثنا عن أنواع البيوع المحرمة ذكرنا بيع الشيء قبل قبضه وبيع ما ليس عندك وقلنا أنها محرمة وقد اتفق الفقهاء على ذلك إلا أنهم اختلفوا في علة هذا النهي فقد ذهب جمهور الفقهاء إلى عدم جواز بيع السلع وغيرها قبل القبض وقد استدلوا بذلك ب:

- 1- تعقيب ابن عباس رضي الله عنهما الذي يروي عن الرسول الكريم عليه الصلاة والسلام من ابتاع طعاما فلا يبيعه حتى يستوفيه، قال ابن عباس : واحسب كل شيء مثله<sup>2</sup>.
- 2 - حديث حكيم ابن حزام والذي قال يا رسول الله إني اشتريت ببوعا فما يحل لي منها وما يحرم ؟ قال <<إذا اشتريت شيئا فلا تبعه حتى تقبضه>><sup>3</sup>.

3- إن علة النهي عن بيع الطعام قبل قبضه سواء كانت الربا أو الغرر موجودة في بيع غير الطعام قبل قبضه فيجب أن يسوى بينهما في الحكم ، لذلك ذهب الفقهاء إلى علة الربا في بيع الطعام قبل قبضه كما قال ابن عباس " ذلك دراهم بدراهم والطعام مرجأ"، فكلن الشخص إذا دفع مائة درهم في طعام أو غيره ثم باعه قبل أن يقبضه بمائتي درهم فكأنما باع مائة درهم بمائتين وهذا هو الربا فإذا كان النقد حالا كان ربا الفضل أما إذا كان مؤجلا فيضاف إليه إلى ربا النساء بالإضافة إلى الغرر الناجم عن عدم القدرة على التسليم أو احتمال هلاك المبيع قبل القبض أو وفاة أحد الطرفين أو وجود عيب في المبيع

<sup>1</sup> - الفتاوى الشرعية في المسائل الاقتصادية ، بيت التمويل الكويتي من 1979-1989 ، 517/2-518 ( الكويت بيت التمويل الكويتي )

<sup>2</sup> - سبق تخريج الحديث النبوي .

<sup>3</sup> - سبق تخريج هذا الحديث النبوي أيضا .

مما يخلف النزاع والشقاق ، ويضيف الصنعاني أن الأحاديث الواردة في النهي عن بيع الطعام قبل قبضه لا تمنع من دخول غير الطعام في النهي خصوصا مع وجود حديث " لا تبع ما ليس عندك "1 فإنه عام في الطعام وغيره .

القول الثاني :

ما ذهب إليه المالكية من أن بيع ما سوى الطعام من العروض كالحيوان والعقار والثياب قبل القبض جائز أما بيع الطعام فلا يجوز وكانت أدلتهم كالتالي :

1- قوله تعالى : << يا أيها الذين آمنوا أوفوا بالعقود >><sup>2</sup> فالقبض للمبيع - غير الطعام - شرط في اكتمال عقد البيع وليس شرطا في صحته إذن فالآية تنص على وجوب الوفاء بالعقود .

2- قول الرسول صلى الله عليه وسلم : << من ابتاع طعاما فلا يبعه حتى يستوفيه >><sup>3</sup> فالرسول الكريم خص الطعام بالقبض دون غيره وذلك لأنه الأكثر تعرضا للفساد وللتغير كما أنه لم يكن هنالك وجود للمبردات والمجمدات والمواد الحافظة في الماضي<sup>4</sup> .

3- أما قوله صلى الله عليه وسلم لحكيم ابن حزام : << لا تبع ما ليس عندك >> وذلك لوجود احتمالية تغير الأسعار أو عدم القدرة على التسليم مما يؤدي إلى الغرر وبالتالي النزاع .

إضافة إلى كل ما ذكرناه فقد ذهبت هيئة الرقابة الشرعية للبنك الإسلامي السوداني إلى الاستناد إلى قول المالكية في جواز بيع المبيع قبل قبضه إن لم يكن طعاما وافق معه في الرأي بيت التمويل الكويتي

استخلص أصحاب هذا الرأي من هذه الأدلة إلى القول أن بائع الأسهم إذا كان يمتلكها فعلا فيجوز له أن يبيعها قبل قبضها<sup>5</sup> .

### 3/ حكم بدل التأجيل

إن بدل التأجيل يشتمل على ربا النسينة الجلي الممارس في الجاهلية، إذن فهذه المعاملة المتبعة في العمليات الآجلة غير شرعية ولا يجوز التعامل بها .

إذن أصحاب القول الثالث ومن خلال تطرقهم إلى دراسة كل من بدل التأجيل ، عملية البيع قبل القبض وتأجيل البدلين فقد قاموا بتحريم التعامل بالأول وهو بدل التأجيل وأجازوا الاثنين الآخرين إلا أنهم فضلوا استعمال عقد الاستصناع .

1- أخرجه الترمذي ، أبو داود ، النسائي وابن ماجه .

2- سورة المائدة الآية -1- .

3- رواه البخاري ومسلم .

4- د/ كمال توفيق الحطاب ، نحو سوق مالية إسلامية ص 23 مرجع سابق .

5- شعبان محمد إسلام البرواري ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ص 220 مرجع سابق .

الراي الراجح : لقد ذهب مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة إلى عدم إجازة هذا النوع من التعاملات لما يشتمل عليه من غرر وضرر لأحد المتعاقدين وأن فيها نوع من المقامرة والمراهنة كما تشتمل على الربا المحرم حالة التأجيل إلى موعد لاحق.

### المطلب الثاني: العمليات الآجلة الشرطية أو الخيارات

#### الفرع الأول: لمحة تاريخية عن نشأة الخيارات :

لقد تعامل الناس بالخيارات منذ قرون طويلة وذلك من خلال مكاتب التجار وبيوت السمسرة ، وقد بدأ تعامل الناس بعقود الخيارات في الأسهم في سوق لندن للأوراق المالية مع بداية عام 1820 وفي سنة 1860 بدأ تداول هذه العقود في اليوم. إلا أنها لم تكن منمطة مما أبعدها عن التداول في السوق الثانوية إلا أن هذا الوضع قد تغير بظهور أول سوق منظمة لعقود الخيارات عام 1973 بمدينة شيكاغو أطلق عليها بورصة شيكاغو<sup>1</sup> CBOE فعملت هذه السوق على إدخال تعديلات جوهرية على أسس التعامل في السوق غير المنظمة مما جعل التعامل بالخيارات أكثر سرعة وسهولة . بدأ التعامل بسوق الخيارات في بورصة شيكاغو في خيرات أسهم خمس وعشرين شركة فقط ثم ارتفعت لتصل إلى أكثر من خمس مائة شركة ، وازداد التعامل بعقود الخيارات في اليوم. أ حتى أصبحت تزيد عن مليون عقد يوميا تتضمن مئات البلايين من الدولارات خصوصا في مرحلة الثمانينات إذ شملت التعامل في جميع أنحاء العالم<sup>2</sup>.

#### الفرع الثاني: تعريف الخيارات وأنواعها

##### \*تعريف الخيارات

1- يقصد بالخيارات تلك العقود التي تعطي الحق لحاملها في شراء أو بيع عدد من الأدوات المالية عادة ما تكون مائة أو مضاعفاتها بسعر محدد وبفترة محددة تتراوح ما بين 3 و 9 أشهر<sup>3</sup>.

2- الاختيارات هي عقد يمثل حقا للمشتري وليس التزاما The right but not the obligation في بيع أو شراء شيء معين بسعر معين خلال فترة زمنية محددة ، ومن جهة أخرى يلزم بائعه ببيع أو شراء تلك الأوراق بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية في مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد يعرف بعلاوة الصنفه الشرطية Options Premium ، ويعتمد هذا المبلغ على نوع الاستثمار الذي يقع عليه عقد الاختيار والفرق بين السعر السائد في السوق وسعر التعاقد<sup>4</sup>.

##### \* أنواع الاختيارات

<sup>1</sup> - Chicago Board Options Exchange

<sup>2</sup> - د/ كمال توفيق الحطاب ، نحو سوق مالية إسلامية ص 08 مرجع سابق .

<sup>3</sup> - د/ أرشد فؤاد التميمي & د/ أسامة عزمي سلام ، الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة- ص 71 مرجع سابق .

<sup>4</sup> - د/ عبد العزيز فهمي هيكل ، موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية ص 631-632 مرجع سابق .

لقد اتفق الباحثون في هذا المجال على وجود نوعين من الاختيارات الأهم والأكثر انتشاراً في التعامل بأسواق المال:

(1) خيار الطلب أو خيار الشراء Call Option: وهو اتفاق يعطي الحق لحامله وليس الإجماع في شراء سهم معين أو أية أوراق مالية أخرى بسعر محدد يسمى سعر الضربة Strike Price أو الممارسة أو سعر التعاقد خلال فترة محددة غالباً ما تكون تسعين يوماً<sup>1</sup>.

إن خيار الشراء يعطي المشتري الحق في تنفيذ الصفقة أو إلغائها خلال فترة محددة أما البائع فلا يجوز له التراجع عن الصفقة مادام قد قبض الثمن - ثمن الخيار - فالشاري حصل على الأمان ضد انخفاض قيمة الصفقة والبائع حصل على العمولة الإضافية لقيمة الصفقة وقت العقد إذا ما أتم المشتري الشراء وهذا النوع من العقود مرغوب من طرف المضاربين على ارتفاع الأسعار.

(2) خيار العرض أو خيار البيع Put Option: وهو عقد يعطي صاحبه الحق في بيع عدد معين من الأسهم أو الأوراق المالية الأخرى بسعر معين خلال فترة زمنية 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 ويميل إلى شراء خيار البيع أولئك الذين لديهم توقعات بانخفاض الأسعار<sup>2</sup>.

#### الفرع الثالث: طرق تنفيذ الخيار:

يتم تنفيذ الخيار بالطرق التالية هي:

1/ الخيار الأمريكي Les options à l'américaine: هو ذلك الخيار الذي يعطي الحق لحامله في تنفيذه في أي وقت خلال الفترة التي تمتد من بداية الاتفاق إلى التاريخ المحدد لانقضائه فيمتاز هذا الأسلوب بمرونة كبيرة لصاحب الخيار مما جعله أكثر أنواع الخيارات تعاملًا في العالم<sup>3</sup>.

2/ الخيار الأوروبي Les options à l'europpéenne: تعتبر أكثر الطرق جموداً، وفيه يكون حامل الخيار محصوراً في تاريخ محدد هو آخر مدة الخيار، ولا يستطيع تنفيذ الخيار إلا في هذا التاريخ ويتم التعامل بها غالباً خارج البورصات حيث أن هذه الاختيارات أرخص من نظيرتها الأمريكية.

3/ طريقة برمودا: من خلال هذه الطريقة يتم وضع عدة محطات محددة يمكن فيها تنفيذ الخيار، فهذه الطريقة تجمع بين الخيار الأمريكي والخيار الأوروبي بمعنى يتم تحديد تواريخ معينة خلال المدة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - د/ كمال توفيق الخطاب، نحو سوق مالية إسلامية ص 08 مرجع سابق.

<sup>2</sup> - شعبان محمد إسلام البروازي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ص 226؛ د/ كمال توفيق الخطاب، نحو سوق مالية إسلامية ص 09 مراجع سابقة.

<sup>3</sup> - د/ أرشد فؤاد التميمي د/ أسامة عزمي سلام الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة - ص 73، د/ كمال توفيق الخطاب نحو سوق مالية إسلامية ص 9 مراجع سابقة.

<sup>4</sup> - د/ كمال توفيق خطاب نحو سوق مالية إسلامية ص 9، د/ أرشد فؤاد التميمي د/ أسامة عزمي سلام الاستثمار بالأوراق المالية ص 74.

4/ الخيارات الأسيوية : هذه الخيارات أكثر تعقيدا من اختيار البيع أو الشراء ، فهي تتعامل في الأسواق التي تكون أسعار الأشياء المتعاقد عليها متقلبة فيها مثل أسواق النفط والمعادن<sup>1</sup>.

#### الفرع الرابع: طبيعة الخيارات وخصائصها :

##### 1- طبيعة الخيارات :

إن استعمال عقود الخيارات يتم عن طريق غرفة المقاصة<sup>2</sup> OCC ، فإذا تعاقد المتعاملين على بيع أو شراء عقد اختيار فإن بائع الاختيار لا يحرر العقد مباشرة إلى مشتري الاختيار وإنما يحرر هذا العقد إلى غرفة المقاصة التي تلعب دور الوساطة بين المتعاقدين ، حيث يتم تحرير العقد باسمها مما يضيفي عليها سمة البائع في كل عقد شراء وهي الشاري في كل عقد بيع كما أنها هي الضامنة لتعهدات كلا الطرفين.

فإذا رغب مشتري خيار الشراء في تنفيذ العقد وممارسة حقه في الشراء ، فإنه يقدم ثمن الأوراق المتعاقد عليها نقدا إلى OCC حيث تقوم هذه الجهة بتسليمه الأوراق المتفق عليها ؛ أما إذا امتنع المشتري من تنفيذ الصفقة فإنه يسلم إلى غرفة المقاصة مبلغ التعويض للبائع.

من جهة أخرى تعمل الشاشات الإلكترونية على إعطاء التفاصيل حول عقود الاختيار من: سعر التعاقد، نوع الاختيار ، مبلغ العلاوة ، عدد عقود الاختيار ، نوع الأوراق المالية المتعاقد عليها إضافة إلى اسم الشركة وتاريخ انتهاء العقد وهذا مثال عن ذلك (5 Alcatel , Mai 50 Put O 3,5) ونقرأ كما يلي :

إن مشتري عقد الاختيار حق البيع لـ5 عقود اختيار بيع لأسهم شركة Alcatel وبسعر \$50 للسهم الواحد من تاريخ التعاقد إلى نهاية شهر ماي يدفع تعويض قدره \$ 3,5 عن كل سهم .

$$\text{عدد الأسهم} = 5 \times 100 = 500$$

$$\text{قيمة الأسهم} : 50 \times 500 = 25.000 \$$$

##### 2- خصائص عقود الخيارات :

في سوق الخيارات عادة ما تكون هذه العقود منمطة، وما يميز هذه العقود ما يلي :

- من حيث حجم العقد : في بورصة باريس فإن عقود الخيارات تحتوي على 10 أسهم لكل عقد. إن قيمة عقد الخيار تتعلق بحاصل ضرب مبلغ العلاوة لكل سهم في العشرة أسهم (مبلغ العلاوة لكل سهم×10)؛ فإذا كانت علاوة خيار الشراء لشركة Moulinex تقدر بـ8€ ، فإن قيمة عقد الخيار يقدر بـ :

$$10 \times 8 = 80 € .$$

- من حيث سعر التنفيذ :

<sup>1</sup> - شعبان محمد اسلام البرواري بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ص 228 مرجع سابق .

<sup>2</sup> - Options Clearing Corporation

سعر التنفيذ أو سعر الضربة هو السعر الذي يشتري به مشتري خيار الشراء الأسهم ، أو يبيع مشتري خيار البيع أسهمه.

يقال عن خيار البيع أو الشراء أنه في ~ سعر التعادل~ إذا كان سعر التنفيذ يساوي السعر السائد في السوق.

أما إذا كان سعر التنفيذ أو سعر التعاقد أعلى من السعر السائد فيقال عن خيار الشراء أنه خارج النقد ~.

ويقال عن خيار الشراء أنه داخل النقد ~ إذا كان سعر التنفيذ أقل من السعر السائد في السوق ؛ والعكس بالنسبة لخيار البيع وتوضيح أكثر نضع الجدول التالي :

خيار البيع	خيار الشراء	
السعر السائد في السوق > سعر التعاقد. * لا ينفذ العملية.	السعر السائد في السوق < سعر التعاقد. * ينفذ العملية.	In the money Dans la monnaie
السعر السائد = سعر التعاقد * ينفذ العملية.	السعر السائد = سعر التعاقد * ينفذ العملية.	At the money A parité
السعر السائد < سعر التعاقد * ينفذ العملية.	السعر السائد > سعر التعاقد * لا ينفذ العملية.	Out the money Hors de la monnaie

- مدة صلاحية الخيار :

إن صلاحية الخيار محدودة فمثلا: إذا لم ينفذ خيار سبتمبر في آخر يوم من شهر الاستحقاق يصبح هذا الخيار غير صالح للتنفيذ و منتهي الصلاحية .

الفرع الخامس: استعمال الخيارات :

1- شراء خيار الشراء Call option: مثال : مستثمر يتوقع في 15 يناير من السنة ن ارتفاع شديد في أسعار أسهم شركة Michelin قبل شهر مارس، سعر سهم هذه الشركة في 15 يناير للسنة ن هو €40 ، فهذا المستثمر يشتري خيار واحد استحقاق شهر مارس دافعا علاوة تقدر بـ 4€ للسهم ، إذا العلاوة الكلية هي  $€40 = 10 \times €4$  وسعر التنفيذ يقدر بـ €40 .

- وضعية المشتري لخيار الشراء إذا صدقت توقعاته : عند حلول شهر مارس وتصدق توقعات المستثمر وارتفع مثلا لتصل إلى €46 فإن خيار الشراء الذي يعطي الحق للمستثمر لشراء الأسهم بالسعر المنفق عليها في العقد لشركة Michelin سيحقق ربحا يقدر بـ €6 عن كل سهم ، إذا مشتري الخيار سينفذ هذه الصفقة لأنه سيحقق ربحا عن طريق إعادة بيع هذه الأسهم بـ €46 مع احتساب قيمة العلاوة التي سيدفعها للبائع.  $€20 = (€4 \times 10) - (€6 \times 10)$ .

- وضعية المشتري لخيار الشراء إذا خابت توقعاته : إذا انخفضت الأسعار في شهر مارس وسعر السهم قُدرَ بـ €38 فخيار الشراء الذي يعطي الحق للمستثمر لشراء الأسهم لن يصبح له فائدة لأنه إذا نفذ سيخسر فمن الأفضل أن يتحمل قيمة العلاوة التي تقدر بـ €40.  
ولتبيين الوضعيتين نضع الجدول التالي :

سعر السهم	سعر الخيار الاستحقاق	يوم	ربح أو خسارة لكل سهم	الربح أو الخسارة لكل عقد
36	0		4-	40-
38	0		4-	40-
40	0		4-	40-
42	2		2-	20-
44	4		0	0
46	6		2+	20+
48	8		4+	40+

فالجداول أعلاه يبين الربح الممكن أن يحققه مشتري الخيار - خيار الشراء- يكون كبيرا كلما ارتفع السعر السائد في السوق عن السعر المتعاقد عليه، ولكي يحقق حامل هذا الخيار الربح الأكبر يجب أن يكون السعر السائد في السوق أكبر من سعر التنفيذ + علاوة الخيار .

من خلال المثال السابق يجب أن يكون سعر السوق  $€40 + €4 = €44$  حتى يستطيع حامل الخيار أن يحقق ربحا، وفي الحالة المعاكسة إذا كان سعر السهم أقل من €44 سيحقق خسارة للسهم والعقد .

كل ما ذكرناه يتعلق بانتظار حامل الخيار إلى يوم التصفية لتنفيذ العقد لكن هذه الحالة نادرة ما تحدث لأنه في الغالب يبيع حامل الخيار هذا العقد قبل يوم الاستحقاق خصوصا إذا لم يتوقع ارتفاعات جديدة في الأسعار . نعود إلى المثال السابق مفترضين أن سهم نفس الشركة يقدر بـ €50 شهرين بعد شراء الخيار فإن حامله سيقدر إعادة بيعه و يحصل على ربح يقدر بـ:  $€50 - €40 - €4 = €6$  لكل سهم .

$$€60 = 10 \times €6 \text{ للعقد .}$$

- عند شراء خيار الشراء يجب أن نغطي اهتماما كبيرا لتاريخ الشراء وأيضا لسعر التنفيذ لأن خطر الخسارة يكون أكبر في حالة الخيار الذي له سعر تنفيذ قليل.

- إذا اختار مستثمر سعر تعاقد أكبر من السعر السائد في السوق فسيكون الخطر أكبر ولكن في نفس الوقت إمكانية تحقيق الربح أكبر أيضا . أما في حال أنه اختار سعر التنفيذ أقل من السعر السائد في السوق فستقل المخاطر كما أن إمكانية تحقيق أرباح تنخفض هي الأخرى .

2- شراء خيار البيع Put option: مشتري خيار البيع يتوقع انخفاض في الأسعار فمشتري لأسهم شركة Michelin المسعرة بـ €40 يتوقع انخفاض هذه السعر قبل حلول شهر مارس ، وتسعيرة خيار البيع لشهر مارس يقدر بـ €3.5 للسهم .

إذا مشتري خيار البيع لشهر مارس له الحق أن يبيع 10 أسهم لهذه الشركة بـ €40 وعلاوة الخيار تقدر بـ :  $€35 = 10 \times €3.5$  .

- إذا صدقت توقعات المشتري : إذا انخفضت فعلا أسعار الأسهم لتبلغ €34 فإنه سيقوم ببيع أسهمه لأنه سيحقق ربحا يقدر بـ :  $€40 - €35 - €3.5 = €2.5$  لكل سهم .

- خابت توقعات مشتري خيار البيع :

\* إذا توافق سعر التعاقد مع سعر التنفيذ فمن الأفضل أن يقوم المشتري بتنفيذ الصفقة وبذلك لا يخسر إلا قيمة العلاوة المدفوعة كقيمة الخيار .

\* إذا كان سعر التعاقد أصغر من السعر السائد في السوق بشكل كبير فمن الأفضل ألا ينفذ العملية ويتحمل فقط خسارة محدودة مقدرة بقيمة العلاوة .

والجدول التالي يوضح ذلك:

سعر السهم	سعر الخيار الاستحقاق	عند خسارة أو ربح لكل سهم	الخسارة أو الربح لكل عقد خيار
34	6	2.5	25
36	4	0.5	5
38	2	0.5-	5-
40	0	3.5-	35-
42	0	3.5-	35-
44	0	3.5	35-



الشروط الفاسدة هي كل شرط لا يقتضيه العقد أو يكون فيه منفعة لأحد العاقدين لا يوجبها العقد أو تنتافي ومقتضى العقد أو تتضمن غرض يورث التنازع، فاعتبر الفقهاء أن هذه الشروط المرافقة لهذه العقود من الشروط الفاسدة في المذاهب الفقهية .

#### 4- الخرر في عقود الخيارات :

يشوب هذه العقود خرر فاحش يتمثل في الجهالة والترقب وانتظار تقلبات الأسواق وما تأتي به من ارتفاع أو انخفاض في الأسعار مما يترتب عنه أرباح للبعض وخسائر للغير.

#### 5- صورية أغلب البيوع الخيارية الشرطية :

إن معظم البيوع الأجلة الشرطية صورية ولا يجري تنفيذها فلا تحدث عملية البيع الحقيقي المتعارف عليه من تملك وتملك لكل من الثمن والمثمن مما يجعلها تختلف عن وظيفة عقود البيع وهي التملك ولما كانت عقود الخيار غير مؤدية لهذا الغرض فهي مخالفة لمقتضى العقد وبالتالي هي باطلة.

#### 6- وجود شبهة القمار والرهان في هذه الخيارات:

تعتبر عقود الخيارات من جنس القمار والرهان المحرم شرعا لأن بيع حق الخيار وتداوله من مشتر آخر وإنما هو لما لا يقبل حكم العقد شرعا إضافة على انطوائه على مصلحة زائدة فيها شبهة الربا.

\* كما جاء في حكم مجمع الفقه الإسلامي إلى عدم جواز عقود الخيارات حيث جاء في القرار رقم ( 7/6/65 ) " بعد الإطلاع على البحوث الواردة إلى المجمع بخصوص موضوع الخيارات ويعد الاستماع إلى المناقشات التي دارت حوله تقرر ما يلي :

إن الحكم الشرعي لعقود الخيارات كما تجري اليوم في الأسواق المالية العالمية هي عقود مستحدثة لا تطوي تحت أي عقد من العقود الشرعية المسماة وبما أن المعقود عليه ليس مالا ولا منفعة ولا حقا ماليا يجوز الاعتياض عنه فإنه عقد غير جائز شرعا وبما أن هذه العقود لا تجوز ابتداء فلا يجوز تداولها " <sup>1</sup>

#### الرأي الثاني :

أجاز الدكتور وهبة الزحيلي <sup>2</sup> التعامل بالخيارات وذلك من خلال بحث قدمه لمجمع الفقه الإسلامي في دورته السادسة ، وذهبت الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية في بحث للدكتور أحمد يوسف سليمان بعنوان رأي التشريع في البورصة إلى جواز عقود الخيارات الشرطية حيث قال الباحث أن الشرط الذي اتفق عليه المتعاقدان في البورصة شرط صحيح ، وإلى أن المال الذي يأخذه البائع من المشتري هو حق له فلا يرد إلى دافعه ولما كان للطرف الآخر نفس الحق في الخيار فإنه يجوز أن

<sup>1</sup> - مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة في مدينة جدة 1992 .

<sup>2</sup> - أجازها وهبة الزحيلي في بحثه المقدم لمجمع الفقه الإسلامي في دورته السادسة. انظر د/ كمال توفيق الحطاب ، نحو سوق مالية إسلامية ص 13 مرجع سابق .

بيعه حقه هذا، يدفعه من يشتري حق الخيار إلى من باع له هذا الحق من مال مقابل تحويله حق فسخ العقد خلال مدة الخيار هو حق للبايع لا يرد إلى دافعه. وقد استدلوا بالأدلة التالية:

1- الوفاء بالعقود:

لقوله تعالى: « يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ » الآية الأولى من سورة المائدة.

- 2- قوله صلى الله عليه وسلم: «>> المسلمون على شروطهم إلا شرطاً أحل حلالاً أو حرم حراماً»<sup>1</sup>.
- 3- أجاز الحنابلة والمالكية وأبو يوسف ومحمد من الحنفية اشتراط مدة الخيار حسب ما يتفق عليه العاقدان من مدة معلومة قلت هذه المدة أو كثرت وبناء عليه فإن مدة الخيار في هذه العمليات معلومة وهي ما بين وقت العقد إلى وقت أقرب تصفية، ويجوز دفع المال بشرط متفق عليه أو التبرع به لاستعمال حق الخيار.
- 4- إن المبلغ المدفوع ممن اشترط الخيار يعد بمثابة شرط ضمان في البيوع حيث أجازها الفقهاء لأنه شرط ملائم لمقتضى العقد كالرهن والكفالة.
- 5- كما استدلوا على أن المبلغ المدفوع يمكن أن يكون عربوناً إذا كان الخيار للمشتري وقد أحل الحنابلة بيع العربون.

#### المطلب الثالث: عقود المستقبلية:

##### الفرع: تعريف المستقبلية:

بدأ التعامل بهذه العقود لأول مرة في بورصة شيكاغو عام 1976، فالعقود المستقبلية هي عبارة عن عقود تبرم في اللحظة التي تناسب طرفيها على أن يتم تنفيذ ما ورد في العقد في تاريخ لاحق أما محل العقد فهو أصل مالي أما السعر فيحدد في لحظة العقد. وتكون العقود المستقبلية نمطية موحدة من حيث تواريخ الاستحقاق وتداول بوحدات نقدية موحدة أو بمضاعفاتها.

ويُلجأ المستثمر إلى المستقبلية في الحالات التالية<sup>2</sup>:

- 1- التغطية: يهدف المستثمر إلى تجنب التعرض إلى مخاطر التغيرات السعرية على مركز أخذه أو سيأخذه في السوق الحاضرة بالنسبة لورقة معينة. وتتم التغطية بأخذ مركز عكسي في سوق العقود المستقبلية بحيث تعوض المكاسب المتوقعة الخسائر التي قد يتعرض لها المستثمر؛ ولكن التغطية لا تعني فقط مجرد أخذ مركز عكسي في عقد مستقبلي بل إن توقيت أخذ المركز وتوقيت الخروج منه مسألة جوهرية لكي تحقق التغطية أهدافه.

1- سنن أبو داود والحاكم وهو صحيح.  
2- لماذا تنخفض أسعار الأسهم في البورصة؟ مخاطر الأدوات المالية الجديدة تبدأ من المستثمر- انظر الموقع الإلكتروني [WWW.IK.AHRAM.ORG.EG](http://WWW.IK.AHRAM.ORG.EG) مقال لـ نهلة أبو العز بتاريخ الاثنين 03 محرم 1424 هـ الموافق لـ 23 فبراير 2004 العدد رقم 1833 السنة 126.

وهناك ما يسمى بالتغطية الكاملة التي من شأنها أن تسهم في التخلص الكامل من مخاطر التغيرات السعرية والتي تتعلق بمماثلة تاريخ التسليم، حجم العقد والأصل محل العقد الثاني للمركز الذي أخذه المستثمر في العقد الأول.

2- المضاربة: وذلك من أجل استغلال فرصة تحقيق الربح.

3- الاستثمار بهامش مالي: ف شراء عقد مستقبلي بمليون جنيه لا يتطلب سوى دفع مبلغ لا يتجاوز بضعة ألوف من الجنيهات تستخدم كهامش مبدئي هذا من جهة و من ناحية أخرى فإن تكلفة المعاملات في سوق العقود المستقبلية تعد ضئيلة بالقياس إلى تكلفة المعاملات في السوق الحاضرة مما يحفز المستثمرين على التعامل بها.

#### الفرع الثاني: مضمون عقود المستقبلية

تكون العقود المستقبلية بين مؤسسة المقاصة والبائع وبين مؤسسة المقاصة والمشتري ويحتفظ عادة بسجلات تبين أوضاع المتعاملين في نهاية كل يوم لأن أسعار العقود المستقبلية تتغير بشكل دائم فإذا كانت تحركات الأسعار قد أدت إلى زيادة حقوق الملكية في العقد، فإن هذه الزيادة تسجل لصالح المتعامل ويستلمها نقداً؛ وبذلك يتحقق الربح والخسارة يوميا عند ارتفاع أو انخفاض الأسعار.

يتم تغطية الأرباح والخسائر اليومية من خلال الهوامش المدفوعة من طرف المشتري وهي نوعان:

\* هامش ابتدائي: يدفع هذا الهامش من أجل ضمان الشروط.

\* هامش تغطية الخسائر: وذلك لتغطية أية خسائر مبدئية تنتج عن تحركات أسعار البورصة<sup>1</sup>.

فإذا وصل الانخفاض في تحركات الأسعار إلى أقل من هامش التغطية للخسائر المدفوع فإن مؤسسة المقاصة تطلب من المشتري دفع هامش إضافي لكي يتم تعويض هذا الانخفاض في الأسعار والتي تتغير عادة وفقا لعوامل العرض والطلب<sup>2</sup>.

تهدف مؤسسة المقاصة إلى ضمان كل عقد يتم تداوله داخل البورصة بما يحافظ على المصداقية المالية البورصة فيقوم بائع ومشتري العقد المستقبلي بالاتفاق على سعر العقد المعني من خلال مزاد تنافسي يتم في البورصة، وسعر المزاد أكثر شفافية بحيث يستطيع كل المشتريين رؤية كل البائعين على كل سعر.

إن العقود المستقبلية صمام أمن، إذ تضمن لأطراف التعاقد أن يكون التنفيذ بنفس السعر المنصوص عليه في العقد بغض النظر عن أي ظروف مستقبلية قد يتعرض له الأصل محل التعاقد أو يتعرض له أطراف التعاقد أنفسهم ولعل السبب الرئيسي الذي أوجد هذا النوع من العقود وهو أنها تعمل على

1- د/ كمال توفيق الخطاب، نحو سوق مالية إسلامية ص 10 مرجع سابق.

2- المرجع السابق.

تغطية مراكز الأطراف المتعاقدة ضد مخاطر تغير الأسعار ، وهكذا فإن العقد المستقبلي يبدو كأنه آلية اكتشاف السعر الذي يباع به الأصل في الحاضر ، المستقبل وبالتحديد في تاريخ التسليم.

**\* مقارنة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية :**

إن العقود المستقبلية لا تخرج عن كونها عقود آجلة نمطية ، فهي تشبه العقود الآجلة من حيث أنها تتعلق بتسليم أصل معين في وقت لاحق مستقبلا وبسعر محدد مستقبلا إلا أنها تختلف فيما بينها في عدة أمور هي:

- 1- إن العقود الآجلة والعقود المستقبلية تحدد بشروطها باتفاق و تراضي الطرفين أما المستقبلات فإنها عقود نمطية موحدة من حيث قيمتها وتواريخ التسليم.
- 2- في العقود الآجلة يحدد الهامش مرة واحدة يوم توقيع العقد ، أما المستقبلات فيتم الاحتفاظ بهوامش متحركة لتعكس تحركات الأسعار .
- 3- في العقود الآجلة تتم تسوية العقد في تاريخ التسليم أو الاستحقاق أما المستقبلات فيمكن تسوية للعقد في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق .
- 4- في العقود الآجلة يتحقق الربح والخسارة في تاريخ التسليم أما المستقبلات فيتحقق الربح والخسارة يوميا عند ارتفاع أو انخفاض الأسعار.
- 5- إن العقود المستقبلية تنطوي على تكلفة أقل للمعاملات مقارنة مع العقود الآجلة لأن هذه التكاليف تكون أقل عندما يكون السوق منظم يتداول فيه .
- 6- على عكس العقود المستقبلية لا توفر العقود الآجلة الحماية لطرفي التعاقد ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزامات العقد<sup>1</sup> .

**الفرع الثالث : حكم التعامل بالمستقبلات :**

العقود المستقبلية هي عقود احتمالية<sup>2</sup> قد يتحقق المبيع وقد لا يتحقق مما يؤدي إلى هزة و إلى اضطراب و خلل في التعامل الاقتصادي ف جاء الإسلام ليمنع هذا النظام من أجل الإبقاء على المودة و الأخوة و التعامل الحسن و التعاون فيما بين الأفراد و أن تكون المعاملات الاقتصادية قائمة على أساس من الاستقرار و أما هذا النوع من العقود فيهبز قضية الاستقرار الاقتصادي ولذلك فقد منعها مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة التي انعقدت بجدة حيث حرم جميع أنواع العقود الآجلة.

**المطلب الرابع : التعامل بالمؤشرات وحكمها :**

<sup>1</sup> - د/ كمال توفيق الخطاب ، نحو سوق مالية إسلامية ص 11 ؛ د/ أرشد فؤاد التميمي & د/ أسامة عزمي سلام ، الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة - ص 78 مراجع سابقة.

<sup>2</sup> - د/ وهبة الزحيلي ، المصارف الإسلامية . <http://www.alkasabschool.com/2004/zoh1.html>.

### الفرع الأول : مفهوم المؤشر وتكوينه

1- تعريف المؤشر : المؤشر هو أداة لقياس وتوضيح تطورات الأسعار في سوق رأس المال وفق نموذج للقيم المعروضة أي بعد تتبع عينة من القيم التمثيلية البارزة في الاقتصاد؛ ومن بين الأسس التي يقوم عليها المؤشر هي :

أن يكون المؤشر ملما بجميع قيم العينة المأخوذة.

بساطة وسهولة حسابه أي التوصل إلى حساب المؤشر دون أية صعوبة.

الصفة التمثيلية للعينة المرشحة أي أن المؤشر يعبر بصدق عن حالة ووضعية البورصة .

### الفرع الثاني : تكوين المؤشر:

إن تكوين المؤشر يتم عبر مراحل وهي :

المرحلة الأولى : ترشيح عينة من الأسهم حيث تقوم بتنفيذ الأسعار في حساب المؤشر.

المرحلة الثانية : التجميع وهو الشكل الذي تمزج به الأسعار للحصول على رقم موحد يدعى المؤشر.

المرحلة الثالثة : تتمثل في تنظيم عملية التسعيرة الفورية للمؤشر.

### تركيب العينة

يقصد بالعينة مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر<sup>1</sup> حيث تمثل عدد القيم المسجرة ، ولكي يكون المؤشر أكثر تمثيلا لحالة السوق ينبغي أن تكون العينة ملائمة من ثلاثة معايير :

\* معيار الحجم : فكلما زاد عدد الأوراق المالية التي يتضمنها المؤشر كلما عبر هذا الأخير بشكل أفضل عن وضعية السوق .

\* معيار الاتساع : المقصود به أن تغطي العينة المختارة القطاعات المختلفة في السوق حتى يزيد من مصداقيته ؛ والمؤشر الذي يقيس حالة السوق بشكل عام ينبغي أن يتضمن أسهما لمنشآت في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي .

\* المصدر : يقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يقوم عليها المؤشر ، فمن المفروض أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه تلك الأوراق.

### الفرع الثالث : استخدامات المؤشر

إن مؤشرات أسعار الأوراق المالية تعد أداة نافعة للتنبؤ بما ستكون عليه الحالة الاقتصادية العامة في الدولة ، غير أن للمؤشرات استخدامات أخرى عديدة تهتم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال وأهم الاستخدامات هي :

<sup>1</sup> - د/ منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ص 132 مرجع سابق .

1- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة : القاعدة العامة أن حركة أسعار مختلف الأسهم المتداولة في السوق تسير في نفس الاتجاه، هذا يعني بالتبعية وجود علاقة طردية بين التغير في سعر سهم ما والتغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار الذي هو انعكاس لحركة أسعار كافة الأسهم المتداولة في السوق ؛ وعليه يمكن للمستثمر أن يكون فكرة سريعة عن التغير في عائد محفظته المالية إيجابا كان أو سلبا بمجرد معرفته لاتجاه التغير الذي طرأ على مؤشر حالة السوق وذلك دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة مالية على حدة.

2- التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق : قد يمكن المؤشر التنبؤ مقدما بما ستكون عليها حالة السوق في المستقبل ، وهذا أمر من شأنه أن يؤدي إلى اتخاذ القرار الاستثماري السليم في التوقيت السليم ، ويضيف أنصار التحليل الفني أن إجراء تحليل تاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد يكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه ، وإذا ما توصل المحلل إلى ذلك النمط فيمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في السوق والتي على ضوءها تتخذ قرارات الاستثمار.

3- تقدير مخاطر المحفظة :<sup>1</sup> تستخدم المؤشرات لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية أو ما يمكن أن يطلق عليها بالمخاطر ذات الصبغة العامة.

#### الفرع الرابع : حساب قيمة المؤشر :

تختلف المؤشرات التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر ، وفي هذا الصدد هناك مؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية ومجموعة أخرى تحسب قيمتها على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر.

ينبغي على المستثمر أن يتعرف على طريقة حساب قيمة المؤشر ، وذلك لأن معدل عائد المحسوب على أساس المتوسط الحسابي يختلف عن العائد من مؤشر محسوب على أساس المتوسط الهندسي

$$\text{الذي توضحه المعادلة التالية : } ه = س_1 \times س_2 \times \dots \times س_n \sqrt{1-n}$$

حيث "ه" تمثل المتوسط الهندسي، "ن" تمثل حجم العينة أي عدد الأسهم التي يقوم عليها المؤشر ، أما "س" فتتمثل سعر السهم.

#### الفرع الخامس : أهم أنواع المؤشرات :

تعرف الأسواق المالية العالمية العديد من المؤشرات التي تقيس حالة السوق منها الأمريكية ،

الأوروبية واليابانية :

- المؤشرات الأمريكية : في الحقيقة يوجد عدة مؤشرات داو جونز لكن يعتبر داو جونز الصناعي أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعا حيث يغطي 30 قيمة صناعية كما نجد مؤشر 20 قيمة تابعة لمؤسسات

<sup>1</sup> - د/ منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ص 131 مرجع سابق .

النقل ، مؤشر داو جونز لـ 15 قيمة تابعة لمؤسسات طاقوية ؛ نجد أيضا مؤشر ستاندر أند بور 500 حيث يمثل الرقم القياسي لأسعار الأوراق المالية الصادرة عن 500 شركة أمريكية : منها 400 شركة صناعية، 40 مؤسسة مالية ، 40 مؤسسة خدمات عمومية و 20 شركة نقل. ونجد أيضا مؤشر AMEX الذي يغطي 1000 قيمة، ومؤشر NYSEI وهو مؤشر بورصة نيويورك الذي يغطي كل القيم المسعرة داخل وول ستريت أكثر من 1500 قيمة .

- المؤشرات الأوروبية : نجد مؤشر DAX الألماني ويتكون من 30 قيمة ، مؤشر FTSE 30 البريطاني ويضم 30 قيمة ، مؤشر CAC 40 يمثل هذا المؤشر الرقم القياسي لأسعار الأوراق المالية لـ 40 شركة الأولى في فرنسا، مؤشر BEL20 (Bruxelles<sup>1</sup>) البلجيكي الذي يضم 20 قيمة .

- المؤشرات اليابانية : مؤشر NIKKEI موجود بطوكيو ويضم أسعار أسهم 225 شركة قيادية يابانية ، ونجد أيضا مؤشر TOPIX وهو مؤشر يغطي كل القيم المسعرة في بورصة طوكيو .

#### الفرع السادس : عقود المؤشرات :

يتم التعاقد على عقود معينة من المؤشرات بيعا وشراء<sup>2</sup> ( كل عقد مثلا يبلغ 1000 وحدة في المؤشر ) كأنه سلعة من السلع ، وبانخفاض المؤشر يحقق المشتري خسارة وبارتفاعه يحقق ربحا وذلك ضمن التعاملات الآجلة ويكون طبعاً البائع في وضعية معاكسة للمشتري ، ولا يعني أن شراء المؤشر أو بيعه يتضمن بيع وشراء الأسهم المعتبرة في حسابه. ويوجد بسوق الأوراق المالية عقود الخيارات على المؤشرات أيضا وهي عبارة عن نوع من المجازفة واستعمال الحظ ، حيث يقوم المتعامل باختيار الشراء بتصفية الاختيار نقديا ، فيدفع مصدر الاختيار نقديا إلى المشتري الفرق بين السعر الجاري والسعر المتضمن في الاختيار دون الحاجة إلى بيع وشراء الأسهم ذاتها ولكن اختيار المؤشر لا يتضمن ورقة مالية بعينها بل يتضمن مؤشرا.

مثلا : مؤشر يقيس التغيير في سعر مائة شركة تتداول أسهمها في بورصة لندن فعندما يصدر الخيار على المؤشر المنكور فإنه يتضمن تلك الأسهم المائة ( بدلا من أسهم شركة واحدة) فهنا لا حاجة لتسليم أو قبض أي شيء ، وإنما يكفي تصفية العقد نقديا عند انتهاء مدته معتمدين على اتجاه المؤشر، فإذا ارتفع ربح من توقع الارتفاع وحسر من توقع الانخفاض.

مثال : بتاريخ 03 يناير 2005 يتوقع مدير محفظة مالية انخفاض كبير في مؤشر CAC40 الذي يقدر بذلك التاريخ بـ 3992.24 نقطة فيقوم بتغطية وضعيته خلال 6 أشهر ، فيقوم ببيع عقد CAC40 يستحق بتاريخ جوان 2005 بـ 3919.50 نقطة أي بمبلغ : 10 أورو × 3919.50 = 39195 أورو مع دفع مبلغ الضمان .

<sup>1</sup> - Paul -jacques Lehmann , BOURSE et MARCHES FINANCIERS , page 97 .

<sup>2</sup> - شعبان محمد إسلام البرواري ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ص 245 مرجع سابق .

بافتراض أن هذا المدير سيؤدي العقد بتاريخ الاستحقاق 30 جوان 2005 فإذا انخفض المؤشر في هذا اليوم ليصل إلى 3589.30 سيحقق ربحا يقدر بـ  $10 \times (3589.30 - 3919.50) = 3302$  أورو ؛ أما إذا ارتفع المؤشر ليبلغ 4331.50 نقطة فسيحقق خسارة تقدر بـ  $10 \times (4331.50 - 3919.50) = 4120$  أورو<sup>1</sup>.

\*حكم التعامل بالمؤشرات في الفقه الإسلامي

يقول كل من الدكتور القري والدكتور القره داغي أن التعامل بالمؤشر صورة من صور القمار<sup>2</sup> ، لأن ما يدفعه المشتري يحصل في مقابله على فرصة ربح تعتمد على الحظ والمخاطرة فقط ، وأن ما يحققه من عائد ليس له مصدر حقيقي لكنه شبيه بالميسر يكسب الطرف الأول خسارة الطرف الثاني اعتمادا على ما قامر عليه ، كما أن مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة أكد على حرمة التعامل بالمؤشرات بيعا وشراء لأنه يتضمن بيع شيء خيالي غير موجود.

<sup>1</sup> - Paul - Jacques Lehmann , BOURSE et MARCHES FINANCIERS , page 97 .

<sup>2</sup> - شهبان محمد إسلام البرواري ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ص 246 مرجع سابق .



### خلاصة الفصل

سنذكر في الأخير الجوانب الإيجابية والسلبية للبورصة وهي:

أ/ إيجابيات البورصة :

1- توفر سوق دائمة تسهل تلاقي البائعين والمشتريين وتعقد فيها العقود العاجلة والأجلة على الأسهم والسندات والبضائع.

2- تعمل على تمويل المؤسسات الصناعية والتجارية والحكومية عن طريق طرح الأسهم والسندات للبيع.

3- تسهل بيع الأسهم والسندات بين المتعاملين والانتفاع بقيمتها.

4- تسمح بمعرفة أوضاع الأسعار للمنتوجات المتداولة بها وتموجاتها في ميدان التعامل من خلال آلية السوق ( العرض والطلب).

ب/ سلبيات البورصة :

1- معظم العقود الأجلة لا تقوم على الشراء والبيع الحقيقيين لأنها لا يجري فيها التقابض بين طرفي العقد فيما يشترط له التقابض في العوضين أو في أحدهما شرعا.

2- غالبا ما يقوم البائع ببيع ما لا يملك من أسهم، عملات سندات أو بضائع على أمل شرائه من السوق وتسليمه في الموعد دون أن يقبض الثمن كما هو الشرط في السلم.

3- يقوم المشتري في هذه السوق ببيع ما اشتراه لآخر قبل قبضه والثاني يبيعه لثالث قبل قبضه أيضا ، ويتكرر البيع والشراء على الشيء ذاته قبل قبضه إلى أن تنتهي الصفقة إلى المشتري الأخير الذي قد يريد أن يتسلم المبيع من البائع الأول الذي يكون قد باع ما لا يملك أو أن يحاسبه على فرق السعر في موعد التنفيذ وهو يوم التصفية ، ينما يقتصر دور المشتريين والبائعين غير الأول والأخير على قبض فرق السعر في حالة الربح أو دفعه في حالة الخسارة في الموعد المذكور كما يجري بين المقامر.

4- قد يعمل الممولون من احتكار الأسهم أو السندات في السوق للتحكم في البائعين الذين باعوا ما لا يملكون على أمل الشراء قبل موعد تنفيذ العقد بسعر أقل والتسليم في حينه.

5- تكمن خطورة هذه السوق عند اتخاذها وسيلة للتأثير في الأسواق بصفة عامة لأن الأسعار فيها لا تعتمد كليا على العرض والطلب الفعليين من قبل المحتاجين إلى البيع أو إلى الشراء وإنما تتأثر بأشياء كثيرة بعضها مفتعل من المهيمنين على السوق أو من المحتكرين للسلع أو الأوراق المالية فيها كالإشاعات الكاذبة وغيرها وهذه هي الخطورة المحظورة شرعا لأن ذلك يؤدي إلى تقلبات غير طبيعية في الأسعار، فيتأثر الاقتصاد تأثيرا سلبيا.



## مقدمة الفصل

يعرف التمويل الإسلامي تطوراً ملحوظاً منذ بداية إنشاء المؤسسات المالية الإسلامية منذ ثلاث عقود ، حيث ازداد الوعي والطلب على الاستثمار وفق المبادئ الإسلامية ، وقد ازداد عددها في كافة أنحاء العالم لتبلغ أكثر من 300 مؤسسة مالية إسلامية في أكثر من 75 بلداً وتتمحور خاصة في بلدان الشرق الأوسط وجنوب شرق آسيا ولكنها طفقت أن تظهر أيضاً في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية ، ويقدر إجمالي أصلوها بما يزيد على 250 مليار دولار ويقدر معدل نموها بنسبة تتراوح ما بين 12% و15% .

ومن خلال مسيرة النشاط الاقتصادي الإسلامي كان من الطبيعي أن يظهر الاحتياج الشديد إلى اكتشاف الأساليب المختلفة التي يمكن بها دفع هذا النشاط وتجنبيه الاصطدام ببعض العقبات التي يمكن أن تعرقله ،

ولأجل ذلك أصبح من الضروري بحث واكتشاف كافة الأساليب التي يمكن تسخيرها لتنمية وتعبئة الموارد التمويلية الإسلامية وتوسعة المنافذ الاستثمارية الشرعية لها لتفادي أي مشكلة أو معوق يمكن أن يعترض هذه العملية حاضراً أو مستقبلاً .

ولأن السوق المالية إحدى أجهزة الوساطة المالية الهامة في الاقتصاديات المعاصرة ، لأن هذا الجهاز يوفر للمستثمر الضمان والسيولة والربحية ، والتوازن بين هذه الأهداف هي طموح أي مستثمر ، ولهذا السبب اهتم الباحثين في الاقتصاد الإسلامي بهذه الأسواق وذلك من خلال استحداث أدوات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ، لكي يتسنى لجمهور المتعاملين المسلمين التعامل بهذه السوق بدلاً من حرمانهم من فوائدها ومميزاتها .

وفي صلب هذا الموضوع وجوهره وداخل الإطار العام للعمل الاقتصادي الإسلامي الراهن يستهدف هذا الفصل دراسة السوق المالي الإسلامي وأهميته إضافة إلى أساليب التمويل الشرعية وجملة الأدوات المالية الإسلامية من خلال المباحث الآتية:

- \* المبحث الأول: الصناعة المالية الإسلامية.
- \* المبحث الثاني: نحو سوق مالية إسلامية.
- \* المبحث الثالث: صيغ التمويل الإسلامية.
- \* المبحث الرابع: الأدوات المالية الإسلامية.
- \* المبحث الخامس: بعض النماذج للصناعة المالية الإسلامية.
- \* المبحث السادس: السوق الثانوية الإسلامية.

## المبحث الأول: الصناعة المالية الإسلامية :

### المطلب الأول : واقع الصناعة المالية<sup>1</sup>

كتب "بيتر دركر" أحد رواد الإدارة الحديثة في مجلة "الإيكونومست" مقالا عن واقع الصناعة المالية والابتكار المالي عنوانه "الابتكار أو الموت " Innovate Or Die" أشار فيه إلى انحسار الربحية الذي تواجهه الصناعة المالية ، إضافة إلى تدهور المنتجات التي تقدمها ، ومن ثم يدعو إلى روح الابتكار والتجديد ، ويقول الكاتب أن السبب الرئيسي وراء ازدهار الأسواق والمؤسسات المالية في الماضي القريب هو المبتكرات المالية ابتداء من اليورو -دولار ، سندات اليورو الحكومية مرورا ببطاقات الائتمان ثم الشركات متعددة الجنسيات؛ لكن هذه المنتجات تحولت بعد شيوعها وانتشارها من منتجات مريحة إلى سلع نمطية منخفضة الربحية حيث أشار إلى ذلك "الصناعة بحاجة إلى أن تكتشف نفسها من جديد إذا كانت تتطلع إلى الازدهار في القرن الحادي والعشرين ، فالمنتجات التي ساهمت في ازدهارها في السابق لم تعد قادرة على الاستمرار ، قبل أربعين عاما كانت هذه المبتكرات جديدة أما اليوم فهي مجرد سلع نمطية Commodities وهو ما يعني أن ربحيتها آخذة في الانحسار إن لم تكن خاسرة".

ويعزو دركر ذلك إلى أن هذه المنتجات قد انتشرت إلى حد أن العرض فاق الطلب مما جعل الفروق بين ما تقدمه مؤسسة وأخرى يتضاءل إلى حد كبير وتحولت المنافسة بينهما إلى السعر بدلا من النوعية فانخفضت ربحيتها" على مدى الثلاثين عاما الماضية لم تقدم المؤسسات المالية البارزة أي ابتكار ذا بال"، ويرى الكاتب أن المنتجات التي ظهرت خلال ثلاثة عقود ماضية كانت أكثرها مشتقات مالية زعموا أنها علمية لكنها في حقيقة الأمر لن تكون أكثر من أدوات القمار في لاس فيغاس أو مونت كارلو.

وذكر " دركر" أنه لإعادة إحياء الصناعة المالية يجب أن تعيد المؤسسات الحالية صياغة نفسها لتكون مبدعة ومبتكرة لمنتجات جديدة بالفعل ، ويؤكد الكاتب أنه من الممكن جدا أن يوجد اليوم من يخطط ويعمل لاستغلال الفرص المعطلة أو لابتكار منتجات رائدة والتي ستستبدل الخدمات القائمة أو تحولها إلى منتجات خاسرة.

### المطلب الثاني : الصناعة المالية الإسلامية

<sup>1</sup> - د/ سامي السويلم ، صناعة الهندسة المالية : نظرات في المنهاج الإسلامي ص 08 ( مركز البحوث شركة الراجحي المصرفية للاستثمار ) 2000 .

إن الإيحاءات التي تضمنها هذا المقال تشير إلى أن الصناعة المالية الإسلامية أمامها فرصة ذهبية لإثبات وجودها وإبراز منتجاتها ، ونحن نشاهد بالفعل إقبال عدد من المؤسسات العالمية على المنتجات الإسلامية وتقديرها لحاجة السوق المالي الإسلامي ، وإذا أردنا لهذا الاتجاه الاستثمارية والازدهار فالمسؤولية تقع على عاتق الباحثين والعاملين في مجال التمويل الإسلامي لاستغلال هذه الفرصة من خلال طرح منتجات مالية تتميز بالمصداقية الشرعية وفي نفس الوقت الكفاءة الاقتصادية .

من حيث الواقع فالصناعة المالية الإسلامية وجدت منذ أن جاءت الشريعة بأحكامها المطهرة ، وربما كان توجيه النبي صلى الله عليه وسلم لبلال المازني رضي الله عنه حين أراد أن يبادل التمر الجيد بالتمر الرديء فقال عليه الصلاة والسلام << لا تفعل بع التمر بالدراهم واشتر بالدراهم جنيبا >> إشارة إلى أهمية البحث عن حلول تلبي الحاجات الاقتصادية دون إخلال بالأحكام الشرعية ؛ لكن الملاحظ أن الشريعة الإسلامية لم تأت بتفصيل هذه الحلول وإنما جاءت بتفصيل ما لا يحل من المعاملات المالية وهذا يتفق مع القول أن الأصل في المعاملات الحل إلا ما عارض نصا أو حكما شرعيا ثابتا ، وعليه فالشريعة الإسلامية لم تحجر دائرة الابتكار وإنما على العكس حجرت دائرة الممنوع وأبقت دائرة المشروع متاحة للجهد البشري في الابتكار والتجديد.

#### المطلب الثالث : الحاجة للصناعة المالية الإسلامية

تبرز الحاجة إلى البحث عن حلول مالية إسلامية<sup>1</sup> من عدة جوانب:

1- إن قواعد الشريعة الإسلامية الخاصة بالتبادل وإن كانت معدودة ولكنها منضبطة ومحددة وعليه فإن قبول التعاملات التي تلبي احتياجات الناس بصورة كفؤة اقتصاديا يظل مرهونا بعدم منافاته لهذه القواعد ، واستنفاء هذا الشرط لا يكون عسيرا لكنه بحاجة إلى استيعاب للقواعد والمقاصد الشرعية وفي نفس الوقت إدراك وتقدير لاحتياجات الناس الاقتصادية وهذا هو المطلوب من الهندسة المالية الإسلامية.

2- تطور التعاملات المالية في العصر الحاضر وتزايد عوامل المخاطرة واللايقين ، وتغير الأنظمة الحاكمة للتمويل والتبادل الاقتصادي مما يجعل الاحتياجات الاقتصادية متشعبة ومعقدة ويزيد من ثم الحاجة للبحث عن حلول ملائمة لها.

3- وجود المؤسسات الرأسمالية ونموها إلى درجة فرضت قدرا كبيرا من التحدي على الاقتصاد الإسلامي ، فالحلول التي يقدمها المسلمون لا يكفي أن تكون عملية فحسب بل يجب مع ذلك أن تحقق مزايا متكافئة لتلك التي تحققها الحلول الرأسمالية ويترتب على هذه الجوانب صعوبة إيجاد حلول اقتصادية إسلامية قادرة على منافسة البدائل السائدة في الاقتصاد المعاصر، ومن هنا برزت الحاجة لتطوير الهندسة المالية الإسلامية وتأسيسها.

1- د/ سامي السويلم ، صناعة الهندسة المالية : نظرات في المنهاج الإسلامي ص 09-10 مرجع سابق.

### المطلب الرابع : أسباب نمو الصناعة المالية الإسلامية

إن المنتجات المالية الإسلامية موجهة إلى مستثمرين يرغبون في الامتثال للقوانين الإسلامية التي تحكم الحياة اليومية للمسلم وهذه القوانين تحظر وتحرم التعامل بالفائدة أخذاً و إعطاءً ويلزم بأن تقوم جميع المعاملات المالية على النشاط الاقتصادي الحقيقي، كما تحرم الشريعة الإسلامية الاستثمار في القطاعات المضرة بالمجتمع وبالفرد<sup>1</sup> مثل : الكحول ، التبغ ، الميسر ... وغيرها من التعاملات الممنوعة لما فيها من أضرار صحية واقتصادية واجتماعية.

وتوفر المؤسسات المالية الإسلامية طائفة كبيرة ومتزايدة من الخدمات المالية العديدة مثل حشد الأموال ، تخصيص الأرصدة ، خدمات تسوية المدفوعات والمبادلات وتخفيف وتحويل المخاطر؛ إلا أن هذه الوسائط المالية المتخصصة تقوم بالمعاملات باستخدام الأدوات المالية التي تتفق مع مبادئ الشريعة ، فما هي الأسباب التي يرجع إليها النمو الذي حدث أخيراً في التمويل الإسلامي؟

- 1- الطلب القوي من جانب عدد كبير من المسلمين المهاجرين وغير المهاجرين على الخدمات والمعاملات المالية التي تمتثل للشريعة الإسلامية .
- 2- تنامي ثروة النفط وتزايد الطلب على الاستثمارات الملائمة في منطقة الخليج .
- 3- قدرة عدد كبير من المنتجات التي تجتذب عدد كبير من المسلمين وغير المسلمين على المنافسة .
- 4- إن الإقبال الملحوظ من المؤسسات التقليدية العالمية ليس دعماً للتعاملات الإسلامية ، كما أنه ليس حرصاً منها على تعزيز وترسيخ مبادئ الشريعة ولكنه اقتناص لفرصة استثمارية باتت سانحة وأصبحت هائلة ، فهم يدركون أن الجزء الأكبر من هذه الأموال وخاصة من لم يهاجر منها لن تقبل إلا بتعاملات إسلامية والتي تأتي أن تتحرك إلا في سياق شرعي .

### المبحث الثاني : نمو سوق مالية إسلامية

#### المطلب الأول: مفهوم ومبادئ السوق المالية الإسلامية

##### الفرع الأول : مفهوم السوق المالية الإسلامية

الأسواق المالية الإسلامية هي أسواق لتبادل الثروات المالية التي ترتبط قيمتها بحركة الأموال ، في المستقبل وفقاً للتعاليم الإسلامية والتي تعتمد بشكل أساسي على المشاركة في الربح والخسارة .

##### الفرع الثاني : مبادئ السوق المالية الإسلامية<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - مجلة التمويل والتنمية العدد ديسمبر 2005 ص 46 ، محمد القرشي : تزايد التمويل الإسلامي بسرعة .

<sup>2</sup> - / احمد محمد محمود نصار بحث بعنوان : الأسواق المالية الإسلامية .

1- الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية : بشكل عام تدخل الإسلام بهيكل السوق حيث حرم كل عقد يؤدي إلى الربا والظلم والغرر والغبن والتدليس ، وفلسفة الإسلام في ذلك أنها شروط أساسية للمنافسة الكفوءة الشريفة ، وبطبيعة الحال ينطبق هذا المبدأ على السوق المالية الإسلامية، أي السوق المنضبطة بالضوابط الشرعية ، ولم يتدخل الإسلام بألية السوق ( العرض والطلب ) لأنها من الحريات الطبيعية التي أقرتها الشريعة الإسلامية كشرط مكمل وكافي لأداء السوق بكفاءة .

2- الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي : في الأسواق المالية المعاصرة تكثر المضاربات غير الأخلاقية من

بعض المتعاملين بالسوق المالي فيقومون بشراء الأوراق المالية وبيعها ليس بغرض الاستثمار وإنما بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم و هذا ما يؤدي إلى ظهور ميول احتكارية في هذه الأسواق ، لكن في السوق الإسلامية لا توجد مثل هذه المضاربات لأن الناظر في العقود الإسلامية يرى أنها عقود تهدف إلى الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي مثل المشاركات والبيوع والإيجارات وغيرها من العقود، بالإضافة إلى ذلك فإن الإسلام قد حرم الاحتكار فقال عليه الصلاة والسلام " المحتكر ملعون والجالب مرزوق " .

3- المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية : إن من شروط تحقيق قيمة مضافة في الاقتصاد أن تكون الاستثمارات فيه حقيقية ، وهذا مبدأ مهم من مبادئ الاقتصاد الإسلامي ، حيث أنه لا يوجد تناقض بين الأهداف الكلية للمجتمع في التنمية الاقتصادية وآلية تعامل الأفراد في السوق الإسلامية.

### المطلب الثاني : أهمية واستراتيجيات السوق المالية الإسلامية:

#### الفرع الأول: أهمية السوق المالية الإسلامية:

إن تنمية سوق المال الإسلامية جزء لا يتجزأ من النظام المالي الإسلامي<sup>2</sup> لما له من أهمية لنمو المؤسسات المالية الإسلامية الأخرى ولزيادة تعبئة الموارد وتخصيصها ، حيث تلعب هذه السوق دوراً حيوياً في جذب المدخرات وتوجيهها إلى الأغراض الإنتاجية.

و تتوضح لنا أن منهج الانطلاقة الفعلية المتوازنة موجود بالبلاد الإسلامية<sup>1</sup> ويبقى لتحقيق ذلك أن يتهيأ الإطار الذي يمكن أن يتم خلاله إقامة البناء وقد ابتدأ فعلاً بواسطة البنوك الإسلامية ، هذه البنوك التي رغم نجاحها في الداخل وفي جلب المدخرات من الأفراد فإن هذا النجاح يبقى مبنياً مادامت هذه البنوك نفسها توظف فوائض السيولة لديها بالخارج ؛ ومن ثم أصبح إقامة سوق مالية إسلامية ضرورة حتمية لكي تضمن هذه البنوك الاستمرارية والتوسع والقدرة على مقاومة التحديات.

<sup>2</sup>- Selman Syed-Ali , Islamic Capital Market Products : development and challenges page08 ( Islamic development bank , IRTD) N° 9, 2005 .

<sup>1</sup>- سعود عبد المجيد ، البنوك الإسلامية وأوجه الاختلاف بينها وبين البنوك التجارية (موقع الجزائر من كلا النوعين) ص 181 رسالة لنيل درجة الماجستير ( جامعة الجزائر معهد العلوم الاقتصادية ) 1991-1992 .

إن البنوك التجارية التقليدية تنشط في الاستثمار في الأوراق المالية وليس لها مجالات الاستثمار الواسعة التي تتمتع بها البنوك الإسلامية ، بينما هذه الأخيرة ليس لها في ميدان الاستثمار في الأوراق المالية إلا ما يخرج عن التعامل بالفائدة المحددة برغم ما لهذه الأوراق من أهمية في الوقت الحاضر ، ورغم ما تملكه هذه البنوك من سيولة ، لذلك فإن إيجاد لسوق المال الإسلامية ضرورة لوقف التحدي ولخدمة العالم الإسلامي عوضاً عن ترك الأموال الإسلامية تذهب إلى الخارج وتوظف ضدنا .

إن أهمية البحث عن صيغ التعامل في سوق المال الإسلامية وأهمية هذه السوق في الوقت الراهن للبنوك الإسلامية كسند تعتمد عليه لتخطي بعض العقبات الكبيرة التي تعترضها للوقوف الندي للند أمام غيرها من البنوك تعتبر من الأولويات ، ومن بين هذه العقبات التمويل لأجل طويلة ، وخاصة أننا ندرك أن البنوك الإسلامية لا يمكن أن يقتصر عملها على أشكال التمويل قصير الأجل مثلما هو معمول به لدى غالبيتها ، لا سيما التمويل بالمراوحة الذي أصبح يمثل النسبة الغالبة في استثمارات المصارف الإسلامية ، إلا أن الاعتماد على هذا الأسلوب وغيره لمدى قصير لا يمكن أن يكون الحل الدائم لها إذا ما أرادت الاستمرارية والنفوق ومن أجل ذلك عملت الدول التي تتبع الاقتصاد الإسلامي على محاولة خلق سوق مالية إسلامية لتوفير أشكال التمويل طويل الأجل ولتتعاون مع البنوك الإسلامية لزيادة فاعلية جميع المؤسسات المالية التي تستمد من الشريعة الإسلامية قوانينها ونظام عملها .

#### الفرع الثاني : أهداف السوق المالية الإسلامية :

- 1- توفير السيولة النقدية الكافية للمستثمرين والمحتاجين للسيولة المالية على أساس الشراكة في الربح والخسارة ، تساعد الطرفان على سهولة الحصول على الأموال عند الحاجة إليها ، وهذا يعني عدم خلو سوق الأوراق المالية من البائعين والمشتريين بشكل مستمر .
- 2- إنشاء علاقة شراكة بين الممولين والجهات المحتاجة للتمويل على أساس نسبة مردود الأموال والذي سيستند على كمية الإنتاج وأوضاع السوق .
- 3- إنشاء نظام للمعاملات وتصفية الحساب بشكل منصف والذي يمكن من خلاله الإشراف على إفشاء المعلومات بحيث تكون متساوية للجميع .
- 4- توفر سوق المال الإسلامية إمكانية نقل نسبة المخاطرة بين كافة المساهمين بصورة مؤثرة وفعالة .
- 5- تتمتع السوق المالية الإسلامية باليات لا يمكن من خلالها عقد معاملات غررية أو قمارية أو رهان .
- 6- توفير نظام منصف للمعاملات والتسوية .
- 7- توسيع دائرة الأدوات المالية المتناسبة مع الشريعة في العالم .



المطلب الثالث : مميزات وخصائص السوق المالية الإسلامية :

يقول الدكتور سيف الدين ناج الدين أن الخصائص التي ينبغي أن يتميز بها النموذج الإسلامي<sup>1</sup> لسوق المال هي :

1- تبعية السوق المالية للسوق العينية ، بمعنى أن تحركات سوق الأوراق المالية تكون تابعة وقوية الارتباط بتحركات سوق السلع العينية وذلك بمعنى المعرفة الاقتصادية في توجيه تحركات الأسهم .

2- استناد القيم السوقية على توقعات المدى البعيد بدلا من تغيرات المدى القريب وفي ذلك حدا لاتجاهات المضاربة البحتة وتشجيعا للاستثمارات ذات الأجل الطويل .

3- التوجه السلوكي العام لمجتمع المساهمين لا يجعل مصدر إشباعهم منحصرا في متوقع العائد النقدي فقط ، وإنما يتعدى إلى إشباع الرغبة في المشاركة الإيجابية لإنجاز الأهداف الاقتصادية للمجتمع المسلم .

4- إن الشرع الإسلامي يحث على تنشيط ذلك الصنف من التداول الذي يؤدي إلى خلق منافع حقيقية سواء ذلك بطريقة مباشرة أو غير مباشرة كالوساطة المنتجة أو الخدمات الإنتاجية المساعدة في المدى القريب أو البعيد .

والفهم الإسلامي للاستثمار يجب أن يحقق ذلك الدور التداولي المرتبط بعملية خلق المنافع بطريقة من الطرق المشروعة و يتعد عن ذلك التداول الذي يهدف فقط إلى توليد الأرباح للأطراف دون أية قيمة حقيقية للمجتمع كالوساطة الطفيلية وأكثر المضاربات المالية والعقارية التي تسود النظم الرأسمالية الحديثة . هذه الضوابط الشرعية تتطلب استقاء السوق المالية الإسلامية لشروطين هما :

1/ توافر المعلومات الموضوعية الدقيقة حول المراكز المالية للجهات المصدرة للأسهم والمتغيرات المؤثرة وإتاحتها للجمهور .

2/ إمكانية استعاب تلك المعلومات المتنوعة ومعالجتها لتقدير القيم التبادلية المنضبطة دون مبالغة أو غلو .

إن هذه الضوابط لازمة ولا يمكننا إقامة نموذج لسوق مالية إسلامية على النمط الرأسمالي دون قيد أو شرط ، وإلا لما أمكننا تسميتها بسوق المال الإسلامي ، إذ أن إضفاء الطابع الإسلامي على هذه السوق يحتم علينا أن نتصف سوقنا بصفات غير موجودة بالسوق الرأسمالية .

المطلب الرابع : دواعي ومميزات قيام ونجاح السوق المالية الإسلاميةالفرع الأول : دواعي قيام سوق المال الإسلامية<sup>1</sup>

1- سعود عبد المجيد ، البنوك الإسلامية وأوجه الاختلاف بينها وبين البنوك التجارية (موقع الجزائر من كلا النوعين) ص 186 رسالة لنيل درجة الماجستير ( جامعة الجزائر معهد العلوم الاقتصادية ) 1991-1992 .

ج- تشهد دول المنطقة الإسلامية قيام أسواق مالية نشطة يتم فيها تداول أسهم العديد من المصارف والشركات المساهمة التي تعمل وفقا للشريعة الإسلامية.

### المبحث الثالث : صيغ التمويل الإسلامي

#### المطلب الأول : مفهوم التمويل الإسلامي :

##### الفرع الأول : التمويل لغة

في النظر إلى التعريف اللغوي لكلمة تمويل نجد أنها مشتقة من المال نفسه وعلى هذا فإن التعريف اللغوي المجرد للتمويل من جهة الممول (المعطي) هو بذل المال ومن جهة المتمول (الأخذ) هو الحصول على المال ، والتمويل لغة مصدر مؤل أي قدم ما يحتاج إليه من مال ، والممول أن يتفق على عمل ما ، وتمولت كثر مالك .

##### الفرع الثاني : التمويل في مصطلح الاقتصاد الإسلامي :

- 1- إن معنى التمويل الإسلامي يدور حول تقديم تمويل عيني أو معنوي إلى المنشآت المختلفة بالصيغ التي تتفق مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية ووفق معايير وضوابط شرعية وفنية لتساهم بدور فعال في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية<sup>1</sup> .
- 2- يعرف الفقهاء والاقتصاديون المسلمون نظام التمويل الإسلامي والمبادئ العامة التي تحكمه من خلال تفسيرهم لمعنى وأسباب تحريم الربا<sup>2</sup> من خلال المقارنة مع المعايير المقبولة من المنظور الإسلامي .
- 3- لا تعني حقيقة أن القوانين الإسلامية تحظر<sup>3</sup> دفع وتلقي فائدة ضمنا أنها ترفض الحصول على أموال أو تشجع الارتداد إلى اقتصاد الاقتصار على الدفع نقدا أو المقايضة ، فهي تشجع جميع الأطراف في معاملة مالية ما على تقاسم مخاطر وأرباح أو خسائر المشروع ، ومن الممكن مقارنة مودعي الأموال في البنوك الإسلامية بالمستثمرين أو حاملي الأسهم الذين يستطيعون الحصول على أرباح عندما يحقق البنك ربحا أو يفقدون جزءا من مدخراتهم إذا تعرض البنك لخسارة ، والمبرر هو ربط العائد في العقد الإسلامي بإنتاجية المشروع ونوعيته ، مما يضمن توزيعا أكثر إنصافا للثروة ، وتتخذ الأدوات المالية الإسلامية شكل عقود بين الموردين للأموال والمستفيدين منها لإدارة المخاطر ، ويشتمل التمويل الإسلامي على الصيغ والأساليب الآتية:

<sup>1</sup> د. محاسب/ محمد البلتاجي ، بحث بعنوان : صيغ مقترحة لتمويل المنشآت الصغيرة والمعالجة المحاسبية لصيغة المشاركة المنتهية بالتمليك ص 15 - 16 مرجع سابق.

<sup>2</sup> - Dr/ Rida Saad Allah, Le Financement Islamique : Concept et Principes Généraux page 16( IDB, IRTI).

<sup>3</sup> - مجلة التمويل والتنمية العدد ديسمبر 2005 ص46 مرجع سابق.

المطلب الثاني : أساليب التمويل الإسلامية

تتم الصيغ التمويلية الإسلامية بالمرونة<sup>1</sup> التي تمكنها من تلبية مختلف رغبات العملاء المتنوعة ولمختلف القطاعات الاقتصادية ، كما تتميز كل صيغة بإمكانية استخدامها لتمويل نشاط ما لا يمكن لصيغة أخرى تمويله وتتمثل أهم هذه الصيغ في :

الفرع الأول : المضاربة ، المشاركة والمرابحة :

1- المضاربة Partenariat Passif<sup>2</sup>

هي قيام طرف بالتمويل مقابل إدارة الطرف الآخر للعملية بخبرته ودرأيته ، وفي حالة الأرباح يتم توزيعها وفق الطريقة التي يتم الاتفاق عليها مسبقا ، أما الخسائر فيتحملها الطرف صاحب التمويل .

\*المزايا الاقتصادية والاجتماعية للمضاربة

- تحقيق التكامل بين عناصر الإنتاج .
- معالجة المشاكل الاقتصادية من ركود وتضخم وسوء توزيع الثروة وهدر الموارد الاقتصادية .
- تشجيع إقامة المشاريع الصغيرة والحرفية .
- ارتفاع فرص التشغيل وزيادة عدد الملاك .

2- المشاركة Partenariat Actif

تعد المشاركة من أهم صيغ التمويل والاستثمار الإسلامي حيث تعكس هذه الصيغة غايات وأهداف الاقتصاد الإسلامي باستخدامها في تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة وهي أكثر الصيغ التمويلية مرونة وملاءمة وشمولا ، إذ يمكن لها أن تلبي حاجات المجتمع المحلي وأن تساعد في تحقيق التوازن الاجتماعي والاقتصادي .

يشبه عقد المضاربة عقد المشاركة إلا أن طرفي العقد في هذه الأخيرة يساهمان في المال ويشتركان في الإدارة وأيضا في اقتسامهما للربح والخسارة<sup>3</sup> ، ففي حالة تحقق الربح يقسمه الطرفان حسب نسبة محددة من قبل بمعنى أن نصيب كل شريك من الربح جزء شائعا لا مبلغا مقطوعا ، أما الخسارة فتكون حسب حصة كل شريك في رأسمال الشركة .

<sup>1</sup> - أحمد عبد الفتاح أبو عبيد ، المصارف الإسلامية ودورها في تعزيز القطاع المصرفي ص 20 ( جدة : البنك الإسلامي للتنمية ، المعهد الإسلامي للبحث والتدريب).

<sup>2</sup> - Mohamed Ali Chekir , *Les Aspects Pratiques Du Financement Moudharaba* page  
انظر المبحث الثاني من الفصل السابق ؛ و انظر أيضا د/ حسن الأمين ، المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة  
مرجع سابق.

<sup>3</sup> - Dr/ Madjid -Ali Aljarhi et Munawar Iqbal , *Banques Islamiques : Réponses a des Questions Fréquemment Posées* page 14 ( banque de développement islamique )2001.

## \* المزايا الاقتصادية والاجتماعية للمشاركة :

- حشد الموارد الاقتصادية وتأسيس المشروعات الإنتاجية وارتفاع فرص التشغيل مما يعني المساهمة في معالجة المشاكل الاقتصادية .
- تصحيح المسار الاقتصادي بتطوير أسلوب المشاركة الإيجابي عوضا عن علاقة المديونية السلبية وهي بذلك تحقق العدالة في توزيع النتائج .
- توفير الجهود بسبب توزيع المسؤوليات بين الشركاء .  
وهناك نوعان من المشاركة :
- 1- المشاركة الثابتة أو الدائمة .
- 2- المشاركة المتناقصة أو المشاركة المنتهية بالتمليك Partenariat Décroissant : وهي التي تعقدتها المصارف الإسلامية مع عملائها .

## 3- المرابحة :

- أصلها من الربح ويقصد بها اصطلاحا :
- بيع السلعة بثمنها التي قامت به مع ربح بشرائط خاصة<sup>1</sup> .
- بيع بمثل الثمن الأول مع زيادة الربح<sup>2</sup> .
- بيع السلعة بكلفتها مضافا إليها ربح محدد بشرط أن كل من البائع والمشتري يعرفان سعر التكلفة<sup>3</sup> .
- المرابحة صور من صور البيع والبيع جائز بالكتاب والسنة والإجماع ، وقد استدل الفقهاء على جوازها بعموم الأدلة على جواز البيع وتعامل الناس بها في مختلف الأقطار والعصور ولحاجة الناس إلى هذا النوع من البيع<sup>4</sup> .
- \* شروط المرابحة :

- أن يكون الثمن الأول معلوما للمشتري الثاني .
- أن يكون مبلغ الربح معلوما لأنه بعض الثمن والعلم بالثمن شرط لصحة البيع .
- أن يكون العقد الأول صحيحا .
- أن يكون العقد الأول خاليا من الربا .

1- الشيخ / عبد الرحمن بن محمد عوض الجزيري ، الفقه على المذاهب الأربعة ص562 ( بيروت دار ابن حزم للطباعة والنشر والتوزيع ) ط1، 2001 .

2- د/ محمد أحمد سراج ، النظام المصرفي الإسلامي ص230 ( القاهرة دار الثقافة للنشر والتوزيع ) 1989 .

3- Monzer Kahf , Tariquillah Khan , Principles Of Islamic Financing page 28 ( IDB, IRTI) 1992.

4- د/ محمود إبراهيم مصطفى الخطيب ، بحث : من صيغ الاستثمار الإسلامية المرابحة الداخلية في البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار والملاحظات عليها وكيفية تجنبها ضمن الاقتصاد الإسلامي ص 06 . ( جدة: البنك الإسلامي للتنمية).

- تحديد مواصفات السلعة من الناحية الكمية والنوعية ووصفها وصفا محددا نافيا للجهالة.

\* أنواع المراجعة :

1- بيع المراجعة العادية أو الفقهية .

2- بيع المراجعة المقترنة بشراء سلعة أو بيع المراجعة للأمر بالشراء : أي المراجعة المصرفية التي تجري

بين المصرف والعميل<sup>1</sup> .

\* أهمية بيع المراجعة :

بيع المراجعة يحقق وظائف اقتصادية هامة إذا طُبِّق حسب الأصول الشرعية من ذلك :

- إشباع حاجيات الأفراد من السلع وغيرها حيث يتمكن المتعاملون بالمراجعة من الحصول على السلع التي

يحتاجونها والتي لا يتوافر ثمنها لديهم وبالمواصفات التي يحددها دون أن تدخل في ضمانهم إلا بعد تسلمها

والاستفادة من التسهيلات التي يقدمها البنك الإسلامي وذلك بدفع ثمنها على شكل أقساط مؤجلة حسب

إمكاناتهم<sup>2</sup> .

- تنشيط التجارة الداخلية على أساس شرعي وخاصة فيما يتعلق بمواد البناء مما يدعم الحركة العمرانية

ويساعد في حل الكثير من مشاكل السكن التي تعاني منها معظم الدول الإسلامية.

- دعم الصناعات الوطنية والقطاعات الاقتصادية المختلفة وقطاع التجارة الخارجية وغيرها من المجالات التي

يمكن أن تقع ضمن دائرة البيع بالمراجعة إذا لم يمكن تمويلها عن طريق المشاركة أو المضاربة<sup>3</sup>.

#### الفرع الثاني : السلم ، الاستصناع والإجارة

##### 1- بيع السلم<sup>4</sup> Vente Avec Livraison Différée

السلم هو تقديم الثمن وتأخير استلام البضاعة المشتراة وهذه الصورة معاكسة للبيع الآجل

فالسلم عند تعريف الفقهاء هو بيع آجل بعاجل فهو إذن معاملة مالية يتم بموجبها تعجيل دفع الثمن

وتقديمه نقدا إلى البائع الذي يلتزم بتسليم بضاعة معينة مضبوطة بصفات محددة في آجل معلوم ،

فالعاجل هو الثمن والآجل هو السلعة المباعة الموصوفة في الذمة<sup>5</sup>.

\* مجالات تطبيق السلم :

- إن السلم صيغة تمويل قصيرة الآجل وقد وجد أساسا لتمويل المنتوجات الزراعية لدورة واحدة والتي تقل

عادة عن سنة ، ويمكن للمصرف الإسلامي أن يطبق هذا الأسلوب بشكل واسع خاصة في مجال الزراعة حيث

1- أحمد عبد الفتاح أبو عبيد ، المصارف الإسلامية ودورها في تعزيز القطاع المصرفي ص 27 مرجع سابق .

2- د/ محمود إبراهيم الخطيب ، من صيغ الاستثمار الإسلامية المراجعة الداخلية في البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار والملاحظات عليها وكيفية تجنبها ضمن الاقتصاد الإسلامي ص 10 مرجع سابق.

3- د/ محمود إبراهيم الخطيب ، من صيغ الاستثمار الإسلامية المراجعة الداخلية في البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار والملاحظات عليها وكيفية تجنبها ضمن الاقتصاد الإسلامي ص 11 مرجع سابق.

4- Dr/ Mohamed Boudjellal , Introduction au Techniques Islamiques de Financement page 153 ( IDB, IRTI)1992.

5- انظر بيع السلم من نفس البحث ، أيضا د/ محمد عبد الحليم عمر ، الإطار الشرعي والاقتصادي والمحاسبي لبيع السلم في ضوء التطبيق المعاصر .

يقوم المصرف بشراء المحصول الزراعي قبل حصاده في تقديم الثمن معجلا لهم ليستخدموا هذا الثمن في تحسين إنتاجهم وترقيته<sup>1</sup>.

- يستخدم بيع السلم في تمويل المراحل السابقة لإنتاج وتصدير السلع والمنتجات الراجعة وذلك بشرائها سلما وإعادة تسويقها، إذ يطبق بيع السلم في قيام البنك بتمويل الحرفيين وصغار المنتجين عن طريق إمدادهم بمستلزمات الإنتاج لرأس مال سلم مقابل الحصول على منتجهم في المستقبل.

- يرى الدكتور "سامي حمود" أنه يمكن استخدام السلم كأداة للتمويل في المدى القصير كبديل لأذونات الخزنة التي لا تتجاوز مدتها 90 يوما والتي تصدرها الدولة للتحكم في السيولة برفع أو خفض سعر الفائدة أو لتسديد عجز مؤقت في موازنة الدولة.

## 2- عقد الاستصناع Contrat de Traitance

الاستصناع هو عقد يشتري به المشتري في الحال شيئا مما يصنع صنعا يلزم البائع بتقديمه مصنوعا بمواد من عنده بأوصاف مخصوصة وبثمن محدد. و يسمى البائع صناعا ، المشتري مستصنعا ، الشيء محل العقد مستصنعا فيه أو المصنوع أما العوض فيسمى ثمنا كما في البيع المطلق<sup>2</sup>.

\* شروط الاستصناع :

بحث مجمع الفقه الإسلامي بمنظمة المؤتمر الإسلامي في دورته السابعة بالمملكة العربية السعودية من سنة 1992 عقد الاستصناع وإصدار قراره<sup>3</sup> رقم 7/3/67 وجاء في القرار ما يأتي :  
مراعاة لمقاصد الشريعة في مصالح العباد والقواعد الفقهية في العقود والتصرفات ونظرا لأن عقد الاستصناع له دور كبير في تنشيط الصناعة وفي فتح مجالات واسعة للتمويل والنهوض بالاقتصاد الإسلامي قرر :

1- إن عقد الاستصناع- وهو عقد وارد على العمل والعين في الذمة- ملزم للطرفين إذا توافرت فيه الأركان والشروط .

2- يشترط في عقد الاستصناع ما يلي :

- بيان جنس المستصنع نوعه وقدره وأوصافه المطلوبة.

- أن يحدد فيه الأجل.

<sup>1</sup> - د/ محمد أحمد سراج ، النظام المصرفي الإسلامي ص 303 مرجع سابق .  
<sup>2</sup> - أ.د/ مصطفى أحمد الزرقا ، عقد الاستصناع ومدى أهميته في الاستثمارات الإسلامية المعاصرة ص 20 ( البنك الإسلامي للتنمية ، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب ) 1420 هـ .  
<sup>3</sup> - د/ علي بن أحمد السواس ، بحث : مخاطر التمويل الإسلامي ص 48 ( البنك الإسلامي للتنمية ، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب ) .

3- يجوز أن يتضمن عقد الاستصناع شرطا جزائيا بمقتضى ما اتفق عليه العقادان ما لم تكن هناك ظروف قاهرة .

وهذا القرار فتح مجالات واسعة للتمويل الإسلامي بصيغة الاستصناع.

### 3- الإجارة<sup>1</sup> / Crédit-bail / Leasing

ذكر الفقهاء معنى الإجارة في اللغة بأنها مشتقة من الأجر وهو العوض ومنه سمي الثواب اجرا لأن الله تعالى يعوض العبد به على طاعته وصبره عن معصيته ؛ أما اصطلاحا فقد عرف الحنابلة الإجارة على أنها منفعة معلومة مباحة تؤخذ شيئا فشيئا لمدة معلومة بعوض معلوم ، فالمعقود عليه هو المنفعة وليس العين لأن المنفعة هي التي تستوفي الأجر في مقابلها ولهذا تضمن دون العين وإنما يضاف العقد إلى العين باعتبار أنه محل المنفعة ومنشؤها؛ وهي مشروعة بالكتاب والسنة وعمل الصحابة الكرام وبإجماع الفقهاء<sup>2</sup>.

\* أنواع الإجارة :

#### 1- الإجارة التشغيلية : Les opérations de Crédit-bail

تقوم المصارف الإسلامية بموجب هذا الأسلوب باقتناء موجودات وأصول مختلفة تستجيب لحاجيات جمهور متعدد من المستخدمين وتتمتع بقابلية جيدة للتسويق ، فيتولى البنك إجارة هذه الأعيان لأية جهة ترغب في تشغيلها واستفاد منافعها خلال مدة يتفق عليها ، ولا يتحمل المستأجر أية تكاليف سواء المتعلقة بالصيانة أو التأمينات... و إنما البنك هو من يتحملها<sup>3</sup>، وبانتهاء المدة المحددة تعود الأصول إلى حيازة البنك ليبحث عن مستخدم آخر يرغب في تأجيرها.

#### 2 - الإجارة التمويلية : Leasing Financier :

الإجارة المنتهية بالتمليك من الأساليب الجديدة التي استحدثتها البنوك الإسلامية، وهي تتميز بكون البنك لا يقتني الموجودات والأصول انطلاقا من دراسة السوق والتأكد من وجود رغبات لها، بل أنه يشتريها استجابة لطلب مؤكد من أحد عملاءه لتملك تلك الأصول، والمستأجر هو المسؤول عن تكاليف التشغيل مثل الصيانة ، والتأمين على الأصل.

و الأصول المؤجرة لا تبقى في ملكية البنك بعد نهاية عقد الإجارة كما هو الحال في الإجارة التشغيلية وإنما هي تنتقل هنا إلى ملكية المستأجر؛ وأساس هذا التأجير هو الوفاء الكامل Full pay-out lase بقيمة العين المؤجرة . ويحتسب البنك الأجرة الإجمالية غالبا على أساس تكلفة الموجودات بالإضافة

<sup>1</sup> - Dr / Abdaessatar Khouildi , Le Leasing (Ijara wa Iqtina) page 131 ( IDB, IRTI) .

<sup>2</sup> - د/ عبد الوهاب إبراهيم أبو سليمان ، عقد الإجارة مصدر من مصادر التمويل الإسلامية ص 21 ( البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب) ط2، 2000 .

<sup>3</sup> - د/ محمد أحمد سراج ، النظام المصرفي الإسلامي ص 285 مرجع سابق.

إلى ربحه وتقسط الأجرة بعد ذلك على فترات يتفق عليها، ونجد العديد من صور الإجارة المنتهية بالتملك منها:

الصورة الأولى: إجارة منتهية بالتملك عن طريق هبة العين المستأجرة عند الانتهاء من وفاء جميع الأقساط الإيجارية على أن تكون الهبة بعقد منفصل.

الصورة الثانية: إجارة منتهية بالتملك عن طريق بيع العين المستأجرة مقابل مبلغ (رمزي أو حقيقي) يدفعه المستأجر في نهاية المدة بعد سداد جميع الأقساط الإيجارية المتفق عليها.

الصورة الثالثة: إجارة منتهية بالتملك عن طريق البيع التدريجي<sup>1</sup>: تشتمل هذه الصورة على عقد إجارة مع وعد من المؤجر بالبيع التدريجي للأصل إلى المستأجر تبعاً للأقساط المدفوعة إلى الثمن الإجمالي بحيث تنتقل ملكية الأصل بالكامل مع انتهاء مدة عقد الإجارة مع إبرام عقد بيع لكل جزء من الأصل في حينه.

### الفرع الثالث: البيع الآجل والقرض الحسن:

#### 1- البيع الآجل La Vente à Tempérament:

البيع المؤجل أو البيع بالثمن الآجل هو البيع الذي يستحق فيه دفع ثمن السلعة المباعة<sup>2</sup> بعد أجل معين سواء كان ذلك على دفعة واحدة أو على أقساط أما حصول المشتري على السلعة فيتم بشكل معجل، فالبيع الآجل هو عكس بيع السلم<sup>3</sup> الذي يكون فيه الثمن معجلاً والمثمن أو المبيع مؤجلاً. لقد جاء الإسلام والناس يتعاملون ببيع الآجال فوافق لهم من حيث المبدأ على مشروعيتها، ولكنه ضبطها لهم وحرم عاينهم بعض صور التعامل التي كانت جارية بينهم والتي لا يتسع لها البناء الاقتصادي والاجتماعي الذي أراده الإسلام.

\* حكم البيع المؤجل الثمن وشروطه:

نقل الشوكاني عن بعض العلماء حرمة بيع الشيء بأكثر من سعر يومه لأجل النساء، أما الجمهور فقد ذهب إلى جواز ذلك لعموم الأدلة القاطعة بمشروعيتها لكنهم اشترطوا لهذا الجواز شرطين يتعلق أولهما بربا النسينة والثاني بالأجل:

<sup>1</sup> - د/ علي أبو الفتح أحمد الشنا، المحاسبية عن عقود الإجارة المنتهية بالتملك في المصارف الإسلامية: من منظور إسلامي ص 26 (البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحث والتدريب) 2003.

<sup>2</sup> - د/ محمد أحمد سراج، النظام المصرفي الإسلامي ص 312.

<sup>3</sup> - Moncef Bentaibi, Al-Bai bi - Takssit ou La vente à Tempérament pratiquée par les banques Islamiques page 90.



الشرط الأول: أن يكون العوضان مما لا يجري فيهما ربا بالنسيئة كبيع الذهب بالفضة إلى شهر ، وإنما يشترط في العوضين أن لا يشتركا في وصف الربا أو علته على الخلاف الفقهي المعروف في ذلك ، إذ اشترط الفقهاء في البيع بالنسيئة ألا يتخذ نريعة إلى الربا.

الشرط الثاني : يتعلق بالأجل ووجوب كونه معلوما علما نافيا للجهالة وهو ما أشارت إليه المدائنة بالأجل المسمى ، كما أشار إليه النبي صلى الله عليه وسلم في حديث شرع السلم بقوله << إلى أجل مسمى >>.

وقد جاء في مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في سنة 1992 أن البيع المؤجل الثمن Deferred Sale أنه جائز شرعا حتى إذا كان ثمن المبيع المؤجل أكبر من الثمن المعجل .

## 2- القرض الحسن<sup>1</sup> Benevolent Loans :

هو قرض بدون فائدة إذ أنه عقد من العقود الإسلامية يحزر لأغراض إنسانية أو خيرية وذلك لمساعدة المحتاجين في تدبير أمور حياتهم على أن يتم السداد خلال فترة تحدد من قبل الطرفين.

إن القرض الحسن جائز ومشروع بالكتاب والسنة القولية والفعلية وبإجماع المسلمين بل هو منذوب لما فيه من إعانة على البر وكشف كرب المسلمين وتسهيل أمورهم ، وقد لعب القرض الحسن دورا أساسيا في تمويل الاحتياجات الأساسية للمستهلكين في صدر الإسلام<sup>2</sup> .

## القرع الرابع : المغارسة ، المساقاة والمزارعة

1- المغارسة : أن يعطي الرجل أرضه لرجل على أن يغرس فيه عددا من الثمار معلوما ، فإذا استحق الثمر كان للغارس جزء من الأرض متفق عليه ."

2- المساقاة : هو لون من الاتفاق بين شخصين : أحدهما يملك أشجار أو أغصانا و الآخر قادر على ممارسة سقيها حتى تؤتي ثمارها . و يتعهد العامل في هذا العقد بسقي تلك الأشجار و الأغصان حتى تثمر وفي مقابل ذلك يشارك المالك في الثمار بنفسه بنسبة مئوية تحدد ضمن العقد.

## المزارعة

- هي المعاملة على الأرض ببعض ما يخرج منها ، و معناها هذا إعطاء الأرض لمن يزرعها على أن يكون له نصيب مما يخرج منها كالنصف أو الثلث أو الأكثر من ذلك أو الأدنى حسب ما يتفقان عليه .  
- المزارعة أن يسلم الأرض إلى رجل ليزرع ببعض ما يخرج منها ، و لا يجوز ذلك إلا على الأرض التي بين النخيل ، و يساقيه على النخيل ، و يزارع على الأرض ، و يكون البذر من صاحب الأرض ، فيجوز ذلك تبعا للمساقاة .

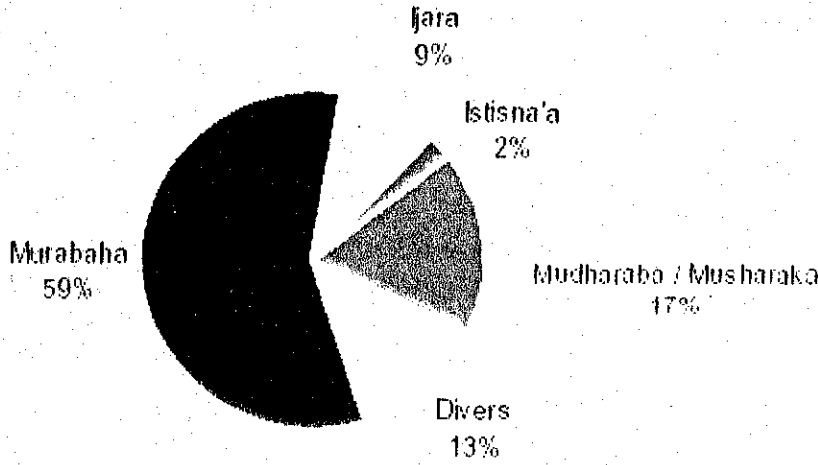
<sup>1</sup>-Dr/ Ausaf Ahmed , Contemporary Practices Of Islamic Financing Techniques page 49 ( IDB, IRTI).

<sup>2</sup>- د/ عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي ، التمويل الاستهلاكي ص 07 ( مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ) .

\* تطبيق هذه الصيغ من قبل المصارف الإسلامية :

كانت هذه أهم صيغ التمويل التي أقرها فقهاء المسلمين مستدلين إما بأدلة من الكتاب أو السنة القولية والفعلية أو من خلال سيرة الصحابة والسلف الصالح؛ وقد قامت المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية بتطبيق هذه الطرق والأساليب بدلا من التعامل بالفائدة المحرمة أو التعاملات غير الشرعية، وقد لاقت بعض الصيغ توسعا أكبر في ممارستها من قبل المصارف ، والشكل البياني التالي يوضح النسب التي تأخذها صيغ التمويل (الاستثمار غير المباشر) في البنوك الإسلامية .

نسبة توزيع صيغ التمويل الإسلامية بالمصارف الإسلامية<sup>1</sup>



Sources : Rapport moral sur l'argent dans le monde (2005), Association d'Economie Financière

المقدمة الرابع : الأحوال المالية الإسلامية

المطلب الأول : مؤشرات عامة حول الأسواق المالية في الدول الإسلامية

تتشترك الدول الإسلامية في معظم المؤشرات العامة<sup>2</sup> مع البلدان النامية المعاصرة التي شاركتها ومازالت تشاركها في كثير من الظروف الاقتصادية والاجتماعية إلا أنها تختلف عنها في نقطتين :

- التراث العقائدي المتميز .
- التوجه المعاصر نحو إحيائه فكرا وتطبيقا .

<sup>1</sup>- Pascal Quiry et Yann Le Fur avec participation de Mehdi Sethom & Younes Molato , LA FINANCE ISMAMIQUE ( La Lettre Vernimmen ) N°51 Octobre 2006

<sup>2</sup>- د/ عبد الرحمن يسري أحمد ، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل ص 422 ( الإسكندرية الدار الجامعية ) 2004-2003 .

وتتمثل هذه المؤشرات في :

1- لقد ظهرت الأسواق المالية في البلدان الإسلامية المختلفة خلال انتقال التأثير الحضاري الغربي الرأسمالي عليها سواء في فترة الاستعمار الحربي أو السياسي ومن خلال السيطرة الاقتصادية ويظهر هذا التأثير من خلال النشاط الهائل للمستثمرين الأجانب والشركات المتعددة الجنسية إضافة إلى العلاقات المالية والاقتصادية التي أقامتتها الشركات الوطنية مع العالم الغربي، ولقد قام الأجانب من المستثمرين سواء كانوا أفراد أو شركات بطرح أوراق مالية لصالحهم في المستعمرات أو الدول الحديثة التحرر ونجحوا في إنشاء أسواق أولية وأحيانا أسواق ثانوية من خلال نشاطهم المستمر، ولذلك عرفت الأوراق المالية الربوية أي ذات الفوائد ثم توسعت الأسواق المالية الوطنية بعد ذلك على نفس الأسس ولعبت التبعية الاقتصادية دورها في تأكيد هذا النمط.

2- إن أسواق الأوراق المالية نشأت من خلال تفاعل عوامل اقتصادية ومالية ولم تنشأ نتيجة سياسات استهدفت تحقيق تطورات معينة، لقد حدثت التطورات ثم صدرت القوانين واللوائح فيما بعد لتنظم ما هو قائم فعلا، وبالرغم من أن بعض البلدان الإسلامية اجتهدت في وضع القوانين واللوائح الناظمة لأسواقها المالية حتى تلائم ظروفها إلا أن معظم هذه التشريعات التي وضعت فعلا لهذه الأسواق كانت مقتبسة من القوانين الغربية، حيث أن الروح التي تسود عملية التطوير متعلقة بالتشريعات الغربية وما حدث فيها من تطورات، فنلاحظ أن في غالبية مشروعات التطوير عبارات تؤكد ضرورة اللحاق " بالتطورات العصرية".

3- إن التطورات العصرية في واقع الأمر هي التطورات الناشئة من تفاعل مجموعة العوامل التقنية والاقتصادية والاجتماعية والفكرية والسلوكية في المجتمعات التي تقود مسيرة التقدم الاقتصادي في العالم وهي ملائمة لها ولكنها لن تكون بالضرورة ملائمة للبلدان الإسلامية وإلى مصالحها الخاصة، ولذلك من الواجب وضع القوانين واللوائح الملائمة لها ولتنميتها الاقتصادية، وبما أنها دول إسلامية ينبغي عليها أن تنتبه أن الشريعة الإسلامية هي أفضل المصادر التي تعتمد عليها لتطوير الأوضاع القانونية والاقتصادية القائمة.

إذن فجميع الأوراق المالية الموجودة في البلدان الإسلامية لم تكن سوى نسخة من الأوراق المالية التي نشأت في العالم الرأسمالي، وكذلك كانت نظم إصدارها وطرق تداولها مقتبسة أيضا من نفس المصدر، ولفترة طويلة جدا لم تبدل أية محاولات فردية مستقلة أو رسمية من قبل الحكومات بعرض هذه الأوراق المالية المتداولة بين الناس على الشريعة الإسلامية بهدف التعرف عليها وفحص وظيفتها وإجازتها من عدمه. ثم بدأت بعض المناقشات العلمية تدور حول نظام الفائدة ومدى شرعيته وتطرق الأمر إلى بعض الأوراق المالية التي تدر فوائد دورية محددة مسبقا، فقط في العشرين عاما الأخيرة بدأت المناقشات الدائرة تشدد وتزداد عمقا وخاصة في البلدان التي ظهر فيها التيار الإسلامي (السياسي والاقتصادي) واضحا. ومع قيام بعض المؤسسات الاقتصادية

1- د/ عبد الرحمن يسري أحمد، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل ص 425 مرجع سابق.

الإسلامية في ظل المناخ المذكور (البنوك والشركات الإسلامية) بدأ طرح بعض الأوراق المالية الإسلامية لأول مرة في التاريخ الحديث أو القديم للبلدان الإسلامية<sup>1</sup>. فهذا التطور الجديد يحتاج إلى تمحيص شديد حتى يمكن أن ننفذ عنه كل ما يمكن أن يسئ إليه أو يهدمه بعد حين ، كما يحتاج إلى دعم فكري قائم على أسس شرعية واقتصادية سليمة حتى يمكن أن يحقق الأهداف الاقتصادية الإسلامية .

المطلب الثاني : تطور المنهآت المالية الإسلامية :

لقد تطورت المؤسسات المالية الإسلامية في العقود الثلاثة المنصرمة بشكل ملحوظ منذ إنشاء بنك فيصل الاجتماعي بمصر عام 1971 ثم تلتها العديد من المؤسسات التي ظهرت ما بين 1970 - 1980<sup>2</sup> نستعرضها في الجدول التالي :

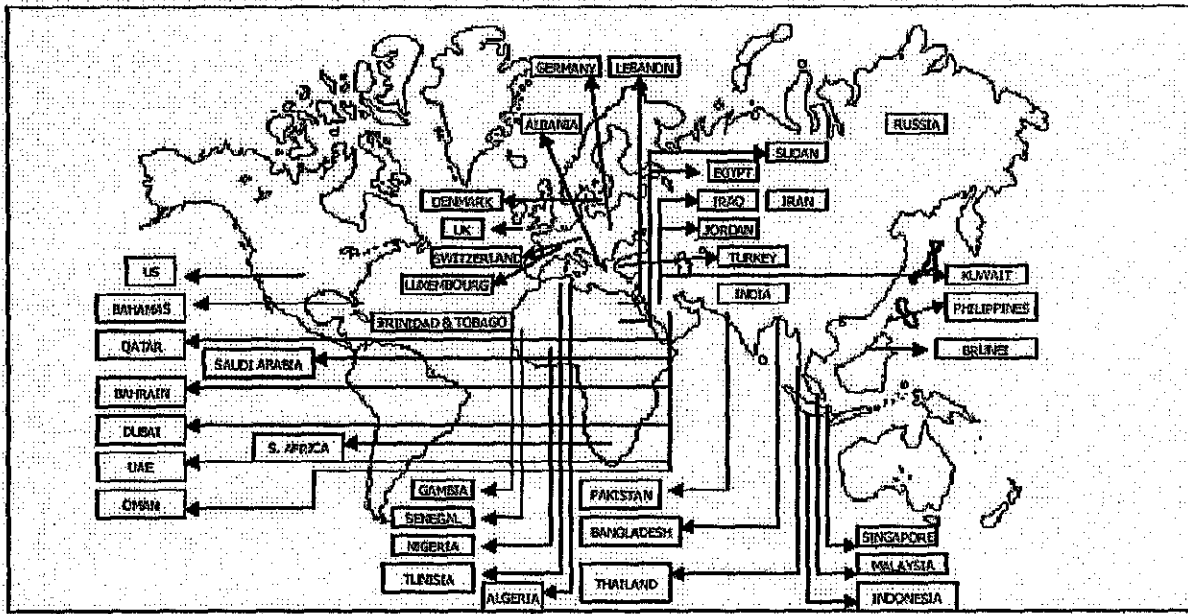
اسم المؤسسة	البلد	سنة التأسيس
بنك فيصل الاجتماعي	مصر	1971
البنك الإسلامي للتنمية	السعودية	1975
بنك دبي الإسلامي	الإمارات العربية المتحدة	1975
بنك فيصل الإسلامي المصري	مصر	1977
بنك فيصل الإسلامي السوداني	السودان	1977
بيت التمويل الكويتي	الكويت	1977
حصر النظام المصرفي الإسلامي الدولي	لكسمبورغ	1978
بنك الأردن الإسلامي	الأردن	1978
بنك البحرين الإسلامي	البحرين	1989
دار المال الإسلامي	سويسرا	1981
شركة البحرين للاستثمارات الإسلامية	البحرين	1981

<sup>1</sup> - د/ عبد الرحمن يسري أحمد ، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل 426 مرجع سابق .  
<sup>2</sup> Islamic Capital Market Fact Finding Report : Report Of The Islamic Capital Market Task Force Of The International Organization Of Securities Commissions page 20-21 , ( OICU IOSCO) 2004 .

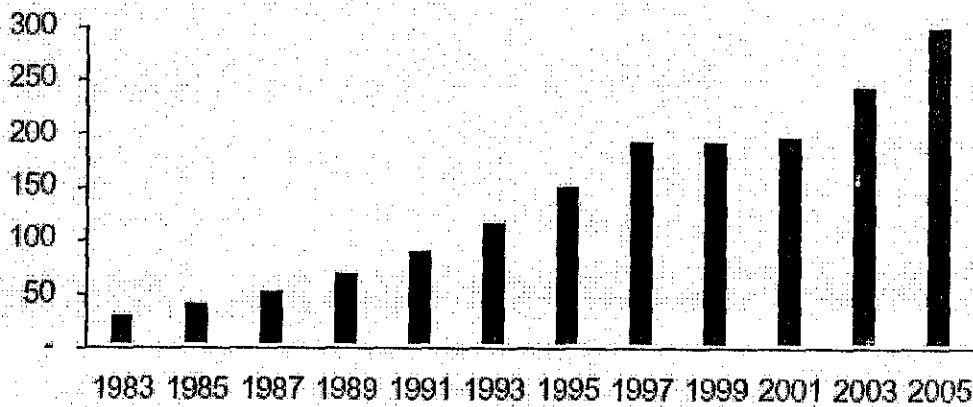
1981	مصر	البنك الدولي الإسلامي للاستثمار والتنمية
1981	الأردن	بيت الاستثمار الإسلامي
1982	السعودية	شركة بركة للاستثمار والتنمية
1982	السعودية	البنك السعودي الفليبيني الإسلامي للتنمية
1982	تركيا	Faisal Islamic Bank Kirbis
1983	ماليزيا	بنك إسلام الماليزي
1983	بنغلادش	بنك بنغلادش الإسلامي
1983	السودان	Tamadon Islamic Bank
1983	قطر	بنك قطر الإسلامي
1984	تونس	بيت التمويل السعودي التونسي
1985	السودان	البنك الإسلامي لغرب السودان
1985	تركيا	بيت البركة التركي للتمويل
1985	تركيا	مؤسسة فيصل للتمويل
1985	السعودية	مؤسسة الراجحي للعمليات

هذا بالإضافة إلى العديد من المؤسسات والمصارف الإسلامية التي ظهرت في شتى أنحاء العالم ، وهذه الخريطة<sup>1</sup> تستعرض لنا مدى انتشار وتوسع الصيرفة الإسلامية:

<sup>1</sup> - **Islamic Capital Market Fact Finding Report : Report Of The Islamic Capital Market Task Force Of The International Organization Of Securities Commissions** page 24 , ( OICU IOSCO) 2004 ..



الانتشار الجغرافي للبلدان التي تعرض أعمال ومنتجات الصيرفة الإسلامية



Source : Rapport moral sur l'argent dans le monde (2005), Association d'Economie Financière

حجم السوق المالي الإسلامي في العالم بالمليار دولار<sup>1</sup>

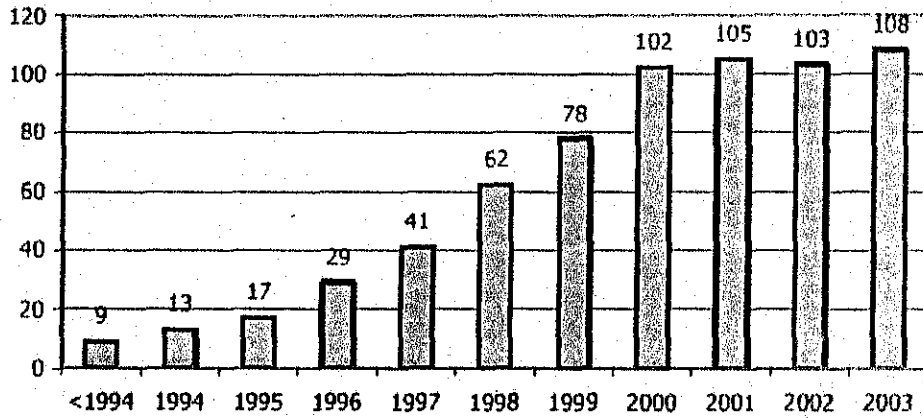
<sup>1</sup>- Pascal Quiry et Yann Le Fur avec participation de Mehdi Sethom & Younes Molato , LA FINANCE ISMAMIQUE ( La Lettre Vernimmen ) N°51 Octobre 2006

أضف إلى ذلك صناديق الاستثمار الإسلامية خاصة في دول الخليج وماليزيا ، والشكل البياني السابق يوضح ارتفاع حجم التمويل الإسلامي في العالم .

وفيما يخص صناديق الاستثمار الإسلامية فقد عرفت هي الأخرى تطورا ملحوظا حيث يوجد حاليا أكثر من 100 صندوق استثمار إسلامي<sup>1</sup> بأصول قدرت بحوالي 5 مليار دولار سنة 2000 إذ تزايد إجمالي الأصول في شتى أنحاء العالم بأكثر من 25% خلال الفترة 1997-2003 وقد ازدهرت خاصة في بلدان الخليج وماليزيا ومن بين مختلف أنواعها صناديق الأسهم ، صناديق العقارات والممتلكات ، صناديق المراجعة ، صناديق السلع وصناديق التأجير أما الأكثر شيوعا فهي صناديق الأسهم الإسلامية.

وفي ماليزيا لوحدها بلغ عدد صناديق الاستثمار 71 صندوقا في عام 2004 بعدما كانت 7 صناديق عام 1995 ، ويرجع هذا الارتفاع في عددها وفي حجم أصولها إلى زيادة التوقعات بدخول لاعبين جدد إلى السوق بسبب نمو وتحسن المنتجات المالية الإسلامية.

والشكل التالي يوضح ارتفاع عدد صناديق الاستثمار الإسلامية خلال السنوات السبع الأخيرة<sup>2</sup>.



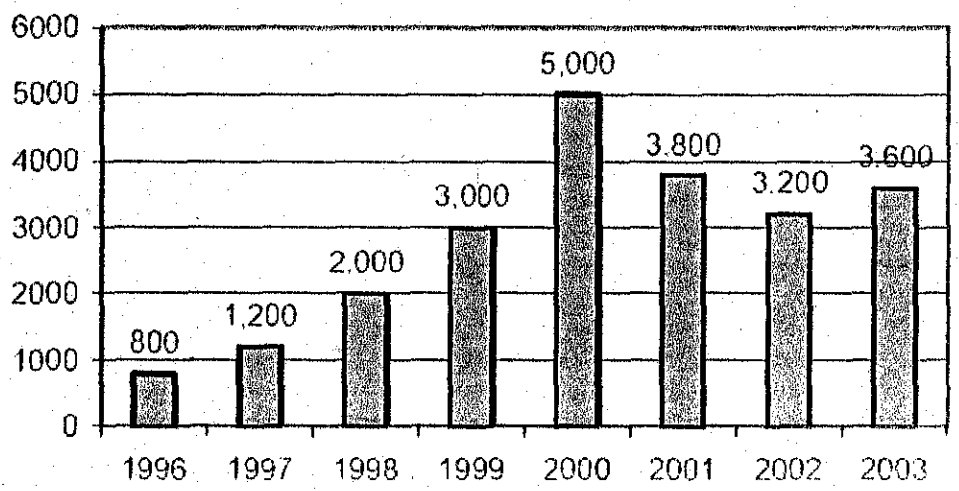
نمو عدد صناديق الاستثمار في العالم

Source : See "An Overview of Islamic Finance and the Growth of Islamic Funds" by Tariq Al Rifai, Islamic Funds World 2003 Conference: London, UK

<sup>1</sup> مجلة التمويل والتنمية ، العدد ديسمبر 2005 ص 47 مرجع سابق .

<sup>2</sup> - Islamic Capital Market Fact Finding Report : Report Of The Islamic Capital Market Task Force Of The International Organization Of Securities Commissions page 34 ، ( OICU IOSCO) 2004

أما الشكل الموالي فيوضح لنا ارتفاع حجم أصول صناديق الاستثمار الإسلامية:



حجم أصول صناديق الاستثمار الإسلامية في العالم  
بالمليون دولار

### المطلب الثالث: الأبحاث المالية الإسلامية وتطورها:

لقد عرفت العقود الثلاثة الأخيرة اهتماما أكبر بالاقتصاد الإسلامي بداية من المؤتمر العالمي الأول للاقتصاد الإسلامي سنة 1976<sup>1</sup> ومن خلال الدراسات والبحوث التي قام بها جمع من العلماء بفقهاء المعاملات وكذا من قبل الاقتصاديين المسلمين من جهة وأيضا عقد العديد من المؤتمرات المتعلقة بالاقتصاد الإسلامي عامة وبجوانب التمويل خاصة، فتسعى لدراسة كل ما يتعلق بالحياة الاقتصادية للمسلم وتطهيرها من كل محرّم وتكثيف الجهود لإيجاد البدائل الشرعية ومن بين ذلك الأدوات أو الأوراق المالية الإسلامية التي تعطي فرصة للمستثمر المسلم لاستغلال أمواله وحصوله على أرباح بشكل حلال ومباح.

### الفرع الأول: تعريف الأدوات المالية الإسلامية:

هي أوراق أو سندات مشروعة أو صكوك مصممة على أسس إسلامية تصدر من قبل الشركات والمؤسسات المالية والاقتصادية أو من قبل الحكومة لتوفير التمويل اللازم ويتم التداول والتعامل بها في الأسواق المالية.

1- د/ عبد الرحمن يسري أحمد، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل 445 مرجع سابق.



## الفرع الثاني : أدوات السوق المالية الإسلامية

أدوات السوق المالية الإسلامية متنوعة نذكر منها<sup>1</sup> :

• أدوات المشاركة : أي سندات المشاركة المستمرة والمتناقصة حيث يقوم المتعاملين بإبرام عقد مشاركة

تتمثل في سندات يمثل كل سند حصة أو سهم مشاركة في رأس مال مشروع ويتم تعيين هيئة لإدارة المشاركة بحسب شروط نشرة الإصدار مع الأخذ بعين الاعتبار الشروط الشرعية لعقد المشاركة ، ويتم تداول هذه الحصص في السوق المالي الإسلامي وتحديد نوع المشاركة إذا كانت مستمرة أو متناقصة وذلك لقاء عائد فعلي حقيقي حسب نتيجة المشروع من ربح أو خسارة .

• أدوات البيوع ( المرابحة والسلم والاستصناع ) .

حيث تقوم جهة معينة في السوق المالي بإصدار سندات بيوع يمثل كل سند حصة في رأس مال المشروع لتمويل السلع والبضائع الحالة كما في المرابحة والمؤجلة كما في السلم والاستصناع وذلك لقاء عمولة لهذه الجهة وتتولى هذه الجهة متابعة المستحقات وتوزيع الأرباح الفعلية لأصحاب السندات أو الأسهم .

• أدوات المنافع : وهي سندات الإجارة التي تقوم على أساس عقد الإجارة المعروف في الفقه الإسلامي حيث

تقوم جهة معينة تملك عقارات مؤجرة تدر دخلاً بشكل منتظم بإصدار سندات إجارة للتداول بين المتعاملين ويمثل كل سند حصة في ملكية العقار يستحق حامله بحسب نصيبه في هذا العقار جزء من الإيراد المتحقق أو تقوم جهة معينة بشراء أصول ثابتة مثل معدات أو سيارات وتقوم بإصدار سندات تمثل مجموعها رأس مال هذه الأصول وتقوم بإدارتها من تاجير وصيانة وتأمين لقاء عمولة ؛ ومن ثم تحويل صافي الربح المتحقق لحاملي السندات أو الأسهم .

## \* تعريف الصكوك :

الصكوك هي إحدى أدوات الاقتراض الشرعية فهي أحدث المنتجات في السوق وهي تزداد بسرعة في سوق رأس المال حيث اكتسبت قبولا شرعيا من قبل العلماء وارتفاع<sup>2</sup> كبير في الطلب من جانب المستثمرين والمؤسسات المالية الإسلامية في تأكيد واضح على أن الإسلام لم يكن يوما عائقا في وجه النمو الاقتصادي<sup>3</sup>.

1- / احمد محمد محمود نصار بحث بعنوان : الأسواق المالية الإسلامية.

2 - Selman Syed-Ali , Islamic Capital Market Products : development and challenges page37 ( Islamic development bank , IRTI) N° 9, 2005 .

3- د/ محمد القطان ، الصكوك الإسلامية ودورها الهام في محفظة المستثمر الإسلامي  
<http://mosgcc.com/mos/magazine/article.php?storyid=298>

يمثل الصك نسبة غير مقسمة في ملكية أصل ما ( عمارة ، سفينة ، طائرة... ) ، وما يرتبط بها من حق الدخل المنتظم المتولد من ذلك الأصل ، ويتم هيكلة تلك الدخول المنتظمة على شكل أوراق مالية قابلة للتداول يتم إصدارها في أسواق المال، وتصدر غالبا مقابل أصول تكون عقارية أو أصول أوراق مالية ذات عائد ؛ ويتواجد أكثر من أربعة عشر (14) نوعا مختلفا من الصكوك كما بينت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية<sup>1</sup> من بينها صكوك المضاربة ، صكوك المشاركة ، صكوك الصناديق الاستثمارية وصكوك الإستصناع التي تعتبر من صيغ التمويل الناجحة.

تداول الصكوك : يمكن تداول هذه الصكوك عبر أي من الوسائل المعروفة مادامت الآلية غير متعارضة مع أحكام الشريعة الإسلامية ، وبناء عليه يمكن تداول الصكوك ماديا ، إلكترونيا أو عن طريق التسجيل ؛ وفي حالة الصكوك المتداولة يسمح للمصدر أن يشتري بالقيمة السوقية أي شهادة يتم عرضها ، إلا أنه من غير المسموح للمصدر أن يتعهد بشراء الصكوك بقيمتها الاسمية.

كما أنه مجاز للمصدر أو لحملة الصكوك تطبيق طرق مشروعة في إدارة المخاطر والحد من تقلبات الأرباح الموزعة على أنه لا ينبغي أن يضمن مصدر الشهادة تعويض لحاملها حتى حدود القيمة الاسمية للشهادة في مواقف غير الإضرار والإهمال ، أو أن يضمن نسبة ثابتة من الفائدة<sup>2</sup> ؛ ويرجع السبب في ذلك أنه من أهم المفاهيم الأساسية في كافة المنتجات الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة هي مشاركة من يقدم رأس المال ومن هو بحاجة إليه في مخاطر الاستثمار وأنه ليس هناك منتج مالي إسلامي ذو عائد مضمون بشكل كامل.

وهذه قائمة لأهم الأدوات المالية الإسلامية مع وصف مختصر لها ثم نستعرض بشكل أوضح أكثر لبعض الأوراق المالية الأكثر شيوعا :

الوصف المختصر لها	الورقة المالية الإسلامية
وضعت هيئة التمويل الدولية شهادات المشاركة القابلة للاسترداد لتقديم تمويل إلى شركات المضاربة في باكستان.	شهادات المشاركة المتناقصة <sup>3</sup>
استنادا إلى عقد المضاربة فإن متحصلات هذه	

<sup>1</sup> -Selman Syed-Ali , Islamic Capital Market Products : development and challenges

page43.

<sup>2</sup> د/ محمد القطان ، الصكوك الإسلامية ودورها الهام في محفظة المستثمر الإسلامي

<http://mosgcc.com/mos/magazine/article.php?storyid=298>

<sup>3</sup> د/ طارق الله خان & د/ حبيب أحمد ، إدارة المخاطر – تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية- ص 187 -

( البنك الإسلامي للتنمية ، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب ) رقم 05 ، 2003 .

<p>الشهادات تكون للاستثمار في مجالات كثيرة لا يقيدتها عقد المضاربة ( أي مضاربة مطلقة ) حسب ما تراه الجهة المصدرة للشهادات أي المضارب.</p>	<p>شهادات الإيداع الإسلامية</p>
<p>وهي مثل شهادات الإيداع الإسلامية غير أن محصلاتها تذهب لتمويل استثمارات محددة في عقد المضاربة أي أنها شهادات مضاربة مقيدة. هذه الشهادة تمثل ما دفعه المستثمرون من مبالغ مستثمرة في مشروع يتم تمويله بالاستصناع ، زائد على هذه الأموال المستثمرة ، فالشهادة تمثل كذلك نصيب المستثمرين من العائد (هامش الربحة ) وهي تناسب تمويل مشروعات البنية الأساسية.</p>	<p>شهادات الاستثمار الإسلامية شهادات دين الاستصناع</p>
<p>تمثل شهادات الإجارة ملكية منافع استأجرت مقابل أجرة مقطوعة ، وبما أن المنافع قابلة للتسويق يمكن تداول هذه الشهادة بيعا وشراء.</p>	<p>صكوك الإجارة صكوك الإجارة البحرينية<sup>1</sup> صكوك الإجارة الماليزية. صكوك الإجارة القطرية.</p>
<p>تصدر هذه الشهادة من قبل الحكومات لتمويل مشروعات المرافق العامة وتطويرها وقد صدر قانون شهادات المقارضة في الأردن في بداية الثمانينات من القرن الماضي.</p>	<p>سندات المقارضة</p>
<p>شهادات المشاركة عبارة عن أسهم خاصة لشركات تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية وقد قامت الحكومة الإيرانية بإصدار هذه الشهادات بهدف تمويل مشروعات البنية التحتية ، أما في السودان فقد صدرت هذه الشهادة كواحدة من</p>	<p>شهادات المشاركة</p>

<sup>1</sup> - Munawar Iqbal & Tariqullaah Khan , **Financing Public Expenditure : An Islamic Perspective** page 48 ( Islamic development Bank , Islamic research and Training Institute. Jedah) N° 07, 2004.

ادوات السياسة النقدية.	
هي شهادات مخصصة لتمويل تجارة الدول الإسلامية ، كما قد تستخدم في تمويل عمليات أخرى محددة الهدف ومنها الإيجار.	شهادات استثمار البنك الإسلامي للتنمية
جاء اقتراح شهادات المشاركة الوطنية من قبل خبراء صندوق النقد الدولي كأداة لاستقطاب الموارد وذلك لصالح القطاع الحكومي العام، وتقوم هذه الشهادات على مفهوم شهادات المشاركة المصدرة في إيران ويفترض أن تمثل هذه الشهادات حق ملكية في موجودات القطاع الحكومي في الدولة.	شهادات المشاركة الوطنية
صدرت هذه الشهادات عن مؤسسة Bankers Equity في باكستان في الثمانينات ولها خصائص مشتركة مع شهادات المشاركة المتناقصة وشهادات المقارضة.	شهادات المشاركة المؤقتة
وتصدر هذه الشهادات عن فروع بنك مصر للمعاملات الإسلامية بقيمة اسمية تقدر بـ 1000 جنيه أو دولار أمريكي ومضاعفاتها ، والشهادة اسمية ومدتها خمس سنوات قابلة للتجديد.	شهادات المعاملات الإسلامية
تصدر هذه الشهادة عن هيئة الاستثمار في بنغلادش حيث تعمل على أساس قواعد المضاربة.	شهادات صناديق التمويل لهيئة الاستثمار

هذا ولازال الباحثون يسعون جاهدين لإيجاد بدائل للسندات التقليدية ترفع الحرج وتجذب أموال المسلمين المحجمين عن التعامل في هذا النوع من الأوراق المالية ، من هذه الصيغ المطبقة فعلا ما يلي:

#### 1- سندات المقارضة :

الاكتتاب في الصكوك وعلى موجودات المشروع هي يد أمانة ، لا يضمن إلا بسبب من أسباب الضمان الشرعية.

ج - مع مراعاة الضوابط السابقة في التداول يجوز تداول صكوك المقارضة في أسواق الأوراق المالية ، إن وجدت، بالضوابط الشرعية، وذلك وفقا لظروف العرض والطلب ويخضع لإرادة العاقدين . كما يجوز أن يتم التداول بقيام الجهة المصدرة في فترات دورية معينة بإعلان يوجه إلى الجمهور ، تلتزم بمقتضاه خلال مدة محددة بشراء هذه الصكوك من ربح مال المضاربة بسعر معين ، ويحسن أن تستعين في تحديد السعر بأهل الخبرة ، وفقا لظروف السوق والمركز المالي للمشروع. كما يجوز الإعلان عن الالتزام بالشراء من غير الجهة المصدرة من مالها الخاص على النحو المشار إليه .

د - لا يجوز أن تشمل نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على نص بضمان عامل المضاربة رأس المال ، أو ضمان ربح مقطوع أو منسوب إلى رأس المال ، فإن وقع النص على ذلك صراحة أو ضمنا بطل شرط الضمان واستحق المضارب ربح مضاربة المثل.

هـ - لا يجوز أن تشمل نشرة الإصدار ولا صك المقارضة الصادر بناء عليها على نص يلزم بالبيع ولو كان معلقا أو مضافا للمستقبل . وإنما يجوز أن يتضمن صك المقارضة وعدا بالبيع ، وفي هذه الحالة لا يتم البيع إلا بعقد بالقيمة المقدرة من الخبراء و برضا الطرفين .

و- لا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار ولا الصكوك المصدرة على أساسها، نصا يؤدي إلى احتمال قطع الشركة في الربح ، فإن وقع ، كان العقد باطلا وينترتب على ذلك :

- عدم جواز اشتراط مبلغ محدد لحملة الصكوك أو صاحب المشروع في نشرة الإصدار وصكوك المقارضة الصادرة بناء عليها .

- أن محل القسمة هو الربح بمعناه الشرعي ، وهو الزائد عن رأس المال، وليس الإيراد أو الغلة ويعرف مقدار الربح بنقويم المشروع بالنقد ، وما زاد عن رأس المال عند التقويم ، فهو الربح الذي يوزع بين حملة الصكوك وعامل المضاربة وفقا لشروط العقد.

- أن يعد حساب لأرباح وخسائر المشروع وأن يكون معلنا وتحت تصرف حملة الصكوك .

## 2- شهادات استثمار البنك الإسلامي للتنمية :

"سندات الاستثمار" التي أصدرها البنك الإسلامي للتنمية ، بوصفها أهم التطبيقات لسندات المقارضة المجزأة شرعا من المجمع<sup>1</sup> وقد خصصها البنك لتمويل تجارة الدول الإسلامية ، ويمكن أن تستعمل في تمويل بعض معاملات أخرى محددة الهدف كالإجارة ؛ وتصدر الشهادة الواحدة بقيمة اسمية قدرها ألف دولار أمريكي ، وأجلها خمسة وعشرون عاما ونصت لائحة هذه الشهادات على ما يلي:

1- السندات الربوية وبدائلها الشرعية

2- تعد الأسهم مشاركة دائمة في الشركة ، تبقى مدة حياة الشركة ، وإن انتقلت ملكيتها من شخص إلى شخص آخر ، فهي غير قابلة للرد من جانب الشركة ، في حين أن السندات الشرعية ليست مشاركة دائمة في المشروع، فقد تكون لتمويل المشروع بالمشاركة المتناقصة ، بحيث يطفأ بعض هذه السندات على مراحل زمنية معينة .

\* أوجه الشبه بين السندات الشرعية والأسهم

- 1- يمثل كل منهما حصة شائعة في صافي أصول الشركة أو المشروع .
- 2- يستحق مالكما حصة في صافي ربح الشركة أو المشروع ، تلائم حصته في الشركة .
- 3- يقوم كل منهما مقام الحصة الشائعة ، في صافي أصول الشركة أو المشروع ، في التسليم والحياسة والقبض .

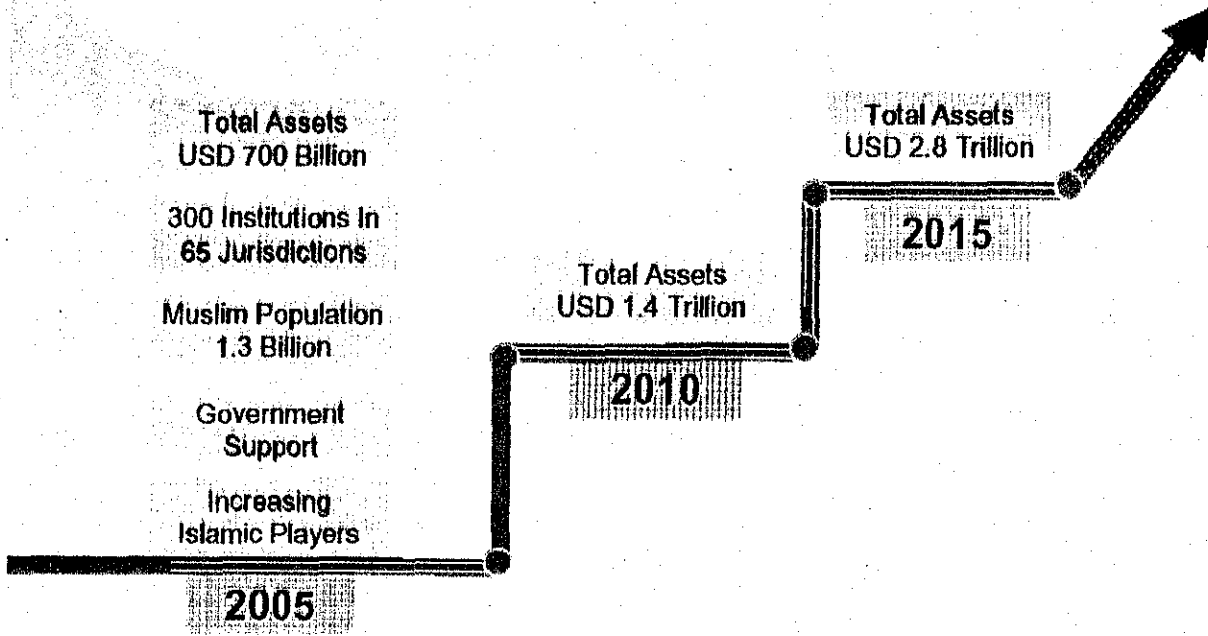
### المبحث الخامس : بعض النماذج للصناعة المالية الإسلامية :

#### المطلب الأول : نماذج تطبيقية

وتمثل اليوم كل من إيران والسودان أكثر الدول الإسلامية التي تطبق النظام المصرفي الإسلامي، وتمنع التعامل الربوي في جميع مصارفها، بينما تنجّه باكستان إلى تطبيق قانون إسلامي يمنع الفوائد الربوية في جميع المؤسسات المالية والمصرفية العاملة في البلاد في أقرب وقت ممكن، أما دول أخرى مثل ماليزيا والسعودية والبحرين والإمارات ومصر والكويت؛ فإنها تسمح بوجود النظامين المصرفيين، جنباً إلى جنب، الإسلامي والربوي، دون أن تلزم قانوناً بإجراء المعاملات المالية على أساس تحكّمه الشرعية الإسلامية. ومع تزايد قوة ونفوذ الأدوات الاستثمارية الإسلامية في العمليات المصرفية والاقتصادية المختلفة، برزت الصكوك كواحدة من أهم الأدوات التي استطاعت أن تجد لها موطئ قدم في أسواق المال العالمية، وقد تمكنت الصكوك الإسلامية من استقطاب أعداد كبيرة من المستثمرين من مختلف دول العالم وليس في العالم الإسلامي فقط بل حتى من أوروبا وأمريكا.

#### الفرع الأول : التجربة السعودية :

لقد بادرت شركة "سابك" بالمملكة العربية السعودية عام 2005 إلى إصدار أول صكوك إسلامية في السوق السعودية المحلية بقيمة 3 مليار ريال والذي شكل أكبر إصدار للصكوك على مستوى المنطقة ، وتعتبر تجربة إصدار سابك للصكوك خطوة بالغة الأهمية في مسيرتها ، حيث لقيت هذه الصكوك إقبالا واسعا من المستثمرين السعوديين عند طرحها للاكتتاب ، كما مهدت بهذه الخطوة الطريق لفتح قناة استثمارية رأسمالية في السعودية غير الأسهم للمساهمة في تطوير السوق المالية السعودية وتزويد المستثمرين بخيارات أوسع للاستثمار.



توقعات مستقبلية لجهة السوق المالي الإسلامي<sup>1</sup>

ولكن هذا النوع من التمويل – التمويل المصرفي الإسلامي – كانت له حدوده الضيقة فلم يستطع أن يتوسع إلا في مجالات التمويل قصير الأجل كما ذكرنا سابقاً ، لذلك أصبح من الضروري أن تنتج مثل هذه المشروعات مباشرة إلى السوق المالي عن طريق طرح أوراق مالية خاصة بها ؛ بل إن البنوك الإسلامية نفسها أصدرت أوراق مالية ذات خصائص تتمكن بها من بناء مورد تمويلي جديد يمكنها من الاستجابة لطلبات المشروعات الاستثمارية طويلة الأجل.

2- إنشاء سوق إسلامية ثانوية للأوراق المالية في الوقت الحاضر أو المستقبل القريب يستدعي خطة وبذل جهود مكثفة ومنظمة لتنفيذها: إن إنشاء سوق إسلامية ثانوية لن يحدث بشكل طبيعي ، ومن ثم يلزم الأمر الإعداد لها من خلال خطة عمل واضحة ومفصلة ابتداء من إعداد الدراسات الخاصة بالسوق وحجم نشاطها المتوقع خلال فترة معينة من الزمن ووظائفها وكيفية إدارتها ولا بد لتنفيذ خطة العمل من وجود مؤسسات إسلامية تتولى هذه المهمة.

<sup>1</sup> - Afaq Khan, **Development of Islamic Capital Markets** page 02 Indonesia Investment Conference: Accessing the Capital Markets : March 20-21 Westin Resort Bali-Indonesia.

3- قيام ونمو سوق إسلامية ثانوية للأوراق المالية يستلزم توافر مزايا خاصة بها غير موجودة في الأسواق التقليدية للأوراق المالية: إن نجاح هذه السوق ثم بقاءها ونموها على المدى الطويل لن يعتمد على وجود تشريعات تحميها أو هيكل تنظيمي جيد لإدارة شؤونها بقدر ما يعتمد على اختصاصها بمزايا غير متوافرة للسوق التقليدية للأوراق المالية ، ولذلك فقيام هذه السوق ونمو نشاطها في البلدان الإسلامية وربما خارجها يعتمد على تقديمها لخدمات جديدة واختصاصها بمزايا فريدة يتيحها لها جوهر المفهوم الإسلامي.

### المطلب الثاني : الأهداف والوظائف والشروط اللازمة لنجاح سوق إسلامية ثانوية

#### الفرع الأول: الأهداف والوظائف<sup>1</sup>

1- المساهمة في تنشيط وتنمية "التمويل الإسلامي" للمشروعات الإسلامية متوسطة وطويلة الأجل وذلك بتيسير وتنظيم ضمانات شرعية مناسبة لعمليات شراء وبيع الأوراق المالية الإسلامية وفقا للأسعار الجارية ، وعلى المستوى الجزئي Micro يتضمن تحقيق هذا الهدف العملي بقاعدة رفع المشقة وجلب التيسير للمتعاملين في الأوراق المالية ، كما يتضمن حمايتهم من عواقب الجهالة ومن الغبن والوقوع في أيدي بعض الوسطاء الاحتكاريين ، أما على المستوى الكلي Macro فيتضمن تحقيق هذا الهدف المساهمة في بناء الاقتصاد الإسلامي داخليا وبالتالي القضاء على التبعية الاقتصادية التي تعاني منها الدول الإسلامية حاليا .

2- تنمية السلوك الاستثماري الرشيد لدى المتعاملين من خلال نشر معلومات كافية عن المراكز الاقتصادية والمالية " الحقيقية" للمشروعات أو الشركات الإسلامية التي تتداول أوراقها في السوق . وتحقيق هذا الهدف الذي يركز على قاعدة "الدين النصيحة" يسهم في تحقيق هدف أفضل استخدام ممكن للموارد الاقتصادية في الأجل الطويل .

3- حماية المتعاملين في الأوراق المالية والمؤسسات والشركات المصدرة لهذه الأوراق والنشاط الاقتصادي للمجتمع الإسلامي من المضاربات السعرية غير الرشيدة وغير الشرعية وذلك من خلال نشر دراسات تقديرية عن الاتجاهات السعرية للأوراق المالية المتداولة ،أما حماية السوق والنشاط الاقتصادي الإسلامي من هذه المضاربات فيكون عن طريق منع جميع أسبابها المؤدية إليها ومن بينها النجش.

#### الفرع الثاني : الشروط اللازمة لتحقيق الأهداف والقيام بالوظائف

1- أن تكون الشريعة الإسلامية مصدر أية قوانين أو لوائح ضرورية لتنظيم وإدارة نشاط السوق الثانوية والرقابة

عليها وفرض الأحكام التأديبية اللازمة في حالة المخالفات ، ولا مانع من الاستفادة من بعض القوانين أو اللوائح النازمة للأسواق الثانوية القائمة حاليا في بعض البلدان الإسلامية التي سمحت بالنشاط المالي الإسلامي ، وذلك بعد التأكد من هذه القوانين أو اللوائح غير متعارضة مع قواعد الشريعة الإسلامية وأنها سوف تسهم في تحقيق

مقاصدها.

<sup>1</sup> -د/ عبد الرحمن يسري أحمد ، قضايا إسلامية معاصرة في النقود ، البنوك والتمويل ص433-434 مرجع سابق .



- 2- الالتزام بمبدأ حرية الدخول إلى السوق وحرية المعاملات فيها وعلى ذلك لا يصح فرض أية قيود تمنع أي مسلم عاقل من ممارسة أعمال السمسرة -أو الوساطة المالية- أو البيع أو الشراء في السوق ، والالتزام بهذا المبدأ يعني في الواقع منع قيام أية احتكارات أو تكتلات من قبل السماسرة أو الوسطاء أو بعض المصالح الكبيرة .
- 3- منع تداول أية أوراق مالية إلا بعد التأكد من خلوها من الربا في قليل أو كثير ، وأنها لن تستخدم في تمويل مشروعات محرمة أو ضارة بالمسلمين أو بالمجتمعات الإسلامية وأنها صدرت من قبل شركات أو هيئات ذات سمعة محمودة في الأوساط الإسلامية والاقتصادية أو عن طريق بعض البنوك الإسلامية المعروفة.
- 4- وجود قواعد ولوائح ناظمة للنشاط وكفيلة بتحقيق سلامة معاملات التداول المالي من الجهالة والغش والغبن والغرر وحماية السوق من حمى المضاربات السعرية بصفة عامة وقطع دابر المضاربات السعرية غير الشرعية بصفة خاصة.

### المطلب الثالث : مؤشرات عالمية إسلامية

نظرا لتنامي الطلب على مؤشرات الاستثمار المبنية على أسس الشريعة الإسلامية فقد أطلقت مؤسسة داو جونز للمؤشرات وذلك في أبريل 1999<sup>2</sup> مؤشر داو جونز للسوق الإسلامي لتلبية متطلبات المستثمرين المحلية والأجنبية الراغبين في المنتجات المالية الإسلامية والذي تفرع منه 29 مؤشرا إسلاميا آخر و التي تغطي معظم القطاعات الاقتصادية لكل دولة على مستوى العالم ، وضم هذا المؤشر أكثر من 1600 سهم<sup>3</sup> و برأسمال يصل إلى 9 تريليون \$ ، كما تم إنشاء وفي نفس السنة مؤشر الفايנانشل تايمز للأوراق المالية الإسلامية ، كما ظهر إلى حيز الوجود مؤشر جاكرتا الإسلامي ، مؤشر كوالا لامبور الشرعي ولم يقتصر الأمر على ذلك ولكنه يمتد أيضا لكثير من البورصات العالمية ، فالإيبان داخلة بقوة في سوق السندات أو الصكوك الإسلامية وبورصة تايلاند في طريق إطلاق مؤشر متخصص للاستثمارات الإسلامية وكذلك الحال في بورصة سنغافورة .

### الفرع الأول : مؤشر داو جونز الإسلامي:

إن مؤشرات داو جونز للسوق الإسلامي قد أنشئت للأشخاص الراغبين في الاستثمار وفقاً لمعايير الاقتصاد الإسلامي وتسير هذه المؤشرات على خطى الأسهم الخاضعة للشريعة الإسلامية في كل أنحاء العالم وبالتالي فهي تتيح للمستثمرين الإسلاميين أدوات شاملة مبنية على منظور استثماري عالمي حقيقي .

مؤشر داو جونز الإسلامي يتكون من عدة مؤشرات فبينما نجد المؤشر العريض لداو جونز لسوق المال الإسلامي نجد أن هناك مؤشرات فرعية مثال داو جونز لسوق المال الإسلامي ( الولايات المتحدة الأمريكية ) ،

1- د/ عبد الرحمن يسري أحمد ، قضايا إسلامية معاصرة في النقود ، البنوك والتمويل ص 435 مرجع سابق.

2-The Islamic Capital Market , Bursa Malaysia page 10

3- د/ حسن الشقطي البورصات الإسلامية طريق جديد لجذب الاستثمارات المحلية

والأجنبية <http://www.alaswaq.net/views/2007/04/24/7505.html>

مؤشر داو جونز للسوق التكنولوجي الإسلامي ، مؤشر داو جونز للسوق الإسلامي للسيولة الزائدة ، ومؤشر داو جونز للسوق الإسلامي الكندي ، ومؤشر داو جونز للسوق الإسلامي بالمملكة المتحدة ، ومؤشر داو جونز للسوق الإسلامي الأوربي ، ومؤشر للسوق الإسلامي آسيا باسفيك وأخيراً مؤشر داو جونز العربي .  
الجدول أدناه لمؤشر داو جونز لسوق المال الإسلامي وهي تبين :

الجدول رقم (1)<sup>1</sup>

نسبة الديون إلى رأس المال السوقي خلال عام بلغت 8.63 % .  
نسبة الأوراق المالية عالية السيولة والحاملة للأرباح خلال عام منسوبة لرأس المال السوقي تساوي 8.68 %  
بينما بلغت نسبة الحسابات المتوقعة إلى إجمالي الأصول 15.47 % وهذه النسب تبين أن أهمية هذا المؤشر مقبولة لحد ما .

**DOW JONES ISLAMIC MARKET INDEX SELECTION PARAMETER AVERAGE (%)**

Debt/12-Mo. Market Cap	8.63%
(Cash + Interest Bearing Securities)/12-Mo. Market Cap	8.68%
Accounts Receivables/Assets	15.47%

As of September 2001.

الجدول رقم (2)

خاص بعرض أساسيات مؤشر داو جونز لسوق المال الإسلامي حيث يبين أن نسبة العائد السنوي تراوحت بين 0.67 % إلى 2.71 % بينما تراوحت نسبة الأسعار إلى المبيعات ما بين 1.15 % إلى 2.61 % وهذه تبين أن الاستثمار في هذا المؤشر يعتبر مقبولاً وموازياً لمتوسطات النسب المالية في أسواق المال العالمية .

<sup>1</sup> - أ/ عصام الزين الماحي، تقييم عمليات المصارف الإسلامية في أسواق الأوراق المالية المحلية والأجنبية و أسواق المعادن الثمينة ص 09 ، الملتقى الملتقى السنوي الإسلامي السابع بعنوان: إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية 25-

## DOW JONES ISLAMIC MARKET INDEX FUNDAMENTALS

Index	P/E	(Incl. P/E	(Excl.	P/BV	Dividend Yield	P/Sales	P/CF	
	Trailing	Projected	Trailing					Projected
Dow Jones Islamic Market Index	19.88	17.01	20.31	17.23	3.35	1.62	1.66	12.83
DJ Islamic Asia/Pacific Index	19.46	17.19	20.05	17.53	2.40	1.81	1.35	11.30
DJ Islamic Canadian Index	20.57	16.20	19.56	16.55	2.74	0.67	1.85	11.41
DJ Islamic Europe Index	18.37	15.52	19.35	15.71	2.92	2.54	1.29	10.03
DJ Islamic Japan Index	21.92	18.73	21.92	18.73	1.95	0.91	1.17	10.53
DJ Islamic Market Titans 100 Index	21.35	18.43	19.51	17.02	3.33	1.88	1.93	12.52
DJ Islamic Technology Index	23.14	19.23	23.40	19.33	3.53	0.67	2.61	15.53
DJ Islamic UK Index	34.45	27.94	17.71	15.51	1.74	2.71	1.15	8.97
DJ Islamic US Index	21.04	18.18	21.21	18.18	4.04	1.26	2.00	15.67

As of July 30, 2004.

- لا زالت أسواق المال الإسلامية في حاجة ماسة لمزيد من المنتجات الإسلامية المبتكرة والمجازة شرعياً ،  
أن الأنظمة الضرائبية وقوانين ولوائح الاستثمار باختلافاتها من بلد آخر وإضافة لذلك انخفاض نسبة  
الشفافية قد أثرت سلباً علي تعاملات المصارف الإسلامية في أسواق المال المحلية والعالمية.

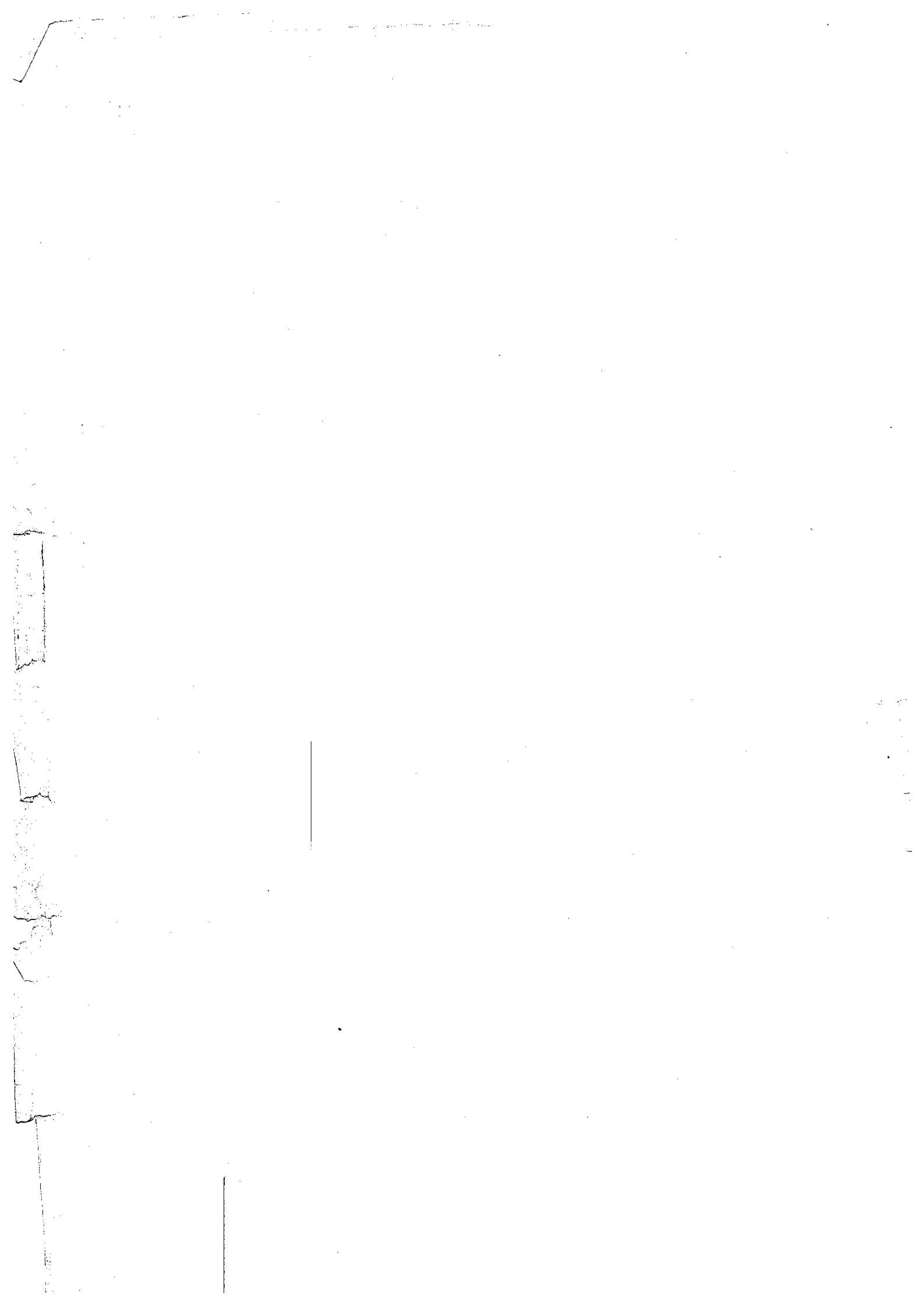
- الاختلافات الفقهية بين الشرق الأوسط والشرق الأقصى خاصة ماليزيا مما أعاق وصولها إلى دول  
المشرق العربي وذلك لتبنيها بعض الآراء الفقهية التي خالفت فيها رأي المجامع الفقهية وجماهير أهل العلم  
في هذا العصر مثل القول بجواز بيع العينة حيث تستخدم وبكثرة في النظام المصرفي الإسلامي في ماليزيا  
عبر الكثير من الأدوات المصرفية مثل تمويل التجارة والقول بجواز المعاملات التي تتضمن شراء وبيع  
عقود الديون في الأسواق الثانوية<sup>1</sup>.

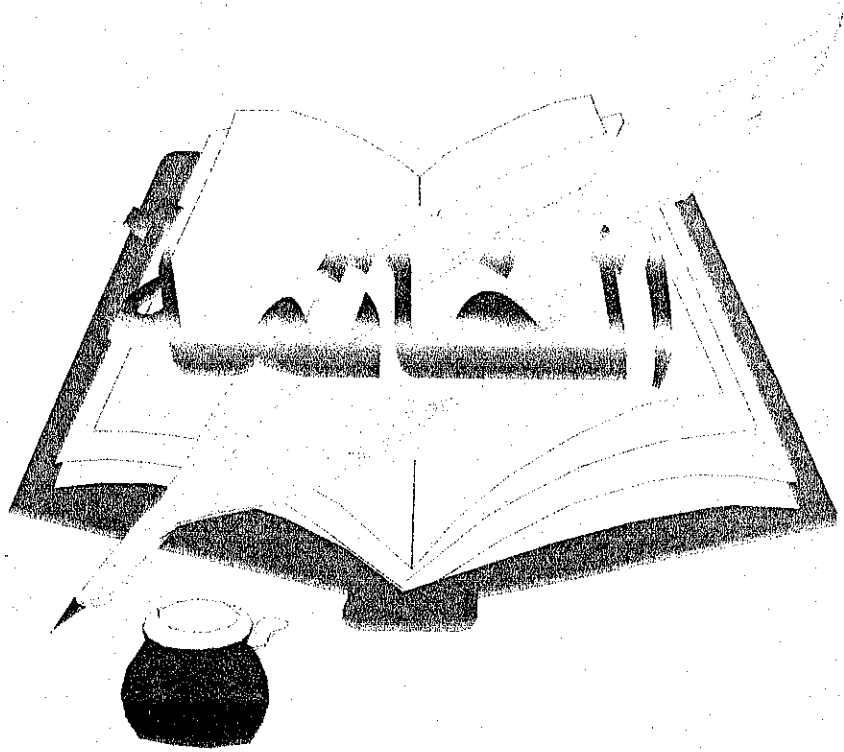
وعليه يجب الاتفاق علي أنظمة ومعايير محاسبية وشرعية متوافقة وتطوير نظم التحليل المالي  
ودراسات الجدوى الاقتصادية والاستثمارية وذلك عبر دفع لقاءات العاملين واستخدام أحدث الوسائل العلمية  
للخروج بدراسات علمية متينة ، وتقوية وإعادة هيكلة الأجهزة الاستثمارية وتطوير الأدوات والمنتجات  
الإسلامية بما يزيد من حجم التعاملات بما يخدم الاستثمار والتنمية ويرفع من مستويات العوائد للمصارف  
الإسلامية للخروج من المحلية إلى العالمية .

### خلاصة الفصل

استعرضنا في هذا الفصل نمو السوق المالية الإسلامية من خلال إيجاد البدائل الشرعية للسندات التقليدية وهي الصكوك أو السندات الإسلامية ، حيث بدأت التحركات في العشرية الأخيرة عن طريق إقامة مؤسسات مالية إسلامية ثم إنشاء هيئات دولية دورها الرئيسي ترسيخ مبادئ الفكر المالي الإسلامي وقد تبين لنا أن هذا الاهتمام لم يكن مقبل الدول المسلمة وحدها بل حتى من العالم الغربي ، وليس فقط من السلمين وإنما أيضا من غير المسلمين في تأكيد واضح على أن الشريعة الإسلامية لم تكن ولن تكون عائقا في وجه النمو والتطور الاقتصادي ، وقد ارتفع مستوى التعامل بالصكوك و بالمشورات المالية الإسلامية حيث أنها في تزايد مستمر.

ولكن هذه الصناعة لا زالت في البداية وتحتاج إلى الكثير من الجهود والخبرات والعمل المتواصل لأجل تحقيق الأهداف الاقتصادية والإسلامية معا ومواجهة جميع التحديات والتغلب على نقاط الضعف واليقين بأن النمو الاقتصادي لدولنا الإسلامية لن يكون إلا بإتباع شريعتنا .





## خاتمة عامة

وفي الختام نذكر بعض ما جاء قرار مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة برابطة العالم الإسلامي الذي انعقد في جدة من 07-12 ذو القعدة 1412 هـ الموافق لـ 09-14 ماي 1992 بشأن سوق الأوراق المالية والبضائع بعد اطلاعه على حقيقة هذين السوقين وما يجري فيهما من عقود عاجلة وأجلة على الأسهم والسندات والبضائع والعملات الورقية والمؤشرات المالية ومناقشتها في ضوء أحكام الشريعة الإسلامية فقد قرر ما يلي :

أولاً : إن غاية السوق المالية (البورصة) هي إيجاد سوق مستمرة ودائمة يتلاقى فيها العرض والطلب ، والمتعاملون بيها وشراء وهذا أمر جيد ومفيد ويمنع استغلال المحترفين للغافلين والمسترسلين الذين يحتاجون إلى بيع وشراء ولا يعرفون حقيقة الأسعار ، ولا يعرفون المحتاج إلى البيع ومن هو محتاج إلى الشراء.

ولكن هذه المصلحة الواضحة يواكبها في هذه الأسواق أنواع من الصفقات المحظورة شرعاً، والمقامرة والاستغلال وأكل أموال الناس بالباطل، ولذلك لا يمكن إعطاء حكم شرعي عام بشأنها. وإنما يجب بيان حكم المعاملات التي تجري فيها كل واحدة منها على حدة.

ثانياً : إن العقود العاجلة على السلع الحاضرة الموجود في ملك البائع التي يجري فيها القبض فيما يشترط له القبض في مجلس العقد شرعاً هي عقود جائزة ، ما لم تكن عقوداً على محرم شرعاً ، أما إذا لم يكن المبيع في ملك البائع فيجب أن تتوافر فيه شروط بيع السلم ثم لا يجوز للمشتري بعد ذلك بيعه قبل قبضه .

ثالثاً : إن العقود العاجلة على أسهم الشركات والمؤسسات حين تكون تلك الأسهم في ملك البائع جائزة شرعاً ، ما لم تكن تلك الشركات أو المؤسسات موضوع تعاملها محرم شرعاً كشركات البنوك الربوية وشركات الخمر ، فحينئذ يحرم التعاقد في أسهمها بيها وشراء .

رابعاً : إن العقود العاجلة والأجلة على سندات القروض بفائدة بمختلف أنواعها غير جائزة شرعاً لأنها معاملات تجري بالربا المحرم .

خامساً : إن العقود الأجلة بأنواعها التي تجري على المكشوف ، على الأسهم والسلع التي ليست في ملك البائع بالكيفية التي تجري في السوق المالية غير جائزة ، لأنها تشتمل على بيع الشخص ما لا يملك اعتماداً على أنه سيشتريه فيما بعد ويسلمه في الموعد . وهذا منهي عنه شرعاً لما صح عن رسول الله صلى الله عليه وسلم أنه قال << لا تبع ما ليس عندك >> ، وكذلك ما رواه الإمام أحمد وأبو داود



## خاتمة عامة

بإسناد صحيح عن زيد بن ثابت رضي الله عنه "أن النبي صلى الله عليه وسلم نهى أن تباع السلع حيث تباع حتى يحوزها التجار إلى رحالهم".

سادسا : ليست العقود الأجلة في السوق المالية من قبيل بيع السلم الجائز في الشريعة الإسلامية وذلك للفرق بينهما من وجهين :

1- في السوق المالية لا يدفع الثمن في العقود الأجلة في مجلس العقد وإنما يؤجل إلى موعد التصفية ، بينما الثمن في بيع السلم يجب أن يدفع في مجلس العقد.

2- في البورصة تباع السلعة 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 ؛ فيما لا يجوز بيع المبيع في عقد السلم قبل قبضه.

سابعاً : إن التعامل بالمؤشرات بيعا وشراء لا يجوز فهي نوع من القمار لأنها بيع شيء خيالي (شيء لا يوجد).

وبناء على ما تقدم يرى المجمع الفقهي الإسلامي أنه يجب على المسؤولين في البلاد الإسلامية ألا يتركوا أسواق البورصة في بلادهم حرة تتعامل كيف تشاء في عقود وصفقات ، سواء أكانت جائزة أو محرمة وألا يتركوا للمتلاعبين بالأسعار فيها أن يفعلوا ما يشاءون ، بل يوجبون فيها الطرق المشروعة في الصفقات التي تعقد فيها ويمنعون العقود غير الجائزة شرعا ، ليحاولوا دون التلاعب الذي يجر إلى الكوارث المالية ويخرب الاقتصاد العام .

إن الحل لجميع المشكلات والمعضلات الاقتصادية المعاصرة في العالم عموما وفي العالم الإسلامي خصوصا هو العودة إلى تعاليم الإسلام وتشريعاته وما نجح البنوك الإسلامية واستمرارها بل وانتشارها في العالم إلا دليل على أن الدواء هو الاقتصاد الإسلامي الذي يقوم على مبادئ قيمة وأسس سليمة؛ ونظرا لما للبورصة من دور ريادي وأساسي في تحريك دواليب الاقتصاد فعلى أن ننشئها بالشكل الذي يتناسب وديننا ومعتقداتنا ، وبالفعل استطاعت السوق المالية الإسلامية أن تظهر إلى الوجود خاصة السوق الأولية وهي سوق الإصدارات ، حيث تم إصدار عدد من الصكوك الإسلامية في عدد من الدول الإسلامية وحتى الغربية حيث لقيت نجاحا كبيرا ورواجا من قبل المستثمرين ؛ إلا أن السوق الثانوية لا زالت تعرف قصورا كبيرا وقيام مثل هذه السوق يحتاج إلى بذل جهود علمية وعملية مكثفة في ظل أفضل الظروف المتاحة، حيث ستسهم هذه السوق دون شك بطريق مباشر في خدمة النشاط المالي والاقتصادي الإسلامي .

و في ضوء التحديات التي تواجه التمويل المالي الإسلامي فإن الأمر يتطلب إعادة هندسة شاملة للقطاع المالي الإسلامي على المستويين القطري والعالمي بما يعزز تنافسيته ويجعله قادراً على تلبية احتياجات

## خاتمة عامة

العملاء، وأكثر تطبيقاً للمعايير المالية والمحاسبية الإسلامية المتعارف عليها إقليمياً وعالمياً، وأيضاً أكثر استيعاباً للتطورات التكنولوجية المصرفية الحديثة، وهذا لا يتم إلا من خلال زيادة نطاق التعاون والتنسيق المشترك بين المصارف الإسلامية ذاتها وبين المؤسسات المالية والمصارف المركزية (السلطات النقدية) التي يقع على عاتقها وضع الأطر التنظيمية والتشريعية والفقهية الملائمة لعمل السوق الإسلامية. ومن الأمور التي من الممكن أن تُساعد في تحقيق ذلك ما يلي:

- 1- إنشاء هيئات محايدة في كل بلد إسلامي يعمل بها خبراء متخصصين في التحليل المالي والاستثماري ، لتقديم المشورة والنصائح والمعلومات الكافية لطالبيها عن أي نوع من الأسهم -المصدرة والجهات التي أصدرتها إبعاداً للغرر والجهالة .
- 2- إبعاد المضاربة كعامل محرك لتداول الأسهم المصدرة وزرع صفات الائتمان للمجتمع بتطبيق شرع الله حتى لا يكون العائد المادي لوحده هو المقصود وراء كل العمليات وإنما يكون لعامل حب المساهمة في البناء طواعية هو المحرك أيضاً .
- 3- ضرورة أن يكون العاملون بالسوق من المتخصصين النشطين الملتزمين بشرع الله المعروفين بالأخلاق وحسن السيرة .
- 4- أن تراعي مهمة التعامل مع جميع الطبقات في المجتمع- مثلما هو الشأن لدى البنوك الإسلامية- في السوق المالية الإسلامية وذلك بإصدار أوراق مالية صغيرة القيمة حتى يتمكن ذوي الدخل المتدني من شرائها وبذلك تساهم هذه السوق في ترشيد الإنفاق لدى الأفراد وتوسيع قاعدة المطبقين لشرع الله وتعبئة كل الطاقات المساهمة في عملية التنمية .
- 5- التزود بالآلات الحديثة التي تتيح إصدار بيانات يومية سريعة ودقيقة ومفصلة عن كل نوع من الأوراق .
- 6- العمل على إيجاد صيغ مختلفة من الأوراق المالية الخاضعة للشريعة الإسلامية أو ما يعرف بالصكوك المالية الإسلامية لأجل توسيع نطاق التعامل المالي الإسلامي .
- 7- إقامة هيئات مالية إسلامية تعمل على إتاحة المعلومات الدقيقة عن الأسعار الجارية للأوراق المالية ، كما تقوم بتعديل اللوائح الخاصة بمراقبة الأعمال في السوق والتأكد من عدم تعرض أي طرف من أطراف التداول المالي لغش أو غبن أو غرر ووضع الإجراءات التنظيمية المناسبة والكافية لمنع قيام المضاربات السعرية غير الشرعية .
- 8- تيسير الدخول إلى البورصة لأجل جلب أكبر قدر من المؤسسات والمتعاملين إضافة إلى تشجيع الاستثمار المحلي بإقامة مشاريع تتصف بالعدالة والأمانة .
- 9- العمل على جذب أموال المسلمين المستثمرة بالخارج واستغلالها في الدول الإسلامية .
- 10- قيام الحكومات باستخدام الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع العامة .

## خاتمة عامة

11- تطوير الموارد البشرية العاملة في السوق المالية الإسلامية لضمان قيام إدارة مالية إسلامية ذات كفاءة عالية.

بجانب ذلك نرى أن تطوير أسواق المال الأولية مرتبطة بمدى التنفيذ لسياسات الخصخصة والإصلاحات الهيكلية وقوانين تشجيع الاستثمار في العالم الإسلامي حيث أن زيادة الإصدارات في السوق الأولية تزيد من التطوير وحجم التعاملات في السوق الثانوية وبالتالي نتوقع أن ترتفع النسبة الخاصة بالاستثمارات المباشرة ورأس المال السوقي منسوبة إلى إجمالي الناتج القومي إلى النسب العالمية السائدة حيث أن نسبنا لازالت منخفضة.

### توصيات ومقترحات :

نقترح أن توجه الحكومات الإسلامية عملها على إحياء فقه المعاملات المالية الإسلامية وتطبيقه على أرض الواقع.

- التعاون بين الاقتصاديين والفقهاء لإيجاد التكيف الفقهي للمعاملات المالية المعاصرة من خلال توجيه الدارسين للعلوم الشرعية وخاصة فقه المعاملات بدراسة الأسس الاقتصادية للمعاملات المعاصرة ، وكذلك توجيه الدارسين للعلوم الاقتصادية الإمام بدراسة المعاملات في الفقه الإسلامي لأجل تحقيق أهداف اقتصادية وإسلامية معا .
- نقترح فتح المجال أمام دارسي الاقتصاد الإسلامي خاصة في دولنا الإسلامية بتدريس هذه المادة في الجامعات .



قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية

أبي عبد الله محمد بن أحمد الأنصاري القرطبي، تفسير القرطبي: تحقيق سالم مصطفى البدرى، المجلد التاسع 17-18، (بيروت، دار الكتب العلمية) ط 1، 2000.

أبي عبد الله محمد بن أحمد الأنصاري القرطبي، تفسير القرطبي: تحقيق سالم مصطفى البدرى، المجلد التاسع 17-18، (بيروت، دار الكتب العلمية) ط 1، 2000.

1. أبي عبد الله محمد بن أحمد الأنصاري القرطبي، تفسير القرطبي: تحقيق سالم مصطفى البدرى، المجلد التاسع 17-18، (بيروت، دار الكتب العلمية) ط 1، 2000.
2. أبي الفداء إسماعيل بن عمر بن كثير القرشي الدمشقي، تفسير القرآن العظيم المجلد الرابع (بيروت، دار ابن حزم) ط 1، 2002.
3. أبي عبد الله محمد بن إسماعيل بن إبراهيم بن باركويه البخاري، صحيح البخاري (القاهرة، مطابع الأهرام) ط 2، 1990-1410.
4. أحمد بن علي بن حجر العسقلاني، فتح الباري شرح صحيح البخاري ترتيبه وتبويبه، محمد فؤاد عبد الباقي ومعه الدين الخطيب (القاهرة، دار المطبعة السلفية) ط 3، 1407 هـ.
5. أبي الحسين مسلم بن الحجاج القشيري النيسابوري، الجامع الصحيح المسمى صحيح مسلم (بيروت، دار الجيل، دار الأفاق الجديدة) ط 5.
6. مسعود بن أحمد الكاساني، بدائع المنافع في ترتيب الفرائض (القاهرة، مطبعة الجمالية) ط 6.
7. أبي داود سليمان بن الأشعث السجستاني، سنن أبي داود (القاهرة، دار المصرية اللبنانية) ط 1988.
8. الشرح الصغير على إقرب المسالك إلى منتهى الإمام مالك (الإمارات العربية، وزارة العدل والشؤون الإسلامية) ط 2، 1989.
9. أبي عبد الله محمد بن يزيد القزويني ابن ماجه، سنن ابن ماجه تحقيق محمد فؤاد عبد الباقي ط 2 (مطبعة دار إحياء التراث العربية).
10. الإمام أحمد بن حنبل القرطبي، بحاية المصنف ونباهة المصنف (مصر: شركة ومطبعة مصطفى باوي الحلبي) ط 2، 5، 1981.
10. الشيخ أبو بكر جابر الجزائري، منهاج المسلم (بيروت، دار الكتب العلمية).
11. موفق الدين محمد بن أحمد بن قدامة، المغني والفرع الصغير (بيروت، دار الكتاب العربي) ط 8.
12. مالك بن أنس رضي الله عنه، الموطأ (بيروت، دار الجيل، المغرب، دار الأفاق الجديدة).
13. الشيخ عبد الرحمن بن محمد عوض الجزيري، كتاب الفقه - على المسامحة الأربعة - (بيروت، دار ابن حزم) ط 1، 2001.
14. الإمام أبي إسحاق إبراهيم بن علي بن يوسف الفيروز آباحي الشيرازي، المصنف في فقه الإمام الخافعي (مصر: مطبعة مصطفى الحلبي) ط 1.
15. صحيح سنن الترمذي، صحيح محمد ناصر الدين الألباني (الرياض، مكتبة التربية العربية لحول الخليج) ط 3، 1، 1988.

أبي عبد الله محمد بن أحمد الأنصاري القرطبي، تفسير القرطبي: تحقيق سالم مصطفى البدرى، المجلد التاسع 17-18، (بيروت، دار الكتب العلمية) ط 1، 2000.

1. المعلم بطرس البستاني، قطر المحيط - قاموس لغوي ميسر - (لبنان: مكتبة لبنان ناشرون) ط 2، 1995.
2. إبراهيم مصطفى، د/ أحمد حسن الزيات، د/ حامد عبد القادر، د/ محمد علي النجار، المعجم الوسيط (اسطنبول: المكتبة الإسلامية) ط 1 و 2، 1982.
3. الشرح محمد بن أحمد البستاني، الوافي - معجم وسيط اللغة العربية - (بيروت: مكتبة لبنان) ط 1990.
4. الإمام الفيروز آباحي الشيرازي، القاموس المحيط (بيروت، دار الكتب العلمية) ط 4، 1، 1995.
5. العلامة جاد الله أبي القاسم محمود بن عمر الزمخشري، أساس البلاغة (بيروت: مكتبة لبنان ناشرون) ط 1، 1996.

- 6- العلامة أحمد بن محمد بن علي القويمي القزويني، المصباح المنير ( بيروت : مكتبة لبنان ناشرون ) . 2001 .
- 7- الإمام فخر الدين الرازي ، موسوعة المسائل الاقتصادية الإمام فخر الدين الرازي ، بقلم د/ شفيق حنفي ( بيروت : مكتبة لبنان ناشرون ) ط 1 ، 2001 .
- 8- الشفيق أبي الحسن أحمد بن فارس بن زكريا ، معجم مقاييس اللغة ، اعتنى به كل من د/ محمد عوض مرعب و فاطمة محمد أسلان ( بيروت : دار إحياء التراث العربي ) ط 1 .
- 1- موسوعة عالم التجارة وإدارة الأعمال - قاموس التجاري -  
 (Edito Greps Professional Business) 2001
- 2- د/ راشد البراوي ، الموسوعة الاقتصادية ( القاهرة : مكتبة النهضة المصرية ) ط 2 ، 1987 .
- 3- د/ نبية قطاس ، معجم المسائل الاقتصادية والمال وإدارة الأعمال ط 2 ، 1989 .
- 4- د/ محمد عطية موسوعة البنوك الإسلامية ( الجزائر : دار الكتاب الحديث ) ج 5/1 .
- 5- موسوعة الاقتصاد الإسلامي ( القاهرة : دار الكتاب المصري ، بيروت : دار الكتاب اللبناني ) ط 2 ، 1986 .
- 6- علي محمد جمعة ، معجم المسائل الاقتصادية والإسلامية ( مكتبة العبيكان ) ط 1 ، 2000 .
- 7- د/ عبد العزيز فهمي ميكل ، موسوعة المسائل الاقتصادية والإحصائية ( بيروت : دار النهضة العربية ) ط 2 ، 1986 .
- 1- د/ قطيب مصطفى سانو ، الاستثمار أنظمة وشروطه في الفقه (الأردن : دار النفائس) ط 1 ، 2000 .
- 2- د/ ضياء مجيد ، التحليل الاقتصادي الإسلامي ( الإسكندرية : مؤسسة شباب الجامعة ) 1997 .
- 3- د/ خلف بن سليمان بن صالح بن سليمان النمرى ، دراسات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي ( الإسكندرية : مؤسسة شباب الجامعة ) 2000 .
- 4- شعبان محمد إسلام البروازي ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ( دمشق : دار الفخر ) ط 1 ، 2002 .
- 5- د/ محمد فتح الله النشار ، التعامل بالأسهم - في سوق الأوراق المالية في ضوء الفقه الإسلامي ( الإسكندرية : دار الجامعة الجديدة للنشر ) 2006 .
- 6- د/ شفيق عاصم الزين ، الإسلام نظام - العظم ، الاقتصاد الاجتماع - ( بيروت : دار الكتاب اللبناني ) ط 1 ، 1989 .
- 7- الشفيق تقي الدين اللبناني ، النظام الاقتصادي في الإسلام ( بيروت : دار الأمة للنشر والطباعة والتوزيع ) ط 6 ، 2004 .
- 8- د/ علي محيي الدين القره داغي ، أثر الديون وبقود الشركة أو المنظمة على تداول الأسهم والسكوك والوحدات الاستثمارية ( جدة : المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب ) .
- 9- د/ عبد العزيز الخياط ، الأسهم والشركات من منظور إسلامي ( القاهرة : دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع ) ط 1 ، 1997 .
- 10- د/ حسين عمر ، اقتصاديات البنوك الإسلامية ( القاهرة : دار الكتاب الحديث ) ط 1 ، 1995 .
- 11- د/ حمود سامي ، المصارف الإسلامية ( انحاء المصارف العربية ) 1989 .
- 12- د/ محمد سليمان الأشقر & د/ عمر سليمان الأشقر & د/ عثمان محمد شبيب & د/ ماجد محمد أبو رغبة ، بحوث فقهية في قضايا اقتصادية معاصرة ( الأردن : دار النفائس ) ج 2 ، ط 1 ، 1998 .
- 13- فاضل محمد الرفاعي ، المصارف الإسلامية ( بيروت : منشورات الخليلي الحقوقية ) ط 1 ، 2004 .
- 14- محمد بوجلال ، البنوك الإسلامية ( الجزائر : المؤسسة الوطنية للكتاب ) 1990 .
- 15- د/ علي السالوس ، حكم وحذائق البنوك وشهادات الاستثمار في الفقه الإسلامي ( البليدة : قصر الكتاب ) .
- 16- د/ محسن أحمد الخديري ، البنوك الإسلامية ( مصر : إيتراك للنشر والتوزيع ) ط 3 ، 1999 .
- 17- د/ محمد أحمد سراج ، النظام المصرفي الإسلامي ( القاهرة : دار الثقافة للنشر والتوزيع ) 1989 .
- 18- د/ عبد الرحمن يسري أحمد ، قضايا إسلامية معاصرة في البنوك والتمويل ( الإسكندرية : دار الجامعة ) 2003-2004 .
- 19- د/ عثمان محمد شبيب ، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي (الأردن : دار النفائس) ط 1 ، 1996 .

- 1- د/ عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ( الإسكندرية : دار الجامعة الجديدة ) 2003 .
- 2- د/ زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار المالي والعقدي ( عمان : دار وائل للنشر والتوزيع ) 1998 .
- 3- د/ حسين عمر، الاستثمار والعملية ( الجزائر: دار الكتاب الحديث ) ط 1 ، 2000 .
- 4- د/ محمد صالح الجنابوي & د/ جمال فريد مصطفى & د/ جلال إبراهيم العبد ، الاستثمار في الأسهم والسندات ( الإسكندرية : الدار الجامعية ) 2004/2003 .
- 5- د/ منير إبراهيم منجي ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ( الإسكندرية : توزيع منشأة المصارف بالإسكندرية ) .
- 6- أ.د فريد راجح النجار، الاستثمار بالنظم الإلكترونية والاقتصاد الرقمي ( الإسكندرية : مؤسسة شباب الجامعة ) .
- 7- د/ محسن أحمد الخضيرى ، كيفية تعلم البورصة في 24 ساعة (مصر: إيتراك للنشر والتوزيع ) ط 1 1996 .
- 8- د/ شععون شععون ، البورصة -بورصة الجزائر - ( الجزائر : أطلس للنشر ) .
- 9- د/ صلاح السيد جوده، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا (مصر: مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية ) ط 1 199 .
- 10- د/ عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ( الإسكندرية: الدار الجامعية ) 2003 .
- 11- د/ منير إبراهيم منجي ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ( الإسكندرية : منشأة المصارف ) .
- 12- د/ محمد سويلم ، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية ( الدقي ، الشركة العربية للنشر والتوزيع ) 1992 .
- 13- أ / خليل المنجي & القاضي أنطوان الناض ، العمليات المالية والسوق المصرفية ( لبنان : المؤسسة الحديثة ) ج 2 ، 2000 .
- 14- د/ طارق عبد العال حماد ، دليل المبتدئ إلى بورصة الأوراق المالية ( مصر الدار الجامعية ) 2005 .
- 15- د/ مروان عطوان ، الأسواق النقدية والمالية - البورصات ومخاطباتها في عالم النقد والمال - ( الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية ) ج 1 ، 1993 .
- 16- د/ محمد صالح الجنابوي & د/ جلال إبراهيم العبد ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق (مصر: الدار الجامعية ) 2005 .
- 17- ضياء مجيد ، البورصات - أسواق المال وأدواتها - ( مصر : مؤسسة شباب الجامعة ) 2005 .
- 18- د/ محمد صالح الجنابوي & د/ إبراهيم سلطان & د/ جلال العبد ، تحليل وتقييم الأوراق المالية ( الإسكندرية : الدار الجامعية ) 2002/2001 (
- 19- د/ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك ( الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية ) 2000 .
- 20- د/ شاكر القزويني ، محاضرات في اقتصاد البنوك ( الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية ) ط 2 ، 1992 .
- 21- حنيز ، النظرية العامة في الاقتصاد ( الجزائر : الأنيس - موفه للنشر ) .
- 22- د/ أرشد فؤاد التميمي & د/ أسامة عزمي سلام ، الاستثمار في الأوراق المالية - تحليل وإدارة - ( عمان : دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ) ط 1 2004 .
- 23- د/ محمد فريد العربي ، المرحاض التجارية ( مصر : الدار الجامعية ) 2003 .
- 24- الميامي محمد يوسف ياسين، البورصة - عمليات البورصة، تنازع القوانين، احتساص المعام ( بيروت: منشورات الحلبي الحقوقية ) ط 1 ، 2004 .

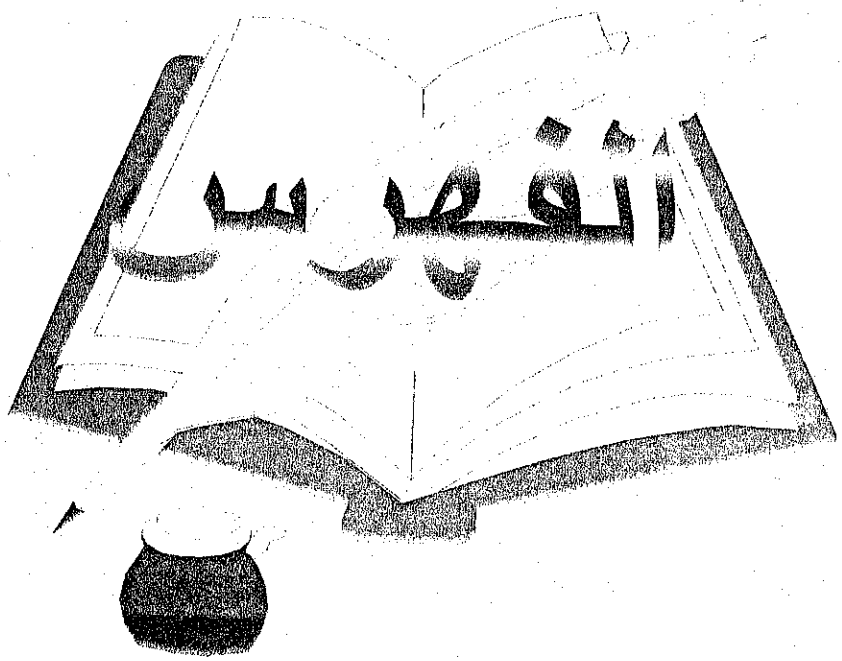
المراجع و المصنفات والأشعة الأجنبية :

- 1-Daniel Goyeau & Amine Tarazi , LA BOURSE ( PARIS : Edition La Découverte) 2006 .
- 2-Dr / Michel Fleuriet , Dr/ Yves Simon , BOURSE ET MARCHES FINANCIERS ( Paris : Edition Economica ) 2000 .
- 3- Dr/ Abd El Kader Beltas LE DEVELOPPEMENT DU MARCHÉ DES CAPITAUX ET LA STRUCTURE DES TAUX D'INTERET ( Hydra : Edition El Borhane) 2002 .
- 4- Gaston Défossé & Pierre Balley LA BOURSE DES VALEURS ( Alger : Editions Bouchene ) 1993 .

المراجع الإلكترونية :

- 1- /د/ حسن الشقلي، البورصات الإسلامية طريق جديد لجذب الاستثمارات المالية والأجنبية <http://www.alaswaq.net/views/2007/04/24/7505.htm>  
- الصكوك الإسلامية تقدر بـ مليار \$ 100 بحلول عام 2010  
<http://www.al-vefagh.com/1386/860206/html/eghtesad.htm>
- 2- /د/ محمد القطان، الصكوك الإسلامية وحورها المأموني، مجلة المستثمر الإسلامي <http://mosgcc.com/mos/magazine/article.php?storyid=298>
- 3- السندات الربوية وبخلافها الشرعية [http://www.islamecon.com/publish/article\\_48.shtml](http://www.islamecon.com/publish/article_48.shtml)
- 4- /د/ صلاح العبيدة، المؤتمر الثاني للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية - دمشق - انظر الموقع الإلكتروني : [http://www.qib.com.qa/arabic/about\\_bank/news/2007/article9.html](http://www.qib.com.qa/arabic/about_bank/news/2007/article9.html)
- 5- لماذا تزدحم أسعار الأسهم في البورصة ؟ - مخاطر الأزمات المالية الجديدة تبدا من المستثمر - انظر الموقع الإلكتروني [WWW.IK.AHRAM.ORG.EG](http://WWW.IK.AHRAM.ORG.EG) مقال - نضلة أبو العز بتاريخ الاثنين 03 محرم 1424 هـ الموافق لـ 23 فبراير 2004 العدد رقم 1833 السنة 126 .
- 6- /د/ أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي ص 199 . انظر أيضا مختصر الكتاب على الموقع الإلكتروني [www.islamtoday.net](http://www.islamtoday.net)
- 7- /د/ وهدية الزحيلي، المصارف الإسلامية . <http://www.alkasabschool.com/2004/zoh1.html>
- 8 - Laurent Denayer and Elie Flatter, Ernst - **Sur la vague de la finance islamique ...**  
April 2006,  
[http://www.ey.com/global/content.nsf/Luxembourg\\_E/media\\_press\\_articles\\_sur\\_la\\_vague\\_de\\_la\\_finance\\_islamique](http://www.ey.com/global/content.nsf/Luxembourg_E/media_press_articles_sur_la_vague_de_la_finance_islamique)
- 9- Mali Ilse Paquin, **Des Obligations Britanniques et Islamiques** , La Presse , 25 avril 2007  
<http://www.lapresseaffaires.com/article/20070425/LAINFORMER/704250761>





قائمة الجداول، المخططات و الأشغال

الصفحة	العنوان
	<u>الجداول</u>
69	- مقارنة بين الأسهم والسندات.
99	- مقارنة بين المضاربة والاستثمار.
100	- خصائص المستثمر ، المضارب والمقامر.
162-161	- المؤسسات المالية الإسلامية ما بين 1970-1980.
170-168	- أهم الأدوات المالية الإسلامية.
191	- مؤشر داو جونز لسوق المال الإسلامي.
192-191	- أساسيات مؤشر داو جونز لسوق المال الإسلامي.
	<u>المخططات</u>
25	- مخطط توضيحي يمثل أنواع البورصات في العالم.
36	- هيكل إدارة وعضوية البورصة.
42	- مخطط توضيحي يبين كيفية تداول الأوراق المالية في بورصة نيويورك.
174	- مخطط توضيحي للتركيب العام لصكوك الإجارة.
	<u>الأشغال البيانية</u>
159	- نسب توزيع صيغ التمويل الإسلامية بالمصارف الإسلامية.
163	- حجم السوق المالي الإسلامي في العالم.
164	- نمو عدد صناديق الاستثمار في العالم.
165	- حجم أصول صناديق الاستثمار في العالم .
177	- تطور الصيرفة الإسلامية في البحرين 1990-2001.
179	- حجم إصدار الصكوك في منطقة الخليج.
182	- تطور الصيرفة الإسلامية في ماليزيا.
187	- حجم إصدار السندات بماليزيا
187	- توقعات مستقبلية لحجم السوق المالي الإسلامي.
163	- الانتشار الجغرافي للبلدان التي تعرض أعمال ومنتجات الصيرفة الإسلامية.
186	- خريطة توزيعية لأهم الدول التي تعرض خدمات ومنتجات إسلامية.

الفهرس

مقدمة عامة

التشخيصات

الإحصاء

الفصل الأول: مدخل إلى الاستثمار وإلى البنوك

01	مقدمة الفصل
02	المقدمة الأولى : الاستثمار في الاقتصاد الوطني
02	المصائب الأولى : مفهوم الاستثمار وأنواعه
02	الفرع الأول : تعريف الاستثمار
02	الفرع الثاني : أنواع الاستثمار
04	المصائب الثانية : أدوات الاستثمار ومبادئه
04	الفرع الأول : أدوات الاستثمار
05	الفرع الثاني : المبادئ التي يقوم عليها قرار الاستثمار.
06	المصائب الثالثة : تحليل الاستثمار ومجالاته المصنفة.
06	الفرع الأول : تحليل الاستثمار
06	الفرع الثاني : الاتجاهات المصنفة في مجال الاستثمار.
08	المقدمة الثانية : الاستثمار في ضوء الفريضة الإسلامية.
08	المصائب الأولى : معنى الاستثمار
08	الفرع الأول : الاستثمار لغة
08	الفرع الثاني : الاستثمار فقها
09	الفرع الثالث : الاستثمار من منظور الإسلامي
10	المصائب الثانية : الاستثمار في المنتجات والسنة
10	الفرع الأول : النصوص القرآنية الدالة على الاستثمار
12	الفرع الثاني : النصوص النبوية الدالة على الاستثمار
13	المصائب الثالثة : موانع استثمار المال ومعايير في الإسلام
13	الفرع الأول : موانع الاستثمار
15	الفرع الثاني : معايير استثمار الأموال في الإسلام.
15	المصائب الرابع : أهداف ومفاهيم الاستثمار من الناحية الإسلامية
17	المقدمة الثالثة : ملامح حول البنوك
17	المصائب الأولى : البنوك معنى ومبنى.
17	الفرع الأول : البنوك لغة .
17	الفرع الثاني : البنوك اقتصاديا
18	المصائب الثانية : أهمية تاريخية حول تطور البنوك.
18	الفرع الأول : السوق لغة
19	الفرع الثاني : السوق اصطلاحا.

19	التوزيع الثالث : نهاية الاسواق .
20	المطالب الثالث : تطور البورصة .
21	المبحث الرابع : البورصة مدورها أنواعها وخصائصها.
21	المطلب الأول : أهمية البورصة ومدورها الاقتصادي.
23	المطلب الثاني : أنواع البورصات .
26	المطلب الثالث : خصائص البورصة العالمية.
27	الأسواق المالية
الفصل الثاني : بورصة الأوراق المالية	
28	مقدمة الفصل
29	المبحث الأول : مدخل إلى بورصة الأوراق المالية.
29	المطلب الأول : مفاهيم حول بورصة الأوراق المالية.
30	المطلب الثاني : مكونات بورصة الأوراق المالية.
31	المطلب الثالث : تنظيم بورصة الأوراق المالية ووظائفها.
31	التوزيع الأول : تنظيم بورصة الأوراق المالية.
31	التوزيع الثاني : وظائف ومدور بورصة الأوراق المالية
32	المطلب الرابع : الميزان الإداري لبورصة الأوراق المالية.
32	التوزيع الأول : إدارة بورصة الأوراق المالية.
33	التوزيع الثاني : أعضاء بورصة الأوراق المالية.
35	المطلب الخامس : ممارسة الأوراق المالية وما يحتمل.
35	التوزيع الأول : دراسة اقتصادية للمصارف.
36	التوزيع الثاني : دراسة تقنية للمصارف.
38	المبحث الثاني : آلية عمل بورصة الأوراق المالية.
38	المطلب الأول : تسهيرة البورصة.
41	المطلب الثاني : طرق تحديد أسعار الأوراق المالية.
41	التوزيع الأول : الطرق التقليدية
42	التوزيع الثاني : طريقة التسهيرة المتواصلة.
42	المطلب الثالث : أوامر البورصة
42	التوزيع الأول : تعريف الأوامر.
43	التوزيع الثاني : أنواع الأوامر.
45	التوزيع الثالث : تنفيذ الأوامر لدى المصارف.
45	المطلب الرابع : أنواع الأسعار التي تعلن عنها البورصة.
45	المبحث الثالث : الأوراق المالية ومفهوم الشراء
45	المطلب الأول : أهمية الأوراق المالية.
46	التوزيع الأول : تعريف الأوراق المالية.

46	الفرع الثاني : خصائص الأوراق المالية.
46	المسائل الثاني : مفهوم الفرقة
46	الفرع الأول : تعريف الفرقة
47	الفرع الثاني : تقسيم الفرقات في القانون
48	الفرع الثالث : تقسيم الفرقات في الإسلام.
49	الفرع الرابع : فرقة المسامحة التعريفية والمحو.
50	المبحث الرابع : الأسماء دراسة اقتصادية وتسمية .
50	المسائل الأول : مفهوم الاسم ، خصائصه وحقوق الماسمين.
50	الفرع الأول : مفهوم الاسم
51	الفرع الثاني : خصائص الاسم وحقوق الماسمين
52	المسائل الثاني : الأخطاء المتبادلة الأسماء ونظرة الفقه الإسلامي إليها.
59	المسائل الثالث : إسحار وتحاول الأسماء وتبينهما التسمية.
60	الفرع الأول : إسحار الأسماء
60	الفرع الثاني : تحاول الأسماء
63	المبحث الخامس : المنحآت دراسة اقتصادية وتسمية
63	المسائل الأول : المنحآت مفهومها وخصائصها.
63	الفرع الأول : مفهوم المنحآت
64	الفرع الثاني : خصائص المنحآت
65	المسائل الثاني : أنواع المنحآت
67	المسائل الثالث : الألفاظ التي تطلق على المنحآت ومقارنة بينها وبين الأسماء.
67	الفرع الأول : بعض الألفاظ التي تطلق على المنحآت.
68	الفرع الثاني : مقارنة بين الأسماء والمنحآت.
70	المسائل الرابع : إسحار المنحآت وتحاولها وحكمها في الفقه الإسلامي
70	الفرع الأول : إسحار المنحآت وتحاولها
71	الفرع الثاني : حكم التعامل بالمنحآت
83	خاتمة الفصل
الفصل الثالث : المسائل التي تفرق بين الفروع الإسلامية	
84	مقدمة الفصل
85	المبحث الأول : الفروع الدينية عينا في الإسلام
85	المسائل الأول : الفروع الدينية في الإسلام
91	المسائل الثاني : فرع العلم
91	الفرع الأول : مفهوم عقد السلم
91	الفرع الثاني : حكم السلم وأحكامه

94	الفرع الثالث : خصم احترازا الخيار في عقد السلم.
94	الفرع الرابع : تسريح المشتري فيما احترازا قبل قبضه.
94	الفرع الخامس : انقضاء السلم فيه عند الأجل : والاقالة في السلم.
95	المبحث الثاني : المضاربة بين الفقه الإسلامي والاقتصاد الوضعي.
95	المطلب الأول : المضاربة في الفقه الإسلامي .
95	الفرع الأول : المضاربة في اللغة وفي الاصطلاح الفقهي.
96	الفرع الثاني : مشروعية المضاربة.
96	الفرع الثالث : أركان المضاربة وأواعها..
97	المطلب الثاني : المضاربة في الاقتصاد الوضعي..
97	الفرع الأول : المضاربة في الاصطلاح الاقتصادي .
98	الفرع الثاني : وظائف المضاربة في البورصة.
99	الفرع الثالث : مقارنة بين المضاربة والاستثمار.
100	الفرع الرابع : خصائص المستثمر : المضارب والمغامر.
100	الفرع الخامس : أنواع المضاربة.
102	المطلب الثالث : المرابحة والوضعية في البورصة.
102	الفرع الأول : المرابحة والوضعية في الاصطلاح العمومي والفقهي.
103	الفرع الثاني : المرابحة والوضعية في سوق الأوراق المالية.
103	الفرع الثالث : طبيعة المرابحة والوضعية في البورصة .
106	المبحث الثالث : العمليات التجارية دراسة اقتصادية وقانونية.
106	المطلب الأول : العمليات التجارية أو الآنية.
106	الفرع الأول : مفهوم العمليات التجارية.
106	الفرع الثاني : خصم العمليات التجارية.
107	المطلب الثاني : التداول بالعمش
107	الفرع الأول : مفهوم التداول بالعمش
110	الفرع الثاني : خصم التعامل بالعمش.
110	المطلب الثالث : البيع القسير أو البيع على المشحون.
110	الفرع الأول : ما هو البيع القسير.
111	الفرع الثاني : مفهوم عملية البيع القسير.
112	الفرع الثالث : خصم عمليات البيع القسير أو البيع على المشحون.
113	المبحث الرابع : العمليات الآجلة دراسة اقتصادية وقانونية
114	المطلب الأول : العمليات الآجلة الباتة أو القطعية.
114	الفرع الأول : طبيعة العمليات الآجلة الباتة أو البتائية.
116	الفرع الثاني : خصم العمليات الآجلة الباتة.

121	المطلب الثاني ، العمليات الآجلة العرطية أو الخيارات
121	الفرع الأول ، لمة تاريخية حول نفاة الخيارات
121	الفرع الثاني ، تعريف الخيارات وأنواعها.
122	الفرع الثالث ، طرق تنفيذ الخيار.
123	الفرع الرابع ، طبيعة الخيارات وخصائصها.
124	الفرع الخامس ، استعمال الخيارات.
127	الفرع السادس ، الرقبة الإسلامية لعقود الخيارات.
129	المطلب الثالث ، عقود المستقبلية.
129	الفرع الأول ، تعريف المستقبلية.
130	الفرع الثاني ، مضمون عقود المستقبلية
131	الفرع الثالث ، حكم التعامل بالمستقبلية.
131	المطلب الرابع ، التعامل بالمؤخرات وخصائصها.
132	الفرع الأول ، مفهوم المؤخر وتكوينه.
132	الفرع الثاني ، تكوين المؤخر
132	الفرع الثالث ، استخدامات المؤخر.
133	الفرع الرابع ، حساب قيمة المؤخر.
133	الفرع الخامس ، أهم أنواع المؤخرات.
134	الفرع السادس ، عقود المؤخرات وخصائصها.
136	المسألة الأولى.
المسألة الأولى ، واقع وآفاق السوق المالية الإسلامية	
137	مقدمة الفصل
138	المبحث الأول ، الصناعة المالية الإسلامية.
138	المطلب الأول ، واقع الصناعة المالية.
138	المطلب الثاني ، الصناعة المالية الإسلامية.
139	المطلب الثالث ، الحاجة للصناعة المالية الإسلامية.
140	المطلب الرابع ، أسباب نمو الصناعة المالية الإسلامية.
140	المبحث الثاني ، نمو سوق مالية إسلامية.
140	المطلب الأول ، مفهوم ومبادئ السوق المالية الإسلامية.
140	الفرع الأول ، مفهوم السوق المالية الإسلامية.
140	الفرع الثاني ، مبادئ السوق المالية الإسلامية.
141	المطلب الثاني ، أهمية وأصناف السوق المالية الإسلامية.
141	الفرع الأول ، أهمية السوق المالية الإسلامية.
141	الفرع الثاني ، أصناف السوق المالية الإسلامية.

143	المطلب الثالث : مفردات وحساسات السوق المالية الإسلامية.
143	المطلب الرابع : دواعي ومحفزات قيام ونجاح السوق المالية الإسلامية.
143	الفرع الأول : دواعي قيام سوق المال الإسلامية.
144	الفرع الثاني : العوامل المحفزة لقيام سوق المال الإسلامية
145	المبحث الثالث : صيغ التمويل الإسلامية .
145	المطلب الأول : مفهوم التمويل الإسلامي .
145	الفرع الأول : التمويل لغة.
145	الفرع الثاني : التمويل في مصطلح الاقتصاد الإسلامي.
146	المطلب الثاني : أساليب التمويل الإسلامية.
146	الفرع الأول : المشاركة . المضاربة . المضارحة والمراحة
148	الفرع الثاني : السلم ، الاستئجار والإجارة .
151	الفرع الثالث : البيع الآجل والقرض المصن .
152	الفرع الرابع : المغارسة ، المماثلة والمزارعة.
153	المبحث الرابع : الأدوات المالية الإسلامية.
153	المطلب الأول : مفردات عامة حول الأسواق المالية في الدول الإسلامية
155	المطلب الثاني : تطور المنتجات المالية الإسلامية.
159	المطلب الثالث : الأدوات المالية الإسلامية وتطورها.
159	الفرع الأول : تعريف الأدوات المالية الإسلامية.
160	الفرع الثاني : أدوات السوق المالية الإسلامية.
169	المبحث الخامس : بحث النماذج السائدة المالية الإسلامية.
169	المطلب الأول : نماذج نظرية
169	الفرع الأول : التجربة السعودية.
170	الفرع الثاني : التجربة الإماراتية.
170	الفرع الثالث : التجربة البحرينية.
173	المطلب الثاني : النموذج المالي والسوحياني .
173	الفرع الأول : التجربة الماليزية.
176	الفرع الثاني : التجربة السواحلية.
178	المطلب الثالث : النموذج المغربي.
179	المبحث السادس : السوق الثانوية الإسلامية.
179	المطلب الأول : ملاحظاته عامة حول السوق الثانوية الإسلامية.
181	المطلب الثاني : الأسس والوظائف والشروط اللازمة لنجاح سوق إسلامية ثانوية.
181	الفرع الأول : الأسس والوظائف.
181	الفرع الثاني : الشروط اللازمة لتحسين الأسس والقيام بالوظائف.



182	المطالع الثالث ، مؤخراته عالمية إسلامية.
182	الفرع الأول ، مؤخر حاد جودز الإسلامي .
185	الفرع الثاني ، المجلس الاستشاري الشرعي.
185	الفرع الثالث ، المتعاملون في حاد جودز بأسواق المال الإسلامية.
185	المطالع الرابع ، التمديدات التي تواجه أسواق المال الإسلامية.
187	خلاصة الفصل
188	قائمة عامة
192	قائمة المراجع.