

الفصل الأول: الإطار النظري لسوق الأوراق المالية الإسلامية

تمثل سوق الأوراق المالية أحد أهم مكونات النظام المالي في الدول، وتطور واستقرار هذا النظام يرتبط بمدى تطورها، وقد أثبتت الوقائع التاريخية أن كثيرا من الأزمات المالية يرتبط ارتباطا مباشرا أو غير مباشر بحركية هذه الأسواق.

كما تؤدي الأسواق المالية (نقدية أو سوق رأس المال) وظائف رئيسية وأخرى ثانوية بما يخدم الاقتصاد الوطني وخطط التنمية، وتمويل المؤسسات وتعبئة الإذخارات، ذلك أن سوق الأوراق المالية مكان التقاء عارضي وطالبي الأموال مباشرة، على عكس التمويل غير المباشر من خلال النظام المصرفي. تختلف الأسس والمبادئ الحاكمة لآلية عمل سوق الأوراق المالية بين النظام التقليدي القائم على الفوائد، والنظام الإسلامي القائم على المشاركة في الربح والخسارة، رغم اعتبار كلاهما أن السوق مجال للاستثمار، حيث إن سوق الأوراق المالية الإسلامية تقوم على مبادئ أهمها تحريم التعامل بالفائدة، هذه الأخيرة التي تعتبر من أهم الأسباب في حدوث الأزمات المالية في الأسواق وعدم استقرار الأنظمة المالية والنقدية في مختلف دول العالم.

كما أن سوق الأوراق المالية تحقق التوازن بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي، حيث إن الأول يكون تابعا للثاني وليس العكس، وذلك لأنه في الاقتصاد الإسلامي يكون الاستثمار في الأصول المالية نظير أصول عينية أو خدمات، وذلك باستخدام صيغ الاستثمار الإسلامية القائمة على المشاركة، وليس بيع الدين بالدين.

في هذا الإطار، يتناول هذا الفصل مختلف المفاهيم المتعلقة بالأسواق المالية ومختلف مبادئها وأدواتها وأهم الفروق الجوهرية بين السوقيين الإسلامية والتقليدية، إضافة إلى مختلف آليات التعامل وطرق الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية.

ولإحاطة بمختلف هذه المفاهيم يقسم الفصل إلى المباحث الثلاثة الموالية:

- مدخل إلى السوق المالية؛
- سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي؛
- آلية التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية.

المبحث الأول: مدخل إلى السوق المالية

ارتبط تطور الأسواق المالية بمدى تطور ثقافة الاستثمار لدى المجتمعات، وتؤدي دورا كبيرا في تعبئة المدخرات والمساهمة في عملية التنمية الاقتصادية، وقد مر تطور السوق المالية بعدة مراحل تاريخية، وتتم في السوق المالية عمليات مختلفة منها العمليات الآجلة والعاجلة، كما تمثل مكانا للقيام بالاستثمار سواء بالنسبة للأفراد، أو المؤسسات وغيرها.

المطلب الأول: ماهية السوق المالية

مر تطور السوق المالية بعدة مراحل ارتبطت بدرجة تقدم المجتمعات وحركية الأعمال التجارية السائدة، وقد عرفت من خلال تعاريف مختلفة من حيث إنها مكان لتحقيق عوائد مجزية من خلال القيام بعمليات استثمارية.

1- نشأة السوق المالية وتعريفها

تشير الشواهد التاريخية إلى أن مهنة الصرافة كانت هي أساس نشأة السوق المالية إلى أن أصبحت بالشكل الحالي.

1-1- نشأة السوق المالية

ظهرت مهنة الصرافة كنتيجة لوجود أصناف مختلفة من النقد، حيث كلف حكام اليونان القديمة الصرافين في العام 527 قبل الميلاد بتبديل عملات الزائرين للمدن التي يوجدون فيها، وانتشرت هذه المهنة وتطورت بسرعة كبيرة طوال الفترة الهلينية في اليونان، وبعد ذلك في الإمبراطورية اليونانية.¹ وفي السنوات الأولى بعد الميلاد، شهدت تلك المهنة غياب كامل - باستثناء المنطقة العربية - دام 550 عاما، إذ ظهرت مجددا في شمال إيطاليا، عندما قرر الرومانيون وضع عدد كبير من القوانين والتشريعات المتعلقة بعمليات الإيداع وتبادل النقود، ثم احتلت جمهوريات إيطاليا مثل جنوة و فينسيا وفلورنسا مركزا مرموقا على صعيد الاقتصاد الدولي بفضل تجارتها مع الشرق، وبدأت رؤوس الأموال تصلها بكثافة بالغة، نتج عنه إعادة ظهور مهنة الصرافة، ولقب العاملون في تلك المهنة بالإيطالية، المصرفيون.

وفي بداية القرن الرابع عشر، احتلت مدينة بروج البلجيكية المركز الأول فيما يتعلق بالسوق النقدية. إذ جرت العادة في تلك الفترة أن تجتمع العائلات الست الأكبر العاملة في مجال الصرافة في منزل الرئيس لدراسة عمليات بيع وشراء السلع، ومن ثم كتابة بوالص التأمين، إضافة إلى كل ما يمت بصلة لعمليات بيع وشراء النقود.²

¹ زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس، عمان، الأردن، 2009، ص: 33.

² عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص: 08.

وقد كان الرئيس الذي يستقبل العائلات في منزله يدعى (فاندر بورس) ومنه أتى اسم المكان الذي يتم فيه تبادل البضائع والخدمات لعمليات بيع وشراء العملة. واسم (بورس) بالفرنسية، أي سوق الأوراق المالية في اللغة العربية أو البورصة. ويعتبر المؤرخين عام 1339م، بمثابة العام الذي ولد فيه مفهوم البورصة نسبة إلى اسم عائلة السيد سابق الذكر، الذي كان يستقبل رجال الأعمال وخاصة ممثلي رجال المصارف الإيطالية.

وتعتبر بورصة ليون الفرنسية الأقدم والأكثر أهمية في فرنسا لمدة طويلة وظهرت سنة 1595م، إلا أنها لم تحظ بالأهمية القصوى إلا بدء من عام 1639م، عندما ظهر إلى الوجود عملاء الصرف الذين تخصصوا في موضوع حسم الكمبيالات التجارية، وتؤكد هذا النجاح بعد مائة عام تقريبا، أي في 1774م عند إصدار التنظيم الملكي لبورصة باريس. وتعود البدايات الأولى لظهور وتشكل أسواق الأوراق المالية إلى القرن السادس عشر الميلادي، وعرفت باسم البورصات والتي تحولت في النصف الثاني من القرن السابع عشر إلى أسواق منظمة لحركة وتداول رؤوس الأموال. وهناك أبرز حادثتين ساهمتا في تطور الأسواق المالية والفكر الاقتصادي بشكل عام، هما:

- الاكتشافات الجغرافية؛ التي ترتب عليها ازدهار حركة التجارة، خاصة بعد اكتشاف الأمريكيتين وطريق الهند وهو ما أدى إلى ظهور الحاجة إلى شركات النقل لشحن البضائع ومبادلتها ومنه ظهور بورصة البضائع.

- الثورة الصناعية وتأثيرها في الفكر الاقتصادي عامة وتطور الأسواق المالية خاصة، إذ حلت الآلة محل اليد العاملة ومنه زيادة الإنتاج وظهور المشروعات الاستثمارية الكبرى وما تتطلبه من تمويلات ضخمة تتجاوز القدرات الفردية، وظهور الشركات المساهمة والحاجة إلى تداول أوراقها، ومن هنا نشأت الحاجة إلى سوق منظمة لتداول تلك الأوراق المالية والتي سميت بالبورصة المالية (بورصة الأوراق المالية).¹

وقد زادت أهمية أسواق الأوراق المالية، لذلك تم إنشاء بورصة لندن للأوراق المالية في عام 1776م، أي في القرن السابع عشر. أما فيما يتعلق بالبورصات الأوروبية الأخرى وكذلك في الولايات المتحدة الأمريكية، فلم تظهر إلا في نهاية القرن السابع عشر وبداية القرن الثامن عشر، ولمدة طويلة، فقد أنشئت أول بورصة للأسهم في عام 1821م وفي الشارع نفسه الذي كانت تتم فيه هذه التعاملات في السابق وهو (وول ستريت) الأمريكية، وبورصة نيويورك في عام 1821م، ثم بورصة طوكيو عام 1878م، ثم شرعت الدول تباعا في إنشاء أسواق الأوراق المالية على غرار البورصات العالمية سائلة الذكر.²

¹- عصام حسين، مرجع سبق ذكره، 2008، ص ص: 09-11.

²- المرجع نفسه، ص ص: 12-13.

ومع بداية القرن العشرين، تمت ملاحظة زيادة الوزن النسبي للشركات الصناعية المسجلة في البورصة مقارنة مع الأنواع الأخرى من الشركات، ليس فقط في باريس، وإنما أيضا في كافة البورصات الدولية.

وبنهاية عقد الثمانينيات، لوحظ بأن ترتيب البورصة الدولية قد تغير لصالح الولايات المتحدة واليابان من حجم رؤوس الأموال المتداولة فيها، وتعود المرتبة الأولى من فترة لأخرى بالتناوب إما لبورصة نيويورك أو لبورصة طوكيو، تاركة وراءها البورصات الأوربية، لندن، فرانكفورت، باريس.¹

1-2-1- تعريف السوق المالية

السوق المالية مصطلح مكون من كلمتين هما: السوق والمال. لذلك، ينبغي التطرق لهاتين الكلمتين.

1-2-1-1- تعريف السوق في اللغة والاصطلاح الاقتصادي

يمكن تعريف السوق لغة وفي الاصطلاح الاقتصادي بغية الوصول إلى تعريف مضبوط لها.

1-1-2-1-1- تعريف السوق لغة

جاء في "المعجم الوسيط" أن "السوق هو الموضع الذي يجلب إليه المتاع والسلع للبيع والابتياح (تؤنث وتذكر)".²

أما في "لسان العرب" لابن منظور، فإن "السوق موضع البياعات"،³ أي الموضع الذي تجلب إليه السلع والأمتعة ويتم بيعها فيه.

1-2-1-2-1- تعريف السوق في الاصطلاح الاقتصادي

في الاصطلاح الاقتصادي، فإن كلمة السوق تطلق - في المفهوم الشائع - على المكان المعروف الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون للتعامل في سلعة معينة، أو سلع متنوعة. أما في الاصطلاح الاقتصادي المعاصر، فإنها تستعمل في معنى أوسع، إذ يكفي مجرد وجود تعامل على سلعة أو خدمة معينة لإطلاق لفظ السوق، سواء تم هذا التعامل مباشرة بين الباعين والمشتريين، أو بأي وسيلة من وسائل الاتصال كالبريد، والهاتف، والتلكس، وشبكة المعلومات وغيرها.⁴

1-2-2-1- تعريف المال في اللغة والاصطلاح الاقتصادي

يمكن تناول تعريف المال في اللغة والاصطلاح الاقتصادي لضبط تعريف له.

¹ - زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 34.

² - مجمع اللغة العربية، المعجم الوسيط، مكتبة الشروق الدولية، مصر، الطبعة الرابعة، 2004، ص: 464-465.

³ - ابن منظور، لسان العرب، دار المعارف، مصر، 1981، المجلد الثالث، باب السين، ص: 2154.

⁴ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز إشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، الجزء الأول، 1425 هـ، ص: 27-28.

1-2-2-1- تعريف المال لغة

جاء في لسان العرب أن "المال: معروف، ما ملكته من جميع الأشياء". أي أن المال عند العرب يطلق على كل ما تم امتلاكه.¹

1-2-2-2-1- المال في الاصطلاح الاقتصادي

في الاصطلاح الاقتصادي "يطلق المال عند أهل الاقتصاد على كل ما ينتفع به على وجه من وجوه النفع، كما يعد كل ما يقوم بثمن مالا، أي كان نوعه أو قيمته...، فكل شئ يمكن أن يعرض في السوق وتقدر له قيمة فهو مال".²

1-2-3-1- تعريف السوق المالية

يمكن ذكر التعاريف الموالية للسوق المالية:

تعرف السوق المالية بأنها "المجال الذي يتم فيه الالتقاء بين الوحدات الاقتصادية التي لديها موارد مالية فائضة ترغب في إقراضها (المدخرين) والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (المقترضين)، ومن ثم تنشأ وتتداول داخل إطاره التنظيمي (الأصول المالية)".³

يشير هذا التعريف إلى أن السوق المالية حيز التقاء أصحاب الفائض مع أصحاب العجز لتبادل الأموال من خلال أصول مالية.

كما تعرف السوق المالية بأنها "مجموعة المؤسسات أو القنوات التي ينساب فيها المال الفائض من الأفراد والمؤسسات في المجتمع وفقا لسياسة معينة لمن هم في حاجة إلى هذه الأموال لفترة من الوقت عن طريق الوسطاء الماليين".⁴

يبين هذا التعريف أن الأسواق المالية مجموعة مؤسسات أو قنوات يتم من خلالها تبادل الأموال عن طريق وسطاء ماليين.

وقد تم تعريف السوق المالية بأنها، مجال يلتقي خلالها المشترون والبائعون والمتعاملون الآخرون والإداريون من ذوي الاهتمامات المادية أو المهنية بالأدوات الرأسمالية والنقدية، أو بالصرف الأجنبي بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة؛ الحقيقية والمالية والنقدية، لفترات متباينة طويلة وقصيرة اعتماد على تشريعات وتنظيمات وتعليمات، مع مراعاة عادات وتقاليد وأعراف معتمدة محليا ودوليا.⁵

¹- ابن منظور، مرجع سبق ذكره، 1981، المجلد السادس، ص: 4300.

²- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، 1425 هـ، ص ص: 33-34.

³- إسماعيل أحمد الشناوي وعبد المنعم المبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص: 118.

⁴- صلاح الدين حسن السبسي، بورصات الأوراق المالية: الأهمية، الأهداف. السبل. مقترحات النجاح، عالم الكتب، القاهرة، مصر، 2003، ص: 11.

⁵- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص: 58.

مما سبق، يمكن تعريف السوق المالية بأنها الحيز الذي يلتقي من خلاله أصحاب الفائض مع أصحاب العجز بغية الحصول على تمويل مباشر من خلال تبادل الأموال بواسطة أصول مالية وبوجود وسطاء ماليين، قد تكون هذه السوق محلية أو دولية أو إقليمية، وذلك ضمن إطار تشريعي وتنظيمي يأخذ بعين الاعتبار عادات وتقاليد وأعراف المجتمعات.

2- أهمية السوق المالية ووظائفها

تحتل السوق المالية أهمية كبيرة على المستوى الجزئي أو الكلي وتؤدي وظائف هامة.

2-1- أهمية السوق المالية

ترجع أهمية السوق المالية إلى عدة عوامل يمكن إيجازها فيما يلي:¹

- تمويل خطط التنمية المستدامة، حيث تحتاج عمليات التنمية المستدامة إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدى الدولة، فنقوم بطرح مشاريعها التنموية في السوق المالية المنظمة، فتسمح السوق بإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهمها في السوق المالية للاكتتاب فيها، بدلا من اللجوء إلى عمليات الاقتراض الخارجي.

- عدم قدرة البنوك التجارية على توفير التمويل المتوسط وطويل الأجل، خاصة عند التعامل مع مشاكل التضخم ومشاكل المخاطرة التي قد تتعرض لها هذه البنوك وخاصة عند منحها القروض متوسطة وطويلة الأجل، وكذا التشريعات والتنظيمات الصادرة عن البنك المركزي.

- تساعد السوق المالية على منح القروض بشروط ميسرة وبتكاليف قليلة مقارنة بالقروض من البنوك الدولية أو القروض الخارجية. كما تعتبر مؤشرا على الحالة الاقتصادية كونها تساعد في عملية التنبؤ واتخاذ قرار الاستثمار.

- إمكانية جذب أوراق مالية لمؤسسات دولية من خلال التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملات القابلة للتحويل، وهو ما ينجم عنه إمكانية تحويل هذه السوق من سوق محلية إلى سوق دولية أو إقليمية.

- تشجيع صغار المستثمرين على توظيف أموالهم من خلال شراء الأوراق المالية القابلة للتداول في السوق المالية، وتحقيق أرباح مقبولة ومخاطر قليلة وخاصة في حالة توظيفها في شركات استثمار أو صناديق استثمار لديها خبرات عالية ومتخصصة، كما أن التعامل بهذه الأوراق في السوق المالية يمكن حاملها من تحويلها إلى نقدية بسهولة وبدون تحمل أية خسائر، والحصول على السيولة بسهولة ويسر.

- وضع التشريعات والتعليمات اللازمة لحماية أسعار الأسهم الجديدة والمتداولة من التأثيرات الخارجية ومن ثم إعداد آلية تلقائية لإصدار الأسهم والسندات وتسعيرها وطرحها من قبل مؤسسات السوق المالية المختصة.

¹ - رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص ص: 12-

- تعمل السوق المالية على تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته مما يضمن سلامة المالية للبلاد وحماية صغار المدخرين فهو بذلك يحقق التكافؤ والتوازن للسوق من خلال انتقال ملكية الأدوات المالية من مستثمر إلى آخر، وبالتالي تنظم عملية تداول الأوراق المالية حفاظاً على السعر وبناءً على قوى العرض والطلب.

2-2- وظائف السوق المالية

تؤدي السوق المالية وظيفة أساسية في الاقتصاد وأخرى ثانوية.

2-2-1- الوظيفة الرئيسية للسوق المالية

تتمثل الوظيفة الرئيسية للسوق المالية في نقل الأرصدة القابلة للإقراض ورأس المال التمويلي من الوحدات التي لديها فائض دخل إلى وحدات الإنفاق ذات العجز، وتتمثل الوحدات التي لديها فائض دخل من الأفراد والمؤسسات التي يفوق تيار دخلها النقدي الجاري إنفاقها النقدي الجاري. أما وحدات الإنفاق ذات العجز فهي الوحدات التي يتجاوز إنفاقها الجاري التيار الجاري لدخلها النقدي.¹

2-2-2- الوظيفة الثانوية للسوق المالية

تؤدي السوق المالية العديد من الوظائف الثانوية منها ما يلي:²

- تساهم في مراقبة أداء المؤسسات وذلك اعتماداً على التقلبات في الأسعار، باعتبار أن سعر الورقة المالية مؤشر جيد للأداء، فهي تعتبر بمثابة هيئة رقابية خارجية ذات موضوعية.
- تسمح للمستثمر باختيار مشاريع متنوعة في مجالات الاستثمار المختلفة لما تتوفر فيها من أدوات مالية كثيرة.

3- طرق تمويل السوق المالية للاقتصاد وخصائصها

تساهم السوق المالية في تمويل الاقتصاد بما يمكن من تحقيق التنمية الاقتصادية وذلك لتمتعها بخصائص تجعلها تحقق الأهداف المرسومة وتميزها عن الأسواق الأخرى غير المالية.

3-1- طرق تمويل السوق المالية للاقتصاد

تؤدي السوق المالية وظائفها بطريقتين من طرق التمويل المباشر والتمويل غير المباشر، وذلك كما

يلي:³

¹ - باري سيجل، ترجمة: طه عبد الله منصور، عبد الفتاح عبد الرحمن عبد المجيد، النقود والبنوك والاقتصاد: وجهة نظر

النقديين، دار المريخ للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 1987، ص ص: 69-70.

² - إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص: 434.

³ - مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي: مذكرة تدريبية، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، الطبعة الأولى، 1431 هـ/2010م، ص: 06.

3-1-1- التمويل المباشر

وفيه تحصل الوحدات ذات العجز المالي على احتياجاتها المالية بشكل مباشر من الوحدات ذات الفائض المالي، وذلك عن طريق الاقتراض المباشر، أو عن طريق إصدار الأوراق المالية المختلفة، مثل الأسهم والسندات وأذونات الخزينة وغيرها.

3-1-2- التمويل غير المباشر

في هذا النوع من التمويل، تتدخل مؤسسات مالية وسيطة في تحويل الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي، ومن هذه المؤسسات البنوك التجارية، شركات التأمين، صناديق المعاشات وغيرها، إذ تقوم هذه المؤسسات بتجميع الأموال من الوحدات ذات الفائض، إما من خلال الودائع الجارية، والودائع لأجل، وودائع التوفير، وإما من خلال إصدار أوراق مالية خاصة، مثل وثائق التأمين على الحياة، وشهادات الإيداع وشهادات الاستثمار، ثم تقوم باستخدام هذه الأموال في تقديم القروض لمن يحتاجها، أو شراء الأوراق المالية الجديدة التي تصدرها وحدات العجز المالي (كما في حالة عمليات السوق المفتوحة).

3-2- خصائص السوق المالية

تتميز السوق المالية بعدد من الخصائص يمكن إيجازها فيما يلي:¹

- التنظيم المحكم، وذلك من خلال وجود شروط قانونية تحكم تداول الأوراق المالية، كما يتعامل فيها وكلاء مختصين في ظل إدارات مستقلة لها صلاحيات تضمن توفير المعلومات اللازمة وشفافيتها وحماية المتعاملين فيها.

- تتطلب وجود سوق ثانوية، إذ يتم فيها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، ما يسمح بتوفير السيولة وتمويل المشاريع الكبرى ذات الأجل الطويلة التي تحتاج أموال ضخمة.

- توفر المناخ الملائم، مما يضمن المنافسة التامة ويساهم في تحديد الأسعار العادلة على أساس قواعد السوق (العرض والطلب)، ويسمح توفر الوسطاء ذوي الخبرة في المجالات المالية باتخاذ القرار الاستثماري الرشيد.

- المرونة، حيث تتميز باتساعها وكبر الصفقات المنعقدة فيها وامتدادها إلى عدة أجزاء من العالم في نفس الوقت كونها تستخدم تكنولوجيات الاتصال.

المطلب الثاني: عمليات سوق الأوراق المالية وأغراضها

يوجد نوعان من العمليات في سوق الأوراق المالية تختلفان من حيث الأجل الزمنية، حيث إن إحداها عاجلة (فورية) والأخرى آجلة.

1- العمليات العاجلة

في هذا النوع من العمليات، يرتبط تسليم الأوراق المالية وتسلم ثمنها فوراً بين البائع والمشتري.

¹ جمال جويدان الجميل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، 2002، ص: 56.

1-1- تعريف العمليات العاجلة

تعرف بأنها "المعاملات التي يلتزم كل من البائع والمشتري لتنفيذ عقودها، وذلك بأن يسلم البائع الأوراق المالية، ويسلم المشتري ثمنها حالا، أو خلال مدة وجيزة جدا - خلال ثمان وأربعين (48) ساعة على الأكثر".¹ وتكون هذه العمليات على أصول مادية تمثل حقوقا لأصحاب المشروع على أصوله المادية، حيث تحقق هذه العمليات العاجلة للمتعاملين نوعين من الأرباح، هما:²

- أرباح إيرادية من خلال الاحتفاظ بالأوراق المالية والاستفادة من أرباحها عند التوزيع.
- أرباح رأسمالية من خلال المضاربة على ارتفاع أسعارها، وإعادة بيعها عند تحقق ذلك .

ويختلف الهدف من العمليات العاجلة بالنسبة لكل من البائع والمشتري؛ إذ يسعى الأول إلى الحصول على مال حاضر. في حين الثاني، يسعى إلى استثمار أمواله، وبما أن هذه العمليات تخضع لنظام تتوافر فيه المرونة إلى حد كبير فقد تستعمل هذه العمليات للمضاربة والاستفادة من فروق الأسعار، كما أن هذه العمليات غالبا ما تكون عبارة عن توظيف للأموال، غير أنها قد يكون الهدف منها المضاربة وليس التوظيف.³

1-2- أنواع العمليات العاجلة في سوق الأوراق المالية

توجد العمليات العاجلة على ثلاثة (03) أنواع هي كما يلي:⁴

1-2-1- البيوع العاجلة العادية

في هذا النوع، يلتزم فيها كل من البائع والمشتري بإتمام الصفقة نقدا، وذلك بأن يستلم المشتري الأوراق المالية، ويسلم ثمنها حالا، أو خلال مدة وجيزة جدا، تقدر في بعض الأسواق الغربية بيومين. وفي بورصة نيويورك، يلزم أن تصفى العملية في موعد أقصاه ساعة قبل افتتاح الجلسة التالية. ولا تشكل هذه البيوع نسبة كبيرة في السوق المالية لا سيما في الدول التي يسمح فيها بالاقتراض من البنوك والسماسرة للمضاربة في السوق المالية.

¹ - محمد شكري الجميل العدوي، بورصة الأوراق المالية في ميزان الشريعة الإسلامية: دراسة فقهية مقارنة، مكتبة الوفاء القانونية، الاسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 2014، ص: 535.

² - نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق: دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2007، ص: 72.

³ - سيد طه بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية: دراسة مقارنة بين التشريعين الفرنسي والمصري، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 6-8 مارس 2007، ص: 6-7.

⁴ - يوسف الشبيلي، "الاستثمار في الأسهم والسندات"، مقال على الرابط:

<http://www.shubily.com/books/asohomandsandat.pdf>، تاريخ المطالعة: 2013/04/03.

1-2-2- عمليات الشراء بالهامش

في حالة الحساب النقدي، فإنه يتحتم على المستثمر أن يدفع قيمة شراء الأوراق المالية بالكامل نقداً. أما في حالة الشراء الهامشي، فإن المستثمر يغطي جزء من تكلفة الشراء بالنقد، أما باقي التكلفة فيغطيها بالاقتراض من السمسار.¹

ويطلق على قيمة الاقتراض من السمسار نتيجة الشراء الهامشي اسم "الرصيد المدين". ويتم حساب الفائدة على القروض المقدمة من السمسار إلى المستثمر على أساس سعر الفائدة التي يدفعها السمسار إلى البنك الذي وفر هذه الأموال (للسمسار في البداية) تضاف إليها نسبة مئوية نظير خدمات السمسار (عادة 1%).

1-2-3- البيع على المكشوف

يشير البيع على المكشوف إلى قيام المستثمر ببيع أسهم أو أوراق مالية لا يمتلكها، حيث يقوم المستثمر باقتراض الأسهم أو الأوراق المالية أو رهنها لفترة قصيرة ثم يقوم بردها في نهاية الفترة، والحكمة من ذلك أن المستثمر يتوقع انخفاض أسعار هذه الأوراق في المستقبل. لذلك، يقوم باقتراض الأوراق المالية الآن ثم يبيعها وعندما ينخفض سعرها يقوم بشرائها وردها إلى من اقترض منه الأوراق المالية، وبذلك يحقق ربحاً يتمثل في الفرق بين ثمن الشراء و ثمن البيع.²

2- العمليات الآجلة

على عكس العمليات العاجلة، فإنه في العمليات الآجلة يؤجل التسليم والوفاء بالثمن إلى تاريخ لاحق محدد بين المتعاقدين.

2-1- تعريف العمليات الآجلة

تعرف العمليات الآجلة بأنها "ما كان فيها التسليم الناقل للملكية والوفاء بالثمن مؤجلين ليوم لاحق محدد من قبل عند التعاقد، فتتشابه إذا مع العمليات العاجلة في أن تسليم المبيع ودفع الثمن يتمان في وقت واحد".³

كما تعرف العمليات الآجلة بأنها "العمليات التي تعقد صفقاتها وتؤجل دفع الثمن والمثمن إلى أجل معلوم يسمى بيوم التصفية أو يوم التسوية (Settlement Date)، يلزم العاقدان فيه على التسليم والتسلم، وقد يتفقان على تأجيل خاص وشروط وكيفية التعويض".¹

¹ محمد الحناوي ونهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الاستثمار، المكتب الجامعي الحديث، دون بلد نشر، 2006، ص: 49-50.

² محمد صالح الحناوي وآخرون، تقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007، ص: 280.

³ عبد الرزاق عفيفي، بورصة الأوراق المالية والضرائب، مكتبة الهدى المحمدي، القاهرة، مصر، دار السلفية، كانو، نيجيريا، الطبعة الأولى، 1429 هـ / 2008 م، ص: 210.

- وتتم عملية التصفية من خلال إحدى الصور الثلاث الموالية:²
- التسليم والتسلم الفعلي للأوراق المالية، والثمن من قبل البائع والمشتري.
 - أن يبيع ما اشتراه أو يشتري ما باعه ويقبض الفرق بين السعرين قبل موعد التصفية وذلك بعد رضا الطرف الآخر.
 - تأجيل التصفية إلى موعد التصفية المقبلة بدفع مبلغ يسمى ببديل التأجيل.

2-2- أنواع العمليات الآجلة في سوق الأوراق المالية

تتم في سوق الأوراق المالية عدة أنواع من العمليات الآجلة أهمها ما يلي:³

2-2-1- العمليات الباتة (القطعية)

العمليات الباتة عبارة عن عمليات تنفذ في موعد ثابت محدد يسمى موعد التصفية، ويلتزم المتعاقدون فيه بدفع الثمن، وتسلم الأوراق المالية موضوع الصفقة، ولا يمكنهم الرجوع عن تنفيذ العملية، إلا أنه يمكن للمتعاملين تأجيل موعد التسوية النهائية حتى موعد تسوية لاحقة.⁴

2-2-2- العمليات الشرطية

ويقصد بها تلك "العمليات التي يلتزم فيها البائع والمشتري بتصفية العمليات التي تمت بينهما آجلا في تاريخ معين لكن يشترط أحدهما لنفسه الخيار في عدم تنفيذ العملية مقابل تخليه عن مبلغ من المال يتم الاتفاق عليه مسبقا ليكون بمثابة تعويض عن تنفيذ العملية".⁵

ويرى البعض أن العمليات التي يتضمن عقدها شرطا يجيز لأحد المتعاقدين أن يفسخ العقد في الأجل المضروب أو قبله مقابل مبلغ من المال يدفعه مقدما منذ يوم التعاقد، ولا يرد إليه في حال من الأحوال، والغرض منه أن يحصر المضارب خسارته منذ البدء في هذا المبلغ سواء كان مشتريا أو بائعا.

¹- شعبان إسلام محمد البروارى، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، سوريا، الطبعة الأولى، حزيران (يونيو) 2002، ص: 202.

- زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سبق ذكره، 1428 هـ/2007م، ص: 133.

²- شعبان إسلام محمد البروارى، مرجع سبق ذكره، حزيران (يونيو) 2002، ص: 202-203.

- زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سبق ذكره، 1428 هـ/2007م، ص: 133.

³- وليد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص: 235-236.

⁴- محمد شكري الجميل العدوي، مرجع سبق ذكره، 2014، ص: 666.

⁵- أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008، ص: 287.

2-2-3- العمليات مع الخيار

يحق كل من المتعاقدين الاستزادة من البيع عند حلول الأجل المتفق عليه وله أشكال مختلفة، منها ما

يلي:

- الخيار لمصلحة المشتري.
- الخيار لمصلحة البائع.
- الخيار المزدوج.

2-2-4- المد للبائع والمد للمشتري

هي عمليات مكملة لعمليات سابقة، ولا تعقد إلا وقت حلول الأجل وذلك بتأجيل موعد التصفية إلى وقت لاحق. ويتم هذا الأمر عندما يشعر المتعاملون في سوق الأوراق المالية أنهم لن يستطيعوا تنفيذ العملية نظرا لتطور الأسعار خلافا لتقديراتهم، لذلك يلجئون إلى طلب التأجيل إلى موعد لاحق.¹

2-2-5- العمليات المركبة

تعرف بأنها العملية التي تجعل لأحد المتعاقدين الحق والخيار في أن يكون بائعا أو مشتريا بمقدار معين في تاريخ محدد، أو أن يفسخ العقد في الأجل المضروب أو قبله بشرط أن يدفع تعويض عند التعاقد يكون عادة ضعف التعويض الذي يدفع في العملية الشرطية البسيطة، والمضارب الذي يدفع التعويض يراقب تقلبات الأسعار ليغتتم الفرص في حالة الصعود والنزول.²

3- أغراض العمليات العاجلة والعمليات الآجلة في سوق الأوراق المالية

تتعدد أغراض المتعاملين من شرائهم للأوراق المالية في السوق سواء كانت عاجلة أم آجلة؛ وتتمثل أغراض العمليات العاجلة في الاستثمار والمضاربة، التغطية (التحوط)، والموازنة (التحكيم)،³ في حين تنحصر أغراض العمليات الآجلة في ثلاثة أغراض تتمثل في المضاربة، الاحتياط (التحوط)، والموازنة (التحكيم).⁴

3-1- الاستثمار والمضاربة

يختلف الاستثمار عن المضاربة، إلا أن كليهما يمثل غرضا لعملية قد تكون عاجلة أم آجلة.

3-1-1- الاستثمار

يمثل الحصول على عوائد مستقبلية أهم هدف يسعى المستثمر لتحقيقه من توظيف أمواله.

¹- وليد صافي وأنس البكري، مرجع سبق ذكره، 2009، ص ص: 236-237.

²- أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 315.

³- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، 1426 هـ/2005م، ص: 670.

⁴- المرجع نفسه، ص: 795.

3-1-1-1- تعريف الاستثمار

يعرف الاستثمار بأنه "توظيف الأموال المتاحة في أصول رأسمالية متنوعة للحصول على تدفقات مالية أكثر في المستقبل".¹

كما يقصد بالاستثمار بأنه "توظيف الموارد ومنها النقد بهدف تحقيق عوائد مستقبلية، فهو علاقة بين الموجود والزمن المستقبلي لتحقيق منفعة معينة وتحمل مخاطر كثيرة ومتعددة تنعكس بالخسائر، فالفرد أو الشركة أو الحكومة كلها تمارس الاستثمار بشراء موجودات مادية أو مالية".²

كما عرف الاستثمار بأنه "توظيف الموارد الحاضرة لمدة من الزمن لتحقيق مدفوعات مستقبلية تعوض المستثمر عن الوقت الذي تم توظيف الأموال فيه، والمعدل المتوقع من التضخم، وعدم التأكد بشأن المدفوعات المستقبلية، سواء أكانت هذه الاستثمارات في الأجهزة والمعدات لدى الشركات أم في الأسهم والسندات والسلع والعقارات لدى الأفراد".³

3-1-1-2- أنواع الاستثمارات

يمكن تمييز نوعين من الاستثمار هما، الاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي.⁴

- **الاستثمار الحقيقي**، ويسمى الاستثمار العيني ويعني الإنفاق على الأصول الإنتاجية أو السلع الاستثمارية الجديدة والتي يترتب عنه إنتاج إضافي وفرص عمل إضافية وزيادة المخزون من المواد الأولية المختلفة.

- **الاستثمار المالي**، والذي يقصد به تداول الأدوات الائتمانية وفي مقدمتها الأسهم والسندات والتي لا يترتب على الاستثمار فيها إضافة عينية جديدة إلى الاستثمار الحقيقي، بل إن شراء هذه الأسهم والسندات يمكن أن يسهم في تمويل الأنشطة الاستثمارية العينية المختلفة.

ويراد من الاستثمار المالي - كغرض من أغراض العمليات العاجلة، أن يكون الغرض من شراء الأوراق المالية هو تملك هذه الأوراق بقصد الاحتفاظ بها للحصول على العائد الذي يوزع - بشكل دوري عادة - على حملة تلك الأسهم.⁵

¹- دريد كمال آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص: 15.

²- سندية مروان سلطان الحياي وليث محمد سعيد محمد الجعفر، "دور الحكمة في دعم قرار الاستثمار: دراسة تطبيقية على عينة من الشركات في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة الاقتصاد والمالية، مخبر الأنظمة المالية والمصرفية، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف، العدد رقم 00، 2015، ص: 19.

³- المرجع نفسه، ص: 19.

⁴- ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 1999، ص: 26.

⁵- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، 1425هـ، ص: 671-672.

3-1-2- المضاربة

يكون النشاط التجاري عال المخاطرة في السوق المالية بهدف الاستفادة من فروق الأسعار محل مضاربة.

3-1-2-1- تعريف المضاربة

تعرف المضاربة في السوق المالية بأنها " نشاط تجاري ينطوي على الدخول في معاملة مالية محفوفة بالمخاطر في انتظار تحقيق أرباح هائلة، من التقلبات في القيمة السوقية للأصول المالية".¹ وحسب التعريف الكلاسيكي لكالدور (1939) فإن "المضاربة هي عملية شراء أو بيع السلع بقصد إعادة بيعها (أو إعادة شرائها) في فترة مستقبلية، بحيث يكون الدافع وراء هذا الإجراء هو أمل الاستفادة من حدوث تغير في السعر الحالي وليس الاستفادة من هذا العقار".²

كما عرف المضارب بأن "المضارب هو شخص يقبل المخاطرة، بشرائه وبيعه للأوراق المالية أو أية أدوات استثمارية أخرى، على أمل تحقيق أرباح نتيجة صحة توقعاته لحركة الأسعار في المستقبل. ويقال عن المضارب أنه يشتري ما لا يحتاجه ويبيع ما لا يملكه وذلك بغرض تحقيق الأرباح".³ أي إن شريحة المضاربين تحاول المراهنه على تحركات الأسعار المستقبلية من أجل تحقيق مكاسب ذات احتمالية معقولة من وجهة نظرهم كمضاربين.⁴

لذلك، يمكن ملاحظة أن المضاربة تتميز بما يلي:⁵

- الهدف الأساسي من المضاربة ليس التملك ولا التملك وإنما الاستفادة من فروق الأسعار في القيم السوقية جراء التغيرات التي حدثت.
- تعتمد المضاربة على توقعات المضارب بتغير القيمة السوقية للورقة المالية.
- تكون المضاربة قصيرة الأجل في الغالب.

¹ - "Difference Between Investment and Speculation", le site:

<http://keydifferences.com/difference-between-investment-and-speculation.html#KeyDifferences>,

date de consultation: 08/02/2017.

² - Luis Miotti & Dominique Plihon, "Libéralisation financière: spéculation et crises bancaires", Economie Internationale, la revue du CEPII, N° 85, 1^{er} TRIMESTRE 2001, p : 10, le site : <http://cemi.ehess.fr/docannexe/file/2737/plihon.pdf>, date de consultation : 05/02/2017.

³ - عبد المجيد المهيملي، التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، دون بلد نشر، الطبعة الخامسة، سبتمبر (أيلول) 2006 / شعبان 1427هـ، ص: 51.

⁴ - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات - أوراق - بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2007، ص: 125.

⁵ - عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2006، ص: 78.

وتتعدد أسباب المضاربة في الأسواق المالية، إذ تتمثل أسباب حدوث ظاهرة المضاربة في الأسواق المالية العربية - مثلاً - فيما يلي:¹

- قلة المعروض من الأوراق المالية وقلة المتاح منها للتداول في ظل وجود طلب متزايد والتوسع في الائتمان لأغراض التعامل في الأوراق المالية.
- التسعير الخاطئ للأوراق المالية قبل طرحها للاكتتاب، مثل طرحها بأقل من قيمتها مما يغري بشرائها بإفراط، وهو ما يجعل سعرها يرتفع فوق مستواه الحقيقي.

3-1-2-2- أنواع المضاربة

يمكن تمييز نوعين من المضاربة هما، المضاربة على الصعود والمضاربة على النزول.²

- **المضاربة على الصعود**، إذ يقوم المضارب بالشراء لأجل عندما يتنبأ بارتفاع الأسعار، ثم يقوم بالبيع عندما تصدق توقعاته، والربح هو الفرق بين سعري الشراء والبيع مطروحاً منه المصاريف وعمولة السمسرة.
- **المضاربة على النزول**، ويقوم المضارب بالبيع لأجل (على المكشوف) متوقفاً هبوط الأسعار، ثم يقوم بشراء ما سبق له بيعه، والربح هو فرق السعر مطروحاً منه المصاريف وعمولة السمسرة.

ويسعى المضاربون دائماً إلى الاستفادة من فروق الأسعار فحسب، فإذا تحقق تقديرهم في ارتفاع ثمن الورقة المالية حققوا مكسباً، والعكس، فهم لا يهدفون إلى تغطية موقف أو تأمين أسعار مستقبلية، فيشتري المضارب الأصل المالي مستقبلاً على شكل عقود من السمسار في البورصة، ويحصل على وعد من لجنة التسوية بالبورصة بانجاز العقد.

وتقوم لجنة التسوية بتحصيل هامش من 5-10% من كل من المشتري والبائع لضمان الوفاء بالالتزام، وتقوم يومياً بحساب هذا الهامش وفق حركة الأسعار حتى يتناسب مع تغير الأسعار في موعد السداد. ففي حالة هبوط الأسعار تسدد الخسارة، ولا يترك للتراكم حتى لا يقل الهامش في حساب الخاسر عن 75%، وإذا لم تسدد يغلق السمسار مركزه ليحجم الخسارة في عملية التبادل.³

3-1-2-3- الفرق بين المضاربة والاستثمار

يختلف المضارب عن المقامر كما يختلف عن المستثمر، فإذا رغب المضارب في تحمل المخاطر دون أي دراسة لطبيعة هذه المخاطر وحجمها، فإنه أقرب ما يكون إلى المقامر. فالمضاربة هي الرغبة

¹ - أشرف مصطفى توفيق، كيف تتعلم استثمار الأموال؟ في البورصة - صناديق الاستثمار - أسواق رأس المال - ... (الخطوات العملية - والشغرات القانونية)، دار اينترناك للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، الطبعة الأولى، 2008، ص: 169.

² - زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سبق ذكره، 2009، ص: 92.

³ - ضياء مجيد، البورصات: أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2008، ص ص: 77-78.

المدروسة في تحمل قدر من المخاطر الاقتصادية في حين المقامرة عبارة عن عملية تؤدي إلى نشوء مخاطر غير موجودة.¹

أما التمييز بين الاستثمار والمضاربة فيمكن حصره في عدة زوايا منها ما يلي:²

- مقدار العائد، حيث إن العائد المتوقع من المضاربة أكبر من العائد المتوقع من الاستثمار، كما يتسم بعدم الدورية وعدم الثبات، على عكس العائد المتوقع من الاستثمار الذي يتسم بالدورية والثبات.

- درجة المخاطرة، فدرجة المخاطر في المضاربة أعلى بكثير من درجة المخاطر في الاستثمار. لذلك، عندما يريد المستثمرون شراء الأوراق المالية فإنهم يقومون بما يلي:

* التحقق من قوة المركز المالي للمؤسسة.

* التحقق من سلامة هيكل تمويل المؤسسة.

* التحقق من قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها القصيرة والمتوسطة وطويلة الأجل.

* التحقق من قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح.

- الفترة الزمنية، إذ تتميز المضاربة بفترة قصيرة حيث تتراوح من يوم إلى عدة أشهر أما فترة الاستثمار فتتمدد إلى ثلاث سنوات أو أكثر.

3-2- التحوط (التغطية)

يرتبط التحوط أو التغطية بالبحث عن أساليب لتقليل مخاطر الاستثمار في السوق المالية.

3-2-1- تعريف عملية التحوط (التغطية)

يطلق تعريف (هيدجرز) hedgers على الأشخاص الذين يقومون بتغطية المخاطر، أي على الأفراد الذين يتحملون فعلا مخاطر اقتصادية ثم يستخدمون الخيارات options لتقليلها.³ ويهتم المغطون (المتحوطون) في الأصول المالية بتخفيض المخاطرة الناشئة عن التغيرات السريعة والحادة في أسواق الأوراق المالية.⁴

فالمغطون يأخذون موقفا مستقبليا لتغطية مخاطر الورقة المالية، ويسمى الموقف قصيرا إذا باع، وهو يجني ربحا إذا انخفض سعر الورقة المالية في المستقبل، والمشتري يسمى موقفه طويلا، ويكسب إذا ارتفع سعر الورقة المالية عند حلول الأجل فيغطي نفسه أمام ارتفاع سعر الورقة المالية في المستقبل، ومن هنا يكسب فريق ويخسر آخر.⁵

¹ - حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، ايتراك، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 1999، ص: 406.

² - عصام أبو النصر، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 79.

³ - حسين عطا غنيم، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 406.

⁴ - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 125.

⁵ - ضياء مجيد، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 77.

كما يعرف التحوط بأنه "الإجراءات التي تتخذ لحماية المال من التقلب غير المتوقع وغير المرغوب للعقد، وهو يعرف أحيانا بالخطر المالي".¹

وقد تم تعريف التغطية كما يلي "التغطية هي مزج مجموعة من الأدوات المالية على نحو يمكن من الحد من المخاطر".²

3-2-2- استراتيجيات عملية التغطية

يمكن تمييز نوعين من الاستراتيجيات التي تستخدم للتغطية ضد المخاطر، وهاتين الاستراتيجيتين هما استراتيجية التحوط القصير، واستراتيجية التحوط الطويل.³

3-2-2-1- استراتيجية التحوط القصير

وهي استراتيجية تسمح للشخص الذي يمتلك سلعة أو أحد الأصول أن يحتاط ضد خطر انخفاض سعر السلعة أو الأصل من خلال الاحتفاظ بمركز قصير في بورصة العقود المستقبلية، فإذا انخفض السعر في السوق الحاضرة، فإنه سينخفض أيضا في بورصة العقود المستقبلية، أي أنها استراتيجية تسمح للمستثمر ببيع الأصل المالي وفق عقد ينفذ مستقبلا، فيتجنب مخاطر انخفاض الأسعار من خلال الاحتفاظ بمركز قصير في السوق المستقبلية.

3-2-2-2- استراتيجية التحوط الطويل

وهي استراتيجية تسمح للمستثمر بشراء عقد مستقبلي من خلال السوق الحاضرة، وهو يستهدف تجميد أو تثبيت سعر الشراء، وبذلك يستخدم التحوط الطويل لحماية المستثمر ضد انخفاض أسعار الفائدة. فإذا ارتفع سعر الورقة المالية في السوق الحاضرة، فإنه سيرتفع أيضا في بورصة العقود المستقبلية، وينتج ربحا سوف يعوض ولو جزئيا التكلفة المالية لشراء السلعة، وهذا ما يشار إليه بالتحوط طويل الأجل لأن المتحوط يحتفظ بمركز طويل في سوق المستقبلية. كما يسمى التحوط الطويل بالتحوط التوقعي لأن عملية شراء العقد المستقبلي من طرف المستثمر تقوم على أساس التوقعات.

3-2-3- بواعث عملية التغطية

بالنسبة للمستثمر المحترف، فإن الرغبة في تفادي أو إزالة المخاطر تصبح أكثر نتيجة لما يلي:¹

¹ - عبد الرحيم عبد الرحمن الساعاتي، "تحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، المجلد 11، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، 1999، ص: 57.

² - Lawrence Gitman et autres, Investissement et marchés financiers, PEARSON Education, France, 9^e édition, 2005, p : 638.

³ - سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها: دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الأولى، 2005، ص: 322-

- المستثمر يكره المخاطرة بشكل كبير.
 - كمية الأوراق المالية، أو الالتزامات بالتسليم، يكون أكثر ارتفاعاً.
 - التوقعات حول الأسعار محددة بشكل سيئ وغير أكيدة.
 - تقلب سعر الورقة المالية المصدرة شديداً مقارنة مع تقلب أسعار باقي الأوراق المالية التي تهم المستثمر.
 - خطر السعر أهم من الخطر الإجمالي الذي يتعرض له المستثمر، ويمثل خطر السعر جزء هاماً من قيمة الورقة المعروضة أو المحفظة المالية.
- ويعتبر خطر السيولة أهم المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في السوق لأجل. لذا، يتم اللجوء إلى الوسطاء الفرديين في البورصة لجلب السيولة، فكلما كان عددهم أكبر والتنافس بينهم شديد ساهم ذلك في توفير قدر من السيولة، كما تمثل تكلفة العمليات عنصر آخر محدد لسيولة السوق، فكلما كانت التكلفة متدنية تتوفر السيولة بشكل أفضل.

3-3- التحكيم (المراجعة)

تستهدف عملية المراجعة تعويض الخسارة الناتجة عن استثمار ما في سوق معين، بمحاولة تحقيق عوائد في سوق أخرى.

3-3-1- تعريف التحكيم

عرف كل من شارب وألكسندر 1990 المراجعة بأنها "عملية شراء وبيع في نفس الوقت، في سوقين مختلفين للاستفادة من فروق الأسعار".²

ولكي تحقق شريحة المراجحة هدفها فإنها تشتري من السوق المنخفض الأسعار وتبيع في السوق مرتفع الأسعار وتحقق ربحاً عديماً بالمخاطر.³ ويساهم نشاط هذه الشريحة - بشكل تلقائي - في عودة الأسعار إلى مستواها العادل، الأمر الذي يساعد على تحقيق الكفاءة في السوق، ويترك المجال للمستثمرين والمضاربين لتحقيق الأرباح في مقابل تحمل قدر من المخاطر.⁴

¹ - وسام ملاك، *البورصات والأسواق المالية العالمية*، دار المنهل اللبناني، مكتبة رأس النبع، بيروت، لبنان، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، 2003 - 1424هـ، ص: 138-139.

² - Anderi Shleifer & Robert W. Vishny, "the limites of Arbitrages", *the journal of finance*, vol.52, No.1, Mar.1997, American Finance Association, p:35.

<http://ms.mcmaster.ca/~grasselli/ShleiferVishny97.pdf>, date de consultation: 02/04/2017.

³ - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 126.

⁴ - حسين عطا غنيم، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 407.

المطلب الثالث: تقسيمات الأسواق المالية

تقسم السوق المالية إلى السوق النقدية وسوق رأس المال.

1- السوق النقدية

ترتبط السوق النقدية بتداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل، لذلك فهي تتميز بخصائص تختلف عن سوق رأس المال.

1-1- تعريف السوق النقدية

تعرف الأسواق النقدية بأنها الأسواق التي تتداول الأوراق المالية قصيرة الأجل فيها، والتي ترتفع درجة سيولتها، وتتنخفض درجة المخاطرة فيها. لذلك، تقل فيها معدلات العائد بالمقارنة مع الأوراق المالية المتوسطة وطويلة الأجل التي يتم تداولها والتعامل بها في سوق رأس المال.¹ وتستخدم في السوق النقدية العديد من الأدوات المالية قصيرة الأجل والتي منها؛ أدوات الخزينة، الأوراق التجارية قصيرة الأجل، شهادات الإيداع القابلة للتداول، القبولات المصرفية، اتفاقيات إعادة الشراء، وأمر السحب القابل للتداول وغيرها.²

1-2- وظائف السوق النقدية

تؤدي السوق النقدية وظائف مفيدة للاقتصاد الوطني منها ما يلي:³

- المساعدة على تحقيق التوزيع الأمثل والاستخدام الأقصى للموارد المالية على الاستخدامات المختلفة وتحقيق التوازن بين العرض والطلب على الأرصدة النقدية وتوجيه المدخرات إلى أوجه الاستثمار المختلفة.
- تشجيع الأفراد على الادخار لأنها تقدم أداة لتوجيه المدخرات إلى الاستخدامات الاستثمارية وفي الوقت نفسه الاحتفاظ بالقدرة على تسيلها بتكاليف متدنية وبصورة سريعة. ويؤدي ذلك إلى تخفيض كمية النقود التي يحتفظ بها الأفراد لأغراض الاحتياط والمعاملات.
- تقدم الوعاء المناسب لتنفيذ السياسة النقدية من قبل البنك المركزي (خصوصاً عمليات السوق المفتوحة). كما أنها توفر المعلومات المفيدة حول اتجاهات أسعار الفائدة والطلب على الأرصدة النقدية والتي تستعين بها السلطات النقدية في رسم تلك السياسة. وبدون وجود مثل هذه السوق، فإن أكثر أدوات السياسة النقدية تصبح ضئيلة المفعول.

¹ - فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2006، ص: 57.

² - حيدر يونس كاظم الموسوي، أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية: الأردن والسعودية حالة تطبيقية للمدة (1990-2007)، أطروحة دكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية، جامعة الكوفة، 2009، ص: 40-41.

³ - محمد بن علي القرني، مقدمة في النقود والبنوك مع تطبيقات على المملكة العربية السعودية وعناية بالمفاهيم الإسلامية، مكتبة دار جدة، السعودية، 1996، ص: 106-107.

- تمكن السلطات النقدية من الرقابة على عرض النقود في الاقتصاد الوطني، وتوفر للمتعاملين وسائل متعددة لتعديل مراكزهم النقدية.¹

1-3- خصائص السوق النقدية

- تتسم السوق النقدية بخصائص عديدة تميزها عن غيرها من الأسواق المالية والتي منها ما يلي:²
- تتداول في الأسواق النقدية أدوات مالية قصيرة الأجل تتراوح فترات تسديدها ما بين يوم واحد في بعض الحالات وسنة واحدة بشكل عام.
 - تتميز الأسواق النقدية بسيولتها العالية نسبياً وذلك لسهولة تحويل الأدوات المتداولة فيها إلى نقود وهذا ما دفع الناس خطأً إلى إطلاق اسم أسواق النقد عليها.
 - نظراً لتعامل الأسواق النقدية بالأدوات قصيرة الأجل وارتفاع سيولتها، فإنها مقارنة بأسواق رأس المال- التي تتعامل بالأدوات الاستثمارية طويلة الأجل- تعاني من مخاطر أقل للفشل.
 - معظم الأسواق النقدية تتعامل بأدوات ذات قيم كبيرة، وبالتالي فإنها في الواقع غالباً ما تكون أسواق جملة لمعاملات كبيرة تتجاوز في الولايات المتحدة الأمريكية مثلاً وفي حالات عديدة مليون دولار. مما يجعل الاستثمار في هذه الأسواق مركزاً على المؤسسات الكبيرة بدلاً من الأشخاص الطبيعيين أو يجري التبادل من خلال توسط سماسرة brokers أو تجار dealers يتركز دورهم في جمع الزبائن في صالات خاصة بالتبادل في البنوك الكبيرة، وذلك لأنه من الصعب على صغار المستثمرين أو المستثمرين الأفراد بشكل عام تملك هذه الأدوات مباشرة وعلى أفراد، وهذا الأمر يقلل أيضاً من درجة المخاطرة.
 - غالبية الأدوات النقدية قابلة للخصم وذلك لأنها تباع عادة بأقل من قيمها المحددة باستثناء الودائع المصرفية.
 - تقوم الأسواق النقدية بممارسة الكثير من وظائف البنوك التجارية. وفضلاً عن ذلك تتميز هذه الأسواق بقدرتها على تجاوز التكاليف الفرصية للفوائد المصرفية وبالتالي فإنها تستقطب الأموال الكبيرة الموجهة للاستثمار في فترات قصيرة.

2- سوق رأس المال

سوق رأس المال هي السوق الأنسب لتمويل التنمية في مختلف أبعادها لأنها ترتبط برؤوس الأموال المتوسطة وطويلة الأجل.

¹- عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية: من منظور إداري ومحاسبي، دار طيبة للنشر والتوزيع، مصر، 2004، ص: 09.

²- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص: 133-

2-1- تعريف سوق رأس المال

تعرف سوق رأس المال بأنها "تلك السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال".¹

كما تعرف سوق رأس المال بأنها "السوق التي تقوم فيها الحكومات والمصارف والمنظمات الدولية وشركات الأعمال باقتراض واستثمار كميات كبيرة من النقود لفترات طويلة أو متوسطة".²

كما عرفت بأنها مجموعة المؤسسات والعلاقات التي من خلالها تتعامل قوى العرض والطلب على الأصول المالية بشكل عام وعلى الأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات) على وجه الخصوص.³ فسوق رأس المال هي تلك السوق التي يتعامل فيها مختلف عارضي وطالبي الأصول المالية والتي تتمثل أساساً في الأسهم والسندات لفترة طويلة الأجل أو متوسطة، وبكميات ضخمة. والهدف من هذه السوق أن يتم تحويل المدخرات إلى استثمارات من خلال طريقتين هما:⁴

- يقوم المدخرون بشراء الأدوات المالية طويل الأجل المصدرة وبالتالي توفر للشركات التمويل اللازم لاستثماراتها.

- تقوم المؤسسات المالية مثل البنوك التجارية وشركات التأمين باستخدام مدخرات الأفراد لتكوين "محافظ استثمارات" من خلال شرائهم الأوراق المالية في تلك الأسواق.

2-2- خصائص سوق رأس المال

لسوق رأس المال خصائص تميزها عن السوق النقدية منها ما يلي:⁵

2-2-1- تميزها من حيث العائد

يمتاز الاستثمار في سوق رأس المال بالوفرة مما يدفع المستثمرين إلى التفكير والاهتمام بالدخل أكثر من اهتمامهم بالسيولة، الأمر الذي يجعل توفر الأدوات الاستثمارية الأكثر عائداً والأقل تكلفة أمراً مهماً جداً.

2-2-2- التمييز من حيث التنظيم

سوق رأس المال أكثر تنظيماً من السوق النقدية؛ نظراً لمحدوديتها، إضافة إلى أن المتعاملين فيها على درجة كبيرة من التخصص والمهارة في عقدهم.

¹ - عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، دار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص: 07.

² - حازم بدر الخطيب، "دور أهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد الحادي عشر، ماي 2007، ص: 170.

³ - حمزة الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001، ص: 114.

⁴ - عادل محمد، رزق، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 09.

⁵ - ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1999، ص: 188-189.

2-2-3- تميزها من حيث درجة المخاطرة

ترتفع المخاطرة مع ارتفاع العائد نظرا لقلّة السيولة في سوق رأس المال. وهذا، على عكس السوق النقدية، لأن الأسهم والسندات في سوق رأس المال يتغير سعرها السوقي من زمن لآخر مما يجعل مخاطرها كبيرة.

2-2-4- التمييز من حيث درجة السيولة

يعتمد نجاح سوق رأس المال على مدى توفر سوق ثانوية نشطة لتوفير السيولة اللازمة وزيادة سرعة الدوران، حتى يستطيع حامل الورقة المالية بيعها متى شاء حتى ولو قبل تاريخ استحقاقها، وهذا بدوره يعتمد على نشاط السوق الأولية وتعدد الإصدارات الجديدة من أسهم وسندات.

2-2-5- التمييز من حيث الأجل

تتعامل سوق رأس المال في أدوات الدين المتوسطة وطويلة الأجل (التي يتعدى تاريخ استحقاقها السنة) إضافة إلى أسهم الشركات.¹ في حين السوق النقدية، تتعامل في أدوات الدين قصيرة الأجل (عموماً، والتي لا يتعدى تاريخ استحقاقها السنة).²

2-3- أهمية سوق رأس المال

لسوق رأس المال أهمية اقتصادية وتنموية يمكن إيجازها فيما يلي:³

- جمع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار وتنشيط حالة الاقتصاد الوطني ككل.
- تمكن حملة الأوراق المالية من تحويلها إلى سيولة نقدية عند الضرورة.
- تمكين أصحاب المشاريع الاقتصادية من الحصول على رأس المال اللازم لإنشاء مشاريع اقتصادية جديدة أو توسيع الطاقة الإنتاجية في مشاريعهم.
- مراقبة الاستثمارات من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة التغيرات في أسعار الأوراق المالية، أي إن أسعار هذه الأوراق مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية.
- وبهذا، فإن سوق رأس المال تعتبر بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ الإجراءات التصحيحية عندما يلزم الأمر، فعندما تنخفض الأسعار - وهو ما يعد مؤشرا لاحتمال تعرض البلاد لموجة من الكساد - يتخذ المسؤولون الترتيبات الملائمة لتصحيح الأوضاع، كما يبدي المحللون الاقتصاديون وجهات نظرهم بشأن الحالة وشأن الترتيبات المقترحة لمواجهة.

¹-Eugene F. Brigham & Joel F. Houston, **Fundamentals of Financial Management**, THOMSON, United States of America, eleventh edition, 2007, p: 145.

² - Frederic S.Mishkin & Stanley. G. Eakins, **FINANCIAL MARKETS & INSTITUTIONS**, PEARSON, United States of America, 7th edition, 2006, p: 20.

³- ضياء مجيد، مرجع سبق ذكره، 2008، ص ص: 07-08.

- حماية المؤسسات والشركات من التقلبات في أسعار الأوراق المالية كالسندات، إذ يتم التخلص منها عند توقع انخفاض كبير في أسعارها حتى لا تلحق الخسارة بأصحابها.

3- موقع سوق الأوراق المالية في هيكل سوق رأس المال

تقسم سوق رأس المال إلى سوق الرهون العقارية وسوق الأوراق المالية¹ التي هي موضوع هذا البحث، حيث تعتبر المجال الذي يجمع المتعاملين في الأوراق المالية المختلفة كالأسهم والسندات وغيرها، وتصدر هذه الأوراق لأول مرة في السوق الأولية ويتم تداولها في السوق الثانوية.

3-1- السوق الأولية (سوق الإصدار)

تسمى السوق الأولية بسوق الإصدار، وهي السوق التي تصدر فيها الأوراق المالية لأول، وبالتالي فهي مكان تجميع المدخرات الخاصة التي تصبح قابلة للتحويل إلى استثمارات.

3-1-1- تعريف السوق الأولية

تعرف السوق الأولية بأنها " السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية وبين المكتتب فيها. وبهذا، فهي سوق تتجمع فيها المدخرات الخاصة لتحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن موجودة من قبل".²

كما تعرف بأنها "سوق إصدار وطرح الأوراق المالية للاكتتاب من قبل الجمهور، أي إنها السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب بها أو بين المقترض والمقرض وتعتبر الشركات المالية والبنك المركزي من أهم مؤسسات هذه السوق، حيث إن الأولى تقوم بوظيفة تعهد إدارة وتغطية الإصدار، بينما يقوم البنك المركزي بإصدار سندات الدين العام نيابة عن الحكومة".³

3-1-2- طرق طرح الإصدارات الجديدة في السوق الأولية

ويتم طرح الإصدارات الجديدة في السوق الأولية من خلال أساليب ثلاثة هي كما يلي:⁴

¹- صلاح الدين شريط، مبادئ الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2014، ص: 71.

²- محمد بوحديدة، "النظام المالي الإسلامي: تشخيص للهيكلة العام وتحليل تركيباته"، الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، مخبر الإصلاحات الاقتصادية، التنمية واستراتيجيات الاندماج في الاقتصاد العالمي، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، العدد 14-2013، ص: 23.

³- أسرار فخري عبد اللطيف، "دور أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية"، مقال على الرابط:

http://www.noorsa.net/files/file/d3e9_48.pdf، تاريخ المطالعة: 2017/04/13.

⁴- فيصل محمود الشواورة، الاستثمارات في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص: 55-65.

3-1-2-1-3 أسلوب البيع المباشر

حيث تقوم الشركات المصدرة للأوراق المالية التي تملكها مباشرة إلى المستثمرين دون تدخل الوسطاء وتحصل مباشرة على المقابل النقدي، تفاديا لإلزامية التسجيل في البورصة وتوفير الجهد وهذا رغم ارتفاع التكاليف نظرا لما يتطلبه هذا الأسلوب من خبرة عالية.

3-1-2-2-3 أسلوب المزاد

حيث تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم العروض متضمنة الكميات المراد بيعها وسعر البيع، ويتم قبول العروض ذات السعر الأعلى ثم الأقل إلى أن ينفد كامل الإصدار.

3-1-2-3-3 أسلوب البيع غير المباشر

حيث ينوب طرف ثالث عن الشركة المصدرة في عملية الاكتتاب والتسويق والبيع إلى المستثمرين، مما يسمح بتخفيض التكاليف وتفادي مشكلات غياب الخبرة، مع تحمل الشركة المصدرة للتكاليف والعمولات الإضافية المدفوعة للوسيط الذي قد يكون بنكا استثماريا أو بنكا تجاريا.

3-1-3-3 الأهمية الاقتصادية للسوق الأولية

تتمثل مهمتها الرئيسية في زيادة رأس المال المالي لدعم الاستثمارات الجديدة في المباني والمعدات والمخزون.¹

كما تقوم هذه السوق بتوفير الوساطة المالية للإصدارات الجديدة التي تطرح لأول مرة وتقوم المؤسسات المالية الوسيطة كبنوك الاستثمار بمساعدة المؤسسات في اتخاذ القرار المتعلق بنوعية وحجم الأوراق المالية التي تطرح، كما تعرف المشترين (عارضى النقود) بالاختيارات المختلفة المتاحة لشراء الأوراق المالية الجديدة.²

وبهذا، فإن السوق الأولية تستحدث رأس مال جديد ينشأ عنه استثمار جديد، فهي سوق تعمل على تجميع مدخرات المكتتبين الذين يقدمون مدخرات فائضة عن حاجاتهم الاستهلاكية إلى مؤسسات استثمارية تكون في حالة عجز مالي لتمويل استثماراتها. وبالتالي، فهي تمثل حلقة وصل بين المدخرين والمستثمرين.³ كما يتجلى دور السوق الأولية في تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية قبل عرضها للتداول في السوق الثانوية لجمهور المستثمرين.¹

¹– Petr S. Rose, **Money and Capital Markets**, Irwin Mc Graw – Hill, United States of America, 7 edition, 2000, pp: 13–14.

²– عبد المطلب عبد الحميد، **مبادئ وسياسات الاستثمار**، دار الجامعة، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 2010، ص: 217.

³– عمر مصطفى جبر إسماعيل، **سندات المقارضة وأحكامها في الفقه الإسلامي**، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2006، ص: 27.

3-2- السوق الثانوية (سوق التداول)

بعد تعبئة المدخرات في السوق الأولية تصبح جاهزة للتداول في شكل أوراق مالية، وتتيح السوق الثانوية هذا الخيار لذلك تسمى سوق التداول.

3-2-1- تعريف السوق الثانوية

تعرف بأنها "سوق التداول التي يتم فيها بيع وشراء الأوراق المالية وتداولها بين حاملها ومستثمر آخر بعد مرحلة إصدارها في (السوق الأولية)، بمعنى آخر؛ هي تلك السوق التي تتحد فيها قيم أدوات الاستثمار المختلفة بصورة طبيعية من خلال التقاء العرض بالطلب بأية وسيلة من وسائل الاتصال المعروفة وهذا يعني أن (السوق الثانوية) تقوم بتوفير المكان والقوانين اللازمة لتنظيم تبادل الأوراق المالية بين المستثمرين وإيجاد السيولة اللازمة لتحويل الأوراق المالية إلى نقد".²

فالسوق الثانوية، هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي صدرت سابقاً.

3-2-2- أقسام السوق الثانوية

تنقسم السوق الثانوية إلى سوق منظمة وسوق غير منظمة (موازية).

3-2-2-1- السوق المنظمة

ويطلق عليها بورصة الأوراق المالية ذات الموقع الثابت والصالات المحددة للتداول، وإجراءات التداول القانونية المحددة، والسجلات المخصصة التي تسجل فيها الأوراق المالية المتداولة فيها وفقاً لإجراءات وقواعد قانونية معينة.³

وتضع الدولة قواعد وشروط معينة يجب على كل شركة أو مؤسسة استيفاءها حتى يتم قيد أسهمها في السوق، وتتعلق هذه القواعد والشروط عادة بعدد المساهمين وعدد الأسهم وضرورة تقديم التقارير السنوية متضمنة الحسابات الختامية للمؤسسة معتمدة من محاسب قانوني، والمتعاملون في هذه السوق إما سماسرة يقومون بالبيع وشراء الأوراق المالية لحساب عملائهم مقابل عمولة، أو تجار يشترون الأوراق المالية لديهم، كما تدار هذه السوق بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق يسمى "لجنة البورصة".⁴

¹ - عطية فياض، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الأولى، 1998، ص: 46.

² - أسار فخري عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، تاريخ الإطلاع: 2017/04/13، ص: 03.

³ - محمد بن علي العقلا، الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، المؤتمر العلمي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 6-8 مارس 2007، ص: 09.

⁴ - أنواع أسواق الأوراق المالية الثانوية، موقع شركة خدمات وحلول متكاملة للأعمال، مقال على الرابط: <http://blog.issfb.com/2014/07/Types-of-secondary-securities-markets.html>، تاريخ المطالعة يوم:

3-2-2-2-3- السوق غير المنظمة (السوق الموازية)

وتتمثل أسواق تداول الأوراق المالية غير المسجلة في البورصة، وأحياناً يتم التعامل فيها في أوراق مالية مسجلة في البورصة مثل السندات الحكومية وسندات شركات الأعمال. إلى جانب ذلك، تشمل أسواق تداول أسهم الشركات الصغيرة التي تبحث عن تمويل محدود في السوق، كما يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على العمليات التي تتم خارج صالة البورصة من خلال بيوت السمسرة المختلفة، حيث لا يوجد مكان ولا زمان محدد لهذه العمليات، بل تتم من خلال الاتصالات التليفونية أو الالكترونية. ويعتبر كل تاجر في سوق غير المنظمة بمثابة صانع السوق للأوراق المالية التي يتعامل فيها، حيث يحدد سعر الورقة المالية بالتفاوض. ويتكون من مجموع تعاملات بيوت السمسرة الأعضاء في البورصة (السوق المنظمة) ما يعرف بالسوق الثانية لأسواق الأوراق المالية الثانوية.¹

وتنقسم الأسواق غير المنظمة إلى سوقين رئيسيتين هما السوق الثالثة والسوق الرابعة.²

- **السوق الثالثة**، وترمز إلى قطاع السوق غير المنظمة الذي يتكون من بيوت السمسرة من غير الأعضاء في السوق المنظمة، ممن لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظمة ومستعدون لشراء وبيع الأوراق المالية لحسابهم كتجار، وليس نيابة عن الجمهور أو عن السماسرة الآخرين، وتقع هذه السوق في الترتيب الثالث من تقسيمات السوق الثانوية بعد السوق المنظمة وسوق السماسرة الأعضاء في البورصة.

- **السوق الرابعة**، وهي تلك السوق التي ترمز إلى قطاع السوق غير المنظمة والذي يتكون من المؤسسات الكبرى ومنشآت الأعمال العائلية والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، والتي يقتصر دور الوسطاء فيها على تسجيل عمليات التبادل دون احتفاظهم بأي مخزون من الأوراق المالية ودون تحملهم لأية خسائر، والتي تقل فيها كثيراً عمولة الوسطاء عن الأسواق الأخرى لقلة تكلفتهم في عملية الوساطة.

3-2-3- الأهمية الاقتصادية للسوق الثانوية

تتمثل مهمتها الرئيسية في توفير السيولة للمستثمرين الناشطين فيها، وهو ما يوفر وسيلة لتحويل الأدوات المالية إلى نقدية جاهزة.³

كما تكمن الأهمية الاقتصادية لهذه السوق في تحديد أسعار الإصدارات الجديدة، ذلك أن حالة أدوات المؤسسة الاقتصادية في هذه السوق - عرض وطلب- هي المحدد الرئيسي لسعر الإصدارات الجديدة لهذه المؤسسة؛ فإذا ارتفعت أسعار بيع الأدوات المالية في السوق الثانوية لمؤسسة ما، فهذا يساعد في الحصول

¹- محمد بن علي العقلا، مرجع سبق ذكره، 6-8 مارس 2007، ص: 09.

²- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2006، ص: 109-

³- Petr S. Rose, op.cit, 2000, p:14.

على رأس مال أكبر في بيع إصداراتها الجديدة، كما يتم تحديد القيمة السوقية للورقة المالية في السوق الثانوية بعد أن تحددت قيمتها الاسمية في السوق الأولية عند إصدارها.¹

إضافة إلى ما سبق، فإن السوق الثانوية تؤدي الوظائف الموالية:²

- تتيح للمستثمرين اختيارات متعددة في تكوين محافظهم.
- ضبط أسعار الأوراق المالية من خلال قانون العرض والطلب والحد من التعاملات الوهمية والصورية.
- زيادة حجم الائتمان عن طريق توثيق الديون برهن الأوراق المالية، وكذا الاقتراض بضمان هذه الأوراق.
- تلافي النتائج السلبية للتضخم خاصة تآكل قيمة النقود المدخرة في الأوعية الادخارية النقدية، حيث تعوض أرباح وعوائد الأوراق المالية تآكل قيمتها النقدية بفعل التضخم.
- زيادة سيولة وسلامة قيمة الاستثمار الأصلي بما تتيحه السوق الثانوية للمشروعات المصدرة للأوراق المالية من خلال بيعها واستهلاكها دون المساس بأصول المشروع الرأسمالية.

مما سبق، يتضح أن هناك علاقة تكامل بين السوقين الأولية والثانوية تؤثر كلا منهما في الأخرى، فإذا وجدت سوقاً نشطة لتداول الأوراق المالية بكفاءة ويسر فإن هذا يشجع المستثمرين على ارتياد سوق الإصدار، لأنهم يكونون مطمئنين إلى إمكانية تحقيق السيولة والسعر العادل لما اكتتبوا فيه من الأوراق المالية. ومن جهة أخرى، فإن الإقبال على تأسيس شركات المساهمة والاكتتاب فيها (السوق الأولية) يتيح مزيداً من الأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق الثانوية مما ينشط السوق ويحقق أهدافه في إضفاء السعر العادل والسيولة للأوراق المالية المقيدة في ضوء تقييمها حسب ظروف العرض والطلب.³

إضافة إلى أن وجود سوق ثانوية أمر حيوي لتحقيق كفاءة سوق الإصدار من حيث إن المستثمر باكتتابه في الأسهم لا يمكنه استرداد قيمته من جهة إصداره، طالما ظلت هذه الجهة تمارس نشاطها. فسوق التداول تقدم الفرصة للمستثمر في بيع ما اشتراه من أوراق مالية من سوق الإصدار بالسعر الذي يريده وفي الوقت الذي يريده.⁴

3-3- التمييز بين السوق الأولية والسوق الثانوية

يمكن التمييز بين السوقين في النقاط الموالية:⁵

- تتميز السوق الثانوية بكبر حجمها مقارنة بالسوق الأولية.

¹ - عمر مصطفى جبر إسماعيل، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 28.

² - محمد بن علي العقلا، مرجع سبق ذكره، 6-8 مارس 2007، ص: 17-18.

³ - عطية فياض، مرجع سبق ذكره، 1998، ص: 46.

⁴ - محمد بن علي العقلا، مرجع سبق ذكره، 6-8 مارس 2007، ص: 17.

⁵ - عصام فهد العريبي، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، دار الرضا للنشر، دمشق، سوريا،

- يعتبر التداول في السوق الثانوية عملية دائمة ومتكررة بينما يتم الطرح في السوق الأولية لمرة واحدة أولية فقط.

- تتضمن السوق الثانوية عددا أكبر من المتعاملين مقارنة بالسوق الأولية، حيث يتمكن المتعاملون من مضاعفة معاملاتهم وتكرارها أكثر من مرة خلال اليوم الواحد في الأسواق المالية المتقدمة من خلال بيع وشراء الورقة المالية ذاتها.

- تمتاز السوق الثانوية بكونها أداة لتتبع ورصد المتغيرات والمستجدات التي تطرأ على الأوراق المالية في السوق، ويستطيع المتتبع تكوين صورة كاملة والحصول على البيانات والمعلومات عن حركة الأسعار، بينما لا يوجد في السوق الأولية هذا المقدار من المعلومات والبيانات، وتعتبر السوق الأولية ضرورية وأساسية لقيام السوق الثانوية.

المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي

تعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية من النوازل في الاقتصاد الإسلامي، وتدخل ضمن المصالح المرسله وتختلف عن نظيرتها التقليدية في مجموعة من الأوجه أهمها الانضباط بالضوابط الشرعية، وتتشابه معها في كونها تبحثان في تعبئة المدخرات اللازمة لعملية التنمية الاقتصادية وتمويل الاقتصاد، وقد مرت بمراحل تاريخية مختلفة حتى وصلت إلى التنظيم والتطوير الذي تتميز به اليوم.

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية

لا تختلف سوق الأوراق المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية إلا من خلال مدى التزامها بمبادئ الشريعة الإسلامية. لذلك، فإنها تعمل على تحقيق أهدافها وتؤدي مهامها في هذا الإطار، كما أنها تختلف كفاءتها وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية.

1- تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية ونشأتها

لقد مرت سوق الأوراق المالية الإسلامية بمراحل مختلفة في نشأتها، وكان ذلك كنتيجة للتطور الذي شهده العالم وفي مختلف المجالات وكذا الرغبة في إيجاد منافذ لاستثمار أموال المسلمين بطرق شرعية.

1-1- تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية

بالمعنى الضيق، يطلق مصطلح السوق المالية على سوق أو بورصة الأوراق المالية. أما بالمعنى الواسع، فيطلق على مجموع التدفقات المالية في المجتمع سواء كانت لأجل قصيرة أو متوسطة أو طويلة بين أفراد ومؤسساته وقطاعاته. وفي ضوء هذا المعنى الواسع، فإن السوق المالية لا تنحصر في مكان محدد، وإنما في معاملات محددة. ومن هنا، فمصطلح السوق المالية الإسلامية، يمكن أن يتضمن المعاملات المالية المنضبطة بالضوابط الشرعية.¹

¹ - كمال توفيق خطاب، نحو سوق مالية إسلامية، المؤتمر العلمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 2005، ص: 07.

ويتضح من خلال هذا التعريف، أن سوق الأوراق المالية الإسلامية تتضمن مختلف المعاملات المالية المنضبطة بأحكام الشريعة الإسلامية والتي تتم بين مختلف الأفراد والمؤسسات والقطاعات في المجتمع والتي تكون متوسطة وطويلة الأجل غالباً وقد لا يكون لها مكان محدد.

يرتبط تحقق المعنى الضيق بتحقق المعنى الواسع، فلن توجد سوق أوراق مالية إسلامية ما لم توجد أوراق مالية إسلامية، ولن توجد هذه الأوراق ما لم توجد مؤسسات مالية إسلامية تصدرها، وبنك مركزي إسلامي أو جهاز مركزي إسلامي يمنح ترخيصاً بإصدارها.¹

وعرفت سوق الأوراق المالية الإسلامية بأنها "سوق تتم فيها تداول أموال الاستثمار على أساس توقعات ربح المؤسسات، والتي تعكس فيها المعدلات النسبية للربح الكفاءة النسبية للمؤسسات، والتي تكون معدلات الربح فيها ليست بفعل اختلال السوق".²

كما عرفت بأنها "سوق منظمة تتعقد في مكان معين وفي أوقات دورية للتعامل الشرعي بيعاً وشراءً لمختلف الأوراق المالية، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة".³ والمقصود بسوق منظمة، أنها تخضع لقوانين ولوائح وقواعد تنظم إدارتها وتحكم عملياتها. أما التعامل الشرعي، فيقصد به أن يجري التداول على أوراق مالية ويصح إصدارها شرعاً وبصيغ مشروعة، وأن تنقيد كافة عملياتها بالإطار الشرعي للمعاملات.⁴

كما عرفت أيضاً، بأنها "عبارة عن سوق تقوم على الالتزام الشرعي في كل عناصر السوق من بضاعة، وحقوق للمتعاملين، وأساليب إجراء الصفقات والمعاملات دون النقيذ بوجود مكان معين".⁵ إذن، فسوق الأوراق المالية من منظور إسلامي، عبارة عن سوق منظمة تقوم على الالتزام الشرعي في كل عناصرها ومعاملاتها، ويتم فيها تداول أموال الاستثمار على أساس توقعات ربح المؤسسات وتتنفي فيها المعاملات اللامشروعة واللاأخلاقية، إذ يجري التداول فيها على أوراق مالية صحيحة إصداراً وتداولاً وبالصيغ الشرعية وتحت رقابة وإشراف البنك المركزي.

¹ - كمال توفيق خطاب، المرجع نفسه، 2005، ص: 07.

² - MOHSIN S. KHAN & ABBAS MIRAKHOR, "Monetary Management in an Islamic Economy", J. KAU: Islamic Econ, Vol. 6, KSA, 1414 A.H./1994 A.D, p: 13.

³ - أحمد محي الدين أحمد حسن، سوق الأوراق المالية وأثارها الإنمائية في اقتصاد إسلامي، بحث مقدم لنيل درجة الدكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 1989/1409، ص: 05.

⁴ - المرجع نفسه، ص: 05.

⁵ - "إقامة سوق مالية إسلامية... ضرورة لمواجهة المشاكل الاقتصادية"، <http://ahlusunnah.org/node/49176>، تاريخ المطالعة: 2017/05/14.

1-2- تاريخ نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية

يمكن تقسيم تاريخ نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى مرحلتين رئيسيتين هما، مرحلة ظهور فكرة المصرفية الإسلامية، ومرحلة ظهور فكرة إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية.

1-2-1- ظهور فكرة المصرفية الإسلامية

تشير إحدى الدراسات إلى أن فكرة المصرفية الإسلامية مولدها الجزائر، حيث تعود إلى مقالة كتبها الشيخ إبراهيم أبو اليقظان بعنوان "حاجة الجزائر إلى مصرف أهلي" والتي نشرت في صحيفة "وادي ميزاب"، بتاريخ 11 محرم 1347هـ الموافق 29 يونيو 1928م، إذ تضمنت المقالة دعوة الشيخ إبراهيم أبو اليقظان أعيان ورجال الأعمال في المدن الجزائرية الكبرى إلى بلورة فكرة المصرف وفق قواعد الفقه الإسلامي، وتوجت هذه الدعوة - فيما بعد- بتقديم ملف كامل لإنشاء مصرف باسم "البنك الإسلامي الجزائري"، إلا أن الأمر قوبل بالرفض من قبل سلطات الاحتلال الفرنسي، حيث اعتبرته تهديدا لمصالحها ومصالح المعمرين.¹

وهذا الأمر يتطلب إعادة النظر في الأطروحة التي ترى بأن فكرة المصرفية الإسلامية انبثقت عن مصطلح الاقتصاد الإسلامي منذ الأربعينيات² أو الخمسينيات.³ وترى هذه الأطروحة أن العمل المصرفي يعود إلى سنة 1940م عندما نشأت بماليزيا صناديق تعمل بدون فوائد وتسمى صناديق الادخار، ثم بدأ التفكير المنهجي المنتظم للعمل المصرفي الإسلامي يظهر في باكستان وذلك في سنة 1950م من أجل وضع تقنيات تمويلية موافقة لأحكام الشريعة. أما من حيث التطبيق الفعلي، فكان في مصر سنة 1963م من خلال إنشاء ما يسمى "بنوك الادخار المحلية".⁴

1-2-2- ظهور فكرة إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية

تعتبر فكرة الدكتور سامي حسن حمود حول أسلمة الأوراق المالية الإسلامية بداية ظهور سوق الأوراق المالية الإسلامية، عندما طرح فكرة سندات المقارضة لأول مرة بمناسبة قيامه بإعداد مشروع قانون البنك الإسلامي الأردني الذي صدر بالأردن بموجب القانون رقم (13) سنة 1978، وبعدها تم تبني فكرة

¹ - عبد الرزاق بلعباس، "صفحات من تاريخ المصرفية الإسلامية: مبادرة مبكرة لإنشاء مصرف إسلامي في الجزائر في أواخر عشرينيات القرن الماضي"، دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 19، العدد 2، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، 1434هـ/2013م، ص: 05-06.

² - Visser Hans, **Islamic Finance: Principles and Practice**, Edward Edgar Publishing, USA, 2009, p. 2.

³ - Mahmoud A. El-Gamal, **Islamic Finance: Law, Economics and Practice**, Cambridge University Press, New York-United States of America, 2006, p. 137.

⁴ - خديجة خالدي، "البنوك الإسلامية: نشأة، تطور، آفاق"، بحث منشور ضمن دفاتر، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، العدد الأول، 2005، ص: 4-5.

إصدار قانون خاص لسندات المقارضة لإعمار الأملك الوقفية حيث صدر القانون رقم (10) لسنة 1981م.¹ وبعد ذلك، طرحت تركيا صكوكا للمشاركة لتمويل بناء جسر معلق على مضيق البوسفور سنة 1984م.² ثم عاد الدكتور سامي حمود وطرح فكرة إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية - من جديد- وذلك بمناسبة ندوة البركة الثانية بتونس عام 1984م، حيث اقترح تداول الحصص الاستثمارية في حالات السلم والإيجار والمرابحة، وأيضا اقترح فكرة إنشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البركة البحريني الإسلامي لتمويل المرابحة، وهو ما تحقق فعلا بتأسيس شركات مساهمة إسلامية وعدة شركات استثمارية للأوراق المالية وذلك في عام 1986م.³

ولقد تواصلت النداءات بعد ذلك بضرورة إنشاء سوق رأس مال إسلامية تكون بمثابة سوق ثانوية مكتملة للسوق الأولية التي ظهرت بوادرها من خلال إصدار بعض البنوك الإسلامية لأنواع من الصكوك والشهادات. وقد أوصى المؤتمر الثالث للمصارف الإسلامية في مادته (08) والذي عقد بدبي سنة 1406هـ الموافق 1985م، بضرورة تعاون المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية لإيجاد أدوات مالية إسلامية تشكل أساسا لسوق مالية إسلامية. ثم طرحت الفكرة من جديد بمناسبة انعقاد المؤتمر الدولي الأول للبنوك الإسلامية في اسطنبول سنة 1407هـ الموافق 1986م، ثم أعاد الدكتور سامي حمود طرح الفكرة بمناسبة ندوة خطة الاستثمار في البنوك الإسلامية بعمان الأردنية سنة 1407هـ الموافق 1987م.⁴

كما أكد الدكتور محمد سيد مناعي على هذه الفكرة بألمانيا سنة 1989م، من خلال العمل على تطوير أدوات مالية إسلامية جديدة وتأسيس سوق ثانوية لهذه الأدوات، ثم أعيد التركيز على الفكرة بالقاهرة سنة 1988م بمناسبة ندوة إسهام الفكر الإسلامي في الاقتصاد المعاصر والتي أكدت على ضرورة إنشاء سوق مالية إسلامية لتسهيل عملية انتقال واستثمار الأموال المشروعة في البلاد الإسلامية.⁵ إضافة إلى ما سبق، فقد عقدت الندوة الأولى للأسواق المالية بالرباط المغربية سنة 1989م والتي تضمنت توصياتها وجوب العناية بأمر هذه الأسواق وتعريف الناس بأحكامها.⁶

¹ - محمد عدنان بن الضيف، الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2008/2007، ص: 74.

² - محمد عبد الحليم، "أهمية السوق المالية الإسلامية الدولية"، مقال على الرابط:

http://www.ibtesamah.com/showthread-t_108757.html، تاريخ المطالعة: 2017/05/12.

³ - سليمان ناصر، السوق المالية الإسلامية: كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي؟؛ الدورة التدريبية الدولية حول: تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، سطيف، 25-28 ماي 2003، ص: 05.

⁴ - المرجع نفسه، ص: 05.

⁵ - المرجع نفسه، ص: 05.

⁶ - محمد عدنان بن الضيف، مرجع سبق ذكره، 2008/2007، ص: 75.

ونتيجة لهذه النداءات والأبحاث المتكررة، فقد تم الانتقال من مرحلة الدعوة لإنشاء أسواق الأوراق المالية إلى مرحلة تجسيد هذه الأفكار على أرض الواقع، حيث تم إنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا عام 1994م.¹ كما تم أنشئت سوق الخرطوم للأوراق المالية في نفس السنة (1994م). وبهذا، تحول النظام المصرفي السوداني بالكامل للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.² ثم جاء الاتفاق على إنشاء السوق المالية الإسلامية الدولية بالبحرين بموجب المرسوم الملكي رقم 22 في أوت (أغسطس) 2002م وباشرت أعمالها في نفس السنة وهي ليست سوقا بالمعنى المكاني ولكنها جهة لتنظيم وضبط العمل في السوق المالية الإسلامية.³

إضافة إلى ما سبق، فقد عملت العديد من الدول على تحويل أنظمتها المصرفية وأسواقها المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية. وتعتبر خطوة إدارة سوق دبي المالي خير مثال على ذلك. فقد أعلنت عن بدء إجراءات تحويل سوق دبي المالي إلى سوق مالية إسلامية عالمية وذلك بعد حصولها على موافقة لجنة التنسيق بين هيئات الفتوى والرقابة الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية في دولة الإمارات العربية المتحدة.⁴

وتشير الإحصائيات إلى التزايد المستمر للتمويل الإسلامي والصناعة المالية الإسلامية على المستويين المحلي والعالمي. فمن حيث الإصدارات الإسلامية، تضاعفت إصدارات الصكوك الإسلامية بأربعة أضعاف بين سنتي 2004م و 2006م حيث انتقلت من 7.2 مليار دولار إلى 27 مليار دولار،⁵ وقد نمت أصول التمويل الإسلامي - على الصعيد العالمي - بنهاية عام 2013م إلى 1.8 تريليون دولار. أما من حيث المؤسسات المتعاملة في الأدوات المالية الإسلامية المختلفة، فتوجد في المملكة المتحدة خمسة (05) بنوك

¹ - المرجع نفسه، 2008/2007، ص: 75.

² - محمد فرح عبد الحليم، "كيف تواجه المؤسسات المالية الإسلامية العولمة (التجربة السودانية)؟"، ص: 07، مقال على الرابط: http://www.noorsa.net/files/file/5f64_21.pdf، تاريخ المطالعة يوم: 2016/11/03.

³ - محمد عبد الحليم، مرجع سبق ذكره، تاريخ المطالعة: 2017/05/12.

⁴ - أشرف محمد دوابه، "سوق دبي المالي... نافذة إسلامية"، مقال على الرابط:

<http://gulf.argaam.com/article/articledetail/4433>، تاريخ المطالعة: 2017/05/12.

⁵ - آندي جويست وآخرون، "الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية: التمويل الإسلامي يشهد توسعا سريعا"، نشرة صندوق النقد الدولي، 19 سبتمبر 2007، ص: 02، على الرابط:

<http://www.imf.org/~media/Websites/IMF/Imported/external/arabic/pubs/ft/survey/so/2007/res091>

[9bapdf.ashx](http://www.imf.org/~media/Websites/IMF/Imported/external/arabic/pubs/ft/survey/so/2007/res091)، تاريخ المطالعة: 2017/05/14.

متخصصة في التمويل الإسلامي وأكثر من 20 بنكا تقدم منتجات إسلامية، و25 شركة حمامة ممولة بوحدة إسلامية.¹

2- أهداف ومهام سوق الأوراق المالية الإسلامية

تهدف سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف تخدم مصالح الأمة، وتقوم بمهام متعددة في سبيل الوصول إلى استغلال إمكانيات المجتمع بشكل رشيد.

2-1- أهداف سوق الأوراق المالية الإسلامية

يمكن إيجاز أهم أهداف سوق الأوراق المالية الإسلامية فيما يلي:²

- المساهمة في تنشيط وتنمية "التمويل الإسلامي" للمشروعات الاستثمارية المتوسطة وطويلة الأجل من خلال تيسير وتقديم ضمانات شرعية مناسبة لعمليات شراء وبيع الأوراق المالية الإسلامية وفقا للأسعار الجارية، وتحقيق مزايا هامة على المستويين الجزئي والكلي.

- تنمية السلوك الاستثماري الرشيد لدى المتعاملين من خلال نشر معلومات كافية عن المراكز الاقتصادية والمالية "الحقيقية" للمؤسسات أو الشركات الإسلامية التي تتداول أوراقها في السوق. مما يسهم في تحقيق هدف أفضل استخدام ممكن للموارد الاقتصادية في الأجل الطويل.

- حماية المتعاملين في الأوراق المالية والمؤسسات والشركات المصدرة لهذه الأوراق والنشاط الاقتصادي للمجتمع الإسلامي من التلاعبات السعرية غير الرشيدة وغير الشرعية، من خلال نشر دراسات تقديرية عن الاتجاهات السعرية للأوراق المالية المتداولة مما يقلل من احتمالات القمار، وتتم حماية السوق والنشاط الاقتصادي الإسلامي من القمار وكل التلاعبات عن طريق منع جميع أسبابها المؤدية إليها.

2-2- مهام سوق الأوراق المالية الإسلامية

تتمثل مهام سوق الأوراق المالية الإسلامية فيما يلي:³

- تيسير تداول الأوراق المالية والصكوك، لمن يريد استثمارا حقيقيا أو ماليا، أو يريد سيولة سريعة.

- تنمية الوعي الادخاري للناس، وتوفير الفرصة والوقت لسرعة اتخاذ قرار الاستثمار.

¹ - أنا نثاكريشنان براساد، "التمويل الإسلامي يتجاوز حدوده الجغرافية التقليدية ويتفرع بالصكوك ومنتجات مالية أخرى"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية، سبتمبر 2015، ص: 50. على الرابط:

<http://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/fandd/2015/09/pdf/prasad.pdf> تاريخ المطالعة: 2017/05/14.

² - عبد الرحمن يسرى أحمد، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص: 433-434.

³ - أحمد سليمان خصاونة، المصارف الإسلامية: مقررات لجنة بازل، تحديات العولمة - إستراتيجية مواجهتها، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2008، ص: 275.

- تحديد الأسعار وفق قوى العرض والطلب في سوق تنافسية، مما يؤدي إلى حسن تخصيص الموارد.
 - توفير المدخرات المحلية والخارجية للاستثمار، من خلال قنوات تسهل عملية تدفقها عند الطلب.
 - توفير الرقابة على الأداء الاقتصادي للمشروعات الخاصة.
 - تساعد على توزيع الموارد المالية بين مختلف الاستخدامات بطريقة رشيدة.
 - تجميع المعلومات والبيانات اللازمة عن مختلف الأنشطة الاقتصادية، مما يساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة.
 - تساعد الصكوك الإسلامية على القيام بالمشاريع التنموية، وكذلك بالنسبة لمؤسسات وشركات القطاع الخاص، إذ تعتبر الصكوك أحد أهم أدوات السوق.
- وتظهر أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية من خلال مساهمتها في تحقيق البنوك الإسلامية لأهدافها التنموية، إذ توفر الموارد المالية المتوسطة وطويلة الأجل، مما يتيح لهذه البنوك استثمار هذه الموارد في مشروعات استثمارية مادية من خلال إصدار شهادات استثمار قابلة للتداول، وإنشاء صناديق استثمار من غير القيم المنقولة والتأسيس والمساهمة في الشركات التي تباشر أنشطة التأجير التمويلي ورأس المال المخاطر، بالإضافة إلى الاستثمارات المالية من خلال إنشاء صناديق استثمار القيم المنقولة، وإدارة وتكوين محفظة أوراق مالية.¹
- وتتعدى أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى مساهمتها في تعبئة المدخرات وإعادة توطين

الأموال المهاجرة إلى البلاد الغربية مما يخدم التنمية في البلاد الإسلامية.²

2-3- خصائص سوق الأوراق المالية الإسلامية

تتمثل أهم خصائص سوق الأوراق المالية فيما يلي:³

- سوق الأوراق المالية الإسلامية سوق تنعدم فيها المعاملات غير الشرعية، في حين تفرض عبئاً بسيطاً على الامتلاك طويل الأجل للأدوات المالية بدافع الاستثمار.
- الاهتمام بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ، حيث يحكم على كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية بناء على مدى قدرتها في تمويل المشروعات المنتجة الجديدة.

¹- أشرف محمد دواية، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، دار السلام، القاهرة، مصر، 2006، ص: 143.

²- سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية: مع دراسة تطبيقية حول مجموعة من البنوك الإسلامية، نشر جمعية التراث، القرارة، غرداية، الجزائر، الطبعة الأولى، 1432هـ/2002م، ص: 349.

³- مسعودة نصبة، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال: تجربة ماليزيا أنموذجاً، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012/2013، ص: 36.

- سوق الأوراق المالية الإسلامية لا تتعامل بأدوات الدين، حيث تشجع وتحفز تداول أدوات الملكية بشكل واسع وتستحدث من الصيغ الاستثمارية كل ما يخدم التبادل الحقيقي للسلع والخدمات.

- غياب الاحتكارات والمعلومات المضللة مما يمنع التأثير السلبي في أسعار الأوراق المالية المتداولة. كما يقترح أحد الاقتصاديين بعض الخصائص التي يجب أن تتصف بها سوق الأوراق المالية الإسلامية حتى تتمكن من أداء دورها بكفاءة وفعالية ومنها ما يلي:¹

- تبعية السوق المالية للسوق الحقيقية، وذلك حتى تسود المعرفة الاقتصادية الحقيقية في توجيه تحركات الأسهم.

- استناد القيمة السوقية على توقعات المدى البعيد، بدلا من المدى القريب، مما يقلل من اتجاهات المضاربة البحتة وتشجيع الاستثمارات المتوسطة وطويلة الأجل.

- توجيه السلوك العام لمجتمع المساهمين لا يجعل اهتمامهم منحصرا على العائد النقدي المتوقع فقط، وإنما يتعداه إلى إشباع الرغبة في المشاركة الإيجابية، لإنجاز الأهداف الاقتصادية للمجتمع المسلم.

3- كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية

ترتبط كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية بمدى التزامها بمبادئ الشريعة الإسلامية، سواء فيما تعلق بالإفصاح أو الشفافية، وكذا صدق المعلومات المتاحة فيها، لذا فهي تختلف عن السوق التقليدية فيما يسمى بالكفاءة الشرعية.

3-1- مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية

يأخذ تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية من مدى مراعاتها للجوانب الأخلاقية، كالجانب الاجتماعي، لما له من أثر في اتخاذ قرار الاستثمار.

3-1-1- تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية

تستند فرضية كفاءة السوق على الاعتقاد القائل بأن أسعار الأصول في الأسواق المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة.²

ويعرف فاما **FAMA** سوق الأوراق المالية الكفؤة بأنها "تلك السوق التي تعكس فيها أسعار الأصول المالية كل المعلومات المتاحة بشكل تام".³

¹ - عبد الله بن محمد الرزين، "كفاءة الأسواق المالية من منظور إسلامي"، مقال على الرابط: <http://iefpedia.com/arab>، تاريخ المطالعة: 2014/04/16.

² - Frédéric Mishkin & autres, **Monnaie, banque et marchés financiers**, Pearson Education, France, 8^e Edition, 2007, p: 179.

³ - FAMA.E.T, "Efficient Capital Markets: review of Theory and Empirical work", **journal of finance**, may1970, p: 383.

وعرفت أيضا كفاءة سوق الأوراق المالية بأن "مضمون كفاءة السوق يعني مدى انعكاس المعلومات بالأسعار السوقية للورقة المالية (الأسهم) بشكل كامل وسريع".¹

ويقصد بالانعكاس الكامل للمعلومات استجابة المستثمر بسرعة للمعلومات الجديدة وتحليلها ومن ثم يتخذ قرار البيع أو الشراء، فالمستثمر الرشيد (بائعا أو مشتريا) يستخدم معيار العائد والمخاطرة في تحديد قيمة الورقة المالية.²

ترتبط كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية بمدى قدرتها على تحريك الموارد المالية وتوجيهها إلى أنشطة استثمارية حقيقية، لذلك تقل فيها المضاربات، وتهتم بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ. ويعتبر انضباطها بأحكام المعاملات المالية في الشريعة الإسلامية ومساهمتها في تمويل المشاريع التنموية هو معيار كفاءتها.³

ويختلف المفهوم الإسلامي لكفاءة سوق الأوراق المالية عن المفهوم الغربي الذي يعطي لحافز توقع الربحية الفورية دورا حاسما في عملية تحريك الأموال. ذلك أن المفهوم الإسلامي يحتوي من حيث المبدأ على الأقل على بعد اجتماعي هام ليس من السهل إغفال أثره على الدافع إلى الاستثمار من قبل أصحاب الأموال. ذلك أنه في حالة مجتمع إسلامي ملتزم، يتصرف أفراده بدافع المسؤولية التضامنية تجاه مجتمعهم. وإذا كان الأمر كذلك، فإن معيار الكفاءة الإسلامي لن يكون هو مجرد السرعة في تدفق المال السائل من المشاريع الأقل ربحية إلى تلك الأكثر ربحية، والواقع يدل على أن أكثر المشاريع ذات البعد الاجتماعي هي من الصنف الأول لأنها بطيئة العائد ومكلفة في المدى القريب، رغم قابليتها خلال المدى البعيد لتوليد تيارات متصلة من الدخل ومستقرة.⁴

3-1-2- مؤشرات قياس كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية

يأخذ المفهوم الإسلامي لكفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية بعين الاعتبار عدة مستويات يجب قياسها عند قياس الكفاءة وهذه المستويات أو المؤشرات هي كما يلي:⁵

¹ - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلامة، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص: 134.

² - المرجع نفسه، ص: 135.

³ - زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص: الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن، 1429هـ/2008م، ص: 196.

⁴ - سيف الدين إبراهيم تاج الدين، "نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم"، مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جدة، السعودية، العدد 1، المجلد 3، 1985، دون ترقيم.

⁵ - رائد نصري أبو مؤنس وخديجة شوشان، الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية، بحث مقدم للمشاركة في المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي، دون بلد نشر، دون سنة نشر، ص 21، على الرابط:

- مؤشر المصدقية الشرعية، وفي هذا الإطار يمكن تطوير مقدار رقمي يعبر عن حجم المخالفات الشرعية الموثقة في قطاعات السوق قياساً إلى حجمها الكلي في فترة زمنية محددة.
- مؤشر الكفاءة التجارية، بحيث تقاس فيها ربحية قطاعات سوق الأوراق المالية الإسلامية.
- مؤشر الكفاءة الاقتصادية، بحيث يعد مقياساً يقاس فيه أثر ما تم في السوق على الإنتاج والدخل الوطني والتضخم. وتؤخذ بالاعتبار قيم ومقاصد الاقتصاد الإسلامي. فعلى سبيل المثال، فإن من قيم الاقتصاد الإسلامي العدالة في توزيع الثروة، يمكن قياسها من خلال فحص ما تم إصداره من صكوك إسلامية من حيث نوع وحجم الممتلكين، هل اقتصر على كبار المستثمرين، أم توزعت الملكية على شرائح كبيرة من المواطنين.

وفي سبيل تحقيق كفاءة اقتصادية لسوق الأوراق المالية الإسلامية؛ ينبغي اتخاذ الإجراءات المشجعة على امتلاك الصكوك من قبل شرائح المواطنين، ومنع احتكارها من كبار المستثمرين.

- مؤشر الكفاءة المهنية، وهو مقياس لمدى استجابة أطراف السوق للشروط المهنية والفنية، ومن مجمل هذه المؤشرات يمكن قياس كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية.

3-1-3- شروط سوق الأوراق المالية الإسلامية الكفوءة

- هناك مجموعة من الشروط يجب توفرها في سوق الأوراق المالية الإسلامية حتى تتسم بالكفاءة، وتتمثل هذه الشروط فيما يلي:¹
- توفر المعلومات والبيانات، فيجب أن تكون المعلومات متاحة لجميع المتعاملين في السوق في نفس اللحظة وبدون تكاليف.
 - عدم وجود قيود على التعامل، بما يمكن كل مستثمر من بيع وشراء أي عدد من الأوراق المالية.
 - وجود عدد كبير من المستثمرين، بحيث لا يؤثر تصرف أحدهم أو بعضهم تأثيراً ملموساً على سعر الورقة المالية.
 - أن يتصف المتعاملون في السوق بالرشد الاقتصادي.
 - كما يفضل المشاركون في السوق أن تتعدل الأسعار بسرعة وفقاً للمعلومات الجديدة (الخارجية) فيما يتعلق بالعرض والطلب على الأصول.²
 - ويتمثل الشرط الأساسي والأكثر أهمية لتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية في الالتزام بمبادئ الشريعة الإسلامية والتي تشكل أساساً تشريعياً وتنظيمياً لعمل هذه الأسواق.¹

تاريخ المطالعة يوم: 2014/05/07.

¹- عبد الله بن محمد الرزين، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس: اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة، عمان، المملكة الأردنية الهاشمية، 16-18/3/1426هـ، ص: 09.

²- عصام حسين، مرجع سيق ذكره، 2008، ص: 86.

3-2- صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية التقليدية

تتمثل هذه الصيغ في ثلاث فرضيات هي فرضية الصيغة الضعيفة، فرضية الصيغة المتوسطة، وفرضية الصيغة القوية.

3-2-1- فرضية الصيغة الضعيفة

تقضي هذه الفرضية بأن "المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت عليه في الماضي".² وهذا الأمر يجعل التنبؤ بمستقبل سعر السهم بناء على دراسة التغيرات التي جرت عليه في الفترة الزمنية الماضية مسألة عديمة الجدوى.³

ومن خلال مفهوم فرضية الصيغة الضعيفة، فإن خصائص ومميزات السوق الضعيفة تتمثل فيما يلي:⁴

- عدم وجود خبرات استثمارية جيدة لدى المستثمرين.
- عدم وجود حجم تداول عالي، أي أن قدرة المستثمرين المالية محدودة.
- الشركات المتداولة في سوق الأوراق المالية شركات تعود لعائلات وليس لعدد كبير من المساهمين أو تسيطر عليها عائلات معينة.
- المستثمر يتخذ قراره في الاستثمار في هذه الشركات على أساس سمعة الشركة مما تنتجه من سلعة أو خدمة وسمعة العاملين بها.
- ارتفاع نسبة التضخم.
- عدم وجود رقابة على السوق بشكل جيد.

3-2-2- فرضية الصيغة المتوسطة (شبه القوية)

تقضي هذه الفرضية بأن "أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بأسعار الأسهم في الماضي بل تعكس أيضا المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور سواء كانت معلومات خاصة بالاقتصاد ككل أو بالصناعة أو بالوحدة الاقتصادية نفسها وبصفة خاصة البيانات الواردة في القوائم والتقارير المالية. وفي ظل هذا الفرض، سوف تستجيب الأسعار لورود المعلومات الجديدة إلى السوق. وكلما زادت

¹- خالد محمود الزهار ورامي صالح عبده، نحو أسواق مالية إسلامية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول: الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 08-09 مايو 2005م، ص: 14.

²- منير إبراهيم هندي، مرجع سيق نكره، 2006، ص: 503.

³- المرجع نفسه، ص: 503.

⁴- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص ص: 150-151.

سرعة استجابة السوق كلما كان ذلك دليلاً على الكفاءة. وبالتالي، فإن المستثمر لن يستطيع أن يحقق أي عوائد غير عادية كنتيجة لدراسة وتحليل هذه المعلومات وهو ما يعرف بالتحليل الأساسي¹.

كما يقصد بها أيضاً "أن تعكس الأسعار الحالية، إضافة إلى المعلومات التاريخية حول الأسعار، جميع المعلومات المعروفة والمتاحة حول الشركات، مثل الأرباح، وتوزيعات الأرباح، والمنتجات الجديدة والتغيرات في أنظمة المحاسبة"².

لذلك، فإنه من غير المجدي للمشاركين الذين يعتمدون مثل هذه المعلومات في تقييم الورقة المالية، من تحقيق عوائد غير اعتيادية. وتجدر الإشارة هنا إلى أنه قد تكون الاستجابة في بداية الأمر غير صحيحة، كونها مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تقييم وتحليل تلك المعلومات³.

3-2-3- فرضية الصيغة القوية

وفقاً لهذه الفرضية، فإن "أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات المتاحة العامة إلى جانب المعلومات الخاصة بفئة معينة مثل أعضاء إدارة الوحدة الاقتصادية"⁴.

وبموجب هذه الفرضية، فإن المستثمر لا يمكنه الحصول على إيرادات غير عادية حتى لو امتلك مهارة عالية في التحليل، حيث إن الأسعار الحالية تعكس كل المعلومات عن الشركة.

3-3- أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية

حتى يتم تخصيص الموارد المتاحة بكفاءة عالية، لا بد أن تتوفر في السوق كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل⁵. إضافة إلى الكفاءة الشرعية.

3-3-1- كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية)

ويقصد بها "قدرة السوق على تحديد السعر المعروض بحيث يكون قريباً من القيمة الحقيقية، وذلك بأن تقوم السوق بتزويد المستثمرين بكافة المعلومات عن الشركات بسرعة وبدون كلفة، بحيث تعكس هذه المعلومات الأسعار في السوق، فتكون فرصة تحقيق عوائد عادلة ومتوفرة لجميع المستثمرين لا يوجد فرصة لمستثمر متميز يحقق عوائد غير عادية"⁶.

¹ - محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007، ص: 86-87.

² - محمد كمال أبو عمشه، "أهمية تطوير أسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي"، بحوث اقتصادية عربية، العددان 55-56، صيف- خريف 2011، ص: 138-139.

³ - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلامة، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 143.

⁴ - محمد الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 87.

⁵ - غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، 2009، ص: 143.

⁶ - غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، 2009، ص: 144.

وهنا، تؤدي سوق الأوراق المالية دورين أساسيين أحدهما مباشرا والآخر غير مباشر:¹

- الدور المباشر، فإذا أخذت مؤسسات لها فرص استثمار واعدة، فإن أخبارها تصل إلى المتعاملين، مما يسمح لها ببيع أسهمها بسعر ملائم يؤدي إلى زيادة حصيلة الإصدار، ومنه انخفاض متوسط تكلفة الأموال، ويحدث العكس إذا لم يكن للمؤسسة فرص استثمارية واعدة، حيث تنخفض حصيلة الإصدار لديها عند تصريف أسهمها، ومنه ارتفاع متوسط تكلفة الأموال.
- الدور غير المباشر، يعطي إقبال المستثمرين على شراء أسهم المؤسسات الجديدة (الواعدة) ضمان أكبر للمقرضين، ومنه تستطيع هذه المؤسسات الحصول على قروض، أو إصدار صكوك.

3-3-2- كفاءة التشغيل

ويقصد بها "قدرة السوق على إيجاد التوازن بين العرض والطلب في ظل شرط صفرية كلفة المعاملات، بمعنى أن الوسطاء والسماسرة وصناع السوق يعملون في بيئة تنافسية ويحققون عوائد (هامش ربح) عادية غير مبالغ فيها".²

وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، والتي تعني أن تعكس الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق، بحيث تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية.³

ويسهم في تحقيق هذا الأمر سيادة التنافس، وانسياب المعلومات، إضافة إلى اللوائح الجيدة التي تنظم التعامل في هذه الأسواق.⁴

3-3-3- الكفاءة الشرعية

نظرا للخصوصية الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية، فإنها تتطلب نوعا ثالثا من الكفاءة يسمى "الكفاءة الشرعية"، والتي يقصد بها "قدرة السوق على التزام قواعد الشريعة الإسلامية دون تعقيد المعاملات على المتعاملين فيها، وتقاس درجة الكفاءة الشرعية مثلا بعدد المخالفات التي وقعت، ومدى سرعة اكتشافها،

¹- شوقي بورقبة، "دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسبير، جامعة فرحات عباس، سطيف، العدد 10، سنة 2010، ص: 135-150.

²- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلامة، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 141.

³- صالح مفتاح وفريدة معارفي، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية (دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها)" مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 07، 2009-2010، ص: 181-194.

⁴- نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح، أصول المصرفية والأسواق المالية الإسلامية، عالم الكتب الحديث، إربد، الأردن، الطبعة الأولى، 2014، ص: 247.

وما هي الإجراءات التي اتخذت تجاه مرتكبيها أو المتسببين في حدوثها بالإضافة إلى دراسة منحى تزايد أو انخفاض هذه المخالفات".¹

ويرتبط تحقق الكفاءة الشرعية بتحقق الكفاءة التنظيمية والكفاءة الفنية.

3-3-3-1 الكفاءة التنظيمية

تتحقق الكفاءة التنظيمية من خلال ثلاثة عوامل هي كما يلي:²

- توفر إطار تنظيمي جيد يمنع الممارسات غير المشروعة.
- وجود التشريعات الجيدة والملزمة وكافية بما يمكن السوق من أداء دورها بكفاءة.
- الرقابة الفعالة التي تضمن ضبط عمل السوق وفقاً للتشريعات والتنظيمات.

3-3-3-2 الكفاءة الفنية

تتحقق الكفاءة الفنية من خلال ما يلي:³

- تعدد المنتجات المالية مما يمكن من توزيع المخاطر وتجنب مشاكل تدهور أسعار نوع من الأصول المالية.

- تفعيل دور قوى العرض والطلب في تحديد الأسعار.

كما تتضمن الكفاءة الشرعية أيضاً، توفير الأمان والحماية ضد مخاطر التعاملات والممارسات غير الأخلاقية، إضافة إلى عدالة السوق،⁴ ذلك أن العدالة شرط ضروري لقيام السوق بالدور المتوقع منها في مساندة الاقتصاد الحقيقي.⁵ والتعاملات في سوق الأوراق المالية الإسلامية محصنة من كل أنواع العبث والغش والتدليس الأمر الذي يجعلها تساند الاقتصاد الحقيقي وتحمي الأفراد والمؤسسات والاقتصاد الكلي. وتخصص أموال الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية بما يتفق والعائد المتوقع، أي إن الموارد المالية ستخصص لتمويل المشاريع ذات العائد الأعلى، كما ستكون السوق قادرة على تحسين تخصيص المدخرات من خلال تجميع ونشر المعلومات المهمة ليسهل على المتعاملين المقارنة بين الفرص الاستثمارية، الأمر الذي يعكس الكفاءة في تخصيص الموارد كما هو متوقع من نظام يعمل على أساس إنتاجية الاستثمار.⁶

¹- رائد نصري أبو مؤنس وخديجة شوشان، مرجع سبق ذكره، تاريخ المطالعة يوم: 2014/05/07، ص: 23.

²- نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح، مرجع سبق ذكره، 2014، ص: 247.

³- المرجع نفسه، ص: 248.

⁴- المرجع نفسه، ص: 248.

⁵- رائد نصري أبو مؤنس وخديجة شوشان، مرجع سبق ذكره، تاريخ المطالعة يوم: 2014/05/07، ص: 23.

⁶- MOHSIN S. KHAN & ABBAS MIRAKHOR, Op-cit, 1414 A.H./1994 A.D, p: 13

المطلب الثاني: مبادئ سوق الأوراق المالية الإسلامية وضوابط الاستثمار فيها

يمثل العمل وفق مبادئ الشريعة الإسلامية أهم ما يميز سوق الأوراق المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية، كما ترتبط ضوابط الاستثمار فيها بمدى الالتزام بهذه المبادئ.

1- مبادئ سوق الأوراق المالية الإسلامية

تتمثل هذه المبادئ فيما يلي:¹

1-1- الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية

لقد حرم الإسلام في السوق كل عقد يؤدي إلى الربا والظلم والغرر والغبن والتدليس، ويعتبرها شروطاً أساسية للمنافسة الشريفة. وينطبق هذا المبدأ على سوق الأوراق المالية الإسلامية، أي السوق المنضبطة بالضوابط الشرعية. كما يعتبر الإسلام أن حرية آلية السوق (العرض والطلب) من الحريات الطبيعية التي أقرتها الشريعة الإسلامية كشرط مكمل وكاف لأداء السوق بكفاءة.

1-2- الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي

تكثر الممارسات غير الأخلاقية (كالقمار) من بعض المتعاملين في سوق الأوراق المالية، حيث يقومون بشراء الأوراق المالية وبيعها ليس بغرض الاستثمار أو الاسترباح، بل بهدف التأثير على الأسعار لصالحهم، الأمر الذي يؤدي إلى ظهور ميول احتكارية في هذه السوق. غير أنه في سوق الأوراق المالية الإسلامية لا توجد مثل هذه المضاربات لأن العقود الإسلامية تهدف إلى الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي مثل المشاركات والبيوع والإجازات وغيرها من العقود. كما أن الإسلام حرم الاحتكار، فقد قال صلى الله عليه وسلم: "المحتكر ملعون والجالب مرزوق".

1-3- المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية المستدامة

ذلك أن تحقيق قيمة مضافة في الاقتصاد يتطلب أن تكون الاستثمارات فيه حقيقية، وهو أمر تتميز به سوق الأوراق المالية الإسلامية، وهو مبدأ مهم من مبادئ الاقتصاد الإسلامي، حيث إنه لا يوجد تناقض بين الأهداف الكلية للمجتمع في التنمية الاقتصادية المستدامة، وآلية التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية. وتساهم سوق الأوراق المالية الإسلامية في التنمية الاقتصادية المستدامة - بصورة حقيقية - من خلال مساهمتها في تحقيق مختلف أهداف للمجتمع، والتي تتمثل فيما يلي:²

- الكفاءة الإنتاجية، ويقصد بها استغلال مختلف موارد المجتمع الطبيعية والبشرية والمالية بما يمكن من إنتاج ما يشبع حاجات أبناء المجتمع، حيث شجع الإسلام على ضرورة الاستزراع والتعدين والاستصناع،

¹ - أحمد محمد محمود نصار، "الأسواق المالية الإسلامية: مبادئها وأدواتها"، مقال على الرابط:

<http://www.alyaum.com/article/2430427>، تاريخ المطالعة: 2016/09/04.

² - عبد الجبار السبهاني، "كفاءة النظام الاقتصادي الإسلامي"، مقال على الرابط:

<http://al-sabhany.com/index.php/2012-08-21-02-40-57> ، تاريخ المطالعة: 2017/05/17.

كما حث الإسلام على ضرورة العمل والنشاط واستغلال الطاقات البشرية أحسن استغلال، كما منع الإسلام الربا والاكتمار وغيرها وشرع المشاركات ومختلف صيغ التمويل التي تسمح باستغلال الموارد المالية أقصى ما يمكن.

- **النمو الاقتصادي**، يقصد بالنمو الاقتصادي الزيادة الحقيقية المستمرة في نصيب الفرد من الناتج الوطني عبر الزمن. فالكفاءة الإنتاجية والنمو الاقتصادي شرطان لتحقيق الكفاية كمطلب شرعي مؤصل لتأمين أبناء المجتمع. كما أن هذا المجتمع المسلم مكلف بالدعوة والبلاغ وهو أمر يتطلب استجماع أسباب القوة الاقتصادية والتكنولوجية اللازمة لذلك.

- **الكفاءة التخصيصة**، حيث يجب أن يكون الإنتاج المتحقق من السلع والخدمات متوافقاً مع الحاجات الحقيقية للمجتمع. لذلك، أكد الإسلام على ضرورة ترتيب الحاجات ووجوب السعي لإشباعها بحسب أهميتها، وهو أصل يحكم تخصيص الموارد في اقتصاد إسلامي.

- **العدالة التوزيعية**، ويقصد بها أن تتم عملية قسمة الدخل والثروة بين أفراد المجتمع على نحو عادل. وفي النظام التوزيعي للإسلام تتعايش اعتبارات العمل والملكية والحاجة كأسس حقوقية تراعي اعتبارات العمارة والعدالة في نفس الوقت.

- **الاستقرار الاقتصادي**، عموماً، هو تجنب التقلبات الحادة في أسعار المنتجات وأسعار الصرف وأسعار الصادرات وتجنب التقلبات في مستويات التوظيف، لما لهذه التقلبات من آثار سلبية على الاقتصاد والرفاهية الاجتماعية. والإسلام حريص على تحقيق الاستقرار الاقتصادي، لذلك شرع مختلف أنواع البيوع والمشاركات وصيغ التمويل والمعاملات الكفيلة بتحقيق ذلك.

2- ضوابط الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية

يحكم الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية ضوابط مستمدة من الشريعة الإسلامية وتراعي المصلحة العامة لأطراف التعامل وما يحيط بهم.

2-1- الضوابط الإيمانية للاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية

ويقصد بها مجموع المبادئ الثابتة التي أوجب الشارع على المستثمر المسلم الإيمان بها إيماناً راسخاً، كونها مبادئ توجه سلوك المستثمر عقدياً، وتحدد له المنطلق عند الاستثمار. وتعنى تلك المبادئ بضبط سلوك المستثمر بشكل يجعل من استثماره وسيلة لتحقيق مقاصد الشرع العليا المختلفة في الحفاظ على استدامة تنمية المال من جهة، وعلى ديمومة تداوله من جهة أخرى، إضافة إلى تحقيق الرفاهية الشاملة للأفراد والمجتمع من جهة ثالثة، تحقيقاً للقيام بواجب الخلافة لله وعمارة الأرض.

ويمكن تقسيم هذه المبادئ الإيمانية إلى أربعة مبادئ هي كما يلي:¹

¹ - قطب مصطفى سانو، **الاستثمار: أحكامه وضوابطه في الفقه الإسلامي**، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2000، ص: 98-100.

2-1-1- مبدأ ملكية الله المطلقة للمال

لقد أعطى الإسلام للمالك ملكية الظاهر أو بالأحرى حق الانتفاع، أما المالك الحقيقي لكل شيء فهو الله، ففي القرآن الكريم قال تعالى: ﴿لِلَّهِ مُلْكُ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضِ﴾¹.

وقد تواترت النصوص القرآنية الشريفة على أن الكون لله "أصالة" وهذه الملكية ليست كسائر الملكيات البشرية التي ترتب لأصحابها نتائج نفعية، فالله سبحانه وتعالى غني عن الانتفاع، فالمؤمن إذا تذكر أن الله مالك الملك اطمأنت نفسه وارتاح ضميره وقل غروره وتقيّد بقيود الشريعة التي شرعها صاحب الملك سبحانه.²

2-1-2- مبدأ ملكية الإنسان المقيدة للمال

يقول الله عز وجل في كتابه: ﴿الْمَالُ وَالْبَنُونَ زِينَةُ الْحَيَاةِ الدُّنْيَا﴾³، أي أن قيمة المال لا

تقل عن قيمة العصبية المادية في الأولاد، وهي قيمة تجعل من المال ومن الأولاد زينة الحياة الدنيا، ولكنه هنا في الوقت نفسه لا يضع قيمة الاقتصاد في مستوى القيم الإنسانية التي تتبثق عنها الأعمال الإنسانية الكريمة، وهي - كما يسميها الله في القرآن - بالباقيات الصالحات. فالأعمال الإنسانية الكريمة في آثارها على الإنسانية باقية على مر التاريخ، في حين أن المال قد يكون أثره محدوداً.⁴

وتتقيد ملكية الإنسان للمال بمختلف الواجبات التي تفرضها عليه الشريعة الإسلامية تجاه مجتمعه، ومن هذه الواجبات، الزكاة والتي هي أداة توازن اقتصادي واجتماعي في المجتمع المسلم، وتعني عدم اكتناز الأموال وإعادة إنفاقها على حاجات الناس ومنافعهم.⁵

2-1-3- مبدأ استخلاف الإنسان في المال

استخلف الله سبحانه وتعالى الإنسان في الأرض ومكنه من تملك الأشياء، ومبدأ الاستخلاف يفهم منه أن ملكية الفرد هي ائتمان له على المال الذي في حوزته. ولذلك، وجب عليه أن يتصرف بالمال وفقاً لإرادة

¹ - الآية: 49 من سورة الشورى.

² - الطيب داودي، مدخل لعلم الاقتصاد في الفكر الرأسمالي، الاشتراكي والإسلامي، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص: 234-235.

³ - الآية: 46 من سورة الكهف.

⁴ - محمد البهتي، الإسلام... والاقتصاد الإسلامي، مكتبة وهبة، القاهرة، مصر، الطبعة الثانية، 1981، ص: 14.

⁵ - طاهر حيدر حردان، الاقتصاد الإسلامي: المال-الزكاة، دار وائل للنشر، عمان، 1999، ص: 12.

المالك الأصلي.¹ ويقول سبحانه وتعالى في هذا الشأن: ﴿وَإِذْ قَالَ رَبُّكَ لِلْمَلٰٓئِكَةِ إِنِّي جَاعِلٌ فِي الْأَرْضِ خَلِيفَةً﴾.²

2-1-4- مبدأ تحقيق مرضاة الله في الاستثمار

يهدف الاقتصاد الإسلامي إلى سد حاجات الفرد والمجتمع الدنيوية، طبقاً لشرع الله تعالى الذي استخلف الإنسان في التصرف في المال والانتفاع به، فالمسلم يدرك أن المال ملك الله - عز وجل - فيكون إرضاء مالك المال سبحانه وتعالى هدفا يسعى إليه المسلم في نشاطه الاقتصادي، وقد قال تعالى: ﴿وَابْتَغِ فِيمَا آتٰٓيَكَ اللَّهُ الدَّارَ الْآخِرَةَ وَلَا تَنْسَ نَصِيبَكَ مِنَ الدُّنْيَا﴾.³ ولذلك، فالمسلم وهو يزاول نشاطه الاقتصادي يسلك مسلكه وهو يعبد الله - عز وجل - إذ الهدف من نشاطه أساساً عبادة الله تبارك وتعالى.⁴

2-2- الضوابط الأخلاقية للاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية

يقصد بها تلك المبادئ والقيم الأخلاقية وحسن السلوك التي بينها الشرع الحنيف فيما يتعلق بتعامل الأفراد فيما بينهم وتجاه مجتمعهم، لأن الخلق طريقة حياة وسلوك، والمسلم حينما كان فهو يبتغي رضوان الله بحسن السلوك.⁵ وتتمثل الضوابط الأخلاقية في الصدق والأمانة والوفاء وعدم الإضرار بالآخرين أو ظلمهم.

2-2-1- الصدق والأمانة

فالمسلم مطلوب منه أن يكون صادقا في كل أحواله وفي جميع مجالات حياته وتعاملاته،⁶ لعموم قوله تعالى: ﴿يٰٓأَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَكُونُوا مَعَ الصّٰدِقِينَ﴾.⁷ والاستثمار نشاط مزدوج يبنى على اقتناع أحد الطرفين بقول الآخر. وبالتالي، فالمسلم يجب أن لا يقول إلا صدقا كي لا ينخدع الطرف الآخر.⁸

¹- المرجع نفسه، ص: 9.

²- الآية: 30 من سورة البقرة.

³- الآية: 77 من سورة القصص.

⁴- علي أحمد السالوس، الاقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة، دار الثقافة، الدوحة، قطر، الجزء الأول، 1996، ص: 29-30.

⁵- عبد الحليم الجندي، الأخلاق في الاقتصاد الإسلامي، دار المعارف، القاهرة، مصر، 1997، ص: 44-45.

⁶- زياد إبراهيم مقداد، الضوابط الشرعية لاستثمار الأموال، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول: الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 8-9 مايو 2005، ص: 11.

⁷- الآية: 119 من سورة التوبة.

⁸- قطب مصطفى سانو، مرجع سبق ذكره، 2000، ص: 134.

والأمانة قرينة الصدق، يقول الله عز وجل: ﴿إِنَّ اللَّهَ يَأْمُرُكُمْ أَنْ تُؤَدُّوا الْأَمَانَاتِ إِلَىٰ أَهْلِهَا﴾¹، حيث يتأكد طلبهما عند التعامل في الأموال واستثمارها، ذلك أن النصوص من الكتاب والسنة تؤكد على اعتبار الصدق والأمانة ضابطا أساسيا من ضوابط استثمار الأموال، وينبني عليه ضرورة أن يتجنب المستثمرون الكذب والخيانة في استثماراتهم مهما كانت الإغراءات والظروف.²

2-2-2- الوفاء والالتزام بالاتفاقيات المبرمة

لعل من أهم أسباب نجاح تجارة الاستثمار على صعيد الأفراد والمجتمعات هو الوفاء والالتزام بالاتفاقيات المبرمة في كل جوانبها سواء الالتزام في مواعيد الاستلام والتسليم أو في مواعيد الدفع والتسديد أو غير ذلك مما يتفقون عليه ويشترطونه فيما بينهم. ومن أجل ذلك، كان الوفاء مطلبا شرعيا أكدت عليه النصوص القرآنية والنبوية.

ولعل الملفت للنظر أن كثيرا من النصوص ربطت بين الوفاء والعقود، وبين الوفاء والمال، وبين الوفاء والكيل والميزان، مما يشعر بضرورة انضباط المسلم بهذا الضابط عند تعامله في المال واستثماره له،³ فقد قال تعالى: ﴿وَلَا تَفْرَبُوا مَالَ الْيَتِيمِ إِلَّا بِالَّتِي هِيَ أَحْسَنُ حَتَّىٰ يَبْلُغَ أَشُدَّهُ وَأَوْفُوا بِالْعَهْدِ إِنَّ الْعَهْدَ كَانَ مَسْئُولًا﴾⁴.

2-2-3- عدم إلحاق الضرر بالآخرين أو ظلمهم

فالعادل صمام الأمن والأمان في المجتمع الإسلامي، وأهم دعائم استقراره الاقتصادي، ذلك أن الاستقرار والنمو والازدهار ثمرة نشر العدل بين الناس والحكم به.⁵ ولذلك، أرشدت الشريعة المسلمين عموما والمستثمرين خصوصا الذين يتعاملون بالمال أن لا يتعمدوا إلحاق الضرر أو الخسارة بأحد وأن يراعوا مبدأ العدالة والإنصاف ويتجنبوا الظلم والإجحاف. ولحساسية هذا الضابط وأهميته، كان من الضروري أن تقوم الدولة ممثلة في مؤسسات الرقابة والمتابعة وغيرها من المؤسسات بمراقبة مدى التزام المستثمرين به، رغم أن من المستثمرين من لا يقصد بالفعل الإضرار لعدم اطلاعه ومعرفته بما يدور في السوق. ولو علم أن فعله أو استثماره يؤدي إلى الإضرار بالآخرين لما أقدم عليه فلزم تنبيهه من الجهات

¹ - الآية: 58 من سورة النساء.

² - زياد إبراهيم مقداد، مرجع سبق ذكره، 8-9 مايو 2005، ص: 11.

³ - المرجع نفسه، ص: 12.

⁴ - الآية 34 من سورة الإسراء.

⁵ - عوف محمود الكفراوي، النظام المالي الإسلامي: دراسة مقارنة، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، مصر، الطبعة الثانية، 2003، ص: 87.

الرسمية العليا، وأن هناك من المستثمرين من يعتمد إلحاق الضرر بمنافسيهم ويسعون إلى تدميرهم أو ضرب السوق، فافتضى الأمر منعهم ومحاسبتهم.¹

2-3- الضوابط الاجتماعية للاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية

الضوابط الاجتماعية هي "مجموعة المبادئ والقيم التي يجب على المسلم أن يضعها في الحساب عند استثمار أمواله، كي لا تتعرض العلاقات بين أفراد المجتمع للاهتزاز والاضطراب، وزعزعة الأمن والسلام في المجتمع الإنساني".²

ويمكن إجمالها في ثلاثة ضوابط أساسية ينبغي على مستثمر الأموال مراعاتها عند الاستثمار، وهي كما يلي:³

2-3-1- الابتعاد عن الاستثمار من خلال الاحتكار

يضر الاحتكار بالمجتمع من جوانب عدة منها ضرب استقراره الاجتماعي والاقتصادي، الأمر الذي يخل بالأهداف التي يبتغيها الشرع الحنيف من وراء العملية الاستثمارية ألا وهي عمارة الأرض في الإطار العام لها، وعمارة المجتمعات من الناحية الإنسانية والأخلاقية في إطارها الخاص،⁴ ومن صور الاحتكار في سوق الأوراق المالية ما يمارسه كبار المضاربين. كاحتكار الأسهم والسندات والبضائع في السوق للتحكم في البائعين الذين باعوا ما لا يملكون على أمل الشراء قبل موعد تنفيذ العقد بسعر أقل.

ومن أهم أساليبهم الملتوية التي يغرقون بها الناس في الخسائر الفادحة، أنهم يعمدون إلى طرح مجموعة من الأوراق المالية من أسهم وسندات قروض، فيهبط سعرها بكثرة العرض، فيسارع صغار حملة هذه الأوراق إلى بيعها بسعر أقل خشية هبوط سعرها أكثر من ذلك فيعود الكبار إلى شراء هذه الأوراق بالسعر الأقل بغية رفع سعرها بكثرة الطلب، وينتهي الأمر بتحقيق المكاسب للكبار وإلحاق خسائر فادحة بالكثرة الغالبة.⁵

لذلك، اتفق العلماء المسلمون على أن الاحتكار حرام والكسب به خبيث لا يحل لصاحبه، وقد وردت آثار صحيحة عن النبي صلى الله عليه وسلم بإثم الاحتكار، فقد روى ابن عمر أن النبي صلى الله عليه وسلم قال: "الجالب مرزوق، والمحتكر محروم، ومن احتكر على المسلمين طعاما ضربه الله بالإفلاس والجذام"،

¹- زياد إبراهيم مقداد، مرجع سبق ذكره، 8-9 مايو 2005، ص: 12.

²- محمد عدنان بن الضيف، مرجع سبق ذكره، 2008/2007، ص: 19.

³- قطب مصطفى سانو، مرجع سبق ذكره، 2000، ص: 175.

⁴- أحمد عبد الموجود محمد عبد اللطيف، محددات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي: دراسة تحليلية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2010، ص: 102.

⁵- عطية عدلان عطية رمضان، موسوعة القواعد الفقهية المنظمة للمعاملات المالية الإسلامية ودورها في توجيه النظم المعاصرة، دار الإيمان، الإسكندرية، مصر، 2007، ص: 255.

وروى أبو مسلمة أن النبي صلى الله عليه وسلم قال: "من احتكر يريد أن يغالي المسلمين فهو خاطئ وقد برئ من ذمة الله".¹

2-3-2- الابتعاد عن الاستثمار الربوي

لعل من أهم صور الاستثمار الربوي في سوق الأوراق المالية - التقليدية - هو الاستثمار في السندات. وقد حرم الإسلام الربا لقوله تعالى: ﴿يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا بِتَقْوَى اللَّهِ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ

الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ﴾.² فالقاعدة في الشرع أن كل قرض جر نفعا فهو ربا، لقوله تعالى: ﴿وَإِن تَبْتُمْ فَلَكُمْ رُءُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ﴾.³ فلو اشترط مع القرض رد المبلغ مضافا إليه زيادة عن قيمته فهو ربا ولو اشترط رد القرض ومعه هدية أو مرتبط به حق الانتفاع أو رهن أو أن يعمل له عملا أو يزارعه أو يصانعه بلا أجر أو بأجر أقل من أجر المثل فهو ربا أيضا.⁴

2-3-3- الابتعاد عن الاستثمار في السلع المضرة

وجه القرآن الكريم المسلمين إلى الطيبات من السلع والابتعاد عن الخبائث في قوله تعالى: ﴿قُلْ لَّا

يَسْتَوِي الْخَبِيثُ وَالطَّيِّبُ وَلَوْ أَعْجَبَكَ كَثْرَةُ الْخَبِيثِ فَاتَّقُوا اللَّهَ يَا أُولِي الْأَلْبَابِ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ﴾،⁵ ويشترط في كون السلعة طيبة مبدأ الشرعية أي كون السلعة حلالا، كما قال تعالى: ﴿يَسْأَلُونَكَ مَاذَا أَحَلَّ لَهُمْ قُلْ أَحَلَّ لَكُمْ الطَّيِّبَاتِ﴾.⁶

ومن الصفات الجوهرية الأخرى للسلعة الطيبة الجودة، كما أنها ذات منفعة حقيقية وليست وهمية وذاتية، إضافة إلى أنها مرغوب فيها وتطيب لها الأنفس.⁷

¹ - محمد أبو زهرة، التكافل الاجتماعي في الإسلام، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، 1991، ص: 49.

² - الآية: 278 من سورة البقرة.

³ - الآية: 279 من سورة البقرة.

⁴ - جلال جويدة عبده القصاص، محددات الأثمان في السوق الرأسمالي والإسلامي: دراسة مقارنة، مؤسسة الشباب الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006، صص 98-99.

⁵ - الآية: 102 من سورة المائدة.

⁶ - الآية: 05 من سورة المائدة.

⁷ - يسرى محمد أبو العلا، المعاملات الاقتصادية للأسواق في النظام الإسلامي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007، ص: 128.

والاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية يضمن خلو سلعها - الأسهم والصكوك الإسلامية - من مختلف أشكال التلاعب والغش، وغير ذلك من أساليب التعامل التي تضر بالمجتمع واستقراره وسمو أخلاقه لأن ضوابط السوق مستمدة من الشريعة الإسلامية التي تمنع التعامل بالمحرمات.

2-4- الضوابط الاقتصادية للاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية

يراد بالضوابط الاقتصادية مجموع المبادئ الاقتصادية العامة التي يؤدي التزام المستثمر المسلم بها إلى تحقيق مقاصد الشرع المتمثلة في استدامة تداول المال، وتحقيق الرفاهية الشاملة للفرد والجماعة، والقيام بمهمة خلافة الله وعمارته الأرض. وهي مبادئ مرنة بطبيعتها، ودوائرها خاضعة للظروف والأزمنة والأمكنة والأحوال، لأن ضبطها يتأثر بجملة من العوامل الاقتصادية والاجتماعية والفكرية.¹ وتتمثل هذه المبادئ فيما يلي:

2-4-1- مبدأ حسن التخطيط عند الاستثمار

التخطيط في المنهج الإسلامي أمر مندوب إليه، وهو عملية مستمرة لا تنتهي،² والتخطيط المسبق لأي استثمار ضمان لنجاحه، وتقوم عملية دراسة جدوى المشروع الاستثماري كونها تقوم على أسس موضوعية متجردة هدفها التحوط ضد أي خطر أو خطأ قد يحدث. وبذلك، تصبح دراسات الجدوى واجبة ومهمة في الاقتصاد الإسلامي، لأنه يحرم الغرر والغش والكذب وغيرها، ويرفض فكرة ضمان الربح أو رأس المال، ويحصر مصادر الربح عنده في أمور محددة واضحة.³

فدراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع الاستثماري سبيل لحماية المال وصونه، وقد قال تعالى:

﴿يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِذَا ضَرَبْتُمْ فِي سَبِيلِ اللَّهِ فَتَبَيَّنُوا﴾.⁴ وتدل الآية على أن الله عز وجل قد

أمر في حال القيام بالجهاد - وهو تجارة أخروية رابحة - بتبيين حال من سيتم قتاله قبل اتخاذ أي قرار في حقه، وكذلك الحال في أي قرار يتخذ لتحقيق منافع المعيشة الدنيوية. فالأولى بالمسلم قبل الدخول في عملية الاستثمار دراسة الجدوى الاقتصادية التي يجنيها منه، والربح الذي يعود عليه من خلال المشروع الذي يستثمر ماله فيه، وبعد ذلك ينطلق للاستثمار بخطة ثابتة يحقق من خلالها الخير له ولأمته.⁵

¹ - قطب مصطفى سانو، مرجع سبق ذكره، 2000، ص: 201.

² - عمر مصطفى جبر إسماعيل، ضمانات الاستثمار في الفقه الإسلامي وتطبيقاتها المعاصرة، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص: 59.

³ - المرجع نفسه، ص: 62.

⁴ - الآية: 94 من سورة النساء.

⁵ - نايل ممدوح أبو زيد، "استثمار الأموال في القرآن الكريم والسنة النبوية: مفهومه مجالاته، سبل حمايته"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 22، العدد الأول، 2006، ص: 510-511.

تاريخ المطالعة <http://www.damascusuniversity.edu.sy/mag/law/old/economics/2006/22-1/nael.pdf>

2-4-2- الالتزام بمبدأ المفاضلة بين مجالات الاستثمار

يعتبر تحديد السلع والخدمات المراد الاستثمار فيها، أول خطوة في اختيار المشروع الاستثماري. وقد قسم الاقتصاديون المسلمون السلع والخدمات إلى عدة تقسيمات. استناداً إلى آراء الإمامين الغزالي والشاطبي والتي تنادي بأن المصلحة في الإسلام لها ثلاثة مستويات، هي الضروريات ثم الحاجيات ثم الكماليات.¹

- **الضروريات**، الضروريات خمس، وهي حفظ الدين والنفس والنسل والمال والعقل، وقد قالوا إنها مراعاة في كل ملة.² وهذه تشمل الحد الأدنى والأساسي من المأكل والملبس والمأوى والأجهزة المنزلية والأمن على الحياة والعرض والمال، ومياه صالحة للشرب، ومواصلات عامة للتنقلات الضرورية، وأدوية أساسية للعلاج، وتعليم القراءة والكتابة والحرف، وكتب دينية أساسية.³

- **الحاجيات**، ومعناها "أنه مفتقر إليها من حيث التوسعة ورفع الضيق المؤدي في الغالب إلى الحرج والمشقة اللاحقة بفوت المطلوب".⁴ أي إن عدم توفرها لا يخل بحياة الناس ولكن يشعرون بالضيق والحرج والمشقة، وبذلك فهي أقل مرتبة من الضروريات.

- **التحسينات**، ومعناها "الأخذ بما يليق من محاسن العادات وتجنب الأموال المدنسات التي تأنفها العقول الراجحات، ويجمع ذلك قسم مكارم الأخلاق".⁵ وهي أقل مرتبة من الحاجيات، حيث إن غيابها لا يخل بحياة الناس، كما لا يشعرون بالضيق والمشقة والحرج، ولكن تدخل ضمن مكارم الأخلاق كتجنب الإسراف والتقتير، وأخذ الزينة، وستر العورة وغيرها.

2-4-3- الالتزام بمبدأ المفاضلة بين أساليب الاستثمار

تتعدد أساليب الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي، إلا أنها تتفق على نفي استعمال آليات الفائدة الاستقلالية كضابط عقائدي ثابت لا يتغير بتغير الظروف الزمنية والمكانية، إلا أن تلك الأساليب والصيغ لا تمنع من تقاسم المخاطر وحقوق الأفراد وواجباتهم وحقوق الملكية وتحقيق الأرباح، لأنها تجنى من نجاحات الاستثمار في المشاريع النافعة وتأتي عن طريق إحداث ثروة إضافية.⁶

¹ - حمدي عبد العظيم، دراسات الجدوى الاقتصادية في البنك الإسلامي، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، 1996، ص: 80.

² - أبو إسحاق الشاطبي، الموافقات في أصول الشريعة، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، الجزء الثاني، 1975، ص: 10.

³ - عمر مصطفى جبر إسماعيل، مرجع سبق ذكره، 2010، ص: 64.

⁴ - أبو إسحاق الشاطبي، مرجع سبق ذكره، 1975، ص: 10.

⁵ - المرجع نفسه، ص: 11.

⁶ - يوسف علي عبد الأسدي وجواد كاظم حميد، "الاستثمار في النظام الاقتصادي الإسلامي"، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة البصرة، العدد 30، المجلد الثامن، نيسان 2012، ص: 15-16.

وتتمثل أساليب الاستثمار في سوق الأوراق المالية بعدة صيغ منها، المقارضة، المشاركة، والاستصناع، والمساواة، والمزارعة وغيرها. وتتوع هذه الأساليب وتعددها يساعد سوق الأوراق المالية الإسلامية على المساهمة الاقتصادية والاجتماعية المنتظرة منها، وذلك من خلال ما يلي:¹

- تمكين عناصر الإنتاج من التعاون لتحقيق التنمية الشاملة ورفع معدلاتها، نظرا لتعدد الأساليب وعدالة الصيغ، ومنه نمو حركة النشاط الاقتصادي، وزيادة مناصب الشغل، ووفرة السلع والخدمات، ونمو حوافز الاكتشاف والاختراع والتجديد، ذلك أن سياسة المشاركة وتكامل الجهود من شأنها إقحام المواطنين بصفة فعالة وشفافة وشحذ حسهم بالمسؤولية بشكل إيجابي.

- تتوع أساليب الاستثمار من شأنه توسيع الاستفادة من تلك الأدوات من خلال استخدام كل أسلوب فيما يمكن من معاملات تتواءم وطبيعة أحكامه.

- تمكن هذه الأساليب من تعدد الأطراف المشاركة في النشاط الاقتصادي الواحد، ومنه رعاية وحماية المستثمر من الوقوع في مخاطر تعجز قدراته الفردية عن التنبؤ بها أو تحملها إذا حدثت، ومنه ارتفاع درجة نجاحه.

- أساليب التمويل والاستثمار الإسلامي لا ترهق الدول، الأفراد أو المؤسسات التي تستفيد من التمويل لانتهاء عنصر الفائدة، وبذلك تكون المشاركة وسيلة لتمويل مشروعات التنمية الاقتصادية لدول أخرى. ولذلك، فإن تأسيس المشروعات العربية المشتركة سوف يساعد الدول على التخلص من مشكلة المديونية الخارجية.

3- الفوارق بين سوق الأوراق المالية التقليدية وسوق الأوراق المالية الإسلامية

تختلف نظرة الكلاسيك أو الكينزيين إلى سوق الأوراق المالية عن نظرة الإسلام إليها، ذلك أن الكلاسيك أو الكينزيين ليس لديهم مشكل عند التعامل بالفائدة الربوية، وهذا عكس الإسلام الذي يشدد على حظر هذا التعامل.

3-1- سوق الأوراق المالية في النظرية الكلاسيكية

تعتبر النظرية الكلاسيكية أن السوق هي المكان التي يتجسد فيها نظام المنافسة الكاملة المثالي، بما يحقق التوازن الاقتصادي والاجتماعي المنشود، حيث إنه في ظل قانون العرض والطلب تتوفر أسباب المنافسة الكاملة، وهو القانون الذي يتجسد في سوق الأوراق المالية، بناء على توافر الشروط الموالية:²

¹ - جمال لعمارة، تقديم حسين شحاتة، اقتصاد المشاركة: نظام اقتصادي بديل لاقتصاد السوق (الطريق الثالث)، مركز الإعلام العربي، مصر، 2000، ص ص: 88-91.

² - حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، فرع بنها، مارس 2002، دون ترقيم.

https://mpr.a.ub.uni-muenchen.de/2317/1/MPRA_paper_2317.pdf، تاريخ المطالعة يوم: 2017/04/04.

3-1-1- اتصال الباعين والمشتريين ببعضهم

حيث تمكن سوق الأوراق المالية من تلاقي العرض (الباعون) مع الطلب (المشترون)، الأمر الذي يحدث المساومة العلنية بينهم، فينتحدد السعر الوحيد الذي يصبح المقياس الصحيح السائد والكفيل بتحقيق التوازن التلقائي في السوق (تساوي العرض مع الطلب).

3-1-2- حرية المساومة في تحديد الثمن

حيث إنه في سوق الأوراق المالية، يعلن طالبو الشراء على الملأ رغبتهم في شراء الورقة المالية أو الصك عند سعر معين، كما يعلن بائعو الأوراق استعدادهم لبيع هاته الورقة (أو الأوراق) عند سعر محدد. فإذا تقابل السعران تمت الصفقة، وفي حالة عدم التوافق، تؤجل الصفقة إلى أن يتم تعديل الثمن من قبل كل عميل أو انتظار فرصة أخرى لوجود طرف آخر يقبل التعاقد بالثمن الذي حدده العميل. وقد يتدخل السمسار لتحديد الثمن إذا لم يحدد من طرف العميل، وذلك من خلال البحث عن الطالب بثمن أعلى والعرض بثمن أدنى فتتعد الصفقة عند وجود مجيب.

3-1-3- انتفاء التآمر على تحديد أسعار البيع والشراء

يتلقى كل سمسار أوامر البيع والشراء من عملائه على حد سواء، وهو يحول دون وقوع التآمر بين السماسرة عامة، كما يتعذر التآمر بين العملاء عامة على البيع بما لا يقل عن سعر معين، أو الشراء بما لا يزيد عن سعر معين.

3-1-4- توافر العلانية الكاملة

تستخدم طريقة النداء في الإعلان عن العرض والطلب في سوق الأوراق المالية، كما يتم تدوينهما في لوحات مخصصة لهذا الغرض تسمح لكل من العارض والطالب الاطلاع عليهما، كما تتعد الصفقات علنا ويدون سعرها على الفور في الجدول الرسمي.

3-1-5- التعامل في وحدات متجانسة

يتم التعامل في سوق الأوراق المالية على كميات وفيرة من الأوراق المالية موحدة النوع والرتبة (التصنيف)، بما يمكن من إحلال إحداها مكان الأخرى، وهو الأمر الذي يمكن من الوصول إلى سعر موحد في أي لحظة، كما يسهل تقابل العرض والطلب.

3-2- سوق الأوراق المالية في النظرية الكينزية

يمكن تحليل مكانة سوق الأوراق المالية عند كينز من خلال مستويين هما:¹

3-2-1- أسعار الأوراق المالية والاستثمار

يتحدد مستوى الاستثمار عند كينز بمستوى الأسعار في سوق الأوراق المالية، لأن هذه الأخيرة تعطي حكما وتقديرا قائما على أساس الظروف حول العوائد المتوقعة على الأصول المنتجة التي تمتلكها

¹ - حسين عبد المطلب الأسرج، مرجع سبق ذكره، مارس 2002، دون ترقيم.

المؤسسات الآن. وحتى لو كان المستثمر الجديد لا يقبل تقديرات وأحكام السوق، فإنه يستطيع الحصول على أسهم شركات معينة عندما تنخفض الأسعار في سوق الأوراق المالية من خلال شرائها، بدلا من شراء أصول جديدة. كما باستطاعته الاستثمار مباشرة في الأصول العينية عندما تكون الأسعار في سوق الأوراق المالية مرتفعة. لذلك، فإن سوق الأوراق المالية تؤثر في الاستثمار.

3-2-2- أسعار الأوراق المالية ودافع المضاربة

يرتبط تفضيل السيولة من أجل المضاربة عند كينز أساسا بعامل عدم التأكد وتوقع حدوث تغيرات في أسعار الأوراق المالية وأسعار الفائدة، وذلك كما يلي:

- عندما يتوقع الأفراد بأن أسعار الأوراق المالية وخصوصا السندات سوف ترتفع، فإن الأفراد سيفضلون شراء هذه الأوراق فورا وبسعرها الحالي مستخدمين ما في حوزتهم من نقدية سائلة، وبالتالي التخلي عن السيولة، حتى يمكنهم بيع هذه الأوراق مستقبلا بسعر مرتفع ويحققون أرباحا وهو ما يعرف بالمضاربة على الصعود.

- أما في حالة المضاربة على الهبوط، فإن الأفراد عندما يتوقعون انخفاض أسعار الأوراق المالية وخصوصا السندات، فإن هذا الأمر سيدفعهم إلى تفضيل الاحتفاظ بالسيولة وتصفية محافظهم المالية، بحيث يمكن استخدام هذه السيولة في المضاربة مستقبلا.

3-3- جوانب اختلاف سوق الأوراق المالية الإسلامية عن سوق الأوراق المالية التقليدية

تتميز سوق الأوراق المالية الإسلامية عن سوق الأوراق المالية التقليدية في عدة جوانب منها ما يلي:¹

3-3-1- الاختلاف من حيث المتعاملين في السوق

تضم سوق الأوراق المالية الإسلامية السماسرة والشركات التي تتعامل في الأوراق المالية الجائزة شرعا. إضافة إلى بعض الشركات والمؤسسات التقليدية شريطة التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية.

3-3-2- الاختلاف من حيث الأوراق المالية المتداولة في السوق

إذ يتم تداول أوراق مالية عدة في سوق الأوراق المالية الإسلامية والتي منها الأسهم، وصكوك الاستثمار الشرعية (الصكوك الإسلامية) مثل صكوك المضاربة، صكوك المرابحة، صكوك المشاركة، وصكوك السلم وغيرها.

3-3-3- الاختلاف من حيث أساليب التعامل

ذلك أن التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية يتم وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، ومن ثم الالتزام بالأحكام الشرعية المنظمة للعقود الشرعية المؤسسة عليها مثل عقد المرابحة، عقد المشاركة، وعقد

¹ - حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية أداؤها المالي وأثارها في سوق الأوراق المالية، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2011، ص ص: 125-129.

المضاربة... إذ لا غرر ولا نجش ولا غش، بل يسود الصدق والأمانة وانتشار الأخلاق في التعامل بهذه السوق.

3-3-4- الاختلاف من حيث الفلسفة

حيث تركز سوق الأوراق المالية الإسلامية كجزء من النظام الاقتصادي الشامل على الشريعة الإسلامية نصوصها ومقاصدها، بينما سوق الأوراق المالية التقليدية كجزء من النظام الاقتصادي الرأسمالي فترتكز على الفلسفة الفردية والفلسفة النفعية من منظور بشري.¹

المبحث الثالث: آلية التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية

يتم تداول الأوراق المالية في السوق من خلال قيدها وتسجيلها وفق شروط محددة، ويتم التعامل فيها من خلال أعضاء ينفذون أوامر الشراء والبيع لصالح مالكي الأوراق المالية وفق أسعار مختلفة.

المطلب الأول: قيد وتعليق تداول الأوراق المالية في السوق

حتى تستفيد المؤسسات المالية والشركات من المزايا التي تقدمها سوق الأوراق المالية، فإنه يتعين عليها تسجيلها، وفق شروط تحددها إدارة السوق. وعند اختلال هذه الشروط أو إفلاس الشركة فإنه يعلق تداول أوراقها المالية.

1- تعريف قيد الأوراق المالية في السوق، شروطه وأهميته

يمثل تسجيل الشركة لأوراقها المالية في السوق بمثابة تمكين الجمهور من التعامل في هذه الأوراق، وهو ما يمثل أهمية بالغة ويحقق عوائد لها.

1-1- تعريف قيد الأوراق المالية في السوق

يقصد بقيد الأوراق المالية "إدراجها في الجداول الخاصة لسوق الأوراق المالية، ويترتب عليه التزام الجهة المصدرة بالقيود والقواعد التي تتطلبها القوانين واللوائح التنفيذية والقرارات التي تصدرها الهيئة العامة لسوق المال وإدارة السوق".²

كما يقصد بإدراج الشركات في سوق الأوراق المالية "السماح للشركة بعرض أوراقها المالية على جمهور المستثمرين بما يفتح المجال لها للحصول على السيولة التي تحتاجها للقيام بنشاطها".³

¹ نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح، مرجع سبق ذكره، 2014، ص: 254.

² شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية: دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، أطروحة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف-1، 2013/2014، ص: 85.

³ خليفة ثامر الحميدة، وسائل الإدارة في الرقابة على سواق الأوراق المالية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، المؤتمر العلمي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 6-8 مارس 2007، ص: 24.

ويتم في سوق الأوراق المالية الإسلامية قيد الأوراق المالية بناء على طلب الجهة المصدرة لهذه الأوراق، ويتوقف قبول قيد الأوراق المالية أو شطبها على قرار إدارة السوق، وفقا للقواعد التي يضعها مجلس إدارة هيئة السوق وفتاوى وتعليمات هيئة الرقابة الشرعية.¹

1-2-1- شروط ومتطلبات إدراج الأوراق المالية في السوق

من الأمور الرئيسية لأي سوق سواء كانت ناشئة أو متقدمة وضع شروط ومتطلبات لإدراج الأوراق المالية. وتختلف هذه الشروط والمتطلبات من سوق لأخرى. وتنقسم شروط ومتطلبات الإدراج إلى نوعين:²

1-2-1-1- الشروط الأولية

وتتعلق بتأهيل الشركة المساهمة لتكون مقبولة للتداول، وتحدد تلك الشروط الأولية متطلبات تخص حجم الشركة وربحيتها وعدد مساهميها.

1-2-2-1- الشروط المستمرة

وهي شروط تعمل على بقاء الشركة المساهمة مؤهلة في ضوء الشروط الأولية، وهي تساعد على الإفصاح عن المعلومات الضرورية حتى تبقى سوق الأوراق المالية على اطلاع ومعرفة بإنجازات الشركة وأوضاعها المالية. وتلتزم الشركة بموجب هذه المتطلبات بتوفير أنواع من التقارير المالية، وإبلاغ السوق فوراً بأية حقائق أو معلومات يمكن أن تؤثر على سعر سهم الشركة.

وبهذا، فإن متطلبات وشروط الإدراج في سوق الأوراق المالية تتعلق غالباً بما يلي:³

- سجل الربحية.
- عدد الأسهم.
- الحد الأدنى من رأس المال وذلك بالنسبة للشركات التي تتقدم للإدراج والاستمرارية في هذا الإدراج.
- إلا أن هناك متطلبات تكون أكثر صرامة خاصة في أسواق الأوراق المالية الأكثر شهرة.

¹- شافية كتاف، مرجع سبق ذكره، 2014/2013، ص: 85.

²- عبد العزيز الربيعي، "تعليق التداول في أسهم الشركات المخالفة خطوة هامة لتنظيم سوق الأسهم السعودية"، جريدة الرياض، مؤسسة اليمامة الصحفية، العدد 13437، المملكة العربية السعودية، 2005، على الرابط: <http://www.alriyadh.com/54856>، تاريخ المطالعة يوم: 2017/05/29.

³- Thomas J. Chemmanur & Paolo Fulghier, "Competition and cooperation among exchanges: A theory of cross-listing and endogenous listing standards", Journal of Financial Economics 82, 2006, p: 457. Available online at :

<http://public.kenan-flagler.unc.edu/faculty/fulghiep/chemm-fulgh-jfe-06.pdf>, date de consultation : 30/05/2017.

1-3- أهمية إدراج الورقة المالية للشركة في السوق

- تحقق الشركة من وراء عملية إدراج أوراقها المالية في سوق الأوراق المالية الإسلامية مجموعة من المزايا تتمثل فيما يلي:¹
- يعتبر تسجيل الورقة المالية في جداول السوق بمثابة إعلان مجاني للشركة، ويكون له الأثر الإيجابي على رقم أعمالها، وتزداد فعالية الإعلان كلما كان التعامل على أسهم الشركة نشطا.
 - التسجيل في السوق يعطي انطباعا إيجابيا عن المركز المالي للمؤسسة، الأمر الذي يسهل عليها الحصول على ما تحتاجه من موارد مالية بحد أدنى من التكلفة.
 - تسجيل السهم في السوق يشجع المستثمرين على التعامل في هذه الأسهم، لأن الأسهم المسجلة تتيح لهم الحصول على معلومات مستمرة - من خلال بعض وسائل الإعلام - عن المؤسسة المصدرة لها، وحجم التعامل على أسهمها وأسعار الإقفال والافتتاح.
 - التسجيل في السوق يزيد الثقة في أن حركة سعر السهم هي حركة غير مفتعلة، أي حركة لا تقوم على خداع أو غش من قبل بعض المتعاملين.
 - التسجيل في السوق من شأنه زيادة حركة التعامل في أسهم الشركة المعنية، مما قد يؤثر إيجابا على أسعارها.
 - بيع وشراء الأسهم يتم من خلال السماسرة الذين يحصلون على عمولاتهم في جميع الأحوال، وهذا يعني أن التسجيل لا ينطوي على أعباء إضافية في هذا الشأن.
 - يمكن تسجيل الورقة المالية من تعظيم القيمة السوقية للسهم وتعظيم ثروة الملاك بالتبعية، حيث إن هامش الربح الذي يحققه التاجر على السهم المسجل عادة ما يكون منخفضا مقارنة مع الهامش الذي يحصل عليه التاجر قبل التسجيل، ويعني انخفاض الهامش تقارب سعر شراء وسعر بيع الورقة لدى التاجر. ومنه، يمكن الادعاء بأن تسجيل السهم يعني أن التاجر يشتريه بأعلى سعر ممكن.
 - تخفيض تكلفة الحصول على الأموال، وبالتالي استغلال المزيد من الفرص الاستثمارية وتوفير معلومات عن نشاط المؤسسة والمستقبل الذي ينتظرها.²
- ورغم هذه الإيجابيات، إلا أن هناك مجموعة من المآخذ تخشاها إدارات الشركات عند إدراج أوراقها المالية في السوق، ومنها ما يلي:³
- التخوف من فقدان السيطرة على إدارة الشركة عند تداول أسهمها في السوق.

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 98-99.

² - المرجع نفسه، ص: 695.

³ - سوق فلسطين لأوراق المالية، دليل إدراج الأسهم في البورصة الفلسطينية، إعداد قسم شؤون الشركات والإدراج، آب 2006، ص: 07، على الرابط: <http://www.p-s-e.com/PSEWEBSITE/publications/Listing-Brochure.pdf>

تاريخ المطالعة يوم: 2017/05/30.

- بعض الشركات لا ترغب في الإفصاح عن المعلومات التي تهم المستثمرين والجمهور والتي تؤثر في سعر الورقة المالية.

- عدم وجود المعرفة الكافية بآلية عمل السوق وتداول الأسهم فيها تجعل بعض الإدارات تتردد في اتخاذ القرار بالإدراج تجاوبا مع التشريع والمرور بتجربة جديدة، خصوصا الذين يحملون آراء مسبقة عن التداول وتكون مضللة في بعض الأحيان.

وبهذا، فإدراج الشركة في السوق تجاوبا مع القانون لن يغير في هيكل توزيع الأسهم إلا بالقدر الذي يتم فيه تداولها بيعا وشراء، وأن دخول المستثمرين عبر شراء الأسهم المعروضة لا يعني التخلي عن السلطة أو الإدارة أو القدرة على اتخاذ القرارات الهامة.

2- إجراءات قيد الأوراق المالية في السوق

ثمة مجموعة من الإجراءات والخطوات الواجب اتباعها لقيد الأوراق المالية في السوق، الأمر الذي يمكنها من الدخول إلى السوق والاستفادة من مزاياها.

2-1- تحضير الشركة لعملية قيد أوراقها المالية

تصل مدة تحضير الشركة لعملية قيد أوراقها المالية في السوق إلى سنتين على الأقل وخلال هذه المرحلة التحضيرية تقوم الشركة بما يلي:¹

- تقدير كل المخاطر والالتزامات التي تأتي بعد عملية الدخول الفعلي من نشر المعلومات، توزيع الأرباح، مراقبة الحسابات، إمكانية فقدان السيطرة على مراقبة الشركة. كما أنه لا بد من التأكد من أن هذه العملية ستحقق أهداف الشركة فيما يتعلق بالنمو.

- قبل مباشرة عملية بيع الأوراق المالية في السوق، لا بد من أن يتفق المساهمون القدامى بالشركة على مستوى معين لأسعارها، حتى لا تؤثر عليهم سلبا، وأن تلقى رضا الجمهور.

- من أجل الحصول على أكبر قدر ممكن من الأسهم، لا يتحقق ذلك إلا بالتغيير في رأس مال الشركة، حيث تعتمد إلى زيادته من خلال دمج الاحتياطات، أو التقليل من قيمة الأسهم مع زيادة عددها، بالتالي يتغير القانون الأساسي للشركة، حسب متطلبات عملية الدخول في السوق.

- التحسين من نوعية المراقبة الداخلية وإجراءاتها، مع تقديم الحسابات في الوثيقة الإعلامية بصورة مطابقة لشروط العملية.

- اختيار الشركة لوسيط مالي يساعدها في التحضير لعملية الدخول في السوق، ويتابع تطورها بدقة أثناء وبعد الدخول الفعلي. وتجدر الإشارة إلى أن هذا الوسيط يمكن أن يكون مؤسسة مالية (البنك)، أو مؤسسة السوق (مؤسسة البورصة) في حد ذاتها.

¹ - عبد القادر بوعزة، إجراءات الدخول والتمويل من خلال بورصة القيم المتداولة في الجزائر، ورقة عمل مقدمة إلى ملتقى "أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري"، جامعة العقيد أحمد دراية، أدرار، 2007، ص: 14.

- تكون الشركة الملف المطلوب حسب معايير السوق الذي ترغب في الدخول فيها.
 - تقدم الشركة طلبا لإدارة السوق خلال سنة على الأكثر من تاريخ وقف باب الاكتتاب فيها إذا كانت قد طرحت للاكتتاب العام، وخلال الأشهر الثلاثة الموالية لنشر ميزانية السنة الثالثة إذا لم تطرح للاكتتاب العام. ويجب على الشركة تقديم جميع الوثائق والمستندات للجهات المختصة لإجراء عملية القيد، كما يتوجب عليها دفع رسوم الاشتراك والمبالغ المنصوص عليها في اللوائح التنفيذية للسوق.¹

2-2- أنواع المعلومات والبيانات اللازمة لقيد الأوراق المالية

تتعدد المعلومات والبيانات الواجب على الشركة الإفصاح عنها لغرض قيد أوراقها المالية في السوق، ويمكن لسوق الأوراق المالية الإسلامية أن تفرضها وتطبقها، وتتمثل هذه المعلومات والبيانات فيما يلي:²

2-2-1- معلومات عامة عن الشركة المصدرة

كالإفصاح عن رأس مال الشركة وطبيعته، ويشمل رأس المال المصرح به، رأس المال المصدر، أنواع وعدد الأسهم المكونة لرأس المال، تاريخ الشركة.

2-2-2- معلومات مالية عن الشركة المصدرة

من حيث الأرباح والخسائر، الأصول والخصوم، المركز المالي للشركة للسنوات الماضية.

2-2-3- معلومات عن العمليات التجارية للشركة

من حيث طبيعتها وكيفية القيام بها، مكان العمل التجاري الرئيسي، الموقع، حجم المؤسسات الرئيسية، متوسط عدد العاملين فيها.

2-2-4- معلومات عن أعضاء مجلس إدارة الشركة

من حيث أسماؤهم وعناوينهم، عملهم الوظيفي داخل الشركة، تفاصيل عن حصة كل عضو في الأوراق المالية.

2-2-5- معلومات مفصلة عن الشركة وعن الأشخاص

المسؤولين عن بنود الإدراج، مدققي الحسابات وغيرهم من المستشارين.

2-2-6- معلومات عن الأوراق المالية

وتشمل هذه المعلومات ما يلي:

- طبيعة الأوراق المالية من حيث سعر الإصدار، حقوق حصص أرباح الأسهم، وصف الأسهم المصدرة وعددها.

- الحقوق القانونية للأوراق المالية كحق التصويت، الحقوق الملحقة بالأسهم بخصوص توزيع الأرباح والتصفية.

¹ - شافية كتاف، مرجع سبق ذكره، 2014/2013، ص: 91.

² - المرجع نفسه، ص: 88-89.

- إدارة إصدار الأوراق المالية كتوضيح البنوك التي تتولى عملية الاكتتاب في الأوراق المالية.
- 2-3- التزامات الشركة تجاه إدارة السوق وهيئة الرقابة الشرعية**
- يترتب على الشركة التي تم إدراج أوراقها في السوق التزامات متعددة تجاه إدارة السوق وهيئة الرقابة الشرعية، وتنتمى هذه الالتزامات فيما يلي:¹
- التقيد بكافة النظم والتعليمات الصادرة عن هيئة الرقابة الشرعية وإدارة السوق.
 - تقديم كافة البيانات والمعلومات والإحصائيات المطلوبة من قبل الهيئة وإدارة السوق.
 - إبلاغ هيئة الرقابة الشرعية وإدارة السوق بأية تطورات جوهرية تؤثر على أسعار أوراقها المالية المدرجة حال وقفها عليها.
 - نشر أية معلومات إيضاحية تتعلق بوضعها ونشاطها بما يكفل سلامة التعامل واطمئنان المستثمرين.
 - إخطار الهيئة ورقابة السوق عن ملكية أعضاء مجلس الإدارة من أسهم الشركة في الوقت المحدد، إضافة إلى الإخطار عن جميع عمليات التداول التي يقوم بها أعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية للشركة. هذا إلى جانب الإخطار الفوري عن أي تغييرات في مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية.
 - تقديم التقارير السنوية والدورية عن نشاطها ونتائج أعمالها بما يفصح عن المركز المالي للشركة وذلك فور صدورها.
 - تقديم الوثائق الخاصة بالتعديلات المدخلة على نظامها الأساسي بمجرد إقرارها.
 - تقديم كشوف بأسماء من يملكون أو تصل مساهماتهم مع أولادهم القصر إلى نسبة معينة مع مراعاة التقيد بهذا الالتزام بشكل دائم كلما زادت النسبة.
 - إخطار إدارة السوق بقرار توزيع الأرباح على المساهمين أو الإعلان عن الأرباح والخسائر لأخذ الموافقة على نشرها، والإخطار فوراً عن تفاصيل بيع أو شراء بعض الأصول الكبيرة التي تؤثر على وضع الشركة.
 - تقديم كافة المطبوعات المخصصة للمساهمين بمجرد إصدارها، وسداد الرسوم السنوية للتقيد والإدراج في الموعد المحدد.
- 3- عملية تعليق وشطب الأوراق المالية المقيدة في السوق**
- عند إخلال الشركة بأحد الشروط اللازمة للإدراج، أو حدوث أسباب تخل بها فإنها تصبح عرضة للشطب وإيقاف تداول أوراقها المالية.

¹ - غربة محمد نجيب أبو عمرو، تقييم تجربة البتلة للإدراج المزدوج وتأثيرها على سوق فلسطين للأوراق المالية، بحث مقدم استكمالاً للحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، عمادة الدراسات العليا، الجامعة الإسلامية، غزة، 1429هـ/ 2008م، ص ص: 52-53.

3-1- مفهوم تعليق وشطب تداول الورقة المالية

تعليق الإدراج لورقة مالية يعني وقف تداولها لفترة محددة ومنع التعامل بها، في حين شطب إدراج ورقة مالية يقصد به إلغاء إدراج ومنع تداولها في السوق نهائياً.¹

3-2- أسباب وحالات تعليق تداول الورقة المالية

تعليق تداول الورقة المالية في السوق من صلاحيات هيئة السوق المالية، التي يجوز لها أن تقرر تعليق وإيقاف تداول أسهم إحدى الشركات المساهمة المدرجة في السوق، وذلك للأسباب الموالية:²

- حالة تخفيض رأس مال الشركة.
- حالة اندماج أو دمج الشركة.
- حالة تصفية الشركة.
- انخفاض صافي حقوق المساهمين إلى ما دون نسبة معينة، حيث حددت هذه النسبة في بعض الأسواق بنسبة (25%) من رأس المال المدفوع.
- عدم قيام الشركة بحفظ السجلات اللازمة للمساهمين بالطريقة الصحيحة، أو وجود أي تقصير أو خلل في هذه السجلات من قبل الشركة وذلك لحين الالتزام بذلك وتصحيح هذا الخلل.
- عدم قيام الشركة بتزويد هيئة السوق المالية والبورصة بتقاريرها المالية السنوية والدورية خلال الفترة المحددة للنشر.
- توقف النشاط الفعلي للشركة لفترة ثلاثة شهور دون إبداء الأسباب التي تبرر هذا الموقف.
- الحالات التي تتطلبها سلامة التعامل والتي يعود تقديرها إلى هيئة السوق المالية والبورصة بما يكفل حماية حقوق المساهمين ومختلف المتعاملين.
- عدم التزام الشركة بالتنظيمات والتعليمات المطبقة من قبل الجهات الإشرافية، وعدم التزامها بشروط ومتطلبات الإدراج والإفصاح المعتمدة.
- وتبعاً لمصلحة السوق والمستثمرين، تطبق هذه الإجراءات حسب كل حالة على حدة، فمثلاً في بعض الحالات تبدأ الإجراءات بتوجيه إنذار للشركة يتبعه فرض غرامة مالية، إلى أن تصل العقوبة إلى نقل أسهم الشركة من السوق الأولى إلى السوق الثانية. وفي حالات هامة جداً تتعلق بالإفصاح ووجود أخبار هامة عن الشركة يتطلب الأمر إيقاف التداول بأسهم الشركة لفترة محددة حتى يتم الإفصاح عن المعلومة ثم يعاد التداول بأسهمها مرة أخرى.

كما يتم شطب الورقة المالية للشركة بأغلبية ثلثي الأعضاء في لجنة السوق إذا حدث ما يلي:³

¹ - قواعد سوق فلسطين للأوراق المالية: نظام الإدراج، سوق فلسطين للأوراق المالية، كانون الثاني 2007، ص: 04.

² - عبد العزيز الربيعي، مرجع سبق ذكره، تاريخ الإطلاع يوم: 2017/05/29.

³ - عصام فهد العريبي، مرجع سبق ذكره، 2002، ص: 32-33.

- إذا تم إشهار إفلاس الشركة مصدرة الورقة المالية المعنية.

- إذا تم الحكم ببطان الشركة.

- إذا تم شطب اسم الشركة من جدول التسعيرة.

3-3- طرق تعليق تداول الورقة المالية في السوق

عندما تخالف الشركة المدرجة في السوق شروط ومتطلبات الإدراج، فإنها تكون محل تعليق من طرف هيئة السوق. ويمكن تمييز ثلاث طرق لتعليق تداول الأسهم المدرجة حسب نوع المخالفة، وتتمثل هذه الطرق فيما يلي:¹

3-3-1- التعليق المؤقت

ويتم ذلك بوضع اسم الشركة المخالفة لأحد شروط الإدراج في سجل خاص للشركات، وبصفة مؤقتة، لمنحها فرصة لتصويب أوضاعها بما يتناسب وهذه الشروط خلال مدة تحددها هيئة السوق حسب كل حالة تستوجب التعليق المؤقت، ويشار إلى هذا التعليق على لوحة (شاشة) التداول إزاء اسم الشركة.

3-3-2- التعليق التدريجي

عندما لم تصوب الشركة أوضاعها التي تستوجب التعليق المؤقت في المدة المقررة لكل حالة من حالات التعليق المؤقت، فإنها تكون محل تعليق تدريجي، حيث يتم تحويل إدراج أسهم الشركة من السوق الأولى إلى السوق الثانية.

3-3-3- التعليق الدائم

وذلك بشطب إدراج أسهم الشركة من التداول في السوق، بحيث يقتصر تحويل نقل ملكية أسهمها وفق إجراءات محددة تقرها هيئة السوق. ويشمل هذا التعليق الدائم الشركات المدرجة سواء كانت في السوق الأولى أو السوق الثانية. وفي جميع الأحوال، فإنه يجوز للشركة التي جرى شطبها من التداول بصفة تدريجية أو دائمة إعادة طلب إدراج أسهمها في أي من السوقين، وذلك بعد استيفائها كافة الشروط المطلوبة للإدراج.

المطلب الثاني: أعضاء سوق الأوراق المالية الإسلامية

يتعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية كل من الوسطاء والسماسرة والتجار والمتخصصين وغيرهم، ولكل منهم دوره ووظيفته في تنشيط وتحسين التداول في السوق.

1- الوسطاء الماليون

تعتبر وظيفة الوساطة المالية من أهم الوظائف التي يؤديها أعضاء السوق، إذ تمكن من تعبئة المدخرات اللازمة لعملية التنمية.

¹- عبد العزيز الربيعي، مرجع سبق ذكره، تاريخ المطالعة يوم: 2017/05/29.

1-1- تعريف الوساطة المالية وأهميتها

تمثل الوساطة المالية حلقة الوسط بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز. ومن هنا، تظهر أهميتها كقناة تمر عبرها رؤوس الأموال.

1-1-1- تعريف الوساطة المالية

يمكن تعريف الوساطة المالية بأنها "العملية التي تقوم بها هيئات مالية متخصصة تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشر بين المقرضين والمقترضين إلى علاقة غير مباشرة، فهي تنشئ قناة جديدة تمر عبرها الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي، وبهذه الطريقة تصل بين طرفين متناقضين في أوضاعهما وأهدافهما المستقبلية".¹

1-1-2- أهمية الوساطة المالية

تضطلع الهيئات المالية المتخصصة في الوساطة بالقيام بعدة مهام منها ما يلي:²

- **تعبئة المدخرات**، وذلك من خلال تحويل الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز وتمكين هذه الأخيرة من التصرف فيها، فقد قامت الثورة الصناعية على التمويل طويل الأجل للمشاريع التنموية، الأمر الذي تطلب بدوره تطويراً لأساليب التمويل المعتمدة على حشد المدخرات، وهو أمر تقوم به مؤسسات الوساطة المالية بغرض إمداد المشروعات بالسيولة التي تحتاجها.
- **تخصيص الموارد**، وهو أهم وظائف الوساطة المالية، حيث لا يقتصر دورها على تحويل الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز، بل يتعداه إلى توجيه المدخرات إلى وحدات العجز الأكثر كفاءة، وهو ما يؤثر إيجاباً على النمو الاقتصادي كونه يمنح وحدات العجز فرصاً أفضل للاستثمار.
- **تخفيض مخاطر الاستثمار**، بتسيير عملية التبادل غير المباشر بين الوحدات الاقتصادية دون الحاجة إلى تسهيل الأصول المنتجة وهو يقلل من مخاطر الاستثمار المرتبطة بالإنتاجية ومخاطر الطلب على الإنتاج، وبالاستفادة من وفورات الحجم الكبيرة واستثمارها في استغلال سيولة القطاع العائلي، بالاحتفاظ بجزء يسير من إجمالي الأصول في شكل سيولة. وهذا يعني أن وجود الوسطاء الماليين يسهم في قدرة الاقتصاد على إدارة مخاطر السيولة بفعالية ويقود لزيادة نسبة الموارد المستثمرة في الأصول بدلاً من تعطيلها مما يعجل النمو الاقتصادي.

¹- وفاء أحمد محمد، "الوساطة المالية في المصارف الإسلامية: بحث تطبيقي في المصرف العراقي الإسلامي (للاستثمار والتنمية)"، مجلة الأستاذ، العدد (201)، 1433هـ/ 2012م، ص: 836.

²- إبراهيم بن صالح العمر، الدور التنموي لخدمات الوساطة المالية في النظام المصرفي في المملكة العربية السعودية خلال الفترة 1980-2005، ورقة مقدمة للقاء السنوي السادس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية: الخدمات المالية في المملكة العربية السعودية، خلال الفترة 16-18 جمادى الأولى 1428هـ/ الموافق 2-4 يونيو 2007، مركز الملك فهد الثقافي، الرياض، المملكة العربية السعودية، ص: 08-10.

- تقليل تكاليف التبادل، حيث إن الوساطة المالية عمل يتضمن التقريب بين طرفين بقصد الربح.¹ لذلك، هي تخفض تكلفة التعامل بين الوحدات الاقتصادية ومنه تشجيع العمل والإنتاج والتجارة.

1-1-3- أنواع الوساطة المالية

تصنف الوساطة المالية بناء على العلاقة التعاقدية بين أطراف الوساطة إلى الأنواع الموالية:²

- السمسرة، هي وساطة السمسار أو الدلال بين البائع والمشتري، وهي قائمة على عقود أمانة (لا تتضمن النيابة، كالإجارة والجماعة)، بين الوسيط والموسط، لكنها خالية عن الصفة العقدية بين الوسيط والموسط لديه.

- وساطة مالية، وهي النموذج الإسلامي للوساطة (المصرفية) بين ذوي الفائض في الثروة وذوي العجز وتقوم على عقود النيابة كالمشاركة والمضاربة والوكالة في كلا جانبي الوساطة.

- وساطة البنك التقليدي، وهي قائمة على الاقتراض والإقراض بين ذوي الفائض وذوي العجز.

- التجارة، وهي وساطة التاجر بين المنتج والمستهلك، وتقوم على عقد البيع.

1-2- سمسار الأوراق المالية ومعاونوه

تعتبر وظيفة السمسرة أهم وظائف الوسيط المالي، كونها تتم من قبل أشخاص ذوي خبرة وتأهيل ومعرفة متخصصة في مجالات مختلفة.

1-2-1- تعريف سمسار الأوراق المالية

يعرف السمسار بأنه "ذلك الشخص الذي يعمل كوكيل أو وسيط موثوق به في المفاوضات أو التعاملات التجارية. وغالبا ما يكون السمسرة مهنيين مؤهلين في الحقول التي تكون فيها المعرفة المتخصصة مطلوبة مثل التمويل والتأمين والعقارات، يطلق على معدل تعويضهم السمسرة أو العمولة، وتحسب بصفة عامة إما كنسبة مئوية ثابتة من قيمة الصفقة، أو على أساس مقياس منزلق (مع ارتفاع قيمة الصفقة تنخفض النسبة المئوية)".³

ويعرف سمسار الأوراق المالية بأنه "شخص ذو مؤهلات ومواصفات معينة، يتلقى أوامر العملاء بالبيع والشراء في الأوراق المالية ويقوم بتنفيذها نيابة عنهم وبمعاونة مساعديه، مقابل سمسرة (عمولة) محدد باللائحة، ويمارس مهنته منفردا أو كشريك متضامن في شركة سمسرة".⁴

1-2-2- شروط سمسار الأوراق المالية

تتمثل الشروط الواجب توافرها في السمسار الذي يعمل في سوق الأوراق المالية فيما يلي:¹

¹ - وفاء محمد أحمد، مرجع سبق ذكره، 1433هـ/2012م، ص: 836.

² - سامي إبراهيم السويلم، "الوساطة المالية في الاقتصاد الإسلامي"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد 10، 1418هـ/1998م، ص: 92.

³ - عبد الحكيم أحمد الخزامي، القاموس المالي، مكتبة ابن سينا، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2010، ص: 04.

⁴ - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، 2002، ص: 55.

- توفر السن القانونية (مثلا ألا يقل عمره عن 25 سنة).
 - أن يكون مؤهلا علميا للقيام بهذه المهنة.
 - التمتع بالأهلية القانونية، وأن لا يكون قد أشهر إفلاسه.
 - أن يكون سجله العدلي خال من أية سوابق عدلية، أو مخالفة لقوانين النقد إلا إذا كان قد رد إليه اعتباره.
 - ألا يشتغل بأي أعمال تجارية غير أعمال السمسرة.
 - ألا يكون قد حكم عليه بالوقف أو الغرامة بصفته ملحقا بأحد مكاتب السمسرة.
- وفي سوق الأوراق المالية الإسلامية، فإن توفر هذه الشروط من شأنه أن يمنع مختلف أشكال التلاعب التي تضر بالسوق والمتعاملين فيها وبالاقتصاد ككل بالتبعية.

1-2-3- معاو نو السمسار

يعاون السمسار في تنفيذ أعماله عدد من المساعدين منهم المندوب الرئيس، الوسيط، صانع السوق، وشركات المقاصة والتسوية.

1-3-2-1- المندوب الرئيس

وهو مستخدم يعمل بأجر عند سمسار مكلف بمعاونته في تنفيذ الأوامر في المقصورة، ولا يجوز له الاشتغال إلا باسم السمسار الذي يتبعه أو لحسابه وتحت مسؤوليته ويحظر على المندوب الرئيس أن يكون طرفا في العمليات التي يعقدها السمسار أو أن يعمل لحسابه الخاص بأي حال من الأحوال.²

1-2-3-2- الوسيط

هو الذي يجلب العملاء إلى السمسار، وهو أداة اتصال بين العميل والسمسار يتلقى الأوامر من العملاء فيما عدا الأعضاء المنضمين ويبلغها للسمسار. وهناك نوعان من الوسطاء، وسطاء لهم حق التعاقد ووسطاء ليس لهم حق التعاقد، والوسطاء الذين لهم حق التعاقد هم الذين يجوز لهم دخول المقصورة لتنفيذ الأوامر الموكلة إليهم باسم السمسار الذي يتبعونه ولحسابه وتحت مسؤوليته، كما لا يجوز الجمع بين عملي المندوب الرئيسي والوسيط ولا يجوز لأيهما الالتحاق بأكثر من بيت سمسرة واحد.³

1-3-3-2-1- صانع السوق

يمكن للوسيط القيام بدور صانع السوق، من خلال قيامه ببيع وشراء الأوراق المالية بعد الترخيص من لجنة السوق، حيث يحق له العمل لصالح عملائه أو لصالح نفسه. وبذلك، يؤدي دورا هاما في المحافظة

¹ - هند مهداوي، الاستثمار في البورصة: رؤية من منظور إسلامي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص: نقود، مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2008/2007، ص: 35.

² - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة - مصر، 1996، ص: 114.

³ - المرجع نفسه، ص: 115.

على توازن السوق واستمراريته، فيكون مشتر عندما يكون السمسار بائعا، ويكون بائعا عندما يكون السمسار مشتريا، ويترتب على ذلك تدفق السيولة في السوق، والمحافظة على توازن العرض والطلب.¹ وقد يكون صانع السوق بنكا أو مؤسسة مالية أو مجموعة بنوك ومؤسسات ومحاظف مالية تمتلك إمكانات مالية ضخمة تمكنها من حفظ التوازن في الأسواق، حيث يقوم بالشراء في حال تدنت أسعار الأسهم إلى مستويات غير مبررة، أو يقوم بالبيع في حالة الارتفاع المبالغ فيه للأسعار.²

1-2-3-4- شركات المقاصة والتسوية

تعتبر غرف أو دور المقاصة مؤسسات تكونها في العادة أعضاء سوق الأوراق المالية لتسهيل تعاملات المقاصة في الأوراق المالية، بما في ذلك تصفية العقود بين الأعضاء وتسليم الأوراق المالية وتولي عمليات الدفع نيابة عنهم، وتعتبر عملية التسوية إحدى الخدمات التي تقدمها غرف المقاصة عادة.³ وتقوم هذه الشركات بدور مكمل لعمل السمسار أو شركة السمسرة في إتمام صفقات التداول، حيث تقوم بما يلي:⁴

- استكمال العمليات التي قامت بها شركات السمسرة من استلام وتسليم الأوراق 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 صفقة عليها، تقوم الشركة بقيد ملكية الأوراق لحساب المشتري وخصمها من ملكية حساب البائع وهي ما زالت في الحفظ المركزي، مثلما يحدث في البنوك من تسوية حساب عميل إلى حساب عميل آخر.

1-3- وظائف سمسار الأوراق المالية، خصائصه وأدواته

يساهم السمسار في تنشيط سوق الأوراق المالية ورفع كفاءتها، من خلال استخدام أدوات وتقنيات مختلفة، وله خصائص تميزه عن باقي أعضاء السوق الآخرين.

1-3-1- وظائف سمسار الأوراق المالية

من وظائف سمسار الأوراق المالية جعل السوق أكثر فعالية وتزويدها بالسيولة اللازمة، في وقت يكون فيه على اتصال دائم مع العديد من البنوك، وترتفع مكانة السمسار تبعا لنوعية العلاقات التي يقيمها مع المؤسسات المالية الناشطة في السوق.¹

¹- شعبان محمد إسلام البروراري، مرجع سبق ذكره، 2002، ص: 59.

²- عبد الرحمن إسماعيل، "إصدار نظامي (صانع السوق) و(البيع على المكشوف) قبل 2011"، جريدة الإتحاد. على الرابط: <http://www.alittihad.ae/details.php?id=92777&y=2011&article=full>، تاريخ المطالعة يوم: 2017/06/05.

³- مركز أنقرة، "تحالفات أسواق الأوراق المالية والسبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات"، مجلة التعاون الاقتصادي بين الدول الإسلامية، 2004، ص: 28-29.

⁴- شعبان محمد إسلام البروراري، مرجع سبق ذكره، 2002، ص: 59-60.

- كما تتمثل الوظيفة الأساسية للسمسار في تنفيذ أوامر العملاء ببيع وشراء الأوراق المالية مقابل عمولة تحددها لوائح السوق، إضافة إلى قيامه بوظائف أخرى تتمثل فيما يلي:²
- تقديم المشورة والنصيحة لعميله فيما يتعلق بالسوق، والتعامل على أوراق مالية بعينها، وعن موقف أي منها في الحاضر واتجاهها في المستقبل، كتطور الأسعار وتقلباتها.
 - إرسال الأوراق المالية إلى مختلف الشركات لتسجيل اسم المشتري الجديد، والاتصال بالجهات المختصة لتقسيم الأوراق المالية للعملاء.
 - الاكتتاب نيابة عن العملاء في الأوراق المالية الجديدة، والتفويض في عمليات الشراء والبيع للعملاء الذين يملكون محافظ الأوراق المالية لدى البنوك.
 - حفظ أسرار العملاء بعدم إعطاء أية معلومات عنهم لأية جهة كانت.
 - إتمام الصفقات عند نكول العميل عن العقد لاستقرار المعاملات.

1-3-2- خصائص سمسار الأوراق المالية الجيد

- يتميز السمسار الجيد بمجموعة من الخصائص يمكن إجمالها فيما يلي:³
- التسجيل في السوق وهيئة السوق على أنه ممثل إحدى شركات السمسرة.
 - الأمانة في تنفيذ أوامر وطلبات العميل.
 - عدم الضغط على عميله بخصوص تنفيذ بعض العمليات من بيع أو شراء.
 - تكون العلاقة بين السمسار وعميله قائمة على الارتياح الشخصي.
 - مراعاة مصلحة العميل والاهتمام بطلباته واحترام أفكاره مع التوصية في حالة طلب منه ذلك.
 - التوفيق بين طلبات العملاء حتى لا يحدث تعارض.
 - عدم المغالاة في العمولة المطلوبة، وإتاحة قدر من التفاوض بشأن العمولة مع العميل إذا طلب منه ذلك.

1-3-3- أدوات سمسار الأوراق المالية

- يستخدم سمسار الأوراق المالية عند تعامله في السوق العديد من المهارات والأدوات، منها ما يلي:⁴
- الخبرة الشخصية ورؤية السوق.
 - القدرة على التحليل العام للاقتصاد سواء على المستوى الكلي والجزئي حتى يستطيع التعرف على المناخ العام للبيع والشراء.

¹ - وسام ملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2001م/1422هـ، ص: 195.

² - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سيق ذكره، 2002، ص: 58.

³ - فريد النجار، إدارة شركات تداول الأوراق المالية: فنون الاستثمار في البورصة، برنامج مهارات التسويق والبيع، كلية التجارة، مركز التعليم المفتوح، جامعة بنها، 2008/2007، ص: 186.

⁴ - المرجع نفسه، ص: 187.

- المهارة في استخدام التحليل الأساسي والتحليل الفني.
- التعامل مع أجهزة الحاسب الآلي من خلال الحزم الإحصائية الخاصة بتحليل الأسهم.
- استخدام أسرع الطرق للاتصال بعميله حتى يستطيع إرشاده وتلقي الطلبات الخاصة به.

2- تجار الأوراق المالية

يؤدي تجار الأوراق المالية دورا كبيرا في تنشيط سوق الأوراق المالية وزيادة حركيتها.

2-1- تعريف تجار الأوراق المالية

تتلخص وظيفة هذه الفئة في بيع وشراء الأوراق المالية لحسابهم الخاص، وهم أعضاء في سوق الأوراق المالية، ويمتنعون عن الاتصال بالجمهور أو تنفيذ الأوامر لأعضاء السوق، وكونهم يعملون لحسابهم الخاص فهم لا يتحملون أية عمولات ويقتنعون بأدنى هامش ربح، كما يعتمدون في تحقيق أرباحهم على حجم معاملاتهم وسرعة دوران الأسهم.¹

2-2- مزايا تجار الأوراق المالية

يرى متخصصون في شؤون الأسواق المالية أن المتاجرة في الأوراق المالية من خلال هذه الفئة يحقق المزايا المالية:²

- إيجاد سوق مستمرة.
- تضيق الفرق بين سعري البيع والشراء.
- الحد من تقلبات الأسعار والعمل على استقرارها.

2-3- أنواع تجار الأوراق المالية

هناك نوعان من تجار الأوراق المالية، وهما تجار الصالة وتجار الطلبات الصغيرة.

2-3-1- تجار الصالة

وهم أشخاص يعملون لحسابهم فقط، أي أنهم لا ينفذون أي عمليات للجمهور ولا للسماسرة، وعادة ما ينفذون عمليات بيع وشراء سريعة للاستفادة من فروق الأسعار.³

2-3-2- تجار الطلبات الصغيرة

تاجر الطلبات الصغيرة هو "الوسيط العضو في سوق الأوراق المالية، الذي يتوسط في بيع وشراء هذه الأوراق "تقل عن 100"، والمضاربة بها".⁴
ويمارسون عملهم كما يلي:⁵

¹- سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، 1417هـ/1996م، ص: 122-123.
²- المرجع نفسه، ص: 123.
³- عصام أبو النصر، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 41.
⁴- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، 1426-2005، ص: 509.
⁵- المرجع نفسه، ص: 510.

- في حالة وجود عروض بيع أوراق مالية معينة تقل عن وحدة التداول، فإنهم يقومون بشراء هذه الأوراق، وتجميعها، ثم بيعها في المقصورة عندما يتجمع لديهم عدد من الأوراق يبلغ وحدة التداول.

- أما في حالة وجود طلبات شراء أوراق مالية معينة تقل عن وحدة التداول، فإن التاجر يشتري وحدة تداول كاملة من خلال المقصورة، ثم يجزئها، وبييعها حسب رغبات طالبي الشراء.

3- المتخصصون

هذا النوع من الأعضاء يتعامل في نوع واحد أو مجموعة محددة من الأوراق المالية، لذلك يسمون بالمتخصصين.

3-1- تعريف المتخصصين

وهم أشخاص يتخصص كل منهم في التعامل في ورقة مالية معينة أو مجموعة محددة من الأوراق المالية، أي أنه لا يوجد أكثر من متخصص يعمل في ورقة واحدة.¹

3-2- دور المتخصصين في السوق

للمتخصصين دور كبير في ضبط إيقاع السوق، حيث يلجأون إلى تخفيض هوامش الربح لجذب مشترين جدد كما قد يرفعون الهامش عندما يزيد الطلب. لذا، يمكن القول بأن سعر بيع أي ورقة مالية في السوق يتحدد بدرجة كبيرة على أيدي المتخصصين.²

المطلب الثالث: الأوامر والتسعير في سوق الأوراق المالية الإسلامية

يتعامل الوسطاء السابق ذكرهم كوكلاء لعملائهم من خلال بيع أوراقهم في السوق أو شراء أوراق أخرى يحددها العملاء للوسطاء، وعند أسعار وشروط معينة.

1- مفهوم أوامر السوق

لا يمكن التعامل في سوق الأوراق المالية وتحقيق عوائد مجزية إلا من خلال الأوامر التي تمثل توكيل العميل لوسيطه المالي.

1-1- تعريف أمر السوق

يعرف أمر السوق بأنه "التوكيل الذي يعطيه العميل إلى سمساره أو الوسيط لكي يبيع أو يشتري له في البورصة بعض الأوراق المالية يعينها له، وتحدد هذه الأوامر شروط بيع أو شراء الأوراق المالية".³ ويتطلب هذا التوكيل (التفويض) تحرير أمر مكتوب يحتوي عادة على أهم توجيهات المستثمر المتعلقة بالعمليات التي كلف بها الوسيط. إذ يقوم المتدخلون في السوق بتحرير الأوامر لعقد الصفقات

¹- عصام أبو النصر، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 42.

²- المرجع نفسه، ص: 43.

³- شمعون شمعون، تقديم: عبد الرزاق موري، البورصة: بورصة الجزائر، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، بوزريعة، الجزائر، 2005، ص: 47.

المختلفة، بغرض تحقيق الأرباح وتنويع محافظهم المالية والحصول على مصادر التمويل وغيرها من الأغراض التي تختلف باختلاف المستثمر.¹

وتتمثل المعلومات التي يجب أن يحتوي عليها كل أمر فيما يلي:²

- اسم الورقة المرغوب الاستثمار فيها، علماً أن بعض الأسواق تطلب رمزها فقط، إذ يعطى رمز لكل ورقة متداولة.

- عدد الأوراق المراد التعامل بها.

- نوع الصفقة، بيع أم شراء.

- نوع السوق، فورية أم آجلة.

- مدة صلاحية الأمر، يوم، شهر، ... مفتوح.

- السعر، محدد أو غير محدد.

1-2- خطوات تنفيذ الأوامر

يمر تنفيذ أمر العميل من طرف سمساره بعدة مراحل يمكن إيجازها فيما يلي:³

- يتصل المستثمر بالسمسار أو المدير التنفيذي لبيت السمسرة الذي يرغب بالتعامل معه لسؤاله عن سعر السهم.

- يحصل المستثمر على المعلومات المتعلقة بسعر السهم (سعر البيع، سعر الشراء،...).

- إذا كانت الأسعار مشجعة، يقوم المستثمر بإصدار الأمر للسمسار الذي يقوم بتسجيل المعلومات عن الأمر على مطبوعات خاصة.

- بعد الانتهاء من تسجيل الأمر يتم إبلاغه للإدارة التجارية لبيت السمسرة (إدارة الأوامر).

- تقوم إدارة الأوامر بإبلاغ الأمر إلى مقر سوق الأوراق المالية (إذا كان السهم يتداول في السوق).

- يقوم الكاتب المختص بالاتصال بالسمسار الوكيل لبيت السمسرة المختص وإبلاغه بوصول الأمر، وذلك بإشارة معينة أمام الرقم المخصص للسمسار على لوحة معدة لذلك في صالة السوق.

- فوراً، يقوم السمسار نفسه أو يكلف أحد العاملين بالسوق بالذهاب إلى كاتب السوق لاستلام الأمر، ثم يقوم بتنفيذ الأمر لدى المتخصص الذي يتعامل في تلك الأسهم.

¹ - محفوظ جبار، سلسلة التعريف بالبورصة - الجزء الثالث: تنظيم وإدارة البورصة، دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002، ص: 76.

² - المرجع نفسه، ص: 77.

³ - حسان خضر، "قواعد وإجراءات التعامل في أسواق الأوراق المالية"، المعهد العربي للتخطيط بالكويت،

المطالعة: تاريخ http://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2004/44_C9-7.pdf

- يرسل السمسار الوكيل تقريراً عن تنفيذ الأمر إلى الإدارة التجارية التي ترسل نتيجة التقرير إلى المدير التنفيذي الذي يبلغه للعميل.

- ترسل الإدارة التجارية (إدارة الأوامر) خطاباً إلى العميل للتأكيد على تنفيذ الأمر.

2- أنواع الأوامر

تقسم الأوامر إلى أنواع متعددة يمكن حصرها في أربع مجموعات، أوامر من حيث تحديد السعر من عدمه، أوامر من حيث توقيت السعر. وأوامر من حيث الشرط المقرون بالأمر، إضافة إلى الأوامر من حيث كمية الأوراق المالية المطلوبة بيعها أو شراؤها.¹

2-1- أنواع الأوامر من حيث تحديد السعر من عدمه، وطريقة التحديد

ويمكن تمييز الأنواع الموالية:²

- **الأمر محدد السعر**، وهو أمر لبيع أو شراء عدد محدد من الأسهم بسعر محدد أو أفضل منه.

- **الأمر السوقي**، وهو أمر بدون سعر لتداول السهم فوراً بالسعر الحالي الأفضل المتوفر في السوق. ويصبح أمر السوق أمراً محدد السعر فور حساب السعر، ويقوم النظام تلقائياً بإصدار سعر محدد لأوامر السوق على أساس المعادلة الموضوعية لحماية الأسعار المحددة. ومن مزاياه السرعة وضمان التنفيذ، ومن عيوبه عدم معرفة العميل بالسعر إلا عند إخطاره به. وتندعم هذه العيوب في الأسواق الكبيرة مثل بورصة نيويورك.³

- **الأمر بسعر الفتح أو بسعر الإقفال**، وهو أمر يوكل فيه للسمسار ببيع أوراق مالية معينة أو شرائها بسعر الفتح، وهو السعر الذي تبلغه الورقة المالية المعينة عند افتتاح التعامل في السوق، أو بسعر الإقفال، وهو السعر الذي يتحدد للورقة المعينة في آخر جلسة للتداول، قبيل إقفال السوق.⁴

- **أوامر الإيقاف**، وتسمى أوامر الوقف أو إيقاف الخسارة، ويتطلب التنفيذ تحديد سعر للإيقاف من قبل المستثمر مشابهاً بذلك للأمر المحدد، إلا أن التنفيذ يختلف لأن أمر الإيقاف يتضمن التنفيذ عند سعر معين أو يتعداه صعوداً أو هبوطاً، يختلف بذلك عن الأمر المحدد الذي لا ينفذ إلا عند سعر معين.⁵

ويمكن تمييز نوعين من أوامر الإيقاف هما كما يلي:

¹ - مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سبق ذكره، 1431هـ/2010م، ص: 59-61.

- محمد عدنان بن الضيف، مرجع سبق ذكره، 2008/2007، ص: 81-82.

- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، 1426هـ/2005، ص: 529-538.

² - وليد عبد مولاه، "البنية الجزئية لأسواق الأوراق المالية"، سلسلة أهداف جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد الواحد والتسعون، مارس/آذار 2010، السنة التاسعة، ص: 04.

³ - حسان خضر، مرجع سبق ذكره، تاريخ المطالعة: 2017/06/07.

⁴ - مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سبق ذكره، 1431هـ/2010م، ص: 60.

⁵ - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، 2005، ص: 251.

- أمر الشراء الموقوف، وهو أمر شراء بسعر معين، بحيث يجب أن يكون أعلى سعر من السعر الحالي للسهم، فمثلاً قد يتم إصدار أمر من العميل للسماح بشراء عدد معين من الأسهم بسعر 53 دينار، بالرغم من أن السعر الحالي للسهم 48 دينار.¹
- أمر البيع الموقوف (إيقاف الخسارة)، وهو أمر بيع بسعر معين يجب أن يكون أقل من السعر الحالي للسهم، فمثلاً قد يصدر أمر من المتعامل للسماح ببيع عدد معين من الأسهم بسعر 43 دينار رغم أن السعر الحالي للسهم 48 دينار.²
- الأمر بالبيع أو الشراء بسعر تقريبي، وذلك من خلال قيام المتعامل بتحديد سعر معين للسماح مع تفويضه في البيع أو الشراء بسعر مقارب لذلك السعر، حيث يمكنه البيع بسعر أدنى من ذلك السعر بقليل أو الشراء بسعر أعلى منه بقليل.³

2-2- أنواع الأوامر من حيث توقيت الأمر

تقسم الأوامر حسب توقيت الأمر إلى ما يلي:

- الأمر المؤقت، وهو أمر يكون فيه الزمن هو الفيصل في تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها، وتتراوح مدة الأمر بين يوم، أو أسبوع، أو شهر.⁴ ويظل هذا الأمر قابلاً للتنفيذ إلى نهاية الفترة المحددة (يوم، أسبوع، شهر). أي أن السماسر إذا لم يتمكن من تنفيذ الأمر في الفترة المحددة، فإنه يبطل بنهاية وقت العمل لتلك الفترة. أما إذا ورد الأمر مطلقاً من غير توقيت، فإنه يعتبر أمراً يومياً يبطل بنهاية العمل في اليوم الذي صدر فيه إذا لم يتم تنفيذه.⁵
- الأمر المفتوح المدة، ويقصد به أن الأمر يظل ساري المفعول حتى ينفذ أو يقرر المستثمر إلغائه.⁶ وهناك بعض الأسواق التي تشترط على المستثمر تجديد الأمر المفتوح بعد مضي فترة معينة، ستة أشهر مثلاً. وهذا لأن الأوامر المفتوحة تتعرض لنوعين من المخاطر، هما مخاطر النسيان ومخاطر تغير المعلومات.⁷

2-3- أنواع الأوامر من حيث الشرط المقرون بالأمر

ويمكن تمييز الأنواع الموالية:¹

¹ - فهد الحويمان، المال والاستثمار في الأسواق المالية، فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية، 1427هـ/2006م، ص: 116.

² - المرجع نفسه، ص: 118.

³ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، 1426هـ/2005، ص: 531.

⁴ - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 89.

⁵ - مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سبق ذكره، 1431هـ/2010م، ص: 60.

- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، 1426هـ/2005، ص: 534-535.

⁶ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 129.

⁷ - المرجع نفسه، ص: 130.

- الأمر بالبيع أو الشراء مع اشتراط تنفيذ الأمر فوراً، حيث إن السمسار إذا لم يتمكن من تنفيذه فوراً فإنه يلغى.
- الأمر بالبيع أو الشراء مع اشتراط تنفيذ الأمر كله، وذلك ببيع أو شراء العدد المنصوص عليه من الأوراق المالية، وإذا لم يتمكن السمسار من ذلك فإن الأمر يلغى.
- الأمر بالبيع أو الشراء مع اشتراط تنفيذ الأمر كله أو جزء منه فور تسلمه، وهو الآخر يلغى إذا لم ينفذ.
- الأمر ببيع أو شراء أوراق مالية معينة، ويشترط في هذا الأمر أن يكون السمسار قد اشترى أو باع أوراقاً مالية أخرى وكلّ بشرائها أو بيعها قبل ذلك.
- الأمر المطلق، وهو أمر يمنح فيه المتعامل للسمسار الحرية في بيع أو شراء ما يراه مناسباً من الأوراق المالية، مع تفويضه في اختيار نوع الأوراق، وعددها وسعرها، والوقت المناسب لتنفيذ الأمر، كما قد يفوض إليه تحديد السعر، واختيار وقت تنفيذ الأمر فقط، أو قد يقيد الأمر بمبلغ معين، كأن يفوضه تفويضاً مطلقاً في الشراء ولكن في حدود مبلغ معين (1000 دينار مثلاً).² ويسمى الأمر المطلق، أيضاً، بأمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال، ويقتصر التعامل به على العملاء الذين تتوافر لديهم ثقة كاملة في كفاءة وأمانة السمسار وقدرته على الحكم.³

2-4- أنواع الأوامر من حيث كمية الأوراق المالية المطلوبة بيعها أو شراؤها (التعامل وفق وحدة التداول)

- بموجب هذا الاعتبار، تقسم الأوامر إلى أوامر زوجية (غير الكسرية)، وأوامر فردية (الكسرية).⁴
- الأوامر الزوجية (غير الكسرية)، وهي أوامر بيع أو شراء تتعلق بصفقة وحدة التداول ومضاعفاتها، ويختلف حجم التداول من سوق إلى أخرى. ففي سوق نيويورك - مثلاً - تعادل مائة ورقة مالية ومضاعفاتها.
- الأوامر الفردية (الكسرية)، وهي أوامر بيع أو شراء أوراق مالية يقل حجمها عن وحدة التداول المحددة من قبل إدارة السوق. ففي سوق نيويورك مثلاً، فإن أية تعامل للأوراق المالية بين 1-99 ورقة مالية هو تعامل بأقل من الوحدة، أي هو أمر كسري.
- الأوامر المزدوجة، إذا احتوى الأمر الصادر من العميل إلى السمسار على 235 سهم - مثلاً - ففي هذه الحالة يعمل كما لو كان أمرين؛ أمر غير كسري يتضمن 200 سهم، وأمر كسري يتضمن 35 سهم.⁵

¹ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، 1426هـ/2005، ص: 535-536.

² - مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سبق ذكره، 1431هـ/2010م، ص: 61.

- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، 1426هـ/2005، ص: 537.

³ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 134.

⁴ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، 1426هـ/2005، ص: 536-537.

- أحمد محي الدين أحمد حسن، مرجع سبق ذكره، 1409هـ/1989م، ص: 211.

⁵ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 124.

وتجدر الإشارة إلى أن تكلفة السهم في الكمية الكسرية أعلى من مثيله في الكمية غير الكسرية لسببين هما:¹

- نصيب السهم من العمولة في الكمية الكسرية أعلى من مثيله في الكمية غير الكسرية.
- سعر السهم داخل الكمية الكسرية عادة يضاف إليه نسبة إضافية.

3- تسعير الأوراق المالية الإسلامية

يتحدد سعر الأوراق المالية الإسلامية في السوق من خلال تفاعل قوى العرض والطلب، خاصة وأن المنافسة الشريفة مبدأ من مبادئ السوق في الإسلام.

3-1- تعريف تسعير الأوراق المالية

المعنى الاصطلاحي للتسعير هو "أن يقوم ولي الأمر بتحديد أسعار الحاجيات سواء كانت أعيانا أو منافع، وإجبار أربابها على بيعها بالسعر المحدد".²

ولا تختلف عملية تحديد الأسعار في سوق الأوراق المالية كثيرا عما يحدث في الأسواق العادية، ذلك أن التفاعل الحاصل بين عارضي الأموال والطالبين عليها يحدث تفاعلا بين قوى العرض والطلب وبذلك تتحدد أسعار مختلف الأوراق المالية.³

واعتماد نظام التسعير في سوق الأوراق المالية الإسلامية، على قوى العرض والطلب، في تحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة به، أمر يتفق مع الشريعة الإسلامية، ذلك أن التنافس بين المتعاملين في سوق المال جائز في الإسلام، بل هو مبدأ من مبادئ السوق عامة، وسوق الأوراق المالية الإسلامية على وجه الخصوص.⁴

3-2- طرق تحديد السعر في سوق الأوراق المالية الإسلامية

يمكن تمييز نوعين من التسعير في سوق الأوراق المالية، هما التسعير التقليدي (الدوري) والتسعير المستمر.

3-2-1- التسعير التقليدي (الدوري)

وتتمثل طرق التسعير التقليدي فيما يلي:

¹ - المرجع نفسه، ص: 124.

² - عطية عدلان عطية رمضان، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 261.

³ - محفوظ جبار، سلسلة التعريف بالبورصة - الجزء الثاني: الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002، ص: 114.

⁴ - محمد عدنان بن الضيف، الدور التنموي لتكامل المؤسسات المالية الإسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2016، ص: 259.

- التسعير بالمناداة، تتم عملية بيع وشراء الأوراق المالية شفهيًا، حيث يجتمع ممثلو أوامر العرض وممثلو أوامر الطلب للورقة المالية المخصصة لها الجلسة في مقصورة البورصة وينادون بأقصى أصواتهم عن سعر وحجم العروض والطلبات حتى يتم التوازن. ونظرًا لكثرة المتعاملين داخل البورصة وبسبب الضجيج والفوضى الناجمة عن ذلك، فإن المتعاملين يلجأون إلى استعمال إشارات اليد مع المناداة وذلك بوضع الساعد أفقياً في اتجاه الجسم في حالة الشراء، وعمودياً في حالة البيع. وخصوصية هذه الطريقة أنه يحدد وقت كاف للمناداة على الورقة حتى يتسنى تنفيذ أكبر قدر من الأوامر.¹

- التسعير بالمقارنة، وتسمى أيضا التسعير بالمعارضة أو التسعير بالمقابلة، حيث يقوم المختص بدراسة طلبات البيع والشراء لكل ورقة في دفتر خاص، من خلاله يستطيع معرفة ما يطلب بيعه وشراؤه من الأسهم وحدود الأسعار المعروضة. ويتم اختيار السعر الذي يؤدي إلى تلبية أكبر كمية ممكنة من التداول، وتتم العملية في هذه الحالة آلياً باستخدام الحواسيب. وتتفق هذه الطريقة مع سابقتها في المبدأ، وتختلف عنها في كون أن الأولى تتم بطريقة شفوية بينما تقيد الثانية في دفاتر ثم تقارن وتفرز.²

- التسعير بالصندوق، وهي طريقة تستخدم عندما يكون عدد العمليات الخاصة بالعرض والطلب كبيراً جداً، فيعتمد السماسرة إلى وضع أوامرهم في صندوق خاص، ثم تقوم لجنة البورصة بتحديد الأسعار المعروضة وذلك من خلال حساب معدل تلك العروض والطلبات.³

3-2-2- التسعير المستمر

وهي تقنية تسمح بتنفيذ الأوامر ومتابعة تطورات السوق بشكل سريع، وهي تمكن من تجنب فترة الانتظار لتسعير الأوامر الجديدة. وأغلب الأسواق المالية الحديثة تستعمل هذه التقنية في تحديد أسعار الأوراق المالية. ويلاحظ على هذه الطريقة أنها تستخدم وسائل الإعلام الحديثة والمعلوماتية، حيث يمكن تحديد الأسعار إلكترونياً بعد مقابلة كل الأوامر والطلبات بواسطة برامج متخصصة في ذلك.⁴

وفي سوق الأوراق المالية الإسلامية، يرتبط تسعير الأوراق المالية بقيمة ما تمثله من أصول أو منافع، لأنها سوق تخضع للضوابط الشرعية. لذلك، لا بد من آلية لتقدير القيمة الحقيقية للأوراق المالية

¹ - هند مهداوي، مرجع سبق ذكره، 2008/2007، ص: 41.

² - محمد عدنان بن الضيف، مرجع سبق ذكره، 2016/2015، ص: 260.

³ - مهداوي هند، مرجع سبق ذكره، 2008/2007، ص: 41.

⁴ - علي بوعبد الله، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014/2013، ص: 13.

الإسلامية، وتتضمن هذه الآلية - تقييم الأشياء من الوجهة الشرعية - مفهوم ضوابط استحقاق العائد من خلال ما يلي:¹

- العمل والتنظيم، وتكاليفه الأجر أو العمولة أو نسبة من الربح مع مراعاة سلامة رأس المال قبل تقسيم الربح حسب الاتفاق.

- رأس المال، ويقسم نماؤه من خلال الربح، الغلة، والزيادات الرأسمالية.

- تحمل المخاطرة، هو الأخرى ضابط من ضوابط استحقاق العائد، إذ "الخراج بالضمان" و"الغنم بالغرم". كما يختلف تحديد سعر الورقة المالية الإسلامية باختلاف نوع العقد الذي تتضمنه، وذلك للاعتبارات

المالية:²

- يتطلب تعدد صيغ مضمون الورقة المالية أسسا محاسبية لقياس العائد من كل نوع، إضافة إلى الأسس المحاسبية الإسلامية العامة.

- يتأثر سعر الورقة المالية باختلاف نشاط الشركة المصدرة لها ومدى نمو القطاع الذي تنتمي إليه، الصناعة، الزراعة، السياحة، وبالتالي اختلاف توقيت الربح وتوزيعه.

- قرار تحديد السعر يحدد مدى قدرة البائع والمشتري على الاستفادة مما تنتجه البيئة من فرص وتفايدي التهديدات، ذلك أن السعر العادل يعبر عن القيمة الحقيقية للورقة المالية تبعا لمستوى المخاطر والعائد المتوقع تحقيقه والعائد السائد في السوق.

¹ - عبد الله إبراهيم نزال، كفاءة تسعير الأوراق المالية في السوق المالي الإسلامي، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، بعنوان: الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي، غرداية، 24/23 فيفري 2011، ص ص: 14-15.

² - عبد الله إبراهيم نزال، مرجع سبق ذكره، 24/23 فيفري 2011، ص ص: 17-18.

خلاصة الفصل الأول

تمثل السوق المالية عصب الحياة في كل اقتصاد باعتبارها قناة انتقال الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز، وقد تكون هذه الأموال قصيرة الأجل فيتم تبادلها بواسطة سوق النقد، أو متوسطة وطويلة الأجل والتي يتكفل بها سوق رأس المال.

وقد ارتبط تطور الأسواق المالية بالتقدم الاقتصادي الصناعي الذي شهدته المجتمعات، وظهرت الشركات المساهمة العامة خاصة في الدول التي تتبنى النظام الرأسمالي، كما أن حاجة الحكومات إلى التمويل واتجاهها للتعامل بالسندات وأذونات الخزينة أدى إلى ظهور أسواق الأوراق المالية.

إضافة إلى سوق الرهون العقارية، تعتبر سوق الأوراق المالية جزء مهم من سوق رأس المال، إذ يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بين مختلف قطاعات الاقتصاد المتمثلة في قطاع العائلات، قطاع المؤسسات، الحكومة، والعالم الخارجي، إذ هي وسيلة للوصول إلى الموارد المالية مباشرة على عكس التمويل عن طريق النظام المصرفي.

وتختلف سوق الأوراق المالية بين الاقتصاد التقليدي والاقتصاد الإسلامي، ذلك أنه في ظل هذا الأخير فإن السوق تحكمها مبادئ مستمدة من الشريعة الإسلامية، ومنها منع التعامل بالربا والغرر والنجش. لذا، لا يمكن التعامل بالسندات الربوية في هذه السوق، بينما يجيز التعامل بالأسهم والصكوك الإسلامية التي تنتفي فيها الموانع الشرعية.

ويتم التعامل في أسواق الأوراق المالية الإسلامية من خلال بعض العمليات العاجلة وبعض العمليات الآجلة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

كما يتم الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية وفق ضوابط مستمدة من الشرع الحنيف، وتتمثل هذه الضوابط في الضوابط الإيمانية، الضوابط الأخلاقية، الضوابط الاجتماعية والضوابط الاقتصادية. وثمة مجموعة من الأعضاء المتعاملين في السوق كالوسطاء والتجار والمتخصصين الذين يتعاملون في الأوامر لصالح عملائهم وفق أسعار محددة.