

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
المدرسة العليا للتجارة بالقلعة

رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة  
الدكتوراه في علوم التسيير - تخصص مالية

الموضوع

شروط إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية  
-دراسة تجارب الدول العربية-

تحت إشراف الأستاذ:

ثابت محمد ناصر

المشرف المساعد:

رائد نصري أبو مؤنس

من إعداد الطالبة:

شوهان خديجة

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## الإهداء

إلى أمي وأبي أطال الله عمرهما في طاعته

إلى أختي وأخوي

إلى زوجي العزيز وأبنائي

إلى عائلة زوجي

إلى كل من صاحب فصدق، إلى كل من نصح فأخلص،

إلى من أدركت معهم معاني الوفاء والإخلاص . . . صديقاتي . . .

أهدي ثمرة جهدي هذا

## الشكر

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على نبينا محمد صلى الله عليه وسلم وبعد،

يطيب لي أن أتقدم بخالص الشكر وعظيم الامتنان والتقدير لأستاذي  
الفاضلين الأستاذ محمد ناصر ثابت والأستاذ رائد نصري أبو مؤنس على  
تفضلهما بالإشراف على هذه الأطروحة وعلى ما قدماه من الدعم  
والإرشادات المنهجية والتوجيهات والملاحظات العلمية القيمة التي كان  
لها الأثر الكبير في إخراج هذه الأطروحة.

كما أتقدم بخالص الشكر إلى الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة لتكرمهم  
بقبول مناقشة وامتحان هذه الأطروحة.

وأتوجه بالشكر والعرفان إلى كل أساتذة المدرسة العليا للتجارة وعلى  
رأسهم مدير المدرسة عبد العزيز صبوعة، وكذلك إلى أساتذة وطالبات  
كلية الشريعة بالجامعة الأردنية وأخص بالذكر الأخت حنين مسك.  
كما أشكر كل من له فضل الدعم والمساندة والتشجيع لإكمال هذه

الدراسة.

## فهرس الجداول

رقم الصفحة	البيان	رقم الجدول
37	الفروق الأساسية بين بورصة الأوراق المالية الإسلامية والتقليدية	1-1
123	أوجه التشابه والاختلاف بين صك الاستثمار الإسلامي والسهم	1-3
145	العقود والعمليات الممكنة تكيفها فقهيًا	2-3
232	أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (2003-2014)	1-5
239	تطور نشاط شهادات المشاركة الحكومية "شهادة" خلال الفترة (2000-2012)	2-5
243	تطور نشاط إصدارات صكوك الاستثمار الحكومية "صرح" خلال الفترة (2000-2012)	3-5
250	عدد الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية حسب القطاع لسنة 2015	4-5
263	أداء سوق دبي المالي خلال الفترة (2011-2014)	5-5
279	عدد الشركات المدرجة في سوق دبي المالي حسب القطاع لسنة 2015	6-5
290	أداء بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2014)	7- 5

## فهرس الأشكال

رقم الصفحة	البيان	رقم الشكل
13	مؤسسات السوق المالي التقليدي	1-0
230	الهيكل التنظيمي لسوق الخرطوم للأوراق المالية	1-5
257	الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي	2-5

## قائمة الملحقات

رقم الصفحة	موضوع الملحق	رقم الملحق
319	قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994م.	1-1
322	نشاط السوق الأولية والثانوية للفترة من 2004 إلى 2013.	2-1
323	نماذج من الشهادات والصكوك المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية.	3-1
324	قانون صكوك التمويل لسنة 1995.	4-1
329	نشرة إصدار "صرح".	5-1
331	الميزانية المالية لشركة "سوداتل" لسنة 2008.	6-1
333	عقد التأسيس لسوق دبي المالي.	1-2
335	معيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الأسهم.	2-2
339	قائمة الشركات المتوافقة مع الشريعة لسوق دبي المالي.	3-2
340	معيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك.	4-2
346	إعلان سوق دبي المالي عن توافقه مع الشريعة الإسلامية.	5-2

## فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
I	البسمة
II	الإهداء
III	الشكر
IV	فهرس الجداول والأشكال
V	قائمة الملاحق
VI	فهرس المحتويات
أ-ط	المقدمة العامة
<b>1</b>	<b>الفصل التمهيدي: طبيعة الأسواق المالية وتهيئة المحيط المناسب لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية</b>
<b>2</b>	<b>المبحث الأول: طبيعة الأسواق المالية وأهميتها</b>
2	المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية ونشأتها
2	1- مفهوم الأسواق المالية التقليدية والإسلامية
4	2- نشأة الأسواق المالية وتطورها
6	المطلب الثاني: أهمية الأسواق المالية وتقسيماتها
6	1- أهمية الأسواق المالية
8	2- تقسيمات الأسواق المالية
11	المطلب الثالث: الفرق بين الأسواق المالية التقليدية والإسلامية
11	1- أدوات السوق المالي
12	2- مؤسسات السوق المالي
15	3- السياسات التي تحكم السوق المالي
<b>16</b>	<b>المبحث الثاني: تهيئة المحيط المناسب لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية</b>
16	المطلب الأول: تهيئة المحيط الاقتصادي لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية
16	1- توفر جهاز مصرفي إسلامي مناسب
18	2- توفر عدد مناسب من شركات المساهمة المشروعة
20	3- توفر مؤسسات التأمين التكافلي الإسلامي
21	المطلب الثاني: تهيئة المحيط القانوني لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية
21	1- تهيئة البنية التحتية القانونية لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية
23	2- القوانين المنشئة لبورصة أوراق مالية إسلامية
24	المطلب الثالث: تهيئة المحيط الاجتماعي لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية
24	1- نضج الوعي العقدي والثقافي الإسلامي واقتناع الرأي العام
25	2- توافر الكفاءات الوظيفية المناسبة
25	3- تطوير المناهج التعليمية المتعلقة بالأسواق المالية الإسلامية

26	خلاصة الفصل التمهيدي
28	الفصل الأول: ماهية بورصة الأوراق المالية الإسلامية وآلية عملها
29	المبحث الأول: ماهية بورصة الأوراق المالية الإسلامية وأوجه الاختلاف بينها وبين التقليدية
29	المطلب الأول: مفهوم بورصة الأوراق المالية التقليدية والإسلامية
29	1- تعريف بورصة الأوراق المالية التقليدية وموقف الشريعة منها
32	2- تعريف بورصة الأوراق المالية الإسلامية
32	3- مبادئ بورصة الأوراق المالية الإسلامية
33	4- تاريخ فكرة إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية
34	المطلب الثاني: أوجه الإختلاف بين بورصة الأوراق المالية الإسلامية والتقليدية
34	1- الاختلاف من حيث المنهج والنظام الاقتصادي
34	2- الاختلاف من حيث الأهداف
35	3- الاختلاف من حيث المتعاملين فيها
35	4- الاختلاف من حيث الأوراق المالية المتداولة فيها
35	5- الاختلاف من حيث أساليب التعامل
36	6- الاختلاف من حيث الرقابة
36	7- الاختلاف من حيث المقومات
36	8- الاختلاف من حيث حركة السوق
37	المطلب الثالث: التصنيف الوظيفي والتنظيمي لبورصة الأوراق المالية الإسلامية
38	1- السوق الأولية (Primary Market)
38	2- السوق الثانوية (Secondary Market)
41	المبحث الثاني: أهمية بورصة الأوراق المالية الإسلامية ودوافع إنشائها
41	المطلب الأول: وظائف بورصة أوراق مالية إسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية
41	1- وظائف بورصة الأوراق المالية الإسلامية
43	2- دور بورصة الأوراق المالية الإسلامية في تنمية الاقتصاد الإسلامي
47	المطلب الثاني: الدوافع الاقتصادية والاجتماعية لإنشاء بورصة الأوراق المالية الإسلامية
47	1- الدوافع الاقتصادية لإنشاء بورصة الأوراق المالية الإسلامية
55	2- الدوافع الاجتماعية لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية
57	المطلب الثالث: الدوافع السياسية والدينية لإنشاء بورصة الأوراق المالية الإسلامية
57	1- الدوافع السياسية لإنشاء بورصة الأوراق المالية الإسلامية
58	2- الدوافع الدينية لإنشاء بورصة الأوراق المالية الإسلامية
59	المبحث الثالث: آلية عمل بورصة الأوراق المالية الإسلامية وشروط كفاءتها
59	المطلب الأول: آلية عمل بورصة الأوراق المالية الإسلامية
59	1- آلية إدراج وشطب الأوراق المالية في بورصة أوراق مالية إسلامية

60	2- آلية تداول الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية الإسلامية
63	3- آليات التسعير في بورصة الأوراق المالية الإسلامية
65	المطلب الثاني: مؤشرات بورصة الأوراق المالية الإسلامية ومتطلبات كفاءتها
65	1- تعريف المؤشرات وأهميتها
66	2- أهمية المؤشرات في بورصة الأوراق المالية الإسلامية
67	3- كفاءة بورصة الأوراق المالية الإسلامية
70	المطلب الثالث: الأركان الرئيسية لبورصة الأوراق المالية الإسلامية
70	1- إدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية
71	2- الوسطاء في عمليات بورصة الأوراق المالية الإسلامية
71	3- الجهات المصدرة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية
71	4- الأدوات والأوراق المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية
71	5- المتعاملون في بورصة الأوراق المالية الإسلامية
71	6- الهيئات المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية
72	<b>خلاصة الفصل الأول</b>
74	<b>الفصل الثاني: الشروط المتعلقة بإدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية والهيئات المشرفة عليها</b>
75	<b>المبحث الأول: نماذج إدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية والشروط المتعلقة بها</b>
75	المطلب الأول: التنظيم الإداري لبورصة الأوراق المالية الإسلامية
75	1- أشكال إدارة بورصة الأوراق المالية
76	2- النموذج الإداري الملائم لبورصة الأوراق المالية الإسلامية
77	3- وظائف المؤسسة المديرة لبورصة الأوراق المالية الإسلامية
77	4- الهيكل الإداري لبورصة الأوراق المالية الإسلامية
80	5- عضوية بورصة الأوراق المالية الإسلامية
80	المطلب الثاني: الشروط الشرعية لإدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية
81	1- شرط الالتزام بالضوابط والمبادئ التشريعية الإسلامية في التنظيمات الإدارية ومراعاة المصالح المرسله
81	2- شرط الالتزام بالتحقق من خلو التعاملات في البورصة من مفسدات العقود الشرعية
82	3- شرط الالتزام بتوثيق كافة التعاملات وتوفيرها لمن يحتاجها أو يرغب بها وبما يكفل ضمان الحقوق
82	4- شرط الالتزام بأن تكون بورصة الأوراق المالية الإسلامية محققة لأهداف ومقاصد الاقتصاد الإسلامي
82	المطلب الثالث: الشروط المهنية والفنية لإدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية
82	1- الشروط المهنية لإدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية
84	2- الشروط الفنية لإدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية
89	<b>المبحث الثاني: هيئة الرقابة الشرعية المركزية والشروط المتعلقة بها</b>
89	المطلب الأول: ماهية هيئة الرقابة الشرعية المركزية وأهميتها
90	1- ماهية هيئة الرقابة الشرعية المركزية

93	2- أهمية هيئة الرقابة الشرعية المركزية
94	المطلب الثاني: مهام هيئة الرقابة الشرعية المركزية
96	المطلب الثالث: الشروط المتعلقة بهيئة الرقابة الشرعية المركزية
96	1- الشروط الواجب توافرها في عضو هيئة الرقابة الشرعية
97	2- الشروط الواجب توافرها في هيكل هيئة الرقابة الشرعية المركزية كجهاز
<b>106</b>	<b>المبحث الثالث: هيئة الرقابة القانونية المشرفة على البورصة الإسلامية والشروط المتعلقة بها</b>
106	المطلب الأول: التعريف بهيئة الرقابة القانونية المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية
106	1- مفهوم الرقابة القانونية
107	2- تعريف هيئة الرقابة القانونية المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية
108	المطلب الثاني: دور هيئة الرقابة القانونية المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية ومهامها
108	1- دور هيئة الرقابة القانونية المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية
109	2- مهام هيئة الرقابة القانونية المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية
110	المطلب الثالث: الشروط المتعلقة بهيئة الرقابة القانونية المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية
110	1- الشروط المهنية المتعلقة بهيئة الرقابة القانونية المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية
111	2- الشروط الفنية المتعلقة بهيئة الرقابة القانونية المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية
<b>113</b>	<b>خاتمة الفصل</b>
<b>115</b>	<b>الفصل الثالث: أدوات بورصة الأوراق المالية الإسلامية وشروط التعامل بها</b>
<b>116</b>	<b>المبحث الأول: الأوراق المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية</b>
116	المطلب الأول: مفهوم الأسهم وأنواعها
117	1- أنواع الأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية
11	2- قيمة الأسهم
119	3- دور الأسهم المشروعة في إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية
119	4- آليات إصدار وتداول الأسهم في بورصة الأوراق المالية الإسلامية
120	المطلب الثاني: صكوك الاستثمار الإسلامية وأنواعها
121	1- مفهوم التصكيك وصكوك الاستثمار الإسلامية
122	2- خصائص صكوك الاستثمار الإسلامية
123	3- الفرق بين السهم وصك الاستثمار الإسلامي
123	4- أنواع صكوك الاستثمار الإسلامية
132	5- آلية إصدار وتداول صكوك الاستثمار الإسلامية
135	6- تحويل الصك إلى سهم
135	المطلب الثالث: الأوراق المالية التقليدية غير المشروعة وإمكانية تكييفها فقها
135	1- تصنيف الأسهم حسب إمكانية تكييفها فقها
137	2- السندات وحكمها الشرعي

<b>138</b>	<b>المبحث الثاني: العقود والمضاربة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية</b>
138	المطلب الأول: العقود والمشتقات المالية غير المشروعة وإمكانية الإفادة منها في إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية
138	1- عمليات الشراء بالهامش (Trading on the Margin)
139	2- البيع على المكشوف أو البيع القصير (Short Sale)
140	3- العمليات الآجلة والتكليف الفقهي لها
145	4- العقود على المؤشرات المالية
146	المطلب الثاني: العقود الممكن تداولها في بورصة الأوراق المالية الإسلامية
146	1- العقود الفورية (Spot Transaction)
146	2- اجتهادات لابتكار العقود أو المشتقات الآجلة الإسلامية
149	3- تطبيقات عملية لعقود الشراء بالعربون
150	4- المعايير الموحدة للمشتقات المالية الإسلامية
151	المطلب الثالث: المضاربة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية
151	1- مفهوم المضاربة في البورصة وحكمها الشرعي
152	2- شروط المضاربة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية
153	3- أهمية المضاربة المشروعة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية
<b>154</b>	<b>المبحث الثالث: الشروط الخاصة بأدوات بورصة الأوراق المالية الإسلامية</b>
154	المطلب الأول: الشروط الشرعية العامة الواجب تحققها في أدوات بورصة الأوراق المالية الإسلامية
154	1- الشروط الشرعية العامة لإصدار الأدوات المالية الإسلامية
157	2- الشروط الشرعية العامة لتداول الأوراق المالية الإسلامية
159	المطلب الثاني: الشروط الشرعية الخاصة بإصدار وتداول الأسهم والصكوك الإسلامية
159	1- الشروط الشرعية لإصدار وتداول الأسهم
161	2- الشروط الشرعية الخاصة بإصدار وتداول صكوك الاستثمار الإسلامية
164	المطلب الثالث: الشروط المهنية والفنية الخاصة بأدوات بورصة الأوراق المالية الإسلامية
164	1- الشروط المهنية والفنية العامة لإصدار وتداول أدوات بورصة الأوراق المالية الإسلامية
164	2- الشروط المهنية والفنية لإصدار وتداول الأسهم
166	3- الشروط المهنية والفنية لإصدار وتداول صكوك الاستثمار الإسلامية
<b>170</b>	<b>خلاصة الفصل الثالث</b>
<b>172</b>	<b>الفصل الرابع: الأطراف المتدخلة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية والشروط المتعلقة بهم</b>
<b>172</b>	<b>المبحث الأول: الجهات المصدرة للأوراق المالية الإسلامية والشروط المتعلقة بها</b>
173	المطلب الأول: التعريف بالجهات المصدرة وأهميتها في بورصة الأوراق المالية الإسلامية
173	1- تعريف شركة المساهمة وتكييفها الفقهي
174	2- خصائص شركة المساهمة
175	3- دوافع إدراج الشركات لأسهمها في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

175	4- الاككتاب في شركات المساهمة
176	المطلب الثاني: الشروط الشرعية للشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية
176	1- الشروط المتعلقة بالنشاط الأساسي للشركة
177	2- الشروط المتعلقة بعقد الشركة
177	3- شرط خلو التعاملات من الربا أو الاستثمار في مجالات أو شركات غير متوافقة مع الشريعة
178	4- الشروط الخاصة بنتائج الشركة (الأرباح والخسائر)
179	5- الخلو من الغش
179	6- الخلو من التدليس
179	7- عدم اختلال الشروط الشرعية طوال فترة الإدراج
180	المطلب الثالث: الشروط المهنية والفنية للشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية
180	1- الشروط المهنية للشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية
183	2- الشروط الفنية للشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية
<b>184</b>	<b>المبحث الثاني: الوسطاء في بورصة الأوراق المالية الإسلامية والشروط المتعلقة بهم</b>
185	المطلب الأول: تعريف وسطاء عمليات بورصة الأوراق المالية الإسلامية وأنواعهم
185	1- مفهوم الوساطة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية
185	2- تعريف الوسطاء في بورصة الأوراق المالية الإسلامية
186	3- أصناف الوسطاء في عمليات البورصة
188	المطلب الثاني: وظائف الوسطاء وعلاقتهم مع المتعاملين في بورصة الأوراق المالية الإسلامية
188	1- وظائف الوسطاء في بورصة الأوراق المالية الإسلامية
190	2- تنظيم علاقة الوسطاء بالمتعاملين في البورصة
192	3- دور الوساطة في تسيير البورصة
193	المطلب الثالث: الشروط الشرعية للوسطاء في بورصة الأوراق المالية الإسلامية
193	1- الشروط الشرعية للوسطاء في بورصة الأوراق المالية الإسلامية
197	2- الشروط المهنية للوسطاء في بورصة الأوراق المالية الإسلامية
198	3- الشروط الفنية للوسطاء في بورصة الأوراق المالية الإسلامية
<b>220</b>	<b>المبحث الثالث: المستثمرون في بورصة الأوراق المالية الإسلامية والشروط المتعلقة بهم</b>
202	المطلب الأول: التعريف بالمستثمرين في بورصة الأوراق المالية الإسلامية وتصنيفاتهم
202	1- تعريف المستثمر في بورصة الأوراق المالية الإسلامية
202	2- آلية تداول المستثمر للأوراق المالية في البورصة الإسلامية
203	3- أنواع المستثمرين في البورصة
206	المطلب الثاني: الشروط الشرعية المتعلقة بالمستثمرين في بورصة الأوراق المالية الإسلامية
206	1- شرط اكتمال الأهلية
207	2- شرط التحلي بالسلوك الراشد

207	3- شرط الابتعاد عن المخالفات الشرعية في التداول
209	4- شرط المحافظة على الأموال من الهلاك والضياع
210	5- شرط الصدق في التعامل وتقديم البيانات
208	6- شرط البيان وعدم الكتمان
210	7- شرط الأمانة في التعامل
211	8- شرط الوفاء بالعهود والعقود
211	9- شرط التحلي بالمسؤولية
216	المطلب الثالث: الشروط المهنية والفنية المتعلقة بالمستثمرين في بورصة الأوراق المالية الإسلامية
216	1- الشروط المهنية المتعلقة بالمستثمرين في بورصة الأوراق المالية الإسلامية
218	2- الشروط الفنية المتعلقة بالمستثمرين في بورصة الأوراق المالية الإسلامية
221	<b>خلاصة الفصل الرابع</b>
223	<b>الفصل الخامس: تقييم تجارب إنشاء بورصات أوراق مالية إسلامية وإمكانية الإفادة منها في الجزائر</b>
224	<b>المبحث الأول: تجربة سوق الخرطوم للأوراق المالية بالسودان</b>
224	المطلب الأول: نبذة عن النظام المصرفي السوداني وسوق الخرطوم للأوراق المالية وأدائها
224	1- مراحل تحول العمل المصرفي في السودان إلى المصرفية الإسلامية
226	2- إنشاء البنات التحتية للنظام المصرفي الإسلامي السوداني
227	3- نشأة وتطور سوق الخرطوم للأوراق المالية
229	4- أقسام سوق الخرطوم للأوراق المالية
230	5- الهيكل التنظيمي لسوق الخرطوم للأوراق المالية
230	6- أهداف سوق الخرطوم للأوراق المالية
231	7- نظام التداول المتبع في سوق الخرطوم للأوراق المالية
231	8- عضوية سوق الخرطوم للأوراق المالية
232	9- أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية
233	المطلب الثاني: أدوات سوق الخرطوم للأوراق المالية
233	1- أسهم شركات المساهمة العامة
234	2- شهادات المشاركة والصكوك
241	3- صكوك صناديق الاستثمار
244	4- الصكوك الاجتماعية
245	المطلب الثالث: تقييم تجربة سوق الخرطوم للأوراق المالية
245	1- تقييم الشروط المتعلقة بأدوات سوق الخرطوم للأوراق المالية
247	2- تقييم الشروط المتعلقة بإدارة سوق الخرطوم للأوراق المالية
249	3- تقييم الشروط المتعلقة بالجهات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية
252	4- تقييم الشروط المتعلقة بالوسطاء في سوق الخرطوم للأوراق المالية
253	5- تقييم الشروط المتعلقة بالمستثمرين في سوق الخرطوم للأوراق المالية

253	6- تقييم الشروط المتعلقة بمبيعات الرقابة والإشراف على سوق الخرطوم
<b>255</b>	<b>المبحث الثاني: تجربة سوق دبي المالي بالإمارات العربية المتحدة</b>
255	المطلب الأول: نبذة عن سوق دبي المالي وأدائه
256	1- التعريف بسوق دبي المالي
256	2- الهيكل التنظيمي العام لسوق دبي المالي
258	3- مهام ووظائف سوق دبي المالي
259	4- مراحل تطور سوق دبي المالي
261	5- أنظمة سوق دبي المالي
263	6- أداء سوق دبي المالي
263	المطلب الثاني: أدوات سوق دبي المالي وتقييم شروطها
264	1- الأسهم المتوافقة مع الشريعة في سوق دبي المالي
267	2- الصكوك الإسلامية في سوق دبي المالي
272	3- السندات
273	4- صناديق الاستثمار
273	5- العقود في سوق دبي المالي
275	المطلب الثالث: تقييم تجربة سوق دبي المالي
275	1- تقييم الشروط المتعلقة بإدارة سوق دبي المالي
276	2- تقييم الشروط المتعلقة بمبيعات الرقابة والإشراف على سوق دبي المالي
278	3- الشروط المتعلقة بالجهات المدرجة لأوراقها المالية في سوق دبي المالي
282	4- الشروط المتعلقة بالوسطاء في سوق دبي المالي
283	5- الشروط المتعلقة بالمستثمرين في سوق دبي المالي
<b>285</b>	<b>المبحث الثالث: إمكانية إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية في الجزائر</b>
285	المطلب الأول: مدى جاهزية المحيط المالي والقانوني الجزائري لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية
285	1- نظرة عامة عن الجهاز المصرفي الجزائري
286	2- المؤسسات المالية المساعدة
287	3- المحيط القانوني الجزائري
288	المطلب الثاني: عموميات حول بورصة الجزائر وأدائها
288	1- نشأة بورصة الجزائر
289	2- الأدوات المالية المتداولة في بورصة الجزائر
290	3- أداء بورصة الجزائر
291	المطلب الثالث: سيناريوهات إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية في الجزائر
291	1- إنشاء نافذة إسلامية في بورصة الجزائر
292	2- تحويل بورصة الأوراق المالية التقليدية إلى إسلامية كبديل عن الإنشاء
292	3- إنشاء بورصة إسلامية منفصلة عن بورصة الجزائر الحالية

294	خلاصة الفصل الخامس
296	الخاتمة العامة
304	قائمة المصادر والمراجع
319	الملاحق
347	الملخص

## المقدمة العامة

## أولاً: تمهيد

يشهد العالم اليوم تطورات جذرية ومتسارعة في المجال الإقتصادي عموماً والأسواق المالية بصفة خاصة، أدت إلى تغييرات جذرية ذات أثر واضح على مختلف دول العالم، من أبرزها ظهور الصناعة المصرفية الإسلامية والنمو الملحوظ الذي شهدته المصارف الإسلامية في العديد من الدول الإسلامية وغير الإسلامية. ولقد تم إنشاء العديد من المصارف وشركات الاستثمار الإسلامية، وأقيمت مؤسسات وشركات مساهمة تمارس أنشطتها وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية أي بعيداً عن التعاملات الربوية المتمثلة في أخذ ومنح الفائدة.

ومع اتساع دائرة المؤسسات المالية الإسلامية ثار كثير من الجدل حول إنشاء وتطوير سوق مالي إسلامي، وأضحى هذا الموضوع يحتل مكاناً بارزاً في جدول أعمال المؤتمرات والملتقيات الإقليمية والدولية التي تعقد للبحث في المواضيع المالية، وبات ذلك هدفاً يتعين على الخبراء العمل على تحقيقه.

وفي الوقت الذي يشكل فيه السوق المالي أساساً لتحريك عجلة التنمية الاقتصادية، إن واقع هذا السوق اليوم، يفرض على العالم ضرورة إصلاحه وتحويله إلى سوق مالي إسلامي من خلال إنشاء بورصة أوراق مالية معتمدة على قيم ومبادئ الاقتصاد الإسلامي. ولطالما اعتبرت بورصة الأوراق المالية مرآة للاقتصاد الوطني والعالمي، ومؤشراً هاماً على نشاط السوق، وأداة فعالة للمدخرين والمستثمرين، إلا أنها انخرقت في كثير من الأحيان عن الدور الذي أنشأت من أجله، لما أصبحت تحويه من صفقات وهمية مبتكرة من الهندسة المالية التقليدية، وتسببت هذه الأخيرة في أزمات مالية عالمية عدة سرعان ما تحولت إلى أزمات اقتصادية، فأحدثت انهيارات وتداعيات وتراكمات، عرفت بدايتها ولم يتم التعرف على نهايتها. كل هذا يدعو إلى إعادة النظر في طبيعة النظام المالي العالمي وإصلاحه بما يجنب العالم أزمات أخرى مقبلة، ولا يتم ذلك إلا من خلال تبني أسس جديدة لنظام مالي علمي جديد يضمن حماية أموال الأمة من الضياع والاقتصاد من الانهيار.

وما صمود المصارف الإسلامية خلال هذه الأزمات إلا دليل واضح على نجاعة النظم المالية الإسلامية، وإن نجاح المسلمين في إيجاد صيغة بديلة للمؤسسة المصرفية قبل أربعة عقود من الزمن، يحث على مزيد من الاجتهاد لإيجاد صيغة إسلامية بديلة تعتمد عليها السوق المالي اليوم. وسوف يصب اهتمام هذا البحث على إيجاد هذه الصيغة المتعلقة بسوق أو بورصة الأوراق المالية التي تعتبر جزءاً رئيسياً من السوق المالي.

وكما نجحت العديد من الدول الإسلامية في إنشاء و/أو تحويل مصارفها التقليدية إلى مصارف إسلامية، تحاول هذه الدول جعل هذه المصارف تعمل في ظل سوق مالي إسلامي والذي يستند أساساً على بورصة أوراق مالية إسلامية كفوءة تجمع بين ما هو متوافق مع الشريعة الإسلامية وبين الكفاءة المهنية، وهذا يتطلب تأسيس شروط تبني عليها هذه البورصة.

## ثانياً: إشكالية البحث

من خلال ما سبق تتلخص مشكلة الدراسة في عدم وضوح الرؤية التي تعنى بالتعرف إلى الشروط الواجب توافرها لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية، وهذا سواء كان في إطارها النظري المتمثل في التعرف على أهم الشروط الشرعية والمهنية والفنية، وإطارها العملي المتمثل في التعرف على أهم العوامل والمتغيرات التي يمكن أن تؤثر على إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية. و على هذا الأساس، فإن السؤال الرئيسي الذي يحاول البحث الإجابة عليه يمكن صياغته على النحو الموالي:

**ما هي شروط إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية؟ وما مدى تحقق هذه الشروط في تجارب الدول العربية؟**

وتتفرع من هذا السؤال المركزي مجموعة أسئلة منها :

- 1- ما الفرق بين بورصة الأوراق المالية الإسلامية ونظيرتها التقليدية، وما الأسباب التي تدعو إلى إنشائها؟
- 2- هل يجب تهيئة محيط معين لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية؟
- 3- كيف تتحقق الشروط الشرعية اللازمة لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية عمليا؟ وفيما يجب أن تتحقق؟
- 4- كيف كانت تجارب الدول العربية في إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية؟
- 5- ما مدى إمكانية إنشاء بورصة أوراق مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية في الجزائر؟

### ثالثا: فرضيات البحث

تقوم الدراسة على الفرضيات الجزئية التالية:

- 1- تستمد بورصة الأوراق المالية الإسلامية مفهومها من بورصة الأوراق المالية التقليدية ولكن تختلف معها في المبادئ، وإن من أهم الأسباب التي تؤدي إلى إنشائها هي إيجاد بديل إسلامي لبورصة الأوراق المالية التقليدية يجعل النظام المالي الإسلامي أكثر استقلالية عن النظام التقليدي، ومحققا للمصادقية الشرعية، ويساهم في تحقيق التنمية المستدامة للدول الإسلامية.
- 2- تعتبر تهيئة كل من المحيط الاقتصادي والقانوني والاجتماعي ضرورية قبل اتخاذ قرار إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية.
- 3- تتحقق الشروط الشرعية اللازمة لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية بتحقيق الشروط المهنية والفنية لكل ركن من أركان هذه البورصة وبما يراعي خصوصية كل ركن.
- 4- تمكنت بعض تجارب الدول العربية من تحقيق جميع شروط إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية، وتعتبر دولتي السودان والإمارات العربية المتحدة من أوائل الدول التي قامت بإنشاء مثل هذه البورصة.
- 5- المحيط الجزائري غير مهياً لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية، ويتطلب ذلك إجراءات عديدة.

### رابعا: أهداف البحث

بناء على ما تقدم، فإن هذا البحث يسعى إلى تحقيق جملة من الأهداف أهمها:

- 1- إبراز أهمية إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية لتحقيق تنمية اقتصادية واجتماعية بعيدة عن الأزمات.
- 2- محاولة تصميم إطار نظري وتصور عملي لبورصة الأوراق المالية الإسلامية المراد إنشاؤها، وهذا من خلال:
  - عرض الأدوات المالية الإسلامية الممكن تداولها في بورصة الأوراق المالية الإسلامية المنشودة وأنواع العقود والمعاملات التي يمكن أن تجرى فيها، مع الإشارة إلى تلك الموجودة في بورصة الأوراق المالية التقليدية ويمكن تكييفها فقها للاستفادة منها في البورصة الإسلامية.
  - بيان أهم الشروط الواجب تحققها في مختلف الأطراف الرئيسية المكونة لبورصة أوراق مالية إسلامية.
  - ربط الشروط الشرعية لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية بالشروط المهنية والفنية الضرورية لتحقيقها.
- 3- دراسة تجارب الدول التي تحاول إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية وتقييم مدى التزامها بالشروط المحددة في البحث.
- 4- البحث في أسباب تأخر الجزائر في تبني المالية الإسلامية، ومدى جاهزية المحيط الإقتصادي والقانوني لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية في الجزائر.

5- تأمل الباحثة أن تسد هذه الدراسة فجوة علمية وعملية في المجال المالي الإسلامي الذي يعاني من نقص كبير في مجالات البحث العلمي - خاصة التطبيقي - في بلد لا يزال نظامه الاقتصادي والمالي برمته، حتى تاريخه، يعمل وفق المفاهيم التقليدية، على الرغم من إقرار الجزائر للإسلام ديناً وشرعاً للمجتمع.

### خامساً: أسباب اختيار موضوع البحث

إن من أهم الأسباب التي دفعتنا إلى اختيار موضوع البحث الذي بين أيدينا والمعنون بـ " شروط إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية"، يمكن ذكر الآتي:

- انحراف بورصة الأوراق المالية التقليدية عن تحقيق وظيفتها الإيجابية في الاقتصاد، وتسببها في حدوث العديد من الأزمات المالية التي شهدتها العالم في الماضي القريب وخاصة الأزمة المالية العالمية الأخيرة (أزمة سبتمبر 2008)، والتي جعلت العالم يعيد النظر في معاملاته المالية ويبحث عن البديل في المعاملات المالية الإسلامية.
- التصدي لموضوع مهم لم يأخذ حقه من الدراسة نظراً لندرة البحوث التي تسعى إلى إبراز إمكانية إنشاء بورصة أوراق مالية خالية من المعاملات المحرمة، وتحديد الشروط الواجب توافرها لنجاحها، فهو من الموضوعات الحديثة نسبياً في الفكر التمويلي الإسلامي.
- ركود بورصة الجزائر رغم كل الجهود المبذولة من طرف الدولة والدراسات التي تسعى للنهوض بها، ولعل أسلمة هذه البورصة كفيل بانتعاشها. وذلك من خلال جذب الأموال السائلة للمحجمين عن الاستثمار في بورصة الأوراق المالية التقليدية لحزمة أغلب المعاملات فيها.
- يعتبر موضوع هذا البحث دراسة تحليلية للتعمق في مجال تخصص الباحثة.

### سادساً: أهمية البحث

يستمد البحث أهميته من عدة نواحي هي:

- رغم النجاح الذي حققته المصارف الإسلامية إلا أنها بحاجة إلى وجود بورصة أوراق مالية إسلامية، حيث تعاني أغلب المصارف الإسلامية من مشكلة ضالة حجم استثماراتها متوسطة وطويلة الأجل، وتركيزها على الاستثمار قصير الأجل، مما أدى بها إلى التقصير في تحقيق الأهداف التنموية التي أسست من أجلها، ومن أسباب ذلك عدم حيوية السوق المالية الإسلامية نظراً لعدم تواجد سوق ثانوية للأدوات المالية الإسلامية، وعليه فإن توفر هذه السوق يساعدها في عملية طرح وامتصاص السيولة المطلوبة وقت الحاجة. ويأتي هذا البحث ليساعد على إيجاد الشق الثاني من السوق المالية الإسلامية من خلال تحديد الشروط الأساسية لإنشاء سوق للتداول الإسلامي المنظم.
- تكتسب هذه الدراسة أهميتها لما تتميز به نظم المالية الإسلامية من أهمية على مستوى العالم ككل، خاصة مع تنامي ظاهرة إنشاء المصارف الإسلامية، وتحول البنوك التقليدية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.
- إن بورصة الأوراق المالية الإسلامية تحتاجها المجتمعات الإسلامية للتخلص من التبعية الأجنبية، وخاصة بعد أن انتشرت متطلبات هذه البورصة في معظم الدول الإسلامية، فعلى هذه الدول معرفة أحكامها، ومتطلباتها، وكيفية إنشائها.
- إن هذا الموضوع البحثي تكثر حاجة الاقتصاد الإسلامي إليه، ويمكن أن يشكل هذا البحث أساساً لأية جهود مستقبلية للتوسع في دراسة هذا الموضوع، ولا سيما أنها من الدراسات التي لم تبحث على المستوى المحلي بهذه الصفة، في حدود علم الباحثة. فهو يعتبر البحث الوحيد الذي حدد بدقة الشروط المهنية والفنية الضرورية لتحقيق الشروط الشرعية اللازمة لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية، فأغلب البحوث تركز على الشروط الشرعية دون ربطها بالشروط المهنية والفنية.

## سابعاً: حدود البحث

انحصرت الدراسة في إمكانية إنشاء البورصة الإسلامية التي يكون محل التعامل فيها هو الأوراق المالية، دون أنواع البورصات الأخرى التي يكون محل التعامل فيها العملات وأسعار الفائدة والسلع كالنفط والقمح والقطن وغيرها، فضلاً عن أنها لم تشمل إمكانية جعل السوق المالي ككل إسلامي، على اعتبار أن البورصة هي جزء من السوق المالي، وليست البورصة هي السوق المالي.

كما اقتصرته هذه الدراسة على البحث التفصيلي في الشروط المهنية والفنية لإنشاء بورصة أوراق مالية وفق معايير وشروط شرعية، دون الخوض في تفاصيل الشروط القانونية والاقتصادية لأنها ذات خصوصية لكل دولة، ولقد تمت الإشارة إليها بشكل عام في الفصل التمهيدي.

أما بالنسبة للدراسة التطبيقية فاقترحت على دولتي السودان والإمارات العربية المتحدة (إمارة دبي) على اعتبار أنهما الدولتان العربيتان الوحيدتان اللتان تحاولان إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية، أما الدول الأخرى التي خاضت نفس التجربة هي دول غير عربية وذات مذاهب فقهية مختلفة كماليزيا، إيران وباكستان.

## ثامناً: الدراسات السابقة

في حدود علم الباحثة أنه لا توجد دراسات أكاديمية مباشرة تناولت موضوع شروط إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية، لكن هناك دراسات سابقة تناولت مواضيع ذات علاقة به، والتي نذكر منها:

- دراسة القرة داغي (1990) بعنوان: "التطبيقات الشرعية لإقامة السوق المالية الإسلامية"<sup>1</sup>: هدفت هذه الدراسة إلى استعراض التطبيقات الشرعية لإقامة سوق المال الإسلامية، حيث تناولت الدراسة العناصر الأساسية المكونة لسوق الأوراق المالية بعد ترتيب النواحي الإدارية والفنية فيها، وعرضت آليات السوق وأهم أدواتها من الأسهم والسندات وبدائلهما الإسلامية من خلال ما يحل من الأسهم وما يمكن أن يكون بديلاً على السندات مثل صكوك المضاربة وصكوك المشاركة ونحوهما من العقود التي يمكن أن تصاغ منها الصكوك، ووجهة نظر الشريعة في هذه العقود. كما تطرقت الدراسة إلى كيفية الاستفادة العملية من العقود حيث أن البورصة لا تقتصر الآن على التعامل بالأسهم والسندات، وإنما تتعامل أيضاً عن طريق مجموعة من العقود النمطية. كما عرضت الدراسة البدائل الشرعية عن السندات ألا وهي الصكوك واستعرضت الأنواع المختلفة منها وخصائص كل نوع، وأهم ما يميزها عن السندات التقليدية، ورأي الفقهاء المسلمين في أدوات وعمليات البورصة بالاستناد إلى قرارات مجمع الفقه الإسلامي، وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- في نطاق الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية، أكد الباحث على أن الأصل فيها الإباحة إلا إذا كانت طبيعة الأسهم مخالفة للشرع أو أن محلها ونشاطها محرم، وفي نطاق السندات فيما أنها تقوم في أساسها على القرض بفائدة فإنها محرمة.

- لا مانع شرعاً من وجود ضمانات للصكوك لكنها ليست من المضارب أو الشريك أو نحوها وإنما من جهة ثالثة كالدولة أو مؤسسة النقد.

- رسالة ماجستير لـ محمد علي الجبالي (1991) بعنوان "الأسواق المالية في الإسلام"<sup>2</sup>: تناولت هذه الرسالة إمكانية إقامة سوق مالي إسلامي معاصر، يوفر الإطار الشرعي الملائم للمؤسسات الإسلامية القائمة حالياً والمنتشرة في جميع أنحاء العالم الإسلامي. حيث قام الباحث بتعريف بورصة الأوراق المالية ووظائفها والاستثمار بها من منظور إسلامي. حيث خلص إلى أن الاستثمار في

<sup>1</sup> القرة داغي، بحث في الاقتصاد الإسلامي، دار البشائر الإسلامية، بيروت، 2009.

<sup>2</sup> محمد علي الجبالي، "الأسواق المالية في الإسلام"، رسالة ماجستير في الاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 1991.

الإسلام مرتبط بأحكام الشريعة، بأهدافه وضوابطه، وأن معاملات الأسواق المالية تندرج تحت العقود، وأنه لا حصر لأنواعها في الإسلام، حيث ترك للمسلمين الحرية في التعاقد وحسب شروطهم ما لم تشتمل هذه العقود على محرم. كما بحث في تقنيات التعامل داخل الأسواق المالية، وخص تقنية التعامل داخل سوق عمان المالي، ووضح أنه لا تعارض في هذه التقنيات وأعمال اللجان والوسطاء، وأوامر البورصة للشريعة، ما دامت الأسهم والسندات متفقة أصلاً مع الشرع، والأعمال القائمة على الوكالة.

كما تعرض إلى رأي الفقه في إصدار وتداول الأدوات المالية في البورصة بأنواعها المختلفة، ورأي الفقه في الشركات الحديثة وسنداها، وتوصل إلى عدم جواز الأسهم الممتازة ماعدا حق الإكتتاب في الإصدارات الجديدة من هذه الأسهم، وعدم إصدار أسهم التمتع، وحصص التأسيس والسندات بأنواعها، ماعدا سندات القرض، والتي صدرت في الأردن، وعدم جواز العمليات الآجلة في الأسواق المالية حيث لا ضرورة اقتصادية لمستثمر أن يجري عمليات آجلة.

وفي ختام بحثه اقترح تصوراً لسوق مالي إسلامي معاصر، بأدواته وضوابطه الإسلامية، وهيكلة التنظيمي، حيث اقترح الباحث الصور البديلة لما يتعارض مع الشريعة الإسلامية، وعرض المهام المتوقعة لهذه السوق، في حالة إقامتها، بضوابط إسلامية، بالإضافة إلى المشاكل التي تواجه قيام هذه السوق. إلا أنه خلص إلى أن السوق المالي الإسلامي المقترح لا يمكن قيامه بقرار، وإنما يجب توفير متطلبات مثلة بالمؤسسات والتشريعات لزيادة فاعلية هذه السوق، وبين الباحث أن غياب السوق المالي الإسلامي لا يعود إلى قلة الموارد المالية الباحثة عن الإستثمار في العالم الإسلامي بقدر ما يعود إلى قلة الأدوات الإسلامية، وهناك عوامل أخرى منها سياسية وقانونية، لم يتطرق الباحث لها واكتفى بالأمور الاقتصادية والشرعية.

وعليه فإن هذه الدراسة لم تتناول الجوانب الفنية والمعايير التي تجعل من بورصة الأوراق المالية منضبطة مع أحكام الشريعة، ولم تفصل في كيفية إدارة هذه البورصة من الناحية العملية. كما أن الدراسة تمت في عام 1991م، وقد استجدت أمور كثيرة في الأسواق المالية بعد هذا التاريخ.

**– دراسة سمير عبد الحميد رضوان (1996) بعنوان "أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية ودراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية":**<sup>3</sup> تناولت الدراسة دور أسواق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية، موضحة مفهوم السوق والبورصة وأنواعها، ومعايير الكفاءة فيها، والقوانين التي تحكمها، وأشارت الدراسة إلى أنواع البيوع التي تجري في البورصة وموقف الفقه الإسلامي منها، بيد أنها لم تتوسع في ذلك بل طرحته في فصل واحد فقط، ولكنها قد توسعت في تحليلها للسوق في الاقتصاد الرأسمالي، وربطت ذلك بالتنمية الاقتصادية، ولم تتطرق إلى تحديد شروط لإقامة سوق أوراق مالية إسلامية، لذلك ما قدمته الدراسة هو تفصيل ما يجري في البورصة من عمليات ومعاملات، وتحليلها من منظور إسلامي، وتحديد إطار لسوق أوراق مالية إسلامية، وهو ما اقترحت الدراسة في جملة التوصيات والمقترحات، ولكن هذه الدراسة تبقى في إطار الدراسة النظرية التقليدية لتجربة سوق الأوراق المالية الإسلامية، ولا تبرز وجه الاختلاف بين نظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية والتطبيق التجريبي لتلك النظرية.

**– دراسة محمد صبري هارون (1999) بعنوان "أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات)":**<sup>4</sup> تناولت دراسة هارون الأسواق المالية المعاصرة من منظور إسلامي، ببيان مفهومها ونشأتها وأنواعها وخواصها ومبرراتها وأهميتها للإقتصاد الوطني وللأفراد والمؤسسات، ودورها في التنمية الاقتصادية من منظور إسلامي، وعن دور المصارف الإسلامية في تأسيس سوق مالية إسلامية، مع ذكر تجربة البنك الإسلامي للتنمية، والبحرين في مجال شركات الأوراق المالية الإسلامية، وتجربة دار المال الإسلامي.

<sup>3</sup> سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية: دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، الطبعة الأولى، 1996.

<sup>4</sup> محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية: الأسهم والسندات-ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي، دار النفائس، عمان، 2009.

ركز الباحث في دراسته على الضوابط الشرعية التي يجب أن تنضبط بها الأسواق المالية، ومنها ضوابط عامة، وأخرى في مجال التداول، وهي كثيرة وقد ذكرها جميعاً، وضوابط التعامل بالأسهم والسندات، وما يتعلق بها من ضوابط الإستثمار، والربح والتعامل بالأسهم، وتناول رقابة الدولة للأسواق المالية. وتعرض الباحث لأنواع البورصات، وللأدوات المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية (الأسهم والسندات) وما يتعلق بها من أحكام بشيء من التفصيل، مثل: ما يتعلق بها من حيث العقود المستحدثة، من العمليات العاجلة بأنواعها، والعمليات الآجلة بأنواعها، مع التركيز في الحكم عليها على أغراض المتعاملين بها، وأثر النية في صحة العقود، ثم عن حكم زكاة الأسهم والسندات وما يتعلق بها.

وفي نهاية الدراسة، تناول الباحث الأدوات المالية الإسلامية بأنواعها، وسبل وإمكانات تطويرها، وفي الخاتمة توصل إلى عدة نتائج، كلها عبارة عن ملخص للأحكام الفقهية التي احتوتها الدراسة.

– رسالة دكتوراه للباحث إقبال خورشيد (2005) بعنوان " سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم الوضعية":<sup>5</sup> حيث تناولت دراسة مستفيضة حول الأسواق المالية بأنواعها المختلفة وبمبائلها التنظيمية المتنوعة موضحاً ماهية وأهمية بورصة الأوراق المالية، ونظرة الشريعة الإسلامية إلى تلك الأسواق المالية، والعمليات التي تجري فيها. وقد استعرضت الدراسة الجهود الرامية إلى تطوير الأسواق المالية الإسلامية، إلا أن هناك إشارات فقط إلى البديل الإسلامي لبورصة الأوراق المالية التقليدية.

– دراسة أشرف محمد دوابة (2006) بعنوان "نحو سوق مالية إسلامية": تناولت هذه الدراسة معظم القضايا الشرعية المتعلقة بالأسواق المالية، مثل: مؤشرات البورصة، التوريد، وبعض الأدوات المالية التقليدية كصكوك التمويل، وصكوك الإستثمار، ووثائق الإستثمار، ثم تناول بعضاً من الأساليب غير الأخلاقية في أسواق رأس المال مثل البيع الصوري، واتفاقيات التلاعب بالأسعار، والاحتكار، والمقامرة والربا. واختتمت الدراسة بموضوع سوق رأس المال الإسلامية بين النظرية والتطبيق، متعرضة لمقوماتها ومعوقاتهما، وآفاق التعاون والتكامل الإقتصادي العربي والإسلامي المشترك.

كما سعت الدراسة إلى التأكيد على أهمية إنشاء وتطوير سوق مالية إسلامية موحدة، تحقق التكامل المالي بين الدول الإسلامية، وتعمل على تشجيع حركة انتقال رؤوس الأموال بين هذه الدول، بالإضافة إلى استعادة الأموال الإسلامية المستثمرة في الخارج، وتدعيم التجارة بين الدول الإسلامية، وتوفير مصادر التمويل اللازمة للمشروعات الإنتاجية.

– أطروحة دكتوراه لأحمد أسعد أحمد المسعودي (2009) بعنوان "متطلبات إنشاء سوق مالية إسلامية في ليبيا –دراسة ميدانية-":<sup>6</sup> سعت الدراسة إلى تحديد المتطلبات الاقتصادية والتشريعية والاجتماعية في الاقتصاد الليبي لإنشاء سوق مالية إسلامية في ليبيا، فقد استطلع الباحث الجهات التي لها علاقة بموضوع الدراسة عن طريق استبانة بحثية خاصة وضعت لهذا الغرض. وتوصل الباحث إلى أن المتطلبات المحددة متوافرة كلها بدرجة تسمح بإنشاء سوق مالية إسلامية في ليبيا. ومن هنا فقد أوصت الدراسة بالمبادرة لإنشاء السوق، وهذا ما يستوجب سن القوانين، والتشريعات، واللوائح المالية التي تتعلق بتأسيسه، والاستهداء بتجارب الدول العربية والإسلامية في هذا المجال، والتعرف على كيفية التغلب على أية عوائق قد تواجهها في هذا الشأن. لم تتناول الدراسة المتطلبات الفنية والمهنية فضلاً عن الشرعية منها لإنشاء سوق مالية إسلامية.

<sup>5</sup> إقبال خورشيد، سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم الوضعية، مكتبة الرشد، الطبعة الأولى، الرياض 2006.

<sup>6</sup> أحمد المسعودي، "متطلبات إنشاء سوق مالية إسلامية في ليبيا: دراسة ميدانية"، أطروحة دكتوراه في التمويل والمصارف، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، كانون أول، 2009.

- رسالة دكتوراه للباحث محمد وجيه حنيني (2009) بعنوان "تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية - دراسة تطبيقية -": هدفت الدراسة إلى تكوين رؤية محددة المعالم تُعنى بمشكلة إمكانية تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، والتعرف إلى متطلبات ومعوقات هذا التحويل، والأبعاد والملازمات الاقتصادية والشرعية والقانونية المحيطة به، والتأكد من مدى قدرة الهندسة المالية الإسلامية في إيجاد البدائل وابتكار الحلول لمشكلات السيولة وتكاليف الإنتاج، وإدارة المخاطر التي تعالجها الهندسة المالية التقليدية، ثم اختبار واقع العاملين في بورصة عمان، أي شركات الوساطة المالية وعملاؤهم، والتعرف إلى مدى إمكانية تحويل بورصة عمان للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، ولهذا الغاية تم افتراض عوامل ومتغيرات مستقلة، وصياغة فرضيات، وتصميم أداة قياس (استبانة) لاختبار صحة الفرضيات من عدمها.

وقد توصلت الدراسة إلى تكوين رؤية شاملة ومتكاملة حول إمكانية تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية في إطارها النظري، وتم تصميم أدوات إسلامية خاصة تفي بأعراض المستثمرين والمتحويين لإدارة السيولة وتخفيض تكاليف الإنتاج وإدارة المخاطر دون مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية، الأمر الذي ينعكس إيجاباً على الكفاءة الاقتصادية، ومن خلال جداول المقارنة المتعددة وتحليلها نظرياً، تبين أن عمليات التداول الإسلامية تؤثر إيجاباً على عنصر استقرار الأسعار وهو ما تعاني منه أسواق رأس المال المحلية والإقليمية والعالمية، والذي ينتج عن عمليات التداول التقليدية.

ومن نتائج التحليل الإحصائي لمجتمع الدراسة في إطارها التطبيقي، تم التأكد من إمكانية تحويل بورصة عمان للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية بنتيجة مفادها تأثير كافة العوامل والمتغيرات إيجاباً على إمكانية التحويل، مع وجود الرغبة في ذلك وتوقع تحقيق المزيد من الأرباح من قبل عملاء الاستثمار وشركات الوساطة المالية العاملة في الأردن، والتي تشكل الهيئة العامة لبورصة عمان ومجلس إدارتها.

وأوصى الباحث بضرورة قيام صناع القرار والمتطوعين إلى وجود سوق مالية إسلامية بالاهتمام بالعوامل والمتغيرات التي تؤثر إيجاباً في إمكانية التحويل، ومحاولة إيجاد قنوات إدخارية غير تقليدية من شأنها أن تنعكس إيجاباً على الكفاءة الاقتصادية. لقد قام الباحث بالتركيز على المتطلبات القانونية والاقتصادية والشرعية دون التركيز على المتطلبات والشروط المهنية والفنية، ونذكر على سبيل المثال عدم التطرق إلى الضوابط التي تحكم تعاملات الوسطاء والتي ينبغي أن يلتزموا بها بعد تحويل البورصة إلى إسلامية.

#### - تمييز الدراسة عن الدراسات السابقة:

- بالرغم من أهمية الدراسات السابقة وتناولها للعديد من القضايا المرتبطة بالسوق المالية الإسلامية، إلا أن أغلبها يبنى على تقديم الأحكام الفقهية لما هو موجود في هذه السوق من أدوات، إلا أن هذه الدراسة تتميز عنها بما يلي :
- تعد هذه الدراسة من أول الدراسات التي تناولت موضوع شروط إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية بالتفصيل، وبالتحديد بين الشروط الفنية والمهنية والشرعية.
- قامت هذه الدراسة بوضع تصور شامل لماهية بورصة الأوراق المالية الإسلامية، آلية عملها، ولأطراف التي تأسسها.
- شملت هذه الدراسة تحديد الشروط المتعلقة بكافة أركان بورصة الأوراق المالية لجعلها منضبطة مع أحكام الشريعة الإسلامية، في حين نجد أغلب الدراسات تركز على الشروط المتعلقة بالأدوات المالية فقط، أو تلك المتعلقة بعموم السوق.
- تعد هذه الدراسة أول الدراسات التي حاولت تقييم تجربة دولتي السودان والإمارات العربية المتحدة في إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية من خلال إسقاط الشروط المحددة في البحث عليها.

## تاسعا: منهج البحث

إن طبيعة البحث في إيجاد شروط وقواعد مبنية على أسس شرعية من جهة، وأسس مالية واقتصادية من جهة أخرى يتطلب اتباع المنهج الوصفي التحليلي مع الأسلوب المقارن بين بورصة الأوراق المالية التقليدية والإسلامية، بالإضافة إلى المنهج التطبيقي من خلال دراسة تجربة دولتي السودان والإمارات العربية المتحدة في إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية ومدى تحقق الشروط المحددة في البحث فيهما.

كما يعتمد هذا البحث على أسلوبين متكاملين هما:

أ- **الدراسة المكتبية:** تتمثل الدراسة المكتبية في مراجعة البحوث والدراسات، والمراجع العلمية، ومختلف الرسائل الجامعية العربية والأجنبية، الخاصة بالمالية، والاقتصاد، والشريعة الإسلامية، والمرتبطة بموضوع بورصة الأوراق المالية، إضافة إلى بعض تقارير الهيئات الدولية والحكومية المهتمة بالأسواق المالية وعلى رأسها هيئة معايير المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية وقرارات مجمع الفقه الإسلامي. وكذا اغتنام فرص إجراء اتصالات على هامش بعض اللقاءات العلمية، مع أساتذة وباحثين في ميادين مرتبطة بالمعايير الشرعية للصناعة المالية الإسلامية.

ب- **الدراسة الميدانية:** لقد تم من خلال الدراسة الميدانية الحصول على البيانات الأولية للبحث؛ والقيام بدراسة تحليلية ونقدية عن طريق المقارنة بين ما تم تحديده في الجزء النظري من شروط مع ما هو موجود في الواقع العملي في كل من سوق الخرطوم للأوراق المالية وسوق دبي المالي.

## عاشرا: محتويات البحث

بغية الإجابة على إشكالية البحث وتحقيق الانسجام في هيكلة البحث، وبناء متن متكامل من خلال الإحاطة بمختلف جوانبه، تم تقسيم البحث كالتالي :

- المقدمة العامة تمكن من التعريف بإشكالية البحث، وأهدافه، وأهميته، والفرضيات التي يقوم عليها، والأسلوب المتبع لإنجاز البحث، وبعض حدوده، بالإضافة إلى الدراسات السابقة في مجال البحث.

- الفصل التمهيدي يتناول طبيعة الأسواق المالية والشروط الواجب توفرها لتهيئة المحيط الاقتصادي والقانوني لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية، وذلك من خلال مبحثين يبين الأول منهما طبيعة الأسواق المالية، أهميتها، نشأتها، والركائز الأساسية التي تنبني عليها مع الإشارة إلى ما ينقص السوق المالي الإسلامي من مؤسسات وسياسات مقارنة بنظيره التقليدي، والمبحث الثاني يبين الشروط القانونية والاقتصادية والاجتماعية الواجب توفرها لتهيئة المحيط المناسب لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية.

- الفصل الأول يتناول ماهية بورصة الأوراق المالية الإسلامية وآلية عملها، حيث تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، يعرض الأول منها ماهية بورصة الأوراق المالية الإسلامية وأوجه الاختلاف بينها وبين التقليدية، أما الثاني فيبرز وظائف بورصة الأوراق المالية الإسلامية المنشودة ودوافع إنشائها، وفي المبحث الثالث يتم التطرق إلى آلية عمل بورصة الأوراق المالية الإسلامية وشروط كفاءتها.

- الفصل الثاني تم من خلاله تحديد الشروط المتعلقة بإدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية المنشودة والهيئات المشرفة عليها، بدء بإدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية على حدى، ثم هيئة الرقابة الشرعية المركزية، والتي اقترحنا أن تتولى مهام الإشراف الشرعي على جميع المؤسسات والأسواق المالية الإسلامية، والشروط المتعلقة بها على حدى، لينتهي الفصل بالتعريف بهيئة الرقابة القانونية المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية من الناحية التنظيمية والمهنية، وتحديد الشروط الخاصة بها.

- الفصل الثالث حاولنا من خلاله عرض الأدوات التي يمكن التعامل بها في بورصة الأوراق المالية الإسلامية، من خلال التطرق أولاً إلى الأوراق المالية الممكن تداولها في بورصة أوراق مالية إسلامية، ثم نوعية العقود التي يمكن أن تتم من خلالها عمليات التداول

ثانياً، مع الإشارة إلى الأدوات المالية التقليدية التي يمكن تكييفها فقها للاستفادة في البورصة الإسلامية، وفي الأخير الشروط المتعلقة بمختلف الأدوات المذكورة سابقاً وفق تصنيف شرعي ومهني وفني.

- الفصل الرابع يعرض مختلف الأطراف المتدخلة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية والشروط المتعلقة بهم، ولقد تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، يتناول المبحث الأول الجهات المصدرة للأوراق المالية الإسلامية والشروط المتعلقة بها، أما المبحث الثاني فيعرف بالوسطاء في بورصة الأوراق المالية الإسلامية والشروط المتعلقة بهم، وفي المبحث الثالث يتم التعرف على أنواع المتداولين في البورصة الإسلامية والشروط التي يجب أن يلتزموا بها، مصنفة كذلك إلى شروط شرعية ومهنية وفنية.

- الفصل الخامس هو عبارة عن دراسة تطبيقية لتجربة إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية في كل من دولتي السودان والإمارات العربية المتحدة وإمكانية الاستفادة منها في الجزائر، حيث حاولنا في البداية التعريف بسوق الخرطوم للأوراق المالية بالسودان وتقييمه من خلال مدى توافق الشروط التي يقوم على أساسها هذا السوق مع الشروط المحددة في البحث، ثم عرضنا سوق دبي المالي وتقييم الشروط المتعلقة بأركانه الأساسية كذلك، وفي الأخير حاولنا تسليط الضوء على الجزائر وإمكانية إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية فيها من خلال تبيان مدى جاهزيتها من الناحية القانونية.

- أما الخاتمة العامة، فقد تضمنت ملخصاً عاماً عن الموضوع بصفة عامة، ثم أتبعناه بذكر أهم النتائج المتوصل إليها، وبناء عليها تم التقدم بجملة من التوصيات العامة والخاصة، التي من خلالها يمكن إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية، لنخلص في آخر المطاف إلى اقتراح جملة مواضيع يمكن أن توسع آفاق البحث مستقبلاً.

## الفصل التمهيدي:

طبيعة الأسواق المالية وتهيئة المحيط المناسب لإنشاء  
بورصة أوراق مالية إسلامية

## الفصل التمهيدي: طبيعة الأسواق المالية وتهيئة المحيط المناسب لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية

تعتمد قدرة المجتمع في تحقيق التنمية الاقتصادية وتحسين رفاهية جميع أفرادها على التنظيم الذي يمكن من خلاله تحقيق الاستغلال الأمثل لتلك الموارد المتاحة. ومنذ الأزل والمجتمع مكون من فئتين من الأفراد، الفئة التي تملك فائضا في مواردها الاقتصادية الآنية، والفئة التي يقل ما لديها عن حاجتها الآنية، وقد تكون تلك الحاجة استهلاكية، كما قد تكون لأغراض الاستثمار. ولذلك سعى الإنسان منذ القدم إلى إيجاد وسيلة فعالة لانتقال الموارد بين هاتين الفئتين، إدراكا منه أن هذا سيؤدي إلى تحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة. ولقد سعى الإنسان لتحقيق ذلك إلى إيجاد طريقة مثلى تمكن من نقل الفوائض المالية من الفئة التي تمتلكها إلى الفئات المحتاجة إليها بطريقة منظمة تمكنه من استغلال الموارد المتاحة استغلالا أمثالا، ولم تكن المجتمعات الإسلامية بمنى عن هذا السعي، فلقد كان أهل مكة قبل الإسلام يتبعون أساليب وتنظيمات محكمة لتجميع المدخرات ونقل الفوائض المالية لتوجيهها نحو النشاط الاقتصادي الرئيسي وهو التجارة الدولية التي تمثلت في القوافل المسافرة (منها رحلتي الشتاء والصيف) إلى دول شتى. ومن هنا جاءت فكرة الوساطة بين الفئتين من خلال إنشاء أسواق مالية تتدفق فيها الأموال من الجهات التي لديها فائض في الموارد المالية إلى الجهات التي تعاني من عجز في هذه الموارد مقابل توفير عائد معقول، وتعمل بذلك على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات.

ومن خلال هذا الفصل التمهيدي سيتم التعرف على طبيعة هذه الأسواق والتفرقة فيما بين الأسواق المالية التقليدية التي نشأت في المجتمع الغربي غير المسلم والأسواق المالية الإسلامية التي نشأت في المجتمع الشرقي المسلم، بالإضافة إلى تسليط الضوء على الشروط الواجب تحققها لتهيئة محيط مناسب لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية والتي تعتبر المحرك الرئيسي للسوق المالي الإسلامي.

ولقد تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين كالتالي:

- المبحث الأول: طبيعة الأسواق المالية وأهميتها.
- المبحث الثاني: تهيئة المحيط المناسب لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية.

## المبحث الأول: طبيعة الأسواق المالية وأهميتها

برزت ضرورة إنشاء أسواق مالية عندما ظهرت الحاجة إلى نقل الأموال من الأطراف التي يتوفر لديها فائض من الأموال (مدخرات) إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال. وقد وجدت الأسواق المالية في الأساس لتشبع رغبات وحاجات المتعاملين، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمتهما المعاملات الاقتصادية بين البشر والمؤسسات. إلا أن بداية نشأتها التي كانت في المجتمع الغربي جعلتها مبنية على أسس أغلبها غير متوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، ولذلك سنحاول في هذا المبحث التعرف على مفهوم هذه الأسواق المالية وتاريخ نشأتها، من خلال مطلبين، يخصص المطلب الأول لتعريف السوق المالي بمفهومه التقليدي والإسلامي، ليتم عرض مراحل نشأة هذين السوقين في المطلب الثاني.

### المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية ونشأتها

يُعتبر السوق المالي أحد أهم أسواق النشاط الاقتصادي التي تتدفق فيها الأموال من الجهات التي لديها فائض في الموارد المالية إلى الجهات التي تعاني من عجز في هذه الموارد مقابل توفير عائد معقول. وبما أن طبيعة السوق المالي بمفهومه التقليدي تختلف عنه بمفهومه الإسلامي رغم أنهما ينبعان من نفس الفكرة، ولكن يختلفان في الأدوات وآلية التطبيق، سيتم في هذا المطلب التمييز بين مفهوم السوق المالي التقليدي ونظيره الإسلامي مع الإشارة إلى نشأة كل من السوقين على حدى وهذا من خلال العناصر التالية.

#### 1- مفهوم الأسواق المالية التقليدية والإسلامية

سيتم في هذا العنصر تعريف السوق المالي بمفهومه التقليدي أولاً ثم تعريف السوق المالي بمفهومه الإسلامي، وذلك من خلال العناصر التالية.

**1-1- تعريف السوق المالي التقليدي:** تتعدد تعريفات السوق المالي وتختلف فيما بينها، من حيث مفهومه الضيق ومفهومه الواسع، فكثير من الباحثين يحدد السوق المالي في مفهوم سوق أو بورصة الأوراق المالية، في حين أن السوق المالي أوسع من ذلك، ولتوضيح هذا تم التركيز على التعاريف التي توضح المفهوم الواسع لهذا السوق، وفيما يلي عرض لبعض هذه التعاريف:

- يعرف السوق المالي على أنه "تلك الآلية الائتمانية التي يمكن من خلالها حشد وتجميع وتوجيه وتوزيع إدارات الشركات والحكومات والأفراد إلى مختلف أوجه الاستعمال الإنتاجية وغير الإنتاجية"<sup>7</sup>.

- ويعرف على أنه "الجهاز أو المجال الذي يتم من خلاله الاتصال بين الوحدات ذات الفائض وبين الوحدات ذات العجز"<sup>8</sup>.

- كما يعرف على أنه يشمل مجموع التدفقات المالية في المجتمع سواء كان لآجال قصيرة أو متوسطة أو طويلة، بين أفراد ومؤسسات وقطاعات بعضهم البعض، وبين المجتمعات الأخرى. أي ما يتم من معاملات بصرف النظر عن إتمام المعاملات في مكان محدد كما هو الحال في أسواق السلع المختلفة.<sup>9</sup>

- أنه "مجموعة القنوات التي تتدفق من خلالها الأموال من الأفراد، والهيئات، والمؤسسات، وكافة قطاعات المجتمع إلى مثيلاتها في شكل تيار نقدي أو مالي مستمر"<sup>10</sup>.

<sup>7</sup> مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، الجزء الأول، ص: 16.

<sup>8</sup> أحمد أبو الفتوح الناقية، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1998، ص: 16.

<sup>9</sup> إسماعيل محمد، تطوير سوق مالي إسلامي: بحوث مختارة من المؤتمر العام الأول للبنوك الإسلامية المنعقد بتركيا في الفترة من 14-17 أكتوبر 1986، الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، القاهرة، الطبعة الأولى، 1987، ص: 43.

<sup>10</sup> ميمر عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية: دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، للمعهد العلمي للفكر الإسلامي، القاهرة، الطبعة الأولى، 1996، ص:

- أنه "المجال الذي يتم من خلاله إصدار أدوات معينة، للحصول على الأموال اللازمة للمشروعات الإنتاجية وغيرها، وتداول هذه الأدوات".<sup>11</sup>

كما يمكن تعريف السوق المالي من حيث كونه هياكل مؤسسية وهو بذلك يعني "مجموعة من المؤسسات المالية المتخصصة التي تعمل كقنوات ينساب من خلالها فائض الوحدات الاقتصادية إلى ذوي الحاجة إليه من المنتجين، عن طريق الوسطاء الماليين وفقا لسياسة معينة وخلال فترة زمنية محددة، بحيث يتحدد دور هذه المؤسسات في الوساطة بين جانبي عرض رؤوس الأموال والطلب عليها، وتعمل هذه المؤسسات إلى جانب المؤسسات المنظمة للسوق لتشكلاان معا الهيكل المؤسسي للسوق المالية. وعلى هذا فإن السوق المالية تتشكل من ثلاثة قطاعات وهي: قطاع المستثمرين، قطاع المنتجين وقطاع الوسطاء الماليين".<sup>12</sup>

ومن هذه التعاريف يمكن إبراز بعض الجوانب التي تم التركيز عليها وأخرى تم إغفالها في أغلب هذه التعاريف، فالأولى تتمثل في كون السوق المالي يتركز على أربعة عناصر رئيسية هي: المال الذي يعد موضوع التبادل، الأدوات التي يتم من خلالها تبادل هذا المال، والمستفيدين من التبادل وهم أصحاب الفائض والعجز المالي، والهدف من التبادل وهو تمويل مختلف المشاريع الاستهلاكية أو الاستثمارية. أما الجانب الذي تم إغفاله هو تبيان المؤسسات القائمة على تحقيق هذا التبادل والمكونة لهذا السوق، والمؤسسات الوسيطة التي تجمع بين رغبات طالبي رؤوس الأموال وعارضيتها، والتي تم الإشارة إليها في آخر التعاريف فقط.

ومن الملاحظ أنه ومع كثرة التعاريف للسوق المالي بمفهومه التقليدي نجدتها تغفل عنصر أساسي وهو عدم مراعاة مشروعية الوسيلة أو الأدوات التي يتم من خلالها نقل الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز.

وعليه يمكن وضع تعريف للسوق المالي التقليدي يشمل كل هذه الجوانب، وهو أنه: المجال الذي يتم من خلاله توجيه الفائض المالي لجهات معينة من المجتمع إلى الجهات الطالبة له، وفق آليات منظمة تشرف عليها هيئات معينة ومؤسسات مالية وسيطة، دون مراعاة لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية فيها، بغية تمويل مختلف المشاريع الاقتصادية.

**1-2- تعريف السوق المالي الإسلامي:** إن السوق المالي الإسلامي يستمد مفهومه من نفس مفهوم السوق المالي التقليدي، حيث نجد أن أغلب العلماء والباحثين يعتمدون في تعريفهم للسوق المالي الإسلامي على المفاهيم العامة للسوق المالي الإصطلاحي الوضعي ويضعونها في إطار شرعي إسلامي، وفيما يلي أهم هذه التعاريف:

- يذكر "حمد الكساسبة" أن مفهوم السوق المالي الإسلامي ينصرف إلى الدلالة على التعامل بالتمويل المتوسط والطويل الأجل، وذلك عن طريق تجميع المدخرات واستثمارها حسب قواعد الشريعة الإسلامية المجيدة.<sup>13</sup>

- ويرى الباحث "محمد ولد عالي" أن السوق المالي الإسلامي هو "كل وعاء يجمع مدخرات المسلمين ويستجلبها حسب وسائل التمويل الإسلامية، كما يستثمرها حسب وسائل الاستثمار الإسلامي. ويضيف في موضع آخر، أنه "سوق تقوم على الالتزام الشرعي في كل عناصر السوق من بضاعة وحقوق للمتعامين وأساليب إجراء الصفقات والمعاملات دون التقيد بوجود مكان معين".<sup>14</sup>

- ويرى "كمال حطاب" أن للسوق المالي معنيان، معنى واسع يضم مجموع التدفقات المالية في المجتمع بكافة آجالها القصيرة والمتوسطة والطويلة الأجل بين أفراد المجتمع ومؤسساته وقطاعاته، ومعنى ضيق ينحصر في سوق أو بورصة الأوراق المالية. وفي ضوء

<sup>11</sup> مبارك بن سليمان آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز إشبيلية، السعودية، 2005، ص: 39.

<sup>12</sup> محمد بن علي العقلا، "الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون، جامعة أم القرى، مكة، 2007، ص: 3-4.

<sup>13</sup> حمد الكساسبة، الأسواق المالية في الاقتصاد الإسلامي: ماهية السوق الإسلامية المالية لرأس المال وإمكانية تطويرها، ندوة التنمية من منظور إسلامي

المنعقدة في 9-12/07/1991، مؤسسة آل البيت، الأردن، 1991، ص: 72.

<sup>14</sup> محمد الأمين ولد عالي، التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية، دار ابن حزم، لبنان، 2011، ص: 471.

هذا المعنى الواسع فإن السوق المالية لا تنحصر في مكان محدد، وإنما في معاملات محددة، ومن هنا فإن مصطلح السوق المالي الإسلامي يمكن أن يتضمن المعاملات المالية المنضبطة بالضوابط الشرعية.<sup>15</sup>

- ويعرفه "بشر موفق" على أنه "ذلك الإطار أو المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتوافقة والشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز ثم اقتنائها وتداولها عبر قنوات إيصال فعالة بين أصحاب الفائض بصورة منظمة ومراقبة من طرف الهيئة الشرعية للسوق وذلك من أجل تمييز الأموال في إطار شرعي".<sup>16</sup>

ومع اعتبار أن السوق المالي الإسلامي نابع من نفس فكرة السوق المالي التقليدي، إلا أنهما سوقان "يتشابهان في المظهر ويختلفان في الجوهر"، ويسعيان إلى تأدية نفس الوظيفة ولكن يختلفان في الطريقة أو الآلية. ولتقدم تعريف للسوق المالي الإسلامي سيتم التركيز على نفس الجوانب الأربعة التي تم مراعاتها عند تعريف السوق المالي التقليدي، مع إضافة جانبين آخرين، الجانب الخامس والذي يعتبر الأهم في تعريف هذا السوق، وهو الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية في تأدية الوظيفة المنوطة بهذا السوق سواء من ناحية الآلية أو الأدوات أو المشاريع. أما الجانب السادس فيتمثل في الأخلاق الإسلامية التي يجب أن تغطي على المتعاملين في هذا السوق، وهذا انطلاقاً من الأساس الذي يقوم عليه النظام المالي والاقتصادي الإسلامي ذو منظومة الأخلاق والقيم والمثل، المتمثلة في الصدق والأمانة، والشفافية والبيئة، والتيسير والتعاون، والتسامح والتضامن، وغيرها من الضمانات التي تحقق الأمن والاستقرار لكافة المتعاملين. وعليه يمكن تعريف السوق المالي الإسلامي على أنه: الإطار القانوني المنظم للسوق التي يتم فيه توجيه أو انتقال الأموال من الفئات ذوي فوائض مالية إلى الفئات ذوي الحاجة إلى الأموال. يتولى إدارته والإشراف عليه هيئة لها نظامها الخاص، تحكمه لوائح وقوانين وأعراف وأخلاق، يتعامل فيها الراغبون في الاستثمار بوسائل وأدوات إسلامية مشروعة، وبما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد والنظام المالي الإسلامي.

## 2- نشأة الأسواق المالية وتطورها

إن الأسواق المالية التقليدية نشأت وتطورت في الدول الغربية، وهذا ما يفسر كونها غير ملتزمة بأحكام الشريعة الإسلامية، إلا أن هذا لا يعني أنه لم يكن هناك أسواق مالية عند المسلمين، لذا تم الفصل في هذه النقطة بين نشأة هذه الأسواق عند الغرب ونشأتها عند المسلمين.

**2-1- نشأة الأسواق المالية في الدول الغربية:** وجدت الأسواق في المجتمعات البشرية منذ القدم، وكان الناس يتبادلون فيها السلع عن طريق المقايضة، ثم عن طريق المبادلة بالنقود. وكان تبادل السلع يتم عن طريق الاتصال والاتقاء المباشر، وبعد تطور وسائل الاتصال أصبح التبادل يتم بوساطتها دون الالتقاء، إلى أن أصبح يتم بشكل غير مباشر عن طريق الوكلاء والوسطاء. وبناء على ذلك تطور مفهوم السوق، فلم يعد يقتصر على مكان معين.<sup>17</sup>

ونتيجة لازدياد حجم التبادل التجاري، ظهرت الأسواق المتخصصة، كأسواق السلع المعمرة، وأسواق الذهب والنقد. ونظراً لتعددية النقد ولدت مهنة الصرافة، وكان ذلك في عام 527 قبل الميلاد، حيث انتشرت هذه المهنة وتطورت خلال الفترة الهلينية في اليونان وبعد ذلك في الإمبراطورية الرومانية.<sup>18</sup> وفي السنوات الأولى بعد الميلاد سكنت هذه المهنة لفترة من الزمن دامت 550 سنة ماعداً في المناطق العربية، إلى أن عادت للظهور في شمال إيطاليا، عندما قرر المشرعون الرومانيون سن قوانين وتشريعات عدة

<sup>15</sup> كمال خطاب، "نحو سوق مالية إسلامية"، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، السعودية، 2005، ص: 2.

<sup>16</sup> موفق، بشر، تعريف سوق الأوراق المالية، منتديات موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي، تاريخ الإطلاع: 2012/05/12، الموقع الإلكتروني:

[www.iefpedia.com/vb/showthread.php?t=20](http://www.iefpedia.com/vb/showthread.php?t=20)

<sup>17</sup> مبارك بن سليمان آل سليمان، مرجع سابق، ص: 53.

<sup>18</sup> عصام حسين، أسواق الأوراق المالية ((البورصة))، دار أسامة للنشر، الأردن، 2008، ص: 8.

متعلقة بالإيداع وتبادل النقود. وحينها بدأت رؤوس الأموال تصل إليها بكثافة بالغة، حيث احتلت مدينة "بروج" البلجيكية في بداية القرن الرابع عشر المركز الأول فيما يتعلق بالسوق النقدية، فقد جرت العادة أن تجتمع أكبر العائلات العاملة في مجال الصرافة في بيت الرئيس المدعو "فاندر بورص" لدراسة عمليات بيع وشراء السلع، ومن ثم كتابة بواليص التأمين وكل ما يتعلق بعمليات بيع وشراء النقود. ويعتبر المؤرخون سنة 1339م بمثابة السنة التي ولد فيها مفهوم البورصة نسبة إلى إسم عائلة الشخص السابق الذكر، إلا أنه مع نهاية القرن الرابع عشر، انتقل الدور العظيم الذي لعبته مدينة "بروج" إلى شمال بلجيكا بمدينة "أنفرس"، حيث يعتبرها الأوروبيون أول سوق نقدية في أوروبا. وفي سنة 1595م ظهرت بورصة "ليون" الفرنسية التي تعتبر الأقدم وكانت الأهم لفترة طويلة في فرنسا.<sup>19</sup>

ومما ساهم في ظهور وتشكل بورصات الأوراق المالية والتي تحولت في النصف الثاني من القرن السابع عشر إلى أسواق منظمة لحركة وتداول رؤوس الأموال هو انتشار شركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض الذي ولد حركة قوية للتعامل بالأوراق المالية وأدى هذا إلى ظهور بورصات الأوراق المالية. وكان التعامل بهذه الأوراق بداية الأمر يتم على قارعة الطريق في الدول الكبرى كأمريكا وفرنسا وإنجلترا. ثم استقر التعامل بعد ذلك في أبنية خاصة والتي تسمى الآن بورصات الأوراق المالية. ففي فرنسا ظهرت أول بورصة للأوراق المالية عام 1724 بموجب أمر ملكي، وفي بريطانيا استقرت أعمال البورصات في أوائل القرن التاسع عشر في مبنى خاص أطلق عليه "روايال إكستشانج" (Royal Exchange)، وأنشأت أيضا في أمريكا أول بورصة عام 1821م وفي نفس الشارع الذي كانت تتم فيه هذه المعاملات وهو "وول ستريت".<sup>20</sup> ثم توالى إنشاء بورصات الأوراق المالية في باقي أقطار العالم ومنها العالم العربي الإسلامي وأولها مصر سنة 1883م. وقد أخذ عدد الأسواق المالية في التزايد ولازال في العالم ككل وازدادت أنشطتها، وأصبحت أسواق العديد من الدول بها أكثر من بورصة، ففي أمريكا مثلا توجد أربع عشر بورصة أهمها بورصة نيويورك، وفي اليابان ثمانية بورصات أهمها بورصة طوكيو، وفي فرنسا سبع بورصات أهمها بورصة باريس،<sup>21</sup> وفي مصر بورصتي القاهرة والإسكندرية.

**2-2- نشأة الأسواق المالية عند المسلمين:** اشتهر العرب بالتجارة قبل الإسلام وبعده، وكانت لهم قوافل تجارية تنقل البضائع من الجزيرة إلى بلاد الفرس والروم، إضافة إلى رحلاتهم المعروفة إلى بلاد اليمن في الشتاء وإلى بلاد الشام في الصيف. وكانت للعرب أسواق موسمية، تقام في أماكن محددة، وفي أوقات محددة في السنة أو الفصل أو الشهر أو الأسبوع، والأسواق السنوية أو الفصلية أعم وأشمل لارتباطها بالإنتاج الزراعي أو الحيواني. أما الأسواق الدائمة (أسواق الحضر) فكانت مستمرة ودائمة على طول السنة، نظرا لحاجة الناس إلى ما يتاجر فيها في كل وقت.<sup>22</sup>

وأول سوق إسلامية هي في بقيق الزبير، وهي السوق التي جعلها رسول الله ﷺ للمسلمين في المدينة المنورة، وتعرف بسوق المناخة. وهذه السوق قد خططها ونظمها ووضع أسسها رسول الله ﷺ وكانت أول سوق حرة في التاريخ، لم ينتقص منها شيء ولم يضرب عليها خراج. ولقد انصرف الناس من السوق اليهودية إليها، بكامل حريتهم، لما وجدوا من فوارق كبيرة في المعاملات الإسلامية القائمة على العدل والتراضي والسماحة في البيع والشراء بفضل عناية الرسول ﷺ بالسوق وإشرافه عليها بنفسه.<sup>23</sup>

<sup>19</sup> محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمم للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص: 21.

<sup>20</sup> نفس المرجع أعلاه.

<sup>21</sup> محمد صبري هارون، مرجع سابق، 2009، ص: 20.

<sup>22</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 17.

<sup>23</sup> نفس المرجع السابق.

ومع اتساع رقعة الدولة الإسلامية أصبحت للمسلمين أسواق ثابتة ومنتشرة في البلاد الإسلامية. ويسجل المسلمون فضل السبق في الانتقال بالأسواق من اقتصاد المقايضة إلى اقتصاد التبادل النقدي.<sup>24</sup> حيث عرف المسلمون السوق بمعناها المتطور على أنها اسم لكل مكان وقع فيه التبايع بين من يتعاطى البيع، فلا يختص الحكم المذكور بالمكان المعروف بالسوق بل يعم كل مكان يقع فيه التبايع.

وفي عصور الإزدهار عند المسلمين، يلمح الباحث في طبقات التاريخ نماذج من الأعمال المصرفية، وإن كانت لم ترق إلى درجة التنظيم المصرفي القائم حالياً. ففي الحوالة، كان ابن عباس\* يأخذ الورق بمكة على أن يكتب بها إلى الكوفة، كما كان عبد الله بن الزبير\*\* يأخذ بمكة دراهم ثم يكتب بها إلى مصعب بن الزبير بالعراق فيأخذونها منه. وفي الائتمان، يروى أن سيف الدولة الحمداني\*\*\* زار بغداد فسار متنكراً إلى دور بني خاقان، فخدموه، ولما هم بالانصراف طلب الدواة وكتب رقعة (شيكاً) لهم وتركها فيها، فلما فتحوا الرقعة وجدوا أنها موجهة لبعض الصبارة في بغداد بألف دينار، وعندما عرضوا الرقعة على الصيرفي أعطاهم الدنانير في الحال. كما شاع استعمال الصكوك للأغراض التجارية في مدينة البصرة، وصار لها قواعد وأصول معروفة من حيث طريقة الختم والشهود، وأصبح وجود الصراف ليس عنه غنى في سوق البصرة في حوالي عام 400 هـ (1010م).<sup>25</sup> ولكن الركود الذي أصاب المسلمين جعلهم يتأخرون في تطوير المعاملات المالية الإسلامية، وأدى بهم إلى استيراد معاملات مالية غريبة معظمها غير متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، مما أدى في القرون الأخيرة إلى إنشاء أسواق مالية عند المسلمين غير متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

### المطلب الثاني: أهمية الأسواق المالية وتقسيماتها

تحتل الأسواق المالية مركزاً حيويًا في النظم الاقتصادية الحديثة نظراً لما تقوم به من وظائف ومهام، فهي تمثل حلقة من حلقات إنماء القطاع المالي في أي دولة، فهي تعتبر بمثابة وسيط بين أطراف الادخار من أفراد ومؤسسات، وبين المشاريع المختلفة التي تحتاج إلى رؤوس الأموال لتمويلها، أي أن أهمية هذه الأسواق تنبع من مقدرتها على تجميع وتنمية رأس المال المدخر وتوزيعه على مجالات الاستثمار المختلفة، الأمر الذي يساعد على تحقيق التنمية الاقتصادية. ولتقوم هذه الأسواق بوظائفها بفعالية وجب اعتمادها على ركائز مؤسساتية في تكوينها لا تقوم بدونها. ومن خلال هذا المطلب وبعد تبيان الأهمية التي تحتلها الأسواق المالية في الاقتصاد، سيتم عرض أهم التقسيمات التي يضعها الباحثين للترقية بين وظيفة كل سوق من هذه الأسواق.

#### 1- أهمية الأسواق المالية

تظهر أهمية الأسواق المالية من خلال الوظائف الهامة التي تؤديها، وإن أهم أدوارها هو تحويل الموارد المالية من المقرضين (المدخرين للموارد المالية) إلى المقرضين (المستثمرين) وهذه العملية مهمة جداً خاصة أن الوحدات الاقتصادية المدخرة تحتل عادة عن الوحدات الاقتصادية المستثمرة، وعدم وجودها يضع الوحدات الاقتصادية أمام خيارات محدودة. وبذلك يعتبر السوق المالي منظماً للاستثمار المالي في أي مجتمع وهو يقوم بعدد من الوظائف الاقتصادية التي تهم المستثمرين والمجتمع. وأهم هذه الوظائف هي:

<sup>24</sup> رفعت العوضي، الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر والاقتصاد الإسلامي، الدورة العشرن المنعقدة بـ 25-29/12/2010، المجمع الفقهي الإسلامي، مكة، ص: 38.

\* ابن عم الرسول ﷺ، ولد قبل الهجرة بثلاث سنين وقيل مات سنة 69 أو 70 وكان يقال له الحبر والبحر لكثرة علمه.

\*\* أمه أسماء بنت أبي بكر الصديق، أول مولود في الإسلام بعد الهجرة، وبويع له بالخلافة بعد وفاة يزيد ابن معاوية، ولد 1 هـ وتوفي 73 هـ.

\*\*\* سيف الدولة الحمداني علي بن عبد الله بن حمدان التغلبي الربيعي، أبو الحسن، 303 هـ - 356 هـ، حكم دمشق وحلب، فهرس شعراء الموسوعة الشعرية، ج 1، ص: 1439.

<sup>25</sup> آدم منز، الحضارة الإسلامية في القرن الرابع الهجري، مطبعة لجنة التأليف والترجمة والنشر، المعهد الخليلي للأبحاث المغربية، بيت المغرب، ج 2، ص: 321.

- تقديم التسهيلات والترتيبات اللازمة لتحويل المدخرات من وحدات الفائض التي تتوفر لديها الأموال وليس لديها الفرص المنتجة للاستثمار إلى الوحدات التي لديها فرص استثمارية منتجة ولكن تفتقر إلى التمويل اللازم لاستغلال هذه الفرص.<sup>26</sup>
- تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد، حيث تشجع الأسواق المالية على تنمية عادة الادخار الاستثماري، خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة، ومن ثم فإنهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم، وهذا ما يساعد على خدمة أغراض التنمية والحد من التضخم.
- المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق، حيث تلجأ الحكومات إلى الأسواق المالية لتمويل العجز في نفقاتها المتزايدة وتمويل المشاريع التنموية.
- مساعدة الكثير من المؤسسات على تنويع مصادر تمويلها والسير بها نحو مستقبل أفضل.<sup>27</sup>
- أنها تعتبر أداة هامة لتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو مجالات الإستثمار المنتجة.
- تقوم بتوزيع مخاطر العملية الإنتاجية على من هم أكثر قدرة على إحتمالها.
- تقوم بدور الوساطة المالية بين المدخرين والمستثمرين، حيث أن غياب تلك الأسواق أو ضعفها سيضعف من عمليات الوساطة المالية ويجعل تكلفتها عالية. وعليه فإن تخفيض تكاليف عقد الصفقات يؤدي إلى تحفيز المتعاملين في السوق من بائعين ومشتريين للأصول المالية.
- توفير أو زيادة كمية المصادر المالية المتاحة حيث توفر قنوات استثمارية متعددة لكل من وحدات الفائض ووحدات العجز.
- تقديم مختلف المعلومات المالية التي تتعلق بالأصول المالية المتوفرة في السوق المالي من جهة والمعلومات المتعلقة بالوضع المالي للشركات من جهة ثانية إلى الأفراد والمشاريع والمستثمرين وتوفر عليهم الجهد والوقت والمخاطر.
- توفير السيولة لمالكي الأصول المالية المختلفة باعتبار هذا النوع من الاستثمار يعد من الاستثمارات السائلة. وذلك من خلال تقديم التسهيلات اللازمة لأصحاب الأصول المالية من بيع هذه الأصول عند الضرورة لتمويل احتياجاتهم المالية العاجلة.
- تطوير وتنمية أساليب التمويل المختلفة (قصيرة، متوسطة، طويلة الأجل) للمشروعات المختلفة.
- تساعد عملية التنمية الاقتصادية في المجتمع من خلال كونها مؤشرا للأموال الاقتصادية ومرآة عاكسة لما يحدث في الاقتصاد، وهي أداة لاتخاذ الإجراءات المالية لمعالجة أي خلل اقتصادي.
- ونظرا لما تضطلع به الأسواق المالية من وظائف ذات أهمية بالغة في تنمية وتطوير الحياة الاقتصادية، كان لا بد منها والاستفادة من وظائفها، حيث لا يمكن تصور اقتصاد متطور بدون أسواق مالية تؤدي هذه الوظائف بفعالية. إلا أنه رغم أهمية الوظائف التي تؤديها الأسواق المالية لا يجب أن تؤدي بدون مراعاة أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية الغراء، فالغاية عندنا لا تبرر الوسيلة، وهذا ما يفرض على المسلمين إنشاء أسواق مالية تؤدي نفس الوظائف المهمة لهذه الأسواق ولكن مع مراعاة مبادئ وأحكام الشريعة في المعاملات والكيفية التي يتم بها تحقيق هذه الوظائف.

<sup>26</sup> B. Jacquilat, B. Solnik, Marchés financiers: gestion de portefeuille et des risques, Dunod, Paris, première édition, 1994, p: 6.

. A. Lamiri, Gérer l'entreprise algérienne en économie de marché, Prestcomm éditions, Algérie, 1997, p: 47 <sup>27</sup>

## 2- تقسيمات الأسواق المالية

غالباً ما يتم تقسيم الأسواق المالية إلى أجزاء بنيت على أسس واعتبارات معينة، ونأخذ هنا بالاعتبارات التي تخدم البحث أكثر، وهو تقسيمها وفقاً لاعتبار لما يتم تداوله فيها أولاً، والاعتبار الثاني هو آجال الأدوات المالية المتداولة فيها. وتحدد الإشارة إلى أن هذا التقسيم للأسواق المالية لا يعني الفصل التام بينها بل هناك تداخل بين هذه الأسواق في الواقع العملي.

**2-1-1- تقسيم الأسواق المالية وفقاً لموضوع التداول:** تقسم الأسواق المالية بصفة عامة إلى أنواع عدة منها على سبيل المثال: الأسواق العقارية، والأسواق الزراعية، والأسواق الصناعية، وأسواق التمويل، وأسواق الصرف، وأسواق النقد، وتسمى السوق باسم موضوع التعامل فيها. وعادة ما يستبدل لفظ السوق بالبورصة، مع الإشارة إلى أن كل بورصة هي سوق ولكن ليس كل سوق بورصة.

**2-1-1-1- سوق أو بورصة البضائع:** يتداول في هذه السوق على السلع ذات أهمية اقتصادية أي السلع المؤثرة في الاقتصاد العام، مثل: النفط، الحديد، القمح، الأرز، السكر، أي السلع التي تمثل حاجات ضرورية، ولا يمكن أن تستغني عنها أية دولة. وفي هذه البورصة يتداول فيها بكميات كبيرة السلع المثلية كالحبوب والقمح والحديد والنحاس.<sup>28</sup>

**2-1-1-2- بورصة العملات أو القطع:** ويتم فيها تداول العملات المختلفة والمعادن النفيسة كالأماس والذهب والفضة، وأشهرها بورصة لندن للقطع. وقد يتم تبادل العملات في هذه البورصة أي الصرف إما بسعر فوري ويتم به التبادل حاضراً، وإما بسعر قطع آجل ويتم به التبادل بالآجل.<sup>29</sup>

**2-1-1-3- بورصة الأوراق المالية:** وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية كالأسهم والصكوك، وسندات الدين، وأذون الخزينة. وسيتم تفصيلها لاحقاً على اعتبار أنها موضوع الدراسة في هذا البحث.

**2-1-1-4- بورصة الخدمات:** هي السوق يتم فيها تداول وبيع حقوق الانتفاع بحقوق معينة، مثل خدمات الاتصالات، النقل الجوي، الأقمار الصناعية، وغالباً ما تكون هذه الخدمات ذات طابع عالمي.

**2-1-1-5- بورصة العقود:** في كل البورصات السابقة تجري عقود على المعروض فيها، وتكون هذه العقود فورية " SPOT CONTRACT" (عاجلة أو آنية) أي أن البائع أو المشتري يتبادل ما يبيع واشترى فوراً. وقد تكون العقود آجلة "FORWARD CONTRACT" والتي من طبيعتها أن يتم التسليم والتسليم بعد فترة محددة مسبقاً، إلا أن بورصة العقود تتميز بأنواع معينة من العقود، وهي المستقبلات التي تعتبر من أنواع العقود الآجلة وهي العقود التي تتم دون حسم بالتسليم والتسليم الفعلي للسلع المراد تداولها، ولكن يتم التسوية على فروق الأسعار فقط، وهي بذلك تعتبر أداة مضاربة ووسيلة قمارية. وإلى جانب المستقبلات، يوجد نوع آخر من العقود وهي الخيارات "OPTIONS" وهي عبارة عن عقود بيع وشراء لحقوق بالشراء أو بالبيع مرتبطة بأصول مالية يتم تحديدها بدقة، وهذا ما يسمى بمضمون الخيار (أسهم، سلع، عملة نقدية،...)، وصاحب الحق يدفع ثمناً معيناً مقابل الانتظار والالتزام. يمكن في بورصة العقود أن يباع هذا الحق من شخص إلى آخر وفق أحكام خاصة، ولا تكون في هذه البورصة البضائع موضوع التعامل حاضرة، وإنما تجري المبادلات إما وفقاً لنماذج معينة أو بناء على تسمية لصنف متفق عليه مسبقاً. يمكن أن تباع فيها عقود الصفقات التجارية للسلع غير الحاضرة بسعر بات أو بسعر معلق على سعر البورصة في تصفية محددة. ويكون البيع فيها على المكشوف أي يسمح فيها بالبيع لمن يملك السلعة بناء على قدرته على تسليمها حين حلول أجلها، بفضل استمرارية السوق.<sup>30</sup>

<sup>28</sup> محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 25.

<sup>29</sup> يوسف كمال محمد، فقه الاقتصاد الإسلامي، دار القلم، الطبعة الأولى، الكويت، 1988، ص: 221.

<sup>30</sup> أحمد يوسف سليمان، رأي التشريع الإسلامي في مسائل البورصة، الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، الإتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، الجزء الخامس، المجلد الأول، القاهرة،

## 2-2-2- تقسيم الأسواق المالية وفقا لآجال الأدوات المتداولة فيها: يمكن أن تقسم الأسواق المالية حسب آجال الأدوات

المالية المتداولة فيها إلى جزأين رئيسيين:

### 2-2-1- السوق النقدية: تطلق عادة تسمية السوق النقدية على سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل، أي التي لا يزيد أجل

استحقاقها عن السنة. وترجع تسميتها بهذا الإسم لأنه يمكن تحويل الأصول المالية المتداولة فيها إلى نقود بسرعة وسهولة، أو لأن هذه الأصول يمكن أن تقوم بوظيفة أو أكثر من وظائف النقود، أو للأمرين معا.

وتعرف بالمعنى الواسع على أنها السوق التي يتم من خلالها عرض و طلب رؤوس الأموال على المدى القصير من طرف الأعوان الاقتصاديين.<sup>31</sup> أما من الناحية التقنية أو بالمعنى الضيق تعرف السوق النقدية على أنها مكان تحويل الفائض النقدي للوسطاء الماليين إلى ذوي العجز عبر حركة حساب مفتوح لدى هيئة الإصدار.<sup>32</sup>

كما يمكن تعريفها على أنها " تجمع موضوعي و شخصي بهدف التعامل في الأصول النقدية وهي مجموعة المؤسسات أو الوكالات والأفراد الذين يتعاملون في النقود اقراضا و اقتراضا لأغراض قصيرة الأجل".<sup>33</sup>

وتعرف أيضا على أنها "الأسواق التي يتم فيها تبادل الالتزامات المالية قصيرة الأجل بين وحدات الفائض المالي ووحدات العجز المالي المؤقت".<sup>34</sup>

من هذه التعاريف يمكن أن نعرف السوق النقدية بأنها فضاء يمكن من خلاله لأصحاب الفوائض في السيولة النقدية توظيفها، ولأصحاب الاحتياج للسيولة من الحصول عليها في الآجال القصيرة.

### 2-2-2- سوق رأس المال: وإنما سميت سوق رأس المال لكونها السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات لتكوين رأس المال

في مشروعاتهم المختلفة. وقبل التطرق إلى تعريف هذه السوق تجدر الإشارة إلى اختلاف تسميتها من طرف الباحثين والكتّاب، فمنهم من يطلق عليها مصطلح سوق رأس المال ويجعل مصطلح السوق المالية أو الأسواق المالية للسوق الذي تتفرع منه.

ولإيضاح هذا المفهوم نستعرض فيما يلي مختلف التعاريف المتعلقة بالسوق المالية:

- تعرف السوق المالية بأنها "الإطار الذي من خلاله تلتقي الوحدات الاستثمارية مع وحدات الادخار وذوي الفوائض المالية لعقد الصفقات الطويلة الأجل سواء من خلال الإكتتاب الأولي للأداة المالية، أو من خلال عمليات المتاجرة بأدوات السوق".<sup>35</sup>

- كما تعرف على أنها السوق التي "يتم فيه التعامل على الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم العادية والسندات".<sup>36</sup>

- وهو عبارة عن مجموعة من النظم التي تسمح بإصدار وتبادل الأدوات المالية طويلة الأجل مع احترام شروط التفاوض عليها، القوانين المتعلقة بها، وشروط استلامها.<sup>37</sup>

- ويعد سوق رأس المال الإطار الأمثل لجمع رؤوس الأموال طويلة الأجل من خلال إصدار قيم منقولة ضرورية لتمويل المشروعات، وتكون مدة إنجاز المشروع وتسديد القروض طويلة الأجل أيضا.<sup>38</sup>

17.:P.J. LEHMAN, Le financement de l'économie, Edition Seuil, France, 1998, p<sup>31</sup>

7.:P.BERGER, Le marché monétaire, Presse universitaire de France, Paris, 1973, p<sup>32</sup>

<sup>33</sup> مروان عطون، مرجع سابق، ص: 192.

<sup>34</sup> هدى رشوان، مقدمة في الأسواق المالية، مكتبة عين شمس، مصر، 1998، ص: 46.

<sup>35</sup> أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص: 92.

<sup>36</sup> محمد صالح الحناوي، و جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، إسكندرية، 2005، ص: 21.

<sup>37</sup> Hervé, Les marchés financiers, éditions d'organisation, Paris, 2004, p: 122..J

Commission d'Organisation et de Surveillance des Opération de Bourse, Guide des valeurs mobilières, Les guides<sup>38</sup>

.COSOB, Impression ANEP, Algérie, 1997, P7

- وهي "الإطار أو التنظيم الذي يشمل العارضين أو المقرضين لرأس المال طويل الأجل، والطالبين أو المقترضين الذين في حاجة إلى تلك الأموال لفترة طويلة، بالإضافة إلى عدد من الوسطاء الماليين المتخصصين".<sup>39</sup>

- وتعرف أيضا بأنها "تلك السوق التي تهتم بالاستثمارات طويلة الأجل والتي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في صورة إصدارات أوراق مالية طويلة الأجل أيضا، ومن الخصائص المميزة لهذا النوع من الأسواق أنها أقل اتساعا من السوق النقدي لكنها أكثر تنظيما. حيث يتواجد فيها الوكلاء المتخصصون في الصفقات المالية الكبيرة".<sup>40</sup>

**2-3- تقسيمات سوق رأس المال:** وتنقسم سوق رأس المال أو السوق المالية بدورها إلى سوق الائتمان وسوق الأوراق المالية أو ما يعرف ببورصة الأوراق المالية التي هي موضوع البحث.

**2-3-1- سوق الائتمان (الإقراض والاقتراض متوسط وطويل الأجل):** ويتكون سوق الائتمان هيكليا من نوعين من المؤسسات المالية هما:<sup>41</sup>

- المؤسسات المصرفية التجارية والمتخصصة (البنوك العقارية، البنوك الزراعية، البنوك الصناعية، بنوك الاستثمار والأعمال، البنوك التجارية فيما يتصل بعملياتها المتوسطة والطويلة الأجل).

- المؤسسات المالية غير المصرفية وتشمل (شركات التأمين، شركات إعادة التأمين، الهيئات العامة للتأمين والمعاشات، الهيئات العامة للتأمينات الاجتماعية، صناديق التأمين والادخار الخاصة).

**2-3-2- سوق الأوراق المالية:** أما سوق الأوراق المالية فإنه يتكون مؤسسيا من نوعين من المؤسسات هما:

- مؤسسات غير مالية منظمة للسوق ومن أشكالها الشائعة:

- الهيئة العامة لسوق المال.

- بورصات الأوراق المالية.

- مؤسسات مالية متعاملة في السوق ومن أهم أشكالها الشائعة:

● شركات المساهمة وصناديق الاستثمار المنشأة في شكل شركات المساهمة.

● المصارف بأنواعها (حيث تقوم بتغطية إصدارات الأوراق المالية وتكوين إدارة صناديق الاستثمار).

● الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية والتي يتصل نشاطها بعمليات السمسرة أو ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق

المالية أو تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية.

ويحسن التنبيه على أن مصطلح سوق الأوراق المالية ليس مرادفاً لمصطلح "البورصة" منفردا؛ وذلك لأن ذكر مصطلح

"البورصة" منفردا يقصد به عادة المكان أو القاعة المخصصة لتداول الأوراق المالية، في حين لا يقتصر مفهوم بورصة الأوراق المالية

على سوق التداول، بل يشمل بالإضافة إلى ذلك سوق الإصدار، أي إصدار الأوراق المالية، بل إن التداول كما يكون داخل

البورصة، فإنه يكون خارجها، وعلى ذلك فإن البورصة جزء من السوق المالية، وليست هي السوق المالية.

<sup>39</sup> محمد البناء، أسواق النقد والمال، زهراء الشرق، مصر، 1996، ص: 124.

<sup>40</sup> حسين بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها - تنظيمها - أدائها المشتقة)، دار الكندي، الطبعة الأولى، عمان، 2002، ص: 15.

<sup>41</sup> محمد بن علي العقلا، مرجع سابق، ص: 6-7.

### المطلب الثالث: الفرق بين الأسواق المالية التقليدية والإسلامية

إن قيام الأسواق المالية بوظائفها المهمة المذكورة سابقاً، يتطلب إنشاء هيكل مؤسسي أو مجموعة من المؤسسات التي تعتبر بمثابة ركائز أساسية لقيام وتسيير هذه الأسواق، وتضطلع كل مؤسسة بالقيام بوظيفة معينة من وظائف السوق المالي بشكل متناسق ومتكامل، وتحكمها قوانين وسياسات تجعلها تؤدي وظائفها بالفعالية المطلوبة. وعليه فإن أي سوق مالي يقوم على ثلاثة ركائز أساسية تنظم عمله وهي مؤسسات السوق المالي، أدوات والسياسات التي تسيره، ومن خلال هذا المطلب سيتم إبراز الركائز الأساسية التي تم اعتمادها في إنشاء السوق المالي التقليدي، وما تم اعتماده إلى الآن من ركائز في إنشاء الأسواق المالية الإسلامية لإعطاء صورة واضحة حول ما تم إنجازه في مجال إنشاء السوق المالي الإسلامي أملاً في إكمال النقص.

#### 1- أدوات السوق المالي

والمقصود بها تلك الوسائل التي عن طريقها تتم المعاملات، ومن ثم فإن هذه الأدوات تتنوع حسب آجالها وحسب المؤسسات التي تتعامل بها، وفيما يلي عرض لأهم الأدوات المالية لكلا السوقين الماليين التقليدي والإسلامي:

**1-1- أدوات السوق المالي التقليدي:** ومن أهم أدوات السوق المالي غير الإسلامي نجد:

- بالنسبة للمعاملات قصيرة الأجل والتي تتم من خلال السوق النقدية وهي:
  - أذون الخزانة التي تصدرها وزارات المالية لأجل تقل عن السنة.
  - الحسابات الجارية التي تفتتحها البنوك التجارية لعملائها.
  - الودائع قصيرة الأجل.
  - الأوراق التجارية (الكمبيالات والسندات الإذنية).
  - القروض التي تقدمها البنوك لعملائها لأجل قصيرة.

● بالنسبة للمعاملات طويلة الأجل والتي تتم عن طريق الأوراق المالية: وتمثل هذه الأدوات في الأسهم والسندات، وتندرج تحت هذه الأدوات -في بعض الأسواق- شهادات الايداع بالطريقة التي تصدر بها في الأسواق المالية الغربية. ولقد انتشر التعامل بالأسهم والسندات في أغلب دول العالم ومن بينها الدول الإسلامية، ونشط تداولها بدرجات متفاوتة في بورصات الأوراق المالية.

● بالنسبة للمعاملات طويلة الأجل عن غير طريق الأوراق المالية نجد:

- القروض طويلة الأجل من بنك واحد.
- القروض طويلة الأجل المسوقة.
- شهادات الايداع.

**1-2- أدوات السوق المالي الإسلامي:** من الواضح أن هذه الأدوات والمعاملات المذكورة أعلاه تتضمن الفائدة الربوية المحرمة شرعاً، فهي بذلك تخرج عن دائرة الأدوات والمعاملات المالية الإسلامية، فمن الضروري إيجاد بدائل لها بعيدة عن الربا المتمثلة في الفائدة أخذاً وعطاءً. وهذا ما حققته البنوك الإسلامية التي أثبتت جدارتها في تقديم بدائل عن هذه الأدوات، حيث أصبحت أغلب البنوك الإسلامية في وضع تنافسي مع البنوك التقليدية فيما تقدمه من أدوات، والتي يمكن ذكر أهمها فيما يلي:

- الحسابات الجارية (غير الربوية)، حسابات الادخار، وحسابات الاستثمار.
- المراجحات، المشاركات، المضاربات، السلم، والاستصناع.

أما بالنسبة لنظام الودائع فلا محل له عند الإيداع لدى البنوك الإسلامية، فإن ما يودع لديها إنما هو حسابات استثمار محتملة مخاطر التوظيف من ربح أو خسارة، ومن ثم فإن البنوك الإسلامية لا تلتزم برد أرصدة حسابات الاستثمار كاملة لأصحابها. وبالنسبة لأدوات سوق الأوراق المالية، فمن المعلوم أن أغلب أدواتها محرمة شرعا باستثناء أسهم الشركات التي نشاطها مباح ولا تتعامل بالفوائد المحرمة. ومن هنا كان ضروريا استبدالها بأدوات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. كما تعتبر الصكوك الإسلامية بأنواعها بديلا عن هذه الأدوات. وسينال البحث في الفصول اللاحقة البدائل والشروط التي تجعل هذه الأدوات متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

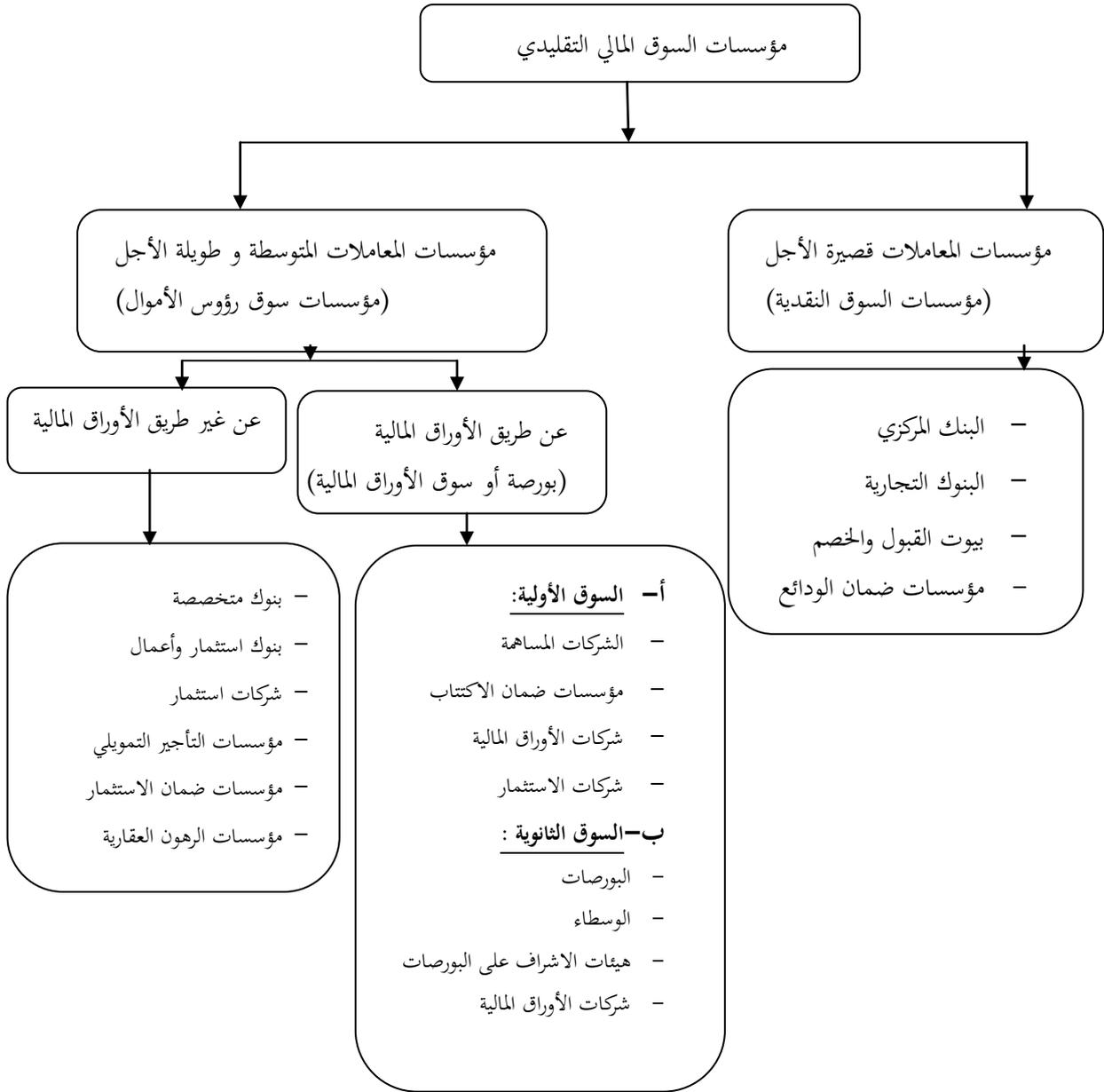
## 2- مؤسسات السوق المالي

إن السوق المالي يقوم على مؤسسات لكل منها وظيفة معينة تساهم في تحقيق الوظائف الأساسية للسوق المالي، وبما أن السوق المالي الإسلامي يتفق مع السوق المالي التقليدي في المظهر ويختلف معه في الجوهر، يمكن أن نجد نفس المؤسسات في كلا السوقين ولكن بوظائف مختلفة وتعاملات مختلفة، وفيما يلي عرض لمؤسسات كل سوق.

2-1- مؤسسات السوق المالي التقليدي: إن مؤسسات السوق المالي التقليدي هي مؤسسات أعمال تتمثل أصولها في أصول مالية مثل القروض والأوراق المالية، كما تتمثل خصومها أيضا في خصوم مالية مثل الودائع والمدخرات بأنواعها المختلفة.<sup>42</sup> وتعتبر المؤسسات المالية أحد المكونات الأساسية لنمو الاقتصاد ككل، لكونها تقوم بدور الوساطة بين طالبي الأموال والعارضين لها. ويمكن استعراض أهم مؤسسات السوق المالي التقليدي في شكل المخطط التالي:

<sup>42</sup> محمد الحناوي، والسيدة عبد السلام، المؤسسات المالية "البورصة والبنوك التجارية"، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص: 198.

شكل رقم (0-1): مؤسسات السوق المالي التقليدي



**المصدر:** اسماعيل محمد، تطوير سوق مالي إسلامي: بحوث مختارة من المؤتمر العام الأول للبنوك الإسلامية المنعقد بتركيا في الفترة من 14-17 أكتوبر 1986، الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، القاهرة، 1987، ص: 45. (بتصرف)

إن الشكل أعلاه يبين المؤسسات التي يقوم على أساسها السوق المالي التقليدي، وكلما ازداد عدد هذه المؤسسات وتنوعت ازداد نشاط السوق المالي ونمى.

**2-2- مؤسسات السوق المالي الإسلامي:** إن الأسواق المالية لها جانبان، الجانب الأول هو التأطير المؤسسي، وهذا الجانب يقبل التفاعل معه لتأطير سوق مالي إسلامي، أما الجانب الثاني فهو ما يملأ به الإطار المؤسسي ويعنى بذلك المعاملات وهنا يكون للإسلام معاملاته الخاصة. وعليه يمكن أن نجد في السوق المالي الإسلامي نفس مؤسسات السوق المالي التقليدي ولكن بمعاملات

مختلفة. ولذلك نقول أن مؤسسات السوق المالي الإسلامي مجموعة مؤسسات "متفقة في المظهر ومختلفة في الجوهر"<sup>43</sup> مع مؤسسات السوق المالي التقليدي.

بالنسبة لسوق النقد، فيما أن تطبيق الاقتصاد الإسلامي إلى الآن هو تطبيق جزئي، فإنه لم توجد تجربة في سوق النقد، لأن هذا السوق له مؤسساته وله أدواته التي لم توجد في تطبيقات الاقتصاد الإسلامي، كما أن تجربة الاقتصاد الإسلامي لم تطور أدوات مالية قصيرة الأجل. ومن باب التحفظ الذي يمكن أن يرد على القول بالتطبيق الجزئي للاقتصاد الإسلامي، هناك حالة دولة السودان حيث تشير دراسات أنه توجد تجربة كاملة أو تجربة يستهدف بها أن تكون كاملة، وفي هذه التجربة بنك مركزي إسلامي وهو يدير سوق النقد.<sup>44</sup>

وعليه فإن إنشاء سوق مالي إسلامي يتطلب إنشاء مؤسسات إسلامية بديلة لهذه المؤسسات غير المتوافقة في تعاملاتها مع أحكام الشريعة الإسلامية. ورغم أن العالم الإسلامي قطع شوطاً هاماً في مجال إنشاء البنوك الإسلامية، فلقد بلغ عدد البنوك الإسلامية أكثر من 500 بنك إسلامي يتوزعون على دول إسلامية وغير إسلامية. إلا أنه ينبغي اتخاذ إجراءات مكتملة لهذه الخطوة الهامة لتتضح معالم السوق المالي الإسلامي والتي يمكن الإشارة إليها فيما يلي:

- إنشاء المصرف المركزي الإسلامي والذي يمكن تعريفه على أنه مؤسسة حكومية مستقلة، مسؤولة عن تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية للاقتصاد الإسلامي في الحقل النقدي والمصرفي، يسعى لتحقيق سلامة الاقتصاد الإسلامي ونموه الثابت والمستديم وتأمين العدالة الاقتصادية والاجتماعية، ويتولى تنفيذ السياسة النقدية للدولة مستخدماً كافة الأدوات والطرق الضرورية غير المتعارضة مع تعاليم الشريعة الإسلامية وبالتعاون مع سياسة ضريبية ملائمة، ويتطلب هذا استقلالية المصرف المركزي بمصادر دخل مستقلة.<sup>45</sup>

- إنشاء بنك إسلامي يقوم بأعمال بنك التسويات بين البنوك الإسلامية ويكون بمثابة الملجأ الأخير للبنوك الإسلامية ويحقق لها السيولة عندما تحتاج إليها ويوجد لها منافذ للتوظيف في حالة زيادة السيولة لديها.<sup>46</sup> ولقد تم إنشاء سنة 2002 سوق مالية إسلامية دولية التي تدعى سوق ماليزيا-البحرين في مملكة البحرين والتي تضم 25 دولة إسلامية عضو\*، منها الجزائر. تعمل هذه السوق على ضبط التعامل في الأسواق المالية الإسلامية وتنظيمها.

- إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية في شكل شركة مالية إسلامية تتعامل بأدوات مالية إسلامية، وتتولى كل من عمليات إصدار وتداول مختلف الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وإدارة صناديق استثمار هذه الأوراق. وهذه الجزئية من السوق التي تسعى الباحثة أن تركز عليها في هذا البحث، وتدرس أهم الشروط التي يجب أن تتوفر لإنشائها.

- إنشاء مؤسسات التأجير التمويلي والتي تقوم بشراء المعدات والآلات اللازمة للإنتاج وتأجيرها للشركات التي تحتاج إليها لآجال طويلة تتماشى مع العمر الاقتصادي لهذه المعدات والآلات. وقد قطعت الأسواق المالية الغربية شوطاً طويلاً في هذا المضمار، ومثل هذه المؤسسات هي من المؤسسات الفاعلة والمؤثرة في السوق المالي الإسلامي.<sup>47</sup>

<sup>43</sup> عمر شابر، نحو نظام نقدي عادل، ترجمة: سيد محمد سكر، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، دار البشير، عمان، الأردن، 1990، ص: 124.

<sup>44</sup> رفعت العوضي، مرجع سابق، ص: 40.

<sup>45</sup> عمر شابر، مرجع سابق، ص: 145.

<sup>46</sup> اسماعيل محمد، مرجع سابق، ص: 47.

\* وهي ليست سوقاً بالمعنى المكناني ولكنها جهة لتنظيم وضبط العمل في السوق المالية الإسلامية بشكل عام. الأعضاء المؤسسون للسوق هم: البنك الإسلامي للتنمية، مؤسسة نقد البحرين، بنك إندونيسيا، ليوان أفشور فانيشال سيرفس" كممثل للبنك المركزي بماليزيا، بنك السودان، ووزارة المالية بسلطنة بروناي، وانضمت إليها بعد ذلك عدة بنوك إسلامية وبعض الشركات ومن لهم بصمة بالمؤسسات المالية الإسلامية وبلغ عدد الأعضاء حتى الآن 25 مؤسسة مثل بنك أبو ظبي الإسلامي وبيت التمويل الكويتي والبنك الإسلامي الأردني وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، ودوناي بوما المحدودة ببريطانيا، ومكتب المحاسبة العالمي "أرنست ويونغ"، والباب مفتوح لقبول أعضاء جدد.

<sup>47</sup> اسماعيل محمد، مرجع سابق، ص: 47.

- إنشاء مؤسسة التأمين على الودائع وهي عبارة عن شركة تأمين تبادلية أو تعاونية، وهي جزء لا يتجزأ من السوق المالي الإسلامي، وتضطلع بدور بناء الثقة في المصارف الإسلامية، وتمول ذاتيا من مصادر الرسوم التي تفرض على جميع المصارف بنسبة معنوية قليلة من متوسط الودائع الحائلة إضافة إلى عائد احتياطات الهيئة.<sup>48</sup>
- إنشاء عدد كاف من شركات التأمين وإعادة التأمين الإسلامية، فذلك من شأنه أن يوسع نطاق عمل مؤسسات السوق المالي التي تعمل وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، وتساعد باقي مؤسسات السوق التي تحتاج إلى بديل إسلامي للتأمين. فرغم أن العديد من الدول الإسلامية قامت بإنشاء عدد من شركات التأمين التكافلي الإسلامي، إلا أن هذا العدد لازال غير كاف إذا ما تم إحصاء أعدادها على مستوى كل دولة إسلامية على حدى.
- إنشاء هيئة مراجعة الاستثمار وهي هيئة حكومية تهدف لمراجعة حسابات المضاربين الذين حصلوا على أموال من الغير بكافة الطرق المباحة، من أجل حماية مصلحة المؤسسات المالية والمودعين وحملة الأسهم، وذلك بمراجعة حسابات عينة عشوائية من المضاربين، ويجب تقسيم مصاريفها على الجهات المختلفة وفقا لطبيعة ومدى المراجعة المطلوبة.<sup>49</sup>
- ومن خلال ما سبق يمكن القول أن إنشاء مؤسسات السوق المالي الإسلامي لم يكتمل بعد، ويتطلب ذلك المزيد من الجهود لإيجاد مؤسسات بديلة عن مؤسسات السوق المالي التقليدي ولكنها تحافظ على نفس وظائفها الأساسية.

**3- السياسات التي تحكم السوق المالي:** تعمل مؤسسات السوق المالي وما تستخدمه من أدوات في ظل مجموعة من السياسات التي تطبق معا في تناسق وانسجام بما يمكن أن تأتي معاملات السوق المالي محققة الأهداف التي تسعى إليها السياسة العامة للدولة.

### 3-1- سياسات السوق المالي التقليدي: ومن أهم هذه السياسات:

- **السياسة النقدية والإئتمانية:** وهي تشمل الإجراءات الكمية والنوعية للسيطرة على إجمالي حجم الإئتمان المحلي في الدولة وما تضعه السلطات من ضوابط تلتزم بها البنوك لتحقيق ذلك.
  - **السياسة المالية:** وهي تشمل الاجراءات والقواعد الضريبية والجمركية وما توفره من مزايا لبعض المعاملات التي تسعى الدولة لتشجيعها، وما تضعه من قيود على المعاملات التي تسعى إلى الحد منها.
  - **سياسة الصرف الأجنبي:** وهي الإجراءات والنظم التي تحكم دخول وخروج النقد الأجنبي من الدولة وإليها، وكذا التحويلات بهذا النقد بغية التحكم في احتياطات الدولة والسعي وراء توازن ميزان المدفوعات. إلا أنه تجدر الإشارة إلى كون هذه السياسة تختلف في الدول ذات العملات القابلة للتحويل عنها في الدول ذات العملات غير القابلة للتحويل.
- 3-2- سياسات السوق المالي الإسلامي:** إن سياسات السوق المالي التقليدي المذكورة أعلاه تسعى إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي والمحافظة على قيمة العملة الوطنية، وتحقيق توازن في ميزانية الدولة، وليس هناك أي خلاف في أهمية الأهداف التي تبتغي الاجراءات المتبعة في ظل هذه السياسات تحقيقها. إلا أن الأهداف المرجوة من سياسات السوق المالي الإسلامي تشمل هذه الأهداف وأهداف أخرى مستمدة من مبادئ الاقتصاد الإسلامي.

هذا بالإضافة إلى أن قيام مؤسسات مالية إسلامية تتعامل في أدوات مالية إسلامية، على نحو ما سبق الإشارة إليه، يوجب بالضرورة أن تزاوّل نشاطها وفق السياسات التي تحكم السوق عموما فضلا عن السياسات التي تستلزمها طبيعة كل من المؤسسات والأدوات المالية الإسلامية. وعليه فإن السياسات التي يجب أن تسيّر السوق المالي الإسلامي لا بد وأن تخضع لضوابط التنمية في الاقتصاد الإسلامي، ولا مانع من الاستفادة من السياسات السابق ذكرها إذا ما تم إخضاعها لهذه الضوابط، ويتم اعتبارها

<sup>48</sup> عمرا شابرا، مرجع سابق، ص: 124.

<sup>49</sup> نفس المرجع أعلاه.

سياسات مكملة للسياسات التنموية الإسلامية، والتي تنطلق من منطلق هام وهو نظرة الإسلام للمال على أنه مال الله والإنسان مستخلف فيه، وأن للاستخلاف شروطه، وليس من أهداف البحث هنا التفصيل في هذه الضوابط.

ومما تجدر الإشارة إليه أن هناك محاولات عدد من الخبراء والباحثين لإيجاد بدائل إسلامية لسياسات السوق المالي إلا أنها لم تجسد بعد في العالم الإسلامي. ومن هذا المنطلق لا يمكن اتخاذ قرار إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية دون القيام بتحضير البيئة التي يجب أن ينشأ فيها هذه البورصة، والسياسات والقوانين التي يجب أن تحكمها وتسيرها. وهذا ما سيتم التطرق إليه في المبحث الموالي.

### المبحث الثاني: تهيئة المحيط المناسب لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية

تعتبر البيئة الاقتصادية والسياسية المشجعة أحد العوامل المحورية لإنشاء بورصة أوراق مالية كما أنها تعتبر أيضًا من الأمور التي بطبيعتها مرغوبة من قبل أي حكومة. ومما لاشك فيه أن البيئات المحفزة سياسيا واقتصاديا مع توقعات مستقبلية إيجابية تمثل أوقاتا مناسبة لإنشاء مثل هذه البورصة، وعلى العكس تماما، فإن أي بيئة أو ظروف غير مستقرة سياسياً أو اقتصادياً من شأنها أن تمثل عائقاً أمام جذب المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية.

إن إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية يعد إنشاءً لركيزة أساسية من ركائز السوق المالي الإسلامي، وإن هذا الإنشاء يتطلب تهيئة المحيط المناسب لنجاحه، ويتجسد ذلك من خلال تحقق مجموعة من الشروط الاقتصادية والقانونية والشرعية والمهنية والفنية. إن تحقق الشروط الاقتصادية والقانونية والاجتماعية يسمح بتهيئة المحيط المناسب لنجاح إنشاء بورصة الأوراق المالية الإسلامية، ولذلك تم تخصيص هذا المبحث لدراسة كيف يتم تهيئة هذا المحيط.

#### المطلب الأول: تهيئة المحيط الاقتصادي لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية

إن تهيئة المحيط الاقتصادي لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية يتطلب تحقق مجموعة من الشروط الاقتصادية، والإجراءات، والمكونات الأساسية المساندة التي تتعلق بالنظام الاقتصادي. وفي هذا المبحث عرض لأهم الشروط الاقتصادية التي بتحقيقها يتم تهيئة المحيط الاقتصادي المناسب لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية.

##### 1- توفير جهاز مصرفي إسلامي مناسب

إن المصارف الإسلامية تعتبر العصب الحيوي لأي اقتصاد إسلامي، وهي بذلك أساسية لقيام بورصة أوراق مالية إسلامية. حيث تقوم المصارف الإسلامية بدور هام في سوق الأوراق المالية الإسلامية، من خلال الوساطة المالية بين الوحدات المالية ذات الفائض المالي، والوحدات ذات العجز المالي في النشاط الاقتصادي، وذلك بتوفير التمويل اللازم للوحدات ذات العجز المالي، وتوفير الاستثمار المناسب لوحدات الفائض المالي. وتتضح ضرورة توفر جهاز مصرفي إسلامي في الدور الذي تؤديه المصارف الإسلامية في تشييط بورصة الأوراق المالية الإسلامية، ويمكن إبراز هذا الدور من خلال ما يلي:

**1-1- دور المصارف الإسلامية في تنويع وابتكار الأدوات المالية الإسلامية:** تقوم المصارف الإسلامية على أسس داعمة لتنمية أسواق رأس المال من خلال استثماراتها المبنية على أساس المشاركة في الربح والخسارة، وكذا تحريك السياسة النقدية غير المرتكزة على الفائدة، كما تتفق المصارف الإسلامية مع بورصة الأوراق المالية الإسلامية بضرورة الإشراف والرقابة على المؤسسات وعمليات أسواق رأس المال باستبعاد عمليات الاستثمار المشوهة لاستقرار الأسواق المالية، مثل عمليات الشراء والبيع الآجل على الهامش

بدون أي نية للتقايض الفعلي، والعمليات المبنية على الحظ المرتبط بتقلبات بعض المؤشرات وكذا العمليات المسندة إلى خيارات شرائية أو بيعية تسمح بالتحوط بمبلغ صغير من مخاطر عمليات مضاربة متهورة وغيرها.<sup>50</sup>

إن الدعم الذي يمكن أن تقدمه المصارف الإسلامية لبورصة الأوراق المالية الإسلامية يتمثل أساساً في الحجم الكمي لما يمكن أن تضخه أو تستوعبه المصارف من أموال بواسطة مختلف أنشطتها الاستثمارية والتمويلية، حيث نجحت المصارف الإسلامية في ابتكار أدوات مصرفية تقوم على أسس شرعية تضيف كمية لا بأس بها وتنوعاً في محتوى وأشكال الأوعية الادخارية والقنوات الاستثمارية التي تستخدمها والتي تعتبر خروجاً متميزاً عن النمط المصرفي التقليدي السائد، وكان للأدوات المالية التالية دور في جذب مدخرات العالم الإسلامي، ومن أهمها:

- صناديق الاستثمار ( العقار - الأسهم - الإجارة ... )؛
- صكوك الاستثمار ( الإجارة - القرض الحسن - الاستصناع - السلم )؛
- الطروحات الخاصة / الشهادات الاستثمارية؛
- بطاقات الائتمان الإسلامية.

**1-2- دور المصارف الإسلامية في تنشيط سوق الإصدار:** يعتبر سوق الإصدار السوق الذي يتم من خلاله إصدار الأوراق المالية لأول مرة (الجديدة) من طرف المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية بغرض تمويل احتياجاتها المالية، ويتم ذلك عن طريق الاكتتاب. ويتطلب تنشيط سوق الإصدار توافر العديد من المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، التي تقوم وظيفتها الأساسية على تأسيس الشركات والترويج لها، والقيام بدور الوسيط بين الشركات والمستثمرين. مثل: شركات أمناء الاكتتاب، شركات التأجير التمويلي، شركات رأس المال المخاطر.

تؤدي المصارف الإسلامية دوراً هاماً في تنشيط ودعم سوق الإصدار من خلال مجموعة من العوامل أهمها:

- المساهمة في تأسيس الشركات وإقامة المشروعات، وطرح الأوراق المالية الإسلامية للاكتتاب العام (مثل شهادات الاستثمار القابلة للتداول، الصكوك الإسلامية، أسهم صناديق الاستثمار، وغيرها). وعليه فإن للجهاز المصرفي دوراً أساسياً في إنشاء الشركات التي سيتم تداول أسهمها فيما بعد في بورصة الأوراق المالية الإسلامية.<sup>51</sup>
- القيام بدور مصرف الاستثمار، وذلك من خلال تكفله بإيجاد المستثمر في حالات الاكتتاب العام للاستثمار في الأوراق المالية في سوق الإصدار، حيث تقوم هذه المصارف بشراء الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية من مصدريها بهدف إعادة بيعها لجمهور المستثمرين، كما يطلق على مصرف الاستثمار اسم "المروج"، ويتميز هذا النوع من المصارف بعدم قبوله للودائع، وإنما يعمل في أسواق الأوراق المالية، وبصفة خاصة في سوق الإصدار. ومصرف الاستثمار وظائف أخرى أساسية تتمثل في تقديم النصح والمشورة بخصوص الإصدارات الجديدة من حيث نوعيتها، وتوقيت إصدارها، وكل ما يتعلق بها سواء كان للمصدر أو للمستثمر.<sup>52</sup>

**1-3- دور المصارف الإسلامية في سوق التداول (السوق الثانوية):** على اعتبار أن سوق التداول هي السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتم الاكتتاب فيها، أي أن معظم نشاطها هو بيع وشراء الإصدارات القديمة. تؤدي المصارف الإسلامية دوراً هاماً في تنشيط سوق التداول من خلال زيادة العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية، ويكون ذلك عن طريق قيامها بالآتي:<sup>53</sup>

- تداول الأدوات المالية التي تقوم بإصدارها في السوق الأولية.

<sup>50</sup> توفيق شمبر، واقع الصناعة المالية الإسلامية، آفاق نموها، اتحاد المصارف العربية، أكتوبر 2003، العدد 284، ص: 15.

<sup>51</sup> رفعت العوضي، مرجع سابق، ص: 29.

<sup>52</sup> عماد غرازي، دور المصارف الإسلامية في تدعيم السوق المالي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2010، ص: 63.

<sup>53</sup> نفس مرجع سابق، ص: 82-84.

- الاستثمار المالي من خلال تشكيلة متنوعة ومنتقاة من الأوراق الإسلامية من خلال قيام المصارف الإسلامية بإدارة وتكوين وتدوير محافظ أوراقها المالية في السوق الثانوية.
- إنشاء صناديق استثمار القيم المنقولة، من خلال تكوين محافظ مالية للأوراق المالية بالعملة المحلية والأجنبية، ومن مختلف النوعيات.
- توفير خدمات إدارة المحافظ الاستثمارية وإنشاء صناديق الاستثمار المشترك لتوفير قنوات إضافية لاستثمار مدخرات المؤسسات والأفراد<sup>54</sup> في بورصة الأوراق المالية الإسلامية، وذلك من خلال تأسيس الشركات العاملة في سوق التداول وإقامة مؤسسات مالية متخصصة، مثل شركات الخدمات الاستشارية، شركات رأس المال المخاطر.
- القيام بدور أمناء الاستثمار من خلال شراء وبيع الأوراق المالية لحساب بعض عملائها ضمن محفظة استثمارية منفصلة عن المحافظ الاستثمارية التي تملكها هذه المصارف.<sup>55</sup>
- كما تمكن الاستثمارات المالية للمصارف الإسلامية من شراء للأوراق المالية سواء بغرض المتاجرة أو الاستثمار، ونشاطها في صناديق الاستثمار إيجابياً وطردياً على أداء البورصة، سواء من خلال زيادة حجم رأس المال السوقي، أو قيمة التداول، أو حجم التداول.

## 2- توفر عدد مناسب من شركات المساهمة المشروعة

تمثل الشركات المساهمة شرطاً أساسياً لقيام السوق المالية، كون أساس عمل بورصة الأوراق المالية هو بيع وشراء الأسهم والصكوك التي تطرحها الحكومة أو الشركات المساهمة.

2-1- دور شركات المساهمة في إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية: شركة المساهمة هي التي يكون رأس مالها مقسماً إلى أسهم متساوية القيمة وقابلة للتداول ولا يسأل المساهمون فيها إلا بقدر حصصهم في رأس المال. ومما لاشك فيه أن أسواق المال تؤدي دوراً مهماً في اقتصاد أي دولة وتؤدي الشركات المساهمة دوراً هاماً في أسواق المال لكل دولة. وإذا كانت بورصة الأوراق المالية هي مرآة الاقتصاد وبوابته الرئيسية فإن الشركات المساهمة هي الأداة الرئيسية التي تمكن السوق من أداء مهامه وتحقيق الغايات المرجوة منه، ونخص بالإشارة هنا إلى الشركات المساهمة ذات الاكتتاب العام، إذ لا يمكن تحيل سوق أوراق مالية بدونها. فبينما توفر الشركات المساهمة الأسهم والأدوات المالية الأخرى للتداول في السوق، فإن السوق يوفر لتلك الشركات القدرة على النمو والتوسع من خلال توفير المساهمين الراغبين في الشراء كما يوفر البيئة الملائمة لتداول تلك الأسهم وانتقال ملكيتها بين المساهمين بسهولة ويسر في جو من الأمان والشفافية.

وانطلاقاً من أن بورصة الأوراق المالية المراد إنشاؤها إسلامية أي أنها سوق منضبطة بمبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية، فإن شركات المساهمة التي من شأنها أن تنشط وتساعد هذه السوق على أداء وظائفها، هي بدورها يجب أن تخضع لضوابط وشروط تؤهلها للمساهمة في جعل هذه السوق مسيرة وفقاً أحكام الشريعة، وهذا سيتم تفصيله في الفصول اللاحقة لهذا البحث.

2-2- دور شركات الاستثمار الإسلامية في إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية: تأخذ شركة الاستثمار الإسلامية دور شركة إدارة الأموال، وتعرض على الجمهور المساهمات في استثمارات محددة (المضاربات)، حيث يكون الجمهور هو المالك المستفيد وشركة الاستثمار (الشريك المضارب) المدير يعطي الخبرة والعلم في الاستثمارات، ويقوم الجمهور بالحصول على صكوك، أو شهادات مساهمة، ويتم توزيع الأرباح بينهما على أساس نسب محددة.

ويمكن أن تحقق هذه الشركات، من خلال عرضها لخدماتها المالية الإسلامية، الأهداف التالية:<sup>56</sup>

<sup>54</sup> أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006، ص: 93.

<sup>55</sup> نفس المرجع أعلاه.

<sup>56</sup> أنور سويرة، شركات استثمار الأموال من منظور إسلامي، مؤسسة الرسالة ناشرون، بيروت، 2004، ص: 105.

- حقيبة استثمارية واسعة الخيارات تستطيع تحقيق العوائد مقابل المخاطر أو زيادة العوائد مقابل المخاطر.
- إدارة متخصصة للأموال والصناديق مطلعة على أحوال السوق ومؤهلة لاتخاذ قرارات صائبة.
- تخفيض تكاليف إدارة الأموال نتيجة للاستثمار بمبالغ أكبر في عملية واحدة.

وعليه فإن إنشاء شركات استثمار مالية إسلامية تقوم بتلقي وتوظيف الأموال للراغبين في استثمارها، يعمل على تنشيط بورصة الأوراق المالية الإسلامية من خلال إصدار وتداول أسهمها، بالإضافة إلى التداول في الأوراق المالية لغيرها من الشركات المدرجة في البورصة.

**2-3- توافر المؤسسات المساعدة لبورصة الأوراق المالية الإسلامية:** يعد توافر المؤسسات المساعدة لبورصة الأوراق المالية الإسلامية، سواء كانت مؤسسات خدمات ووساطة مالية إسلامية، أو مؤسسات مالية إسلامية أخرى متخصصة، من أهم مقومات نجاح بورصة الأوراق المالية الإسلامية، حيث تعمل هذه المؤسسات على دفع وتشجيع المستثمرين على التوجه إلى بورصة الأوراق المالية الإسلامية، مما يعزز نشاطها ويعزز عملها الجوهري. ومن هذه المؤسسات نجد:

**2-3-1- مؤسسات وساطة وخدمات مالية إسلامية:** يضطلع الوسطاء بدور حيوي في نشاط بورصة الأوراق المالية الإسلامية وتطويرها من خلال وساطة مالية كفؤة وقادرة على المنافسة والابتكار، ولذلك فإن وجود مؤسسات وساطة إسلامية متنوعة في إطار تنافسي يساعد على تحسين مستوى الخدمات المالية الإسلامية وتخفيض تكاليف الوساطة، مما ينعكس إيجاباً على نشاط البورصة الذي يحتاج إلى وجود مثل هذه المؤسسات وتحفيزها.<sup>57</sup>

فالوسيط المالي هو المختص بالشؤون المالية وله الخبرة والكفاءة في التعامل بالأوراق المالية وطرق تداولها وطرق تحصيل قسائمها، إلى جانب حياده التام في عقد الصفقات، وهو مسؤول أمام القانون كضامن لتنفيذ صفقات البيع والشراء للأوراق المالية، لذلك يشترط فيه توافر شروط خاصة تؤهله للعمل في هذا الجهاز المالي الهام، والتي سيتم التطرق إليها بشيء من التفصيل في الفصول القادمة من هذا البحث.

**2-3-2- صناديق استثمار إسلامية:** حتى تقوم شركات الاستثمار الإسلامية بوظيفة الوساطة المالية، تستعمل أداة هامة تعرف بصناديق الاستثمار الإسلامية والتي من شأنها زيادة القيمة الرأسمالية لحصص الصندوق من خلال استخدام طرق مختلفة تختلف باختلاف طبيعة الصندوق. ويعرف صندوق الاستثمار الإسلامي على أنه سلة تحتوي على مجموعة مختلفة من الأوراق المالية الإسلامية، تم شراؤها من قبل مجموعة من المستثمرين، ويتم إدارتها من قبل أشخاص متخصصين في مجال إدارة وتنظيم محافظ الاستثمارات، وقد يقوم بتكوينها شركات متخصصة أو بنوك إسلامية أيضاً، وتتولى إدارتها بنفسها.

إن هناك العديد من المزايا لإنشاء صناديق الاستثمار الإسلامية منها ما يلي:

- تنشيط حركة بورصة الأوراق المالية الإسلامية<sup>58</sup>؛ وذلك من خلال توفير أدوات استثمارية تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية تناسب ظروف المستثمرين المحتملين في تلك البورصة، فخاصية التنوع وما يترتب عنها من تخفيض المخاطر من شأنها أن تشجع المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة،

- تدوير محافظ الأوراق المالية بهدف تحقيق ربحية عالية للبنك الذي يؤسسها<sup>59</sup>؛

- تجميع أموال المدخرين وتوجيهها لمجال استثماري غير بنكي يؤدي إلى زيادة نشاط وفاعلية بورصة الأوراق المالية الإسلامية وكذا حماية المدخرات وتقديم أوعية ادخارية<sup>60</sup>؛

<sup>57</sup> أحمد سفر، مرجع سابق، ص: 90.

<sup>58</sup> محمد حلمي عبد التواب، البورصة المصرية والبورصات العالمية، مؤسسة الطوبجي للتجارة والطباعة والنشر، القاهرة، 2004، ص: 155. (بتصرف)

<sup>59</sup> منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين: دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، الطبعة الأولى، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر، 2006، ص: 47.

<sup>60</sup> إبراهيم بن عبد العزيز بن ناصر المزني، تقييم أداء صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية والعوامل المؤثرة عليها في المملكة العربية السعودية: دراسة قياسية، مذكرة ماجستير، قسم الاقتصاد، جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، 1424هـ/2004م، ص: 33. (بتصرف)

- المساهمة في تنفيذ عمليات الخوصصة من خلال بورصة الأوراق المالية الإسلامية؛
- تحقيق عوائد مرتفعة للأفراد وتنويع مصادر الدخل للمصارف؛
- توافر الخبرة والاحتراف في إدارة الصندوق؛<sup>61</sup>
- المرونة وارتفاع معدل السيولة؛<sup>62</sup>
- يؤدي إنشاء صناديق الاستثمار إلى وجود منفذ لصغار المدخرين للتعامل مع الأسواق المالية؛ وتوفر لهم الاستثمار في مجالات لا تخالف أحكام الشريعة الإسلامية، كما تساعد كبار المستثمرين الذين لا يتوفر لديهم الوقت الكافي لإدارة محافظهم الاستثمارية.<sup>63</sup>
- وعليه فإن صناديق الاستثمار الإسلامية تحقق رغبة المستثمرين الصغار فضلاً عن كبارهم في توفير أدوات مالية إسلامية تتيح لهم استثمار أموالهم شرعياً وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية<sup>64</sup>؛ وتهدف إلى تحقيق عوائد مرتفعة شرط أن تكون غير ربوية<sup>65</sup>؛

### 3- توفر مؤسسات التأمين التكافلي الإسلامي

مؤسسات التأمين التكافلي أو التعاوني الإسلامي هي شركات وظيفتها إدارة الأموال، وليس الضمان كما هو الحال في شركات التأمين التجاري.<sup>66</sup> تقوم شركات التأمين التعاوني بتصميم محافظ تأمينية مثل محفظة التأمين ضد حوادث السيارات، فتحدد طبيعة الخطر وتقوم بالحسابات المناسبة وتصميم برامج التعويض، ثم دعوة من أراد بالاشتراك في هذه المحفظة بدفع قسط محدد متناسب مع الخطر، ثم تجميع هذه الأموال في المحفظة وتديرها باستثمارها لصالح أصحابها، هذه الأموال تبقى ملكاً للمشاركين، ومهمة الشركة إدارتها لصالحهم، فإذا وقع مكروه على أحدهم قامت الشركة بالانقطاع من تلك الأموال ثم تعويضه بالقدر المتفق عليه.<sup>67</sup>

ولشركات التأمين دور مزدوج، فهي شركة تقدم خدمة التأمين لمن يطلبها، كما أنها مؤسسة مالية تحصل على الأموال من المؤمن لهم لتعيد استثمارها في مقابل عائد، ولم يقتصر نشاطها على هذا فقط بل امتد إلى الوساطة في العمليات البورصية، حيث فتحت معظم شركات التأمين فروعاً مختصة في هذا المجال مشكلة بذلك أحد أهم المتدخلين على مستوى السوق المالي بصفقتها طرفاً مقابلاً، أو وكيلاً لعملائها ليعا بذلك دور حيوي في عملية النمو الاقتصادي، بتحويل المدخرات إلى استثمارات رأسمالية.

### المطلب الثاني: تهيئة المحيط القانوني والاجتماعي لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية

إن من أهم الشروط العملية لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية هو توفير المناخ التشريعي الملائم لعمل هذه البورصة، وهي عبارة عن قوانين خاصة تسمح بتأسيسه وهذه القوانين من شأنها أن تضمن التطبيق السليم لعملية إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية.

<sup>61</sup> نادية أبو فخر، وآخرون، "الأسواق والمؤسسات المالية"، دار الحريري، مصر، بدون سنة النشر، ص 362.

<sup>62</sup> محمد صالح الحناوي، و جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 202.

<sup>63</sup> عبد الغفار حنفي، و رسمية قرياقص، "الأسواق و المؤسسات المالية (بنوك تجارية-أسواق الأوراق المالية-شركات التأمين-شركات الاستثمار)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص: 387

<sup>64</sup> أشرف محمد دوابه، "صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، دار السلام، القاهرة، الطبعة الأولى، 2004، ص: 73.

<sup>65</sup> منى قاسم، مرجع سابق، ص: 54.

<sup>66</sup> محمد أحمد زيدان، "أهمية إرساء وتعزيز مبادئ الحوكمة في شركات التأمين التعاوني"، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الثالث للتأمين التعاوني، 7 ديسمبر 2011، الرياض، السعودية، ص: 727.

<sup>67</sup> عبد البارى مشعل، "تقييم تطبيقات وتجارب التأمين التعاوني"، ورقة بحثية مقدمة لرابطة العالم الإسلامي الهيئة العالمية للاقتصاد والتمويل، ندوة التأمين التعاوني المنعقدة في 20-22 جانفي 2009، الرياض، السعودية، ص: 8.

واعتباراً من أن بورصة الأوراق المالية الإسلامية المراد إنشاؤها جزء من منظومة اقتصاد متكاملة ستعمل في إطار تنظيمي، يجب أن تحكمها جملة من القوانين والأعراف التي ترسم حدود عملها، وذلك بحسب الدولة التي تعمل فيها هذه البورصة، ولن يتم لها النجاح إلا إذا تبنت مدخل قانوني مختص، يوفر لها الغطاء الرسمي، فمن أجل ذلك يجب توافر القوانين الواضحة والمرنة التي تحمي حقوق المتعاملين في القطاع الخاص، وتتيح لهم المجال في ممارسة دور مهم في النشاط الاقتصادي، عن طريق احتواء هذه القوانين على التسهيلات والمميزات المشجعة والمحفزة على الاستثمار. كما يجب أن تتميز التشريعات القانونية بالمرنة الكافية التي تجعلها قادرة على التكيف، واستيعاب المتغيرات الجديدة بالشكل الذي يؤدي إلى زيادة حركة السوق بشكل مستمر.<sup>68</sup>

### 1- هيكلة البنية التحتية القانونية لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية

ترتبط التشريعات والقوانين التي تنظم قواعد التعامل في الأسواق المالية ارتباطاً وثيقاً بالتطورات الاقتصادية التي تمر بها الدولة. ويقصد بالبنية التحتية القانونية مجموع الإجراءات والتدابير والخطوات التي توفر المظلة القانونية المطلوب تحقيقها لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية، ويمكن بالتالي اعتبارها بورصة قانونية. وتنبع أهمية المدخل القانوني من أهمية السوق المالي الذي يعد في قمة الهرم في البناء الاقتصادي المتطور<sup>69</sup>، ولتحقيق هذا الإنشاء وفق أحكام القانون، يجب اتباع الخطوات المبينة في الفروع الآتية.

**1-1- توفر المناخ التشريعي الملائم لعمل بورصة الأوراق المالية الإسلامية:** تعد البداية القانونية لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية هي أول مراحل الإنشاء. وعلى الجانب القانوني لبورصة الأوراق المالية الإسلامية أن يخضع في تنظيمه إلى جهات رقابية وإشرافية، تتمثل أساساً في البنك المركزي الذي توجد فيه بورصة الأوراق المالية الإسلامية، هيئة سوق الأوراق المالية، وهيئة الرقابة الشرعية. وعليه يجب أن يتم الترخيص لإنشاء هذه البورصة من طرف هاته الجهات مجتمعة.

**1-2- الترخيص لعملية إنشاء بورصة الأوراق المالية الإسلامية:** تبدأ عملية الإنشاء رسمياً بتقديم طلب رسمي للجهات المختصة يوضح فيه جملة من البنود، أهمها الرغبة في إنشاء بورصة أوراق مالية تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية. تختلف إجراءات الترخيص لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية حسب القطاع الذي تنتمي إليه هذه البورصة، أي إن كانت مملوكة للقطاع الخاص وتدار بالأسلوب الحر، أم أنها ملك للدولة وتدار بالطريقة المقيدة، وهذا ما سيتم توضيحه فيما يلي:

**1-2-1- الترخيص لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية غير حكومية:** وهي الحالة التي ترغب فيها إحدى الجهات التابعة للقطاع الخاص بإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية، ففي هذه الحالة يجب على هذه الجهة تقديم طلب ترخيص إلى الجهات الرسمية للحصول على الغطاء القانوني، وغالباً ما ستكون شركة مساهمة خاصة. إلا أنه قبل التقدم بطلب الترخيص إلى الجهات الرسمية، تجدر معرفة ما يلي:

• توجهات الجهات المختصة ممثلة برئيس الوزراء أو وزارة الصناعة والتجارة أو الوزارة المعنية بحسب أنظمة كل دولة، ومحاولة استصدار موافقة مبدئية منها قبل طرح مشروع الإنشاء، وهذه الخطوة بالغة الأهمية للسببين التاليين:

- احتمالية الرفض المسبق من الجهات الرسمية، وخاصة أن معظم التشريعات الحالية لا يتوفر فيها ما يسمح أو ينظم عملية إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية، وذلك نظراً لأسباب مختلفة منها حداثة التجربة، بالرغم من توفر بعض التشريعات التي تعنى بأشكال إنشاء البنوك الإسلامية.<sup>70</sup>

<sup>68</sup> أحمد المسعودي، متطلبات إنشاء سوق مالية إسلامية في ليبيا: دراسة ميدانية، أطروحة دكتوراه في التمويل والمصارف، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، كانون أول، 2009، ص: 30.

<sup>69</sup> محمود علي الجبالي، الأسواق المالية في الإسلام، رسالة ماجستير في الاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 1991، ص: 116.

<sup>70</sup> محمد أبو بكر، قانون الشركات الأردني لسنة 1997، دار الثقافة لنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2005، ص: 205. (بتصرف)

- احتمالية عدم موافقة الجهات الرسمية حتى لو توفرت تشريعات بهذا الخصوص، وفي هذه الحالة لا داعي لأن تقوم الجهة الراغبة في الإنشاء باستكمال باقي خطوات متطلبات الترخيص، وإن كان القيام بذلك بشكل إجمالي في هذه الحالة لا يضر، بل يعد شكلا من أشكال الضغط للتغيير التشريعي الموائم لخطوة الإنشاء.<sup>71</sup>

أما في حالة وجود قبول مبدئي من الجهات الرسمية، لإنشاء بورصة أوراق مالية تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، فيمكن استكمال خطوات الوصول لقرار الإنشاء من خلال الآتي:

- القيام بتأسيس الهيئة العليا أو العامة لبورصة الأوراق المالية الإسلامية.
- القيام بتشكيل لجنة تحضيرية تقوم بإعداد خطة استراتيجية متكاملة موضحة فيها مهام اللجنة، وعلى رأسها بيان مراحل الإنشاء الزمنية ومتطلبات كل مرحلة.
- القيام بإعداد عقد التأسيس للبورصة ونظامها الأساسي الخاص بالأوراق المالية الإسلامية، وذلك بتضمينه نصوصا تنسجم وخطوات العمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، خاصة فيما يتعلق بالأدوات المالية الإسلامية.
- القيام بصياغة طلب خطي رسمي موقع من طرف مجلس إدارة البورصة وهيئتها العليا، وتقديمه إلى الجهات الرسمية مرفقا بعدة عناصر:<sup>72</sup>

- أسباب وأهداف الإنشاء مبنية على دراسة جدوى اقتصادية ومالية.
- بيان الشكل الذي ترغب إدارة البورصة تنبيهه.
- بيان أسلوب العمل الذي ترغب إدارة البورصة ممارسته.
- توضيح شروط أو متطلبات الإنشاء الشرعية تحديدا، وأثرها على السوق.
- توضيح الخطة الزمنية المتوقعة للإنشاء.
- بيان بأن رأس مال الشركة مدفوع بالكامل.
- بيان من الشركة بالتقديرات الأولية لموجوداتها ومطلوباتها.

**1-2-2- الترخيص لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية حكومية:** في هذه الحالة لن تتعثر خطوات الترخيص لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية طالما أن جهة إصدار قرار إنشاء مثل هذه البورصة هي نفس جهة مصدر التشريع. وفي مثل هذه الحالة قد يكون دافع رغبة الجهات الرسمية في إنشاء هذه البورصة أحد الأمرين:

- الرغبة في التزام أحكام الشريعة الإسلامية ضمن خطة مرحلية لتحويل كامل النظام الاقتصادي إلى نظام إسلامي، وتمثل البورصة حلقة من سلسلة في هذه المراحل.

- الرغبة في تحقيق معدلات نمو مرتفعة نظرا لعلاقة البورصة كسوق ثانوي بتفعيل سوق الإصدار، الذي ينظر إليه كأحد مرتكزات نظرية التراكم الرأسمالي المحققة للتنمية المطلوبة، وفي الأخير تحديدا، لن تحطو الجهات الرسمية مثل هذه الخطوة إلا بعد تلقي العديد من الدراسات الاقتصادية من مصادر مختلفة،<sup>73</sup> مثل: وزارة المالية، أو مركز أبحاث متخصص تثبت قرار الإنشاء.

**1-2-3- الترخيص لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية خاصة مع إشراف حكومي:** وهي الحالة التي تقوم فيها الجهات الرسمية بخصخصة البورصة لإحدى جهات القطاع الخاص، مع إبقاء نوع من المساهمة دون السيطرة أو دون مساهمة، وفي هذه الحالة تخلي الجهات الرسمية مسؤوليتها حول طبيعة عمل البورصة سواء كان بشكله التقليدي أو يمارس من خلالها أنشطة وأعمال تتفق وأحكام

<sup>71</sup> محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، دار النفائس، الأردن، 2010. (بتصرف)

<sup>72</sup> محمد أبو بكر، مرجع سابق، ص: 208. (بتصرف)

<sup>73</sup> محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص: 177.

الشريعة الإسلامية، وستبقى هذه البورصة محكومة بنظم وقوانين خاصة أو عامة، لتضمن الجهات الرسمية سلامة أعمال المنشأة واستمرارها بتقديم ذات الوظيفة، وعلى جهات الترخيص الرسمية، والجهة الراغبة بإنشاء هذه البورصة، العلم المسبق بأنه ليس شرطاً قيام دولة إسلامية لقيام هذه البورصة حيث أثبتت تجربة البنوك الإسلامية ذلك.<sup>74</sup>

**1-2-4- الترخيص القانوني من البنك المركزي:** من أهم الشروط القانونية التي يجب أن تخضع لها بورصة الأوراق المالية الإسلامية هي حصولها على ترخيص قانوني من البنك المركزي في نفس البلد الذي تنشأ فيه.

كما يجب قانوناً أن تحصل بورصة الأوراق المالية الإسلامية على موافقة البنك المركزي على كل المنتجات المالية والأدوات التي تستخدمها في مجال التمويل أو في مجال التداول والاستثمار، وأن تسعى جاهدة لشرح أحكام هذه الأدوات وتوضيح أهميتها في مجال التمويل والاستثمار حتى تحصل على إجازتها والترخيص بمزاوتها. فإن بعض المصارف المركزية العربية والإسلامية ما زالت غير محيطة بأساليب التمويل والاستثمار الإسلامية خاصة المتعلقة منها بالأسواق المالية الإسلامية وأحكام عملياتها وتعاملاتها.

وعلى بورصة الأوراق المالية الإسلامية أن تكون على اتصال وصلة دائمين بالبنك المركزي التابعة له أو الذي يوجد في الاقليم الذي تدير فيه هذه البورصة أعمالها، وذلك حتى يبقى على علم بكل التطورات الحاصلة، وحتى لا تتجاوز الحدود والصلاحيات الممنوحة لها قانوناً.<sup>75</sup>

## 2- القوانين المنشئة لبورصة أوراق مالية إسلامية

يتطلب إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية إصدار عقد تأسيس والذي يجب أن يحتوي على كل المعلومات المطلوبة عنها من حيث الإسم التجاري لها، والموازنة، والمقر القانوني لنشاطاتها.<sup>76</sup> وعليه يجب أن يسبق إنشاء أية بورصة إسلامية وضع قانون يحكم أنشطة هذه البورصة وإدارتها، ونوعية النشاط المستهدف (أوراق مالية، سلع، أو عملات)، وكذلك طرق التداول ونوعية السماسرة والوسطاء في هذه البورصة. كما يجب أن يسبق هذا القانون مراسيم تشريعه وتصرح به وتمنحه الصيغة القانونية والرسمية والتي تعرف في عرف القانون التجاري بـ "التشريعات والقوانين المنشئة لبورصة الأوراق المالية". إن هذه القوانين جائزة من حيث الأصل، فهي تدخل في إطار المصالح المرسله التي لم ينص الشارع على إلغائها ولهذا فلا بأس أن نستفيد ونسترشد بهذه القوانين (التي نص عليها القانون التجاري) شريطة أن تخضع للفحص والتدقيق حتى نأخذ منها ما يوافق شريعتنا ونستبعد منها ما يخالفها. وعليه يمكن للخبراء القائمون على إصدار هذه القوانين الاستعانة بالقوانين التجارية، ولكن يجب أن يخضعوها لشروط معينة تجعلها متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

ومن الشروط التي يجب أن تتوفر في هذه القوانين التأسيسية ما يلي:

- يجب أن يحتوي نص قانون إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية على قيام هيئة شرعية تراقب وتقيم مطابقة الأدوات المالية والتعاملات المستخدمة في هذه البورصة لأحكام الشريعة الإسلامية، مع تحديد اختصاصاتها، وصفات أعضائها في مواد قانونية ملزمة.

- يجب أن لا ينص قانون الإنشاء على أي أوراق أو أدوات مالية محرمة، أو أي نشاط تجاري محرم، أي أن تكون هناك مادة تنص صراحة على هذه الأوراق أو الأدوات التي لا يجب أن تخرج عن البدائل الشرعية التي أرساها الاجتهاد المعاصر، كالأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة والصكوك الإسلامية التي تعتبر البديل الشرعي للسندات ذات الفائدة المحرمة.

<sup>74</sup> محمود علي الجبالي، مرجع سابق، ص: 118.

<sup>75</sup> محمد الأمين ولد عالي، مرجع سابق، ص: 388-389.

<sup>76</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 331.

- يجب أن يشتمل القانون المنظم لإدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية على تحديد الأعضاء والوسطاء وشروطهم وضوابطهم القانونية والشرعية، مع ضرورة أن يتضمن هذا القانون الأحكام الخاصة بفض المنازعات التي قد تنشأ داخل هذه البورصة أو فيما بينها وبين الإدارات أو الأسواق الأخرى، وأن يتضمن هذا القانون أحكام التأديب والتحكيم، وغير ذلك.
- يجب أن يتضمن القانون موازنة مالية يتم من خلالها تحديد الإيرادات، شرط أن تبدأ السنة المالية لهذه الموازنة من أول محرم إلى نهاية ذي الحجة من كل عام هجري، وتحدد اللوائح الداخلية للموازنة طرق صرفها.<sup>77</sup>
- يجب أن يتضمن القانون المنشئ لبورصة الأوراق المالية الإسلامية والقوانين المؤسسة والمنظمة لها على وجود هيئة رقابية قانونية وتدقيق محاسبي وفق المعايير المحاسبية الإسلامية الدولية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)\*.

### المطلب الثالث: تهيئة المحيط الاجتماعي لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية

إن إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية يتطلب تهيئة المجتمع لتبني هذه الفكرة ونجاحها، ولذلك يجب التأكد من قابلية المجتمع لاحتضان مثل هذه البورصة، ومدى توفر بعض العناصر التي تعتبر أساسية لجعل هذه البورصة تعمل بالكفاءة المهنية المطلوبة لتنافس بذلك نظيرتها التقليدية وتوافق في نفس الوقت المتطلبات الشرعية. ومن خلال هذا المطلب تمت الإشارة إلى هذه العناصر وغيرها.

#### 1- نضج الوعي العقدي والثقافي الإسلامي واقتناع الرأي العام

كلما نضج الوعي العقدي والثقافي الإسلامي لدى غالبية الناس ازداد التزامهم واقتناعهم بإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية. إن لاقتناع الرأي العام بهذه الفكرة أهمية بالغة، ففي البيئة التي يعد القرآن الكريم شريعة المجتمع والدين الإسلامي محركا أساسيا لسلوك الناس واتجاهاتهم يعتبر حافزا مهما لتسهيل إنشاء بورصة إسلامية. ومما يساهم في نشر الوعي لجمهور المتعاملين أن تقوم الصحافة الاقتصادية المتخصصة والإعلام المرئي والمؤتمرات بتوعية المجتمع بضرورة وأهمية إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية.

#### 2- توافر الكفاءات الوظيفية المناسبة

إن وجود الكفاءات البشرية (من موظفين وإداريين) القادرة على تسيير دقة الأنشطة المالية الإسلامية تعد متطلباً رئيساً لإنجاح فكرة تأسيس السوق لاسيما في ظل رغبة واقتناع الإدارات، وأصحاب القرارات بفكرة السوق وتأسيسه. وآلية ذلك عن طريق إيفاد مجموعة من الكفاءات البشرية لتلقي التدريب الفني اللازم لذلك، إضافة إلى استقدام بعض الخبراء من الدول ذات التجربة في هذا المجال للمساعدة في إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية. كما قد يستدعي ذلك إنشاء جامعات ومعاهد لتدريس التمويل الإسلامي.

<sup>77</sup> نفس المرجع السابق.

\* تأسست هذه الهيئة منذ 1991، وقد أصدرت هذه الهيئة 56 معيارا في المحاسبة، كما أنها نجحت في إدخال برنامج المحاسب العام الإسلامي المعتمد (CIPA) وذلك لأول مرة على مستوى العالم.

### 3- تطوير المناهج التعليمية المتعلقة بالأسواق المالية الإسلامية

تؤدي الجامعات دوراً تعليمياً في تأصيل ثقافة البورصة الإسلامية من خلال برامج المحاكاة والمناهج العلمية التي تتناول بورصة الأوراق المالية الإسلامية علمياً وعملياً. وإن إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية سوف يفرض على الجامعات والمؤسسات التعليمية ضرورة تطوير مناهجها بما يواكب تقنيات الأسواق المالية الإسلامية.

وعليه فإن كل من مفاهيم الأسواق المالية، وإدارة المحافظ، وصناديق الاستثمار، وتحليل وإدارة المخاطر، والحوكمة ومفاهيم التقرير المالي والمؤشرات العامة والقطاعية للأسواق المالية والتحليل الفني والأساسي لها وغيرها من المفاهيم يجب أن يعاد النظر فيها لتعديل ما يجب تعديله وفقاً لمبادئ الأسواق المالية الإسلامية.

وفي آخر هذا المبحث تجدر الإشارة إلى أن لاقتناع أصحاب القرار بالمبادئ والمفاهيم الإسلامية دوراً مهماً في إنجاح فكرة إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية، لأن ذلك من شأنه أن يضمن سلامة تطبيق الشريعة الإسلامية في المعاملات المالية الإسلامية، فاقتناع الإداريين وأصحاب القرار بالمبادئ الإسلامية ضروري، إذ يتوقف علي توافره باقي المتطلبات.

## خلاصة الفصل التمهيدي

من خلال هذا الفصل التمهيدي تم التعرف على مفهوم وأهمية الأسواق المالية التقليدية منذ نشأتها إلى غاية ظهور الأسواق المالية الإسلامية، ومن خلال المقارنة التي تمت بين السوق المالي التقليدي ونظيره الإسلامي سواء من ناحية الأدوات المتداولة فيهما، سياسة كل منهما، والمؤسسات المكونة لكل منهما، تم التوصل إلى أن السوق المالي الإسلامي قد يشترك مع السوق المالي التقليدي في بعض الأهداف والأسس التنظيمية، ولكنه يختلف عنه جذريا في المبادئ والأسس الشرعية الإسلامية، ومن ذلك نركز على ما يلي:

- تتميز أدوات السوق المالي الإسلامي عن التقليدي بأنها أدوات خالية من الفائدة التي تعتبر من قبيل الربا المحرم شرعا، ومن جميع المعاملات المحرمة في الشريعة الإسلامية، إلا أنه يشترك معه في الأدوات الخالية من المحرمات كالأسهم الخاضعة للشروط الشرعية مثلا.
  - إن مؤسسات السوق المالي الإسلامي مجموعة مؤسسات متفقة في المظهر مع مؤسسات السوق المالي التقليدي ومختلفة في الجوهر.
  - إن السياسات التي يجب أن تسير السوق المالي الإسلامي لا بد وأن تخضع لضوابط التنمية في الاقتصاد الإسلامي، ولا مانع من الاستفادة من سياسات السوق المالي التقليدي إذا ما تم إخضاعها لهذه الضوابط، ويتم اعتبارها سياسات مكملة للسياسات التنموية الإسلامية، والتي تنطلق من منطلق هام وهو نظرة الإسلام للمال على أنه مال الله والإنسان مستخلف فيه.
- بعدها تم التعرف على المؤسسات التي لازال السوق المالي الإسلامي يفتقدها، كانت بورصة الأوراق المالية الإسلامية من أهم هذه المؤسسات التي مازالت تحتاج إلى تكييف وضبط، إلا أن إنشاؤها يتطلب العديد من تحضير البيئة التي يجب أن تنشأ فيها هذه البورصة، ومن أهمها تهيئة المحيط المناسب لقيام مثل هذه البورصة. ولعل أول ما يجب تهيئته هما المحيطين الاقتصادي والقانوني، بالإضافة إلى المحيط الاجتماعي. وهذه التهيئة تتطلب تحقق مجموعة من الشروط يمكن تصنيفها حسب طبيعتها إلى اقتصادية، قانونية واجتماعية.

## الفصل الأول :

ماهية بورصة الأوراق المالية الإسلامية  
وآلية عملها

## الفصل الأول: ماهية بورصة الأوراق المالية الإسلامية وآلية عملها

لطالما اعتبرت بورصة الأوراق المالية ضرورة من ضروريات نمو وتطور أي اقتصاد محلي أو عالمي، فالكثير من الاقتصاديين يجعلها المرآة التي تعكس الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول وتقدمها. فالبورصة تعد من أهم أجهزة ومكونات الأسواق المالية، إذ تهدف إلى تأمين السيولة وتجميع المدخرات للإسهام في عمليات الاستثمار والتنمية.

ولقد تقدم أن السوق المالي الإسلامي يختلف عن نظيره التقليدي في جوانب معينة ويتفق معه في أخرى، وعليه فإن مفهوم البورصة التي يجب إنشاؤها في سوق مالي إسلامي ستختلف في مفهومها عن تلك الموجودة في السوق المالي التقليدي، إلا أنهما تتفقان في الجوانب التنظيمية والإدارية. وبالتالي سيتم الاحتفاظ بالجوانب التنظيمية لبورصة الأوراق المالية التقليدية وإسقاطها على بورصة الأوراق المالية الإسلامية مع إبراز الاختلاف في المفهوم والمبادئ بين البورصتين الإسلامية والتقليدية، وإذا ما اختلفتا في المفهوم والمبادئ ستختلفان حتما في الأهمية والوظائف المنوطة بهما، كما ستختلفان في الدوافع التي تدعو إلى إنشاء كل منهما، وهذا ما سيبين من خلال هذا الفصل.

ويرتكز إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية على أطراف رئيسية قد تشترك في تصنيفها مع بورصة الأوراق المالية التقليدية إلا أنها تختلف معها في الشروط التي يجب أن تخضع لها لتكون متوافقة شرعا للعمل تحت إطار إسلامي.

وعليه يعرض هذا الفصل تفصيل ما ذكر أعلاه من خلال تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، يتم التطرق فيها للعناصر التالية:

- المبحث الأول: ماهية بورصة الأوراق المالية الإسلامية وأوجه الاختلاف بينها وبين التقليدية.
- المبحث الثاني: أهمية بورصة الأوراق المالية الإسلامية ودوافع إنشائها.
- المبحث الثالث: آلية عمل بورصة الأوراق المالية الإسلامية وشروط كفاءتها.

## المبحث الأول: ماهية بورصة الأوراق المالية الإسلامية وأوجه الاختلاف بينها وبين التقليدية

إن بورصة الأوراق المالية الإسلامية تستمد مفهومها من مفهوم بورصة الأوراق المالية التقليدية إلا أنها تختلف عنها في الأسس والمبادئ التي تقوم عليها، ومن خلال هذا المبحث سيتم التطرق إلى مفهوم كلا من البورصتين التقليدية والإسلامية مع الإشارة إلى تاريخ فكرة إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية والمبادئ الأساسية التي تقوم عليها في المطلب الأول من هذا المبحث، ومن ثم استخراج أوجه الاختلاف بينها وبين بورصة الأوراق المالية التقليدية في مطلبه الثاني، أما المطلب الثالث فيتبين من خلاله التصنيف الوظيفي والتنظيمي لبورصة الأوراق المالية الإسلامية.

### المطلب الأول: مفهوم بورصة الأوراق المالية التقليدية والإسلامية

غالباً ما يطلق على بورصة الأوراق المالية اسم "سوق الأوراق المالية"، ذلك لكونها لا تختلف عن الأسواق عموماً حيث كونها مكاناً للبيع والشراء، يلتقي فيه الناس لتبادل الأثمان والمثمنات، إلا أنها ذات نظام خاص غير نظام الأسواق المتعارف عليها منذ القدم، وتطلق عليها أيضاً تسميات أخرى مثل: السوق المالية، بورصة القيم المنقولة، سوق الأسهم والسندات. وتشير هذه التسميات -في أغلب الأحيان- إلى مدلول واحد وهو تلك السوق التي تعد الجناح الثاني من سوق رأس المال الذي يعد بدوره أحد جناحي سوق المال. وإن إضافة مصطلح "الإسلامية" لأي من هذه الأسماء سيميزها عن بورصة الأوراق المالية "التقليدية"، كما سيتم التمييز بينهما في التعريف والمفهوم من خلال عرض عناصر هذا المطلب.

### 1- تعريف بورصة الأوراق المالية التقليدية وموقف الشريعة منها

لنتمكن من تعريف بورصة الأوراق المالية التقليدية، سيتم أولاً تعريف المصطلحات ذات الصلة بها، فنقوم بتعريف كل من مصطلح البورصة على حدى والأوراق المالية على حدى.

**1-1- تعريف البورصة وأصل الكلمة:** إن مصطلح البورصة فرض نفسه على جميع اللغات، ويرى العديد من الباحثين أن كلمة "بورصة" ليست عربية وإنما هي كلمة فرنسية تعني كيس النقود، وتنطق هكذا في معظم اللغات الأجنبية محتفظة بالأصل التي نشأت عليه، ويمكن أن يطلق عليها إسم "مصفق" باللغة العربية (من صفقة كما ترى بعض المعاجم اللغوية العربية). حيث تختلف الروايات في أصل كلمة "بورصة" إلا أنها متشابهة ومتقاربة، ولعل أهمها أن التجار في القرن السادس عشر الميلادي كانوا يقدون إلى مدينة "بروج" ببلجيكا وينزلون في فندق لعائلة تحترف الصرافة، وتسمى فاندربورص (Vandrburse) نسبة إلى أنه كان منقوشاً على واجهة منزلهم الخارجية ثلاثة أكياس نقود (حيث تسمى الأكياس بالفرنسية: Bourses) رمزا لحرفتهم، ولعل من اسمهم اشتقت كلمة البورصة.<sup>78</sup>

وتتعدد تعاريف البورصة في الاصطلاح الاقتصادي، حيث تعرف بناءً على اعتبارات عدة (المكان، الاجتماع، ونوع العمليات)، نذكر من هذه التعاريف الآتي:

- "هي مؤسسة مستمرة ومنظمة تنظيمياً دقيقاً تضمن تلاقي العرض والطلب بالنسبة للبضاعة أو القيم التي تتناولها حركتها في جو من المنافسة الحرة المتاحة".<sup>79</sup>

\* بروج (BRUGES): عاصمة الفلاندر الغربية شمال غربي بلجيكا، كانت من أعظم الموانئ في شمال أوروبا، وتشتهر بعمارة العصور الوسطى، وبعض الصناعات.

J. Peyrard, La bourse, Vuibert, 8<sup>ème</sup> éd, Paris, 1999, p: 12.

<sup>79</sup> مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان، سوريا، 2009، ص: 16.

- "مجموعة العمليات التي تتم في مكان معين، بين مجموعة من الناس لإبرام صفقات تجارية حول منتجات زراعية، أو صناعية، أو أوراق مالية، سواء أكان محل الصفقة حاضراً، أو غائباً عن مكان العقد، أو حتى لا وجود له أثناء التعاقد، لكن يمكن أن يوجد".<sup>80</sup>

- "شركة مكونة من عدد من الأعضاء الذين يمتلكون مقاعد في تلك الشركة. ويقتصر حق إجراء العمليات على أرضية البورصة على هؤلاء الأعضاء".<sup>81</sup>

ومن هذه التعاريف يمكن أن نقول أن البورصة هي سوق تخضع لتنظيمات وقوانين محددة تسمح بتداول سلعة أو ورقة مالية من خلال عملية مزيدة يتم فيها مقابلة عروض البيع بأوامر الشراء، ويتنوع أنواع السلع تتنوع أصناف البورصات، ولقد تم عرض هذه الأصناف من خلال تقسيمات السوق المالي في الفصل التمهيدي.

**1-2- تعريف بورصة الأوراق المالية التقليدية:** يطلق الاقتصاديون على السوق التي تتعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً ببورصة الأوراق المالية. وتختص هذه الأخيرة بالعديد من التعاريف، حيث تعرف بالمعنى الواسع على أنها:

- "المكان الذي يسهل فيه تدفق الأموال من حوزة المدخرين وانسيابها إلى حوزة المستثمرين مقابل حصول الطرف الأول على ورقة مالية (أسهم أو سندات أو مشتقات) وحصول الطرف الثاني على المدخرات النقدية، الأمر الذي يترتب عليه تحويل المدخرات النقدية إلى أوراق مالية (استثمارات مالية) أو العكس ويعني آخر أن البورصة هي حلقة الوصل بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية".<sup>82</sup>

- "السوق المالية طويلة الأجل التي تتولى تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في المشروعات الجديدة أو التوظيف في المشروعات القائمة، وهي تساعد على انتقال رأس المال من المدخر إلى المستثمر".<sup>83</sup>

كما تعرف بمعناها الضيق على أنها:

- "مكان أو سوق يلتقي فيه دورياً أعوان مختصون ومعتمدون حيث يقومون بإبرام صفقات بالبيع والشراء لقيم متداولة (أوراق مالية: أسهم وسندات) أو أشياء غير موجودة تحت نظر الأطراف المتعاقدة، بأسعار متفاوض عليها".<sup>84</sup>

- "مكان إلتقاء مالكي الأوراق المالية المصدرة سابقاً مع المشتريين الذين يرغبون في اقتناء نفس هذه الأوراق".<sup>85</sup>

- هي مكان تبادل الأسهم والسندات، وهي عبارة عن سوق منظمة ومقننة، يتم التفاوض فيها على جميع القيم المنقولة المقيدة في البورصة.<sup>86</sup>

- "مكان التقاء العرض والطلب للأوراق المالية وهي بذلك تمثل الجهة التي يتم فيها تنفيذ عمليات التداول للأوراق المالية".<sup>87</sup>

وعليه يمكن إدراج تعريف لبورصة الأوراق المالية التقليدية على أنها سوق تجري فيها الصفقات وعمليات البيع والشراء للأوراق المالية، حيث ينساب فيها المال من مختلف الشرائح والقطاعات مما يساعد على تنمية وتشجيع الاستثمار الذي يؤدي إلى نمو الاقتصاد، تحكم أداءها قواعد قانونية وفنية، وتختلف عن معظم الأسواق في كونها

<sup>80</sup> محمد يوسف سليمان، رأي التشريع الإسلامي في مسائل البورصة، الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، 1982، المجلد 1، الجزء 5، ص: 39.

<sup>81</sup> سعد مطاوع، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية، مصر، 2005، ص: 438.

<sup>82</sup> فيصل محمود الشاورة، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية، داو وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2008، ص: 45.

<sup>83</sup> فؤاد مرسي، التمويل المصرفي للتنمية الاقتصادية، منشأة المعارف بالاسكندرية، 1980، ص: 264.

<sup>84</sup> محمد براق، بورصة القيم المنقولة ودورها في تحقيق التنمية، أطروحة دكتوراه، الجزء I، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999، ص: 96.

<sup>85</sup> B. Belletante, *La bourse: temple de la spéculation ou marché financier?*, Hatier, Paris, 5<sup>ème</sup> édition, 1987, p: 175.

<sup>86</sup> V. Haderer, *L'école pratique de la bourse: en 600 mots*, Le journal des finances, Paris, 1996, p: 15

<sup>87</sup> سعد مطاوع، مرجع سابق، ص: 482.

تعرض ولا تملك في أغلب الأحيان الأصول التي تعرضها، حيث أن هذه الأخيرة ليست أصولاً حقيقية وإنما هي أوراق مالية غالباً ما تكون أسهم وسندات. إلا أن هذه السوق غير منضبطة مع قواعد الشريعة الإسلامية في أدواتها وتعاملاتها.

**1-3- موقف الشريعة الإسلامية من بورصة الأوراق المالية التقليدية:** تعتبر بورصة الأوراق المالية بالمفهوم المعاصر نوعاً من الأسواق التي لم تكن معروفة في التراث ولا في التجارة الإسلامية. ولهذا لم يكن للمسلمين منذ صدر الإسلام الأول أسواق متطورة مثل ما كان في الدولة الرومانية والدولة الفارسية، ولكن كانت هناك أسواق غير منظمة وأسواق عادية تتعامل بالسلع والمقايضة.

ولحدثة هذه الأسواق في ثقافتنا العربية والإسلامية، فقد أولاهما الاجتهاد المعاصر كثيراً من الاهتمام والتقصي، ومجمل ما تم التوصل إليه هو أنها جائزة من حيث الأصل، وتدخل في إطار الحسبة والسياسة الشرعية، والمصالح المرسل، وعليه فإن إنشاء البورصة من حيث كونها سوقاً للنشاط التجاري وللإستثمار هي مباحة شرعاً، ولكن من ناحية الأدوات المتداولة فيها، والنشاطات والعمليات التي تجري فيها، يجب أن تنضبط بالضوابط الشرعية التي وضعها وحددها الاجتهاد المعاصر.<sup>88</sup> ولقد صدرت عدة قرارات من مجمع الفقه الإسلامي تتعلق بالتكييف الشرعي للأسواق المالية عامة وسوق الأوراق المالية والبضائع (البورصة) على وجه الخصوص وورد فيه سرد للجوانب الايجابية المفيدة فيها.<sup>89</sup>

حيث أشار في قراراته إلى أن "الاهتمام بالأسواق المالية هو من تمام إقامة الواجب في حفظ المال وتنميته باعتبار ما يستتبعه هذا من التعاون لسد الحاجات العامة وأداء ما في المال من حقوق دينية أو دنيوية".<sup>90</sup> كما تم البث في جملة من أحكام الأسواق المالية منها: الأسهم، والسندات، والخيارات، والسلع، والعملات، والمؤشرات، وغيرها.<sup>91</sup>

ومن خلال ما سبق يتضح لنا أننا كمسلمين مطالبون بإنشاء بورصة أوراق مالية تخضع لمجموعة من الشروط والضوابط الشرعية، والتي تجعلها تحقق ما أنشأت من أجله، من حفظ للمال وتنمية للإقتصاد الإسلامي ولقد اصطلح على تسمية هذه البورصة ببورصة الأوراق المالية الإسلامية للفرقة بينها وبين نظيرتها التقليدية.

## 2- تعريف بورصة الأوراق المالية الإسلامية

إن بورصة الأوراق المالية الإسلامية تستمد تعريفاتها من تعريفات بورصة الأوراق المالية التقليدية مع إبراز الجانب الشرعي لتعاملاتها. ورغم أن تعريفات بورصة الأوراق المالية الإسلامية نادرة، فلقد تم الحصول على عدد قليل منها من عدة قراءات ومطالعات متعلقة بالدراسة وهي:

- "السوق التي يمكن أن تتداول فيها الأوراق المالية من الأسهم، والصكوك الإسلامية على الوجه الذي تجيزه الشريعة الإسلامية".<sup>92</sup>

- "سوق منظمة يتم فيها تلاقي إرادة المتعاقدين للتعامل بمختلف الأوراق المالية المشروعة".<sup>93</sup>

<sup>88</sup> قرار مجمع الفقه بشأن الأسواق المالية، الدورة السادسة، العدد السادس، الجزء الثاني، ص: 1723.

<sup>89</sup> قرار المجمع الفقهي الإسلامي حول سوق الأوراق المالية والبضائع (البورصة)، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، رابطة العالم الإسلامي، السنة الثامنة، العدد العاشر، 1417هـ، ص: 306.

<sup>90</sup> قرار رقم 59 (6/10) بشأن الأسواق المالية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السادس (ج 1/ص 1273)، والعدد السابع (ج 1/ص 73).

<sup>91</sup> قرار رقم 73 (7/1) بشأن الأسواق المالية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السادس (ج 2/ص 1273)، والعدد السابع (ج 1/ص 73)، والعدد التاسع (ج 2/ص 5).

<sup>92</sup> كمال توفيق خطاب، مرجع سابق، ص: 2.

<sup>93</sup> أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة: دراسة فقهية، دار الكتاب الثقافي، عمان، 2008، ص: 19.

- "سوق منظمة تتعقد في مكان معين في أوقات دورية للتعامل الشرعي بيعة وشراء لمختلف الأوراق المالية، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة".<sup>94</sup>

- "سوق مالية متطورة (بورصة إسلامية) تشمل الأدوات والأوراق المالية من أسهم وصكوك إسلامية، كما تشمل التعامل في النشاطات المالية الأخرى، حسب البدائل الشرعية التي أرساها الاجتهاد المعاصر".<sup>95</sup>

- "نوع من السوق التي تكون جميع عملياتها ونشاطاتها موافقة للشرعية الإسلامية. ويعني بموافقة للشرعية الإسلامية: تحريم الفائدة أو الربا، تحريم كل نشاطات البيع أو الشراء المنطوية على الغرر، تحريم الميسر أو مقتضياته، تحريم إنتاج أو بيع أو توفير أي خدمة محرمة شرعاً".<sup>96</sup>

من خلال هذه التعريفات يمكن أن نعرف بورصة الأوراق المالية الإسلامية على أنها الإطار القانوني لسوق تحكمها قوانين ولوائح منظمة، يتم من خلالها إصدار وتداول أوراق مالية إسلامية بهدف توجيه الإدخار نحو استثمارات تنموية ومنتجة بوسائل وأدوات مالية إسلامية مشروعة.

### 3- مبادئ بورصة الأوراق المالية الإسلامية

اعتباراً من كون بورصة الأوراق المالية الإسلامية رافداً من روافد السوق المالية الإسلامية، فإنها تستمد مبادئها من مبادئ الاقتصاد الإسلامي، وهذا ما يميزها عن نظيرتها التقليدية، والتي يمكن إجمالها فيما يلي:

- **مبدأ الالتزام بالضوابط الشرعية والأخلاقية:** أي أن تكون البورصة خاضعة لأحكام الشريعة الإسلامية في جميع تعاملاتها، وأن تكون خالية من جميع المحظورات الشرعية المتمثلة في الربا، والغرر، والغبن، والنجش، والمقامرة، والاحتكار، والخداع، والغش، والتدليس، وكل عقد أو تصرف قد يؤدي إلى حدوث محذور شرعي.
- **مبدأ الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي:** أي أن تكون بورصة الأوراق المالية الإسلامية خالية من المضاربات غير الأخلاقية، وذلك من خلال تبني العقود الإسلامية التي تهدف إلى الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي مثل المشاركات والبيوع والإجازات وغيرها من العقود. فإن قيام بعض المتعاملين في البورصة بشراء الأوراق المالية وبيعها ليس بغرض الاستثمار أو الإسترباح ولكن بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم يؤدي إلى ظهور ميول احتكارية في هذه البورصات، وإن الإسلام قد حرم الاحتكار فقال عليه الصلاة والسلام: "المحتكر ملعون والجالب مرزوق".<sup>97</sup>
- **مبدأ المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية:** إن من شروط تحقيق قيمة مضافة في الاقتصاد أن تكون الاستثمارات فيه حقيقية، وهذا ما تتميز به بورصة الأوراق المالية الإسلامية، إذ يعد من أهم مبادئ الاقتصاد الإسلامي، حيث أنه لا يوجد تناقض بين الأهداف الكلية للمجتمع في التنمية الاقتصادية وآلية تعامل الأفراد في بورصة إسلامية.

ولتتمكن بورصة الأوراق المالية الإسلامية من تحقيق مبدأ المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية، يجب أن تعمل على:<sup>98</sup>

- تبعية السوق المالي للسوق العيني، بمعنى أن تحركات بورصة الأوراق المالية الإسلامية تكون تابعة وقوية الارتباط بتحركات سوق السلع العينية، وذلك يعني سيادة المعرفة الاقتصادية الحقيقية في توجيه تحركات الأسهم.

<sup>94</sup> أحمد محيي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإيمانية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، الكتاب الثاني، الطبعة الأولى، 1995، ص: 24.

<sup>95</sup> محمد الأمين ولد عالي، مرجع سابق، ص: 471.

<sup>96</sup> عمادة التعليم عن بعد، ملخص مقرر الأسواق المالية وإدارة المحافظ المالية، جامعة الإمام بن سعود الإسلامية، السعودية، ص: 24-25. نسخة إلكترونية، الموقع: [www.e-imamm.com](http://www.e-imamm.com)، تاريخ التحميل: 2013/05/01.

<sup>97</sup> أحمد محمد محمود نصار، الأسواق المالية الإسلامية: مبادئها وأدواتها، المجموعة العلمية الإلكترونية للباحثين في الاقتصاد الإسلامي، Islamic Economics، تاريخ الإطلاع: 2010/09/16.

<sup>98</sup> سيف الدين إبراهيم تاج الدين، "نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم"، مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي، م 3، ع 1، السعودية، 1985، ص: 22.

- استناد القيم السوقية على توقعات المدى البعيد بدلا من تغيرات المدى القريب، وفي ذلك حد لاتجاهات المضاربة البحتة وتشجيع للاستثمارات ذات الأجل الطويل.

#### 4- تاريخ فكرة إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية

ظهرت أول دعوة لإنشاء سوق مالية إسلامية منذ ما يقرب عقدين من الزمن من طرف الدكتور سامي حمود، وذلك في ندوة البركة الثانية في تونس سنة 1984،<sup>99</sup> حيث اقترح تداول الحصص الاستثمارية في حالات السلم والإيجار والمراجحة (وذلك لمعلومية الربح في هذه الصبغ) واقترح فكرة إنشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البركة البحريني الإسلامي، تكون متخصصة في تمويل المراجحة، وتكون أسهمها قابلة للبيع والشراء وفق أسعار معلنة مسبقا، على أساس محسوب تبعا للعملية المنفذة والأرباح المستحقة. وقد استجاب وزير التجارة والصناعة البحريني للفكرة بإصدار القرار رقم 18 لسنة 1986 الذي يسمح بتأسيس شركات مساهمة إسلامية، لتسجل البحرين بذلك فضل السبق في هذا المجال، ثم تجسدت الفكرة بعد ذلك بتأسيس شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية في 1987/1/5، ومن ثم شركة الأمين للأوراق المالية في 1987/6/28، حيث طرحت كل منهما أول إصدار لها سنة 1989، ثم تواصلت الندوات بعد ذلك مطالبة بضرورة إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية لتكون بمثابة سوق ثانوية مكملة للسوق الأولية.<sup>100</sup>

جاءت بعد ذلك دعوات متوالية لإنشاء بورصة الأوراق المالية الإسلامية، ومن أهم تلك الدعوات نجد الدعوة التي أثارها مجمع الفقه الإسلامي في قمته التي عقدت في الدورة الثامنة لمؤتمره بـ "بندر سيرى بيجوان" بـ "بروناي" -دار السلام- من 21 إلى 27 جويلية 1993، وقد صدر عنها قرار مهم حول الضرورة الاقتصادية والتكيفات الشرعية لإقامة بورصة أوراق مالية إسلامية.<sup>101</sup>

وقد سبق هذا القرار ندوات ومؤتمرات عقدها المجمع لبحث التكيفات الشرعية للأسواق المالية الدولية، وبمحت هذه الندوات والمؤتمرات كل الأدوات المالية المستخدمة في بورصات الأوراق المالية العالمية، وأصدرت الأدوات المالية المتداول فيها، الشركات والوحدات الاستثمارية وغيرها. ثم تم التأكيد من خلال هذه الندوات والمؤتمرات على أن بورصات الأوراق المالية بشكلها الحالي لا تحتمل الاقتصاد، وليست هي المثال الحقيقي للنظام المالي الإسلامي، وأنه يجب إيجاد البديل عنها. ودعى مجمع الفقه الإسلامي إلى ضرورة القيام بدراسة وافية لشروط هذه البدائل وطرائق تطبيقها في سوق إسلامية منظمة.<sup>102</sup> هذا وقد طالب مؤتمر إسهم الفكر الإسلامي في الاقتصاد المعاصر، بإنشاء سوق مالية إسلامية، لتيسير انتقال رؤوس الأموال والاستثمارات بين دول العالم الإسلامي.<sup>103</sup>

ولقد كانت أول استجابة عملية لهذه الدعوات بإنشاء السوق المالية الإسلامية الدولية في البحرين، وصدر بذلك مرسوم بقانون، وهي ما يسمى بسوق ماليزيا-البحرين، فكان للبحرين فضل السبق في هذا الشأن.<sup>104</sup> ثم تواصلت بعد ذلك الندوات والمؤتمرات التي تؤكد على ضرورة إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية في كل دولة إسلامية.

<sup>99</sup> محمد عثمان شبيب، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، دار الفنائس، الأردن، 2001، ص: 226.

<sup>100</sup> سليمان ناصر، "السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المالي المصرفي الإسلامي؟"، مجلة مركز صالح كامل للإقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، السنة السابعة، العدد

21، مصر، 2003، ص ص: 66-81.

<sup>101</sup> قرار رقم 74(8/5) بشأن تطبيقات شرعية لإقامة السوق الإسلامية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، العدد الثامن، الجزء الثاني، ص: 373.

<sup>102</sup> نفس المرجع أعلاه.

<sup>103</sup> شوقي شحاتة، سوق المال في إطار الفكر الإسلامي، مجلة البنوك الإسلامية، العدد 65، مارس 1989، القاهرة، ص ص: 36-37.

<sup>104</sup> مرسوم بقانون رقم: 23 لسنة 2002، قانون سوق ماليزيا والبحرين، موقع سوق المالية الإسلامية الدولية: www.iifm.net

## المطلب الثاني: أوجه الاختلاف بين بورصة الأوراق المالية الإسلامية والتقليدية

بعدما قمنا بتعريف كل من بورصة الأوراق المالية التقليدية وبورصة الأوراق المالية الإسلامية في المطلب السابق، تبين أنهما تنبعان من نفس الفكرة ولكنهما تختلفان في العديد من النواحي الأخرى، وعليه سيأتي هذا المطلب لبيان الفروق الأساسية بينهما وذلك من جوانب عدة، يتم عرضها من خلال العناصر التالية.

### 1- الاختلاف من حيث المنهج والنظام الاقتصادي

إن بورصة الأوراق المالية الإسلامية تعتمد منهجا عقائديا أخلاقيا ذو طابع تعبدية، إذ أن القواعد التي تخضع لها جميعها منضبطة مع أحكام الشريعة الإسلامية وكل طاعة لقاعدة من هذه القواعد هو طاعة الله تعالى، وكل طاعة لله هي عبادة، فتطبيق أحكام الشريعة الإسلامية عبادة، يقول الله تعالى: "وما خلقت الجن والإنس إلا ليعبدون"<sup>105</sup> أي يطيعون. وعليه فإن بورصة الأوراق المالية الإسلامية خاضعة لقواعد النظام الاقتصادي الإسلامي وهو اقتصاد رباني، في حين بورصة الأوراق المالية التقليدية تخضع لقواعد الاقتصاد الرأسمالي الوضعي.

### 2- الاختلاف من حيث الأهداف

إن أهم أهداف بورصة الأوراق المالية التقليدية في المذاهب الاقتصادية غير الإسلامية زيادة الرفاهية المادية من خلال دفع عجلة النمو الاقتصادي، وإن هدف بورصة الأوراق المالية الإسلامية زيادة على ذلك، هو السعي إلى تحقيق السمو الروحي والتهذيب النفسي للإنسان. وذلك أن الإسلام جعل هدف الاقتصاد المعنوي إلى جانب الثراء المادي، لأن سعادة الإنسان لا تتحقق إلا باجتماع الأمرين معاً، المادي والمعنوي، وبذلك يتم التوفيق بين حاجات الروح والبدن. لذلك تنفرد بورصة الأوراق المالية الإسلامية بقاعدة اقتصادية متميزة وذلك لجمعها بين المصلحتين العامة والخاصة، أي اعتبار مصلحة الفرد مع عدم إهدار مصلحة الجماعة.

### 3- الاختلاف من حيث المتعاملين فيها

تقبل بورصة الأوراق المالية الإسلامية التعامل مع الوسطاء والشركات (شركات الإكتتاب والتغطية والمقاصة وغيرها) التي تتعامل في الأوراق المالية الجائزة شرعا فقط، وهذا لا يمنع من دخول الشركات والمؤسسات التقليدية في التعامل ضمن هذه البورصة ولكن في نطاق المعاملات التي تميزها الشريعة الإسلامية وبعد خضوعها لضوابط معينة. بينما بورصة الأوراق المالية التقليدية تقبل التعامل مع جميع هؤلاء وغيرهم ممن لا يراعون أحكام الشريعة الإسلامية في تعاملاتهم.

### 4- الاختلاف من حيث الأوراق المالية المتداولة فيها

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

وفي بورصة الأوراق المالية الإسلامية يتم تداول أنواع عديدة من الأوراق المالية، من أبرزها الأسهم التي تعتبر أداة مهمة ومشاركة في كلا البورصتين التقليدية والإسلامية، إلا أن الأسهم المتداولة في هذه الأخيرة تتميز بكونها أسهما صادرة عن شركات ذات أنشطة مشروعة ولا تتعامل بأساليب محرمة شرعا، بالإضافة إلى كون هذه الأسهم من الأنواع الجائزة شرعا، كما سيتم بيانه لاحقا.

بالإضافة إلى الأسهم الجائزة شرعا نجد الصكوك الإسلامية والتي تعد بديلا للسندات المتداولة في بورصة الأوراق المالية التقليدية، حيث تمتاز هذه الصكوك بتعددتها وتنوعها فضلا عن كونها تعبر عن أموال مستثمرة في اقتصاد حقيقي.

## 5- الاختلاف من حيث أساليب التعامل

يتم التعامل في بورصة الأوراق المالية الإسلامية وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، ومن ثم يمكن التفريق بين أساليب التعامل في البورصتين من خلال الآتي:

**5-1- الإصدار والتداول:** يتم الإلتزام في إصدار الأوراق المالية بالأحكام المنظمة للعقود الشرعية المؤسسة عليها كالمراجحة والمشاركة والمضاربة وغيرها. كما يتم الإلتزام في تداولها بالأحكام والقيم الإسلامية وبصور البيع المقبولة شرعا، ومن ثم لا وجود في هذه البورصة للتعامل بالمشتقات والمستقبليات غير المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وكل صور التعامل التي تجري في البورصة التقليدية ولا تجيزها الشريعة الإسلامية، إضافة إلى كونها بورصة منضبطة بالقيم الإسلامية مثل الصدق، الأمانة، عدم الغش والتدليس و الغرر،<sup>106</sup> وغيرها من الضوابط التي سيم تفصيلها لاحقا.

ومن جهة أخرى فإن بورصة الأوراق المالية الإسلامية تهتم بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ، ومن معايير كفاءتها، مدى تمويلها للمشروعات المنتجة الجديدة.<sup>107</sup>

**5-2- المضاربة:** إن بورصة الأوراق المالية الإسلامية سوق تنعدم فيها المضاربة غير المشروعة في الأوراق المالية، وذلك بسبب المنع الشرعي لكثير من المعاملات التي تعد مجالا لعمليات المضاربة المحظورة شرعا. بينما نجد بورصة الأوراق المالية التقليدية تعتبر عمليات المضاربة أساسية لتنشيط البورصة وزيادة سيولة الأوراق المالية المتداولة فيها.

**5-3- واقعية العقود:** تمتاز عقود بورصة الأوراق المالية الإسلامية بالواقعية بينما كثير من عقود بورصة الأوراق المالية التقليدية خيالية أو وهمية.

**5-4- الشفافية والإفصاح:** تحرص بورصة الأوراق المالية الإسلامية أكثر من التقليدية على أن تكون سوقا خالية من احتكار المعلومات والمعلومات المضللة، التي تؤثر في اتخاذ أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها.

## 6- الاختلاف من حيث الرقابة

تتمتع بورصة الأوراق المالية الإسلامية برقابة مزدوجة، رقابة إدارية بشرية (قانونية وشرعية)، ورقابة ذاتية إلهية. فإن كون بورصة الأوراق المالية الإسلامية سوقا إسلامية فهي تفرض على المتعامل فيها رقابة ذاتية، فسلوك المسلم في نشاطه الاقتصادي كسلوكه في عبادته، بينما نجد بورصة الأوراق المالية التقليدية تركز فقط على الرقابة البشرية التي لم تحم من المخالفات غير الشرعية فيها.

<sup>106</sup> حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية: أداؤها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية، دار البازوري، عمان، الأردن، 2011، ص: 129. بتصرف.

<sup>107</sup> صالح عبد الله كامل، دور المصارف الإسلامية في دعم وتطوير أسواق رأس المال، مجلة اتحاد المصارف العربية، 2002، ص: 20.

## 7- الاختلاف من حيث المقومات

تقوم بورصة الأوراق المالية الإسلامية على مجموعة من المقومات من أبرزها المشاركة في الربح والخسارة القائمة على قاعدة "الغنم بالغرم"، وعلى تحريم الربا وكافة المعاملات التي تؤدي إلى أكل أموال الناس بالباطل وغير ذلك من المقومات المشروعة التي تحقق للإنسان الحياة الراعدة ورضا الله عز وجل. بينما تختلف هذه المقومات في بورصة الأوراق المالية التقليدية، فعلى سبيل المثال تأخذ هذه البورصة بنظام الفائدة ونظام الضرائب المباشرة وغير المباشرة، وهذه الأمور تسبب خللاً في المعاملات الاقتصادية، وتقود إلى تكديس الأموال في يد حفنة من الناس ليسيطروا على مقادير الآخرين، وهذا ما يقر به كثير من علماء وكتاب الاقتصاد الوضعي الآن.<sup>108</sup>

## 8- الاختلاف من حيث حركة السوق

تعمل بورصة الأوراق المالية الإسلامية في ظل سوق حرة طاهرة نظيفة خالية تماماً من الغرر والجهالة والتدليس والمقامرة والغش والاحتكار والاستغلال والمنازعة.. الخ، وكل صور التعاملات التي تؤدي إلى أكل أموال الناس بالباطل، ويضبط التزام المتعاملين بذلك كل من الوازع الديني والرقابة الاجتماعية والرقابة الحكومية، ويجوز للدولة التدخل في السوق إذا ما حدث خلل يترتب عليه ضرر للأفراد وللمجتمع. بينما تقوم بورصة الأوراق المالية التقليدية على فكرة حرية السوق المنبثقة من عمل السوق بدون ضوابط أو حدود لمنع الاحتكار والسيطرة والجشع وكل ما يمس ذاتية الفرد وحفظ عقيدته وعقله وعرضه ونفسه وماله، مما يؤدي في معظم الأحيان إلى تكوين التكتلات والاحتكارات والاستغلال، وهذا هو الواقع في الدول الرأسمالية الآن والتي بدأت أخيراً تسمح بتدخل الدولة للحد من تلك التكتلات والاحتكارات.<sup>109</sup>

وفيما يلي جدول توضيحي لأهم الفروق والاختلافات بين بورصة الأوراق المالية الإسلامية والتقليدية المذكورة سابقاً.

108 علي فيصل علي الأنصاري، بحث بعنوان الفروق الجوهرية بين الاقتصاد الإسلامي و الرأسمالية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة الكويت، 2009/2008، ص: 28.(بتصرف)

<sup>109</sup> علي فيصل علي الأنصاري، مرجع سابق، ص: 28.(بتصرف)

## جدول رقم (1-1): الفروق الأساسية بين بورصة الأوراق المالية الإسلامية والتقليدية

العناصر	نوع البورصة	إسلامية	تقليدية
المنهج ومصدر التشريع	عقائدي ورباني - إسلامي	وطني (بشري) - غير إسلامي	
النظام الاقتصادي	إسلامي - ديني	رأسمالي - علماني	
الأهداف	مادية ومعنوية	مادية فقط	
الارتباط بالسوق الحقيقي	ارتباط قوي ومباشر	ارتباط ضعيف وغير مباشر	
الأدوات	أدوات ملكية عديدة ومتنوعة	أدوات ملكية محدودة + أدوات دين	
المتعاملين	المنضبطين بقواعد الشريعة	كل المتعاملين (بدون ضوابط)	
المضاربة	- ثانوية وقليلة الانتشار - مشروعة وذات فائدة للنشاط الاقتصادي	- أساسية ومنتشرة بشكل كبير - مقامرة بحته في أغلب الحالات	
العقود	كلها واقعية	العديد منها وهمية	
السوق الأولية والثانوية	اهتمام متكافئ	التركيز على السوق الثانوية أكثر	
الشفافية والإفصاح	خالية من الغش والتدليس والمعلومات المضللة	يكثر فيها احتكار المعلومات والغش والتدليس	
الرقابة	مزدوجة: ذاتية إلهية وإدارية بشرية	إدارية بشرية فقط	
التعاملات	منضبطة مع الشريعة الإسلامية	أغلبها غير منضبطة مع الشريعة	
المقومات	المشاركة في الربح والخسارة، وتحريم الربا وكل المعاملات المحرمة	نظام الفائدة والضرائب المباشرة وغير المباشرة	
حركة السوق	حرة مع امكانية تدخل الدولة	حرة مع عدم تدخل الدولة فيها	

المصدر: تم إعداد الجدول اعتمادا على العناصر السابقة.

## المطلب الثالث: التصنيف الوظيفي والتنظيمي لبورصة الأوراق المالية الإسلامية

إن الأمور التنظيمية التي لا تؤدي إلى محذور شرعي، لذلك يمكن الاستفادة منها في إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية، ومن ذلك تقسيم بورصة الأوراق المالية من حيث وظائفها إلى سوق أولي ويسمى سوق الإصدار وسوق ثانوي ويسمى سوق التداول، وكلا السوقين على درجة كبيرة من الأهمية ويتوقف كل منهما على الآخر. فالسوق الأولية لن تقوم لها قائمة في غياب السوق الثانوية، وهذه الأخيرة -والتي تجري من خلالها تداول الأوراق المالية التي تصدر في السوق الأولية - لن تدعو الحاجة إلى وجودها في غياب السوق الأولية. وتنقسم الأسواق الثانوية بدورها إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة وذلك وفقا لمعيار التزامها بالإجراءات القانونية للتداول، وبالتالي يمكن من خلال هذا المطلب أن نضع نفس التقسيم والبنية لبورصة الأوراق المالية الإسلامية.

## 1- السوق الأولية (Primary Market)

لقد سبق وأن أشرنا إلى أنه من أهم وظائف بورصة الأوراق المالية الإسلامية هو تجميع المدخرات من ذوي الفوائض المالية إلى ذوي النقص أو العجز المالي، وتتم هذه الوظيفة الأساسية إلا من خلال السوق الأولية التي تعتبر تصنيف لبورصة الأوراق المالية

الإسلامية. وعليه تعتبر السوق الأولية ركيزة أساسية وهامة من ركائز النشاط الاقتصادي، ودعامة قوية من دعوماته، فإن غياب هذه السوق لا يُمكن من إحداث تنمية خاصة في ظل النظم الاقتصادية المعاصرة. فهي تمثل إحدى الآليات الهامة في تجميع الادخارات الوطنية من القطاعات ذات الفائض وتوجيهها مباشرة نحو المشروعات الإنتاجية لقطاعات الاستثمار ذات العجز في الموارد المالية.<sup>110</sup>

وتعرف السوق الأولية على أنها "السوق الذي تخلفه مؤسسة متخصصة، تعرض فيه للجمهور لأول مرة أوراقا مالية، قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال، أو جهة حكومية".<sup>111</sup> وتوصف السوق الأولية بأنها سوق الإصدارات الجديدة سواء للشركات في مرحلة التأسيس أو الشركات القائمة لزيادة رأسمالها.<sup>112</sup> وتتم هذه العملية إما عن طريق الإكتتاب العام الذي من خلاله يتم طرح الأوراق المالية في السوق الأولية للبيع لجميع المستثمرين في السوق، أو عن طريق الإكتتاب الخاص أو المعلق\* الذي يتم من خلاله طرح الأوراق المالية للبيع لعدد محدد من المستثمرين.<sup>113</sup> أي أنه تنشأ في السوق الأولية علاقة مباشرة بين الجهة المصدرة للورقة المالية والمكتتب بها (جمهور المستثمرين)، ويتم ذلك إما بأسلوب مباشر، بمعنى أن الشركة نفسها تباشر بيع الأوراق المالية التي أصدرتها، وذلك بالاتصال المباشر بالمشتريين. وقد يتم تسويق الأوراق المالية من غير الشركة المصدرة لها، وذلك من خلال مؤسسات مالية متخصصة كبنوك الاستثمار، حيث أن أغلب المتعاملين في هذه السوق هم مؤسسات مالية.

و يقوم الوسطاء الماليون في السوق الأولية بدور كبير في إنجاز هذه الاتفاقات بنوعيتها. و هناك ثلاثة أنواع من العروض يقدمها الوسطاء الماليون لطالبي الأموال في هذا الصدد هي:<sup>114</sup>

- عروض الإكتتاب الكامل: وفيها يلتزم الوسيط المالي بضمان توفير المبلغ المطلوب في العملية بالكامل أيا كانت استجابة السوق.
- عروض بذل أقصى جهد: وفيها يلتزم الوسيط ببذل أقصى جهد لتحقيق الإكتتاب الكامل للعملية. ولكنها لا تقدم في النهاية إلى المدين إلا ما توصلت إليه من اكتتابات فعلية أيا كانت نسبتها إلى إجمالي العملية.
- العروض المزدوجة: وتلتزم فيها مجموعة الإدارة التزاما نهائيا بتقديم مبلغ معين (أو نسبة معينة) من إجمالي قيمة العملية والباقي تبذل فيه أقصى جهد.

## 2- السوق الثانوية (Secondary Market)

وتسمى بسوق التداول أو البورصة\*، ويقصد بها السوق التي تتم فيها عمليات شراء الأوراق المالية وبيعها مباشرة أو عن طريق الوساطة وتبادل ملكية الأوراق المالية.

وهي التي تتداول فيها الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، أي أنها سوق الإصدارات القائمة والقديمة، حيث يكون أطراف التعامل في هذه السوق هم حائزو الأوراق المالية من جمهور المستثمرين سواء كانوا أفرادا أو شركات أو صناديق استثمار. ومن أهم خصائص هذه السوق، توفير السيولة لحاملي الأوراق المالية ليتمكنوا من بيع ما لديهم من أسهم أو سندات عند الحاجة إلى قيمتها نقدا.<sup>115</sup>

<sup>110</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، 1996، ص: 38.

<sup>111</sup> منير هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف الاسكندرية، 1997، ص: 23.

<sup>112</sup> أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص: 93.

\* يمكن أن يكون الإكتتاب مغلقا، ويقصد به أن يقتصر الإكتتاب فيها على مؤسسي الشركة، في: سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، 1996، ص: 37.

<sup>113</sup> محمد أحمد عبد النبي، مرجع سابق، ص: 20.

<sup>114</sup> عادل أحمد حشيش، أساسيات الاقتصاد النقدي و المصرفي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2004، ص: 106-107.

\* عادة ما يقصد عند ذكر لفظ البورصة منفردا، السوق الثانوية الرسمية، غير أن سوق التداول تشمل جميع أنواع الأسواق التي يجري التعامل فيها على الأوراق المالية المصدرة سابقا سواء كانت هذه الأوراق مقيدة في السوق الرسمية أو غير مقيدة.

<sup>115</sup> محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص: 26

يتضح من مفهوم السوق الثانوية أن الفرق الأساسي بينها وبين السوق الأولية هو أن الأموال تتدفق من المشتري إلى البائع، وليس هناك علاقة مباشرة مع مصدر الورقة المالية، لذلك هذه السوق توفر حرية التصرف في تحويل الورقة المالية إلى سيولة نقدية طبقاً للأسعار المقبولة من قبل البائع والمشتري.<sup>116</sup> فلولا توفر هذه السوق لما تمكن صاحب السهم أو الصك من استرداد رأس ماله، إلا عند تصفية الشركة مثلاً بالنسبة للمساهم.

نظراً لقيام السوق الثانوية بهذه الخدمات يصبح المستثمرون أكثر استعداداً لشراء الأسهم والصكوك واثقين من إمكانية تصفيتها بسرعة وسهولة وبأدنى تكلفة ممكنة وأفضل سعر ممكن، وهذا ما يجعل السوق الثانوية هي الباعثة على تنشيط السوق الأولية، إذ يصبح بمقدور الشركات الراغبة في زيادة رؤوس أموالها أن تطرح إصداراتها للاكتتاب العام، وتساهم بذلك في تمويل التنمية الاقتصادية.<sup>117</sup> أما عن أهداف السوق الثانوية فتتفاوت بين أغراض السيولة والمضاربة.

وما تجدر الإشارة إليه أنه ليس للسوق الأولية مكان مختلف عن الثانوية، وإنما يولد إعادة بيع الأسهم من قبل من اشتراها من مصدرها الأصلي سوقاً ثانوية.<sup>118</sup> وهذه السوق تسهل على المستثمر - بدلاً من أن يبحث عن مشتري أسهمه بصفة مباشرة وقد لا يجد - أن يدخل مباشرة إلى الجمهور عن طريق بورصة الأوراق المالية التي يتم فيها التعامل عن طريق المزايمة، حيث تعرض الأرباح من طرف الباعة والقبول من طرف المشتريين في المنافسة للوصول إلى أفضل الأسعار المقبولة من جميع الأطراف.

من خلال ما سبق يتضح أن السوق الأولية هي سوق الاستثمار الحقيقي، بينما تعتبر السوق الثانوية سوق الاستثمار المالي. وقد تتخذ السوق الثانوية شكلين أساسيين هما: السوق المنظمة أو غير المنظمة كما هو موضح في التقسيم الموالي:

**1-2- السوق المنظمة أو الرسمية (Organized Market):** وتعرف كذلك بالبورصة أو سوق المزاد أو السوق القارة، وهي التي يتم من خلالها تنظيم التعامل في قاعة تداول الأوراق المالية بأسهم شركات تحكمها شروط إدراج خاصة بها. ويقصد بقاعة التداول المكان المخصص لتنفيذ عمليات تداول الأوراق المالية بيعاً وشراءً، أي أنها سوق تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء وفق إجراءات محددة لتداول الأوراق المالية، ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، ويشترط أن تكون الأوراق المالية المتعامل بها في هذه السوق مسجلة فيها وفقاً لقواعد معينة.<sup>119</sup> ومع أن هذه السوق تنتمي إلى السوق الثانوية التي تعد سوقاً لتداول الأوراق المصدرة من قبل، إلا أنه يمكن أن تباع فيها الإصدارات الجديدة أيضاً.<sup>120</sup> والمتعاملون في هذه السوق هم أعضاء محدودون ولا يسمح لسواهم بذلك، ويكتسب الواحد منهم تلك العضوية عن طريق استئجار مقعد في السوق بخولة المزايمة.<sup>121</sup> ومن أمثلة هذه الأسواق: بورصة الجزائر، بورصة لندن، بورصة طوكيو، بورصة نيويورك للأسهم، وتعد هذه الأخيرة أكبر بورصة للأوراق المالية في العالم.

**2-2- السوق غير المنظمة أو السوق فوق المنضدة (Over-the-Counter):** ويطلق عليها البعض أسماء أخرى كالسوق غير الرسمية أو السوق الموازية، فهي كذلك سوق للتداول، إلا أن المعاملات التي تجري فيها تكون خارج السوق المنظمة (البورصة)، فليس هناك مكان محدد لإجراء التعامل. وتختص بيوت السمسرة بالتعامل في هذه السوق من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات (الهاتف، الانترنت)، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار، كما أن تحديد الورقة المالية يتم بالتفاوض.<sup>122</sup>

<sup>116</sup> أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص: 100

<sup>117</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، 1996، ص: 46.

<sup>118</sup> محمد بن علي القري، الأسواق المالية، دار حافظ، الطبعة الأولى، جدة، 1995، ص: 17.

<sup>119</sup> حنفي عبد الغفار و رسمية قرياقص، مرجع سابق، 1997، ص: 447.

<sup>120</sup> محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، ذات السلاسل، الكويت، 1994، ص: 33.

<sup>121</sup> يوسف الشيبلي، المعاملات المالية - الجزء الثاني، الدروس التي ألقيت في المعهد الإسلامي بواشنطن بتاريخ 2001/10/24، موقع الدكتور يوسف بن عبد الله الشيبلي:

www.shubily.com، تاريخ الإطلاع: 2010/03/29، ص: 7.

<sup>122</sup> عبد الغفار حنفي، و رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص: 295.

تختص السوق غير المنظمة بتداول الأوراق المالية سواء المسجلة أو غير المسجلة في السوق المنظمة، خاصة الأوراق المالية التي تخص الشركات التي لا تستطيع الوفاء بمتطلبات وشروط القيد في السوق الرسمية، وكذلك الشركات التي لا تريد الإفصاح عن المعلومات المالية الخاصة بها بالشكل الذي يتطلبه القيد في السوق الرسمية.<sup>123</sup> وبذلك يستعمل اصطلاح السوق غير المنظمة على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظمة، إذ لا يوجد مكان ولا زمان محدد لإجراء التعامل فيها، ويمكن التعامل فيها خارج أوقات العمل الرسمية للسوق المنظمة، ويتحدد سعر الورقة المالية فيها طبقاً للتفاوض، ويتم التعامل فيها ببيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من الإتصالات المتطورة والسريعة التي توفر أسعار كل ورقة متعامل بها لحظة بلحظة والتي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين المنتشرين في أماكن متفرقة في العالم، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار.<sup>124</sup> وتنقسم بدورها إلى:

**2-3- السوق الثالثة (Third Market):** تعتبر السوق الثالثة قطاع من السوق غير المنظمة، والتي يتم من خلالها تنظيم التعامل خارج قاعة تداول الأوراق المالية بأسهم الشركات مقيدة في السوق الرسمية. وذلك بسبب الصعوبات التي غالباً ما تقابل المؤسسات عند بيعها لكميات كبيرة من الأوراق المالية المقيدة في البورصة. وعلى الرغم من أن المعاملات تتم في إطار السوق غير الرسمية، فإن أسعارها ترتبط بأسعار التعامل في السوق الرسمية، وقد أطلق عليها اسم السوق الثالثة تمييزاً لها عن غيرها من الأسواق.<sup>125</sup>

وتتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة، وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وبيوت السمسرة هذه تكون على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية صغرت أو كبرت، أما جمهور العملاء في هذه السوق فهي المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل صناديق المعاشات، والأصول المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.<sup>126</sup> و من أهم أسباب وجود هذه السوق اعتقاد العملاء بأن تنفيذ العمليات يتم بسرعة كبيرة، وأيضاً إمكانية التفاوض في مقدار العمولة التي يحصل عليها أعضاء بيوت السمسرة خارج البورصة إلى حد الحصول على تخفيضات مغرية، خاصة أن سمسرة هذا السوق غير ملزمين بحد أدنى من العمولة هذا من جانب، ومن جانب آخر نجد أن تعاملهم مع كبار المستثمرين ذوي الخبرة العالية لا يتطلب منهم تقديم أي خدمات خاصة أو إضافية من مشورة أو غيرها إلا في حدود ضيقة جداً.

**2-4- السوق الرابعة (Fourth Market):** وهي السوق التي يتم فيها التعامل المباشر على الأوراق المالية غير المقيدة في السوق الرسمية، وبدون وساطة بين المتعاملين، وذلك لحاجة بعض المتعاملين إلى تنفيذ صفقات بأحجام كبيرة بأقل تكلفة ممكنة<sup>127</sup>، فهو سوق تتم التعاملات فيه عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، أو بين الأفراد الأغنياء دون الحاجة إلا أعضاء بيوت السمسرة. وذلك كاستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة. والسمة الأساسية لهذه السوق السرعة في إتمام الصفقة وبكلفة منخفضة جداً، وذلك بفضل شبكة قوية من الإتصالات الإلكترونية والآلية.

<sup>123</sup> يوسف بن عبد الله الشيبلي، مرجع سابق، ص: 8.

<sup>124</sup> حنفي عبد الغفار، و رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص: 447.

<sup>125</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، 1996، ص: 58-59.

<sup>126</sup> محمد صالح الحناوي، و جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص: 24.

<sup>127</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، 1996، ص: 59.

## المبحث الثاني: أهمية بورصة الأوراق المالية الإسلامية ودوافع إنشائها

تبرز أهمية إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية من خلال دورها الإنمائي ومدى مساهمتها الفعالة في إحداث التنمية الاقتصادية من خلال تجميع المدخرات وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة باستعمال وسائل وأدوات مالية مشروعة. وإن لبورصة الأوراق المالية الإسلامية اليوم دورا هاما في تنشيط المعاملات المالية الإسلامية المعاصرة، التي من شأنها توفير السيولة اللازمة لتنمية الاقتصاد الإسلامي. وعليه سيتم في هذا المبحث إبراز أهمية هذه البورصة في نقاط عامة لئتم توضيحها بشيء من التفصيل عند عرض الدور الإنمائي الاقتصادي لهذه البورصة من خلال المطلب الأول من هذا المبحث. أما المطلب الثاني فيتم من خلاله تفصيل أهم الأسباب الاقتصادية والاجتماعية التي تدفع إلى إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية، ومن ثم سيتم تبيان الدوافع الدينية والسياسية الداعية إلى إنشاء هذه الأخيرة في المطلب الثالث.

### المطلب الأول: وظائف بورصة أوراق مالية إسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية

بعدما تم ايضاح مفهوم بورصة الأوراق المالية الإسلامية بأقسامها المختلفة، والتي تشمل سوق الإصدار، وسوق التداول، وسواء كانت منظمة أو غير منظمة، فإن هذه الأنواع التي يمكن لبورصة الأوراق المالية الإسلامية الظهور من خلالها تمثل قيمة واجبة الوجود لاكتمال النظام المالي الإسلامي وتحقيق مقاصده، وأهداف المشاركين فيه. وإن أهمية بورصة الأوراق المالية الإسلامية تتجلى في الوظائف التي تقوم بها والتي من شأنها تنمية الاقتصاد الإسلامي وتحقيق الرفاهية للمجتمعات، ولذلك سيتم تعداد الوظائف الأساسية التي ينتظر من بورصة الأوراق المالية الإسلامية تأديتها لتتمكن من تحقيق دورها في تنمية وتطوير الاقتصاد الإسلامي وهذا ما سيتم التفصيل فيه من خلال العناصر الآتية.

#### 1- وظائف بورصة الأوراق المالية الإسلامية

تتشترك بورصة الأوراق المالية الإسلامية مع نظيرتها التقليدية في مجموعة من الوظائف التي يجب أن تؤديها لتكون فعالة في تحقيق التنمية الاقتصادية، كما تختص بورصة الأوراق المالية الإسلامية عنها بوظائف متميزة نظرا لطبيعتها الإسلامية، وفيما يلي عرض للوظائف المشتركة بينهما:

**1-1- وظائف أساسية وأصلية** : نقصد بالوظيفة الأساسية أنها تلك الوظيفة التي إذا عجزت البورصة عن أدائها فقدت أهم مقوماتها وأسباب وجودها.<sup>128</sup> ويمكن إجمال الوظائف الأساسية للبورصة فيما يلي:

**1-1-1- توفير السيولة**: حيث تعد وظيفة توفير السيولة عند الطلب أهم وأبرز وظيفة تقدمها بورصة الأوراق المالية، وهي الوظيفة الأساس التي من أجلها وجدت. هذه الوظيفة تجعل بورصة الأوراق المالية الإسلامية سوق دائمة ومستمرة للأوراق المالية، إذ تتيح للمستثمر امكانية استرداد مدخراته بسهولة ويسر، فيتحقق أكبر قدر من السيولة للإستثمارات طويلة الأجل، وتجعل الإصدارات الجديدة أكثر قابلية للتسويق.<sup>129</sup> وبإمكان حملة الأسهم والصكوك تحويل ما يملكونه من أوراق مالية إلى سيولة إذا اضطرتهم أو شجعته الظروف على ذلك، وإلا فإنه بغياب بورصة الأوراق المالية الإسلامية سيضطر حامل الصك انتظار موعد استحقاقه، ويضطر حامل السهم الانتظار حتى تتحول الشركة طوعاً أو جبراً إلى التصفية. كذلك بالنسبة للشركات التي قد تحتاج إلى السيولة يمكنها اللجوء إلى بورصة الأوراق المالية الإسلامية التي توفر الآلية المناسبة لبيع الأوراق المالية، والحصول على السيولة.

<sup>128</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 33.

<sup>129</sup> عماد صالح سلام، سوق الإمارات للأوراق المالية وتطوير البيئة الإستثمارية، شركة ست أب للطباعة، أبو ظبي، 2006، ص ص: 48-49. (بتصرف)

**1-1-2- إتاحة أسعار عادلة ومعلنة للأوراق المالية:** أي أن تكون القيم السوقية للأوراق المالية المتداولة في البورصة تساوي القيم الحقيقية لها، وذلك من خلال العرض والطلب المرتكز على المعلومات التي تفصح عنها الشركات المدرجة في البورصة، بحيث يكون التعامل في أسهم هذه الشركات مبني على حسابات دقيقة، وتكون الأسعار الناتجة عن ذلك مبررة من الناحية الاقتصادية.<sup>130</sup> والبورصة تتيح الاستفادة من هذه الخدمة بوسائل الإفصاح على جمهور المستثمرين. ولكن ذلك كله مرهون بتوفر قوى العرض والطلب الحقيقية، التي تعطي قيما حقيقية للأصول المتداولة، لا القوى المصطنعة التي تعكس قيما كاذبة، وعند ذلك يصبح فيها السلوك الاستثماري مبني على المقامرة.

**1-1-2- وظائف تابعة:** قبل توضيح هذه الوظائف تجدر الإشارة إلى ارتباط تحقق الوظائف التابعة التي سيرد ذكرها في هذا العنصر مع أهمية وحساسية وظيفة إتاحة أسعار عادلة ومعلنة للأوراق المالية. فبناء على تحقق هذه الوظيفة بكفاءة، يجعل الوظائف الأخرى المرتبطة بما تتحقق وإلا فلا.<sup>131</sup> ومن هذه الوظائف نجد:

**1-2-1- التوجيه الكفاء للموارد الاقتصادية:** يتم اتخاذ سعر التوازن للأوراق المالية بتفاعل البائعين والمشتريين في السوق، وحسب آلية العمل بسوق المنافسة الحرة، تتحرك الأموال السائلة بالاتجاه الذي يحقق العائد المرغوب فيه من قبل المدخرين، وتتخذ مؤسسات الأعمال قراراتها التمويلية لتغطية نفقاتها الاستثمارية بناءً على سعر التوازن في السوق، وبالتالي تبقى في الاقتصاد الاستثمارات التي تحقق رغبات المدخرين، وتخرج منه الاستثمارات التي تقل عوائدها عن مستوى رغبات المدخرين من فوائد وأرباح. ولا يمكن لمؤسسات الأعمال أن تحقق عوائد مرتفعة إلا إذا كانت سلعتها وخدماتها، وأهداف نشاطاتها تخدم حاجات الأفراد ورغبات المجتمع، لذلك فإن آلية عمل الأسواق المالية تسهم في توجيه الموارد الاقتصادية بما يحقق غاياتها في إشباع رغبات المجتمع.

**1-2-2- تمويل خطط التنمية الاقتصادية:** غالبا ما تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر عليها الدولة، وبدلا من أن تلجأ الدولة إلى القروض الخارجية التي غالبا ما تجعل الدولة مثقلة بالديون نتيجة الأعباء الكبيرة التي تثقل كاهلها، وعوض تحمل تلك العواقب الوخيمة، تقوم بطرح مشاريعها التنموية في بورصة الأوراق المالية، فتستطيع بذلك تمويل عملياتها التنموية من خلال طرح أسهم هذه المشاريع في البورصة، وتكون بذلك قد أشركت القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع.<sup>132</sup>

**1-2-3- تشجيع قيام الاستثمارات الكبيرة:** يعد هذا الدور من أهم مقومات الاقتصاديات المتطورة، لأن وجود الصناعات الاستخراجية، والصناعات الثقيلة التي تعتمد على وسائل تكنولوجية حديثة تتطلب أموالاً طائلة، وهذه لا يمكن توافرها إلا عن طريق تضامن أفراد المجتمع، ولا يتم ذلك إلا من خلال جمع بورصة الأوراق المالية الإسلامية لهذه الأموال من المدخرين لصالح هذه الاستثمارات، بالإضافة إلى قيامها بتوزيع المخاطر على أكبر عدد ممكن من المساهمين أو المقرضين.<sup>133</sup>

**1-2-4- توفير أدوات مالية متعددة تتباين في مستوى مخاطرها:** حيث تتجاوب هذه الأدوات مع رغبات أفراد المجتمع غير المتجانسة في تحمل المخاطرة، فالمغامرون يسعون لتحقيق عوائد مالية عالية حتى لو تطلب ذلك تحمل مخاطر عالية. بينما يفضل آخرون عوائد أقل بمخاطرة أقل.

**1-2-5- المساهمة في تسارع معدلات النمو الاقتصادي:** يؤدي تزايد عمليات الادخار والاستثمار في المجتمع إلى تسارع معدلات النمو الاقتصادي.<sup>134</sup>

<sup>130</sup> مبارك بن سليمان آل سليمان، مرجع سابق، ص: 674.

<sup>131</sup> محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص: 43.

<sup>132</sup> حسني علي خريوش، و عبد المعطي رضا أرشيد، ومحفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية، بدون دار النشر، 1998، ص: 12.

<sup>133</sup> Wrightsmn, Financial Markets: The accumulation and Allocation of Wealth, McGraw – Hill, . Rotonson, D.R

Series in Finance Library of Congress Cataloging Publication data, Second Edition. New York, U.S.A; 1981; PP:

337-374. (بتصرف)

<sup>134</sup> مصطفى رشدي شبيحة، اقتصاديات النقود والمصارف والمال، دار المعرفة الجامعية، الطبعة السادسة، مصر، 1996، ص: 32.

- أما بالنسبة للوظائف التي يجب أن تختص بها بورصة الأوراق المالية الإسلامية، فتتمثل خاصة في النقاط التالية:
- استيعاب السيولة المتوافرة في البلاد الإسلامية، وتحقيق الأهداف التنموية، والتوازن، والتكامل للدول الإسلامية.<sup>135</sup>
  - إدارة الفائض نحو تشغيل الأصول المالية للمؤسسات المالية الإسلامية، ولاحتضان الأدوات والأوراق المالية الإسلامية.<sup>136</sup>
  - تحقيق أهداف التحوط والتنويع لكل مستثمر مسلم، حيث يتمكن من تقليل خسائره، ومخاطره، وزيادة عائداته، وذلك بتنويع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأكثر نجاحاً ومشروعية.
  - إعادة تنقية وضخ الأموال الحلال، وتمويل المشروعات المنتجة والناجحة، مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي عن طريق زيادة الإنتاج الفعال في المجتمع.
  - تطوير نوعية العمل المصرفي الإسلامي، وذلك لما ستوفره بورصة الأوراق المالية الإسلامية من أدوات إسلامية متقدمة، تمده بالظروف الملائمة لمنافسة النظام المصرفي التقليدي، بما يؤدي إلى زيادة الكفاءة والعدالة، وبالتالي زيادة معدلات النمو والرفاهية.
  - تنمية العادات الادخارية للأفراد وذلك بتشجيع الأفراد على استثمار الفائض من الدخل في قنوات ادخارية تؤمن لهم دخلاً إضافياً ومشروعاً، وتتيح لهم سهولة بيع الأوراق المالية، وهذا ما يوفر لهذه المدخرات درجة عالية من السيولة.
  - جذب الاستثمارات والمدخرات المحلية والأجنبية وإعادة توطين الأموال المهاجرة إلى الغرب، حيث تشير الأرقام إلى تناقضات صارخة واختلالات رهيبية في هذا المجال.<sup>137</sup>
  - توفير السيولة النقدية الكافية للمستثمرين والمحتاجين للسيولة المالية على أساس الشراكة في الربح والخسارة.

## 2- دور بورصة الأوراق المالية الإسلامية في تنمية الاقتصاد الإسلامي

يرجى من بورصة الأوراق المالية الإسلامية أن تؤدي أدواراً مهمة وأساسية لتنمية الاقتصاد الإسلامي، والتي يمكن إبراز أهمها من خلال ما يلي:

2-1- دور بورصة الأوراق المالية الإسلامية في جذب المدخرات: يحث النظام الاقتصادي في الإسلام على تعبئة المدخرات ويعتبره من الأهداف الأساسية له، ذلك أن الإسلام ينهى عن اكتناز الأموال، ويطلب باستخدامها المنتج بما يحقق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية المرجوة منه، ولكن هذا الاستخدام المنتج قد لا يكون متاحاً للأفراد، إما لضآلة حجم الأموال التي لديهم، أو لضعف قدراتهم الإنتاجية والإدارية. لذلك لا بد من وجود مؤسسات مالية منظمة تنظيمياً فعالاً تقوم بتعبئة المدخرات المعطلة وتوجيهها إلى استخدامات إنتاجية، كما يجب أن تكون هذه المؤسسات مجهزة تجهيزاً مناسباً يمكنها من تمويل الاحتياجات الحقيقية،<sup>138</sup> وخصوصاً وأن لهذه المدخرات أهمية عظمى في تراكم رؤوس الأموال الضرورية للتنمية، والتي تتحقق وفق العلاقة التي تربط كل من الادخار بالتوظيف والاستثمار.

ولقد كان للمصارف الإسلامية دوراً هاماً في تعبئة هذه الموارد، خاصة في الدول الإسلامية على اعتبار أن أغلبها دولاً نامية تعاني شحاً في مواردها التمويلية، ولكن لم تستطع المصارف الإسلامية القيام بهذا الدور بالكفاءة المطلوبة. حيث توجهت غالبية التمويلات التي قدمتها المصارف الإسلامية إلى قطاعات محددة. كما اتسمت تلك التمويلات بقصر أجلها الذي لم يساهم بشكل فعال في التنمية الاقتصادية التي تتطلب تمويلاً متوسطاً وطويلاً الأجل.

إن بورصة الأوراق المالية الإسلامية تعتبر إحدى المؤسسات المالية الهامة التي يمكن أن تقدم تمويلاً متوسطاً وطويلاً الأجل، وتساهم بالتالي في إحداث تنمية اقتصادية حقيقية، وذلك لما تمتاز به من تنوع واسع في الأدوات المالية المتداولة فيها، وقد استطاعت

<sup>135</sup> قرار رقم 74 (8/5) بشأن تطبيقات شرعية لإقامة السوق المالية الإسلامية، مرجع سابق.

<sup>136</sup> محمد الأمين ولد عالي، مرجع سابق، ص: 125.

<sup>137</sup> سليمان ناصر، مرجع سابق، 2003، ص: 66-81.

<sup>138</sup> عمر شابرار، مرجع سابق، ص: 64.

بورصة الأوراق المالية التقليدية تأدية هذا الدور في الدول الغربية، وذلك لأن هذه البورصة جاءت كتطور طبيعي ضمن مراحل التطور الغربي، ولكونها تتوافق تماما مع البيئة التي نمت فيها، إلا أن بورصة الأوراق المالية التقليدية لم تؤد الدور التنموي المرجو منها في المجتمعات المسلمة، فهي لم تقدم إضافة نوعية من حيث طبيعة الأدوات والمتعاملين فيها، فقد جاءت هذه البورصات -مثلها مثل البنوك التجارية- تطبيقا للفكر الغربي الرأسمالي الذي يقوم أساسا على سعر الفائدة المحرمة شرعا. كما اجتاحت هذه البورصات موجات مدمرة من المضاربات المالية التي أدت إلى خسائر فادحة كما هو الحال في الأسواق المالية العالمية، مما حاد بها عن أداء دورها التنموي المأمول.<sup>139</sup>

وبناء على ما سبق، فإن بورصة الأوراق المالية الإسلامية يمكن أن تعمل على تحريك الموارد التمويلية وذلك من خلال ما يلي:

- أدوات بورصة الأوراق المالية الإسلامية وخاصة الصكوك الإسلامية لا تعد وسيلة لتعبئة موارد مالية جديدة فقط، وإنما هي وسيلة لتعبئة الفعالة لهذه الموارد، كما تعمل على تعبئة الموارد المعطلة لدى البنوك الإسلامية، مما سيؤدي إلى زيادة معدل توظيف الأرصدة الإسلامية القابلة للاستثمار على المستوى الكلي.<sup>140</sup>

- إن إصدار أوراق مالية إسلامية يؤدي إلى تشجيع المزيد من المسلمين من أصحاب المدخرات والأرصدة النقدية العاطلة على الدخول في عملية التمويل بالأسلوب الإسلامي، وهذا يعد مساهمة صافية في عملية تعبئة الموارد التمويلية.<sup>141</sup>

- أن تقوم الأوراق المالية الإسلامية بتعبئة موارد كانت مكنزة لدى المسلمين، وتشجعهم على رفع معدلات ادخارهم واستثمارهم.

**2-2- تمويل المشاريع الاستثمارية الفعالة:** تركز معظم الدراسات التنموية على التراكم الرأسمالي والاستخدام الأمثل للموارد. فلقد استنفدت الدول النامية كافة المصادر لتوفير ذلك من مدخرات محلية ومن قروض خارجية وهبات ومساعدات دولية واستثمارات خارجية، إلا أن تلك الموارد لم يحسن استخدامها، بالإضافة إلى ما ترتب على بعض هذه المصادر من شروط باعدت هذه الدول عن تحقيق الهدف المنشود.<sup>142</sup>

من أجل ذلك تجددت الدعوات للتركيز على المصادر الداخلية لتوفير تلك الموارد وربطها باستخدامات تنموية حقيقية، ومن بين الوسائل التي قد تكون فعالة في هذا المجال أدوات بورصة الأوراق المالية الإسلامية خاصة الصكوك الإسلامية التي تستطيع أن تحقق الغرضين معا، أي تعبئة الموارد وضمان توجيهها نحو مجالات استثمارية حقيقية. حيث أن التحدي الرئيسي في مجال الصناعة المالية الإسلامية يكمن ليس في قدرة المبتكرات المالية على تعبئة الموارد -رغم ما لذلك من أهمية كبرى- وإنما في طريقة الاستخدام لهذه الموارد، فلا يضير إذا ما جمعت تلك الموارد عن طريق ودائع أو أوراق مالية أو استثمارات عينية مباشرة، ما دامت ستوجه نحو استثمارات فعلية يمكن أن تحدث أثرا تنمويا في البلدان الإسلامية، لذلك فإن كفاءة استخدام الموارد التمويلية التي تم جمعها عن طريق الصكوك الإسلامية توازي قدرتها على تعبئة هذه الموارد.

ويكون الاستثمار بالأدوات المالية بشكل عام إما استثمارا حقيقيا أو استثمارا ماليا، فقد يكون الاستثمار في الصكوك الاستثمارية الإسلامية استثمارا حقيقيا، وذلك يتمثل في مرحلة الاكتتاب في الإصدارات الجديدة في السوق الأولية، حيث توجه الموارد المعبأة عن طريق هذه الإصدارات لتمويل المشاريع الجديدة المراد إقامتها، أو لتمويل توسع في مشاريع قائمة، وكلما زاد حجم

<sup>139</sup> زاهرة علي محمد بني عامر، مرجع سابق، ص: 167. (بتصرف)

<sup>140</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 169-170. (بتصرف)

\* ويمكن اختبار ذلك مستقبلا من خلال معرفة التغيرات في حجم الودائع لدى البنوك غير الإسلامية ومبيعات الأوراق المالية ذات الفوائد على مدى فترة معينة من الزمن (قد تكون طويلة نسبيا) ومقارنتها بالتغيرات في مبيعات الأوراق المالية الإسلامية. عبد الرحمن يسري، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص: 387-388.

<sup>142</sup> زاهرة علي محمد بني عامر، مرجع سابق، ص: 173.

الإصدارات من الأدوات المالية يمكن القول أن هناك توسع استثماري أفقي أو عمودي حقيقي، وهنا يمكن القول أن هناك ثمة قيمة اقتصادية مضافة من خلال هذه الإصدارات.<sup>143</sup>

وقد يكون الاستثمار في الصكوك الإسلامية في الأسواق الثانوية استثمارا ماليا وليس استثمارا حقيقيا أو عينيا، وهو ما يحدث في السوق الثانوية من عمليات بيع وشراء للأسهم والسندات لا يعدو عن كونه نقل ملكية الأصل المالي، حيث يتخلى البائع عن ملكيته لذلك الأصل مقابل حصوله على أصل آخر، فخلال عملية التبادل هذه لا تنشأ أي منفعة اقتصادية أو قيمة اقتصادية مضافة للناتج الوطني.<sup>144</sup> وهذا ما يجعل بورصات الأوراق المالية الإسلامية تركز على مؤشر حجم الإصدارات الجديدة، وذلك لما له من أثر على النمو الاقتصادي.

وتتميز الصكوك الإسلامية بتنوعها، مما يجعلها تلائم قطاعات اقتصادية واسعة، فصكوك المراجعة مثلا هي الأكثر ملاءمة للأعمال التجارية، كما نستطيع من خلال صكوك السلم تمويل المشاريع الزراعية التي طالما عانت من نقص التمويل اللازم بسبب عزوف المصارف عن تقديم التمويل لهذا النوع من المشاريع، كما يمكن استخدام صكوك السلم في الصناعات الاستخراجية التي تحتاج إلى موارد تمويلية إلى أن يتم استخراج المسلم فيه ومن ثم بيعه وبالتالي تحصيل عوائد هذه الصكوك، وبشكل عام يمكن استخدام صكوك السلم في العقود الآجلة. أما في قطاع الإنشاءات فنجد صكوك الإستصناع الأكثر ملاءمة لمثل هذه الأنشطة. كما يمكن لهذه المشاريع أن تمويل عن طريق صكوك المشاركة، لما تتميز به من مرونة أحكامها، وإمكانية انعقادها في أي مجال، فهي تصلح لكافة أنواع الاستثمارات قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل، كما أنها تصلح لجميع أنواع الأنشطة الاقتصادية التجارية منها والصناعية والزراعية والخدماتية.<sup>145</sup> ومن هنا يمكن القول أن بورصة الأوراق المالية الإسلامية تؤدي دورا فعالا في تمويل مشاريع استثمارية حقيقية وتنموية.

**2-3- دور بورصة الأوراق المالية الإسلامية في تمويل مشاريع البنى التحتية:** تعتبر مشاريع البنية التحتية من المشاريع التي تتطلب رؤوس أموال ضخمة جدا، وتتميز العديد من الدول العربية باحتياجات تمويلية كبيرة في مجال البنية التحتية، وفي ظل محدودية الموارد التمويلية في هذه الدول وأعباء المديونية التي تتخبط فيها، فإنه لا بد من إشراك القطاع الخاص في تمويل هذه الاحتياجات، وليس من المتوقع لمؤسسة أو عدد من المؤسسات أن تلي هذه الاحتياجات الكبيرة بمفردها، وإنما يتطلب الأمر مشاركات بأعداد كبيرة جدا من أصحاب الفوائض المالية، وتعتبر الصكوك الإسلامية وسيلة ملائمة لجمع الفوائض المالية من صغار المدخرين بحيث تشكل هذه المدخرات مجموعها موارد تمويلية يمكن أن تساهم في تمويل مشاريع البنى التحتية، وبالتالي إحداث التنمية الاقتصادية المنشودة،<sup>146</sup> خاصة عند فتح المجال لمشاركة أصحاب المدخرات من مختلف الدول للمساهمة بهذه الصكوك، وبالتالي توفر العملة الصعبة للدولة المضيفة.

وبما أن بورصة الأوراق المالية الإسلامية تحرص على أن تكون هذه الأساليب التمويلية موجهة لمشاريع تنمية حقيقية تعمل على إضافة أصول رأسمالية حقيقية. وهذه المشاريع بدورها ستعمل على خلق فرص استثمارية لشركات المقاوله والإجارة وغيرها، مما يؤدي إلى توفير فرص عمل لعدد كبير من الأفراد، وبالتالي تحسين مستوى المعيشة.

**2-4- دور بورصة الأوراق المالية الإسلامية في تطوير العمل المصرفي الإسلامي:** تواجه المصارف الإسلامية في حيز التطبيق عددا من التحديات التي تعيق عملها وتحد من امكانيات تطويرها، كمشكلة السيولة، وغياب الاستثمار طويل الأجل، وإدارة

<sup>143</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 174.

<sup>144</sup> زياد رمضان، مبادئ الإستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 1988، ص ص: 39-40.

<sup>145</sup> Thomas, Islamic Bonds: Your guide to investing, structuring and investing in Sukuk, Economy . Adam, A.N Books, London-UK, 2004, p: 98.

<sup>146</sup> زاهرة بني عامر، مرجع سابق، ص ص: 186-187.

المخاطر، وستسعى بورصة الأوراق المالية الإسلامية إلى المساهمة بشكل كبير في حل هذه المشاكل والتخفيف من آثارها على نحو سنبيته فيما يلي:

- حل مشكلة السيولة: إن مشكل السيولة الذي تعاني منه البنوك الإسلامية قد يكمن إما في إدارة الفائض من السيولة، أو العجز على توفيرها. ومن خلال بورصة الأوراق المالية الإسلامية يمكن للمصارف الإسلامية أن تربط بين مصادر الأموال واستخداماتها مراعية قواعد توافق الآجال، ويمكنها بذلك فتح المجال أمام المدخرين لتسييل استثماراتهم حال رغبتهم من خلال بيع ما يمتلكونه من صكوك في سوق التداول. كما يمكن للمصرف الإسلامي تحديد احتياجاته من الأموال لتنفيذ نشاطه الاستثماري طويل الأجل بناء على دراسات جدوى دقيقة كخطوة أولية يليها بعد ذلك توفير التمويل المطلوب من خلال اكتتاب كبار المدخرين وصغارهم في الأوراق المالية المصدردة في سوق الإصدار، مما يؤدي إلى زيادة جمهور المدخرين، وتوسيع قاعدتهم على مستوى المجتمع ككل.<sup>147</sup>

- تفعيل الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية: يعكس واقع التطبيق العملي لتجربة الصيرفة الإسلامية خلال الفترة الماضية انحرافها عن الإطار النظري المفترض لها، وقد كان لهذا الانحراف بالغ التأثير في عجزها عن تحقيق كامل أهدافها، وعلى إمكانية قيامها بالأدوار التي كانت مأمولة منها. فقد كان أحد الأدوار الرئيسية المنتظرة من المصارف الإسلامية القيام بتعبئة وتوفير الموارد المالية طويلة الأجل وذات الطبيعة المخاطرة، ولكن لم يتحقق لها ذلك، بسبب اعتمادها على التمويل قصير الأجل في غالبية استثماراتها، بينما لم يحظ الاستثمار طويل الأجل على أهمية تذكر. وعليه ستسمح بورصة الأوراق المالية بتدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، مما يمكن هذه المصارف من تعبئة مواردها، وتوظيفها لآجال طويلة في مشروعات وأنشطة منتجة مع مراعاة اعتبارات الربحية والسيولة والأمان. مما يصحح من انحراف التطبيق العملي عن التنظير بهذه المصارف، وعندها تستطيع تحقيق أهدافها المأمولة.<sup>148</sup>

- في إدارة مخاطر المؤسسات المالية الإسلامية: توفر بورصة الأوراق المالية الإسلامية للمستثمرين وسائل ملائمة لاستثمار أموالهم مع تحقيق رغبتهم في الجمع بين الربحية والسيولة والأمان. والربحية في بورصة الأوراق المالية الإسلامية تقوم على مبدأ المشاركة في الغنم والغرم (الربح والخسارة) وقبول المخاطرة، وهذا يحمل المصرف الإسلامي مسؤولية الاهتمام بدراسة واختيار المشاريع بصورة جيدة، وكذلك العمل على توفير الإمكانيات المتاحة والتي تهيئ لها فرص أكبر للنجاح. ومن المعروف فنيا أنه كلما ارتفعت درجة المخاطرة كلما كان العائد المحقق أكبر والعكس صحيح. وبالتالي فإن بورصة الأوراق المالية الإسلامية تحقق الأمان للمؤسسات المالية الإسلامية من خلال التنوع في الأنشطة والمجالات والمشروعات الاقتصادية المختلفة.

### المطلب الثاني: الدوافع الاقتصادية والاجتماعية لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية

إن ما جعل البورصة التقليدية تنحرف عن تأدية وظيفتها الأساسية وأصبحت مسرحاً للمقامرات وتبديد الثروات وانحيار الاقتصادات -عوض أن تقوم بتنمية الثروة وتطوير الاقتصادات- هو مخالفة العديد من معاملاتها لمبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية، حيث نجد أن هذه المعاملات لها عيوب عديدة تسببت في إحداث أزمات مالية عالمية جسيمة. إن كل هذه العيوب وغيرها دفعت إلى التفكير في إنشاء بورصة خالية من كل ما يفترض أن يكون سبباً في تعطيلها عن أداء وظائفها الأساسية، وفيما يلي عرض لأهم الدوافع الاقتصادية والاجتماعية التي تدعو إلى إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية.

<sup>147</sup> أشرف دواية، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، دار السلام، مصر، 2006، ص: 333-334.

<sup>148</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 320.

## 1- الدوافع الاقتصادية لإنشاء بورصة الأوراق المالية الإسلامية

من أبرز الدوافع الاقتصادية التي تجعلنا نفكر في إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية ما سيأتي:

**1-1- انحراف بورصة الأوراق المالية التقليدية عن وظيفتها الإيجابية في الاقتصاد:** تؤدي بورصة الأوراق المالية دورا هاما وخطيرا في الحياة الاقتصادية والاجتماعية، وتتجلى أهمية هذا الدور من خلال وظيفتها الإيجابية في الاقتصاد، وإن وظيفتها لا يمكن الاستغناء عنها في الاقتصاد المعاصر، بل يمكن تطوير هذه وظيفة والارتقاء بها. إلا أن انحراف بورصة الأوراق المالية التقليدية في السنوات الأخيرة عن وظيفتها الإيجابية، قد وصل إلى حد الدخول بالاقتصاد كله في أزمة، وبحيث لا تقتصر الأزمة على هذا السوق وحده بل تعدت العالم ككل، والأزمات التي حدثت منذ عام 1929 ووصولاً إلى عام 2008 خير دليل على ذلك.<sup>149</sup>

إن هذه الأزمات جعلت العالم يعيد النظر في النظام المالي القائم ويسعى إلى إيجاد نظام جديد يقوم على أسس أكثر صلابة، وإن ما جعل النظام المالي العالمي يحتاج إلى إنشاء أسواق مالية إسلامية بصفة عامة، وبورصات أوراق مالية إسلامية بصفة خاصة أسباب عدة، نذكر منها الآتي:

● **ظاهرة الاقتصاد الرمزي والانفصال المتزايد بين الاقتصاد العيني والاقتصاد المالي:** يرجع مفهوم الاقتصاد الرمزي إلى تزايد الاهتمام العالمي بالمعاملات المالية عن المعاملات العينية، والانفصال المتزايد بين الاقتصاد العيني المتمثل في تدفقات السلع والخدمات، والاقتصاد المالي والنقدي المتمثل في تدفق النقود والإئتمان، حيث أخذت هذه المعاملات تكتسب استقلالية منذ النصف الأول للسبعينيات من القرن الماضي، أي أصبح هناك ما يسمى بالاقتصاد الرمزي والاقتصاد الحقيقي، وأصبحت هناك مفاضلة بين استخدام رأس المال في الديون واستخدامه في الإنتاج، وأيضاً بين المضاربة والاستثمار، وأصبح الربح مفضلاً على الربح، والرسالة على العائد السنوي، وأصبحت الجماعات والمراكز المالية أقوى من الحكومات.

وبعد اختيار أسعار الصرف العالمية مع بداية 1971 تزايد الانفصال بين النظام المالي والنقدي من جهة، والتجارة من جهة أخرى، ويستخلص من هذا نتيجتان هامتان هما:<sup>150</sup>

- كبر حجم رأس المال غير المرتبط بالتجارة والمستقل عنها فعلياً، ويفوق حجم رأس المال الناتج منها.

- انفصال أسواق رأس المال عموماً وبورصات الأوراق المالية خصوصاً عن أسواق التجارة الدولية، وأصبحت لها دورتها الخاصة بها، وأضحت حركة رأس المال في الأسواق الدولية لا ترتبط بحجم التجارة الدولية.

● **تدويل النشاط المالي وتحريم تجارة الخدمات المالية:** يقسم قطاع الخدمات المالية غالباً إلى ثلاثة قطاعات فرعية هي القطاع المصرفي، قطاع التأمين، والمؤسسات المالية غير المصرفية (الأسواق المالية)، وبالرغم من أن هذا التقسيم لا يزال ذا أهمية من حيث نوعية الخدمة إلا أنه لا يساعد على تحديد الأنواع المختلفة للمؤسسات المالية بدقة، حيث يتم الآن إزالة العوائق التنظيمية بينها. ونتيجة لسعي الشركات إلى توسيع أنشطتها وتنويعها، فإن العديد منها يقدم خدماته في أكثر من نوع من الخدمات المالية، والشركات العالمية تغطي قدراً كبيراً من هذه المنتجات.<sup>151</sup>

إن تدويل النشاط المالي الذي يعتبر أحد أهم نواتج العولمة الذي يجعل الأسواق المالية المحلية ترتبط بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس المال لتصبح أسواق رأس المال أكثر ارتباطاً وتكاملاً.<sup>152</sup> ويرى بعض الخبراء أن تدويل النشاط المالي وتحريم تجارة الخدمات المالية على المستوى العالمي لا يخلو من بعض المنافع، فهو يسهل تدفق رؤوس الأموال من الدول ذات الفائض إلى الدول ذات العجز منها، مما يخفف من تكلفة فوائد الاستثمارات في دول العجز، ويرفع من عوائد الدول ذات الفائض

<sup>149</sup> رفعت العوضي، "الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر والاقتصاد الإسلامي"، ورقة بحثية مقدمة للمجمع الفقهي الإسلامي الدورة العشرون، 25-29/12/2010، مكة، ص: 43.

<sup>150</sup> سليمان ناصر، علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية في ظل التغيرات الدولية الحديثة، دار هومة، الطبعة الأولى، الجزائر، 2006، ص: 36. بتصرف.

<sup>151</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 37.

<sup>152</sup> عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003/2002، ص: 34.

والتي تعاني من انخفاض عوائد الاستثمار نسبياً، كما قد يساهم تدفق رؤوس الأموال في تساوي معدلات الفائدة بين الدول، ويبدو أن ذلك قد حدث بالفعل بين دول الاتحاد الأوروبي في سنوات سابقة.<sup>153</sup>

إلا أن الواقع أفرز نتائج أخرى سلبية وخطيرة أحياناً، ولعل أوضح مثال على ذلك الأزمة الآسيوية سنة 1997، حيث أن الاستثمارات الأجنبية في السوقين المالي والمصرفي لبلدان جنوب آسيا وصلت إلى نحو 40% من الأموال المتحركة في هذه الأسواق، وفي ظل تحرير التجارة العالمية ابتداءً من سنة 1995، استغل الفرصة بعض المستثمرين والمضاربين في أسواق هذه الدول لزعزعة استقرارها المالي والاقتصادي، لكونها أصبحت تنافس الغرب وعلى رأسه الولايات المتحدة الأمريكية، وذلك بتحويل مليارات الدولارات من رصيد هذه الدول إلى رصيد بعض كبار المضاربين، إضافة إلى أن الحجم الكبير من الاستثمارات الأجنبية في السوق المالي أتاح الفرصة لهذه الاستثمارات بأن تتحكم في أسعار الأسهم والسندات والعملات، وباستخدام الوسائل المشروعة وغير المشروعة، لتوجيه حركة هذه الأسعار إلى الاتجاه الذي يخدم مصالح أولئك المضاربين، كل ذلك وفي ظل عدم ضبط وضعف الرقابة على بورصات الأوراق المالية عجل بحدوث الانهيارات المتتالية في أسواق تلك البلدان الآسيوية.<sup>154</sup>

**1-2- فشل النظام المالي العالمي في حل الأزمات المالية والاقتصادية الناتجة عن أنشطة البورصات التقليدية:** تعرف الأزمة المالية على أنها فترة انقطاع في مسار النمو الاقتصادي حيث ينخفض الإنتاج، وتقل معدلات الاستثمار وتزداد معدلات البطالة... الخ، وهو ما قد يحدث على مستوى أي دولة أو منطقة، وقد يحدث على مستوى العالم بأكمله. وبالتالي توصف الأزمة بأنها عالمية حين يتسع ويتعمق نطاق تأثيرها وتأثرها. وعادة ما تحدث الأزمات المالية بصورة مفاجئة، فتشكل منعطفاً مهماً وخطيراً في حياة البشرية المعاصرة، ذلك أنها تتعلق بتصميم النظام المالي والنقدي الذي يشكل القلب النابض والرئة التي يتنفس بها النظام الرأسمالي المهيمن عالمياً، والذي أدى في العقود الأخيرة إلى ظهور أزمات عديدة متتالية، إذ لا تكاد تمر سنتان أو ثلاث إلا ويواجه العالم أزمة من نوع جديد، فعلى سبيل المثال أزمة الدين في المكسيك والبرازيل والأرجنتين عام 1982، وانهيار "وول ستريت" وأسواق الأوراق المالية الأخرى عام 1987، وأزمة القروض في الولايات المتحدة عام 1989، وانهيار فقاعة أسعار الأصول في اليابان عام 1990، وموجات المضاربة على عملات آليات الصرف الأوروبية عام 1992، وأزمة المضاربات وانهيار سعر "البيزوس" وإخلاق المكسيك بالوفاء بالدين عام 1994، والأزمة النقدية والمالية في الدول الآسيوية عام 1997م، وما تلاها من أزمة مالية روسية عام 1998، وفقاعة الإنترنت أو انهيار "الدوت كوم" عام 2000، وإفقال بورصة نيويورك لمدة أسبوع عام 2001، وكذلك انهيار النظام المصرفي الأرجنتيني عام 2001، وتراجع الأسواق المالية عام 2002 نتيجة عمليات التزوير التي شهدتها شركات الطاقة الأمريكية "إنرون"، وأزمة الغذاء، وتليها أزمة الرهن العقاري بداية من عام 2007، ووصولاً إلى انهيار البنوك والأزمة المالية الأخيرة التي تفاقمت في سبتمبر 2008 وانتشرت في كل العالم بعد أن انطلقت من عاصمة الرأسمالية أمريكا، ثم توسعت وامتدت إلى مجالات وقطاعات متنوعة، وأدت إلى حالات من الركود والانكماش، وأضحت أزمة مالية واقتصادية عالمية شاملة.<sup>155</sup>

إن أغلب المشخصين للأزمات المذكورة أعلاه وبالأخص الأزمة المالية العالمية الأخيرة يجمعون على أنها أزمات مبادئ وهيكل، وهنا تظهر الحاجة إلى مراجعة المبادئ التي قام عليها النظام المالي العالمي، وبعد مراجعتها يحتاج الأمر كذلك إلى مراجعة الهياكل القادرة على تطبيق هذه المبادئ بالشكل الصحيح. إن العديد من الخبراء والباحثين يرون أن الرأسمالية العالمية تحتاج إلى أن تجدد وتصحح نفسها، وأن عليها أن تنتقل من شكلها النقدي المنفرد إلى شكلها العالمي الاجتماعي والاقتصادي.

وعليه فإن العالم اليوم في حاجة إلى أن ينتقل من العولمة الرأسمالية إلى العولمة الإنسانية، وذلك أن النظام المالي العالمي يجب أن يهدف إلى تحقيق التنمية الشاملة والمستدامة، وتحقيق الاستقرار الاقتصادي المحمود، وتحقيق التطوير الاجتماعي المتوازن. وإنه يحتاج إلى أن يقوم على أسس ومبادئ تتسم بالوسطية الاقتصادية التي تراعي مختلف فئات المجتمع وتمكنهم من المساهمة الإيجابية في

<sup>153</sup> طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، بدون سنة النشر، ص: 34. (بتصرف).

<sup>154</sup> سليمان ناصر، مرجع سابق، 2006، ص: 41-42.

<sup>155</sup> عز الدين خوجة، الصحيفة الاقتصادية، الشركة السعودية للأبحاث والنشر، موقع الصحيفة الاقتصادية: www.aleqt.com، تاريخ الإطلاع: 2012/10/21.

تنمية الثروات، والمشاركة العادلة فيما تحقّقه من خيارات وطيبات. إن العولمة الإنسانية لا يمكن لها أن تقام إلا على مثل هذه الأسس والمبادئ.<sup>156</sup>

ولا نجد أي نظام مالي أو اقتصادي أحسن من النظام المالي والاقتصادي الإسلامي الذي يعطي الأولوية لتحقيق المبادئ الإنسانية قبل تحقيق الأهداف المادية، فهو يرقى عن كل الأنظمة الوضعية. وإن توقعات خبراء المال والاقتصاد في العالم تَوَكَّد على أن المستقبل سيكون للتمويل الإسلامي على مستوى العالم، حيث بدأت المناذاة بقوة بأهمية هذه الصناعة الأخلاقية العادلة، وخاصة بعد سقوط النظام الاشتراكي وتوالي الأزمات المالية التي عصفت بالنظام الرأسمالي. ولقد بدأت بالفعل دول الغرب تعاني الخراب والدمار وانحيار بنوكها ومؤسساتها حتى أكبر بنوك أمريكا. ولذلك لم يُعَد أمام العالم غير النظام المالي الإسلامي، من ناحية إعطائه فرصة، ومن ناحية ثانية لأنه أثبتَّ نجاحه وتفوقه في مواجهة الأزمة المالية العالمية لعام 2008 التي مازالت آثارها مستمرة إلى الآن، والتي لم ينج منها غيرُ البنوك الإسلامية،<sup>157</sup> التي تعتبر الشق الأول من السوق المالي الإسلامي، ولا بد من استكمال بناء هذا النظام بشقه الثاني المتمثل في بورصات أوراق مالية تحكمها ضوابط الشريعة الإسلامية، لتشكل بديلا مستقرا لأسواق مضطربة.

**1-3- نجاح تجربة الصيرفة الإسلامية وصمودها أمام الأزمات المالية العالمية:** إن المصارف الإسلامية حققت نجاحات قياسية ضخمة في فترة وجيزة، واستطاعت أن تثبت ذاتها وأن تكون رقما مهما على مستوى القطاع المالي العالمي، وما الاعتراف الدولي بهذه الصناعة من قبل المؤسسات الدولية، وما الدعوات الغربية للاستفادة من النموذج المالي والمصرفي الإسلامي إلا دليل على هذه النجاحات. حيث بلغت نسبة النمو ما يزيد على 35% سنويا وهو ما يشكل ظاهرة غير مسبوقة.

فبعدها كانت الصيرفة الإسلامية ظاهرة محلية أصبحت عالمية تنتشر ليس فقط في الدول الإسلامية وإنما أيضا في غيرها من الدول شرقا وغربا. كما لم يقتصر الأمر على إنشاء مصارف إسلامية متخصصة، وإنما أقدم العديد من البنوك التقليدية على تقديم الخدمات المصرفية الإسلامية، ولم يكن الأمر قاصرا على بنوك صغيرة وإنما تعداها ليشمل أكبر البنوك والمؤسسات المالية التقليدية في الدول المتقدمة. وعلى الرغم من وجود مبادئ النظام المصرفي الإسلامي عبر التاريخ الإسلامي نفسه، إلا أن بدايات المعاصرة بدأت فقط منذ منتصف السبعينات من هذا القرن، والتي تعتبر بداية نظام مصرفي جديد، في وقت يحاول فيه النظام المالي والمصرفي التقليدي معالجة عيوبه ونقائصه التي تجر إلى الكوارث على الكثير من الدول والعالم بأسره الحين والآخر.<sup>158</sup>

وعليه فإن هذا النجاح الذي حققته المصارف الإسلامية يدفعنا إلى الاجتهاد أكثر في مجال التمويل الإسلامي لإيجاد البديل الإسلامي لبورصة الأوراق المالية التقليدية من خلال إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية.

**1-4- دعم وتطوير الصيرفة الإسلامية:** إن إقامة أي نظام مصرفي إسلامي يجب بالضرورة أن يستتبع بإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية، والتي تعتبر بمثابة سوق ثانوية للأدوات الادخارية والاستثمارية الشرعية تسهيلات لإعادة تسيلها، فإن غياب هذه البورصة يعوق التوسع في استخدام هذه الأدوات الضرورية في الصيرفة الإسلامية ويقلص أدوارها التنموية.

ولقد شهدت المؤسسات المالية الإسلامية توسعا أفقيا ولم تتوسع عموديا من خلال إقامة البنوك المركزية الإسلامية والأسواق المالية الإسلامية التي تقوم بتمويل المشاريع الإسلامية طويلة الأجل، والتي لا تمول عن طريق القروض الربوية، بل بمساعدة هذه المؤسسات في بيع بعض حقوقها في حالة حاجتها إلى السيولة.

إلا أنه نظرا للضغوط المتولدة عن طبيعة موارد المصارف الإسلامية قصيرة الأجل، ومخاطر ربطها في استثمارات طويلة الأجل، وما ينشأ عنه من صعوبة تسيلها عند الحاجة إليها اتجهت هذه المصارف باستثماراتها إلى الاستثمار قصير الأجل؛ بحثنا عن

<sup>156</sup> نفس مرجع سابق.

<sup>157</sup> حسين حامد حسان، حوار حول السوق الإسلامية قادمة والمستقبل للتمويل الإسلامي، تاريخ الإطلاع 2012/11/27 في موقع الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي،

www.eifa.co

<sup>158</sup> سعيد بن سعد المرطان، "ضوابط تقديم الخدمات المصرفية في البنوك التقليدية تجربة البنك الأهلي التجاري"، ورقة بحثية مقدمة في مؤتمر الإقتصاد الإسلامي، السعودية، 2010،

السيولة والربحية وما يتطلبه ذلك من احتفاظها بنسب عالية للسيولة مما يؤثر سلباً على عوائدها.<sup>159</sup> وتواجد بورصة أوراق مالية إسلامية يمكن للمصارف الإسلامية أن تحول مواردها إلى أوراق مالية<sup>160</sup> أو تكون محافظ للأوراق المالية من شأنه تعظيم إيرادات المصرف الإسلامي، مما يحقق مصدر سيولة للأصول المستثمر فيها من جهة، وتلعب هذه المحافظ دوراً هاماً في تنشيط بورصة الأوراق المالية الإسلامية من خلال قيام المصارف الإسلامية بتدويرها بيعاً وشراءً للأوراق المالية، مما يساهم في زيادة العرض والطلب في هذه البورصة.<sup>161</sup>

ومن المطلوب الآن هو العمل على إيجاد مفهوم ونمط متميز لبورصات الأوراق المالية الإسلامية، بما يعزز دورها في الوساطة المالية، ويبرز كفاءة التمويل الإسلامي، وأدواته المتنوعة في تطوير أسواق المال العربية والإسلامية، ولا سيما بعد أن قطعت مسيرة تطبيق الصيرفة الإسلامية شوطاً ناجحاً وملموساً.

**1-5- الآثار الاقتصادية السلبية لآليات التعامل في بورصة الأوراق المالية التقليدية:** عندما انحرفت بورصة الأوراق المالية التقليدية عن مسارها بعد أن أضافت إلى وظائفها الأصلية - التي قامت من أجلها ودعت الضرورة والحاجة إلى وجودها - وظائف جديدة، تحولت هذه بورصات إلى ما يشبه أندية القمار (فلقد وصفها كينز بأنها كازينو للقمار)<sup>162</sup>، وكانت سبباً في حدوث أزمات مالية خطيرة سرعان ما تحولت إلى أزمات اقتصادية، ويرجع العديد من الخبراء أسباب هذه الأزمات إلى آليات التعامل السائدة عند تداول الأوراق المالية في البورصة التقليدية. وفيما يلي عرض لأهم الآليات التي ثبتت آثارها السلبية:

**1-5-1- المضاربة غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية التقليدية وأضرارها الاقتصادية:** من الضروري أن نوضح مفهوم المضاربة المقصودة هنا لتمييزها عن المضاربة بمعناها الفقهي\*. حيث تعرف المضاربة في البورصة (**Speculation**) على أنها عملية بيع أو شراء لا حاجة معينة، ولكن للاستفادة من فروق الأسعار الناتجة عن التنبؤ بتغيرات قيم الأوراق المالية.<sup>163</sup> إذن هي عقد بيع وشراء يقوم على عنصر المخاطرة، ويكتنفها غالباً أمور تجعلها من العقود المنهي عنها شرعاً منها: البيع على المكشوف، البيع قبل القبض والصوربة في التعامل. هذا ما جعل العديد من رجال الاقتصاد الإسلامي يجرمون المضاربة ويعتبرونها مضرة ببورصات الأوراق المالية بصورة خاصة وبالنشاط الاقتصادي بصورة عامة. ومن بين التأثيرات الضارة للمضاربة غير المشروعة على النشاط الاقتصادي نذكر:

**أ- الإخلال بالتوازن الحقيقي لأسعار الأوراق المالية (الأثر على كفاءة السوق):** لقد أثار نشاط المضاربة جدلاً كبيراً حتى في البلدان الغربية بسبب صلته الوثيقة بالقمار، وبالرغم من أن المضاربة تعتبر نشاطاً مشروعاً في الغرب، إلا أن هناك عدداً من الخبراء الذين يعتبرون المضاربة مصطلحاً مرادفاً للقمار، ويعتقدون أن المضاربة تتحمل مسؤولية عدم الاستقرار في أسعار السلع التجارية وأسعار الصرف للعملة الرئيسية وأسعار البورصة.<sup>164</sup>

ورغم أن الحكومات والبنوك المركزية والجهات المسؤولة عن البورصة وضعت قواعد تنظيمية لتنظيم عمل أسواق المضاربة في البورصة للحيلولة دون تلاعب الأفراد والفئات الأخرى بالأسعار، وذلك لحماية جمهور المستهلكين من مضار ذلك، إلا أن هذه القواعد كانت محدودة الفائدة، حيث لم تقض على التلاعب فلم تستقر الأسعار واستمرت المخاطر.

<sup>159</sup> أشرف دوابة، مرجع سابق، 2006، ص: 336.

<sup>160</sup> أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006، ص: 161.

<sup>161</sup> عماد غزالي، مرجع سابق، ص: 193.

<sup>162</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، 1996، ص: 395.

\* تعرف المضاربة في الاصطلاح الفقهي على أنها عقد ثنائي بين طرفين يقدم فيه الطرف الأول المال والطرف الثاني العمل على نحو ما يتفق عليه في شروط العمل واقتسام الربح.

<sup>163</sup> C McComell and S. Brue, "Economic: Principales, Problems & Policies", 13th ed, New York, McGraw-Hill, 1996, p: 784.

<sup>164</sup> عبد الرزاق عفيفي، بورصة الأوراق المالية والضرائب، دار الصمعي، الطبعة الأولى، الرياض، السعودية، 2001، ص: 170.

إنه من المفترض في أسعار الأوراق المالية أن تعبر عن المركز المالي الحقيقي للشركة المصدرة للورقة المالية، وعن الظروف الاقتصادية السائدة، وعن الطلب والعرض الطبيعيين، إلا أن عمليات المضاربة تخل بالتوازن الحقيقي للأسعار، وذلك عبر الوسائل التالية:<sup>165</sup>

**- الإشاعات الكاذبة:** والتي تستهدف رفع أو خفض الأسعار عن مستواها الطبيعي لتحقيق مصلحة خاصة اعتماداً على حساسية البورصة تجاه هذه الإشاعات. وقد يستعمل المضاربون المحترفون الأجهزة الإعلامية خاصة الصحف لتغذية الاتجاهات التي تتخذ عملياتهم.

**- عمليات الإحراج:**<sup>166</sup> وهي نوع من الاحتكار يتلخص في السعي لجمع وحبس الأوراق المالية من نوع واحد في يد واحدة، ثم التحكم في السوق حين لا يجد المتعاملون في هذه الأوراق ما يوفون به التزامهم التي حان أجلها، الأمر الذي يجعلهم تحت ضغط هؤلاء المتحكمين فيخضعونهم للأسعار التي يقررونها. وذلك ما حدث سنة 1901 عند تنازع شركتي "مورجان" و"هاريمان" على حيازة أسهم شركة "نورثان باسيفيك" فقفز سعر السهم من 70 إلى 1000 دولار و نجحت "مورجان" في حيازة أغلب الأسهم، وأفلس كل من عليه الوفاء بأسهم هذه الشركة.<sup>167</sup>

**- الأوامر المتاقبلية:**<sup>168</sup> هذه العملية تنحصر في القيام بعمليات شراء يقابلها عمليات بيع متعادلة بقصد إيجاد حركة مصطنعة، فإن كان الهدف هو رفع السعر زادت عمليات الشراء، وإن كان الهدف هو خفض الأسعار فتزداد عمليات البيع. ونجاح هذه العمليات متوقف على مهارة المضاربين في إخفاء أغراضهم وحجم الأسهم التي تحت تصرفهم.

**- السيطرة على الجهاز الحكومي:** يعمل المضاربون على الاستفادة من علاقاتهم مع المسؤولين في الجهازين التشريعي والتنظيمي حيث تُعدُّ التشريعات وتُرسَم السياسات، وتتخذ القرارات التي من شأنها أن توجه حركة الأسعار نحو الوجة التي يريدونها، كما يطلع هؤلاء المضاربون على أسرار الدولة، ويسبقون غيرهم في الإفادتها.

ولقد أثبتت العديد من الدراسات أن عملية المضاربة عبر هذه الوسائل وغيرها تؤدي إلى رفع أسعار بعض الأوراق المالية إلى مستويات يستحيل تفسيرها اقتصادياً، ويعقب ذلك بوادر ردة فعل قوية وشاملة تهبط بالأسعار إلى مستويات متدنية جداً.<sup>169</sup>

**ب- الآثار السلبية على عملية تحديد الفعاليات المنتجة وتخصيص الموارد:**<sup>170</sup> لقد ذكرنا سابقاً أن من أهم وظائف بورصة الأوراق المالية توجيه المدخرات نحو المشروعات المنتجة مما يعني أنه قد تم تخصيص الموارد المتاحة على أفضل وجه ممكن، إلا أنه في ظل وجود نشاط المضاربة غير المشروعة، حيث يتفق الأفراد على فرض أسعار معينة بمختلف الوسائل التي أشرنا إليها من قبل، فإن من شأن ذلك أن يربك عملية تقدير كفاءة المشروعات، وتحويل اهتمام أصحاب رؤوس الأموال عن المشروعات المنتجة وتوجيهها نحو المضاربة طمعاً في الأرباح السريعة، وهذا يؤدي إلى أن تسير بورصة الأوراق المالية في اتجاه مستقل بشكل مطلق عن سوقي العمل والإنتاج. ومن الآثار الناتجة عن الاختلال في توجيه الموارد نحو المشاريع الأفضل هي زعزعة استقرار النشاط الاقتصادي.

إن استقرار النشاط الاقتصادي هو المناخ اللازم لقيام التنمية الاقتصادية، ومن أكثر مهددات استقرار النشاط الاقتصادي انهيار المشروعات والمؤسسات التي يعتمد عليها في تنفيذ بعض مراحل خطة التنمية الاقتصادية. وتؤدي المضاربة غير المشروعة في بورصات الأوراق المالية إلى التأثير في زعزعة استقرار النشاط الاقتصادي، وذلك نتيجة لكون التقديرات الناجمة عن النفسية الجماعية تتعرض لتحويلات شديدة ومفاجئة، مما يؤدي إلى موجات متناوبة من التفاؤل الزائد أو التشاؤم الزائد. ولأن هذه الموجات نتجت عن

<sup>165</sup> زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار الفنائس، الطبعة الأولى، عمان، 2009، ص: 93

<sup>166</sup> أحمد محيي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 508.

<sup>167</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 510.

<sup>168</sup> مقبل الجميبي، الأسواق والبورصات، مدينة النشر والطباعة، الإسكندرية، 1996، ص: 132، في: زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص: 94.

<sup>169</sup> منها دراسة Guth (1984)، في: عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، "مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 2003.

<sup>170</sup> زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص: 95

ممارسات غير أخلاقية من طرف المضاربين كالحيل والكذب وترويع الاشاعات، فإنها تهمز البورصة بعنف ويصعب بذلك تحديد المشروعات المنتجة مما يؤدي إلى انصراف الاستثمارات عن مشروعات كان منتظرا أن تخدم الاقتصاد بإيجابية.

**ج- الآثار السلبية على عمليات الاستثمار الحقيقي طويل الأجل:** الأصل في بورصات الأوراق المالية أن يحتفظ المدخر باستثماره للأجل الطويل عدا الطوارئ والظروف التي تلجئه إلى بيع استثماره. يقول كينز: "إذا جعلت عمليات التوظيف نهائية وغير قابلة للإلغاء ما عدا حالات الوفاة وما يشبهها لأمكن تخفيف آفات عصرنا الاقتصادية تخفيفا مجديا، لأن أصحاب الأموال المعدة للتوظيف سيضطرون إلى تركيز انتباههم إلى الأجل الطويل".<sup>171</sup>

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

**د- دوران رأس المال بعيدا عن دورة الإنتاج.**<sup>172</sup> إن من أنواع التأثير الضار للمضاربة غير المشروعة على النشاط الاقتصادي أنها تصرف جزءا من أصحاب رؤوس الأموال عن القيام بالعمليات الانتاجية الحقيقية التي يتطلبها المجتمع من صناعة وزراعة وتعدين... الخ. وتجعلهم في انتظار الفرص التي قد تسنح من خلال تغيرات الأسعار، فإن صحت توقعاتهم وربحوا من وراء ذلك ازدادوا تعلقا بالمضاربة، الأمر الذي يرسخ من دوران رؤوس أموال هؤلاء الأفراد بعيدا عن دورة النشاط الاقتصادي.

**هـ- الآثار السلبية على توزيع الثروة:** تتسبب المضاربة غير المشروعة في اختلال كفة التوازن بين الأغنياء وربما تكون سببا في أن يحتكر بعض الأثرياء صنفا من الأصناف، فيفعلون بأسعارها ما شاءوا، مما قد يتسبب في التعجيل بالأزمات في بلاد كثيرة.<sup>173</sup> إن التقلبات في أسعار الأسهم غير المبررة الناتجة عن المضاربات غير المشروعة، تؤدي إلى سوء توزيع الموارد المالية، حيث تنتقل من صغار المضاربين إلى كبار المضاربين المحترفين، وتؤدي إلى خروج صغار المضاربين من السوق، وهذا يؤثر في كفاءة بورصة الأوراق المالية.<sup>174</sup>

**و- الكفاءة المنقوصة لبورصة الأوراق المالية التقليدية:** تعد بورصة الأوراق المالية من إحدى المقومات الأساسية المعاصرة لمعرفة مدى تطور الدول، ومرآة للنهضة الاقتصادية التي تعيشها البلدان، وذلك لأن الشركات المساهمة أو غيرها بحسب الأنظمة والتي تطمح في جذب الأموال لزيادة رؤوس أموالها أو تسويقها لمنتجاتها أو لخدماتها عن طريق بورصة الأوراق المالية ستطمح في تطبيق الأنظمة بكل فعالية وكفاءة لتعكس صورة جيدة عنها وذلك من أجل تنمية مدخرات مساهميها من خلال أدائها الفعلي وقوة وكفاءة مجالس إدارتها وموظفيها، ولا يتحقق ذلك كله إلا إذا كان هناك مستوى عال لتطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح (TRANSPERANCY AND DESCLOSURE). إلا أنه في حالات كثيرة ودونما أن تكون للشركة مصلحة يقوم بعض مستثمريها أو المضاربين بأسهمها ببعض الأعمال المخالفة للأنظمة والقوانين لتحقيق مكاسب بطرق غير شرعية والإضرار بالآخرين، يمكن تسميتها بالجرائم المالية. إن للجرائم المالية (FINANCIAL CRIMES) أثر سلبي على الشركة ومساهميها بصفة خاصة وعلى بورصة الأوراق المالية والاقتصاد بصفة عامة، مما يؤدي إلى عزوف المستثمرين في ادخار أموالهم والاستثمار بطريقة كفئة. وعليه نجد أن نظرية السوق الكفؤة و الفعالة (EFFICIENT MARKET THEORY) والسعي الحثيث لتطبيقها يشوبها عدة شوائب بفعل هذه الجرائم.<sup>175</sup>

<sup>171</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 98.

<sup>172</sup> أحمد مجي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 519.

<sup>173</sup> عبد الرزاق عفيفي، مرجع سابق، ص: 208.

<sup>174</sup> عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، مرجع سابق.

<sup>175</sup> سلطان عبد السلام، و ابراهيم عبد السلام، الجرائم المالية في البورصات (MARKET MANIPULATION): الجريمة الأولى (جريمة التلاعب في السوق)، دراسة تحليلية مقارنة بين النظام السعودي والبريطاني، Arabblogs.com، تاريخ الإطلاع: 2012/12/23.

وغالبا ما تنجم هذه الجرائم المالية عن الممارسات غير الأخلاقية المذكورة أعلاه والتي تؤدي إلى ضرر كبير على المستثمرين بشكل عام، وعلى صغار المستثمرين بشكل خاص. ومن أبرز صور هذه الجرائم المالية التي انتابت التعامل في بورصة الأوراق المالية التقليدية هي:

• **البيع الصوري أو المظهري**<sup>176</sup>: يقصد بالبيع الصوري أو المظهري خلق تعامل مظهري نشط على سهم ما، في الوقت الذي قد لا يوجد فيه تعامل فعلي يذكر على ذلك السهم ومن صور البيع المظهري قيام شخص ما ببيع أوراق مالية صوريا لابنه أو أحد أفراد أسرته، ومن صوره كذلك قيام ذات الشخص بشراء وبيع الورقة في ذلك اليوم لشخص يتفق معه على ذلك. تتم العملية بأن يقوم المشتري بإعادة بيع الورقة إلى ذات الشخص الذي سبق أن اشتراها منه، وذلك في نفس اليوم وبسعر أكبر أو أقل حسب الاتفاق.

كذلك يمكن للمستثمر "المخادع" أن ينتهز فرصة ارتفاع في القيمة السوقية لأسهم يمتلكها فيقوم بالاتفاق مع أشخاص آخرين لبيعها صوريا لهم بسعر أعلى من السعر الجاري، ثم يقوم هؤلاء الأشخاص في نفس اليوم بإعادة بيعها له. مثل هذه الملبسات من شأنها أن توحى بتزايد التعامل على تلك الأسهم، وهو ما قد يعتبره بعض المستثمرين مؤشرا على تحسن ظروف المنشأة المصدر لها، مما قد يشجع بعضهم على الدخول لشرائها، والنتيجة مزيد من الارتفاع في قيمتها السوقية فيقوم المستثمر المخادع ببيع ما يملكه منها بالسعر المرتفع ويجني الأرباح. وإلى جانب إمكانية استخدام البيع المظهري لتحقيق المزيد من الأرباح، فإنه يمكن أن يستخدم لأغراض ضريبية، يحدث ذلك عندما يقوم المستثمر المخادع ببيع ما يملكه من الأوراق صوريا إلى شخص آخر بسعر أقل من السعر المحدد الذي سبق أن اشتراها به، محققا خسائر دفترية تخضع من إيراداته قبل حساب الضريبة.

ولمواجهة هذا النوع من الغش والتدليس صدرت تشريعات تعتبر التلاعب في الأسعار بصور مختلفة –ومن بينها البيع المظهري– جريمة يعاقب مرتكبها بالغرامة أو السجن أو هما معا.

• **الشراء بغرض الاحتكار**: يقصد بالشراء لغرض الاحتكار قيام شخص ما بالعمل على شراء كل الكميات المعروضة من ورقة مالية معينة، وذلك بغرض تحقيق نوع من الاحتكار، يمكنه فيما بعد من بيع الورقة للراغبين في شرائها بالسعر الذي يراه، وفي حالات يحصر الشخص المذكور نشاطه الاحتكاري في شراء الأسهم التي يبيعها الآخرون على المكشوف حتى يحتكر تداولها فترتفع قيمة الورقة المالية ويحقق ربحا مضمونا.<sup>177</sup>

• **استغلال الوسطاء لثقة العملاء**: يقصد باستغلال ثقة العملاء الممارسات غير الأخلاقية من قبل وسيط عمليات البورصة (السمسار) تجاه أحد عملائه وذلك بإبرامه صفقات نيابة عنه، أو تشجعه على إبرام الصفقات دون أن يكون في ذلك مصلحة له. فالسمسار يحصل على عمولة السمسرة من صفقات البيع والشراء التي يبرمها لعملائه سواء كانت تلك الصفقات مربحة أو غير مربحة، وكلما زادت الصفقات عددا وقيمة كلما زادت حصيلته السمسرة، باختصار يهدف السمسار من تلك الممارسات غير الأخلاقية إلى ابتزاز العميل للقيام بعمليات أكثر ليزداد ربحه دون مراعاة خسارة العميل.

• **اتفاقيات التلاعب**: اتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق المالية تتم بواسطة شخصين أو أكثر، وتهدف إلى إحداث تغيرات مفتعلة في أسعار الأوراق المالية بغرض تحقيق الربح، وقد تشمل العضوية في مثل هذه الاتفاقيات على سمسرة وعاملين في بعض المنشآت التي لها أوراق مالية متداولة، كما قد يساهم بعض الأعضاء بالعمل، بينما يساهم الآخريين برأس المال، وقد يعين مدير يتولى تنفيذ الاتفاقية ويوجد نوعين من الاتفاقيات: اتفاقيات المتاجرة، واتفاقيات الاختيار. ويقصد باتفاقية المتاجرة تلك الاتفاقية التي بمقتضاها يسعى التنظيم لامتلاك أكبر قدر ممكن من الأسهم التي تصدرها منشأة ما. أما اتفاقية الاختيار فعادة ما تتضمن عضويتها بعض أعضاء مجلس إدارة المنشأة المصدرة للأسهم محل الاتفاقية.

<sup>176</sup> French, Security and Portfolio Analysis Concepts and Management, CH Merle Pub, 1989, p: 66..D  
<sup>177</sup> R. Gastineau and Jarow, "Large Trader Impact and Market Regulation", Financial Analyses Journal, July- August 1991, pp: 46-47.

● **إفشاء المعلومات السرية (الداخلية):** وهو واقعة استغلال أو توصيل معلومات مميزة من جانب المطلعي عليها بحكم وظائفهم في فترة زمنية معينة يتعين عليهم فيها حفظ هذه المعلومات، وهي تمثل انتهاكا صارخا لمبدأ المساواة والعدالة بين المتعاملين في بورصة الأوراق المالية. كأن يقوم أحد المسؤولين في شركة معينة باستغلال معلومة مفادها أنه سيحدث انخفاض شديد في أسعار أسهم هذه الشركة، فيقوم ببيع أسهمه بالتراضي خارج البورصة. ويعتبر إفشاء المعلومات السرية في بورصة الأوراق المالية التقليدية من الجرائم التي تترتب عليها عقوبات في القوانين الوضعية المعاصرة.<sup>178</sup>

● **غسيل الأموال وتحويل الإرهاب:** حيث يهدف بعض المتعاملين إلى جعل أموالهم التي تم الحصول عليها بطرق غير مشروعة عن طريق المخدرات مثلاً، ومن ثم إدخالها إلى بورصة الأوراق المالية و تدويرها مع الأموال الأخرى وبالتالي تصبح مشروعة.<sup>179</sup>

## 2- الدوافع الاجتماعية لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية

إن ما يدفع المجتمع عموماً والمتعاملين في البورصة خصوصاً إلى المطالبة بإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية أسباب عديدة يمكن ذكر الآتي منها:

- 1-2- **حاجة المتعاملين في البورصة إلى استثمار عادل وتوزيع أمثل للثروة:** يلجأ المتعاملون -سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات- لبورصات الأوراق المالية إما لاستثمار أموالهم بغية الربح أو للبحث عن السيولة التي يحتاجونها لتمويل مشاريعهم الاستثمارية أو عجزهم في السيولة، وكلهم أمل في إيجاد سوق عادلة توفر لهم فرص متكافئة ومتباينة من ناحية المخاطر وفق رغباتهم، إلا أنهم سرعان ما يصدمون بواقع أليم قد يؤدي إلى ضياع كل ثروتهم في رمشة عين، وذلك نتيجة لما يلي:<sup>180</sup>
  - سيطرة أصحاب رؤوس الأموال الكبيرة في بورصات الأوراق المالية التقليدية مما يمكنهم من التأثير المخطط لإحداث ضرر جسيم بصغار المتعاملين. وتعتبر هذه السيطرة نوع من أنواع الاحتكار التي نهي الشرع عنها.
  - الشائعات المغرضة التي لا أساس لها من الحقيقة والتي غايتها إحداث أضرار جسيمة بالمتعاملين، وبالسوق، وبالاقتصاد الوطني، والتي يقوم بها عصابة من كبار المتعاملين في الأسواق بتخطيط وتنظيم دقيق مدعم من قبل بعض المنظمات المالية وقد يكون لبعضها مآرب سياسية وخيمة، فعلى سبيل المثال: تصدر شائعة بوجود خسارة في شركة ما فينهار سعر أسهمها، أو يقال أنه يتوقع وجود عجز في ميزانية دوله كذا فينهار سعر سنداتهما، أو يشاع أن هناك احتمال أن تقوم الدولة بتخفيض عملتها.
  - التوجيه غير الرشيد للأموال مثل الإنفاق على الكماليات والمظهوريات والاسراف والتبذير سواء من قبل بعض الشركات والمؤسسات أو من قبل الحكومة، وهذا يعتبر تبديداً لأموال المتعاملين في البورصة مما قد يؤدي إلى تقليل عائد المستثمرين أو انعدامه.
  - التعامل بالسندات بفائدة ثابتة، والخيارات في العمليات الآجلة وغيرها من المشتقات، قد يؤدي إلى عجز المدين مثلاً عن سداد الفائدة أو رد قيمة السند في ميعاد استحقاقه، فتروج الشائعات حول تلك الأوراق فينخفض سعرها وتنهار معها المؤسسة أو الشركة أو الحكومة المصدرة لتلك السندات، ويترتب على ذلك ضياع أو تبديد وأكل أموال هؤلاء المتعاملين بالباطل.
  - في حالة الشراء بالهامش أو البيع على المكشوف، عندما يعجز المشتري عن سداد ما عليه من دين بفائدة وينخفض سعر الورقة، فلا يجد بُدّاً من التخلص منها بأي ثمن، وهذا بدوره يقود إلى سلسلة من المضاعفات تقود إلى الانخفاض الشديد في الأسعار بدون مبرر اقتصادي أو استثماري فيتضرر بذلك صاحب هذه الورقة.
- في حين أكد علماء وخبراء النظام المالي والاقتصادي الوضعي أن من أسباب حدوث الأزمات توقف المدين عن السداد،

<sup>178</sup> أحمد بن محمد الخليل، جرائم البورصة النظامية وأحكامها الفقهية، موقع الفقه الاسلامي، تاريخ الإطلاع: 2011/06/19 (<http://www.islamfeqh.com/Kshaf/List/ViewResearchDetails.aspx?ResearchID=1669>).

<sup>179</sup> سلطان عبد السلام، و ابراهيم عبد السلام، مرجع سابق.

<sup>180</sup> عبد الحميد الغزالي، الأزمة المالية العالمية: التشخيص والمخرج، 9 أكتوبر 2008، القاهرة، موقع جمعية الإرشاد والإصلاح: [www.irched.org](http://www.irched.org). (بتصرف)

وقيام الدائن برفع سعر الفائدة، أو تدوير القرض بفائدة أعلى أو تنفيذ الرهن على المدين وتشريده وطرده، وهذا ما يقود إلى أزمة اجتماعية وإنسانية تسبب العديد من المشكلات النفسية والاجتماعية والسياسية والاقتصادية وغير ذلك.

ولذلك أثارت بورصة الأوراق المالية التقليدية جدلاً كبيراً بين الاقتصاديين، نظراً لما سببته في فترات معينة من تاريخ العالم الاقتصادي من ضياع ثروات ضخمة في وقت قصير، بينما سببت غنى للآخرين دون جهد، حتى إنه في الأزمات الكبيرة التي اجتاحت العالم طالب الكثيرون بإلغائها، إذ تذهب بسببها ثروات، وتنهار أوضاع اقتصادية في الهاوية، وبوقت سريع، كما يحصل في الزلازل والانخسافات الأرضية.

وعليه فإن المستثمر في أمس الحاجة في زمننا هذا إلى بورصة إسلامية تسعى إلى تخليصه من كافة صور الغرر والجهالة والتدليس والمقامرة والغش والكذب والإشاعات والاستغلال وأكل أموال الناس بالباطل، وتضمن له الالتزام بالصدق والأمانة والوضوح والشفافية، وهذا ما يرحى تحقيقه من خلال إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية، تقوم على مبادئ النظام المالي والاقتصادي الإسلامي، الذي يعتمد على قاعدة المشاركة في الربح والخسارة وعلى التداول الفعلي للأموال والموجودات، ويحكم ذلك ضوابط الحلال الطيب والأولويات الإسلامية وتحقيق المنافع المشروعة و"الغنم بالغرم"، والتفاعل الحقيقي بين أصحاب الأموال وأصحاب الأعمال والخبرة، والعمل وفق ضابط العدل والحق وبذل الجهد، وهذا سيقفل من حدة أي أزمة حيث لا يوجد فريق رابح دائماً وأبداً وفريق خاسر دائماً أبداً، بل هناك مشاركة في الربح والخسارة.<sup>181</sup>

ومن هذا المنطلق فإن تعامل الفرد مع بورصة أوراق مالية إسلامية يحقق للفرد الشعور بالأمن والطمأنينة وتحرره من الخوف من أن يمارس في حقه أي ظلم أو عدوان دون محاسبة صارمة، وبذلك يشعر الفرد بذاتية وأهمية مسيرة مجتمعه وحقه في المشاركة فيها، مما يعمق معاني الانتماء للوطن ويزيل كل مظاهر الاحباط أو النقمة على المجتمع ومؤسساته التي تعتبر من أهم مقومات التنمية.

**2-2- تلبية احتياجات الأفراد الراغبين في الاستثمار الحلال:** إن الملاحظ لظاهرة تنامي العمل المصرفي الإسلامي، يجد أن تنامي معدلات الطلب على المنتجات الإسلامية أكثر من معدلات الطلب على المنتجات التقليدية، وهذا تماشياً مع واقع مفروض، ولن يكون إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية بعيداً عن تلك الظاهرة، لذلك يمكن أن يتوقع من بورصة الأوراق المالية الإسلامية تلبية احتياجات فئتين من العملاء:<sup>182</sup>

● الفئة الأولى: عملاء بورصة الأوراق المالية التقليدية: سيتحول عملاء بورصة الأوراق المالية التقليدية الذين يرفضون التعامل بما يخالف أحكام الشريعة الإسلامية، وقد ينسحبوا من البورصة التقليدية حالما تتوفر لهم البدائل من خلال بورصة تتعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

● الفئة الثانية: العملاء الجدد: إن إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية سيكون عاملاً جاذباً لعملاء جدد كانوا مهمشين بسبب عدم توفير أدوات استثمارية تناسبهم، حيث كانوا يبتعدون عن البورصة لما يرون في أعمالها من مخالفات ومقامرات لا تتفق مع معتقداتهم، رغم ما لديهم من الموارد المجددة عن الاستثمار، ويتوقع أن تصبح موارد هذه الفئة من العملاء في متناول أعمال بورصة الأوراق المالية الإسلامية.

### المطلب الثالث: الدوافع السياسية والدينية لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية

<sup>181</sup> نفس المرجع السابق (بتصرف).

<sup>182</sup> محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص: 130.

بعدها اجتاحت بورصة الأوراق المالية التقليدية كل أسواق العالم، وتبنتها أغلب الدول بما فيها الإسلامية دونما تمحيص أو تدقيق فيما يتوافق مع مبادئ شريعة هذه الدول وعقيدة شعوبها، أضحت هذه الأخيرة تابعة للدول الغربية غير الإسلامية على اعتبارها صاحبة الفكرة.

ومادامت البورصة قد نشأت في غير ظل الإسلام فإنه من غير المتوقع أن تكون إسلامية، قد يكون فيها شيء يتفق مع الإسلام، ولكن لن تكون إسلامية خالصة، بل إننا عندما ننظر في أعمال البورصة فإننا سنجد أن أكثر أعمالها بعيدة عن الإسلام. وعليه فإن هناك دوافع سياسية ودينية تبعث على إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية تخلص الدول الإسلامية من تبعيتها، وتجعل المسلمين يتعدون عما حرمه الله عز وجل، وهذا ما سنوضحه من خلال عناصر هذا المطلب.

### 1- الدوافع السياسية لإنشاء بورصة الأوراق المالية الإسلامية

من الدوافع السياسية الرئيسية لإنشاء بورصة الأوراق المالية الإسلامية هو المحافظة على الاستقلالية السياسية والتخلص من التبعية الأجنبية، حيث تعاني أغلب الدول الإسلامية من العديد من المشاكل الاقتصادية والسياسية التي ترتبط بظاهرة تخلفها الاقتصادي، ومن الأسباب الرئيسية التي لم تسمح لها بالتطور هي خضوعها للتبعية الأجنبية، حيث نجد هذه الدول بمجرد ما تحتاج إلى موارد تلجأ مسرعة إلى المؤسسات المالية الدولية (صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير) التي تفرض عليها لقاء ما تقدم لها من خدمات شروط خانقة لا تناسب في كثير من الأحيان الأوضاع السياسية للدولة أو ثقافة ومعتقدات مجتمعات هذه الدول. وتفرض على الدولة المدينة رفع سعر الفائدة، وهذا بدوره يسبب سلسلة من المضاعفات تؤدي إلى انخيار في بورصة الأوراق المالية لذلك البلد وفي الاقتصاد الوطني بصفه عامة.

كما تعمل هذه المؤسسات على فرض ايديولوجيات تنطوي على إعادة صياغة القرار الاقتصادي والثقافي كوسيلة من وسائل الاختراق بحجة زيادة الارتباط المتبادل بين المجتمعات الانسانية، والالتزام طوعا أو كرها بسيادة اقتصاديات السوق، وتحرير أسواق المال وأسعار الفائدة، وأسعار الصرف، وحتى إلغاء القيود الحمائية والجمركية. وعلى النقيض من ذلك إلزام الدول الإسلامية بتشريعات لم تكن أصلا في حاجة لإصدارها كالتشريع الخاص بمكافحة غسيل الأموال والذي صدر معطلا لسرية الحسابات، والتي اعتبرها الغرب وسيلة لمكافحة تمويل عمليات الارهاب، وتم اعتبار الدول التي امتنعت عن إصدار مثل هذا التشريع بأنها ضمن القائمة السوداء للدول الممتنعة عن مكافحة عمليات غسيل الأموال.<sup>183</sup>

بالإضافة إلى ما سبق نجد أن توصيات المؤسسات الدولية (كبنك التسويات الدولية) تنطوي على إملاء صيغ محددة للعقود والمعاملات في أسواق الأوراق المالية للدول النامية والتي أطلقوا عليها اسم الأسواق الناشئة، وتعد هذه المعاملات في أغلبها معاملات محرمة شرعا كالبيع على المكشوف والشراء بالهامش.

تلجأ أحيانا بعض الشركات والمؤسسات والحكومات إلى الاقتراض بفوائد من البنوك والمؤسسات المالية العالمية الخارجية، وغالبا ما يسبب هذا أزمات مالية وخسائر باهظة لدى المقترضين، وتتدخل المؤسسات المالية العالمية مثل صندوق النقد الدولي. إن ممارسة هذه الضغوط من قبل تلك المؤسسات ما هو إلا وسيلة من وسائل الاختراق تحت الدعوة إلى جعل العالم قرية واحدة، وهذا لا يخرج عن كونه امبريالية ثقافية تسعى إلى تهجين العالم وتجريده من خصوصياته، وفرض النموذج الغربي على الشعوب في مختلف بلدان العالم ولو تعارض ذلك مع تراثها الثقافي والديني.

<sup>183</sup> سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005، ص: 5-6.

وعليه فإن الدول الإسلامية عامة والبنوك الإسلامية خاصة، إذ لم تحقق لنفسها سوقاً إسلامية ثانوية ستظل أسيرة النظام المالي العالمي المتحكم في تدوير أموال أمتنا الإسلامية؛<sup>184</sup> وإنه لمن أولى الواجبات إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية والبحث عن مجموعة كبيرة من آلياتها المشروعة وأدواتها المباحة شرعاً.

## 2-الدوافع الدينية لإنشاء بورصة الأوراق المالية الإسلامية

إن من أهم الدوافع الدينية لإنشاء بورصة الأوراق المالية الإسلامية هو تأدية واجب شرعي وحفظ أموال الأمة الإسلامية من الضياع، إذ يقول الله تبارك وتعالى: "فإما يأتينكم مني هدى، فمن اتبع هداي فلا يضل ولا يشقى، ومن أعرض عن ذكري فإن له معيشة ضنكا"<sup>185</sup>، ويقول رسول الله صلى الله عليه وسلم: "تركت فيكم ما إن تمسكتم به لن تضلوا بعدي أبداً، كتاب الله وسنتي" (متفق عليه)، ويعني ذلك أن من ينحرف عن شرع الله عز وجل سيكون حاله عاجلاً أو آجلاً الضلال والشقاء والبؤس والهلاك، وهذا من سنن الله عز وجل وآياته البينات.

ونموذج انهيار النظام الاقتصادي الاشتراكي ليس منا ببعيد والذي كان يتحدى شرع الله ومنهجه، حيث كان يقوم على قتل الحافظ على التملك والريح، كما كان يعتمد على التسلط على أرزاق الناس وسلبهم الحرية والعدالة، وفضلاً عن ذلك كان يتعامل بالربا وعدم إتقان العمل.<sup>186</sup> كما تنبأ معظم كتاب وعلماء النظام الاقتصادي الرأسمالي بانتهائه إن لم يصوب ما به من أخطاء ومن أخطرها: التعامل بالربا والإحتكار والتكتلات والمكوس والغش والتدليس والمقامرة وكافة صور أكل أموال الناس بالباطل ومنها تسلط القوي على الضعيف. والأزمة الاقتصادية في دول شرق آسيا، ولاسيما في سوق الأوراق المالية، أحد صور أزمات النظام الاقتصادي الرأسمالي، حيث أن معظم المعاملات في بورصة الأوراق المالية ولا سيما العمليات الوهمية والآجلة على المقامرات والمراهقات وانتظار الحظ، والفوائد الربوية وسيطرة فئة قليلة على المعاملات، كفيل بحدوث الأزمات فيها. والشريعة الإسلامية تحرم الإحتكار والتعامل بالربا والمقامرات والإشاعات الكاذبة والإقتراض بفوائد وتوجيه الأموال نحو المشروعات التي لا تحقق منفعة معتبرة شرعاً، وهذا من موجبات تجنب وقوع الأزمات في الأسواق المالية وغيرها. وعليه فإن إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية يعتبر ضرورة شرعية لإنقاذ أموال المسلمين من الإبتزاز والضياع بسبب المخططات الصهيونية واليهودية التي تترصد بنا. وإن حدوث الأزمات الاقتصادية بصفة عامة والأزمات في بورصات الأوراق المالية التقليدية التي تم الحديث عنها سابقاً، تعتبر من المنظور الإسلامي نوعاً من أنواع المحق الذي أشار الله تعالى إليه في القرآن الكريم: "بمحق الله الربا ويربى الصدقات"<sup>187</sup>، كما تعتبر كذلك من الحرب التي هدد الله بها المتعاملين بالربا<sup>188</sup> مصداقاً لقوله عز وجل: "يا أيها الذين آمنوا اتقوا الله وذروا ما بقي من الربا إن كنتم مؤمنين، فإن لم تفعلوا، فأذونا بحرب من الله ورسوله"<sup>189</sup>.

وعليه فإن المسلمين اليوم في جميع أنحاء العالم في أشد الحاجة إلى إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية تتوافر فيها الضوابط الشرعية، وهذا من مقاصد الشريعة الإسلامية ليحافظوا على أموالهم التي سوف يسألون عنها يوم القيامة. ويجب أن يكون إنشاء بورصة إسلامية في كل دولة مسلمة ما هو إلا خطوة أولى للتعاون والتكامل والتضامن بين أسواق الدول الإسلامية لحين إنشاء بورصة إسلامية موحدة على مستوى الأمة الإسلامية ككل. فإن هذه الأمة تتوافر فيها كل مقومات إنشاء مثل هذه البورصة من مال وأوراق مالية إسلامية ومؤسسات مالية إسلامية وأهل الإختصاص من الفقهاء والعلماء والخبراء.

<sup>184</sup> محيي الدين الفرة داغي، بحوث في الاقتصاد في الإسلام، دار البشائر الإسلامية، بيروت، 2002، ص: 930.

<sup>185</sup> سورة طه، الآيتين: 123 - 124.

<sup>186</sup> حسين حسين شحاتة، المنهج الإسلامي لتشخيص ومعالجة الأزمات في سوق الأوراق المالية، موقع دار المشورة: [www.darelmashora.com](http://www.darelmashora.com)

<sup>187</sup> سورة البقرة، الآية: 276.

<sup>188</sup> عبد الحميد الغزالي، مرجع سابق.

<sup>189</sup> سورة البقرة، الآية: 287.

## المبحث الثالث: آلية عمل بورصة الأوراق المالية الإسلامية وأركانها الأساسية

تعتبر آليات التعامل في البورصة عن مدى نجاح تنظيمها وكفاءتها وأهليتها، كما أنها تعتبر أحد المعايير الهامة لأولئك الذين يتبعون تنظيم الأسواق لتقييمها من أجل الاستثمار فيها والدخول إليها، حيث تقدم آليات التعامل المتبعة في البورصة حكماً واضحاً عنها، وبما يكفي لتصنيفها التراتبي بين الأسواق المالية الأخرى. وبقدر ما تكون هذه الآليات واضحة وشفافة ودقيقة، بقدر ما يكون تأثيرها متنامياً وفعالاً في جذب استثمارات أوسع وأضخم للسوق، عدا عن أن الخصائص الإيجابية لآليات التعامل يتجلى تأثيرها الواضح في استقطاب العمليات الاستثمارية الكبيرة التي تغريها الآليات المضبوطة والأنظمة الفاعلة والوضوح والدقة في هذه الآليات، الأمر الذي يجعل من عمليات التلاعب والغش في السوق أمراً تحت السيطرة والضبط.

ومن الوسائل التي تساعد على قياس أداء بورصة الأوراق المالية وتحديد مدى كفاءتها هي المؤشرات التي سيتم تناولها في المطلب الثاني من هذا المبحث. وبما أن الآليات التي تحكم عمل البورصة تقوم بما مجموعة أساسية من الأركان المكونة لبورصة الأوراق المالية الإسلامية سيتم التعرف عليها في المطلب الثالث من هذا المبحث.

### المطلب الأول: آلية عمل بورصة الأوراق المالية الإسلامية

سبق وأن أشرنا إلى أنه يمكن الاستفادة من آليات عمل بورصة الأوراق المالية التقليدية مادامت مباحة شرعاً في تحديد آلية عمل بورصة الأوراق المالية الإسلامية المنشودة، وعليه ستعتمد هذه الأخيرة على نفس هذه الآليات التي سيتم عرضها في هذا المطلب.

وبغية تحقيق الكفاءة المطلوبة من بورصة الأوراق المالية الإسلامية فإن عملية تداول الأوراق المالية الإسلامية بين المستثمرين ووسطاء الأوراق المالية تتطلب عدد من الترتيبات لتضمن السير الحسن والسهولة في التنفيذ. وسيتم في هذا المطلب التطرق إلى كل من آليات إدراج وشطب الأوراق المالية، آليات تداولها، وطرق تسعيرها.

### 1- آلية إدراج وشطب الأوراق المالية في بورصة أوراق مالية إسلامية

يقصد بالإدراج تسجيل ورقة مالية معينة لدى السلطة المختصة بذلك في بورصة الأوراق المالية وذلك بقصد عرضها للبيع.<sup>190</sup> حيث تتضمن بورصة الأوراق المالية الإسلامية شروطاً خاصة لقبول إدراج الأوراق المالية في جدول التسعيرة، وذلك محافظة على مستوى الأوراق المالية الموضوعة في التداول وضماناً للمتعاملين فيها. وتعتبر شروط الإدراج من أهم العوامل المؤثرة على حجم العرض المتوافر من الأوراق المالية، كما تمثل هذه الشروط أحد المرتكزات الأساسية لقانون بورصة الأوراق المالية الإسلامية ولوائحه الداخلية.

وتشطب الأوراق المالية من جدول الأسعار بناءً على قرار لجنة البورصة، وذلك إذ لم تعد تستوفي الشروط المقررة لقبولها، وكذلك إذا أشهر إفلاس الشركة المصدرة للأوراق المالية، وعادة ما تضع البورصات شروطاً لتسجيل الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المختلفة وذلك للسماح بالتداول فيها، وتختلف هذه الشروط من دولة لأخرى ومن بورصة إلى أخرى.

<sup>190</sup> ماجد الكندي، أسواق الأوراق المالية وضوابطها في النظر الفقهي، مكتب الإفتاء، وزارة الأوقاف والشؤون الدينية، سلطنة عُمان، 2009، ص: 32.

وتقوم الشركة التي تريد إدراج أسهمها في البورصة بتقديم طلب قيد الأوراق المالية إلى اللجنة العليا في البورصة لتقيد في جدول الأسعار بها، وعلى الجهة المصدرة تقديم جميع الوثائق اللازمة للقيد في البورصة، وأن تؤدي رسوم الاشتراك وغيرها من المبالغ المنصوص عليها في اللائحة الداخلية للبورصة،<sup>191</sup> ولا يمكن التعامل في غير الأوراق المالية المقبولة في جدول التسعيرة. وغالبا ما تشطب لجنة بورصة الأوراق المالية من جدول التسعيرة الرسمي الأوراق المالية الآتية:<sup>192</sup>

- الأوراق المالية التي لم تعد تتوفر فيها الشروط المفروضة للقبول.
- أوراق الشركات التي تكون في حالة إفلاس.
- الأوراق التي لا تقوم الشركات المصدرة لها بالالتزامات المنصوص عليها، وذلك بعد إنذار توجهه اللجنة إليها مع تحديد مهلة معينة للوفاء بتلك الالتزامات.
- أوراق الشركات التي صدر حكم نهائي في المحاكم المختصة بطلانها وعدم وجودها قانونا.

## 2- آلية تداول الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

تشترط السوق المنظمة لبورصة الأوراق المالية الإسلامية أن يتم فيها تداول الأوراق المالية المسجلة، وذلك داخل قاعة للتعامل، عن طريق وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها، وذلك طبقا لطريقة التداول المتفق عليها، مع الالتزام بوحدة التعامل ووحدة لتغير الأسعار - كلما كان ذلك ضروريا - وتحدد الهيئة المشرفة على السوق هذه الوحدات، وتتولى الهيئة الإعلان عن الصفقات والكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الأوراق المالية المسجلة فيها، وغيرها من المعلومات التي ترى ضرورة الإعلان عنها لصالح المتعاملين.<sup>193</sup> وتتم عملية التداول وفق الإجراءات والنظم التالية:

**2-1- إجراءات التداول بالأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية الإسلامية:** كان تداول الأوراق المالية ولا يزال في بعض البورصات، يتم عن طريق التقاء مباشر بين الوسطاء، حيث يتم تنفيذ الأوامر وإبرام العقود من خلال المزايدة المباشرة، ولكنها أصبحت في الوقت الحاضر تتم في أغلب الدول بواسطة أنظمة إلكترونية، إذ يتم التداول بين الوسطاء من خلال الوحدات الطرفية للحاسب الآلي، سواء جمعتهم قاعة واحدة، أو كانوا في قاعات متفرقة ومتباعدة. وعليه أصبح وجود قاعة للتداول ليس شرطا ضروريا لقيام البورصة أو السوق المنظمة. وعليه يمكن أن يتم تداول الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية الإسلامية بإحدى الطرق التالية:

**2.1.1- التداول بالطريقة المباشرة:** تتفاوت إجراءات ونظم تداول الأوراق المالية في السوق الثانوية من سوق إلى أخرى وفي السوق الواحدة تبعا لنوع الورقة المالية المتداولة. إلا أنه في أية بورصة، يوجد عنصران مهمان في بيع وشراء الأوراق المالية وهما الجمع بين رغبات المشترين والبائعين، وعادة ما تمر عملية تداول الأوراق المالية في البورصة بالمراحل التالية:

**أ- المرحلة الأولى "إصدار الأمر":** يقوم العميل بالاتصال أو التوجه إلى أحد الوسطاء الذي يريد التعامل معه، ويصدر إليه تعليمات بشراء أو بيع الأوراق المالية التي يرغب في استثمار أمواله فيها،<sup>194</sup> وذلك بناء على تعرفه، من ذلك الوسيط أو غيره، على معلومات عن تلك الأوراق، مثل: السعر الحالي، أدنى وأعلى سعر خلال اليوم، وسعر آخر صفقة نفذت، ويقوم بعد ذلك الوسيط بتسجيل تعليمات العميل على مطبوعات خاصة تتضمن كافة بيانات الأمر ورمز الورقة المالية المعنية.

<sup>191</sup> محسن الخضيرى، مرجع سابق، ص: 42.

<sup>192</sup> أحمد محيي الدين حسن، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية، بنك البركة الإسلامي للاستثمار، البحرين، 1986، ص: 115-116.

<sup>193</sup> أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998 ص: 29.

<sup>194</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، 1996، ص: 100.

وبعدها يقوم الوسيط بإبلاغ الأمر إلى مقر البورصة من خلال النظام الإلكتروني المعمول به، والذي يسمح للوسطاء المرخص لهم من خلاله إبلاغ الأوامر فيه مباشرة إلى المكان الذي يجري فيه التعامل على الأوراق المالية.

**ب- المرحلة الثانية "مرحلة تنفيذ الأمر":** يتم تنفيذ الأمر بعدة طرق، ومنها أن يقوم الوسيط متلقي الأمر بالتعامل مع الوسيط المتخصص دون أن يفصح عن ما إذا كان مشترياً أو بائعاً، أو تنفيذ الأمر عن طريق التفاوض مع وسيط آخر، وذلك إذا وجد الوسيط الوكيل الذي يحمل أمراً بالشراء مثلاً وسيطاً آخر يحمل أمراً بالبيع لذات الأوراق المالية المطلوبة، حيث يوجد في البورصة مكان مخصص لالتقاء الطرفين للتفاوض والوصول إلى سعر يتفقان عليه بناء على نوع الأمر الذي حدده العميل لوكيله.

**ج- المرحلة الثالثة "التسجيل والاعلام":** عند إتمام الصفقة يسجل كلا الوسيطين العملية في سجلاتهما الخاصة، ويعلمان مراكزهما الرئيسية لإشعار البائع والمشتري بتنفيذ الصفقة، ويتم نشر السعر الجديد الذي تمت به الصفقة.

**2.1.2- التداول بالطريقة الإلكترونية:** يتم تداول الأوراق المالية بالطريقة الإلكترونية عن طريق نظام آلي للتداول وهو "نظام اتصالات بين أطراف التعامل، يبدأ بقبول رسائل المتعاملين في شكل أوامر بيع وشراء، ويبحث في صورة عروض وطلبات، وينفذها في ظل قواعد أولوية واضحة، وينتهي بتسوية الصفقات المنفذة".<sup>195</sup>

إن نوع برنامج التداول الإلكتروني الذي تأخذ به كل بورصة يختلف من دولة لأخرى، إلا أنها تتفق في جوهر النظام وغاياته؛ ذلك أن النظام الإلكتروني لتداول الأسهم في جوهره نظام لعرض وتنفيذ أوامر البيع والشراء التي يتم إدخالها من قبل الوسطاء أو شركات السمسرة، حيث يتم تجميع أوامر كل أعضاء البورصة الذين يعملون نيابة عن عملائهم، أو لحسابهم الخاص، ويتم إدخالها في نظام التداول، ومن ثم تأتي الخطوة التالية وهي ترتيب الأوامر آلياً تبعاً للأسعار المحددة لتنفيذ الأوامر. ويتم إدخال الأوامر إلى سجل الأوامر المركزي، وذلك في فترة ما قبل افتتاح السوق، دون أن يتم إجراء معاملات فعلية، وعند افتتاح السوق، وطبقاً للأوامر المرتبة سعرياً يقوم النظام الآلي المركزي بحساب آلي لسعر الافتتاح، وتنفيذ هذه الأوامر آلياً عندما تتوافق الأسعار المعروضة للشراء مع الأسعار المعروضة للبيع لورقة مالية معينة، وذلك في ظل قواعد واضحة ومحددة. ويتم بناء عليه تنفيذ العدد الأكبر من عمليات الشراء أو البيع، ويقوم نظام التداول في نفس الوقت بتحويل الأوامر المنفذة بسعر السوق إلى أوامر محددة بسعر الافتتاح، وطبقاً لذلك فإن كل أوامر الشراء المحددة بأعلى سعر، وأوامر البيع المحددة بأقل سعر، تنفذ كاملة، ويتم تنفيذ الأوامر المحددة في حدود العرض والطلب، ويتم تنفيذ الأوامر حسب ورودها، ويعمل نظام التداول على أساس مستمر. ويتميز نظام التداول الإلكتروني بتأمين توفر المعلومات التالية:

- رمز الورقة المالية، عدد الأوراق منذ الافتتاح.
- التغير بين آخر سعر وسعر إغلاق اليوم السابق.
- عدد أوامر الشراء والبيع المسجلة، الحجم الإجمالي لأوامر الشراء والبيع، والسعر المحدد لأوامر الشراء والبيع.
- عدد الأوراق المالية المتداولة، سعر التداول، وتوقيت التداول.

**2-2- نظم تداول الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية الإسلامية:** يمكن أن تقوم عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في بورصة أوراق مالية إسلامية إما على طريق المزايمة والمناقصة، المناقصة من قبل الراغبين في البيع، والمزايمة من قبل الراغبين في الشراء، أو عن طريق بيع المساومة (أو المماكسة أو المكايسة)\*. وفيما يلي تفصيل لهذه الطرق:

**2-2-1- نظام المزاد العلني (Auction System):** وهو نظام يعطي الأولوية لأقل عرض للبيع (المناقصة) ولأعلى سعر للشراء (المزايمة)، ويتم التزايد في السعر وفق مدة محددة. وهو نظام متبع في أغلب بورصات الأوراق المالية العالمية. وفي هذه الطريقة يتم

<sup>195</sup> محمد السحبياني، تصميم آلية التعامل في ظل نظام إلكتروني لتداول الأسهم، بحث مقدم إلى مؤتمر القانون وتحديات المستقبل في العالم العربي، كلية الحقوق، جامعة الكويت، 25-27/10/1999، ص: 3.

\* بيع المساومة هو البيع بأي ثمن اتفق، أو أن يتفاوض المشتري مع البائع في الثمن حتى يتفقا عليه من غير تعريف بكم اشتراها.

التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري. هذا ويتم الإعلان عن الأسعار علنا، وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية، والتي يتم تسويتها بالتسليم والتسليم الفعلي، وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

**2-2-2- نظام التفاوض والمساومة (Negotiation & Bargaining System):** هذا النظام يقوم على المساومة والتفاوض على الأسعار بين المتعاملين، فإذا تم الاتفاق على السعر والكمية المطلوبة والمحددة من قبل العميل يتم تنفيذ الصفقة. وهو نظام معمول به في بورصة لندن للأوراق المالية.<sup>196</sup> وفي باقي دول العالم، غالبا ما يستعمل هذا النظام للتداول في السوق غير المنظمة للبورصة، حيث يتم الإعلان عن أسعار العرض أي البيع وأسعار الطلب أي الشراء، ثم يتم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى اتفاقية على سعر التنفيذ.

**2-3- إجراءات التسوية والمقاصة ونقل الملكية:** لقد تم الإشارة عند شرح مراحل التداول إلى أنه بعد تنفيذ الأمر يتم تسجيله في سجلات الوسطاء لكلا الطرفين، أي الوسيط البائع (بائع وكيل عن عميله) والوسيط المشتري، ولكن غالبا ما تنشأ عن هذه المبادلات بين الوسطاء علاقة دين، يركز فيها كل منهم أو بعضهم دائما لأحد الوسطاء أو مدينا له، وذلك أن لا يتم تسديد الثمن بمجرد إتمام الصفقة، ولذلك فإنه يتم تسوية الصفقة بين الوسطاء من الناحية المالية عن طريق المقاصة بين الدينين إذا كانا متساويين، أما إذا كان أحد الدينين أكثر من الآخر، فإن المقاصة تتم بين الدينين بقدر أقلهما، ويقوم صاحب الدين الأقل بدفع المبلغ المكمل لدين الوسيط الآخر.

ويقصد بالتسوية تسليم الأوراق المالية المباعة إلى المشتري، وتسليم ثمنها إلى البائع، وهذا هو مقتضى عقد البيع، حيث يترتب عليه انتقال ملكية المبيع إلى المشتري، وانتقال ملكية الثمن إلى البائع. وعلى إدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية اتخاذ الاجراءات اللازمة للتأكد من سلامة الأوراق من الغش والتزوير ونحوه، وعدم وجود قيود تمنع تداولها من رهن أو غيره، وذلك بغية ضمان حقوق كل من طرفي العقد. والضابط في ذلك مراعاة مصلحة المتعاقدين، بحيث توضع الإجراءات التي تمكن من حصول كل من طرفي العقد على حقه تجاه الطرف الآخر، دون إبطاء أو تأخير، إذ تصرف الراعي على الرعية منوط بالمصلحة.<sup>197</sup>

وتعرف المقاصة في الفقه الإسلامي على أنها "اقتطاع دين من دين"، أي هي: "إسقاط ما لك من دين على غريمك، في نظير ما له عليك"<sup>198</sup>. والمقاصة إما أن تكون في الأثمان أو في غيرها، والمقاصة في الأثمان هي المتعامل بها في البورصة، حيث تتم من خلال إسقاط كل واحد من الوسطاء ماله من دين على الوسيط الآخر، في مقابل ما للوسيط الآخر عليه من الدين.

ويقصد بنقل الملكية تحويل ملكية الأوراق المالية من البائع إلى المشتري. ويتم ذلك إما عن طريق تدوين اسم المشتري على شهادة الأوراق المالية في المكان المخصص لذلك، وإما بإصدار شهادة جديدة باسم المشتري، وإما بقيد ذلك في حساب خاص يفتحه المستثمر لدى إحدى مؤسسات الوساطة أو نحوها. وتعتبر عملية نقل الملكية بأي من الطرق السابقة، مطلوبة شرعا لإثبات ملكية الورقة المالية، وبالتالي إثبات ملكية صاحب الحق لحقه، وهذا من شأنه حفظ الحقوق وصيانتها من الضياع، وقطع سبل النزاع والشقاق.<sup>199</sup>

### 3- آليات التسعير في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

يمكن أن تتحدد أسعار الأوراق المالية وفق مجموعة من التقنيات، الهدف منها هو تعظيم الكمية المتداولة من مختلف الأوراق المالية وتنشيط البورصة، حيث لا تختلف عملية تحديد الأسعار في البورصة عنها في الأسواق العادية، فبتفاعل قوى العرض والطلب تتحدد أسعار مختلف القيم المالية. تشرف سلطات البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين على إتمام هذه العملية بعدة تقنيات

<sup>196</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، 1996، ص: 108.

<sup>197</sup> مبارك آل سليمان، مرجع سابق، ص: 655.

<sup>198</sup> نفس المرجع أعلاه.

<sup>199</sup> مبارك آل سليمان، مرجع سابق، ص: 663.

و على عدة مراحل، وتلك التقنيات في معظمها تهدف إلى تسهيل وتعظيم و تفعيل المبادلات المالية كما ونوعا. ويمكن توضيح ذلك من خلال الفرعين التاليين:

**3-1-1- طرق تحديد الأسعار :** يمكن أن تستعمل بورصة الأوراق المالية الإسلامية عدة طرق لتحديد الأسعار فيها، نذكر منها:  
**3-1-1-1- التسعير بالمناداة:** وتكون باجتماع ممثلو جميع العروض والطلبات في المقصورة وينادون بأعلى أصواتهم، عن ماهية العروض والطلبات التي يجوزتهم، ولكن المتفاوضين عادة ما يلجؤون إلى الإشارات نظرا للفوضى العارمة والضجيج.  
**3-1-1-2- التسعير بالاعتراض أو المقارنة:** وفيها يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية عروض البيع والشراء، وبناء على هذه التسجيلات لهذه العروض يتم تحديد سعر التوازن من بين الأسعار المعروضة.

**3-1-1-3- التسعير بالصندوق:** وهنا يعمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، وتقوم لجنة البورصة بعد هذه العروض والطلبات وتحدد الأسعار على أساسها. هذه التقنية شبيهة بتسعيرة الدرج لكن يتم اللجوء إليها بصفة خاصة عندما لا يستطيع السوق الوصول إلى التوازن وذلك في حالات استثنائية مثل تعدد وكثرة عروض البيع، طلبات الشراء أو في حالة تسعير أوراق مالية تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي.<sup>200</sup>

**3-1-1-4- التسعير بالمطابقة أو المقابلة:** هي تقنية تقع بين الطريقة الشفوية والكتابية، حيث يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع وطلبات الشراء، وتؤدي مجموع هذه السجلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأسهم وحدود الأسعار المعروضة.<sup>201</sup>

**3-1-1-5- التسعير بالأدراج:** هي طريقة كتابية سهلة وبسيطة وسريعة، يتم اللجوء إليها في حالة ما إذا كان التبادل بكميات قليلة من الأوراق المالية أي خاصة بالأوراق المالية التي تتميز بسيولة قليلة في السوق الثانوية. وفي ظل هذه التسعيرة يتم تسجيل كل الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة وتوضع في درج موجود في البورصة، حيث يخصص درج لكل ورقة مالية ويوضع تحت تصرف وسيط مالي، ويحتوي هذا الدرج على اسم الورقة المالية أين تتركز كل المعاملات من عروض وطلبات<sup>202</sup>. وفي بداية كل حصة بورصية، يقوم الموظف التابع للوسيط بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المالية، ويضيف لها الأوامر الباقية من الحصة السابقة التي مازالت صالحة والمعنية الموجودة في الدرج الخاص يحدد سعر التعامل من قبل الوسيط المالي.

ويتم حاليا استخدام جهاز الحاسوب للقيام بالمهام المذكورة أعلاه، بعد أن أصبح التداول يتم بأنظمة تداول إلكترونية. والعنصر الموالي سيشرح كيف يتم ذلك.

**3-2- ميكانيزمات التسعير الآلي في البورصة:** إن التقدم التكنولوجي جعل طرق التعامل والتسعير تتطور، إذ جهزت معظم البورصات في الدول المتقدمة بوسائل الإعلام الآلي، وأصبحت الكثير من الصفقات تعقد بواسطة أطراف الحاسوب دون اللجوء إلى الحضور الشخصي للمستثمر أو حتى وكيله. كما أصبح الحاسوب يعالج الأوامر ويعطي سعر التوازن ويغيره كلما تغيرت ظروف السوق، مما وفر نوعا من الاستمرارية في التعامل مع وصول أوامر العرض والطلب إلى البورصة.

إن نظام التسعير في البورصة هو مجموعة من التقنيات تسمح بتحديد أسعار الأوراق المالية داخل البورصة. وتوجد طريقتان للتسعير في البورصة هما:

**3-2-1- التسعير بالتثبيت (fixing):** تسعى هذه الطريقة إلى تحديد السعر الذي يحقق أكبر عدد من الصفقات وذلك بمقابلة أوامر الشراء والبيع لمدة قصيرة مرة أو مرتين في اليوم.<sup>203</sup> وتعتمد على مجموعة من القواعد:

- الأوامر بالأحسن لا بد وأن تنفذ أولا؛

J P. 140. Edition Economica, Paris, 1991, Latreyte, Le marché financier français, P. 76.

<sup>201</sup> محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 76.

<sup>202</sup> محمد يوسف ياسين، عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2006، ص: 107.

<sup>203</sup> الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر: [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)، تاريخ الإطلاع: 2015/06/06.

- أوامر البيع ذات الحد الأقل من السعر المسعر به لا بد وأن تنفذ؛
  - أوامر الشراء ذات الحد الأكبر من السعر المسعر به لا بد وأن تنفذ.
- 3-2-2- التسعير بالتواصل :** يستعمل التسعير المتواصل نظام الإعلام الآلي، ويتمثل في المواجهة المستمرة للأوامر التي تم إدخالها مباشرة من طرف الوسطاء في عمليات البورصة في التسعيرة الالكترونية التي يديرها الحاسوب المركزي، هذا الأخير يحدد سعر التوازن (قبل الافتتاح) ثم تنفذ الأوامر حسب أولوية وصولها إلى النظام.
- وتجدر الإشارة إلى أنه مهما اختلفت الطرق، فإن الأسعار التي تتحدد في البورصة هي كالتالي:
- **سعر الافتتاح:** هو أول سعر عند بداية النشاط الحقيقي للبورصة، حيث يقوم محرك التداول بحساب سعر افتتاح لكل قيمة على أساس سعر وكمية الأوامر المدخلة خلال حالة ما قبل الافتتاح في يوم التداول.
  - **السعر خلال جلسة العمل:** وهو سعر توازن متغير حسب تدفق أوامر البيع والشراء المختلفة.
  - **سعر الإقفال:** وهو آخر سعر توازن مسجل في نهاية جلسة عمل البورصة.
- و يمكن الحصول على المعلومات بصفة سهلة و متواصلة وسريعة عن طريق شركات الوساطة المالية في البورصة.
- 3-3- الحد الأدنى والأعلى للتغير في السعر:** تقوم إدارة أغلب البورصات باتخاذ اجراءات تنظيمية، عن طريق فرض حد أدنى للزيادة أو النقصان في سعر الأوراق المالية المعروض للبيع أو الشراء، وذلك لضبط التداول والحفاظ على استقرار مستوى الأسعار.
- هذا ومن الجدير بالذكر أن مجمع الفقه الإسلامي قد اتخذ قرارا في دورته الخامسة بالكويت بتاريخ 1409/4/1 هـ بشأن التسعير وتحديد أرباح التجار، كان أهم ما ورد فيه ما يلي:
- أن الأصل الذي تقرره النصوص والقواعد الشرعية ترك الناس أحرارا في بيعهم وشرائهم وتصرفهم في ممتلكاتهم وأموالهم في إطار أحكام الشريعة الإسلامية الغراء وضوابطها.
  - ليس هناك تحديد لنسبة معينة للربح يتقيد بها التجار في معاملاتهم، بل ذلك متروك لظروف التجارة عامة وظروف التاجر والسلع.
  - لا يتدخل ولي الأمر بالتسعير إلا حيث يجد خلافا واضحا في السوق.
- إن جواز تحديد حد أدنى للتغير في السعر مشروط بأن يكون مقدار التغير قليلا جدا، لأنه كلما كبر مقدار الحد، كلما اقترب ذلك إلى التسعير بالمعنى المعروف، وهو ما يقرب الحكم في ذلك إلى المنع.<sup>204</sup> وعليه يمكن وضع حد أدنى وأعلى للأسعار في بورصة أوراق مالية إسلامية شرط أن يكون قليلا.

#### المطلب الثاني: مؤشرات بورصة الأوراق المالية الإسلامية ومتطلبات كفاءتها

تمثل بورصة الأوراق المالية الإسلامية وسيلة للحصول على السيولة النقدية كما تعد وسيلة للاستثمار، وتظهر ميزة البورصة في سرعة التداول، وهذا يحتاج إلى رقابة ومتابعة للتعاملات بما يتناسب مع سرعة التداول، ولتقريب ذلك تم وضع مؤشرات ترقب تحركات سوق البورصة وتبين مدى النمو أو الانكماش. وتعمل هذه المؤشرات على قياس حركة واتجاهات الأسعار في بورصات الأوراق المالية من خلال متوسطات يتكون كل منها من مجموعة من الشركات والتي يفترض أن تعكس جميع السوق.

ويمثل مؤشر البورصة مقياسا شاملا لاتجاه السوق، حيث يعكس الاتجاه العام لتحركات الأسعار السائدة فيه، فهو يمثل مستوى مرجعي للمستثمر في البورصة. ويعتبر وضع المؤشرات في بورصة الأوراق المالية الإسلامية مبدأ شرعي، وهو من قبيل

الاستقراء، وملاحظة ظروف الأحوال (القرائن).<sup>205</sup> ولذلك سيخصص هذا المطلب للتعريف بالمؤشرات التي يمكن استعمالها في بورصة أوراق مالية إسلامية، ومدى أهميتها، وكيفية حسابها، بالإضافة إلى التطرق إلى متطلبات كفاءة مثل هذه البورصة.

## 1- تعريف المؤشرات وأهميتها

يعتبر مؤشر البورصة تقنية تعطي لمستعملها نظرة شاملة على تطور أسعار سوق البورصة في وقت معين، وفيما يلي عرض لبعض التعاريف لهذا المؤشر وأهميته.

### 1-1- تعريف المؤشر: هناك عدة تعاريف للمؤشر نستعرض منها ما يلي:

- "هو رقم يحسب بطريقة إحصائية بالاستناد إلى أسعار حزمة مختارة من الأوراق المالية أو السلع التي يتم تداولها في الأسواق المالية المنظمة، أو غير المنظمة، أو كليهما، وإعطاء وزنا (ثقلًا) من خلال قيمتها في السوق، وتقسيم المجموع على رقم ثابت".<sup>206</sup>
- المؤشر هو القيمة العددية التي يقاس بها التغير في بورصات الأوراق المالية، ويعبر عن المؤشر بنسبة مئوية للتغيير عند لحظة زمنية معينة مقارنة بالقيمة التي كانت في فترة الأساس أو نقطة البدء، ويقاس مؤشر بورصة الأوراق المالية تحركات أسعار الأسهم أو الصكوك أو الصناديق أو غيرها، ارتفاعا وانخفاضًا، مما يعكس سعر السوق واتجاهها. حيث يقوم على عينة من أسهم الشركات المتداولة في البورصة المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وغالبا يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة البورصة ككل، وما يستهدف المؤشر قياسه.<sup>207</sup>

يدخل في تكوين المؤشر عينة من أسهم شركات يكون التعامل على أسهمها نشط، ويعد المؤشر يوميا بما يمكن المتعاملين من التعرف على أحوال الأسواق المالية ومدى تقدمها من خلال مقارنة المؤشر لليوم الحالي مع الأيام السابقة. وبالرغم من أن المؤشر يحسب على أساس عينة مختارة من الأوراق المالية، إلا أنه في الواقع ينظر إليه على أنه مؤشرا لحركة جميع أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة، والأساس النظري لهذا الاعتقاد يكمن في أن أسعار الأوراق المالية يحددها آلاف المستثمرين الذين يملكون معلومات مختلفة، وبالتالي فهي تعكس وجهات نظرهم جميعا. ومع أن الأصل في معرفة اتجاه البورصة هو جمع أسعار جميع الأوراق المالية التي بيعت في يوم معين ثم تقسيمها على عدد الأسهم، إلا أن هذه العملية صعبة ومعقدة، وخاصة في حالات تزايد نشاط السوق،<sup>208</sup> ولذلك تم استبدالها بدراسة حركة المؤشرات من خلال اختيار العينة الأكثر تمثيلا لنشاط السوق.

وغالبا ما يركز حساب المؤشرات في البورصات التقليدية على الأسهم على اعتبار أنها ذات مخاطرة أكبر من السندات، إلا أنه في بورصة الأوراق المالية الإسلامية يعتبر مؤشر الصكوك الإسلامية على نفس درجة الأهمية على اعتبار أن الصكوك الإسلامية تمثل سند ملكية.

### 1-2- أنواع المؤشرات وأسس حسابها: إن للمؤشرات أنواع عديدة تختلف عن بعضها في طريقة حسابها، وعدد الشركات التي

تضمها، إلا أن القاسم المشترك بينها جميعا هو قيامها بجمع أسعار أعداد كبيرة من الأوراق المالية لاستخراج معدل عام يعبر عنه برقم قياسي. وتصنف المؤشرات وتبنى حسب معايير عدة، أهمها التالية:

#### 1-2-1- مؤشرات مبنية على أساس السعر: إن وزن كل ورقة مالية داخل المؤشر يتحدد آليا على أساس نسبة سعر الورقة المالية

إلى مجموع أسعار الأوراق المالية التي يقوم عليها المؤشر، ويطلق عليها "القيمة المطلقة" للمؤشر. ويعتبر مؤشر "داو جونز" (DOW JONES) من أقدم وأهم المؤشرات العالمية المبنية على أساس السعر المستخدمة في البورصات.

<sup>205</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المنامة، البحرين، 2006، ص: 463.

<sup>206</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 456.

<sup>207</sup> عصام حسين، مرجع سابق، ص: 35.

<sup>208</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، 2005، ص: 77. و أحمد محيي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 455.

**1-2-2- مؤشرات مبنية على أساس القيمة:** وفي ظل هذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر على أساس القيمة السوقية الإجمالية لها، فالشركات التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم، أو عدد الأسهم المصدره مما يعني أن اشتقاق المؤشر لن يحدث أي خلل في المؤشر. ورغم معالجة هذه الطريقة لعيوب الترجيح على أساس سعر الأسهم الفردية للمؤشر، إلا أنها تتحيز للأسهم ذات القيمة السوقية الأكبر.<sup>209</sup> ومن أشهرها مؤشر "ستاندر أند بورز" (STANDER & POORS)، مؤشر الجمعية الدولية لنظام المتاجرة الآلي للأوراق المالية - ناسداك-، مؤشر "فاينونشيل تايمز" (FINANCIAL TIMES)، مؤشر بورصة طوكيو.

ويتم بناء المؤشر وتحديد قيمته في فترة البداية، ثم تقارن قيمته في نقاط زمنية لاحقة، فيتم تحديد تحركات السوق سواء نحو الأعلى أو الأسفل، من خلال انعكاس اتجاه أسعار السوق فيه. ويفترض في حالة اتجاه المؤشر أو المتوسط إلى الصعود أن تكون السوق في مجموعها متجهة إلى الصعود، ويوسع أي شخص أن يقوم بحساب الحركة اليومية لسوق الأسهم من خلال قسمة مجموع القيم السوقية للأسهم المتعامل عليها كل يوم على مجموع أسهم هذه الشركات.<sup>210</sup> وعلى إدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية ألا تكتفي فقط بالمؤشرات المالية، بل يجب أن تعتمد كذلك على حساب مؤشرات اقتصادية (كمؤشرات الإنتاج الصناعي، ومؤشرات الناتج الوطني الإجمالي، والدخل الوطني) لأنها قد تؤثر على اتجاهات الأسعار في البورصة وبالتالي على المستوى العام للبورصة.

## 2- أهمية المؤشرات في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

تعتبر الاستفادة من المؤشرات في التعرف على أحوال البورصة وتوقعاتها مبدأ شرعياً، على اعتبار الأخذ بالقرائن، وهو من أن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة البورصة ككل (إن اتسمت البورصة بقدر من الكفاءة) من شأنه أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة، إذ غالباً ما يكون نشاط الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في البورصة يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي للدولة. وفضلاً عن ذلك يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم أن تتنبأ بمستقبل الحالة الاقتصادية وذلك قبل حدوث أي تغيير قبل فترة من الزمن،<sup>211</sup> هذا من جهة. ومن جهة أخرى، تقوم المؤشرات بخدمة المستثمرين الأطراف وغيرهم من الأطراف المتعاملة في البورصة، ويمكن توضيح المزايا التي تقدمها مؤشرات البورصة فيما يلي:

- تعطي للمستثمر صورة واضحة وملخصة عن أداء البورصة الإجمالي، فالمؤشر يتكون من شركات كل القطاعات المختلفة في الاقتصاد.

- تؤدي المؤشرات وظيفة تصويبية في البورصة، حيث تساعد على إعادة تنظيمها، وتنظيم عملياتها مرة أخرى، حيث يتمكن من خلالها المتعاملين النظاميين في البورصة من تحديد مشاكلها التي تؤدي لانحراف أسعارها، وبالتالي تصويب اتجاه البورصة ليعكس أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق.

- تساعد المؤشرات المتعاملين في البورصة على رسم صورة تقريبية لحالة البورصة المستقبلية خاصة فيما يتعلق بأسعار الأسهم، حيث تمثل خصومات التدفقات النقدية المستقبلية للسهم أحد أهم الاتجاهات في تحديد سعره، فإذا كان من المتوقع أن تتغير هذه التدفقات بالزيادة أو النقصان، فسوف يعكس المؤشر هذه التوقعات للمساهمين والمستثمرين في البورصة.

- تكشف حركة المؤشر صعوداً أو هبوطاً عن اتجاه البورصة، وتوصف البورصة بناء على ذلك بأنها صعودية أو هبوطية.<sup>212</sup>

<sup>209</sup> عبد اللطيف أحمد سعد، بورصة الأوراق المالية، جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، 1998، ص: 239.

<sup>210</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، 1996، ص: 77.

<sup>211</sup> عصام حسين، مرجع سابق، ص: 37.

<sup>212</sup> مرجع سابق، ص: 456.

- متابعة أداء محافظ الاستثمارات المالية والتميز في كفاءة المديرين القائمين على إدارة محفظة الأوراق المالية للمؤسسات المتخصصة في الاستثمار المالي، حيث يوضح المؤشر مستوى الأداء لأولئك المديرين، فيسهل الحكم عليهم من طرف المستثمر. فإذا أمكن للمستثمر العادي تحقيق معدل عائد على محفظة أوراق مالية يعادل تقريباً معدل عائد السوق، فالمدير الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية ويستخدم أحدث الأساليب في التنوع، يكون لزاماً عليه أن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق.<sup>213</sup>

- يعد مؤشر البورصة وسيلة لمقارنة أدائها مع غيرها من البورصات، ويؤدي ذلك إلى تحديد اتجاهات البورصة مقارنة بالبورصات الأخرى، مما قد ينجم عنه زيادة في الاستثمارات إذا ما كانت البورصة واعدة.

ولهذا نشأت جهات متخصصة كمؤشر "دواجنز" الذي يختار عدداً من الشركات ويقوم بوضع نظرية حركة متوسط أسعار هذه الشركات طبقاً لمعايير خاصة لا يستطيع المستثمر أن يوفرها لنفسه إلا عن طريق هذه الجهات المتخصصة تخصصاً دقيقاً، وبالتالي فإن هذه الجهات توفر أساساً للخيارات والبدائل للمستثمرين. وقد أسس "دواجنز" مؤشراً للشركات الإسلامية وسماه "مؤشر دواجنز الإسلامي" واختار فيه مجموعة من الشركات العالمية من أنحاء العالم، ولا يشترط أن تكون هذه الشركات مملوكة للمسلمين ولا معلنة تقيدتها بالشريعة الإسلامية، ولكن يشترط أن يكون تعاملها موافقاً للشريعة الإسلامية حسب المعايير التي وضعها، وهي أن لا يكون نشاطها حراماً فهي لا تعاطى الصيرفة الربوية ولا تبيع الخمر ولا الخنزير، وأن لا يزيد تعاملها "العارض" مع جهات الإقراض الربوية على 5% وأن لا تزيد ديونها أو التي عليها على حد معين ومنها شركات أمريكية ويابانية. وهكذا وفر "دواجنز" هذه القاعدة المعلوماتية لمن يريد أن يتعامل في أسهم هذه الشركات.<sup>214</sup>

### 3- كفاءة بورصة الأوراق المالية الإسلامية

إن الكفاءة المطلوبة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية قد تختلف عن تلك المطلوبة في بورصة الأوراق المالية التقليدية وهذا ما سيوضح من خلال العناصر التالية:

**3-1- مفهوم الكفاءة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية:** إن المفهوم الإسلامي لكفاءة بورصة الأوراق المالية الإسلامية لا يتفق تماماً مع المفهوم الغربي الذي يعطي حافز توقع الربحية العاجلة دوراً حاسماً في عملية تحريك الأموال؛ ذلك لأن المفهوم الإسلامي لكفاءة البورصة يحتوي - من حيث المبدأ على الأقل - على بعد اجتماعي هام ليس من السهل إغفال أثره على الدافع إلى الاستثمار من قبل أصحاب الأموال خاصة إذا افترضنا مجتمعاً إسلامياً ملتزماً بتصرف 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 الأقل ربحية لأنها بطيئة العائد ومكلفة في المدى القريب، رغم قابليتها خلال المدى البعيد لتوليد تدفقات من الدخل متواصلة ومستقرة. إن مفهوم الكفاءة الذي يعتمد على سرعة الاستجابة لمؤشرات الربحية العاجلة لا يمكن الدفاع عنه من منطلق اجتماعي، لأنه يضعف من حوافز الاستثمار الحقيقي للأجل الطويل ويغري أصحاب الأموال بالأرباح العاجلة خلال المدى القريب. وهذا ما سيؤدي إلى تقليل سرعة دوران الأسهم في النموذج الإسلامي لبورصة الأوراق المالية مقارنة بالنموذج الغربي.<sup>215</sup>

إن المفهوم الإسلامي للكفاءة يأخذ بعين الاعتبار عدة مستويات يجب قياسها عند قياس الكفاءة وهذه المستويات أو

المؤشرات هي:

<sup>213</sup> منير إبراهيم الهندي، مرجع سابق، ص: 247.

<sup>214</sup> عبد الله بن الشيخ المحفوظ بن بيه، الحكم الشرعي في بعض عمليات البورصة، الموقع الرسمي للعلامة عبد الله بن بيه: [www.binbayyah.net](http://www.binbayyah.net)، تاريخ الإطلاع:

2014/03/16.

<sup>215</sup> سيف الدين تاج الدين، مرجع سابق.

- **المؤشر الأول:** المصدقية الشرعية، وفي هذا الإطار يمكن تطوير مقياس رقمي يعبر عن حجم المخالفات الشرعية الموثقة في قطاعات السوق قياساً إلى حجمها الكلي في فترة زمنية محددة.

- **المؤشر الثاني:** الكفاءة التجارية، بحيث يقاس فيها ربحية قطاعات بورصة الأوراق المالية الإسلامية.

- **المؤشر الثالث:** الكفاءة الاقتصادية؛ بحيث يعد مقياس يقاس فيه أثر ما تم في السوق على الإنتاج والدخل القومي والتضخم، بحيث يتم الأخذ 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. ومن ثم؛ في سبيل تحقيق كفاءة اقتصادية لبورصة الأوراق المالية الإسلامية ينبغي اتخاذ الإجراءات المشجعة لامتلاك الصكوك من قبل شرائح المواطنين، ومنع احتكارها من كبار المستثمرين.

- **المؤشر الرابع:** الكفاءة المهنية، وهو مقياس لمدى استجابة أطراف السوق للشروط المهنية والفنية التي سيتم استعراضها في هذا البحث.

**3-2- تصنيف الكفاءة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية:** تصنف الكفاءة في الفكر المالي التقليدي إلى ثلاث مستويات حسب نوع المعلومات المتاحة أو المفصح عنها في السوق إلى:

(أ) **المستوى الضعيف للكفاءة:** وهو المستوى الأدنى للكفاءة، حيث يعرف السوق على أنه كفؤ إذا كانت الأسعار الحالية للسهم تعكس بالكامل جميع المعلومات التي تحتويها الأسعار الماضية (التاريخية)، وبالتالي لا يمكن استخدامها كأداة للتنبؤ بحركة الأسعار المستقبلية للأسهم، ولذلك ليس من الممكن للمتعاملين في السوق أن يحققوا عوائد فوق عادية (Upnormal Return) باستخدام الأسعار التاريخية للأسهم.<sup>216</sup>

(ب) **المستوى شبه القوي (Semi-Strong Form):** ويتضمن هذا المستوى من الكفاءة أن الأسعار السوقية للأسهم تعكس جميع المعلومات المنشورة المتاحة من التقارير السنوية، أو المعلومات المنشورة الأخرى كتلك المعلومات الخاصة بالأرباح السنوية وتوزيعاتها، وأسعار الصرف... الخ. وهذا يعني بأنه من غير الممكن لأي من المتعاملين من تحقيق عوائد غير عادية تفوق الآخرين، نتيجة تحليله للمعلومات الموجودة في التقارير المنشورة، ذلك لأن الأسعار في السوق سوف تتعدل فوراً مع أي أخبار جيدة أو سيئة تتضمنها التقارير عندما تنشر.

(ج) **المستوى القوي (Strong Form):** وفقاً لهذا المستوى من الكفاءة فإن أسعار الأسهم في السوق تعكس جميع المعلومات المتعلقة بما فيها المعلومات العامة والخاصة، حيث يتضمن المستوى القوي للكفاءة أن المعلومات الخاصة (الداخلية) يصعب استخدامها لتحقيق عوائد فوق عادية، ذلك لأن المعلومات تنعكس بصورة مستمرة من قبل السوق.<sup>217</sup>

وترى الباحثة أنه لا مانع شرعاً من الاستفادة من نظرية الكفاءة في البورصة التقليدية لتحديد مستوى كفاءة البورصة الإسلامية، إلا أنه لا يقبل إلا أن تكون في المستوى القوي، وإن حدث وإن شاذت عن هذا المستوى وجب اتخاذ الإجراءات والتعديلات الكفيلة بالرفع من مستوى كفاءتها، لأن تصنيف السوق في إحدى المستويين المتوسط والضعيف يجعلان السوق تخرج عن أهدافها، ولا يكون ذلك إلا نتيجة للإخلال بأحد الشروط الشرعية أو المهنية أو الفنية التي سيتم تحديدها في هذا البحث، وإذا اختلف أحد هذه الشروط خاصة الشرعية منها قد يسقط صفة الإسلامية أو الالتزام بالشرعية عنها.<sup>218</sup> ولذلك نرى أن كفاءة بورصة

<sup>216</sup> Baillie, R., "Econometric tests of rationality and market efficiency", *Econometric Reviews*, 8, 1989, pp.151-186.

<sup>217</sup> Cornelius, P., "A Note on the informational efficiency of emerging stock Markets", *Weltwirtschaftliches Archiv*, 24, 1994, pp. 820-828

<sup>218</sup> Fama, E., "Efficient capital market", *The Journal of Finance*, N°5, 1991.

الأوراق المالية الإسلامية، نظرا لخصوصيتها الشرعية، يتوجب عليها تحقيق نوع آخر من الكفاءة يمكن أن نطلق عليها اسم "الكفاءة الشرعية" والتي سنعرفها فيما سيأتي.

**3-3- شروط الكفاءة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية:** في النظرية المالية التقليدية، يتحقق التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة بتحقيق سمتان أساسيتان تعدان بمثابة مطلبان أساسيان لتحقيق كفاءة بورصة الأوراق المالية هما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل، إلا أننا نرى أن كفاءة بورصة الأوراق المالية الإسلامية، نظرا لخصوصيتها الشرعية، يتوجب عليها تحقيق نوع ثالث من الكفاءة يمكن أن نطلق عليها اسم "الكفاءة الشرعية"، وفيما يلي تعريف لهاته الكفاءات المطلوبة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية:

**3-3-1- كفاءة التسعير "الكفاءة الخارجية":** يقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، وبدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، والفرصة متاحة لجميع المستثمرين للحصول على تلك المعلومات ونفس مستوى الأرباح، إلا أنه يمكن لعدد قليل من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية ويتوقف ذلك على مدى تحليل المعلومات، غير أنه في ظل السوق الكفئة لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات ويحققوا بها أرباحا غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.

**3-3-2- كفاءة التشغيل "الكفاءة الداخلية":** ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، والتي تعني أن تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق على أن تكون التكاليف التي يتكبدتها المستثمرين 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.

**3-3-3- الكفاءة الشرعية:** إن الهدف الحقيقي والكامن خلف مشروع إنشاء بورصة الأوراق المالية الإسلامية هو التزام هذه البورصة بالعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية وأسس النظام الاقتصادي الإسلامي، وتجنب العمل المناقض لهما، وإذا لم يتحقق ذلك تعد عملية الإنشاء فاشلة أو مشوهة، وقد تسيء إلى الشريعة الإسلامية أكثر مما تحسن إليها، وعليه فإن هذه البورصة يجب أن تتسم بالكفاءة الشرعية والتي نقصد بها قدرة السوق على إلتزام قواعد الشريعة الإسلامية دون تعقيد المعاملات على المتعاملين فيها، وتقاس درجة الكفاءة الشرعية مثلا بعدد المخالفات الشرعية التي وقعت، ومدى سرعة اكتشافها، وما هي الإجراءات التي اتخذت تجاه مرتكبيها أو المتسببين في حدوثها، بالإضافة إلى دراسة منحنى تزايد أو انخفاض هذه المخالفات.

وعليه فإن كفاءة بورصة الأوراق المالية الإسلامية وعدالتها شرط ضروري لقيام السوق بالدور المتوقع منها في مساندة الاقتصاد الحقيقي، وعند عدم تحقق الكفاءة في السوق سيؤدي ذلك إلى حدوث العكس، أي قيام الاقتصاد الحقيقي بتعويض خسائر هذه السوق. وإن تحقق الكفاءة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية متوقف على تحقق الشروط المهنية والفنية والشرعية التي سنتناولها في هذا البحث. وخير دليل على ما نقول هي أوضاع الأسواق المالية العربية التي تعاني أغلبها من ضعف كفاءة أسواقها، حيث أثبتت الدراسات أن بعض دول الفئات كسوق الأسهم السعودي حقق نسبة أداء ضعيفة جعلته أقل نموا بكثير عن نمو الاقتصاد السعودي، ليصبح في النهاية عبئا على الاقتصاد، وواحدا من منافذ تسرب الأموال وعدم توظيفها بما يحقق النمو الاقتصادي.<sup>219</sup>

<sup>\*</sup> صانع السوق هو فرد أو مؤسسة تقوم ببيع وشراء الأوراق المالية لحسابها الخاص متحملة المخاطر المالية لمثل تلك الصفقات، وتتعامل مع سمسرة الأوراق المالية وصناع السوق الآخرين، بينما يحظر عليها التعامل مع الجمهور مباشرة. أحمد، محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 655.

<sup>219</sup> سليمان السكران، "ماذا ينتظر سوق الأسهم ليستقيم؟"، المجلة الاقتصادية، 2013/02/03، الموقع: [http://www.alect.com/2013/02/03/article\\_729302.html](http://www.alect.com/2013/02/03/article_729302.html)

### المطلب الثالث: الأركان الرئيسية لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية

إن إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية لا يتم بمجرد اتخاذ قرار الإنشاء فحسب، وإنما يستوجب تحقيق متطلبات النجاح متمثلة باستيفاء عدة أنواع من الشروط الأساسية الواجب توفرها في كافة أركان أو أطراف بورصة الأوراق المالية الإسلامية، وبما يراعي خصوصية كل طرف، ويمكن حصر الأركان الرئيسية لبورصة الأوراق المالية الإسلامية في: إدارة البورصة، والوسطاء في عمليات البورصة، الأدوات والأوراق المالية المتداولة بها، والجهات المصدرة والمديرة لهذه الأدوات والأوراق، والمتعاملون في البورصة، بالإضافة إلى جهات مساندة متمثلة في الهيئات الإشرافية على بورصة الأوراق المالية الإسلامية. ومن خلال هذا المطلب سيتم إعطاء صورة شاملة عن كل ركن من هذه الأركان كنمهيدي لدراسة الشروط المتعلقة بكل ركن على حدى في الفصول اللاحقة.

#### 1- إدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية

يقصد بإدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية البنية الإدارية والتنظيمية التي تحكم عمل هذه البورصة وإدارة شؤونها وصلاحيات كل جهة من الجهات التنظيمية، بحيث تقوم الإدارة بالتخطيط والتنظيم والإشراف والرقابة، ووضع السياسات والاستراتيجيات العامة لسوق البورصة، ووضع القواعد التنظيمية الخاصة بالتداول، والنظم الخاصة بإصدار وتداول الأوراق المالية الإسلامية، واتخاذ القرارات بشأن تسجيل الوسطاء وتعيين مراقبي الحسابات وتحديد إيرادات البورصة وإقرار الميزانية الختامية، وإعداد مشاريع القوانين والأنظمة ذات العلاقة بالبورصة وأهدافه، وتحديد نسب العمولات وشروطها، وفرض الغرامات والعقوبات على المخالفين ووقف العمل في تداول أوراق مالية لشركة أو أكثر مؤقتاً أو نهائياً وتشكيل اللجان الاستشارية وخاصة لبحث سبل تطوير السوق وتحديد الأنظمة والإجراءات لمكافحة المخاطر الناجمة عن التلاعب والغش وتحديد المعايير المناسبة للمحاسبة والتدقيق.<sup>220</sup>

#### 2- الوسطاء في عمليات بورصة الأوراق المالية الإسلامية

تشمل هذه المجموعة تلك الشركات التي يتم الترخيص لها من قبل هيئة الرقابة القانونية للقيام بمزاولة أعمال الوساطة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية، والتي تتضمن شراء وبيع الأوراق المالية تنفيذاً لأوامر العملاء الصادرة في هذا الشأن، وفقاً لعقود معينة، تعقدتها مع كل طرف على حدى.

#### 3- الجهات المصدرة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

تمثل هذه المجموعة تلك الشركات أو المنظمات التي تقوم بإصدار الأوراق المالية بأنواعها المختلفة مثل الأسهم وصكوك الاستثمار الإسلامية، من أجل الحصول على الأموال اللازمة لتنفيذ عملياتها المختلفة، وحماية للمستثمرين من حملة تلك الأوراق. ويجب على هذه الشركات أن تلتزم بالإفصاح عن البيانات المتعلقة بنشاطها بالإضافة إلى الزامية تحقق مجموعة من الشروط ليتم إدراج وتداول أوراقها في بورصة الأوراق المالية الإسلامية، وسيتم تفصيل هذه الشروط في الفصل الرابع.

#### 4- الأدوات والأوراق المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

ونقصد بها كل الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية والممكن إصدارها وتداولها في بورصة الأوراق المالية الإسلامية، بالإضافة إلى العقود التي يتم من خلالها تداول هذه الأوراق، وعلى هذه الأدوات أن تنضبط هي كذلك بشروط خاصة تجعل من إصدارها وتداولها مشروعاً، وهذا ما سيتم تبيانته في الفصل الثالث.

#### 6- المتعاملون في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

يقصد بالمتعاملين في بورصة الأوراق المالية الإسلامية كل فرد أو مؤسسة تقوم بالتعامل بالأوراق المالية المدرجة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية ببيعاً أو شراءً، وسواء كان المتعامل مستثمراً أو مضارباً.

#### 6- الهيئات المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية

نظراً لأهمية بورصة الأوراق المالية الإسلامية، وما تؤديه من وظيفة بالغة الأهمية في تحقيق النمو الاقتصادي، فإنها بحاجة إلى رقابة شديدة لمنع استخدام أموال الناس في مشاريع فاشلة، أو غير ذات جدوى من الناحية الاقتصادية. ونظراً لخصوصية بورصة الأوراق المالية الإسلامية نرى أنه يجب أن تخضع لإشراف أكثر من جهة، ونقترح هنا أن تخضع لهيئتين إشرافيتين على الأقل، تتمثل كل منها في هيئة رسمية ذات كيان مستقل عن بورصة الأوراق المالية الإسلامية، تتكفل إحداها بالرقابة الشرعية على نشاطات هذه البورصة وعملياتها وأدواتها المالية من حيث مطابقتها لأحكام الشريعة الإسلامية، في حين تتولى الأخرى الرقابة القانونية المالية والمحاسبية على هذه النشاطات.

## خلاصة الفصل الأول

لقد تقدم أن بورصة الأوراق المالية تؤدي دوراً أساسياً ومهماً في النمو الاقتصادي، إلا أن هذه البورصة -مع الحاجة إلى أصل فكرتها- هي في حالتها الراهنة ليست النموذج المحقق لأهداف تنمية المال واستثماره من الوجهة الإسلامية، بل يترتب عليها العديد من الآثار التي تعيق التنمية، خاصة بعد التغييرات الهيكلية التي شهدتها بورصات الأوراق المالية عالمياً من حيث التحرر المالي، والحد من القيود وحرية تدفق رؤوس الأموال واستثمارها عبر الحدود، وانفتاح الأسواق بعضها على بعض الذي سهل انتقال مخاطر الأزمات المالية عبر الحدود وبين الأسواق، كل هذه الأسباب وغيرها تدفع إلى إيجاد بورصة أوراق مالية إسلامية، ولقد قمنا في هذا الفصل بتصنيف هذه الدوافع إلى دوافع اقتصادية واجتماعية، ودوافع دينية وسياسية. وتختلف أهميتها باختلاف عقائد المجتمع، فالمجتمع المسلم تكفيه الدوافع الدينية ليحرص على إرضاء ربه من خلال تحري الحلال في هذه البورصة، أما بالنسبة للمجتمعات غير الإسلامية فالدوافع الأخرى لها بالغ الأهمية في تحقيق العدالة وتنمية ثروتها وإنقاذ اقتصاداتها من الأزمات المدمرة.

وبالمقارنة بين مفهوم بورصة الأوراق المالية التقليدية ونظيرتها الإسلامية تم التوصل إلى أنهما تختلفان في المبادئ الأساسية -على اعتبار أن البورصة الإسلامية تركز على تحقيق قيم ومبادئ الاقتصاد الإسلامي-، وتتفقان في الجوانب التنظيمية التي يمكن الاستفادة منها في إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية.

إن اتسام بورصة الأوراق المالية الإسلامية بالكفاءة ضروري لتحقيق المصدقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية في نفس الوقت، وإن المعايير المتعارف عليها في بورصة الأوراق المالية التقليدية لقياس كفاءة البورصات (كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل) غير كافية بالنسبة لبورصة إسلامية، ولذلك يجب إخضاعها إلى معايير خاصة بطبيعتها الإسلامية إضافة إلى المعايير التقليدية، ولقد اقترحنا في هذا الفصل أن يضاف معيار الكفاءة الشرعية والذي يتم من خلاله الحكم على المصدقية الشرعية للبورصة الإسلامية. إن لأسواق المال بصفة عامة وبورصات الأوراق المالية بصفة خاصة أركاناً أساسية لا يمكن لها أن تنهض بالوظائف الاقتصادية المتوقعة منها بدونها. ولذلك فإن منهج النظر إلى المعاملات في بورصة الأوراق المالية وإلغاء ما هو غير جائز والقول بأن ما تبقى من ذلك هو البورصة الإسلامية، هو منهج غير مفيد. بل يجب تعيين الأركان الأساسية التي يجب أن تقوم على أساسها البورصة ثم بناء هيكل للبورصة الإسلامية، معتمدين على ما جاز منها وعلى بدائل لما لا يجوز منها، تكون متلائمة مع قواعد الشريعة الإسلامية. ولقد تم تحديد هذه الأركان في هذا الفصل وسوف يتم من خلال الفصول الموالية تحديد الجائز وإيجاد البديل لغير الجائز، ووضع الشروط اللازمة لضبط كل ركن.

## الفصل الثاني :

الشروط المتعلقة بإدارة بورصة الأوراق المالية  
الإسلامية والهيئات المشرفة عليها

## الفصل الثاني: الشروط المتعلقة بإدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية والهيئات المشرفة عليها

إن عمل بورصة الأوراق المالية الإسلامية الذي تم استعراضه في الفصل السابق يتطلب درجة عالية من الإدارة والتنظيم، وذلك نظراً لطبيعة التعامل في هذه البورصة، وطبيعة الأوراق المالية الإسلامية التي يجري التعامل عليها، فإنها تحتاج إلى رقابة صارمة تكون أشد في غيرها من البورصات التقليدية، وذلك نظراً لهيكليتها المركبة، فهي تمزج بين الرقابة الشرعية والرقابة المحاسبية، فضلاً عن الرقابة الإدارية. ويقترن تنظيم بورصة الأوراق المالية الإسلامية بإنشاء أجهزة للإدارة والتسيير وأخرى للإشراف والرقابة، وهذا الاقتتان بين التنظيم والرقابة يعكس الرغبة في وضع الإطار القانوني السليم لتحقيق الشفافية والمساواة بين مختلف المتعاملين في البورصة الإسلامية. ولذلك يجب أن تتعدد الجهات أو الهيئات التي تشرف على بورصة الأوراق المالية الإسلامية في جميع معاملاتها، ولكل هيئة من هذه الهيئات اختصاصاتها.

إن الهدف من تنظيم بورصة الأوراق المالية الإسلامية وخضوعها لرقابة مزدوجة هو تسهيل عمليات التداول للمتعاملين فيها من جهة، ولحمايتهم من الوقوع في المخالفات الشرعية من جهة أخرى، وذلك للحفاظ على أسواق حرة مفتوحة من خلال سن القوانين واللوائح المختلفة لضبط التعامل في الأوراق المالية الإسلامية. ولذلك تتعدد الأجهزة المخولة بتحقيق هذه الأهداف، فنجد أولاً الجهاز الإداري المكلف بتنظيم وتسييرها، وهيئة الرقابة الشرعية المركزية التي نقترحها في هذا البحث والتي من شأنها تحقيق المصادقية الشرعية لمثل هذه البورصة الإسلامية، بالإضافة إلى هيئة قانونية تتولى الإشراف عليها من الناحية المهنية والفنية.

وعليه سيتم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث، يتناول الأول منهم التعريف بالأشكال التي يمكن أن تأخذها إدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية والشروط المتعلقة بها، ثم يليه المبحث الثاني الذي يضع الشروط الأساسية لقيام هيئة مركزية مكلفة بالرقابة الشرعية والتي ستمنح لبورصة الأوراق المالية مصداقيتها، أما المبحث الثالث سيتناول الهيئة المكلفة بالرقابة القانونية والمالية على بورصة الأوراق المالية الإسلامية والشروط المتعلقة بها.

## المبحث الأول: نماذج إدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية والشروط المتعلقة بها

تعمل إدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية على ضبط سير العمل فيها، فهي تشرف وتراقب وتدير الأعمال فيها، وتسعى من خلال ذلك إلى ضبط البورصة ضمن قوانينها ولوائحها ونظمها، وتعمل على منع الاختلال من خلال التطبيق الصارم للنظام، فمن المعلوم أن أي خلل أو خرق لنظام البورصة قد يكون له نتائج سلبية على البورصة أولاً، وعلى مستوى الاقتصاد الوطني ثانياً، وقد يتسع الاختلال في البورصات العالمية ليصيب أسواق أخرى واقتصاديات دول أخرى كذلك. ومن خلال هذا المبحث سيتم التعرف على النماذج التي يمكن من خلالها إدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية، وما مدى إمكانية تدخل الدولة في إدارتها.

### المطلب الأول: التنظيم الإداري لبورصة الأوراق المالية الإسلامية

يقصد بإدارة البورصة مجموعة القوانين ومجموعة الهياكل الإدارية والتنظيمية، التي تباشر إدارة عمل البورصة داخل المقصورة، والإشراف على مختلف الأعمال، من أجل حفظ النظام الداخلي للبورصة، وحسن سير أدائها، مع الحيلولة دون وقوع أي فوضى أو جرائم اقتصادية أو مشاكل تعيق عمليات التداول، والعمل على استمرار تلك الأعمال بنجاح، كما تعمل على حماية المستثمرين وحماية السوق من الانهيار أو الفشل والهبوط السريع في أسعار الأوراق المالية المتداولة، وتختلف قوانين البورصات حسب قوانين الدول واتساع حركة التبادل.<sup>221</sup>

وغالباً ما يتم إدارة بورصة الأوراق المالية من طرف شركة يشارك في رأس مالها الوسطاء في عمليات البورصة، ومن أهدافها تقديم خدمات ذات جودة عالية في سبيل تسهيل المعاملات بين وسطاء البورصة وذلك من خلال إعداد القواعد والمعايير التي تحكم سيرها من أجل إقرار النظام والانضباط في السوق، بالإضافة لسعيها إلى ترقية تداول الأوراق المالية في البورصة من خلال تطوير سوقها والتعريف بها لدى الجمهور على أساس كونها مؤسسة جديدة بالثقة.

إن المؤسسة التي تتولى إدارة بورصة الأوراق المالية عموماً يمكن أن تكون مملوكة للدولة بالكامل وتتم إدارتها في الدولة كأى إدارة حكومية، أو شركة خاصة غير خاضعة لإشراف حكومي، كما يمكن أن تكون بين الاثنين أي شبه حكومية، وهذا ما سيتم التطرق إليه في هذا المطلب كنقطة أولى مع تحديد النموذج الأمثل الذي يمكن أن تظهر عليه المؤسسة المديرة لبورصة أوراق مالية إسلامية، ثم يتم التفصيل في التنظيم الإداري لهذه البورصة كنقطة ثانية.

### 1- أشكال إدارة بورصة الأوراق المالية

عادة ما تتدخل الدول -حتى الدول التي يقوم نظامها الاقتصادي على عدم تدخل الحكومة في الأسواق- في تنظيم بورصة الأوراق المالية بها، وذلك نظراً لأهمية هذه البورصة وما تؤديه من أهمية بالغة في تحقيق النمو الاقتصادي عن طريق تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز، على النحو الذي سبق شرحه، فإن بورصة الأوراق المالية الإسلامية بحاجة إلى رقابة شديدة لمنع استخدامها في ابتزاز أموال الناس عن طريق إنشاء الشركات الوهمية، أو تشغيل تلك الأموال في مشاريع فاشلة، أو غير ذات جدوى من الناحية الاقتصادية.

<sup>221</sup> الغلاوي الشنيطي، و محمد الأمين ولد عالي، الاجتهاد وتطبيقاته المعاصرة في مجال الأسواق المالية، دار ابن حزم، بيروت، 2008، ص: 363.

وعليه يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من الشركات التي تسير وتدير البورصة وفقا لتدخل الدولة فيها وذلك كالآتي:

**1-1- شركة خاصة:** يمكن أن تأسس البورصة في شكل شركة مساهمة خاصة تدار من طرف القطاع الخاص، وهي بذلك تعد شركة مساهمة تجارية تخضع مباشرة لأحكام الشركات التجارية وتعمل وفق أسس العمل التجاري الهادف إلى تحقيق الربح، وهذا ما لجأت إليه الإدارة الحديثة لأسواق الأوراق المالية العالمية، وما أكدته الخبراء على أن خصوصية بورصة الأوراق المالية وفق أسس سليمة يعزز الشفافية وزيادة عدد المستثمرين وتوسعة رقعة التداول، وتشديد الرقابة.

**1-2- مؤسسة عمومية:** في هذه الحالة تدار البورصة بالطريقة المقيدة نتيجة تدخل الدولة، وتتراوح شدة التقيد بين مجرد وضع البورصة تحت إشراف الحكومة بمعرفة مندوبين لها، حيث تكون مهمة مندوب الحكومة مراقبة العمليات التي تتم في البورصة، والتأكد من تنفيذ اللوائح، والقوانين وتوفير الشروط المطلوبة في العمليات والمتعاملين، وبين قيام الحكومة بإنشاء البورصة بذاتها وإدارتها كأى إدارة حكومية، ويتم التعامل في البورصة من خلال السماسرة المعيّنين من قبل الحكومة، وأهم الدول التي تتبع هذا النظام هي فرنسا، ألمانيا، وباقي الدول الأوروبية عدا بريطانيا، وأغلب الدول الإسلامية.

**1-3- شركة حكومية تجارية:** وهي شركة حكومية تعمل وفق أسس تجارية، ولكنها تخضع لرقابة السلطات المالية الحكومية (كالبنك المركزي ووزارة المالية)، وغالبا ما تأخذ هذه الشركة الشكل القانوني لشركة مساهمة، حيث نجد أن نظام شركة المساهمة يوفر نوع من المرونة في التنظيم والتكوين وقدرة على التأقلم مع المستجدات ومسيرة للتطور. كما يمكن للدولة في هذه الحالة أن تعطي للشركة حق الامتياز أي أن الشركة المسيرة للبورصة تستأثر لوحدها ودون غيرها بهذا الحق في إدارة البورصة بحيث لا ينافسها في هذا المجال أي شركة أخرى.

إن جميع هذه الأنواع من البورصات موجودة في العالم إلا أن لكل دولة نظامها وطريقة تدارها لإدارة عمل البورصة في دولتها. ويتعلق الاختيار بين أحد الأشكال السابقة بالنظام الذي تتبناه الدولة وطريقة الإدارة، كما يتعلق بدرجة تطورها وتقدمها وبمصلحتها الاقتصادية. ورغم أن الحكومات تصدر التشريعات الملائمة لأعمال البورصات وتنظم المعاملات فيها، إلا أن البورصة في معظم الدول المتقدمة ظلت مؤسسة مستقلة تدار بواسطة مجلس منتخب، أو قد يتم تعيينه، كما أنها تعتمد في مواردها على مصدرين أساسيين، الأول رسوم الدخول والاشتراكات التي تفرض على المتعاملين، والرسوم المفروضة على الشركات التي تدرج أوراقها في البورصة.<sup>222</sup>

## 2- النموذج الإداري الملائم لبورصة الأوراق المالية الإسلامية

إن من خصائص التنمية في الإسلام أنها تنمية متوازنة، فهي توازن بين المصالح الفردية والمصالح العامة. وهي توازن في الاهتمام بقطاعات المجتمع وفتاته المتعددة. وتوازن في منهجها بين المبادرة الفردية ودور الدولة.<sup>223</sup> وعليه فإن المنهج الذي نراه أنسب هو شركة حكومية تجارية. إذ أن الصيغة التنظيمية المناسبة لا غنى لها عن دور الدولة التوجيهي والتحفيزي لتدعيم السلوك الاستثماري في بورصة الأوراق المالية الإسلامية بالطريقة التي تجعل من الممكن تحقيق الخصائص التي تتميز بها.

إن إسناد إدارة وتسيير بورصة الأوراق المالية الإسلامية إلى شركة مساهمة خاصة تحت إشراف حكومي، فيه من الضمانات ما يتلاءم والمحافظة على المصلحة العامة بما يساهم في مواكبة هذه البورصة للتحويلات الاقتصادية والمالية التي تعرفها عبر العالم. وتمنح لشركة إدارة البورصة مجموعة من المهام المتمثلة في التسيير والإدارة (السلطات التنظيمية)، وبمهمة الحراسة والمراقبة (سلطات الرقابة).

<sup>222</sup> محمد البناء، مرجع سابق، ص: 159.

<sup>223</sup> العبادي عبد السلام، "مفهوم التنمية في الإسلام وأهدافها وأطرها"، ورقة بحثية مقدمة لندوة التنمية من منظور إسلامي، منشورات المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية، الجزء الثاني، 1991، عمان، ص: 704.

كما يمكن أن نقترح أن تطرح 50% من أسهم شركة مساهمة التي تدير البورصة بين شركات الوساطة المسجلة في البورصة توزع على شرائح مقدار كل منها 5%، أي أنه لا يمكن لأي شخص أن يمتلك أكثر من 5% من أسهم الشركة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة أو من خلال شركات تابعة أو زميلة، أو يمارس عليها سيطرة فعلية، و50% تخصص للاكتتاب العام لجميع المواطنين، مما سيساهم في عدم احتكار أو سيطرة أي طرف على حساب طرف آخر. بالإضافة إلى ما سبق فإن خصوصية بورصة الأوراق المالية الإسلامية سيعمل على تعزيز الرقابة عليها، فيجعلها تخضع لصنفين من الرقابة، رقابة من طرف المساهمين فيها من جهة ومن طرف المتداولين فيها من جهة أخرى، مما سيؤدي إلى تحفيز القائمين على إدارتها وحرصهم على توازن سوقها واستمراريتها.

### 3- وظائف المؤسسة المديرة لبورصة الأوراق المالية الإسلامية

إن المؤسسة المديرة لعمليات بورصة الأوراق المالية الإسلامية، سواء كانت عمومية أو شركة خاصة أو غير ذلك، فهي تلتزم بالقيام بالوظائف التالية:

- أن تضمن وجود سوق أوراق مالية إسلامية يتسم بالشرعية والعدالة والشفافية والكفاءة.
- أن تضمن وجود إدارة واعية بالمخاطر المتعلقة بأعمالها وعملياتها.
- أن تقدم المصلحة العامة المعللة في حال تعارضها مع مصلحة البورصة أو أعضائها أو مساهميها أو إدارتها.
- أن تلتزم بتقديم وتشغيل خدماتها وفق القواعد واللوائح التي تقرها الهيئتين الشرعية والقانونية.
- أن تلتزم بتنظيم عملياتها ومعايير ممارساتها وسلوك أعضائها طبقاً للقواعد والسياسات والإجراءات الخاصة ببورصة الأوراق المالية الإسلامية.
- أن تلتزم بتنظيم عمليات ومعايير ممارسات الشركات المدرجة لديها وموظفيها طبقاً للوائح المنظمة لذلك والتي تعتمد على معايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية وقرارات مجمع الفقه الإسلامي.
- أن تلتزم بتقديم خدماتها وفق أحدث التقنيات والتطبيقات والأنظمة الآلية.
- أن تحافظ على سرية كل المعلومات الموجودة في حوزتها فيما يتعلق بأعضائها وعملائها باستثناء ما يوجب عليها القانون أو اللوائح نشرها أو الإفصاح عنها، ولا يجوز لها أن تفسح عن هذه المعلومات إلا للهيئتين القانونية والشرعية أو بأمر منها أو بأمر من القضاء.
- الالتزام بالتعليمات التي تصدرها الهيئتين الشرعية والقانونية.
- القضاء على السوق السوداء للمعلومات واتخاذ إجراءات صارمة من قبل الهيئات المشرفة على السوق بمعاينة المسربين لهذه المعلومات سواء كانوا أفراد أو جهات معينة.

### 4- الهيكل الإداري لبورصة الأوراق المالية الإسلامية

إن الهيكل الإداري للبورصة يقصد به التنظيمات أو الهيئات التي تكون إدارة البورصة من لجان وأعضاء وممارسة ووسطاء، والتي ترتب العلاقة بين هؤلاء وتنظم عملهم، وذلك بناء على لوائح وقواعد معدة لضمان سير البورصة بسهولة ويسر مما يحقق الاستمرارية والانضباط. وهذه اللوائح تختلف من بورصة إلى أخرى، ومن فترة إلى أخرى، حسب الأنظمة والقوانين المعمول بها في كل بلد. ويشتمل هذا التنظيم على ما يلي:

**4-1-1-1-4** - لجان بورصة الأوراق المالية الإسلامية: تتصدر قمة الهرم الإداري للبورصة لجنة\* عليا، وتشكل هذه اللجنة العليا تحتها لجان فرعية لتقوم بمساعدتها في الأمور المتعلقة بالبورصة وفي مسائل مختلفة. وتكون كل لجنة فرعية مسؤولة أمام لجنة البورصة العليا عن المهام المطلوب منها تأديتها.

**4-1-1-1-4** - اللجنة العليا لبورصة أوراق مالية إسلامية: تعد اللجنة العليا أحد الهياكل الرئيسية لإدارة البورصة، يتفرع منها مكتب ولجان فرعية ومجموعة أعضاء يختلف عددهم وطريقة تعيينهم من بورصة لأخرى. تكون هذه اللجنة مسؤولة كاملة عن إدارة وتصريف شؤون البورصة وتحقيق أهدافها، ووضع السياسة العامة لها في إطار السياسات المالية والاقتصادية العامة والخطط لتسيير أعمالها وتنفيذها،<sup>224</sup> ولكي تؤدي هذا الدور بنجاح، فهي تتعهد بتنفيذ القوانين واللوائح المنظمة للعمل بالبورصة، وتراقب مدى التزام الأعضاء بتلك اللوائح والقوانين. ولها أن تتخذ من الإجراءات ما تراه ملائما إذا ما اكتشفت أي تقصير أو انحراف في تطبيق اللوائح.<sup>225</sup> وتتولى هذه اللجنة مجموعة من المهام، أهمها:

- الإشراف على حسن سير العمل في البورصة باتخاذ ما يتطلبه الأمر من إجراءات.<sup>226</sup>
  - وضع الهيكل التنظيمي للسوق وتحديد الإدارات والأقسام والشعب ووظائفها العامة.
  - إجراء دراسات عن السوق في ظل الظروف السياسية والمالية والاقتصادية السائدة، وتقديم التوصيات للجهات الحكومية ذات العلاقة بكل الأمور التي تساعد على تنمية السوق وحماية أموال المستثمرين.
  - تحديد متطلبات نشرة الإصدار في السوق الأولية والإشراف على إصدارات الأوراق المالية والموافقة عليها وطرحها للاكتتاب العام.
  - وضع شروط إدراج وتداول وإيقاف تداول الأوراق المالية في السوق الثانوية.
  - ترخيص الوسطاء وتحديد عددهم وطبيعة أعمالهم وعدد ممثليهم.
  - وضع الشروط المتعلقة بالتسوية والتقصص فيما بين الوسطاء وفيما بين الوسطاء وعملائهم، وفيما بين الوسطاء والسوق.
  - وضع الشروط الخاصة بإيرادات السوق ونفقاتها والمصادقة على الميزانية السنوية للبورصة.
  - تحديد عمولات السوق عن كافة عمليات تداول وتحويل وانتقال الأوراق المالية.
  - الموافقة على الاقتراض والتمويل وتحديد حجمه وشروطه.
  - الإشراف على الأسعار كوضع الحدود الدنيا والعليا لأسعار الأوراق المالية والإعلان عنها.<sup>227</sup>
  - مراقبة ومتابعة مدى التزام الأعضاء بالقوانين واللوائح المنظمة للبورصة.<sup>228</sup>
  - قبول طلبات الوساطة وشركات الوساطة للعمل لصالح العملاء.<sup>229</sup>
- ولتقوم لجنة البورصة العليا بمهامها تحتاج إلى مكتب يباشر مهام السكرتارية وتنظيم أعمال اللجنة وتحديد جداول اجتماعاتها، والإشراف على النواحي المالية الخاصة باللجنة، ويتكون هذا المكتب من رئيس ونائبه وأمين صندوق.<sup>230</sup>

\* تختلف تسمية اللجنة من دولة إلى أخرى، فتطلق عليها تسميات: مجلس أو هيئة كذلك.

<sup>224</sup> قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994م، مرجع سابق.

<sup>225</sup> أحمد محيي الدين حسن، مرجع سابق، ص: 107.

<sup>226</sup> محسن الخضيرى، مرجع سابق، ص: 32.

<sup>227</sup> نفس المرجع أعلاه.

<sup>228</sup> محسن الخضيرى، مرجع سابق، ص: 32.

<sup>229</sup> نفس المرجع أعلاه.

<sup>230</sup> نفس المرجع أعلاه.

**4-1-2- اللجان الفرعية لبورصة الأوراق المالية الإسلامية:** يحق للجنة البورصة العليا تشكيل لجان فرعية حسب ما يحتاجه نشاط البورصة، حيث تُشكل لجنة البورصة العليا في أول جلسة تعقدها بعد كل انتخاب دوري (يختلف مواعده من بورصة إلى أخرى). وتقوم اللجان الفرعية بمساعدة اللجنة العليا في تأدية وظائفها، وتقوم كل لجنة بتقديم تقريراً عن أعمالها إلى اللجنة العليا. وقد تتباين أسماء هذه اللجان من بورصة إلى أخرى إلا أنها تتماثل في المهام المكلفة بها، ويمكن عرض أهمها فيما يلي:

**أ- لجنة التحكيم:** ودورها الفصل في النزاعات القائمة بين أعضاء البورصة، والمنازعات التي تقع بين هؤلاء وعملائهم. وتتكون عادة من رئيس لجنة البورصة العليا وعدد من الأعضاء تختارهم اللجنة العليا.<sup>231</sup>

**ب- لجنة التأديب:** وتختص بالنظر فيما يقع من مخالفات لأحكام وقوانين البورصة ولوائحها وكذا الإخلال بقواعد الشرف والسلوك مثل إخفاء المركز المالي الحقيقي أو تقديم مستندات كاذبة. بالإضافة إلى النظر في الشكاوى المرفوعة إليها.<sup>232</sup>

**ج- لجنة التسعيرة (Quotation Commission):** تقوم بإعداد جدول الأسعار (يتضمن أسعار الفتح والأسعار المتتالية وأسعار الإقفال) ونشره في وسائل الإعلام المختلفة.

**د- لجنة قيد الأوراق المالية:** تختص بقبول أو رفض طلب الشركات التي ترغب في إدراج أوراقها المالية في جدول التسعيرة، وفقاً للشروط والمعايير التي تنص عليها لوائح البورصة.<sup>233</sup>

**هـ- لجنة المقاصة (Clearing Commission):** تختص هذه اللجنة بإجراء المقاصة\* بين عمليات أعضاء البورصة بعضهم لبعض، من بائعين ومشتريين، أو دائنين ومدنين.

**و- الجمعية العمومية:** وتتكون من الأعضاء العاملين (الوسطاء والأعضاء المنضمين)، يرأسها رئيس لجنة البورصة أو نائبه، وتختص بالتصديق على الميزانية، ولها حق التدخل في جميع المسائل في البورصة. وتجتمع عادة مرة كل عام بناء على دعوة من اللجنة العليا للبورصة، أو في الحالات التي تقتضي عقد ذلك الاجتماع.<sup>234</sup>

**ز- لجنة قبول وسطاء عمليات البورصة:** تختص هذه اللجنة بقبول وسطاء عمليات البورصة وحماية حقوقهم وفقاً لما ورد في قوانين ولوائح البورصة.<sup>235</sup> حيث تقوم بوضع مواد الامتحان الذي يعقد لقبول الوسطاء الجدد، والتحقق من مدى انطباق الشروط المقررة عليهم وإعلان المقبولين منهم.<sup>236</sup>

**ح- لجنة المراقبة:** تتكلف هذه اللجنة بمراقبة أعمال البورصة من صحة تنفيذ اللوائح والقرارات وغير ذلك من أنشطة البورصة.

**ط- لجنة الرقابة الشرعية الداخلية:** نقترح أن تنشأ هذه اللجنة بغرض فحص وتقييم مدى التزام البورصة بأحكام ومبادئ الشريعة، والفتاوى، والإرشادات، والتعليمات الصادرة عن هيئة الرقابة الشرعية المركزية المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية خصوصاً وجميع مؤسسات السوق المالية الإسلامية عموماً (سيتم التعرف على هذه الهيئة في المبحث الموالي). وعليها أن تتولى المهام التالية:

- مراقبة مدى التزام المتعاملين مع البورصة سواء الجهات المصدرة للأوراق المالية، أو الوسطاء، أو المستثمرين بقرارات وتعليمات هيئة الرقابة الشرعية المركزية.

<sup>231</sup> مصطفى رشدي شبيحة، مرجع سابق، ص: 2.

<sup>232</sup> محسن الخضيرى، مرجع سابق، ص: 34.

<sup>233</sup> أحمد محيي الدين أحمد، مرجع سابق، 1995، ص: 323-324.

\* ويقصد بالمقاصة جميع الإجراءات المتعلقة بحساب التزامات الأطراف المشتركين في الصفقات، تمهيداً لتسويتها. ويتم هذا الحساب في الغالب وفق مبدأ التصفية (netting)، الذي يقوم بإلغاء المراكز المالية المتقابلة لكل متعامل، ويؤدي في النهاية إلى تحديد صافي الدائنية أو المديونية لكل المتعاملين المشتركين في عملية التصفية، ويترتب على عملية المقاصة حينئذ تحديد ما إذا كان السمسار مستملاً أو مسلماً للورقة المالية محل التعامل، بعد مراعاة حجم الأوراق الذي لا يمكن استخدامه في عملية المقاصة (لكونها مقرضة أو مرهونة)، وتحديد المبالغ النقدية الدائنة والمدينة المترتبة على الصفقات بالنسبة لجميع السماسرة الأعضاء في شركة المقاصة. وقد تتم المقاصة بواسطة شركة أو نظام تابع للسوق المالي نفسه.

<sup>234</sup> أحمد محيي الدين حسن، مرجع سابق، ص: 109.

<sup>235</sup> محسن الخضيرى، مرجع سابق، ص: 33.

<sup>236</sup> أحمد محيي الدين حسن، مرجع سابق، ص: 109.

- مراقبة أعمال بورصة الأوراق المالية الإسلامية من خلال التدقيق الشرعي الداخلي، ومنع وقوع الأخطاء والمخالفات الشرعية بكل الوسائل المتاحة، والعمل على تصحيح الأخطاء إن وقعت.
- مراجعة وتدقيق التقارير الشرعية للشركات المدرجة.
- التحقق من الضوابط الشرعية عند وضع مؤشر البورصة سواء في مكوناته أو طرق استخدامه، وتقوم بمراجعته دورياً وتقديم تقرير شرعي عنه.<sup>237</sup>

## 5- عضوية بورصة الأوراق المالية الإسلامية

يقصد بعضوية البورصة المتعاملون في الأوراق المالية المسجلة في البورصة وقد يشار لها بالمقاعد المخصصة، ويتم دفع مبالغ معينة (رسوم اشتراك) للحصول على المقاعد أو العضوية في البورصة<sup>238</sup>، يتفاوت مقدارها من بورصة إلى أخرى. وقد يكون أعضاء البورصة إما أفراداً أو شركات يعينون في البورصة للقيام بأعمال الوساطة، أو يبيع وشراء الأوراق المالية لحسابهم الخاص.<sup>239</sup> ويوجد ثلاثة أنواع من هؤلاء الأعضاء هم:

- الوسطاء.
- المتاجرون.
- المتخصصون أو صناع السوق.

وتجدر الإشارة إلى أن بعض البورصات يوجد فيها نوع واحد من هؤلاء الأعضاء، وهم الوسطاء، وهذا هو حال أغلب بورصات الدول العربية. وسيتم التفصيل فيهم في الفصول اللاحقة.

## المطلب الثاني: الشروط الشرعية لإدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية

إن بورصة الأوراق المالية الإسلامية يجب أن تتحقق فيها مجموعة من الشروط الشرعية، وفق منهج يضمن لها أن تلي احتياجات حقيقية لاقتصاديات الدول الإسلامية، لا مجرد هيكل يمثل صدى للنموذج الغربي لأسواقهم المالية، وعيننا بوصفنا لها بأنها إسلامية ضرورة التزامها بالمنهج الشرعي في التعامل، إلا أن مجرد التزامها بهذا المنهج وحده لن يضمن لها أن تؤدي دورها بالكفاءة المطلوبة. ولذلك يجب إقرار الخطط اللازمة من أجل ترقية الأداء واصطفاء الهياكل وتطوير الإدارة والذي سنلتمسه من خلال عرضنا للشروط المهنية والفنية، فهذا أيضاً مؤداه تحقيق قاعدة الإلتقان المطلوبة شرعاً.

وسيتم تحديد الشروط الشرعية لإدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية انطلاقاً من أن الأصل في المعاملات الإباحة إلا ما ثبت اشتماله على مفسد من المفسدات التي حرمتها الشريعة، وبالتالي يفترض من إدارة بورصة أوراق مالية إسلامية أن تتحقق فيها الشروط التي سنحددها من خلال العناصر التالية.

## 1- شرط الالتزام بالضوابط والمبادئ التشريعية الإسلامية في التنظيمات الإدارية ومراعاة المصالح المرسله

<sup>237</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية"، مرجع سابق، 2006، ص: 459

<sup>238</sup> محمد البناء، أسواق النقد والمال، مرجع سابق، ص: 153.

<sup>239</sup> مبارك آل سليمان، مرجع سابق، ص: 417.

لقد أطلق على الفقه الإسلامي فقه المصالح، بمعنى أنه وضع نصب عينيه في المقام الأول تحقيق مصالح العباد ورتب أولوياتها ترتيباً ينم عن تطور راق، فمن مبادئه الأصولية أن الحكم الشرعي يدور مع المصلحة وجوداً وعدمًا والأصل في المنافع الحل وفي المضار المنع وأن التصرف على الرعية منوط بالمصلحة. والشريعة الإسلامية تعترف بخمس مصالح كلية تسمى مقاصد الشريعة وهي ما يتعلق بحفظ النفس والمال والنسل والدين والعقل، وتدور الحقوق ومن ثم المحرمات والواجبات مع هذه المصالح وجوداً وعدمًا فكلما وجدت مصلحة أحيطت بما يلزمها من قواعد تحفظها، فلحفظ النفس كان تحريم القتل ولحفظ المال كان تحريم السرقة ولحفظ النسل كان تحريم الزنا ولحفظ الدين كان تحريم الزندقة ولحفظ العقل كان تحريم الخمر، وتندرج مصالح المجتمع التي تقرها الشريعة تحت الكليات السابقة، فكل مصلحة تظهر مع تطور الزمن يطلق عليها مصلحة مرسلّة وتحقق المصالح المرسلّة أصل هام من أصول النظام القانوني الإسلامي فكما قلنا فإن الفقه الإسلامي هو فقه قائم على المصالح.

فالمصالح المرسلّة تحقق أساساً ديناميكياً في التشريع والتنظيم في النظام الإسلامي، هذه الديناميكية ضرورية لمواجهة التحديات والعوامل المتغيرة والمتقلبة التي توجه المجتمع الإسلامي. بالتالي لا نبالغ لو قلنا أن ما تقدمه الشريعة الإسلامية لكفاءة بورصة الأوراق المالية لم تقدمه أي من اللوائح والنظم، ففي بورصة الأوراق المالية الإسلامية الأولويات واضحة جداً وكفاءة البورصة مضافة من خلال المصالح المرسلّة، ليس هذا فحسب بل إن الشريعة الإسلامية تحسم موضوع الكفاءة بطريقة لم يتوصل لها منظمو الأسواق المالية الرأسمالية.

إن التنظيم المناسب في بورصة الأوراق المالية الإسلامية يتطلب أن تقارن المنافع التي تحقق للمستثمرين مقابل الكلفة التي يتحملها أصحاب المشروعات أو الشركات، فعلى سبيل المثال فإن منظمي البورصة الإسلامية يمكنهم أن يحددوا سعر الإصدار العام للورقة المالية، هذا الإجراء من شأنه أن يحقق منافع للمستثمرين لكن تلك المنافع تتحقق على حساب رفع كلفة الإصدار على الشركة المصدرة، بالتالي فإن هناك مقايضة بين إحداث الإكراه على الشركات المصدرة وبين تحسين قوة المساومة لدى صغار المستثمرين في عمليات الإصدار الأولية. وبالمثل يمكن لمنظمي البورصة أن يحدوا من نزعة الاحتكار من خلال تشجيع عدد كبير من شركات الخدمات المالية المحلية والصغيرة للعمل كوسطاء وكنبوك استثمارية وفي نفس الوقت تفرض قيوداً على عمل الشركات الكبيرة والأجنبية، مثل هذا الأمر له جانب آخر من التأثير السلبي، فتلك الشركات المحلية والصغيرة تتمتع بمهارات أقل من الشركات الكبيرة الأمر الذي لا يمكنها في كثير من الأحيان من أن تفرق بين المشاريع ذات الجدوى وبين تلك غير المجدية الأمر الذي سيضر بصغار المستثمرين، بالتالي فإن القرار التنظيمي الصائب في الإطار الإسلامي سواء في قواعد التسجيل أو كفاية رأس المال يعتمد بشكل أساسي على الموازنة بين المنافع والتكاليف الاجتماعية الناتجة عن مثل هذا القرار.

## 2- شرط الالتزام بالتحقق من خلو التعاملات في البورصة من مفسدات العقود الشرعية

إن من واجب إدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية شرعاً أن تتحقق وتتأكد من خلو جميع التعاملات التي تتم من خلالها من مفسدات العقود كالجهالة والغرر، والاحتكار، والغش، وغيرها. وإن هذا الشرط الشرعي يتحقق من خلال تنفيذ الشرط المهني المتمثل في هيئة الرقابة الشرعية والذي سيتم التطرق إليه لاحقاً من خلال عرض الشروط المهنية لإدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية.

## 3- شرط الالتزام بتوثيق كافة التعاملات وتوفيرها لمن يحتاجها أو يرغب بها وبما يكفل ضمان الحقوق

إن التوثيق مطلوب شرعا وجاء في آيات الدِّين في قوله تعالى: "يَأْتِيهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بَدِينٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ وَلْيَكْتُب بَيْنَكُمْ كَاتِبٌ بِالْعَدْلِ وَلَا يَأْب كَاتِبٌ أَنْ يَكْتُبَ كَمَا عَلَّمَهُ اللَّهُ فَلْيَكْتُبْ وَلْيُعْلِلِ الَّذِي عَلَيْهِ الْحَقُّ وَلْيَتَّقِ اللَّهَ رَبَّهُ وَلَا يَبْخَسْ مِنْهُ شَيْئًا".<sup>240</sup>

إن توثيق التصرفات أمر مشروع لاحتياج الناس إليه في معاملاتهم خشية جحد الحقوق أو ضياعها، ورفع الارتباب، فقد يشتهه على المتعاملين إذا تطاول الزمان مقدار البدل ومقدار الأجل فإذا رجعا إلى الوثيقة لا يبقى لواحد منهما ريبه وهذه فوائد التوثيق بالتسجيل، وهناك توثيق بالرهن والكفالة لحفظ الحق. ويتحقق هذا الشرط في بورصة الأوراق المالية الإسلامية من خلال إجراءات مهنية وافية عدة منها تقديم وثيقة السهم أو الصك الإسلامي، تسجيل أسماء المساهمين، وغيرها من الوثائق التي تمنح للمتعامل في البورصة.

#### 4- شرط الالتزام بأن تكون بورصة الأوراق المالية الإسلامية محققة لأهداف ومقاصد الاقتصاد الإسلامي

ينبغي على إدارة مثل هذه البورصة أن تتأكد أن التعاملات المالية التي تتم فيها تسير في هذا المسار وليس عكسه، وفي حال ثبت لها أنها تسير إلى عكسه أن تتدخل لمنع التعامل أو إيقافه، فمثلا الإصدارات والأدوات التي تؤدي إلى حصول التنمية تسهلها، والأدوات التي تعطل التنمية وتؤدي إلى تركيز الثروة قد توقفها، فمن وظيفة إدارة البورصة أن تتحقق أن التعاملات الحاصلة محققة لمبادئ الاقتصاد الإسلامي.

#### المطلب الثالث: الشروط المهنية والفنية لإدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية

يهدف تنظيم بورصة الأوراق المالية الإسلامية إلى حماية المستثمر من الغش والتلاعب والمعلومات المضللة وحماية المصلحة العامة، بالحفاظ على أسواق حرة مفتوحة وذلك بسن القوانين واللوائح المختلفة لضبط التعامل في الأوراق المالية. إن إدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية لا يجب أن تكون صارمة فحسب بالقضاء على التلاعب والغش فقط، بل تجعل من الاستقرار والتطور صفتان ملازمتان لعمل السوق، وحسب التوجيهات التي تريدها الدولة. ولقيام إدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية بأداء مهامها على أحسن وجه، يجب أن تلتزم بشروط مهنية وافية سيتم عرضها في هذا المطلب.

#### 1- الشروط المهنية لإدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية

نقصد بالشروط المهنية تلك الشروط المتعلقة بالأبعاد المحاسبية والمالية، وتتمثل أهمها فيما يلي:

- 1-1- شرط الإفصاح: ينبغي على إدارة السوق المالية الإسلامية الإفصاح عن مجمل الأعمال التي تقوم بها، وما تم داخلها خلال جلسات العمل.<sup>241</sup> ولتحقق الإفصاح في إدارة السوق المالية الإسلامية يجب أن تلتزم هذه الإدارة بما يلي:
  - أن تقدم ميزانيتها المالية وحساب الأرباح والخسائر وبياناتها المالية السنوية معتمدة من قبل مدقق حسابات محاسبي وشرعي وذلك خلال فترة محددة من طرف الهيئة المشرفة على البورصة من نهاية سنتها المالية.
  - عرض الموازنات التفصيلية للشركات المدرجة حين استلامها مباشرة، وهذا أدنى الحقوق التي يجب أن توفرها إدارة البورصة للمستثمر، إذ توجد العديد من الايضاحات والمعلومات المهمة التي يجب أن يطلع عليها المستثمر. وأن تعلن عن المعلومات التي

<sup>240</sup> سورة البقرة، الآية: 282.

<sup>241</sup> خديجة شوشان، ورائد نصري، "الشروط المهنية والفنية لإنشاء سوق مالية إسلامية"، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي، 09-10/09/2013،

اسطنبول، تركيا، ص: 7.

تتلقاها بشأن الإفصاحات عن المصالح فور تلقيها المعلومات على لوحة إعلانات السوق وموقع السوق الإلكتروني وأي وسائل إعلان تستجد لإعلان البيانات في بورصة الأوراق المالية الإسلامية.

- يجب أن تظهر إفصاحات تغير الملكية بشكل لحظي، كما هي حال الأنظمة التي تعكس لأي عميل لديها قام بشراء أو بيع رصيده من الأسهم سواء مباشرة (online) أو عبر كشوفات، فالأولى أن تكون البورصة على المستوى نفسه.
- يجب على البورصة أن تخطر الهيئة مباشرة بكل إفصاح يقدم لها بعد التحقق من صحة البيانات التي تتلقاها من الشركات المساهمة أو أصحاب المصلحة، وأن تطلب من أي منهم تزويدها بأي بيانات أخرى في سبيل ذلك. وعلى إدارة البورصة تزويد الهيئة بالتقارير والبيانات التي تطلبها وإصدار النشرات الصحفية الضرورية لضمان الشفافية في المعلومات والإفصاح.
- على إدارة البورصة أن تعد سجلا خاصا يتضمن بيانا لما تتلقاه من إفصاحات، ويكون لذوي الشأن حق الإطلاع على هذا السجل بناء على طلب يقدم لإدارة البورصة.
- الإعلان عن المعاملات في البورصة، وذلك من خلال وضع جدول الأسعار والجدول المؤقت، وينشران بصورة يومية وشهرية وبينان ما يلي: الأسعار المتتالية للعمليات التي عقدت أثناء جلسة التداول طبقا للبيانات الواردة من وسطاء الأوراق المالية، الأسعار في آخر يوم التداول، القيمة الإسمية للأوراق المالية بالعملة التي صدرت بها، وغيرها من المعلومات التي تتعلق بالشركات والبورصة معا.
- يجب أن تقوم إدارة البورصة بنشر تقارير هيئة الرقابة الشرعية ضمن التقارير السنوية للبورصة.

**1-2- شرط الحفاظ على السرية والموازنة مع شرط الإفصاح:** يجب أن يلتزم أعضاء مجلس إدارة البورصة ومستخدموها بكنمان السر المهني في جميع القضايا التي ينظرون فيها بأية صفة من الصفات<sup>242</sup>. فعلى إدارة السوق ايضاح الجوانب التي يجب أن تكون في جانب الإفصاح وتلك التي هي من الخصوصيات ولا يسمح بإفشائها.

**1-3- شرط مراقبة التداول:** إن مراقبة التداول من طرف إدارة البورصة تقضي إلى وقف عروض وطلبات التداول التي ترمي إلى التلاعب في أسعار الأوراق المالية، والتي تؤدي إلى مخالفات شرعية كالغبن، والغش، والتغير، وغيرها. أو وقف التعامل على ورقة مالية معينة إذا كان استمرار التعامل في تلك الورقة يضر بالمتعاملين في بورصة الأوراق المالية الإسلامية.

**1-4- شرط وضع مؤشرات لقياس كفاءة السوق:** أن يتم قياس كفاءة السوق بالاعتماد على مؤشرات مالية لقياس نشاط السوق وكفاءته، دون السماح بتداول الأدوات المالية على أساس هذه المؤشرات لوجود قرارات من مجمع الفقه الإسلامي تمنع ذلك. ولذلك يجب على إدارة البورصة وضع مؤشر يمتاز بالدقة، والموضوعية، والشفافية. ويقصد بالدقة التحديد التفصيلي لمكونات المؤشر، ومصادر إحصاءاته، ووقت الحصول عليها، وكيفية حساب الأوزان، وتدوير أرقامها، ويقصد بالموضوعية أن تكون تفاصيل حساب كل مؤشر كاملة إلى الحد الذي لا يدع مجالاً لاختلاف وجهات النظر في تحديد قيمة المؤشر في تاريخ أو مكان معين، ويقصد بالشفافية أن تعلن أرقام المؤشر في أوقات وأماكن ووسائل منضبطة ومحددة سلفاً، فلا تكون هناك جهالة.

**1-5- شرط الالتزام بتوفير الحماية للمستثمرين:** إلزام الجهات الراغبة بإصدار أدوات أو أوراق مالية كالشركات بتقديم كافة المعلومات المطلوبة لاتخاذ القرار من قبل المستثمرين، بالإضافة إلى تقديم دراسة جدوى تفصيلية من مكاتب استشارية متخصصة

<sup>242</sup> المادة (80)، المتعضيات الزجرية الواردة بالظهير الشريف المعتبر بمثابة قانون رقم 1.93.211 صادر في 4 ربيع الآخر 1414 هـ / 21 سبتمبر 1993 يتعلق ببورصة القيم، المغرب.

لتقوم السوق بدراستها واعتمادها،\* وفي هذا ضمان لغير المحترف أو المتخصص، إذ تستبعد المشروعات التي لا يتوقع لها النجاح ابتداءاً. 243

## 2- الشروط الفنية لإدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية

ويقصد بالشروط الفنية الاجراءات أو المتطلبات المتعلقة بالقضايا الإدارية والتنظيمية لإنجاح إصدار وتداول الأصول المالية على أنواعها المختلفة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية، بحيث تتكفل بمهمة تحقيق هذه الشروط الهيئات الإدارية المشرفة على البورصة في ظل الاقتصاد الإسلامي. وفي هذا السياق يمكن الإشارة إلى مجموعة الشروط التالية:

**2-1- شرط إعلان التزامها بالشرعية الإسلامية نصوصاً ومقاصداً وأحكاماً:** وذلك من خلال مراعاة تطبيق قواعد الشريعة الإسلامية وأصولها وأحكامها التي قررها علماء التشريع الإسلامي في إدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية، وقواعد عملها والإصدارات والتداولات التي تتم فيها، بحيث يتم الحكم على هذه السوق وما يتم داخلها بأنه متوافق مع الشريعة الإسلامية. إذ أن الالتزام بالشرعية ليس مجرد شكليات لا قيمة مضافة من ورائها؛ بل أحكام لها قيم ومبادئ مختلفة عن السوق التقليدية، فبورصة الأوراق المالية الإسلامية وإن كانت حرة من حيث إفساحها المجال للمتعاملين بالتعامل كيفما شاءوا لكنها تمنع ما يؤول إلى توزيع غير عادل للثروة نتيجة الاحتكار أو الاستغلال أو إساءة الائتمان. ويمكن أن نشير أن هذا الشرط يتحقق من خلال الشروط الفنية لإدارة السوق المالية الإسلامية، والتي تنص على وجود هيئة رقابة شرعية عامة لبورصة الأوراق المالية الإسلامية، وهيئات رقابة شرعية للشركات المدرجة والأصول المالية التي يتم إدراجها وتداولها، بحيث تقوم تلك الهيئات العامة أو الهيئات الخاصة بتدقيق أعمال السوق والأصول المالية تدقيقاً ينبؤ عن مدى التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية.

**2-2- شرط الترخيص من الهيئة المشرفة على السوق:** يجب أن تحصل إدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية على ترخيص من الهيئة المشرفة عليها في الدولة المنشأة فيها. ومن شروط الحصول على الترخيص يمكن أن نذكر: 244

- أن يتم تقديم بيان باسم مدير عام البورصة ونائبه، بالإضافة إلى كشف بأعضاء مجلس إدارة البورصة مقترن بتقديم كل منهم إقراراً موقفاً منه يفيد بأنه ليس عضواً في مجلس إدارة شركة مساهمة عامة، وأنه ليس شريكاً في شركة وساطة مالية أو ممثلاً لوسيط مالي. بالإضافة إلى تصريح خطي مقدم منه لدى الهيئة بشأن الأوراق المالية التي يملكها أو تملكها زوجته وأولاده القصر، وكذلك مساهمات زوجها وأولاده القصر لدى أي وسيط.
- تعهداً منه بالتصريح خطياً لدى الهيئة عن أي تغيير يطرأ على ما سبق له التصريح به.
- أن يتم تقديم الهيكل التنظيمي للبورصة وتحديد أجهزته الفنية والإدارية المتخصصة.
- أن يتم إعداد اللائحة الداخلية للبورصة التي تبين كيفية تعيين مديره العام وصلاحياته، وإجراءات دعوة مجلس إدارة البورصة للانعقاد ومكان ونصاب وصحة الاجتماعات واتخاذ القرارات .

## 2-3- شرط تواجد هيئات للرقابة الشرعية: وذلك بأن تكون إدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية خاضعة لمختلف أشكال

الرقابة، ومن ضمنها الرقابة الشرعية الداخلية متمثلة في لجنة الرقابة الشرعية الداخلية والرقابة الشرعية الخارجية المتمثلة في الهيئة الشرعية لبورصة الأوراق المالية الإسلامية. وعلى إدارة البورصة التحقق من التزام كافة المتعاملين معها بالضوابط والشروط الشرعية الموضوعية من طرف هيئة الرقابة الشرعية المركزية المشرفة على البورصة والتي سنعرفها من خلال المبحث الموالي.

\* تنص سوق الأردن ومصر على ضرورة تحقق هذا الشرط لقبول الإكتتاب.

243 أحمد محيي الدين أحمد، مرجع سابق، 1995، ص ص: 622-623.

244 المادة (3)، قرار مجلس الوزراء رقم (11) في شأن النظام الخاص بترخيص السوق والرقابة عليه، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات، 2000، ص ص: 2-3.

وتنشأ هذه اللجنة بغرض فحص وتقييم مدى التزام السوق بأحكام ومبادئ الشريعة، والفتاوى، والإرشادات، والتعليمات الصادرة عن هيئة الرقابة الشرعية المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية، بالإضافة إلى مراقبة مدى التزام المتعاملين مع السوق سواء الجهات المصدرة للأوراق المالية، أو الوسطاء، أو المستثمرين بقرارات وتعليمات هيئة الرقابة الشرعية. ويجب أن يتصف موظفو الرقابة الشرعية الداخلية بالإتقان المهني، وأن تكون لديهم خلفية أكاديمية مناسبة وتدريب ملائم على مهام الرقابة الشرعية الداخلية، ويتعين على من يتأس هذه اللجنة وضع مقاييس مناسبة لتلبية هذه المتطلبات.<sup>245</sup> ويتعين على المراقبين الشرعيين الداخليين للبورصة المشاركة في تدريب موظفي البورصة وغيرهم من المتعاملين فيها، وذلك عن طريق عقد اجتماعات ودورات تدريبية وندوات منتظمة، كما ينبغي عليهم نشر المعرفة من خلال طباعة وتوزيع نشرات وكتيبات ووسائل أخرى تشرح مبادئ فقه المعاملات بصفة عامة، وبصفة خاصة الفتاوى والإرشادات والتعليمات الصادرة عن هيئة الرقابة الشرعية حول الأدوات والخدمات التي تقدمها البورصة.

**2-4- شرط إعداد الإطار الوظيفي الملائم:** إن توفر الكفاءات البشرية (من موظفين وإداريين) القادرة على تسيير دفة الأنشطة المالية الإسلامية تعد متطلباً رئيساً لحسن تسيير بورصة الأوراق المالية الإسلامية. وتتم آلية ذلك عن طريق إيفاد مجموعة من الكوادر لتلقي التدريب الفني اللازم لذلك، إضافة إلى الإستعانة ببعض الخبراء من الدول ذات التجربة في هذا المجال للاستفادة من خبراتهم. ولتحقق هذا الشرط يجب أن يمتاز الإطار الوظيفي بالمعرفة الفنية التامة بمحدود العمل، أي المهارة الفنية لمن يعمل على إدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية، وإن هذا الشرط يعد من المبادئ الإسلامية في القيادة الإدارية.<sup>246</sup> وبالتالي يلزم إعداد العامل وتميئته للعمل في مثل هذه البورصة حتى يستطيع أن يقوم بدوره على الوجه الأكمل، وقصة سيدنا موسى والخضر عليهما السلام تعطي نموذجاً رائعاً للتدريب وإعطاء الفرصة للعامل لكي يتعلم. ويجب ربط التدريب بالحوافز والمكافآت والترقية، ومن ناحية أخرى يلزم متابعة أداء العامل ومحاوله علاج أوجه القصور عنده عن طريق البرامج التدريبية المستمرة أو البعثات العلمية.

**2-5- شرط مراقبة الأسعار:** أن تقوم إدارة البورصة بتوفير كافة الإجراءات الإدارية والتنظيمية لحماية قيم الأصول من التشوّهات السعرية والحد منها.<sup>247</sup> وذلك بأن تقوم إدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية بوضع جهاز للمعلومات قادر على تصحيح مسار الأسعار من خلال اللجنة المختصة لهذا الغرض، حيث يقوم هذا الجهاز بتقويم المراكز المالية للشركات تقويمياً علمياً وذلك بغرض الوقوف على مدى سلامتها، وإيجاد رابطة حقيقية بين المراكز المالية لهذه الشركات من جهة، وأسعار أسهمها في البورصة من جهة أخرى. وتعتمد مثل هذه الدراسات في مادتها العلمية على البيانات الإجمالية والتفصيلية التي تتضمنها القوائم المالية والحسابات الختامية والتقارير المالية المرافقة لميزانيات هذه الشركة والتي يجري موافاة بورصة الأوراق المالية بها جميعاً. ويستخدم هذا الجهاز كافة طرائق التحليل المالي وأدواته، الأمر الذي يتحقق معه الكشف عن مناحي القوة وأوجه الضعف ويمكن معه تحديد القيمة الاقتصادية لأسهم الشركة.<sup>248</sup>

وعليه يجب أن تقوم لجنة الأسعار في بورصة الأوراق المالية الإسلامية بإعادة تقويم المراكز المالية للشركات التي يثبت تعرضها لخسائر جسيمة من شأنها الإضرار بالمساهمين والتأثير على حقوق أصحاب المشروع، فتحدد القيمة الذاتية للسهم في ضوء

<sup>245</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، 2008، ص: 26

<sup>246</sup> زكريا القضاة، الإدارة والتنمية من منظور إسلامي، ندوة التنمية من منظور إسلامي، منشورات المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية، الجزء الثاني، 1991، عمان، ص: 771.

<sup>247</sup> محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص: 228.

<sup>248</sup> عمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، 1996، ص: 398-399.

البيانات والمعلومات اليقينية المتاحة، فإذا لم تتمكن من ذلك توقف التعامل على هذه الأسهم لرفع الضرر عن الذين يلجؤون إلى شراء هذه الأسهم من البورصة، والجهالة تحيطهم عن التطورات التي تعرضت لها الشركة وذلك لحين اتخاذ قرار في شأنها.<sup>249</sup>

**2-6- شرط الالتزام بقواعد تكفل المرونة في تعديل الأنظمة والقوانين:** إن من واجبات إدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية أن تضع شروط ومتطلبات الجهات والأدوات والأوراق المالية التي يسمح لها التعامل في بورصة الأوراق المالية الإسلامية إما إصداراً أو وساطة أو غير ذلك. وتعد هذه الشروط والمتطلبات لازمة للتنفيذ اعتماداً على قواعد السياسة الشرعية ورعاية المصالح العامة وهي قواعد مقررة في الشريعة الإسلامية.

ولتحقق هذا الشرط يجب النص على قابلية أنظمة بورصة الأوراق المالية الإسلامية وقوانينها للتطور، فينبغي أن تقرر آلية لمراجعة الأنظمة والقوانين بشكل دوري بما يكفل تعديل ما يحتاج إلى تعديل وإضافة ما يحتاج إلى إضافة وتفصيل ما يحتاج إلى تفصيل، وأن يجعل ذلك جزءاً من استراتيجية إدارة البورصة لضمان كون البورصة مواكبة للتطورات الاقتصادية واستيعاب الحاجات المتطورة والمتنوعة.

**2-7- شرط الالتزام بتوفير نظام كفاء للاتصالات واستخدام الأساليب التقنية الحديثة:** يجب على إدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية توفير نظام كفاء وسريع للاتصالات بالإضافة إلى شبكة الهواتف، ونظم الراديو المزدوج وغيرها من وسائل الاتصال المقروءة بما يجعل المتعاملين داخل البورصة والمكاتب ذات العلاقة على اتصال سريع ومستمر، بالإضافة إلى أجهزة الفاكس والتلكس التي تسرع من التعاملات الداخلية والخارجية. ونظراً لأهمية عنصر الوقت وكفاءة سرعة الاتصال، من الضرورة بمكان توفير الموارد اللازمة للاستفادة من وسائل التقدم التقني في الاتصالات لمواكبة واقع التطورات التكنولوجية، وذلك لمقابلة الطلبات على خدماتها وتوفير تلك الخدمات بكفاءة مناسبة.

وعلى هذا الأساس يجب أن يتم إعداد نظام القيد الإلكتروني لعمليات التداول والإيداع والمقاصة والتسوية وإمكانية الربط الإلكتروني بالبورصات الأخرى - إن وجدت - في نفس الدولة لتنفيذ نظام تداول مشترك بين البورصات.

**2-8- شرط الالتزام بالحوكمة:** ويقصد بالحوكمة "مجموعة الآليات والإجراءات والقوانين والنظم والقرارات التي تضمن كل من الانضباط والشفافية والعدالة، وبالتالي تهدف الحوكمة إلى تحقيق الجودة والتميز في الأداء عن طريق تفعيل تصرفات إدارة الوحدة الاقتصادية فيما يتعلق باستغلال الموارد الاقتصادية المتاحة لديها بما يحقق أفضل منافع ممكنة لكافة الأطراف ذوي المصلحة في المجتمع ككل".<sup>250</sup> وتسعى بذلك حوكمة إدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية نحو منع التلاعب والتحريف والخداع وتخفيض الأثر السلبي لظاهرة عدم تماثل المعلومات من خلال آليات إحكام الرقابة وتحقيق مصالح كافة الأطراف، ويتحقق ذلك من خلال قدرتها على وضع الإطار القانوني والنظامي الملزم الذي يضمن تحقق المنفعة لكافة الأطراف ذات العلاقة بالسوق.

وبالتالي يتوجب لتحقيق شرط الحوكمة وضع إطار تنظيمي يتضمن بوضوح المبادئ والمثل العليا التي تتبعها البورصة في معاملاتها الداخلية والخارجية، وذلك من خلال ما يلي:

- ترشيد ممارسات المديرين ومجلس إدارة البورصة، من خلال وضع نظام داخلي خاص يتم مراجعته بشكل دوري، تحدد بموجبه بشكل مفصل مهام ومسؤوليات مجلس الإدارة وصلاحياته.<sup>251</sup>

<sup>249</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 398.

<sup>250</sup> عبد الوهاب علي، وشحاتة شحاتة، مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص: 17.

<sup>251</sup> هيئة الأوراق المالية، "دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان"، 2013/03/15، موقع الهيئة: [www.jsc.gov.jo](http://www.jsc.gov.jo)

- ترشيد ممارسات المحاسبين ومدققي الحسابات وما يقوموا به من أعمال لإظهار المراكز المالية ونتيجة نشاط البورصة وذلك من خلال تحديد آليات وضوابط اختيار وتغيير مراقب الحسابات بصفة دورية.<sup>252</sup>

- عدم قيام جميع موظفي البورصة ومديريها التنفيذي أثناء توليه العمل في البورصة بالتداول في الأوراق المالية عن نفسه أو بصفته وكيلًا أو وليًا أو وصيًا، كما لا يسمح له بالعمل في أي وظيفة في القطاع العام أو الخاص، أو تقديم أي خدمات أو استشارات بشكل مباشر أو غير مباشر أو المشاركة في عضوية مجلس إدارة أي شركة مدرجة في البورصة أو شركة تعمل في نشاط الأوراق المالية داخل الدولة أو خارجها.<sup>253</sup>

**2-9- شرط التزام قواعد الضبط:** ونقصد بشرط الضبط هو ضمان قيام المعهود إليهم بشؤون الضبط والعاملين في بورصة الأوراق المالية الإسلامية، المرتبطين بها بأية صفة وظيفية هامة، بأداء ما أسند إليهم من الأدوار بفاعلية، وعلى نهج يتسق مع الشريعة الإسلامية.<sup>254</sup>

ويرتبط شرط الضبط بعدة جوانب، منها ما يتعلق بالمسؤولية الاجتماعية، ومنها ما يتعلق بأخلاق العمل وثقافته، ومنها ما يتعلق بمختلف الأدوار المنوطة بالأطراف الأخرى التي تضطلع بدور وظيفي يتصل بأعمال بورصة الأوراق المالية الإسلامية. وهذه الأدوار تؤثر على النهج الذي تسلكه بورصة الأوراق المالية الإسلامية في صياغة وتنفيذ ومراقبة استراتيجيات عملها، وسياساتها، وعملياتها، وأنظمتها الرقابية.

ولكي يكون هيكل الضبط فاعلاً تحتاج إدارة البورصة الإسلامية إلى تحديد الخصائص المميزة لنموذج أعمالها، وأهمها ما يلي:

● الإلتزام الشرعي: إن الضبط في بورصة الأوراق المالية الإسلامية يتجاوز بكثير حدود "الحوكمة الرشيدة" لدى المؤسسات التقليدية، نظراً لما أولى من أبعاد اجتماعية ودينية أيضاً. وفي حقيقة الأمر فإن وجود بورصة أوراق مالية إسلامية يعود أصلاً إلى قدرتها على أداء أنشطتها التجارية والمالية وفق قواعد الشريعة الإسلامية. وبورصة الأوراق المالية الإسلامية تنشأ من أجل مساعدة المستثمرين على توظيف أموالهم بصيغ مفيدة وموائمة للشريعة الإسلامية. وقرار الاستثمار لدى بورصة مالية إسلامية ما أو التعامل معها دون غيرها، يتم التوصل إليه عبر تقييم مدى قدرة تلك البورصة على إخضاع عملياتها بدرجة صارمة لضوابط الشريعة الإسلامية. وفي غياب ذلك تغيب الثقة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية. لذلك ينبغي أن يكون لهذه الأخيرة الآليات والهيكل الفاعلة التي تمكنها من إخضاع معاملاتها المالية وغير المالية للشريعة الإسلامية.<sup>255</sup>

● تعزيز الثقة: إن صناعة الخدمات المالية (تقليدية كانت أو إسلامية) مجال تعتبر فيه الثقة عنصراً أساسياً. فالثقة هي حجر الزاوية لنشاط السوق المالية الإسلامية. إن الممارسة السليمة للضبط تؤدي إلى تعزيز ثقة الجمهور، لذا ينبغي التنبيه إلى ذلك من قبل المعهود إليهم بشؤون الضبط، والقادرين على التأثير عليهم. وهذا لا يتسنى بغير العديد من الإجراءات المهمة، منها وجود هيكل للضبط يمتاز بالشفافية.

● المسؤولية الاجتماعية: تسعى هيكل الضبط، إلى أقصى درجة ممكنة، بين مصالح الأطراف ذات العلاقة، ومصالح المعهود إليهم بشؤون الضبط، ومصالح المجتمع. ومبادئ الشريعة الإسلامية تحقق التوازن بين مصالح الفرد ومصالح المجتمع الذي ينتمي إليه. وقد أنشأت السوق المالية الإسلامية كي تساعد على استخدام الثروة والموارد المالية بصيغة تفيد المستثمرين والمجتمع بأسره.

● قواعد السلوك وأخلاقيات العمل وثقافته: ينبغي على السوق المالية الإسلامية تبني سياسات واجراءات وممارسات موائمة للشريعة الإسلامية، لتكريس الإلتزام بالقواعد الأخلاقية السليمة، والسلوك المستشعر للمسؤولية لدى أعضاء مجلس الإدارة، وأعضاء هيئة

<sup>252</sup> عبد الوهاب علي، و شحاتة شحاتة، مرجع سابق، ص: 16.

<sup>253</sup> المادة (74)، اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، هيئة أسواق المال، الكويت، ص: 23.

<sup>254</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، 2008، ص: 62.

<sup>255</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 64.

الرقابة الشرعية والإدارة والعاملين في السوق.

- ينبغي أن تضع إدارة السوق آلية فاعلة لضمان ومراقبة الالتزام بالضوابط والشروط الموضوعية من طرفها لضمان تحقيق أهدافها.

**2-10- شرط تأهيل وتدريب المستثمرين في البورصة:** يجب على إدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية أن تمنع المستثمرين من التعامل المباشر في البورصة إلا بعد حصولهم على تأهيل مناسب تقدمه إدارة البورصة كدورة تدريبية لمدة شهر مثلاً، والسماح بالتعامل بعد مضي مدى ثلاثة أشهر من التسجيل كمرقب؛ كما يمكن لإدارة البورصة توفير جولات تعليمية في قاعة تداول البورصة للمستثمرين حتى يكونوا على علم بتاريخ ونظام تداول البورصة، فإذا كان سائق السيارة لا يسمح له بالقيادة إلا بعد حصوله على رخصة؛ فإن المستثمر بحاجة للتعرف على قواعد التعامل في البورصة نفيًا للجهالة والخداع، ولترشيد قرارات المستثمرين منعاً من اتجاهات فوضوية في البورصة نتيجة جهل المتعاملين به.

**2-11- شرط الالتزام بتهيئة وتيسير كل ما يساعد في إنشاء البورصة:** ومن ذلك توفير مكان مناسب للسوق كأن تشغل مبنى ملائماً مجهزاً بالأدوات الفنية اللازمة لمباشرة نشاطها إلكترونياً.<sup>256</sup>

**2-12- شرط وضع نظام رقابة فعال:** يجب أن تخضع إدارة البورصة لرقابة فنية وشرعية داخلية وذلك من خلال وضع نظام فعال يتكون من موظفين مؤهلين يتمتعون بالخبرة اللازمة، ويجب أن يضمن النظام التدريب والتطوير المستمر للموظفين في المعارف ذات العلاقة، خاصة فقه المعاملات. كما يتعين تقييم أدائهم بصورة منتظمة مع اتخاذ الاجراء المناسب. ويتعين أن يتمتع الموظفون بالصدق والولاء. وفي جميع الحالات يجب الحصول على موافقة هيئة الرقابة الشرعية للسوق المالية على الموظفين الذين يراد تعيينهم في جهاز الرقابة الشرعية الداخلية لتأكد من التوجه الايجابي للموظفين فيما يتعلق بالالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية. بالإضافة إلى تنظيم آليات للإعلان عن مدى التزام المتعاملين في البورصة بالشروط الشرعية والمهنية والفنية سالفه الذكر.

وفي الختام تجدر الإشارة إلا أنه لا يمكن حصر هذه الشروط في النقاط المذكورة أعلاه فقط، بل يمكن أن تضع الهيئات المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية ما تراه مناسباً من القيود الإدارية والفنية مراعاة للصالح العام.

<sup>256</sup> المادة (3)، قرار مجلس الوزراء رقم (11) في شأن النظام الخاص بترخيص السوق والرقابة عليه، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات، 2000، ص: 2.

## المبحث الثاني: هيئة الرقابة الشرعية المركزية والشروط المتعلقة بها

يعد توفر عنصر الرقابة الشرعية من متطلبات إنشاء أي بورصة أوراق مالية تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وتعد الرقابة الشرعية من أهم الأجهزة الرقابية المستحدثة في الصناعة المصرفية الإسلامية، كما أنها من أهم الفوارق الأساسية بين البورصة الإسلامية والتقليدية، وإن الدور الذي يقدمه العنصر الرقابي الشرعي يجب أن يبدأ من أولى خطوات الإنشاء، ولتتمكن الكوادر الفنية والإدارية والاقتصادية من منح عملية الإنشاء الصبغة الإسلامية لا بد من إشراف هيئة فتوى ورقابة شرعية متخصصة، تعنى بتأصيل وتكييف كل خدمات ومنتجات ونشاطات المعاملات المالية التي تتم من خلال البورصة الإسلامية، ومعالجة المشاكل مع تقديم الحلول والبدائل، والعمل على تطوير البورصة للارتقاء بها في السوق التنافسي، بما يضمن سلامتها من أوجه التصرفات المالية المخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية، لأن حفظ المال وتنميته من مقاصد الشريعة الإسلامية.

ومن خلال هذا المبحث سنقترح قيام هيئة مركزية "علياً" للرقابة الشرعية تُعنى بالفتاوى الأساسية المفصلية وبمعايير الرقابة الشرعية، وتكون ترجيحاً ملزمة للبورصة ولكافة المتعاملين فيها. وعلى هذه الهيئة المركزية أن تكون مستقلة تماماً إدارياً وتمولها الدولة أو المصرف المركزي مما يقيها من الوقوع في بعض المحاذير التي سنشير إليها لاحقاً.

### المطلب الأول: ماهية هيئة الرقابة الشرعية المركزية وأهميتها

إن الرقابة الشرعية على بورصة الأوراق المالية الإسلامية تعني الإشراف على سوقها وما يصدر فيها من أدوات مالية، وما يعقد فيها من عقود، وما يجري فيها من معاملات على تلك الأدوات، سواء من حيث اتفاقها مع أحكام الشريعة الإسلامية، أو من حيث التزام المتعاملين بما تصدره الجهات المختصة من اجراءات تنظيمية تكفل الحقوق، وتعمل على استقرار الأسعار.

إن مراقبة الأسواق هو من قبيل الحسبة التي كانت زمن النبي محمد ﷺ، والحسبة كما يعرفها بعض أهل العلم: "أمر بالمعروف إذا ظهر تركه، ونهي عن المنكر إذا ظهر فعله"<sup>257</sup>. ولقد كان الرسول صلى الله عليه وسلم يراقب الأسواق بنفسه، وقام بنفس فعله الخلفاء الراشدين من بعده. ونظراً لأهمية الحسبة والمراقبة على الأسواق، وما يترتب على ذلك من إشاعة التعامل بالمعاملات الشرعية الصحيحة، ومنع التعاملات المحرمة، فقد "كان أئمة الصدر الأول يباشرونها بأنفسهم لعموم صلاحها، وجزيل ثوابها"<sup>258</sup>.

وعليه تعد الرقابة والإشراف على البورصة من قبل الدولة ولاية من الولايات الشرعية، ووظيفة من وظائف الدولة المسلمة، لذا فإنه من المفضل أن تسند مهمة الرقابة والإشراف على بورصة الأوراق المالية الإسلامية إلى هيئات مستقلة، أو جهات حكومية معينة، أو لجان مشكلة من أعضاء من عدة جهات حكومية. وذلك لكون استقلالية هيئة الرقابة الشرعية من شأنه أن يعزز ثقة الجمهور في التزام البورصة في تطبيقاتها بأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها.

### 1- ماهية هيئة الرقابة الشرعية المركزية

<sup>257</sup> الماوردي، الأحكام السلطانية، ص: 315، أبي يعلى، الأحكام السلطانية، ص: 284، في: مبارك آل سليمان، مرجع سابق، ص: 92.  
 \* حيث أخرج مسلم في صحيحه، عن أبي هريرة رضي الله عنه، أن رسول الله صلى الله عليه وسلم مر على صبرة طعام، فأدخل يده فيها، فنالت أصابعه بللاً، فقال: "ما هذا يا صاحب الطعام"، قال: أصابته السماء يا رسول الله، قال: "أفلا جعلته فوق الطعام كي يراه الناس، من غش فليس مني". رواه مسلم، صحيح مسلم بشرح النووي، رقم 2/292، 280.  
<sup>258</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 95.

قبل التعريف بمهنة الرقابة الشرعية المركزية المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية نستعرض أولاً مفهوم الرقابة الشرعية

فيما يلي:

### 1-1- مفهوم الرقابة الشرعية: لتحديد المقصود من الرقابة الشرعية ندرج التعاريف التالية:

- تعرف الرقابة الشرعية بأنها فحص واختبار مدى التزام المؤسسة بأحكام الشريعة الإسلامية في جميع أنشطتها، ويشمل ذلك فحص العقود والاتفاقيات والسياسات والمنتجات والمعاملات والقوائم المالية والتقارير، ووفقاً لهذا يحق لهيئة الرقابة الشرعية الاطلاع على كافة الأعمال والمستندات والدفاتر والسجلات والمعاملات التي أجرتها المؤسسة الإسلامية للتوصل إلى مدى اتساقها مع الأحكام الشرعية.<sup>259</sup>
  - عرفها الدكتور حسين شحاتة بأنها: "متابعة وفحص وتحليل كافة الأعمال والتصرفات والسلوكيات التي يقوم بها الأفراد والجماعات والمؤسسات والوحدات وغيرها للتأكد من أنها تتم وفقاً لأحكام وقواعد الشريعة الإسلامية، وذلك باستخدام الوسائل والأساليب الملائمة المشروعة، وبيان المخالفات والأخطاء وتصويبها فوراً، وتقديم التقارير إلى الجهات المعنية متضمنة الملاحظات والنصائح والإرشادات، وسبل التطوير إلى الأفضل".<sup>260</sup>
  - بأنه حق شرعي يخول الهيئة الشرعية سلطة معينة، تمارسها بنفسها، أو عن طريق أجهزتها المعاونة، بهدف تحقيق أهداف المؤسسة المالية، وفقاً لمبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية.<sup>261</sup> إذ يخول هذا الحق الهيئة الشرعية منع أو إلغاء أو تصحيح أية معاملة مالية تراها لا تنسجم مع مقاصد الشريعة الإسلامية الغراء.<sup>262</sup> وهذا يتطلب منها معاناة وتحليل ومتابعة المعاملات الجارية في بورصة الأوراق المالية الإسلامية كافة في أكثر من مرحلة، من بداية الفكرة ودراستها، إلى مرحلة التنفيذ والتطبيق، إلى مرحلة المراجعة والتدقيق.
  - تعرف "شركة الراجحي المصرفية للاستثمار" الرقابة على أنها التأكد من مدى مطابقة أعمال المؤسسة المالية الإسلامية لأحكام الشريعة الإسلامية، حسب الفتاوى الصادرة والقرارات المعتمدة من جهة الفتوى.<sup>263</sup>
  - من خلال التعاريف السابقة يمكن أن نعرف الرقابة الشرعية على أنها فحص مدى توافق الأعمال التي تقوم بها مؤسسة ما مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، والكشف عن المخالفات والأخطاء للعمل على تصويبها وفقاً لفتاوى وقرارات الهيئة المكلفة بها.
- ### 1-2- أنظمة الرقابة الشرعية: بقيت الرقابة الشرعية مجالاً للاجتهاد في التطبيق والتنظير قرابة عقدين من بداية تأسيس المصارف الإسلامية؛ وبعد ذلك تم إقرار معايير الضبط من هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية التي اشتملت على الرقابة الشرعية الداخلية، والرقابة الشرعية الخارجية، كما وجدت تطبيقات للرقابة الشرعية المركزية "العليا" من خلال هيئة الرقابة الشرعية للبنك المركزي في كل من السودان والبحرين، وأخيراً في سوريا.

<sup>259</sup> صاير الحسن، "دور الجهات الرقابية في الضبط الشرعي للضوابط والأدوات المالية الأخرى"، تجربة بنك السودان المركزي في إصدار وضبط الصكوك، موقع الدكتور سامر قطفجي:

[www.kantakji.com/media/4601/527.docx](http://www.kantakji.com/media/4601/527.docx)، ص: 4، تاريخ التحميل: 05/05/2014.

<sup>260</sup> حسين شحاتة، مجلة الاقتصاد الإسلامي، العدد 16، ص: 921، موقع مجلة الاقتصاد الإسلامي: [www.aliqtisadalislami.net](http://www.aliqtisadalislami.net).

<sup>261</sup> عبد الحميد البعلي، "الرقابة الشرعية الفعالة في المؤسسات المالية الإسلامية"، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العالمي للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، 1426هـ/2005م، ص: 35.

<sup>262</sup> إبراهيم العبيدي، "دراسة لهيئات الفتوى والرقابة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية واقعا وتقييماً"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 مايو-3 يونيو 2009، ص: 19.

<sup>263</sup> الموقع الإلكتروني لشركة الراجحي المصرفية، [www.alrajhibank.com.sa](http://www.alrajhibank.com.sa)، تاريخ الإطلاع: 2014/05/12.

وإذا كان من المقبول أن تسهم التطبيقات في تشكيل النظرية في بداية النشأة؛ فإن الواجب بعد صياغة النظرية أن تكون هذه النظرية حكماً على التطبيقات القائمة، ومقياساً لمدى تحقيقها لضوابط الشكل التنظيمي والإداري فضلاً عن استخدامها للآليات المهنية اللازمة.

ومن هذا المنطلق فإننا نقترح أن يشتمل الشكل التنظيمي والإداري للرقابة الشرعية في بورصة الأوراق المالية الإسلامية على ثلاثة أنواع من النظم الرقابية الشرعية هي:

– نظام الرقابة الشرعية الداخلية: والذي تتولى تنفيذه لجنة الرقابة الشرعية الداخلية، وهي جزء من الهيكل التنظيمي للبورصة.

– نظام الرقابة الشرعية الخارجية: وتختص به هيئة الرقابة الشرعية للبورصة، ولها وظيفتان هما الإجازة السابقة والمراجعة اللاحقة.

– نظام الرقابة الشرعية المركزية: وهو خاص بهيئة الرقابة الشرعية المركزية المقترحة للإشراف على بورصة الأوراق المالية الإسلامية، ووظيفتها المراجعة في الرقابة الشرعية لبورصة الأوراق المالية الإسلامية وللبنك المركزي بصفته السلطة الإشرافية على جميع المؤسسات المالية، والتي يعينها متانة وسلامة نظم الرقابة الداخلية في هذه المؤسسات حفاظاً على كفاءة التنفيذ وحسن إدارة الأموال "من الناحية الشرعية" والالتزام بالأنظمة والقوانين ذات الصلة بتعزيز الالتزام الشرعي في تلك المؤسسات مثل وضع الهيئة التنظيمي، من حيث عدد أعضائها ودورية اجتماعاتها وتوثيق أعمالها، واستقلاليتها.. إلخ.

ونشير هنا أن جميع نظم الرقابة الشرعية تستند إلى مرجعية شرعية موحدة، وتختلف في نطاق عمل المراجعة الشرعية من حيث العمق ودورية التنفيذ، كما تختلف في الجهة المستفيدة من التقرير النهائي. وعلى صعيد كل نظام يجب التفرقة بين شقين هما: المرجعية والمراجعة. ويقصد بالمرجعية في النظم الشرعية الثلاثة الرقابة السابقة؛ وهي القرارات الشرعية الصادرة عن هيئة الرقابة الشرعية المركزية المعتمدة للبورصة. أما المراجعة فيقصد به الرقابة اللاحقة والتي يقوم بها جهاز المراجعة الشرعية للتأكد من سلامة تطبيق المرجعية الشرعية "القرارات الشرعية" في البورصة أو القيام بعملية المراجعة.<sup>264</sup>

يمكن أن يتم تنفيذ المراجعة الشرعية المركزية من خلال فريق لدى هيئة الرقابة الشرعية "العليا" في البنك المركزي، ويتصور أن يتم تكليف مكتب خاص لتنفيذ المهمة وتقديم تقرير بذلك لهيئة الرقابة الشرعية العليا، وهذا من المعتاد على مستوى التفتيش المصرفي.

وخلاصة الأمر أن الصلة التعاقدية للفريق الذي يقوم بعملية المراجعة لا تؤثر بشكل جوهري، على نوع المراجعة الشرعية (داخلية، خارجية، مركزية) و الوضع التنظيمي والإداري للمراجعة الشرعية داخلية كانت أم خارجية أم مركزية؛ بيد أننا نتوقع للمراجعة الشرعية الخارجية أن تتطور منفصلة عن الفتوى، بعد اكتمال المعايير الشرعية "المرجعية"، وفي هذه الحال ننصّر المنظمات التنظيمية الآتية: حصول مؤسس المكتب على شهادة المراقب والمدقق الشرعي من أيوفي، تسجيله في سجل المدققين الشرعيين لدى أيوفي ووزارة التجارة في البلد نفسه، ولدى البنك المركزي، فضلاً عن كونه عضواً في جمعية المدققين الشرعيين التي يمكن أن

تنشأ في هذا الوضع المهني المستقبلي.

وبالرغم من التعاقد مع مكتب محترف فإن الرقابة تكون داخلية أو خارجية أو مركزية لأن الفيصل في تقسيمها إلى هذه الأنواع الثلاثة ليس هو الشكل التعاقدية للفريق الذي يقوم بتنفيذ عملية الرقابة وإنما الفيصل في ذلك التبعية التنظيمية من حيث التعيين والفصل والمكافأة والمساءلة والتقرير. وهذا محكوم بمدى توفر معياري التأهيل العلمي والإلتقان المهني لدى الفريق أو المكتب. وبصفة عامة لم يزل الجانب المهني لتنفيذ المراجعة الشرعية متواضعاً على مستوى المؤسسات أو المكاتب المحترفة، ونأمل أن تكون شهادة المراقب والمدقق الشرعي المعتمدة من هيئة معايير المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية خطوة داعمة للرقى بالجانب المهني للمراجعة الشرعية.

<sup>264</sup> عبد الباري مشعل، "سلامة تطبيق قرارات الهيئة الشرعية"، ورقة عمل مقدمة لندوة مستقبل العمل المصرفي الإسلامي، مجموعة تطوير العمل المصرفي الإسلامي، البنك الأهلي التجاري، جدة، 16-17 نوفمبر 2008، ص: 6 (بتصرف).

\* مادة الحصول على الشهادة تتكون من المعايير الشرعية، ومادة في الرقابة والتدقيق الشرعي.

### 1-3- تعريف هيئة الرقابة الشرعية المركزية: إن أغلب تعاريف هيئة الرقابة الشرعية التي وجدناها خاصة بتلك الهيئة التي تراقب

عمل المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية، والتي ندرج بعضها فيما يلي:

- تعرف هيئة الرقابة الشرعية على أنها: "جهاز مستقل من الفقهاء المتخصصين في فقه المعاملات -ويجوز أن يكون أحد الأعضاء من غير الفقهاء على أن يكون من المتخصصين في مجال المؤسسات المالية الإسلامية وله إلمام بفقه المعاملات- يعهد له توجيه نشاطات المؤسسة المالية الإسلامية ومراقبتها والإشراف عليها للتأكد من التزامها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وقراراتها ملزمة للمؤسسة".<sup>265</sup> والمقصود من الإشراف عليها ضبط التعامل فيها بما يحقق العدل بين المتعاملين، ويوصل إليهم حقوقهم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية الغراء.<sup>266</sup>

- وتعرف على أنها هيئة مستقلة من الفقهاء المختصين في فقه المعاملات (الفقه والقضاء المالي الإسلامي). أهدافها الأساسية إعطاء المصادقية لعمليات المصارف الإسلامية بتوثيق شرعيتها من وجهة نظر الشريعة. وليس لهيئة الرقابة الشرعية نظير حقيقي في التطبيقات التقليدية لكنها تكافئ سلطة المدققين الخارجيين.<sup>267</sup>

- كما تعرف على أنها جهاز مستقل من الفقهاء الشرعيين والاقتصاديين المتخصصين، يعهد إليهم توجيه نشاطات المؤسسات المالية الإسلامية، ومراقبتها والإشراف عليها، بالتأكد من التزامها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وتكون فتاؤها وقراراتها ملزمة للمؤسسة.<sup>268</sup>

إن التعاريف المذكورة أعلاه عرفت هيئة الرقابة الشرعية الخاصة بالمؤسسات والمصارف المالية الإسلامية، أما هيئة الرقابة الشرعية التي نريد التحدث عنها هنا تتفق مع هيئة الرقابة الشرعية للمصارف الإسلامية من حيث المبدأ ولكن تختلف معها في الوظائف التي يجب أن تقوم بها، والتي يمكن أن نعرفها بأنها تلك السلطة المستقلة المختصة بالإشراف والرقابة على السوق المالية الإسلامية عموماً، ومعاملات وأدوات بورصات الأوراق المالية الإسلامية خصوصاً، وهي التي توجه تعاملاتها نحو المصادقية الشرعية. وتستمد الهيئة الشرعية مشروعيتها أساساً من الشرع الذي يلزم العلماء والفقهاء ببيانه للناس فهذا ميثاق أخذه الله على أهل العلم، لقوله تعالى: "إن الذين يكتُمون ما أنزلنا من البينات والهدى من بعد ما بيناه للناس في الكتاب أولئك يلعنهم الله ويلعنهم اللاعنون".<sup>269</sup> وقوله تعالى: "وإذ أخذ الله ميثاق الذين أتوا الكتاب لنبيننه للناس ولا تكتمونه فنبذوه وراء ظهورهم واشتروا به ثمناً قليلاً فبئس ما يشترُونَ".<sup>270</sup> كما تستمد الهيئة الشرعية مشروعيتها من مباشرتها لاختصاصاتها: فإذا باشرت الهيئة اختصاصاتها أكدت مشروعيتها وسبب وجودها وإذا تقاعست أو قصرت فقدت مبرر وجودها.<sup>271</sup>

### 2- أهمية هيئة الرقابة الشرعية المركزية

إن الرقابة الشرعية كانت في صدر الدولة الإسلامية من أهم وظائف ومسؤوليات الحاكم، وكان يقوم بها أجهزة مختلفة، منها نظام الحسبة الذي كان يقوم على أساس مسؤولية المسلم عن إزالة المنكر وفعل المعروف، وكان لولي الحسبة أن يتدخل في أمور العقيدة والعبادات وما يتعلق بالطرق والحرف والصناعات والمعاملات، ومن الأمثلة على سعة مراقبة المحتسب في المعاملات، العقود

<sup>265</sup> علي القرة داغي، بحث في فقه البنوك الإسلامية، ص: 527. من موقعه: [www.qaradaghi.com](http://www.qaradaghi.com)، تاريخ التحميل: 2012/03/12.

<sup>266</sup> مبارك آل سليمان، مرجع سابق، ص: 97.

<sup>267</sup> سامر قنطقجي، مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية، 2006، [www.kantakji.org](http://www.kantakji.org)، تاريخ التحميل: 2012/03/12.

<sup>268</sup> أحمد محي الدين أحمد، "حدود الهيئات الشرعية وإدارات المؤسسات المالية الإسلامية في التأكد من الالتزام بالأحكام الشرعية"، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر الثاني للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية المنعقد، 29-30 أكتوبر 2003، البحرين، ص: 5.

<sup>269</sup> سورة البقرة، الآية: 159.

<sup>270</sup> سورة آل عمران، الآية: 187.

<sup>271</sup> عبد الحميد البلي، "استقلالية الهيئة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية"، بحث اللجنة الاستشارية العليا لاستكمال تطبيق الشريعة، الديوان الأميري، الكويت، 2002، ص: 27-28.

المحرمة، والقمار، وغش المبيعات، وتدليس الأثمان، والبيع الفاسدة التي منعتها الشريعة الإسلامية ولو رضي بها المتعاقدان، فإذا كان النهي الشرعي عنها محل اتفاق بين الفقهاء وجب والى الحسبة المنع منها والزجر عليها.<sup>272</sup>

ولذلك تعتبر هيئات الرقابة الشرعية أهم جهاز مستحدث في بناء الهيكل التنظيمي للمؤسسات المالية الإسلامية، وسيكون لها دور أهم في الإشراف على بورصة الأوراق المالية الإسلامية، فعليه يدور جوهر نشاطها وأعمالها، ومن ثم فهو أعظم إنجاز حققه الفكر الشرعي في القرنين العشرين والواحد والعشرين.

إن فتاوى الهيئات المختلفة أحياناً ما تكون على درجة من التباين، كما أن أعضاء هذه الهيئات يواجهون شبهة تضارب المصالح في بعض الأحيان. وبإنشاء هيئة شرعية مركزية يمكن تقليل درجة الارتباك بشأن معايير التمويل الإسلامي، مما سيساعد على جذب الأعمال. وباستثناء السودان وماليزيا يطبق عدد قليل من الدول مفهوم الهيئة الشرعية المركزية الموحدة. وقد يساعد وجود منتجات معتمدة من هيئة موحدة في تحقيق الاتساق بين صيغ المنتجات ويسهل إدراجها بالبورصة ويزيد من إقبال المستثمرين. فإن الهيئة الشرعية الموحدة تقلل الخلافات بين الصيغ المختلفة وتعزز الثقة في سوق البورصة.

إن الهيئة الشرعية المركزية المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية اسمها مشتق من طبيعة عملها، فهي تضيف إلى الفكر الإداري والتنظيمي الوضعي منظومة شرعية جديدة تثريه وتؤثر فيه إيجابياً، وتحقق المقصد الضروري العام في التشريع وهو مقصد "حفظ المال" بتكثيره ومنع الفساد فيه. وإن جوهر الدور الذي تقوم به هذه الهيئة هو الإفتاء\* والرقابة الشرعية بما يستلزمه من أعمال وإجراءات. وإن الفتوى في خصوصية عمل بورصة الأوراق المالية الإسلامية تتوافر لها الأسباب الشرعية التي تجعلها ملزمة للبورصة باختيارها لذلك ابتداءً. ومن أجل حفظ المال الذي هو أحد مقاصد الشريعة الإسلامية، تبرز الحاجة إلى تفعيل دور الهيئات التي تعمل على مراقبة المعاملات والصفقات التي تتم في بورصات الأوراق المالية التي تصرح بأنها تلتزم أحكام الشريعة الإسلامية وأسسها في معاملاتها.

تتجلى أهمية الرقابة الشرعية في تعزيز الثقة لدى المساهمين وجمهور المتعاملين بالجودة الشرعية لبورصة الأوراق المالية الإسلامية، ومدى مطابقتها أعمالها لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، مما يؤكد التزام إدارة البورصة بما تضمنه نظامها الأساسي من اشتراط موافقة جميع أعمالها لأحكام الشريعة الإسلامية.

إن وجود رقابة شرعية تشرف على بورصة الأوراق المالية الإسلامية يعطيها الصبغة الشرعية، كما يوجد ارتياحاً لدى جمهور المتعاملين مع تلك البورصة.<sup>273</sup> وعليه فإن وجود هيئة رقابة شرعية تشرف على بورصة الأوراق المالية الإسلامية من شأنه أن يطمئن المتعاملين فيها والذين اختاروا التعامل فيها على أساس التزامها بتطبيق قواعد الشريعة الإسلامية. ومن خلال تجربة البنوك الإسلامية، أثبتت العديد من الدراسات أن ما بين 86% إلى 96% من المتعاملين مع البنوك الإسلامية يتعاملون معها لكونها إسلامية.<sup>274</sup> إن تطبيق الأسس والأدوات الحديثة في التدقيق والمراقبة الشرعية يحقق التأثير الإيجابي والفعال باتجاه تقويم وتطوير الجوانب الإجرائية فيما ينبغي أن يكون عليه عمل هيئة الرقابة الشرعية المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية بقسميها الإفتائي والرقابي، ذلك أن طبيعة عمليات التدقيق الشرعي بصورته المهنية الجادة يتطلب من الهيئة الشرعية توفير العديد من المتطلبات الفنية والتنظيمية والإجرائية ذات الصلة بتنظيم أعمال هيئات الفتوى والرقابة الشرعية، وضبط جودة أدائها الشرعي بغية الوصول بها إلى تحقيق الهدف الاستراتيجي من وجودها والمتمثل في حفظ التعاملات في البورصة من المخالفات الشرعية.

<sup>272</sup> عبد الحق حميش، "تفعيل دور هيئات الفتوى والرقابة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية"، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والإنسانية، مج 4، ع 1، شباط 2007، ص: 103.

\* الإفتاء هي وظيفة تبين الحكم الشرعي للسائل عنه والإخبار دون إلزام، خلافاً للقضاء الذي هو تبين الحكم الشرعي والإلزام به.  
<sup>273</sup> يوسف القرضاوي، "تفعيل آليات الرقابة"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، العدد (238)، ص: 15، مرجع سابق، (بتصرف).

<sup>274</sup> إبراهيم العبيدي، مرجع سابق، 2009، ص: 20.

## المطلب الثاني: مهام هيئة الرقابة الشرعية المركزية

إن هناك العديد من التحديات التي تواجه عمل بورصة الأوراق المالية الإسلامية، وعليه يجب وضع أنظمة للرقابة الشرعية على الأسواق المالية الإسلامية من خلال وضع أنظمة وأسس وإجراءات تضمن السلامة المهنية للتدقيق والرقابة الشرعية، ولن يتأتى ذلك إلا في ظل وجود هيئة شرعية مركزية متمكنة في الفتوى والرقابة، خاصة وأن العصر الذي نعيش فيه يحدث العديد من التطورات والابتكارات المالية، وفي كل يوم تظهر صيغ جديدة في المعاملات المالية مما يتطلب وجود هيئة من العلماء عندها الإحاطة بقواعد المعاملات الإسلامية، والقدرة على الإجابة عن تلك القضايا والمعاملات المالية المعقدة. وعليه فإن إنشاء هيئة رقابة شرعية مركزية تشرف على بورصة الأوراق المالية الإسلامية وباقي مؤسسات السوق المالية ينطلق من أصل إثبات الجدارة وتمكين الثقة لدى المتعاملين مع هذه البورصة. من هنا أنيط بهذه الهيئة القيام بدور عملي فعال في تأكيد الثقة في البورصات الإسلامية، وذلك من خلال ما تتولاه من مراجعة وتفطيش لعمليات التداول التي تتم في البورصات، تحقيقاً من مطابقتها لتعاليم الشريعة وعدم مخالفتها لها.

إن وظيفة هيئة الرقابة الشرعية المركزية لا تقتصر على الفتوى والفصل في أعمال بورصة الأوراق المالية الإسلامية، بل تتعداها إلى صياغة العقود الجديدة صياغة شرعية محكمة وتنقية العقود القائمة من الشوائب المخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية، ووضع الضوابط اللازمة لسير عمل البورصة وفق توجيهات الشريعة وأحكامها. وعليه فإن مهام الرقابة الشرعية ستتوزع بين رقابة داخلية متعلقة بمدى التزام إدارة البورصة بأحكام الشريعة الإسلامية في إدارتها لمؤسسة البورصة، ورقابة خارجية متعلقة بسوق الأوراق المالية الإسلامية ومدى توافق الأدوات المالية المصدرة والمتداولة فيها والتعاملات عليها مع الضوابط والمعايير الشرعية الخاصة بها.

إن مهام هيئة الرقابة الشرعية المركزية لا تقتصر في الإشراف الشرعي على بورصة الأوراق المالية الإسلامية فقط، بل نقتصر أن يكون إشرافها على جميع المؤسسات المالية التي تعمل وفق أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية كالمصارف الإسلامية، مؤسسات التأمين التكافلي، وحتى البنك المركزي للدولة المنشأة فيها. إلا أننا هنا نركز على المهام المتعلقة بالإشراف والرقابة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية، والتي نقتصر أن تتمثل فيما يلي:

- المشاركة في وضع نظم بورصة الأوراق المالية الإسلامية: ويشتمل ذلك على المشاركة في وضع التعليمات واللوائح، ونماذج العقود الشرعية للمعاملات، ومراجعتها وتصحيحها وإقرارها.
- أن تقوم هيئة الرقابة الشرعية المركزية بالمساعدة في وضع أو تطوير الأحكام الشرعية التي تؤدي إلى ضمان الاستثمار وتوزيع الثروة.
- بيان الأخطاء والمخالفات الشرعية: أي أن تقوم ببيان الأحكام، والنظر في العقود والآليات، بل وصياغتها، أو تعديلها، وبيان الشروط والضوابط المطلوبة شرعاً في العقود والتصرفات.
- مراقبة سوق البورصة: ويراد بها الإشراف على ما يصدر فيها من أوراق مالية، وما يجري فيها من معاملات على تلك الأوراق، من حيث اتفاقها مع أحكام الشريعة، والتزام المتعاملين فيها بما تصدره الجهات المختصة من إجراءات تنظيمية تكفل الحقوق واستقرار الأسعار.
- النظر في سلامة الأدوات المالية التي يتم إصدارها في البورصة من المحاذير الشرعية كالربا، أكل المال بالباطل، وغيرها مما سيتم تفصيله لاحقاً.
- مراقبة تداول الأدوات المالية: ويراد بذلك مراقبة المعاملات التي تتم في بورصة الأوراق المالية الإسلامية، أو خارج البورصة، من حيث مشروعيتها تلك المعاملات، وخلوها من الربا، والقمار، والجهالة، والغرر، وبيع الدين بالدين، وغير ذلك من المحاذير الشرعية، التي سيتم تناولها في الفصول اللاحقة. ومن ذلك أن تراقب الهيئة الشرعية المركزية التداولات طوال العام حتى تلاحظ الاتجاهات العامة: هل هناك اتجاهات احتكارية أو غيرها من المخالفات الشرعية، ثم تكتب تقارير لإدارة

البورصة حتى تمنعها في العام الذي يليه.

- وضع اللوائح والنظم والسياسات المنظمة لمهنة المراجعة والتدقيق الشرعي الداخلي والخارجي.
- إجراء البحوث والدراسات التي من شأنها المساهمة في تطوير مكونات السوق المالية الإسلامية.
- وضع نماذج العقود والأدوات المالية المعتمدة من الهيئة للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.
- توعية العاملين والمتعاملين مع البورصة الإسلامية، فالعاملون بالبورصة الإسلامية لهم وضع حساس في المجتمع، فيجب أن يكونوا قدوة عملية، تبعث بالثقة في التعامل مع البورصة؛ ولذا يجب توعيتهم وتثقيفهم ثقافة تؤهلهم للقيام بواجباتهم. كما أن كثيراً من المتعاملين مع البورصة لديهم استفسارات وشبهات يحتاجون إلى من يجليها ويبين حكمها الشرعي.
- الرد على الأسئلة والاستفسارات الفقهية: وهي الأسئلة التي ترد إلى الهيئة الشرعية المركزية من كل من لهم صلات أو اهتمام بأعمال البورصة الإسلامية، سواء من العاملين بالبورصة، أو المتعاملين معها، وكذلك الأسئلة التي ترد من المساهمين. كما يستحسن إصدار مطبوعات خاصة بالفتاوى الصادرة من هيئة الرقابة الشرعية المركزية تشمل الأسئلة الواردة إليها من مختلف الفئات وإجاباتها.
- القيام بوظيفة الفتوى: إلا أننا نرى نتصور تلاشي الحاجة إلى وظيفة الفتوى أو انكماشها إلى حدود ضيقة في حال تم إصدار معايير شرعية موحدة معتمدة، لأنه في هذه الحالة ستكون الفتوى منحصرة في غير ما هو معتمد من هذه المعايير. بيد أننا سنبقى بحاجة إلى الجمع بين وظيفة الفتوى والرقابة ولو جزئياً إلى حين استكمال المعايير الشرعية والزام العمل بها من قبل السلطة الإشرافية.
- ولذلك نقترح أن لا يكون دور الهيئة مقصوراً فقط في مجال بورصة الأوراق المالية الإسلامية، بل يشمل كل جهة تتعامل معها وبالأوراق المالية الإسلامية، وأي جهة تدعي أنها تطبق أحكام الشريعة في تعاملاتها المالية، فإذا ظهر أنها انحرفت في تطبيقها عن ضوابطها الشرعية يمكن أن تحاسبها هيئة الرقابة الشرعية المركزية، وبذلك تكون هذه الهيئة مشرفة على السوق المالية الإسلامية ككل. أي أن تكون لها اختصاصات واسعة فهي هيئة مركزية للرقابة الشرعية لكل من:
  - البنك المركزي.
  - المصارف العاملة في الدولة.
  - المؤسسات المالية.
  - بورصة الأوراق المالية.
  - ويمكن أن تكون كذلك مستشارا لوزير المالية.<sup>275</sup>

### المطلب الثالث: الشروط المتعلقة بهيئة الرقابة الشرعية

يجب أن تتواجد هيئة الرقابة الشرعية المركزية منذ مرحلة التخطيط والإعداد لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية (ولو بشكلها غير الرسمي)، لتتم جميع مراحل الإنشاء وفق أسس ومبادئ مشروعة. فهي تعد أحد الدعائم الأساسية للسوق المالية الإسلامية عموماً ولبورصة الأوراق المالية الإسلامية خصوصاً، كما تمثل دوراً مهماً للغاية في ضبط ممارسات البورصة والمؤسسات المالية من الوجهة الشرعية. بالإضافة إلى كونها أداة رقابية على جميع الأطراف المتدخلة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية، لتحقيق حسن سير عملياتها وفقاً للقواعد الشرعية.

<sup>275</sup> بنك السودان المركزي، توثيق تجربة السودان في مجال المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، مخطط هيئات الرقابة الشرعية: نشأة وتطور وتقييم هيئات الرقابة الشرعية في الجهاز المصرفي السوداني، الطبعة الأولى، 2006، ص: 56.

ومن خلال هذا المطلب سيتم التفرقة بين الشروط المتعلقة بعضو هيئة الرقابة الشرعية المركزية المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية، وبين الشروط الواجب توافرها في هيئة الرقابة الشرعية المركزية بصفتها جهاز رقابي، مع تصنيف هذه الشروط إلى شروط مهنية وفنية.

## 1- الشروط الواجب توافرها في عضو هيئة الرقابة الشرعية

يشترط فيمن يختار لعضوية الهيئة الشرعية مواصفات شرعية خاصة تفرضها في الأساس طبيعة عمل الهيئة على النحو السابق تحديده وهذه المواصفات تعتبر من أهم ضمانات تحقيق استقلالية الهيئة الشرعية. وهذه المواصفات الخاصة مصدرها الشرع فيمن يتصدى للفتيا وإبداء الرأي الشرعي فضلا عن الرقابة الشرعية هذا بالإضافة إلى "المواصفات المهنية" التي تتطلبها طبيعة عمل المؤسسات المالية الإسلامية وهذه المواصفات المهنية تتعلق بضرورة التعمق في مهنية ممارسة هذه المؤسسات المصرفية والتجارية والاستثمارية إن لم يكن التخصص الفقهي الدقيق في هذه الشؤون. وهذه المواصفات الشرعية المهنية يجب النص عليها في النظم والقوانين السارية.<sup>276</sup>

واعتبارا من أن هيئة الرقابة الشرعية المركزية كيان إداري يخضع لضوابط وشروط سيتم ذكرها لاحقا، فعلى كل عضو من الأعضاء المكونة لهذه الهيئة أن يخضع هو كذلك لمجموعة من الشروط والضوابط تجعله يؤدي دوره بكفاءة في هذه الهيئة، وبذلك تكتسب هذه الهيئة المصدقية التي تكسبها ثقة المتعاملين مع البورصة الإسلامية. وعليه هناك صفات خلقية وعلمية عديدة يجب أن تتوفر فيمن يتبنى الرقابة الشرعية، والتي يمكن تحديد أهمها في النقاط التالية:

- أن يكون ذا علم وخبرة، والمقصود هنا العلم الشرعي وخاصة علم الفقه الإسلامي ومن أهل الفتوى طبقا للأصول الشرعية، كما أن احاطته بعلم المقاصد وأصول الفقه من أهم الصفات التي تكسبه ملكة الفهم والاستنباط.<sup>277</sup>
- أن يكون صاحب خلق ودين ويجب استبعاد أصحاب السوابق والكبائر.
- أن يمتلك خبرة قانونية ومالية.
- أن يمتلك خبرة شرعية وخبرة بالأسواق المالية.
- أن يكون معروفا بالأمانة العلمية والثقة، وأن يكون حسن السيرة والسمعة، وأن يتصف بالذكاء والمهارة في استخراج الأحكام والبت في المسائل المستجدة.<sup>278</sup>
- أن يكون على إلمام بالمعايير الصادرة عن الهيئات الدولية في مجال البورصات والأسواق المالية وعلى رأسها المعايير الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

## 2- الشروط الواجب توافرها في هيكل هيئة الرقابة الشرعية المركزية كجهاز

تتعدد الشروط الواجب توافرها في هيئة الرقابة الشرعية المركزية نظرا لتوسع دائرة أعمالها وإشرافها على جميع المؤسسات المالية فضلا على بورصة الأوراق المالية الإسلامية، إلا أننا سنركز هنا على تلك المتعلقة بالإشراف على بورصة الأوراق المالية الإسلامية، ويمكن تقسيم هذه الشروط إلى شروط مهنية وفنية كالتالي:

<sup>276</sup> عبد الحميد البعلي، مرجع سابق، 2002، ص: 26.

<sup>277</sup> محمد الأمين ولد عالي، مرجع سابق، ص: 357.

<sup>278</sup> عبد الستار أبو غدة، "المعاملات الشرعية في البنوك الإسلامية"، موقع الجزيرة نت: [www.aljazeera.net](http://www.aljazeera.net)، تاريخ الاطلاع: 2008/11/17.

**2-1- الشروط المهنية المتعلقة بهيئة الرقابة الشرعية المركزية:** لكي تؤدي هيئة الرقابة الشرعية المركزية المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية مهامها على أكمل وجه وتحقق الأهداف المرجوة منها، يجب أن تلتزم بشروط مهنية تنظم عملها نذكر أهمها فيما يلي:

**2-1-1- شرط استقلالية الهيئة:** إن مفهوم استقلال أعضاء الهيئة الشرعية لا شك أنه مفهوم معنوي في المقام الأول ينبع من إدراك أعضاء الهيئة الشرعية للمسئوليات الجسيمة الملقاة على عاتقهم باعتبارهم موقعين عن رب العالمين، وأنهم مسئولون أمام الله سبحانه وتعالى عما يقولون وعما يفوتون به، وأنهم محاسبون عن كل من عمل بفتاواهم أن كان خيراً فخير، وإن كان شراً فشر. فهذه الاعتبارات هي الضمانة الأولى لتوطين أعضاء الهيئة الشرعية لأنفسهم، والاستقلال فيما يقولون، خاصة وأنهم من صفوة المجتمع ديناً وخلقاً وسلوكاً. وإن كان ما تقدم هو الأصل إلا أن مفهوم "الاستقلال" في العصر الحاضر لم يترك مبناه على الصفات الشخصية للفرد، وإنما صيغت له أسس ومقومات أصبحت هي العناصر الأساسية التي تعطي الانطباع لدى المؤسسة ولدى الرأي العام بمدى تمتع الفرد بالاستقلال في قراره من عدمه.<sup>279</sup> وعليه يجب أن تكون الهيئة مستقلة عن إدارة البورصة، وجمعيتها العمومية، من حيث التعيين والفصل والمساءلة والمكافأة والتقرير. ويشترط لتحقيق استقلالية هيئة الرقابة الشرعية المركزية العناصر الأساسية الآتية:

- أن تتمتع هيئة الرقابة الشرعية المركزية بسلطة أعلى من سلطة من تشرف عليها من مؤسسات، وفي حالتنا هنا أن تكون أعلى من سلطة بورصة الأوراق المالية الإسلامية. ومن مقتضيات استقلال الهيئة الشرعية المركزية النص في اللوائح المنظمة لعمل الهيئة صراحة على منح الصلاحية للهيئة في رفع تقاريرها وما تبديه من ملاحظات مباشرة إلى الهيئة الحكومية أو الوزارة المعنية (قد تكون وزارة المالية أو وزارة الشؤون الدينية حسب التنظيم الذي تمنحه لها الدولة المنشأة فيها)، وإبلاغها بأية ملاحظات تتعلق بالالتزام المؤسسة وجهازها التنفيذي بالضوابط الشرعية.

- الفصل بين الوظائف المتعارضة مثل:

- الجمع بين وظيفة الفتوى، ووظيفة التدقيق الداخلي.
- الجمع بين وظيفة الفتوى ووظيفة العمل التنفيذي.
- الجمع بين وظيفة التدقيق الخارجي ووظيفة التدقيق الداخلي.
- الجمع بين وظيفة التدقيق الخارجي ووظيفة العمل التنفيذي.

إن الجمع بين وظيفتين مما سبق يضعف استقلال المراجعة الشرعية، كما يضعف الرقابة الشرعية كنظام، كما أنه يخفض من مستوى ضمان سلامة تطبيق قرارات هيئة الرقابة الشرعية.<sup>280</sup>

- شرط مساهمة أعضاء الهيئة في الشركات المدرجة في البورصة أو في المؤسسات المالية: لا شك أن المساهمة بنسبة معينة تؤثر على الرأي وتوجهه أمر وارد عملاً وإن كان غير لازم شرعاً:

- وارد عملاً بحكم الوضع القانوني الذي ينظم عملية التصويت وربطها بعدد الأسهم التي يملكها صاحبها.

- وغير لازم شرعاً أي ذلك الربط بين نسبة المساهمة وتوجه الرأي لسببين هما:

- الشروط والمواصفات التي يتعين مراعاتها في اختيار عضو الهيئة الشرعية وقد سبق التأكيد على أنها أحد العوامل

المهمة في تحقيق استقلالية الهيئة الشرعية وضمان موضوعيتها وحيادها.

- عدد أعضاء الهيئة وأن لا يقل عن خمسة يضمن أغلبية التصويت الصحيح على القرار الصحيح.

<sup>279</sup> موسى آدم عيسى، "تعارض المصالح في أعمال هيئات الرقابة الشرعية، ورقة بحثية مقدمة إلى مؤتمر الهيئات الشرعية الثامن، البحرين، 18-19/05/2009، ص: 16.

<sup>280</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 21.

هذا الذي سبق إذا كان أحد الأعضاء فقط مساهم بنسبة مؤثرة على القرار أما إذا كان هناك أكثر من عضو من أعضاء الهيئة بما يشكل أغلبية عددية بين أعضاء الهيئة الشرعية فهنا تبدو وجاهة وأهمية شرط المساهمة في الشركة المدرجة أو المؤسسة المالية المعنية بنسبة معينة إذ الاحتياط النظامي في عمل الهيئة وضرورة إبعادها عن الشبهات يقتضيان وضع نسبة للمساهمة نقول أنها النسبة فقط التي تكون مؤثرة في اتخاذ القرارات فإذا تحقق ذلك تعين هذا الشرط.<sup>281</sup>

● شرط عدم دخول الأعضاء في مشاريع استثمارية مع الشركات المدرجة في البورصة: إن أعضاء الهيئة الشرعية بحكم طبيعة عملهم لهم حق الاطلاع على كثير من المعلومات الداخلية للشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية مما هو غير متاح لعامة الناس، وقد تكون هناك فرص استثمار مغرية يطلع عليها عضو الهيئة ويمكن أن يحقق منها منافع مادية قبل سواه، وهذا الأمر أيضا يندرج تحت مبدأ تعارض المصالح، وهو ما يسميه الغريون بالتجارة الداخلية. وفي العادة تمنع نظم تعارض المصالح من له حق الاطلاع على مثل هذه المعلومات من حق الاستفادة منها. ونرى أنه من الضروري أن يتضمن معيار تضارب المصالح بياناً لتلك المعلومات التي لا يجوز لعضو الهيئة الاستفادة منها. وأن يعلن ذلك بكل شفافية حتى يمكن توطيد الثقة في أعضاء هيئة الرقابة الشرعية المركزية وفي الشركات المدرجة لأسهمها أو صكوكها في البورصة. ويندرج تحت هذا الأمر أيضاً مدى جواز دخول أعضاء الهيئات الشرعية في مشاريع استثمارية مع المؤسسات التي يفتون لها، وهذا وإن كان جائزاً في الأصل إلا أنه أيضاً مظنة التهمة، وينبغي أن يكون له نظام يوطئه ويبين أبعاده. قال أحد الباحثين: إن على أعضاء الهيئات الشرعية ضرورة الحرص "على وجود مسافة كافية بينهم وبين المؤسسة التي يشيرون عليها أو يراقبونها، وأن يتنزها عما في يد تلك المنشأة من الأموال والثروات وأن يكون كل واحد منهم قليل الحاجة إليها وإلى العاملين فيها وأن يتحاشى استخدام مكانته المرموقة في تحقيق منافع لنفسه أو لغيره حتى لو بدا أن تلك المنافع إنما هي من باب المساعدة وعون المسلم لأخيه".<sup>282</sup>

**2-1-2- شرط إلزامية المرجعية الشرعية:** يقصد بالإلزامية المرجعية الشرعية؛ أن يتمتع القرار الشرعي بقوة ملزمة قانوناً بمجرد صدوره عن هيئة الرقابة الشرعية المركزية، وأن يكتسب صفة الإلزام من مصدره، وليس من قبول إدارة المؤسسة لهذا الإلزام. وهنا تجب الإشارة إلى الترابط الوثيق بين مفهوم استقلال الهيئة "تبعيتها للجمعية العمومية" واكتساب ما يصدر عنها للقوة القانونية الملزمة. وفي حال عدم استقلال أي التبعية للإدارة في أي مستوى داخل الهيكل التنظيمي تضعف صفة الإلزام للقرارات الشرعية الصادرة عن الهيئة ويكون عمل إدارة المؤسسة بهذه القرارات من قبيل إلزام المؤسسة نفسها وليس بأثر القوة الملزمة للقرار نفسه. وفي حال ضعف القوة الملزمة لا يتولد الحافز لدى إدارة المؤسسة بالدرجة الكافية لاستكمال جميع العناصر الضامنة لسلامة تطبيق القرار الشرعي في معاملات المؤسسة.<sup>283</sup>

كما يجب أن تكون الفتوى الشرعية التي تصدرها الهيئة في أي نزاع يتعلق بالنشاط المصرفي ملزمة للبنك المركزي والمصارف والمؤسسات المالية وواجبة التنفيذ ما لم يطعن فيها الغير أمام القضاء. وأن تكون الفتوى التي تصدرها الهيئة في أي نزاع في المسائل الفقهية ملزمة للبنك المركزي والمصارف والمؤسسات المالية.

**2-1-3- شرط كفاية المرجعية الشرعية:** أن تصدر الهيئة قرارات ذات كفاية مرجعية شرعية، ويقصد بالكفاية المرجعية الشرعية أن تتمتع القرارات الشرعية بالشمول الأفقي والشمول الرأسي لمعاملات البورصة، ويعني الشمول الأفقي تغطية القرار الشرعي لجميع المعاملات المطبقة في البورصة، ويعني الشمول الرأسي تغطية القرارات الشرعية لجميع جنوب المعاملة الواحدة. ولاشك أن تحقق الكفاية بهذا المعنى يساهم في تفعيل سلامة تطبيق قرارات الهيئة الشرعية المركزية الذي يعد هدف الرقابة الشرعية كنظام.<sup>284</sup> كما يجب على هيئة الرقابة الشرعية أن تتأكد من كفاية مختلف نواحي الالتزام بما في ذلك أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، يمكن للهيئة في

<sup>281</sup> عبد الحميد البعلبي، مرجع سابق، 2002، ص: 29-30 (بتصرف).

<sup>282</sup> محمد علي القرني، "استقلالية أعضاء الهيئات الشرعية"، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر الثاني للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية 29-30/10/2002، ص: 14.

<sup>283</sup> عبد البارى مشعل، "سلامة تطبيق قرارات الهيئة الشرعية"، مرجع سابق، ص: 13.

<sup>284</sup> نفس المرجع أعلاه.

ذلك الاستئناس بالمعايير الإشرافية والرقابية الصادرة من كل مجلس الخدمات المالية الإسلامية وهيئة معايير المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مع ضرورة إيجاد سياسات وإجراءات للتأكد من هذا الالتزام.

**2-1-4- شرط كفاءة المرجعية الشرعية:** يجب أن تتصف القرارات الشرعية للهيئة بالكفاءة المرجعية الشرعية، ونقصد بكفاءة المرجعية الشرعية أن تكون القرارات الشرعية بصيغة يمكن الاستناد إليها عملياً في تطبيق المعاملات في البورصة.<sup>285</sup> ومن خلال استقراء قرارات الهيئة الشرعية في عدد المؤسسات المالية الإسلامية؛ نجد أن القرار الشرعي هو حكم شرعي بالجواز أو بالمنع، ويتضمن في بعض التطبيقات توسعاً في ذكر الضوابط الشرعية للمعاملة، وفي بعض التطبيقات يتضمن القرار وصفاً تفصيلياً لخطوات تنفيذ المعاملة كما في مصرفي الراجحي، والبلاد، وبيتك التمويل الكويتي والمعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. وفي جميع هذه الصور تعد وثيقة القرار الشرعي شرطاً ضرورياً ولازماً لتنفيذ المعاملات في المؤسسة، لأنه لا يعلم الحكم الشرعي بدواً، لكنها ليست كافية، ويتطلب التنفيذ أمران:

- تحويل القرار الشرعي إلى صيغة تنفيذية قابلة للاستناد إليها في تنفيذ المعاملة الصادر بشأنها؛ أي أن يتحول الحكم الشرعي إلى خطوات عمل مالية وإدارية وائتمانية وآلية وقانونية؛ فمما لا شك فيه أن تنفيذ كثير من القرارات الشرعية يتطلب إنشاء حسابات وقيود محاسبية، واستحداث صلاحيات تنظيمية، والنص على شروط ائتمانية في مرحلة الدراسة والموافقة، وهيكل إدارية، وكادراً بشرياً إضافياً. فاشتراط المعاينة مثلاً يتطلب تغييراً في الهيكل وموظفاً وتكلفة إضافية... إلخ، وطلب إيداع حصة البنك وشريكه في حساب للمشاركة يتطلب إنشاء حساب أولاً للمشاركة وتحديد الحسابات التي تغذيه ومن ثم تصميم القيود المحاسبية اللازمة.. إلخ، وإجازة الحياة في مستودع المورد يتطلب تنظيم هذا الأمر مع المورد من خلال اتفاقية خاصة واستحداث المعاينة بصفة دورية.. إلخ
- أن تندمج هذه الصيغة التنفيذية مع المتطلبات الأخرى الحاكمة للتنفيذ في وثيقة واحدة تجمع وبشكل عملي جميع المتطلبات التي تتعلق بالمعاملة من الناحية المصرفية "الائتمانية" والمحاسبية، والإدارية، والقانونية في وثيقة واحدة. وهذه الوثيقة هي دليل إجراءات العمليات في المؤسسة.

وفي هذه الحال يمكن أن نتحدث عن كفاءة المرجعية الشرعية كعنصر لضمان سلامة تطبيق قرارات الهيئة الشرعية. أما في حال عدم وجود الصيغة التنفيذية للقرار الشرعي، فسيكون لدى الإدارة التنفيذية وثيقتان تعبران عن مرجعية العمل: الأولى وثيقة القرار الشرعي كما صدر من الهيئة، والثانية وثيقة دليل الإجراءات التي تحوي كل المتطلبات عدا الشرعية، وهنا يكمن الخلل، ويحدث ارتباك للإدارة التنفيذية، لأنها من الممكن أن تطالب بتنفيذ بعض الإجراءات الشرعية بموجب القرار في الوقت الذي لا توجد إمكانية لتنفيذها على مستوى المؤسسة بسبب غياب الكادر أو غياب الصلاحية أو غياب القيد المحاسبي أو الحساب، وبالتالي يصبح توقع حدوث المخالفة الشرعية شبه مؤكد بسبب عدم كفاءة المرجعية.

**2-1-5- شرط العمل على الابتكار في الهندسة المالية الإسلامية:** وذلك للعمل على إيجاد البدائل الشرعية للمعاملات التي يتم الاعتراض عليها، وعدم الاكتفاء بمجرد الإفتاء بعدم صحتها (حالة المشتقات في بورصة الأوراق المالية)، بل إن تطوير الأدوات المالية واقتراح الحلول والبدائل هو من صميم عمل هيئة الرقابة الشرعية المركزية، وهو ما يثري السوق المالية الإسلامية ويساهم مساهمة فعالة في تقدمها وتميزها. ومما يحقق ذلك أن يتحلى أعضاء هيئة الرقابة الشرعية المركزية بروح المبادرة، والحرص المستمر على التقدم والتميز، إيماناً من أعضاء الهيئة بالرسالة التي تضطلع بها المؤسسات المالية الإسلامية في بناء اقتصاد الأمة وتحليله من شوائب الربا.

**2-1-6- شرط نزول أعضاء هيئة الرقابة الشرعية المركزية إلى الميدان:** وذلك بعدم الاكتفاء بإصدار الفتاوى والقرارات من وراء المكاتب، والقيام بجولات تفتيشية رقابية على المعاملات المالية في بورصة الأوراق المالية الإسلامية أو المؤسسات المالية المشرفة

<sup>285</sup> عبد الباري مشعل، "سلامة تطبيق قرارات الهيئة الشرعية"، مرجع سابق، ص: 21

عليها، والقيام باللقاءات مع الموظفين والمستثمرين ومختلف الأطراف ذوي العلاقة، مما يساعدهم في رسم السياسات اللازمة للفتوى، والتأكد من أن الفتاوى التي يصدرونها تجد طريقها إلى التطبيق.

**2-1-7- شرط ممارسة عملها بمهنية كافية:** على المراجعة الشرعية المركزية أن تمارس عملها بمهنية كافية ومن أبرز معالم هذه المهنة ما يأتي:

- يجب أن تتخذ الهيئة قراراتها بالإجماع أو الأغلبية شريطة أن تكون هذه القرارات مكتوبة ويوقع عليها جميع أعضاء الهيئة، وفي حالة أخذ القرارات بالأغلبية لا بد أن يسجل الرأي المخالف في هامش محضر الاجتماع الذي اتخذ فيه القرار. حيث يقوم كل عضو من أعضاء الهيئة منفرداً بالبحث عن الحكم الشرعي في الموضوع المعروض ويقدم للهيئة مذكرة مكتوبة بما توصل إليه. ثم تعرض المذكرات المكتوبة في اجتماع الهيئة للمناقشة والوصول إلى الحكم الذي تقره الهيئة.
- يجب أن تقوم الهيئة بالإعداد والتخطيط الجيد لعملية الرقابة من حيث حصر مجالات التدقيق، وفهم الضوابط، وصياغة إجراءات التدقيق "استمارة التدقيق الشرعي"، وشكل تقارير مدى الالتزام، وتوقيت التنفيذ.<sup>286</sup>
- يجب على الهيئة إعداد تقارير دورية تبين مدى التزام إدارة البورصة في تطبيق أحكام ومبادئ الشريعة أو الفتاوى أو القرارات أو الإرشادات التي أصدرتها هيئة الرقابة الشرعية المركزية المشرفة على البورصة. وهنا نميز بين تقارير مدى الالتزام التي تشترك فيها الرقابتان الداخلية والخارجية، والتي تتضمن تفصيل الملاحظات الشرعية، وبين التقرير النهائي ذو الصيغة النمطية الذي يوجه للجمعية العامة والذي تختص به الرقابة الشرعية الخارجية.
- يجب أن يتم تنفيذ عملية الرقابة الشرعية وفق خطة زمنية دورية شاملة لجميع مجالات المراجعة، والالتزام بالسلوك المهني المطلوب أثناء التنفيذ من حيث إعلام الجهة محل الرقابة، وعدم تحطي الصلاحيات لدى الجهة محل التنفيذ، وإنهاء الزيارة بإطلاع المسؤول على جميع الملاحظات الشرعية والحصول على رأيه بشأنها.<sup>287</sup>
- يجب أن يتم توثيق عملية الرقابة الشرعية وفق أسس مهنية واضحة تعكس التخطيط الجيد، بدءاً من التحضير والإعداد ثم التنفيذ وانتهاء بالتقرير والمتابعة.<sup>288</sup>
- يجب أن تملك الهيئة الشرعية سجلاً خاصاً بمكاتب التدقيق والاستشارات الشرعية المعتمدة لديها، ولا يجوز لأي شخص مرخص له أن يستعين في مجالات التدقيق الشرعي والإفتاء بخدمات جهات غير مسجلة لدى الهيئة.
- يجب أن يتم وضع استراتيجية إشرافية رسمية ومنظمة، يتبعها الموظفون عند إجراء الإشراف غير المباشر والتفتيش الميداني.
- يجب أن يتم تعزيز روح التعاون والتنسيق والهدف المشترك بين أنظمة الرقابة الشرعية الثلاثة بما يخدم ضمان سلامة تطبيق قرارات الهيئة الشرعية. وذلك من خلال تبادل المعلومات ذات الصلة خاصة بين الرقابتين الداخلية والخارجية.
- يجب أن يتم تعزيز روح التعاون بين فرق الرقابة والإدارة التنفيذية للمؤسسة انطلاقاً من أن ضمان سلامة تطبيق قرارات الهيئة الشرعية هو الهدف المشترك للطرفين.<sup>289</sup>
- يجب أن يتم تعزيز العمل بالقيم المهنية للرقابة وعلى رأسها "الموضوعية" وتعني باختصار بناء الحكم على المستندات؛ فلا ملاحظة من غير مستندات.<sup>290</sup>

<sup>286</sup> عبد الباري مشعل، "سلامة تطبيق قرارات الهيئة الشرعية"، مرجع سابق، ص: 23-24.

<sup>287</sup> نفس المرجع أعلاه.

<sup>288</sup> نفس المرجع أعلاه.

<sup>289</sup> عبد الباري مشعل، "سلامة تطبيق قرارات الهيئة الشرعية"، مرجع سابق، ص: 23-24.

<sup>290</sup> نفس المرجع أعلاه.

- يجب أن يتم تعزيز المفهوم الإيجابي للرقابة، وذلك من خلال التركيز على سبب وقوع المخالفة، أكثر من التركيز على المخالفة نفسها، لأن هذا المفهوم يسهم في اكتشاف الخلل، وسرعة معالجته، ويعزز روح التعاون التي سبق ذكرها. والواقع أن هذا المفهوم يجب أن يكون محور الرقابة الشرعية الداخلية، والرقابة الشرعية الخارجية يجب ألا تغفله، وعليها أن تقدم النصح والتوجيه للإدارة في هذا الشأن، ولو بتكلفة إضافية. ومثل هذا الأمر معتاد في المراجعة المالية الخارجية من خلال ما يسمى بحطاب الإدارة (Management letter) والواقع أن ديدن الرقابة الشرعية المركزية هو هذا المفهوم، لأنها تركز بالدرجة الأولى على قوة الرقابة الشرعية كنظام متكامل (رقابة شرعية كفوءة، مراجعة شرعية داخلية كفوءة، عاملون أكفاء، وضع تنظيمي كفء).<sup>291</sup>
- يجب فحص الأدلة التي تؤكد التزام أحكام ومبادئ الشريعة، على أساس مراقبة دورية للعمليات والعقود التي تتم في البورصة.
- يجب أن يتم الإطلاع على التقارير المعدة من قبل لجنة الرقابة الشرعية الداخلية، للتأكد من أنه تم اتخاذ الإجراءات اللازمة.
- يجب أن تضع الهيئة نماذج العقود والاتفاقات والعمليات لجميع معاملات البورصة الإسلامية وتعديلها وتطويرها وفقاً لأحكام الشريعة والتأكد من خلوها من أي محظورات شرعية.
- يجب أن يكون للهيئة سلطة استدعاء أي من العاملين بالمصارف والمؤسسات المالية أو المتعاملين معها متى ما رأت ذلك، وطلب المستندات والإطلاع عليها وتفتيش أعمال المصارف والمؤسسات المالية مباشرة أو بواسطة البنك المركزي.

**2-2- الشروط الفنية المتعلقة ببيئة الرقابة الشرعية:** إضافة إلى الشروط المهنية يجب على هيئة الرقابة الشرعية أن تلتزم بشروط فنية عديدة، أهمها ما يلي:

- 2-2-1- شرط حوكمة عمل الهيئة:** يقصد بحوكمة عمل هيئة الرقابة الشرعية المركزية النظم التي تبين علاقة الهيئة الشرعية بالجهة التي تخضع لإشرافها (مجلس الإدارة، الجمعية العمومية، والإدارة التنفيذية لها) من حيث أسس التعيين وضبط الفتوى ومدى إلتزام هذه الجهة بالفتوى التي تصدرها الهيئة ومسؤولية الهيئة الشرعية عن سلامة تطبيق الجهة للفتوى والإجراءات اللازمة لسلامة التطبيق.<sup>292</sup> ومن أهم الآليات والاستراتيجيات الضرورية لتفعيل حوكمة هيئة الرقابة الشرعية المركزية ما يلي:
- يجب أن يتم تأهيل أعضاء هيئة الرقابة الشرعية المركزية تأهيلاً مالياً مصرفياً محاسبياً، بالإضافة إلى التأهيل الشرعي، ليكونوا ذوو إلمام بالمعاملات المالية وآليات تنفيذها، والطرق المحاسبية فيها، ولا يكفي لتحقيق هذه الغاية مجرد وجود ثقافة مالية محاسبية يسيرة، وذلك لأن المعاملات المالية هي أكثر تشعباً وتعقيداً من أن تحويها الثقافة المالية اليسيرة.
- يجب التأكد من تحقق الشروط الواجب توافرها في عضو هيئة الرقابة الشرعية المركزية، سواء كانت تلك الشروط المتعلقة بالعدالة أو تلك المتعلقة بالعلم، حيث أن البعض من غير المتخصصين يقولون بأنه لا حاجة لعالم الشريعة أن يحصل على شهادة الدكتوراه، لأن مؤسسي المذاهب الكبار لم يكن لديهم تلك الشهادة، ولم يمنعهم ذلك من التصدي للفتوى، ولقد كان من نتيجة ذلك أن دخل حوالي أربعة أصناف\* من الناس في عضوية الهيئات الشرعية.

<sup>291</sup> نفس المرجع أعلاه.

<sup>292</sup> محمود على السطراوي، "حوكمة هيئات الرقابة الشرعية في المؤسسات المالية"، ورقة بحثية مقدمة لدوة الهيئات الشرعية بين المركزية والتبعية، شركة دراية للاستشارات المالية الإسلامية، عمان، 2012، ص: 4-7 (بتصرف).

\* النوع الأول من هذه الأصناف ويعتبر الأسوأ هو من ليس لديه أي مؤهل عال في أي فرع من فروع المعرفة، والثاني من لديه مؤهل عال في أحد فروع المعرفة ولكن دون أي مؤهل مماثل في الشريعة، أو من لديه مؤهل غير عال في فرع من فروع الدراسات الإسلامية ذات صلة بالشريعة كالقضاة الشرعيون مثلاً، أو من يكون لديه مؤهل عال في الشريعة ولكنه كثير الخطأ في

- يجب أن لا تضم هيئة الرقابة الشرعية في عضويتها مديريين من البورصة أو مساهمين ذوي تأثير فعال.<sup>293</sup>
- يجب أن يتم الفصل بين الفتوى (التشريع) والتدقيق الشرعي الخارجي، وذلك لتطوير مكانة الرقابة الشرعية في البورصة والمؤسسة المالية الإسلامية من حيث تحقيق الفصل بين السلطات والفصل بين الوظائف المتعارضة، ولضمان ثبات واستقرار المعايير التي يمكن على أساسها ممارسة التدقيق الشرعي والمالي، وتتم على أساسها المساءلة، وذلك أسوة بالوضع المهني المستقل والمستقر لمهنة التدقيق المالي الخارجي (المحاسب القانوني)، والتي تمارسها جهة مستقلة عن جهة إصدار المعيار وتعديله، وما تبديه جهة التدقيق المالي الخارجي من ملاحظات يعد نهائياً بالنظر إلى المعيار المستقر، لأنها ببساطة لا تملك تغييره خلافاً لجهة التدقيق الشرعي الخارجي (هيئة الرقابة الشرعية) التي تملك تغيير وتعديل المعيار.<sup>294</sup>
- يجب أن تحدد هيئة الرقابة الشرعية المركزية منهج مسبق في التعاطي مع الآراء الفقهية واتخاذ القرارات والتوصيات، ضماناً لتوحيد هذه الفتاوى مما ييسر عملية حوكمتها، إذ كيف يمكن أن نتصور حوكمة صحيحة وسليمة في ظل وجود فتاوى مختلفة ومتباينة ومتناقضة.

**2-2-2- شرط الحفاظ على السرية لعدم تعارض المصالح:** تعد المحافظة على الأسرار من أهم الموضوعات التي تحرص عليها المؤسسات، لما يترتب على المؤسسات من أضرار جسيمة نتيجة تسرب أسرارها سواء بالنسبة لمنافسيها أو بالنسبة للأعلام أو عموم الناس. والأصل أن المؤسسات تضع النظم واللوائح التي تمنع العاملين فيها من إفشاء أسرارها كما أنها تخاطب عند تعاملها مع الجهات الخارجية بالتوقيع على اتفاقية المحافظة على السرية\*. لا شك أن أعضاء هيئة الرقابة الشرعية المركزية بحكم علاقتهم الوثيقة مع الشركات المدرجة في البورصة الإسلامية أو المؤسسات المالية الإسلامية، يكونون في وضع يتيح لهم الإطلاع على الكثير من أسرار هذه المؤسسات، ليس هذا فحسب بل يمكن أن يعمل أعضاء الهيئة المركزية كرؤساء لهيئات رقابة شرعية في أكثر من مؤسسة الأمر الذي يتولد معه تعارض واضح في المصالح. إن موضوع تعارض المصالح المتعلق بمبدأ السرية وارتباط أعضاء الهيئات الشرعية بمؤسسات متنافسة في أغلب الأحيان يعد من أكثر الموضوعات حساسية في هذا المجال، حيث إن أعضاء الهيئات الشرعية في وضع اتهام بأنهم الجهة الأكثر استعداداً لتسريب الأفكار للمنافسين وهذا الأمر يقتضي موقفاً واضحاً من أعضاء الهيئات الشرعية يسهم في بناء جدار الثقة بين الهيئات الشرعية والمؤسسات المالية. ونقترح في هذا الصدد ما يلي:

- اقتصار عمل أعضاء هيئة الرقابة الشرعية المركزية على جهات محددة لا يزيد على الثلاثة بشرط أن تكون غير متنافسة (مثلاً مصرف، شركة تأمين، شركة عقارية). صحيح أن هناك مشكلة اليوم تتمثل في عدم وجود العدد الكافي من الفقهاء المؤهلين الذين يمكنهم القيام بمهمة الفتوى، ولكن هذا لا يمنع ولمصلحة تطور الصناعة المالية الإسلامية، من العمل على درء مثل هذا

الفتوى، نقلاً عن معبد الجارحي، و عبد العظيم أبو زيد، "أسواق الصكوك ووسائل تحسينها شاملة الجوانب الهيكلية والرقابية"، ورقة بحثية مقدمة حلقة عمل بعنوان الصكوك الإسلامية طبيعتها وتطبيقاتها، مجلس دبي الاقتصادي، الإمارات العربية المتحدة، 10 مارس 2010، ص: 39.

<sup>293</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، 2008، ص: 8.

<sup>294</sup> عبد البارى مشعل، "حوكمة هيئات الرقابة الشرعية"، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، مركز بيان للهندسة المالية، الخرطوم، السودان، 6-7 أبريل 2011، ص: 5.

\* ويمكن تصنيف الأسرار المهنية التي تحرص المؤسسات المالية على المحافظة عليها فيما يلي:

- 1- الأسرار المتعلقة بالمنتجات والابتكارات التي تعمل المؤسسة على تطويرها، فهذه المنتجات والابتكارات تمثل أكثر المجالات التي تميز مؤسسة مالية عن أخرى، وبالتالي تحرص المؤسسة على المحافظة على أفكارها المبتكرة ومنتجاتها تحت التطوير حتى تكون أول المستفيدين عند طرحها. وهذه الأفكار بلا شك أول من يطلع عليها هم أعضاء الهيئات الشرعية بحكم أن نقطة البدء هي الحصول على الموافقة الشرعية لهيكل المنتج. فإذا تسرب الخبر لمنافس سواء بقصد أو بغير قصد ترتب على ذلك أضرار على المؤسسة.
- 2- المعلومات المتعلقة بالمخالفات التي تقع فيها المؤسسة وما قد تواجهه من مشكلات سواء في علاقتها مع عملائها أو البنك المركزي، أو حتى فيما يتعلق بوجود مخالفات داخلية في المؤسسة سواء كانت شرعية أو مالية.
- 3- الأسرار المالية التي تخص المؤسسة، مثل جدوى المشروعات التي تمولها، وأدائها المالي مما قد يكون في إفشائه ضرراً بالمؤسسة. نقلاً عن: عجل جاسم النشمي، "تطوير آليات وآلية الهيئات الشرعية لمواكبة احتياجات المؤسسات المالية الإسلامية"، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر الثاني للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 1423هـ، ص: 48.

التعارض في المصالح عن طريق بذل الجهد لإعداد جيل جديد من الفقهاء يتدربون بجوار الفقهاء الحاليين.

- أن يجرى تضمين الميثاق الأخلاقي لأعضاء هيئة الرقابة الشرعية المركزية تفصيلاً واضحاً لتلك الموضوعات التي يجب على أعضاء الهيئة المحافظة عليها وعدم إفشائها.

- أن يتضمن الميثاق الأخلاقي لأعضاء الهيئة الرقابة الشرعية المركزية نصوصاً واضحة تبين المسؤولية المترتبة في حال ثبوت إفشاء أحد أعضاء الهيئة لسر من الأسرار المضمنة في القانون.

لقد ذهب بعض الباحثين إلى القول بأن درء مثل هذا التعارض إنما يكون بالثقة والأمانة من قبل أعضاء الهيئات الشرعية. وهذا صحيح ولكن وجود تعارض المصالح ينشأ عنه انطباع عام لدى الأطراف المختلفة ولدى عامة الناس ولذا يكون درؤه عن طريق وسائل عملية تسهم في بناء الثقة.<sup>295</sup>

2-3-3- شرط وضع معايير خاصة: وذلك بأن تقوم الهيئة بإعداد معايير خاصة بكل ركن من أركان بورصة الأوراق المالية الإسلامية التي تم تحديدها في الفصل السابق، ومن ذلك:

- التأكد من أنه تم وضع أنظمة وإجراءات كافية لحماية مصالح المستثمرين.

- وضع الشروط والمعايير الشرعية الواجب توافرها في المديرين التنفيذيين ومن في حكمهم القائمين على إدارة الأشخاص المرخص لهم بالعمل كوسطاء في بورصة الأوراق المالية الإسلامية.

- وضع النظام الخاص بالشروط الواجب توافرها في الأشخاص المرخص لهم بممارسة مهنة التدقيق الشرعي و/أو الإفتاء الشرعي ومعايير العمل في المهنة.

- وضع شروط ومعايير شرعية لاختيار السماسرة العالميين لضمان جودة خدمة السمسرة من منظور الضوابط الشرعية والمعايير الاستثمارية الفنية وهذا يوجب وضع إطار لتلك المعايير.<sup>296</sup>

- وضع لائحة المهام التي تلتزم الهيئة بتنفيذها، وتبين من خلالها أنها ستسعى لإيجاد الحلول للمشاكل التي تقابل البورصة في مسيرتها وعملياتها، وللإجابة على الأسئلة التي تطرح من قبل الإدارة العليا والموظفين أو من يريد التعامل مع بورصة الأوراق المالية الإسلامية.

- وضع معايير اختيار موظفي الهيئات الشرعية لبورصة الأوراق المالية الإسلامية والمؤسسات المالية الإسلامية وشركات المساهمة المدرجة في البورصة، حيث أن المواصفات المهنية للموظف غير كافية لاختياره للعمل في مثل هذه الوظيفة لأن معرفة وثقافة الموظف بالمعاملات الشرعية سبب رئيسي لإلتزامه بقواعدها وعدم مخالفتها، وإن اختيار أشخاص مهنيين ليس لديهم ثقافة شرعية أو إلتزام بالشعائر الدينية يؤدي إلى سوء تطبيق قرارات وفتاوى الهيئة.

2-2-4- شرط الاستغناء عن الفتوى الخاصة عند استكمال المرجعية الموحدة: إن الاستغناء عن الفتوى الخاصة في ظل المرجعية الموحدة -المشار إليها أعلاه- أمر طبيعي أسوة بالمرجعيات في العالم لجميع الأعمال، إلا أنه يتطلب العمل وفق هذه المرجعيات الاحتفاظ بجهة خاصة للفتوى مهمتها تفسير الأحكام الواردة في المرجعية، وهناك فرق كبير بين وجود وظيفة الفتوى التي تنشئ الحكم (التشريع) وبين وجود مستشار يفسر الأحكام الواردة في المرجعية ولا ينشئه. وعليه فإن احتفاظ بورصة الأوراق المالية أو المؤسسة المالية بالهيئة الخاصة قد يكون ممكناً من الناحية الشكلية، ويمكن أن يقتصر عملها على أمرين: الأول أن عملها سيتركز في تفسير الحكم الشرعي الذي تتضمنه المرجعية الشرعية الموحدة المتمثلة في المعايير المعتمدة من هيئة الرقابة الشرعية المركزية، والثاني:

<sup>295</sup> موسى آدم عيسى، "تعارض المصالح في أعمال هيئات الرقابة الشرعية، ورقة بحثية مقدمة إلى مؤتمر الهيئات الشرعية الثامن، 18-19/05/2009، البحرين ص: 23.

<sup>296</sup> حسين شحاتة، و عصام أبو النصر، "الضوابط الشرعية للتعامل مع السماسرة العالميين في أسواق الأوراق المالية"، سلسلة بحوث ودراسات في الفكر الاقتصادي الإسلامي، ص:

مستشار يكون بمثابة حلقة الوصل بين الهيئة والبورصة أو المؤسسة، وبالتالي لن يوجد إلزام قانوني بالعدد الذي تفرضه المعايير الحالية لتكوين الهيئة الخاصة بالبورصة أو المؤسسة المالية وهو ثلاثة أعضاء، بل يكون واحداً أو أكثر وفقاً لحجم البورصة أو المؤسسة.

**2-2-5- شرط التعاون مع هيئات الرقابة المركزية لمختلف الدول الإسلامية:** وذلك لتبادل الخبرات والآراء والأفكار لتطوير الصناعة المالية الإسلامية وتوحيد الفتاوى والمعايير الشرعية لتكوين مرجعية شرعية موحدة بين هذه الدول هذا من جهة، ومن جهة أخرى السعي نحو سوق مالية إسلامية مشتركة بين الدول الإسلامية ذات صبغة عالمية. ومن ذلك الاعتماد على معايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، حيث أصدرت هذه الأخيرة ما يزيد عن 40 معيار شرعي، وما يزيد عن 50 معيار نحاسي، يمكن أن يمثل المرجعية الشرعية والمحاسبية المنشودة، وبالفعل اعتمدت هذه المعايير في كل من السودان وسوريا والبحرين وغيرها من الدول كمرجعية أساسية للمؤسسات المالية العاملة في الدولة، إلا أن عدم كفاية بعض المعايير يتطلب جهوداً إضافية من هيئة الرقابة المركزية في كل من تلك الدول لتطويرها واستكمالها، ولقد تميزت السودان بجعل عقود المنتجات جزءاً من المعايير، ويعد مثل هذا الجهد خطوة مهمة في سبيل استكمال المرجعية الشرعية الموحدة، وإذا ما تحقق ذلك فإن الحاجة إلى الفتوى على مستوى كل مؤسسة يصبح أمراً غير قائم، بل يمكن الاستغناء عن الفتوى الخاصة بالنظر إلى اكتمال المرجعية الشرعية تدريجياً، بحيث يتم الاستغناء عن الفتوى الخاصة في كل منتج تستكمل جهة الاعتماد مرجعيته.

**2-2-6- شروط فنية أخرى:** بالإضافة إلى الشروط الفنية السابقة يمكن تحديد بعض الشروط الفنية التي يجب أن تلتزم بها هيئة الرقابة الشرعية المركزية، والمتمثلة في:

- شرط عدم ارتباط مكافآت الأعضاء بمستوى ربح أو نشاط معين، كأن يرتبط بمستويات مؤشر البورصة مثلاً، ولذلك يجب أن تكون المكافآت المالية لأعضاء الهيئات الشرعية محدودة ومعلومة سواء في شكل مبلغ مقطوع أو مكافأة شهرية مرتبطة بعدد الاجتماعات، وأن لا تتغير هذه المكافآت إلا عند التجديد. وأن لا تكون سرية بل يجب أن يحقق فيها معنى الشفافية حتى تبين حقيقتها ولا تحوّل حولها الشكوك، ومن ذلك أن تظهر في تقارير الميزانية.

- شرط أن تتكون هيئة الرقابة الشرعية من أعضاء لا يقل عددهم عن خمسة، وأن تتكون من جهازين، الأول للجانب النظري والتأصيلي بإصدار الفتاوى والدراسات والمعايير المطلوبة، والثاني للجانب العملي التنفيذي والتدقيقي، يختص بمتابعة الأطر التنفيذية والتأكد من مدى سلامة التطبيق وفقاً للفتاوى والتوصيات والقرارات الصادرة.<sup>297</sup> كما يمكن أن تتكون الهيئة من رؤساء هيئات الرقابة الشرعية لمختلف المؤسسات المالية الإسلامية كما هو معمول به في الهيئة العليا للرقابة الشرعية في السودان وغيرهم من أهل الاختصاص من علماء الشريعة الإسلامية وخبراء في الاقتصاد والصرافة الإسلامية.

- شرط أن يتم تعيين هيئة الرقابة الشرعية من جهات خارج الهيئة العليا للبورصة أو مجلس إدارتها، وأن تعمل بمحاذاة مع هيئة الرقابة القانونية المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية والتي يتم التطرق إليها في المبحث الموالي.

- شرط أن تقوم هيئة الرقابة الشرعية المشرفة على البورصة الإسلامية بتعيين اللجنة الشرعية الداخلية للبورصة فضلاً عن اللجان الشرعية المطلوبة في المؤسسات المالية الإسلامية (كالبنوك، شركات التأمين)، كما هو معمول به في دولة الإمارات العربية مثلاً.<sup>298</sup>

- شرط التنسيق مع المراقبين الشرعيين الداخليين، والمراجع الخارجي، والمراجع الداخلي، وذلك للتأكد من الالتزام بقرارات الهيئة.

- شرط التحقيق في كل ما يبلغها من مخالفات من الجمهور والمتعاملين مع البورصة ومن العاملين فيه.

<sup>297</sup> حمزة حماد، الرقابة الشرعية في المصارف الإسلامية، دار النفائس، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2006، ص: 32.

<sup>298</sup> فرح فيصل عبد العزيز، "الرقابة الشرعية: الواقع والمثال"، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، موقع المؤتمر العالمي للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى،

- شرط تشجيع الذين يؤدون واجباتهم بحمة ودقة وكفاءة وقدرة في تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية.
- شرط إبداء الرأي والمشورة والمناقشة والمعاونة في تحسين الأداء وأولويات الاستثمار وكيفية توزيع الزكاة.
- شرط أن توجد هيئة الرقابة الشرعية المركزية آليات تمكنها من التحقق من تنفيذ بورصة الأوراق المالية الإسلامية والمؤسسات المالية الإسلامية لقرارات ومعايير الهيئة، ولعل تأسيس وحدات مستقلة للرقابة الشرعية داخل البورصة أو المؤسسة المالية تكون في هذا الإطار.
- شرط تنظيم مؤتمرات وندوات وورش عمل متخصصة في الهندسة المالية الإسلامية، وتشجيع أعضاء هيئات الرقابة الشرعية الخاضعة لإشرافها على حضورها وتبادل الخبرات ونقل التجارب والمعارف، مما يؤدي إلى إثراء الفكر المالي الإسلامي، وفتح آفاق رحبة أمام البورصة والمؤسسات المالية الإسلامية في مجالات الرقابة والتدقيق الشرعيين.

تجدر الإشارة هنا إلى أنه لا يمكن حصر الشروط المهنية والفنية المتعلقة بهيئة الرقابة الشرعية المركزية، ويمكن للسلطة المشرفة عليها وضع ما تراه مناسباً لتنظيم عمل هذه الهيئة.

### المبحث الثالث: هيئة الرقابة القانونية المشرفة على البورصة الإسلامية والشروط المتعلقة بها

إن الدور الهام الذي تلعبه بورصة الأوراق المالية الإسلامية يتطلب تنظيمها ووضعها تحت المراقبة الصارمة لسلطات الوصاية، وهذا يستدعي وجود هيكل مؤسسي فعال ومتكامل يقوم بتنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل معها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته. ويتمثل هذا الهيكل في وجود هيئة رسمية تنظم وتشرف بصورة كاملة على جميع نشاطات بورصة الأوراق المالية الإسلامية من حيث إدراج الأوراق المالية وشروط إصدارها وتداولها، وكذلك تأهيل الكوادر والأفراد العاملين في البورصة، وهذا يعني أن هذه الجهة تقوم بكافة الأعمال التي تهدف إلى تطوير وتحقيق أساليب الحماية للمتعاملين في السوق من خلال منعها لكل التجاوزات، ومتابعة مدى الالتزام بالأنظمة واللوائح والقوانين التي تحكم عمل السوق والتي تضمن لها الاستقرار وتزيد ثقة المستثمرين فيها.

وعليه فإن بورصة الأوراق المالية الإسلامية لا بد أن تخضع لرقابة حكومية، بالإضافة إلى رقابة الهيئة الشرعية التي تسهر على حماية هذه البورصة من أية مخالفات شرعية.

### المطلب الأول: التعريف بهيئة الرقابة القانونية المشرفة على البورصة الإسلامية

تعتبر هيئة الرقابة القانونية مؤسسة عامة، يعهد إليها بالتأكد من حماية الادخار الموظف بالأوراق المالية واقتراح التدابير اللازمة اتخاذها لهذه الغاية. وتسهر هذه الهيئة على سير بورصات الأوراق المالية الإسلامية على أحسن وجه، وتوازير الحكومة في ممارسة صلاحياتها المتعلقة بتنظيم الأسواق المالية. وتمتع هيئة الرقابة القانونية على الأسواق المالية بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي. وتهدف هذه الهيئة إلى تنظيم حماية المدخرات المستثمرة في الأوراق والأدوات المالية الإسلامية وكافة الاستثمارات الأخرى التي تطرح للجمهور في اكتتاب عام، وتزويد المستثمرين بالمعلومات المطلوبة، والعمل على ضمان سلامة المعاملات -من الناحية القانونية والتنظيمية- في بورصات الأوراق المالية الإسلامية، وهذا من قبيل الإتيان المطلوب شرعاً. ومن خلال هذا المطلب سيتم التعرف على مفهوم الرقابة القانونية، ومن ثم تعريف الهيئة المكلفة بتنفيذها.

## 1- مفهوم الرقابة القانونية

تعرف الرقابة القانونية على أنها "الإشراف والفحص والمراجعة من سلطة أعلى، لها هذا الحق للتعرف على سير العمل داخل الوحدة، وللتأكد من حسن استخدام الأموال في الأغراض المخصصة لها، ومن أن الإيرادات تحصل طبقاً للنظم المعمول بها، وللتأكد من مدى تحقيق المشروع لأهدافه بكفاءة بغرض المحافظة على أمواله، والتأكد من سلامة تحديد نتائج الأعمال والمراكز المالية وتحسين معدلات الأداء، وللكشف عن المخالفات والانحرافات وبحث الأسباب التي أدت إلى حدوثها واقتراح وسائل علاجها لتفادي تكرارها مستقبلاً".<sup>299</sup>

من خلال هذا التعريف يمكن القول أن الرقابة القانونية على بورصة الأوراق المالية الإسلامية هي مراجعة وفحص أعمال البورصة ونشاطها، ومدى تطابقها مع القوانين واللوائح المنصوص عليها في النظام الأساسي للبورصة.

يعتبر الفقهاء الرقابة القانونية رقابة جديدة على الفقه الإسلامي، ولكنها تدخل في نظام الحسبة ومهمة المحتسب هي مراقبة الأسواق، ومنع التلاعب والممارسات المحظورة شرعاً ومنها نقل الإشاعات والترويج للمحرمات ومنع التعامل بالبيع الفاسدة، وغير ذلك.<sup>300</sup>

وإن الهدف من رقابة الدولة على بورصة الأوراق المالية هو تحقيق الكفاءة والعدالة، ولتحقيق هذين الهدفين تقوم الهيئة بإصدار أنظمة وتعليمات أساسية من خلال الحرص على:

- ضمان جدية الشركات، والتأكد من الجدوى الاقتصادية لنشاطها.
- ضمان الشفافية، الإفصاح، ومنع الاستخدام السيء للأسواق،
- تحديد معايير الكفاءة للمتعاملين في البورصة من وسطاء وغيرهم.
- منع استخدام أي عقد لم توافق الجهات الرقابية على صيغته.

إن بورصة الأوراق المالية تخضع في أغلب الدول إلى إشراف هيئة دائمة، فمثلاً في المملكة العربية السعودية تخضع بورصة الأوراق المالية السعودية لإشراف هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، تدعى بهيئة السوق المالية.<sup>301</sup> وفي مصر أسندت مهمة مراقبة بورصة الأوراق المالية إلى هيئة مستقلة، هي "الهيئة العامة لسوق المال"، بهدف تنظيم وتنمية سوق المال، ومراقبة حسن قيام هذا السوق بوظائفه. أما في أمريكا فتسمى بـ "هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC) (Securities and Exchange Commission)" وهي وكالة تابعة للحكومة الاتحادية في الولايات المتحدة الأمريكية، وهي المسؤولة الرسمية عن تنفيذ القوانين الفيدرالية للأوراق المالية، واقتراح القوانين الخاصة بالأوراق المالية، وخيارات تبادل الأوراق المالية بين البلاد، وأنشطة أخرى بما فيها تنظيم الأوراق المالية الإلكترونية في الولايات المتحدة.

وتأتي ضرورة تدخل الدولة في الأسواق المالية عن طريق الرقابة والإشراف الدائم، لكي تقوم تلك الأسواق بأداء وظيفتها في تحقيق النمو الاقتصادي بدرجة عالية من الكفاءة. وتحصل الهيئة على مواردها من عدة مصادر تشمل: الاعتمادات التي تخصصها الدولة لهذا الغرض، الرسوم والغرامات، والأتعاب التي تقوم بتحصيلها الهيئة من الجهات المختلفة، وغيرها.<sup>302</sup>

<sup>299</sup> عوف محمود الكفراوي، البنوك الإسلامية: النقود والبنوك في النظام الإسلامي، مركز الاسكندرية للكتاب، مصر، 2001، ص: 288.

<sup>300</sup> محمد الأمين ولد عالي، مرجع سابق، ص: 344.

<sup>301</sup> هيئة السوق المالية، التقرير السنوي 1433/1434 هـ (2012 م)، السعودية، ص: 20.

<sup>302</sup> سعد مطاوع، مرجع سابق، ص: 474.

## 2- تعريف هيئة الرقابة القانونية المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية

من التعريف السابق للرقابة القانونية يمكن وضع التعريف التالي لهيئة الرقابة القانونية على بورصة الأوراق المالية الإسلامية، وهو أنها هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري ترتبط مباشرة بسلطة عليا في الدولة، وتتولى الإشراف على تنظيم السوق المالية الإسلامية -بما فيها بورصة الأوراق المالية الإسلامية-، وتطويرها وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية الإسلامية.

وتتمتع هذه الهيئة بسلطات واسعة ومتنوعة في مجال الرقابة، والتي يمكن أن تنقسم إلى نوعين من الرقابة، النوع الأول هو الرقابة القبليّة على المعلومات المطلوبة من الجهات المصدرة التي تدعو الجمهور للإكتتاب في أسهمها وصدورها، وكذا القيام بكل الإجراءات التشريعية والتنظيمية الضرورية لسير السوق المالي، والنوع الثاني من الرقابة أو ما يمكن أن نطلق عليه الرقابة البعدية أو اللاحقة وهي تلك المتعلقة بالتحري والتفتيش عن المخالفات، والقيام بإجراءات التحري لدى الجهات المصدرة التي تدعو الجمهور للاكتتاب في أسهمها أو صدورها أو صكوكها أو الجهات التي تقوم بإدارة المحافظ الاستثمارية، أو الجهات التي تربطها علاقات قانونية أو مالية تجعل منهم مجموعة ذات مصالح مشتركة.

### المطلب الثاني: دور هيئة الرقابة القانونية المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية ومهامها

تتولى هيئة الرقابة القانونية المهام المتعلقة بوضع القواعد واللوائح والإجراءات التنظيمية اللازمة لتنظيم التعامل في بورصة الأوراق المالية الإسلامية. كما أنها تمثل الجهة الرقابية التي تتولى متابعة مدى التزام الجهات المختلفة بتنفيذ الإجراءات المنصوص عليها، وذلك من خلال التفتيش على تلك الجهات لضمان حسن سير العمل واستقرار التعامل في السوق. كما تتولى الهيئة مهام منح التراخيص للشركات التي ترغب في العمل في مجال الخدمات المالية مثل شركات الوساطة، شركات إدارة السجلات، شركات تداول الأوراق المالية.

ولا يقتصر دور الهيئة على الأنشطة المذكورة فحسب بل يمتد ليشمل اعتماد النظم الجديدة التي يتم استخدامها في الأسواق المالية وذلك بهدف تطوير التعامل في الأسواق المالية. كما تتولى أيضا مهام الفصل في المنازعات التي قد تنشأ بين الشركات التي تعمل في السوق وكذلك المنازعات التي قد تنشأ بين إحدى الشركات وعملائها.<sup>303</sup>

### 1- دور هيئة الرقابة القانونية المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية

تهدف هيئة الرقابة القانونية إلى حماية المستثمرين وتطوير سوق رأس المال الإسلامي مع الحفاظ على نزاهته والحد من مخاطر السوق وتطبيق مبادئ العدالة والشفافية، ويتمثل دورها فيما يلي:

- تنظيم نشاط الأوراق المالية الإسلامية بما يتسم بالعدالة والكفاءة والتنافسية والشفافية.
- توعية الجمهور بنشاط الأوراق المالية الإسلامية والمنافع والمخاطر والالتزامات المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية وتشجيع تنميته.
- توفير الحماية للمتعاملين في نشاط الأوراق المالية الإسلامية، بالإضافة إلى حماية حقوق الأقلية من المساهمين.
- تقليل الأخطار النمطية المتوقع حدوثها في نشاط الأوراق المالية الإسلامية.
- تطبيق سياسة الإفصاح الكامل بما يحقق العدالة والشفافية ومنع تعارض المصالح واستغلال المعلومات الداخلية.<sup>304</sup>

<sup>303</sup> نفس المرجع السابق، ص: 482.

<sup>304</sup> المادة (3)، اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، هيئة أسواق المال، الكويت.

- العمل على ضمان الالتزام بالقوانين واللوائح ذات العلاقة بنشاط الأوراق المالية الإسلامية.
- الرقابة على الأسواق التي تعمل تحت سلطة الهيئة لتحقيق النزاهة والشفافية وكشف الغش والتحليل.
- دعم نمو وتطور السوق المالية الإسلامية وذلك من خلال تشجيع إدخال أدوات مالية إسلامية وآليات تداول جديدة وتطبيق التكنولوجيا المتطورة وزيادة وعي المستثمرين.
- المساهمة في مكافحة غسل الأموال من خلال وضع ضوابط تكشف عن هوية المتعاملين وأوضاعهم القانونية.
- رقابة تداولات شركات الوساطة، ويمكن لتحقيق ذلك أن تنشأ الهيئة إدارة مركزية خاصة بمراقبة التداول متصلة بالتداول اللحظي مباشرة وكذا التاريخي وذلك لمراقبة تصرفات شركات الوساطة بالبورصة من خلال متابعة العروض والطلبات المسجلة، وكذا التنفيذات من قبل كل شركة ومدى تأثيرها على الأسعار وذلك لاكتشاف أية تلاعبات بالبورصة واتخاذ اللازم بشأنها فوراً بما يضمن خلو التعاملات من أي غش أو نصب أو احتيال وذلك تحقيقاً لاستقرار السوق. وعليه فإن البورصة يجب أن تكون لديها إدارة متخصصة لمراقبة التداول أثناء الجلسة للتحقق من عدم ارتكاب أية مخالفات وخلو التعاملات من أية تلاعب للتأثير على أسعار التداول وعدم استفادة المتعاملين من المعلومات الداخلية غير المعلنة للعملة العامة على شاشات البورصة مع إخطار الهيئة بما تجده من مخالفات في هذا الشأن.

## 2- مهام هيئة الرقابة القانونية المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية

- في سبيل تحقيق الأدوار المنوطة بها والمذكورة أعلاه، تتولى هيئة الرقابة القانونية القيام بالمهام التالية:
- إصدار اللوائح والتعليمات اللازمة لتنفيذ القانون، كما يعمل على القيام بإصدار التوصيات والدراسات اللازمة لتطوير القوانين التي تساعد على تحقيق أهداف الهيئة<sup>305</sup>.
  - إصدار التراخيص لبورصات الأوراق المالية الإسلامية والأنشطة ذات الصلة ومراقبة نشاطها.
  - إصدار التراخيص لعضوية بورصات الأوراق المالية، والتراخيص للمتعاملين بها، و كل من يعمل في إدارة نشاط الأوراق المالية، ومنها شركات إدارة الأصول وصناديق الاستثمار وشركات الوساطة المالية وشركات حفظ الأوراق المالية وأمانة الاستثمار ومؤسسات الخدمات الاستشارية وغيرها.
  - تنظيم الترويج لصناديق الاستثمار وغيرها من أنظمة الاستثمار الجماعي.
  - تنظيم الاكتتاب العام والخاص للأوراق المالية الكويتية وغير الكويتية والإشراف والرقابة عليه.
  - تنظيم عمليات الاستحواذ والاندماج والإشراف والرقابة عليها.
  - وضع قواعد الرقابة والتنظيم الذاتي في نشاط الأوراق المالية.
  - الموافقة على كافة القواعد والضوابط التي تضعها إدارة البورصة لمباشرة أعمالها واعتمادها.
  - وضع قواعد الالتزام بأخلاقيات المهنة والكفاءة والنزاهة لدى الأشخاص المرخص لهم واعتمادها.
  - توفير النظم الملائمة لحماية المتعاملين والعمل على الحد من الممارسات غير الملائمة وغير القانونية وغير العادلة في نشاط الأوراق المالية.
  - التعاون مع الهيئات الرقابية والمؤسسات الأجنبية المثلثة فيما يتصل بالتنظيم والتنسيق والمشاركة بالأنشطة المشتركة بهدف تلافي اضطراب السوق.
  - الفصل في المنازعات التي تنشأ بين الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية والمتعاملين معها.

- وضع قواعد حوكمة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وإلزامها بتطبيقها كأحد متطلبات استمرار الترخيص لمزاولة النشاط.

- وضع القواعد الخاصة والنظم والإجراءات التي يتطلبها نشاط كل شخص يعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

- إجراء التفتيش المستمر على الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية للتأكد من التزامها بالتشريعات المنظمة لسوق المال.

### المطلب الثالث: الشروط المتعلقة بهيئة الرقابة القانونية المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية

إن الأدوار الهامة التي تقوم بها الهيئة القانونية المشرفة على السوق المالية الإسلامية عامة وبورصة الأوراق المالية الإسلامية بصفة خاصة تجعلها تخضع لشروط عدة، فمنها ما هو خاص ببورصة الأوراق المالية الإسلامية ومنها التي تخص الأطراف الأخرى للسوق المالية. وسيتم من خلال هذا المطلب عرض أهم الشروط التي يجب أن تلتزم بها هذه الهيئة لتقوم بأداء مهامها على أكمل وجه. والتي قمنا بتصنيفها إلى شروط مهنية وشروط فنية.

#### 1- الشروط المهنية المتعلقة بهيئة الرقابة القانونية المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية

يجب على هيئة الرقابة القانونية المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية أن تتحقق فيها شروط مهنية عديدة لتمكين من أداء المهام المنوطة بها، نذكر أهمها فيما يلي:

**1-1- الالتزام بتحقيق مبادئ الموثوقية والاعتمادية وصدق المعلومات:** وذلك بأن تقوم هيئة السوق بتوفير البيانات والمعلومات الكافية والمناسبة عن الأدوات المالية الإسلامية والجهات المصدرة لها، والتأكد من توفير البيانات والمعلومات الخاصة بالاكتمالات الجديدة، وسلامة هذه المعلومات وصحة الإجراءات التي أثبتت.<sup>306</sup>

**1-2- الالتزام بتوفير ضمانات الحماية القانونية لحقوق الملكية:** وذلك بأن تلتزم بإثبات ملكية الأصول والأدوات المالية المصدرة والمتداولة في السوق المالية الإسلامية إثباتاً محدثاً بشكل متتال اعتماداً على مؤسسات تشكل جزءاً من السوق المالية الإسلامية ليست ذات صلة مباشرة بعمليات التداول، بحيث أن ما يحصل في عمليات التداول ينعكس قانونياً على سجلات وأوراق هذه المؤسسات وهي التي تصدر الوضع النهائي لملكية هذه الأدوات، وعلى أن يتم نقل الملكيات من خلالها بشكل حقيقي ومحد أعلى يقدر بثلاثة أيام عمل، ويساعد في ذلك الآن التطور التكنولوجي ووسائل الإتصالات التي تسرع في تبادل الوثائق وما إلى ذلك.

**1-3- الالتزام بالحياد والإفصاح والسرية:** وذلك بإلزام أي شخص ذي صلة بأنشطة الأوراق المالية الإسلامية الإفصاح العني أو الخاص وتقديم أية بيانات ذات صلة بنشاطه، وأن تأمر بإجراء أي تحقيق ترى ضرورة إجرائه. بحيث لا يجوز لأي شخص مدعو إلى اجتماع في مجال اختصاص الهيئة، وكانت له في الموضوع المطروح للبحث مصلحة مباشرة أو غير مباشرة، أن يشارك في بحثه أو إبداء رأي فيه أو التصويت عليه، ويجب عليه أن يفصح عن هذه المصلحة في بداية الاجتماع وأن يترك الاجتماع قبل البدء بمناقشة الموضوع. كما يجب أن يلتزم مفوضو الهيئة والموظفون بالتصريح خطياً لدى الهيئة فور استلام مهامهم عن الأوراق المالية المدرجة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية التي يملكها كل منهم وزوجه وأولاده القصر كما يلتزم بالإفصاح خطياً عن أي تغيير يطرأ على ذلك. ويضع المجلس الذي يترأس الهيئة نظاماً خاصاً بقواعد وإجراءات هذا الإفصاح. ويجب على المفوض أو أي موظف أو شخص يعمل في لجان الهيئة أو معها بمقابل أو دون مقابل، أن يحافظ على سرية المعلومات التي وصلت إليه بحكم مركزه هذا، وأن يحافظ على ما تحت يده من مستندات فلا يطلع عليها سوى المختصين بالهيئة. ويلزم على من وجب عليه كشف سرية المستندات أو المعلومات إخطار الهيئة بما سيتم الكشف أو الإفصاح عنه من معلومات أو مستندات والجهة التي سيتم الكشف أو الإفصاح لها، وذلك قبل

<sup>306</sup> عماد سالم، سوق الإمارات للأوراق المالية وتطوير البيعة الاستثمارية، أبو ظبي: بدون دار نشر، 2006، ص: 191.

الكشف عن المستندات أو الإفصاح عن المعلومات. وأن تتمتع كل البيانات والمعلومات المتعلقة بعمل الهيئة بالسرية، ولا يجوز الكشف عنها إلا بموافقة الهيئة أو بموجب أمر من القضاء. كما تتمتع بيانات ومعلومات الأشخاص المرخص لهم والمتعاملين في بورصة الأوراق المالية الإسلامية بالحماية المقررة للبيانات الشخصية والسرية، ولا يجوز الكشف عنها إلا في الأحوال التي يميزها القانون أو بموجب أمر من القضاء.<sup>307</sup>

**1-4- الالتزام بالرقابة والتفتيش:** أن تقوم الهيئة بالتفتيش على الجهات المرخص لها الخاضعة لرقابتها للتأكد من التزامهم بأحكام القانون واللوائح والنظم والقرارات التي تصدرها الهيئة، وأن تقوم في سبيل ذلك بإجراء أعمال تفتيش دورية بموجب إخطار مسبق، أو أعمال تفتيش مفاجئ دون إخطار مسبق لتحقيق أغراضها الرقابية أو للتحقيق في الشكاوى أو المخالفات التي ترد إليها.<sup>308</sup> كما يجب أن تقوم الهيئة بتلقي البلاغات والشكاوي ذات الصلة بنشاط البورصة أو الوسطاء، وإجراء التحقيق اللازم، ومطالبة أي شخص بتقديم بيان خطي حول الظروف والملازمات المتعلقة بالمخالفات مضمون البلاغ أو الشكوى، واتخاذ القرارات المناسبة وفقاً لأحكام القانون والنظم الصادرة لنوع المخالفة. وعلى الهيئة القيام بالتفتيش خلال ساعات العمل، وأن تطلع على السجلات والوثائق، وأن تطلب تزويدها بأي مستند أو معلومات تعتبرها ضرورية لأداء مهمتها. وعلى الهيئة أيضاً -وهي بصدد التحري والتفتيش- أن تأمر من يجري معه التحري بعدم التصرف في الأوراق المالية الموجودة في حوزته وبأن يمتنع عن سحب أية أموال أو أوراق مالية مودعة لدى جهة أخرى. كما يجب أن تعتبر الهيئة عمليات التحري والتفتيش ووثائق سرية يجب عدم نشرها للعموم.<sup>309</sup>

**1-5- الالتزام بتوسيع مدى التذبذب السعري المسموح به:** إن تحديد المدى الذي تتحرك خلاله الأسعار ارتفاعاً وانخفاضاً في اليوم الواحد يمكن أن يؤثر في تخفيض التذبذب في البورصة من خلال التعليق المؤقت لنشاطات التداول عند تحقيق هذه الحدود للتحركات السعرية (التذبذب). ولكنه على الجانب الآخر، فإن وجود الحدود السعرية من شأنه أن يؤثر سلباً على دقة الأسعار بالسوق ويحد من قدرة المستثمرين المؤسسين على التعامل مع معلومات البورصة بصورة فورية وسريعة وعكس هذه المعلومات على الأسعار. وعليه فمن المستحسن مع تطورات ونضوج السوق أن يتم تمديد واتساع حدود ومدى التذبذب السعري المسموح به أو إزالتها كلياً.

**1-6- الالتزام بتحقيق مستويات عالية من النزاهة المهنية:** إن على الهيئة القانونية أن تقوم بعمليات رقابة فعالة على ممارسة الأعمال وذلك للتأكد من أن حالات تضارب المصالح وعدم النزاهة في وضع الحوافز الاستثمارية قد تم تجنبها وإلغائها والإفصاح عنها. كما يجب وضع شروط جيدة للترخيص ولتجديد الترخيص وذلك لضمان الالتزام من قبل العاملين والمشاركين في السوق المالية الإسلامية بما يمكنهم من متابعة الالتزام والمعرفة للمهنية والخبرة لدى المرخصين.<sup>310</sup>

## 2- الشروط الفنية المتعلقة ببيئة الرقابة القانونية المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية

إضافة إلى الشروط المهنية يجب على هيئة الرقابة القانونية المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية أن تتحقق فيها شروط فنية كذلك، نذكر أهمها فيما يلي:

**2-1- الالتزام بوضع الأنظمة المسيرة للبورصة:** وهو أن تضع الهيئة نظاماً خاصاً بالإدراج في بورصات الأوراق المالية الإسلامية، وأن تصدر الهيئة نظاماً خاصاً للحوكمة، وأن تضع الهيئة القواعد والشروط الواجب توافرها في مراقبي الحسابات للقيود بالسجل

<sup>307</sup> المواد (35)، (36)، (37)، (38) واللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، هيئة أسواق المال، الكويت. (بتصرف)

<sup>308</sup> المواد (39)، (40)، (41)، (44)، اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، هيئة أسواق المال، الكويت.

<sup>309</sup> المواد (12)، و(13)، و(14)، قرار مجلس الوزراء رقم (11) في شأن النظام الخاص بترخيص السوق والرقابة عليه، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات، 2000.

<sup>310</sup> نفس المرجع أعلاه.

الخاص بذلك لدى الهيئة، وقواعد الالتزام بأخلاقيات ممارسة المهنة والكفاءة والنزاهة لدى الأشخاص المرخص لهم.<sup>311</sup> وتجدر الإشارة هنا إلى العمل على تبسيط إجراءات طرح الأوراق المالية الإسلامية والتوسع في وسائل العروض. وذلك أن التوسع في تنوع أساليب الطرح سوف يؤدي إلى تطوير ودعم المستثمرين المؤسسين في الأسواق الناشئة. وفي هذا الخصوص، فقد نجحت الأسواق المتقدمة في تطوير وتسريع إجراءات طرح الأوراق المالية وجعلها أقل تكلفة أمام المستثمرين المؤسسين. ومن الممكن أن يتم ذلك من خلال اتباع نظم وأساليب متنوعة مثل نظم الطرح الخاص التقليدية، ونظم الطرح للمستثمرين المؤسسين، وأيضاً نظم الطرح الخليطة بحيث يتم طرح الأوراق المالية بأكثر من طريقة.<sup>312</sup>

**2-2- الالتزام بتطوير رأس المال البشري ووضع وتصميم هياكل تحفيزية وتشجيعية فعالة:** إن المدراء العاملين في بورصة الأوراق المالية الإسلامية يجب أن يكونوا على دراية كاملة ومهارة و يتمتعوا بأخلاقيات المهنة ولا يتم ذلك سوى بالتدريب والتعليم والخبرة. وعلى هذا الأساس فإن علة الهيئة الرقابة أن تضطلع بدور كبير في تنمية مهارات العاملين والمنتسبين إلى الصناعة المالية الإسلامية وجذب مزيد من المهارات من خارج الصناعة أيضاً.

**2-3- الالتزام بتطوير وتشجيع تعليم المستثمرين:** إن العلاقة بين المستثمرين المؤسسين وبين عملائهم تعتبر هشة وخاصة عندما لا يفهم العملاء الخدمات المقدمة والمخاطر التي تتضمنها. وعليه، فإنه من المهم أن يتم تعليم المستثمرين وإحاطتهم بالمعرفة الكاملة والإدراك للمخاطر. ولذلك فإن على هيئة الرقابة أن توفر المساعدة والموارد للمستثمرين المهتمين بتطوير ثقافتهم ومعارفهم المالية كالقيام بدورات تدريبية للمستثمرين. كما أن الإعفاءات الضريبية وغيرها من الحوافز من الممكن أن تغلب دوراً لا بأس به في تغيير سلوك المستثمرين. فعلى سبيل المثال، فإن آفاق الاستثمار من الممكن أن تمتد لآجال طويلة إذا تم إعطاء تخفيضات أو إعفاءات ضريبية على الأرباح الرأسمالية طويلة الأجل أو على الأرباح الموزعة في حال تم إعادة استثمارها. وفي الوقت نفسه، فإن الحوافز أيضاً يمكن أن تكون على شكل رسوم مخفضة أو حتى الإعفاء من الرسوم على العقود الذي تتم بعد أن يتم الاحتفاظ بالأصول لمدة طويلة الأجل.<sup>313</sup>

**2-4- الالتزام بمنع المخالفات في بورصة الأوراق المالية الإسلامية من خلال تفعيل نظام رقابة فعال:** سواء كانت هذه المخالفات شرعية أو غير شرعية فإنها تؤثر على البورصة سلبيًا وعلى سلامة السوق المالية الإسلامية وثقة المستثمرين فيها. ولذلك على هيئة الرقابة أن تقوم بالتحقيق والتفتيش والرقابة التي تمكنها من اكتشاف الممارسات غير العادلة وغير النزاهة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية وباقي أطراف السوق المالية الإسلامية.

**2-5- الالتزام بوضع معايير مناسبة لحوكمة الشركات:** تركز حوكمة الشركات على حقوق المساهمين والمعاملة بالتساوي بينهم، الإفصاح عن المعلومات، وواجبات أعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية. وعلى هذا فإن الهيئة ملزمة بإجبار كافة الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية على توفير الشفافية والإفصاح الشامل وبالوقت المناسب عن كافة المعلومات الجوهرية، كما أن الحوكمة السليمة المناسبة تعني دعم كفاءة ونزاهة الأسواق بما يثبت مزيد من ثقة المستثمرين.<sup>314</sup>

**2-6- الالتزام بمراجعة أطر العمل الرقابية بصفة مستمرة:** إن على هيئة الرقابة القانونية أن تقوم أو تساهم في مراجعة النظم والأطر الرقابية والقانونية وبصفة مستمرة للتأكد من أن هذه النظم والأطر تتناول وبشكل كافٍ القضايا المتعلقة بحماية المستثمرين، ونزاهة السوق المالية الإسلامية، والكفاءة والشفافية، وتقليل المخاطر النظامية. وتماشياً مع المبدأ السابع من مبادئ منظمة الدولية

<sup>311</sup> المادة (39)، و (40)، و (41)، و (44)، نفس المرجع أعلاه (بتصرف).

<sup>312</sup> سامي حطاب، "ملخص تقرير أثر الأزمة المالية على الأسواق الناشئة"، المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية، الإمارات العربية المتحدة، سبتمبر 2010، ص ص: 8-9.

<sup>313</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 11.

<sup>314</sup> سامي حطاب، "ملخص تقرير تطور الاستثمار المؤسسي في الأسواق الناشئة والتشريعات التي تحكمه للمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية"، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات، ص ص: 5-6. (بتصرف)

لهيئات الأوراق المالية (IOSCO)\*<sup>315</sup> فان على الجهات الرقابية أن تقوم بمراجعة دورية للنشاطات المالية وذلك لضمان خضوع كافة هذه النشاطات للتشريعات النافذة ولرقابتها. ومن الأمثلة على ذلك، النمو السريع للنشاطات المالية الجديدة وكذلك النشاطات التي لا تخضع للرقابة والتنظيم، النمو السريع للنشاطات المالية التي كانت تخضع لرقابة وتنظيم مخففين أو التي كانت مستثناة من الرقابة والتنظيم، البنوك التي وسعت من عملياتها ونشاطاتها في أسواق الأوراق المالية، وكذلك النشاطات التي انتقلت من قطاع المصارف أو قطاع التأمين إلى مؤسسات غير خاضعة للرقابة والتنظيم أو إلى مؤسسات تعمل في قطاع الأوراق المالية مما يتطلب زيادة في إجراءات ومتطلبات الرقابة الاحترازية.<sup>315</sup>

\* International Organisation of Securities Commissions، وهي منظمة عالمية تجمع في عضويتها هيئات أسواق المال الدولية للعمل من أجل تحقيق مجموعة من المبادئ وصل عددها إلى 38 مبدأ التي وضعتها هذه الهيئة لحماية المستثمرين وضمان أن الأسواق المالية تحقق العدالة والكفاءة والشفافية للمعاملات، بالإضافة إلى التقليل من المخاطر الناشئة عن المعاملات المالية.  
<sup>315</sup> نفس المرجع السابق، ص: 15.

## خلاصة الفصل الثاني

بعد أن تم عرض النماذج التي يمكن أن تسير من خلالها البورصة، وجدنا أن إسناد إدارة وتسيير بورصة الأوراق المالية الإسلامية إلى شركة مساهمة خاصة تحت إشراف حكومي، فيه من الضمانات ما يتلاءم والمحافظة على المصلحة العامة بما يساهم ومواكبة البورصة الإسلامية للتحويلات الاقتصادية والمالية التي تعرفها عبر العالم. وتمنح لشركة إدارة البورصة مجموعة من المهام المتمثلة في التسيير والإدارة، ومهمة الحراسة والمراقبة.

يهدف تنظيم بورصة الأوراق المالية الإسلامية إلى حماية المستثمر من الغش و التلاعب والمعلومات المضللة وحماية المصلحة العامة، بالحفاظ على أسواق حرة مفتوحة وذلك بسن القوانين واللوائح المختلفة لضبط التعامل في الأوراق المالية. إن إدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية لا يجب أن تكون صارمة فحسب بالقضاء على التلاعب والغش فقط، بل تجعل من الاستقرار والتطور صفتان ملازمتان لعملها، وحسب التوجيهات التي تريدها الدولة. ولقيام إدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية بأداء مهامها على أحسن وجه، يجب أن تلتزم بشروط مهنية وفنية فضلا عن الشروط الشرعية ولقد تم عرض كل نوع من هذه الشروط في هذا الفصل بشيء من التفصيل.

إن عنصر الرقابة الشرعية من متطلبات إنشاء أي بورصة أوراق مالية تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وتعد الرقابة الشرعية من أهم الأجهزة الرقابية المستحدثة في الصناعة المصرفية الإسلامية، كما أنها تعد من أهم الفوارق الأساسية بين البورصة الإسلامية والتقليدية، وإن الدور الذي يقدمه العنصر الرقابي الشرعي يجب أن يبدأ من أولى خطوات الإنشاء، ولتتمكن الكوادر الفنية والإدارية والاقتصادية من منح عملية الإنشاء الصبغة الإسلامية لا بد من إشراف هيئة فتوى ورقابة شرعية مركزية، تعنى بتأصيل وتكثيف كل خدمات ومنتجات ونشاطات المعاملات المالية التي تتم من خلال البورصة الإسلامية، ومعالجة المشاكل مع تقديم الحلول والبدائل، والعمل على تطوير البورصة الإسلامية للارتقاء بها في السوق التنافسي، بما يضمن سلامتها من أوجه التصرفات المالية المخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية، لأن حفظ المال وتنميته من مقاصد الشريعة الإسلامية. ولذلك قمنا باقتراح قيام هيئة مركزية "عليا" للرقابة الشرعية تُعنى بالفتاوى الأساسية المفصلية وبمعايير الرقابة الشرعية، وتكون ترجيحاً ملزمة للبورصة الإسلامية ولكافة المتعاملين فيها. وعلى هذه الهيئة المركزية أن تكون مستقلة تماماً إدارياً وتمولها الدولة أو المصرف المركزي مما يقيها الوقوع في بعض المحاذير التي تم ذكرها في هذا الفصل. وعلى اعتبار أن هيئة الرقابة الشرعية المركزية كيان إداري مكون من مجموعة من الأعضاء فهي تخضع لضوابط وشروط تتعلق بالأعضاء المكونة لها من جهة، وشروط مهنية وفنية تتعلق بالهيئة كجهاز إداري من جهة أخرى. ومن بين أهم هذه الشروط استقلالية الهيئة، حوكمة عمل الهيئة، توحيد المرجعية الشرعية وكفايتها وكفاءتها عن طريق إصدار معايير شرعية موحدة.

بالإضافة إلى رقابة الهيئة الشرعية المركزية التي تسهر على حماية هذه البورصة من أية مخالفات شرعية، فإن بورصة الأوراق المالية الإسلامية لا بد أن تخضع لرقابة قانونية حكومية، وهذا يستدعي وجود هيكل مؤسسي فعال ومتكامل يقوم بتنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل معها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته. ويتمثل هذا الهيكل في وجود هيئة رسمية تنظم وتشرف بصورة كاملة على جميع نشاطات بورصة الأوراق المالية الإسلامية من حيث إدراج الأوراق المالية وشروط إصدارها وتداولها، وكذلك تأهيل الكوادر والأفراد العاملين في البورصة، وهذا يعني أن هذه الجهة تقوم بكافة الأعمال التي تهدف إلى تطوير وتحقيق أساليب الحماية للمتعاملين في البورصة من خلال منعها لكل التجاوزات، ومتابعة مدى الالتزام بالأنظمة واللوائح والقوانين التي تحكم عمل البورصة والتي تضمن لها الاستقرار وتزيد ثقة المستثمرين فيها.

## الفصل الثالث :

أدوات بورصة الأوراق المالية الإسلامية

وشروط التعامل بها

## الفصل الثالث: أدوات بورصة الأوراق المالية الإسلامية وشروط التعامل بها

إن النجاح في إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية ومن ثم بقاؤها ونموها على المدى البعيد لن يعتمد على وجود تشريعات تحميها أو هيكل تنظيمي جيد لإدارة شؤونها بقدر ما يعتمد على امتلاكها لمزايا غير متوفرة في بورصة الأوراق المالية التقليدية، وعلى ذلك فإن قيام بورصة أوراق مالية إسلامية ونمو نشاطها في البلدان الإسلامية وفي غيرها أيضا يعتمد على تقديمها لخدمات جديدة واختصاصها بمزايا فريدة يتيحها لها جوهر المفهوم الإسلامي، وهو الدور الذي يمكن أن تحفقه الأدوات المالية الإسلامية وخاصة الصكوك الإسلامية، حيث أن استخدام الصكوك والتوسع في التعامل بها من قبل المدخرين والمستثمرين والمؤسسات المالية والحكومة يؤدي إلى تدعيم دور السوق المالي في التنمية الاقتصادية.

إن بورصات الأوراق المالية التقليدية تعتمد على أدوات مستمدة من كيانها الوضعي، أغلبها قائمة على عنصر الربا، تحرك بها الأموال بين فئتين متضادتين في الوضعية، وهما فئة المستثمرين المحتاجين للأموال وفئة أصحاب الفوائض المالية. أما من المنظور الإسلامي ومن خلال بورصة الأوراق المالية الإسلامية، فلا بد من وجود أدوات مالية بديلة عن الأدوات القائمة على عنصر الربا، فكانت الاجتهادات في هذا كبيرة، ولها نتائج إلى حد ما إيجابية، فتنوعت الأدوات واختلفت دون المساس بمبادئ الاستثمار الإسلامي، فجاءت البدائل الشرعية لتسهل على المتعاملين في البورصة أعمالهم ولتبسط انتقال الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز دون المساس بالأصول والمبادئ التي بنيت عليها بورصة الأوراق المالية الإسلامية من جهة، ومن جهة أخرى لتشير الأموال وفق شروط وأسس الاستثمار الإسلامي.

ومن هذا المنطلق سنبحث في هذا الفصل الأدوات المالية الممكن تداولها في بورصة الأوراق المالية الإسلامية، سواء كانت أدوات إسلامية أصيلة، أو أدوات تقليدية يمكن تكييفها والاستفادة منها في إنشاء أدوات مالية إسلامية. وذلك - كما ذكرنا سابقا - أن إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية لا يعني إلغاء كل العقود والتعاملات المتعامل بها في بورصة الأوراق المالية التقليدية، وإنما سيتم الاحتفاظ بما هو متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية سواء دون تعديل أو مع تعديل ما يجب تعديله، مع استثناء وإلغاء ما هو مخالف لها، وهذا بغية التركيز على بقاء واستمرار تقديم البورصة لوظيفتها الأساس المتمثلة في تسييل الأصول المالية دون المساس بالأصول الحقيقية، لضمان جذب المدخرات وتحويلها للمشاركة التنموية، دون تشويه لوظائف البورصة بتلبية حاجات المقامرين والراغبين بتحقيق الأرباح دون جهد أو عمل، ودون إضافة لقيمة حقيقية لعناصر الإنتاج، وإحداث تشوهات في عدالة التوزيع للثروة.

إن تخصيص بورصة الأوراق المالية الإسلامية بأدوات مالية معينة يتوقف على خضوع هذه الأدوات إلى شروط تجعلها مقبولة في مثل هذه البورصة، وعلى رأسها الشروط الشرعية ثم تليها الشروط المهنية والفنية التي تسمح بتحققها وتنظيم التعامل بها. ولتحقيق هذه الأهداف سيتم تقسيم هذا الفصل كالتالي:

- المبحث الأول: الأوراق المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية.
- المبحث الثاني: عقود بورصة الأوراق المالية الإسلامية.
- المبحث الثالث: الشروط الخاصة بأدوات بورصة الأوراق المالية الإسلامية.

## المبحث الأول: الأوراق المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

تعتبر الأدوات المالية المحور الرئيسي الذي تقوم عليه عمليات أي بورصة أوراق مالية، إلا أن ندرة أو قلة الأدوات المالية التمويلية الإسلامية خلال فترة ليست بالبعيدة أدت إلى تأخير إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية، إلا أن الباحثة ترى أنه حالياً تم ابتكار وانتشار أعداد مقبولة من هذه الأدوات على مستوى العالم الإسلامي مما يشجع على إنشاء مثل هاته البورصة. إن المتأمل في هيكل التمويل الإسلامي يلاحظ أنه يحتوي على أدوات تمويل كبيرة من حيث العدد، ولكل منها أهميتها ومكانتها بحيث لا نستطيع بسهولة وفي كل الأحوال أن نقول أنه رغم تعدد الأدوات فهناك أداة مركزية واحدة تتمحور حولها بقية الأدوات، كما هو الحال في التمويل بنظام الفائدة. أما من حيث التنوع والتمايز والتشابه فيلاحظ أن الهيكل التمويلي الإسلامي يحتوي على أدوات تمويلية متشابهة، لكن لكل أداة خصوصيتها سواء من حيث ما تقدمه لكل طرف من حقوق، وما تحمله له من أعباء والتزامات، أو من حيث ما هو متاح لها من مجالات العمل والاستخدام.<sup>316</sup>

ومن خلال هذا المبحث سيتم توصيف الأوراق المالية الإسلامية الممكن تداولها في بورصة الأوراق المالية الإسلامية، والتأكيد على أهم أداتين من أدوات بورصة الأوراق المالية الإسلامية وهما الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والصكوك الإسلامية. بالإضافة إلى تسليط الضوء على الأوراق المالية غير المشروعة والتي يتم تداولها في بورصة الأوراق المالية الإسلامية وإمكانية تكييفها فقهيًا للإستفادة منها في إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية.

### المطلب الأول: مفهوم الأسهم وأنواعها

يتمثل التقسيم الرئيسي للأوراق المالية في التمييز بين الأوراق المالية من حيث كونها حق ملكية أو أدوات دين. وتعتبر الأسهم من أهم أدوات الملكية المثمرة والمدرة للسيولة النقدية في بورصة الأوراق المالية الإسلامية. وسيتم في هذا المطلب دراسة التعريف بالأسهم المقبولة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية من خلال تعريفها العام وأنواعها، مع إبراز ما يميزها عن الأسهم في بورصة الأوراق المالية التقليدية، ومن ثم آليات إصدار وتداول هاته الأسهم بالإضافة إلى دور هذه الأخيرة في إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية.

#### 1- تعريف الأسهم

إن الأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية هي أسهم متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وسيتم في هذا الموضوع تناول مفهوم الأسهم عموماً، ثم حصر الأنواع الممكن تداولها في بورصة إسلامية.

#### 1-1- التعريف العام للأسهم: عُرف السهم في الاقتصاد والقانون التجاري عموماً بتعريفات عدة منها:

- السهم هو الحصة أو النصيب الشائع في شركة من شركات الأموال، وهذه الحصة تمثل جزءاً من رأس مال الشركة، ويتمثل السهم في صك يعطى للمساهم، ويكون وسيلة لإثبات حقوقه في الشركة.<sup>317</sup>
- السهم هو الجزء الذي ينقسم على مجموعة رأس مال الشركة والمثبت في صك له قيمة اسمية، وتشكل الأسهم في مجموعها رأس مال الشركة، وتكون متساوية القيمة.<sup>318</sup>

<sup>316</sup> شوقي دنيا، الأدوات المالية المستخدمة في تمويل المشروعات، ندوة الصناعة المالية الإسلامية، البنك الإسلامي للتنمية، 5004/2، 2000.

<sup>317</sup> ماجد الكندي، مرجع سابق، ص: 36.

<sup>318</sup> سميحة القليوبي، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، الطبعة الثالثة، 1993، ص: 242.

- السهم سند قابل للتداول، تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأس مالها.<sup>319</sup>
  - وعرفت الأسهم على أنها "صكوك متساوية القيمة، وقابلة للتداول بالطرق التجارية، والتي يتمثل فيها حق المساهم في الشركة، لا سيما حقه في الحصول على الأرباح".<sup>320</sup>
  - "حصة شائعة في موجودات الشركة وأن شهادة السهم هي وثيقة لإثبات هذا الاستحقاق في الحصة".<sup>321</sup> ويقدم السهم مقابل حصة (نقدية أو عينية)، ويعطي لصاحبه الحق في تتبع مسار الشركة، الحق في التصويت في الجمعيات العامة، والحق في الأرباح إذا كانت النتائج تسمح بذلك.<sup>322</sup>
- 1-2- تعريف الأسهم المقبولة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية:** إن الأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية لا تختلف في مفهومها عن تلك المتداولة في بورصة الأوراق المالية التقليدية، والإختلاف الوحيد بينهما هو أن يأخذ بعين الإعتبار الغرض الأساسي الذي يتم من أجله إصدار الأسهم أي مشروعية النشاط الأساسي للشركة المصدرة للسهم.

فلقد أجمع الفقهاء والباحثين على جواز إصدار وتداول أسهم الشركات التي غرضها الأساس وأنشطتها مشروعية ولا تتعامل بأي نوع من المعاملات المحرمة،<sup>323</sup> مثل: شركات البترول، الأدوية، الإسمنت، الحديد، البنوك الإسلامية، وغيرها. وسيتم تفصيل هذا الشرط في المبحث الخاص بالشروط الشرعية المتعلقة بالشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية.

وعليه يمكن أن نضع تعريفا للسهم الممكن إصداره في بورصة الأوراق المالية الإسلامية، بأنه عبارة عن وثيقة ملكية لحصة في رأس مال شركة مساهمة ذات نشاط أساسي مشروع، يمثل صك لضمان المشاركة في الربح أو الخسارة، وهو قابل للتداول يباع وشراء تحت ضوابط شرعية معينة. وتعتبر الأسهم المكونة للشركة أقساما متساوية من رأس مالها غير قابلة للتجزئة.

## 2- أنواع الأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

تعتبر الأسهم العادية (**common stock**) أهم أنواع الأسهم والنوع الوحيد من أنواع الأسهم التقليدية الممكن إصداره وتداوله في بورصة الأوراق المالية الإسلامية، ولذلك سيتم تجاهل كلمة العادية فيما سيأتي من البحث.

ومن خصائص هذه الأسهم أنها تتساوى في قيمتها وتعطي المساهمين حقوقاً متساوية، ويعطي صاحبها قدر من الربح يتفق مع ما دفعه للشركة دون أي زيادة أو نقصان، كما يتحمل الخسارة بقدر أسهمه، والحكم الشرعي لهذا النوع من الأسهم هو الجواز بلا خلاف.<sup>324</sup> ومن أهم الحقوق التي تمنحها الأسهم لأصحابها هي:

- حق حضور الجمعية العامة للشركة، والتصويت على قراراتها.

<sup>319</sup> القانون التجاري الجزائري، المادة (715) مكرر 40.

<sup>320</sup> أبو زيد رضوان، شركات المساهمة، دار الفكر العربي، 1983، ص: 81.

<sup>321</sup> مجمع الفقه الإسلامي، القرار الرابع، العدد السابع، من موقعه: [www.fiqhacademy.org.sa](http://www.fiqhacademy.org.sa)

<sup>322</sup> V. Haderer, L'école pratique de la bourse : en 600 mots, Le journal des finances, Paris, 1996, p : 15.

<sup>323</sup> قرار مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، جدة، 9-14/5/1992، مرجع سابق.

<sup>324</sup> شعبان البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، الطبعة الأولى، دمشق، 2002، ص: 91-92.

- حق ترشيح نفسه للعضوية في مجلس الإدارة، إذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب من الأسهم.
  - حق الحصول على حصة من صافي أصول الشركة عند تصفيتها.
  - حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة لزيادة رأس المال.
  - حق نقل ملكية السهم إلى شخص آخر، بطريق البيع في البورصة، أو غيرها من الطرق.
  - حق انتخاب أعضاء مجلس إدارة الشركة.
  - حق الإطلاع على دفاتر وأوراق الشركة.
- إن هذا النوع من الأسهم لا يجوز لصاحبها استرداد قيمتها من الشركة ما دامت الشركة قائمة، ولا يستردها إلا مع التصفية النهائية للشركة، وهذا هو الأصل والقاعدة في جميع الشركات في الإسلام.<sup>325</sup>

وتصنف الأسهم إلى أنواع متعددة حسب المعيار المستعمل في التصنيف، ويمكن بيان أهمها على النحو الآتي:

## 2-1-1-2- حسب طبيعة الحصة المقدمة: تنقسم الأسهم من حيث الحصة التي يدفعها الشريك إلى:

- 2-1-1-2- أسهم نقدية: وهي التي يدفع المساهم قيمتها نقداً، ولقد أجمع الفقهاء على جواز هذا النوع من الأسهم، حيث أجمعوا على جواز الشركة بالأثمان المطلقة.<sup>326</sup>
- 2-1-2- أسهم عينية: وهي التي يدفع المساهم قيمتها عيناً (عقاراً أو منقولاً) من غير النقد (والتي تسمى عروضاً في المصطلح الشرعي)، ويجب أن تكون محررة بالكامل، ولا يجوز تداولها قبل تقويم الحصة العينية بالنقد (التنضيف).<sup>327</sup>
- 2-1-3- أسهم مختلطة: وهي التي يدفع المساهم جزءاً من قيمتها نقداً والجزء الآخر عيناً، وهي جائزة بشرط أن يتم تقييم الجزء العيني نقداً قبل تداولها.

## 2-2- حسب الشكل القانوني: للأسهم تصنيف يعتمد الاسم المكتوب عليها معياراً للتقسيم، فهناك:

- 2-2-1- أسهم إسمية: وهي التي تحمل اسم المساهم وتثبت ملكيته لها.<sup>328</sup> وهذا النوع من الأسهم يجوز شرعاً إصدارها والتداول بها، إذ الأصل أن ملكيته بحصة في الشركة تعطيه الحق في حمل الصكوك المثبتة لحصته باسمه.<sup>329</sup>
- 2-2-2- أسهم لحاملها: وهي التي لا تحمل اسم حاملها، ويعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة. ولقد صدر قرار من مجمع الفقه الإسلامي بجواز إصدار السهم لحامله بما أن المبيع فيه هو حصة شائعة في موجودات الشركة، وأن شهادة السهم هي وثيقة لإثبات هذا الإشتقاق في الحصة.<sup>330</sup> حيث أنه ليس من شروط الشرع أبداً تسجيل الاسم على الشيء المملوك بل نفس الأيلولة إليه بوجه شرعي توجب ملكه إياه.<sup>331</sup>

<sup>325</sup> محمد شبير، مرجع سابق، ص: 201

<sup>326</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، 1996، ص: 281

<sup>327</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، البحرين، 2010، ص: 163.

<sup>328</sup> محمد عثمان شبير، مرجع سابق، ص: 200.

<sup>329</sup> شعبان البرواري، مرجع سابق، ص: 90.

<sup>330</sup> قرار مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، جدة، 9-14/5/1992، مرجع سابق.

<sup>331</sup> ماجد الكندي، مرجع سابق، ص: 72.

**2-2-3- أسهم لأمر أو إذنية:** وهي التي تتضمن عبارة "الأمر" فيكون السهم قابلاً للتظهير، أي التي يكون تبادلها عن طريق ذكر من آلت إليه ملكية السهم بالتظهير. هذا النوع من الأسهم جائز شرعاً، لانتفاء الجهالة بمعرفة المساهم الثاني، ولا يفضي إلى ضرر أو خصومة.<sup>332</sup>

### 3- قيمة الأسهم

يمكن للأسهم أن تأخذ ثلاث قيم وهي كالتالي:<sup>333</sup>

**3-1- القيمة الإسمية:** وهي القيمة التي تحدد للسهم عند إنشاء الشركة، وهذه القيمة تعني مقدار ما شارك به الفرد في رأس مال الشركة.

**3-2- القيمة الحقيقية:** وهي نصيب السهم من صافي أصول الشركة بعد إعادة تقييمها وفقاً للأسعار الجارية، وبعد إعادة تقييم الخصوم لإظهار الإلتزامات الحقيقية للشركة، وذلك يقود إلى أن القيمة الحقيقية هي المقدار الذي يساويه السهم من موجودات الشركة الخالصة مع الحقوق اللازمة لها.

**3-3- القيمة السوقية:** أي قيمة السهم في السوق عند بيعه، وهذه القيمة تكون خاضعة لمبدأ العرض والطلب في سوق الأوراق المالية، فتتأثر بالظروف المحيطة بالشركة فترتفع في بعض الأحيان وتنخفض في أخرى.

هذه القيم لا شيء فيها مخالف للشرع، إلا أنه لا يصح إصدار السهم بقيمة أعلى من قيمته الإسمية أو أقل منها، ويجوز شرعاً وقانوناً إضافة مصاريف إصدار في حدود معلومة من القيمة الإسمية للسهم، كما سيتبين من خلال الشروط الشرعية لإصدار الأسهم.

### 4- دور الأسهم المشروعة في إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية

يقصد بالأسهم المشروعة الأسهم المنضبطة بالضوابط الشرعية والتي يمكن إصدارها وتداولها في بورصة أوراق مالية إسلامية والتي تم تعريفها سابقاً. ويمكن إبراز أهمية هذه الأسهم في إنشاء وتطوير بورصة أوراق مالية إسلامية، والدور الذي تلعبه في تحسين التمويل الإسلامي من خلال الآتي:

- إن التعامل بالأسهم المنضبطة مع الشريعة الإسلامية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية يوفر للمستثمر الضمان والسيولة والربحية، وهو البديل الشرعي عن أسهم الأسواق المالية التقليدية.
- إن الاستثمار في الأسهم المنضبطة بالضوابط الشرعية هو مشاركة في عمليات التنمية، من حيث الكم والجودة والمقاصد المطابقة للشريعة.
- إن إصدار وتداول الأسهم المنضبطة يشجع على الاستثمار المباشر، مما يساهم في تنمية الاقتصاديات الإسلامية.
- إن تداول الأسهم المنضبطة يوفر مؤشراً إسلامياً يعكس الصورة الحقيقية للاقتصاد.

### 5- آليات إصدار وتداول الأسهم في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

<sup>332</sup> عصام أبو النصر، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دارالنشر للجامعات، القاهرة، 2006، ص: 47.

<sup>333</sup> محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 31.

إن الأمور الإدارية والآليات التي يتم الاعتماد عليها في بورصة الأوراق المالية التقليدية لإصدار وتداول الأسهم إذا كانت لا تحتوي على محاذير شرعية لا ضير أن يستفاد منها في إنشاء بورصة الأوراق المالية الإسلامية، وعليه فإن آلية إصدار الأوراق المالية في بورصة إسلامية لا تختلف عنها في بورصة تقليدية.

**5-1-1- آلية إصدار الأسهم:** إن إصدار الأسهم يتم إما عند إنشاء شركة مساهمة عامة، حيث يتم تقسيم رأس مالها إلى أسهم ذات قيمة إسمية متساوية، وتطرح هذه الأسهم للاكتتاب العام، أو إذا كانت الشركة قائمة، وأرادت زيادة رأس مالها. ويتم إصدار الأسهم في السوق الأولية لبورصة الأوراق المالية، حيث تقوم الجهة المصدرة (شركة، بنك، حكومة أو غيرها) بطرح أسهمها للاكتتاب لأول مرة في البورصة بقيمتها الإسمية. وتعرف هذه العملية بالدورة الأولى للإصدار، حيث تنشأ بموجبها أوراق مالية جديدة لأول مرة في البورصة.<sup>334</sup> ويتم عادة إصدار الأوراق المالية في البورصة بطريقتين:

**5-1-1-1- التعامل المباشر (Direct Transaction):** يتم في هذا النوع من التعامل الإتصال بالمشتريين مباشرة، وعملياً تلجأ بعض الجهات المصدرة للأوراق المالية إلى هذا الأسلوب إذا لم يكن حجم الإصدار بالضخامة التي تقتضي الإستعانة ببيوت السمسة والوساطة المالية المختصة في عمليات تغطية الإكتتاب وتسويق الأسهم. حيث تقوم الجهات المصدرة في هذه الحالة بجهد تسويقي للتأثير على الجهات التي يتم الإتصال بها كالمصارف، شركات التأمين، صناديق الإدخار والتقاعد، وقد تغطي هذه الجهات الإصدار بكامله وقد تحقق أيضاً.<sup>335</sup>

**5-1-1-2- التعامل غير المباشر (Indirect Transaction):** يركز هذا الأسلوب على استخدام الوسطاء الذين يقومون بتولي مسؤولية الإصدار وتغطية الإكتتاب وتحمل مخاطر تقلب الأسعار. ويطلق على الوسطاء الذين يقومون بأداء هذه الوظيفة "Inderwriters".<sup>336</sup>

**5-2- نشرة الإصدار:** تحتوي نشرة الإصدار على بيانات يتم تقديمها وفقاً لقواعد الإصدار والإفصاح الصادرة من الهيئات المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية في الدولة، ويتحمل المؤسسون وأعضاء مجلس الإدارة المرشحون، والوارد أسمائهم ضمن محتويات تلك النشرة مجتمعين ومنفردين كامل المسؤولية فيما يتعلق بصحة المعلومات والبيانات الواردة في نشرة الإصدار، ويؤكدون حسب علمهم واعتقادهم وبعد بذل عناية الرجل الحريص وإجراء الدراسات الممكنة والى الحد المعقول، أنه لا توجد أي وقائع أخرى أو معلومات جوهرية يؤدي عدم تضمينها بالنشرة إلى جعل أي إفادة واردة فيها مضللة أو مؤثرة على القرار الاستثماري للمكتتبين.

إن الغاية الرئيسية من إعداد هذه النشرة هو إطلاع المستثمرين على المعلومات الأساسية التي يمكن أن تساعد على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بشأن الاستثمار في الأوراق المالية المطروحة، ويتعين على كل مستثمر قبل تقديم طلب الإكتتاب أن يتفحص ويدرس بعناية ودقة كافة البيانات التي تتضمنها نشرة الإكتتاب هذه وكذا النظام الأساسي للشركة المصدرة ليقرر فيما إذا كان من المناسب أن يستثمر في هذه الأسهم من عدمه، كما يتعين على كل مستثمر الحصول من مستشاره المالي والقانوني على الاستشارة اللازمة عن الاستثمار في الأوراق المالية المطروحة للاكتتاب، كما يتحتم على قارئ النشرة مراعاة أن الكلمات والعبارات التي تشير إلى أن البيانات تقديرية وتتعلق بالمستقبل الهدف منها هو توضيح أنها بيانات غير مؤكدة ويجب عدم الاعتماد على هذه التقديرات المستقبلية بصورة كلية حيث أنها عرضة للتغيير لأنه يستحيل التنبؤ بالظروف المستقبلية بتيقن مما قد يؤدي إلى اختلاف النتائج الفعلية عن النتائج المتوقعة.<sup>337</sup>

**5-3- آلية تداول الأسهم:** يقصد بتداول السهم بيعه، ومحل العقد في بيع السهم هو الحصة الشائعة من أصول الشركة المصدرة لهذا السهم، وشهادة السهم عبارة عن وثيقة للحق في تلك الحصة.

<sup>334</sup> حنفي عبد الغفار، مرجع سابق، ص: 62.

<sup>335</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، 1996، ص: 38.

<sup>336</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 40.

<sup>337</sup> هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية، "نشرة طرح أسهم للاكتتاب العام في رأس مال شركة ترغب في التحول إلى شركة مساهمة عامة"، نموذج (1/5)، موقع الهيئة:

ويعد التداول من الخصائص الجوهرية للسهم، وهي العملية اللاحقة لإصدار الأسهم، وتتم هذه العملية في السوق الثانوية، ويقصد بالتداول هو إمكانية انتقال ملكية السهم من شخص "البائع" لآخر "المشتري" بإحدى الطرق التالية:

**5-3-1- التسجيل:** أي القيد في سجل المساهمين بالشركة إذا تم التداول بالأسهم الإسمية.

**5-3-2- الحيازة الفعلية:** ويكون ذلك بالتسليم المادي، وهذا في الأسهم لحاملها.

**5-3-3- التظهير:** وهي طريقة تداول الأسهم لأمر بنقل ملكية السهم بالكتابة على ظهر السهم.

### المطلب الثاني: صكوك الاستثمار الإسلامية وأنواعها

إن الصكوك الإسلامية تعتبر الطرف المكمل للأسهم والجنح الثاني للبورصة، وذلك لكونها تقدم بديلاً عن الأوراق المالية التقليدية ذات معدل فائدة ثابت (السندات). وتعد الصكوك الإسلامية جزءاً مهماً من توليفة الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية الإسلامية. وتسمى هذه الصكوك بصكوك الاستثمار الإسلامية تمييزاً لها عن الأسهم وسندات الدين. ونقصد بصكوك بورصة الأوراق المالية الإسلامية الصكوك الجائز تداولها في هذه البورصة، وسيتم من خلال هذا المطلب عرض تعريفها العام وتعريف كل نوع منها.

### 1- مفهوم التصكيك وصكوك الاستثمار الإسلامية

سيتم في هذه النقطة التطرق إلى مفهوم التصكيك الإسلامي، ومن ثم تعريف صكوك الاستثمار الإسلامية:

**1-1- مفهوم التصكيك الإسلامي:** تنتج الصكوك\* عن عملية التصكيك (أو التوريق وهي عملية تحويل الأدوات المالية الاستثمارية أوراقاً مالية يسهل تداولها في بورصة الأوراق المالية) وهي عملية تقسيم ملكية الأموال والموجودات المالية إلى أجزاء يمثل كل جزء منها صكاً قابلاً للتداول لأغراض الاستثمار في بورصة الأوراق المالية وفق الضوابط والمعايير الشرعية.<sup>338</sup>

إن التصكيك عبارة عن عملية تحويل الأصول المقبولة شرعاً إلى صكوك مالية مفصولة الذمة المالية عن الجهة المنشئة لها وقابلة للتداول في سوق مالية، شريطة أن يكون محلها غالبه أعياناً، وذات آجال محددة بعائد غير محدد أو محدد ولكن ليس خالياً من المخاطر. ويعني التصكيك عموماً إجراءات إصدار الصكوك وتتضمن الخطوات التالية:<sup>339</sup>

أ- إنشاء موجودات: تكون عبارة عن موجودات قابلة للتصكيك حسب أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها كالموجودات موضوع عقد الإجارة، بينما في التمويل التقليدي تكون عادة عبارة عن قروض أو ذمم مدينة أخرى.

ب- نقل ملكية الموجودات إلى كيان ذي غرض خاص يتصرف بصفة المصدر وذلك بوضعها في شكل أوراق مالية (صكوك).

ت- إصدار الأوراق المالية (الصكوك) إلى المستثمرين.

تأسيساً على التعريف السابق لعملية التصكيك يمكن توضيح عدة سمات تتصل بهذه العملية على الوجه التالي:

- التصكيك يمكن أن يوظف بإطار زمني محدد.
- الذمة المالية المفصولة تعني نظرياً وجود الشركة ذات الأغراض الخاصة (SPV).
- تحديد العائد مسبقاً بالنسبة للورقة لا يعني خلوها من المخاطر، وبالتالي تبعدها عن السندات ذات الفائدة الثابتة والخالية من الخطر.

\* كلمة الصك فارسية معربة وهو الكتاب الذي يكتب في المعاملات والتقارير. وجمع الصك صكوك، وتجمع كذلك على صكاك، كما تجمع على أصك. والصك أيضاً الورقة المكتوبة بدين. وقد عرف المسلمون قديماً الصكوك على صفة الورقة التي تخرج من ولي الأمر بالرزق لمستحقه بأن يكتب فيها لإنسان كذا وكذا من طعام وغيره. في محمد علي القري، "كيف يتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية"، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، 27-28/05/2008، البحرين، ص: 2.

<sup>338</sup> أحمد السعد، مرجع سابق، ص: 72.

<sup>339</sup> مجلس الخدمات المالية الإسلامية، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية، يناير 2009، ص: 4.

- ضرورة أن تكون الأصول محل التصكيك مقبولة شرعا والغلبة فيها للأعيان.
- القابلية للتداول في السوق المالية متى ما توفرت الشروط الشرعية المطلوبة للتداول. ويمكن أن تأخذ عملية التصكيك اتجاهين أساسيين :
- الأول**، يتعلق بوجود أصل أو مجموعة أصول منتجة يتم استصدار صكوك بموجبها لمدة محددة وهي بذلك تمثل عملية مشاركة في المنافع المتوقعة من أداء هذا الأصل أو الأصول.
- الثاني**، يتعلق بتمويل فكرة استثمارية معينة باستصدار صكوك مالية قابلة للتداول من حصيلتها يتم تمويل المشروعات أو الآلات الاستثمارية المحددة على أن يكون لحملة الصكوك هذه ثمار المنافع المتوقعة من هذا الاستثمار، وهي بذلك تمثل مضارب أو وكالة أو مشاركة مقيدة.
- 1-2- تعريف صكوك الاستثمار الإسلامية:** تعتبر الصكوك منتجا ماليا فريدا صمم لإعطاء المستثمرين المسلمين فرصة لدخول أسواق المال من دون التعرض للربا. ويمكن أن نجد عدة تعاريف للصكوك نذكر منها:
- عرف مجمع الفقه الإسلامي صكوك الاستثمار الإسلامية على أنها أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال إلى حصص متساوية، وذلك بإصدار صكوك ملكية برأس المال على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس المال وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه.<sup>340</sup>
- عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة صكوك الإستثمار على أنها "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في وحدات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله".<sup>341</sup>
- وعُرف صك الاستثمار الإسلامي على أنه "وثيقة بقيمة مالية معينة تصدرها مؤسسة بأسماء من يكتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، وتستثمر حصيلة البيع سواء بنفسها أو بدفعه إلى الغير للاستثمار نيابة عنها، وتعمل على ضمان تداوله وتنظيمه، ويشترك المكتتبون في الصكوك في نتائج هذا الاستثمار حسب الشروط الخاصة بكل إصدار".<sup>342</sup>
- من خلال ما سبق يمكن أن نعرف الصكوك على أنها أوراق مالية متساوية القيمة تمثل حقوق شائعة في ملكية أصول أو أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق مالية، أو مشروع استثماري، أو خليط من بعضها أو كلها، ويمكن تداولها حسب شروط معينة.

## 2- خصائص صكوك الاستثمار الإسلامية

وتختص صكوك الاستثمار عن غيرها من الأدوات المالية بخصائص تميزها عن غيرها، نبينها فيما يلي:

- أنها وثيقة تصدر باسم مالكيها أو لحاملها، بفئات متساوية القيمة تثبت الحق لصاحبها في ملكية ما تمثله من حقوق والتزامات مالية بالاشتراك مع الغير.
- لا تقوم على فلسفة الدين بل على فلسفة الاستثمار، أي أنها تمثل حصصا شائعة في ملكية مال، ولا تمثل ديناً في ذمة مصدرها.
- أنها تصدر على أساس عقد شرعي بضوابط شرعية تنظم إصدارها وتداولها.
- أن يخضع تداولها لشروط تداول ما تمثله (حيث يخضع التصرف في الصك لأحكام التصرف في المشاع في الفقه الإسلامي).
- أن مالكيها يشاركون في غنمها حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار، ويتحملون غرمها بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك.<sup>343</sup>

<sup>340</sup> قرار مجمع الفقه رقم 30 (4/5).

<sup>341</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص: 310.

<sup>342</sup> محمد سراج، النظام المصرفي الإسلامي، دار الثقافة، القاهرة، 1989، ص: 272.

- تنشأ علاقات بين أطراف المتعاملين بالصكوك، فتوجد علاقة الشركاء في ملك واحد بين حامل الصك وغيره من حملة الصكوك، وعلاقة بين حملة الصكوك والجهة المصدرة له، وهي علاقة رب مال بمضارب وليست علاقة دائن بمدين.<sup>344</sup>

- أنها صكوك استثمارية بطبيعتها، أي أنها مرتبطة بوجود رأس المال الثابت سواء أكانت مرتبطة بمشروع ينتج سلعا وخدمات تباع في السوق، أم كان لمشروع بنية أساسية، يصلح بعضها لتمويل رأس المال الثابت والعامل، أو أي منهما، مثل: صكوك المقارضة، المضاربة، والمشاركة، والأسهم غير المصوتة.<sup>345</sup>

- تمتاز الصكوك بالتنوع والمرونة في آجالها، فهي قصيرة وطويلة الأجل.

### 3- الفرق بين السهم وصك الاستثمار الإسلامي

إن الصك يشبه السهم من حيث كونه يمثل ملكية أصول مولدة لدخل ويختلف عنه من ناحية أن المخاطر فيه متدنية وأن العائد قابل للتوزيع.<sup>346</sup> كما يشترك الصك مع السهم في خصائص معينة ويختلف معه في أخرى، والجدول الموالي يوضح أوجه التشابه ويبين الفروق:

جدول رقم (3-1): أوجه التشابه والاختلاف بين صك الاستثمار الإسلامي والسهم

صك الاستثمار الإسلامي	السهم	نوع الورقة المالية الخصائص
		أوجه التشابه
	- حصة شائعة في أصول الشركة أو المشروع.	
	- يستحق مالك السهم والصك حصة في صافي ربح الشركة أو المشروع، تتناسب مع قيمة ما يملكه.	
	- يقوم كل منهما مقام الحصة الشائعة في صافي أصول الشركة أو المشروع في التسليم والحيارة والقبض.	
	- تعد حيارة أو قبض السهم أو الصك حيارة للحصة الشائعة نفسها، فيعد حامل السهم أو الصك حائزا للحصة الشائعة التي يمثلها كل منها.	
		أوجه الاختلاف
- لا يشارك مالكي الصكوك في إدارة المشروع.	- يشترك مالكي الأسهم في إدارة الشركة.	
- الصكوك تحدد بمدة زمنية معينة.	- مشاركة دائمة في الشركة، تبقى مدى حياة الشركة.	

المصدر: تم إعداد الجدول اعتمادا على التعاريف السابقة.

### 4- أنواع صكوك الاستثمار الإسلامية

<sup>343</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص: 239.

<sup>344</sup> عبد الله المنصور، "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر المصارف الإسلامية بين

الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 ماي-2 جويلية 2009، ص: 11.

<sup>345</sup> هشام جبر، المؤسسات المالية، جامعة القدس المفتوحة، القدس، 1998، ص: 32.

<sup>346</sup> محمد القرني، مرجع سابق، ص: 2.

للسكوك الإسلامية أنواع متعددة -وصلت أعدادها إلى أربعة عشر نوعاً مختلفاً أو أكثر- يمكن تصنيفها حسب اعتبارات مختلفة، وإن تشعب وتنوع السكوك يوسع دائرة الأدوات المالية الإسلامية والخيارات الإستثمارية مما يقود إلى سهولة إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية.

إن تصنيف السكوك مبني على اعتبارات مختلفة للتصنيف، فهي من حيث اعتبار آجالها يمكن أن تكون محددة بمدة طويلة، أو متوسطة، أو قصيرة، ويمكن أن تكون غير محددة المدة. ومن حيث اعتبار استخدام حصيلتها، يمكن أن تكون سكوك مخصصة، أو سكوك غير مخصصة. ومن حيث غرضها الاقتصادي إلى سكوك تمويل، أو سكوك استثمار. ومن حيث نوع النشاط الذي تستخدم حصيلتها في تمويله يمكن أن تتنوع أنواعاً كثيرة بتنوع الأنشطة الاستثمارية نفسها. ومن حيث أساسها الفقهي أو حسب العقود المنشئة لها إلى سكوك مضاربة، سكوك استصناع، سكوك سكوك سلم، سكوك مساقاة، سكوك مغارسة، وهكذا.<sup>347</sup>

**4-1-1- سكوك التمويل:** وهي سكوك تصدر على أساس عقود تمويل، وعقود التمويل هي عقد يترتب عليه دين في ذمة أحد طرفيه نقداً مثل بيع المراجحة، وسلعاً مثل بيع السلم والاستصناع، وفيما يلي تفصيل لأهم هذه السكوك:

**4-1-1-1- سكوك المراجحة:** تعرف المراجحة على أنها بيع سلعة بمثل الثمن الذي اشتراها به البائع مع زيادة ربح معلوم متفق عليه، بنسبة من الثمن أو بمبلغ مقطوع سواء وقعت من دون وعد سابق وهي المراجحة العادية، أو وقعت بناء على وعد بالشراء من الراغب في الحصول على السلعة عن طريق المؤسسة وهي المراجحة المصرفية. وهو أحد بيوع الأمانة التي يعتمد فيها على بيان ثمن الشراء أو التكلفة (بإضافة المصروفات المعتادة).<sup>348</sup>

أما سكوك المراجحة فتعرف على أنها أوراق مالية تطرح لجمع مبلغ معين لتمويل عملية شراء سلعة، وبيعها لعميل بتكلفة الشراء مضافاً ربح يتفق عليه عند عقد البيع، ويكون لحملة السكوك الحق في المبالغ المحصلة من العميل كاسترداد أو إطفاء لسكوكهم إضافة إلى الربح المحدد في العقد.<sup>349</sup> وقد يكون المصدر لسكوك المراجحة هو المؤسسة الوسيطة التي تقوم باستخدام حصيلة الاكتتاب فيها لشراء سلعة مراجحة، ثم بيعها في الأسواق، والعائد على السكوك يتمثل في الفارق بين سعر شراء السلعة وبيعها في الأسواق، فقد يربح حملة السكوك إذا كان الفارق موجباً، ويخسرون في حال العائد سالباً. وبيع المراجحة من أبرز الأمثلة المختارة لبيع الحصص الاستثمارية، باعتبار أن بيع المراجحة معروف الربح، وموعد تحققه، ونسبة ما يستحق من الزمن، وما يتبقى لما هو باق من الأيام، وإذا كانت الديون بجد ذاتها لا تباع إلا مثلاً بمثل، فإن هذه الديون إذا كانت جزءاً من موجودات مختلطة مع النقود والأعيان، فإنها تصبح قابلة للبيع.<sup>350</sup>

أما بالنسبة لتداول سكوك المراجحة فهو جائز فقط بعد شراء البضاعة وقبل بيعها للمشتري، أما بعد تسليم بضاعة المراجحة للمشتري فهو غير جائز تداولها.

**4-1-2- سكوك الإجارة:** قبل أن نعرف سكوك الإجارة لابد أن نتعرف أولاً على مفهوم الإجارة حتى يكون هناك تصور واضح عن مفهوم هذه السكوك. تعرف الإجارة على أنها عقد يراد به تملك منفعة مشروعة معلومة لمدة معلومة بعوض مشروع معلوم.<sup>351</sup> أما سكوك الإجارة فهي "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في منافع أو خدمات عين معينة أو موصوفة في الذمة".<sup>352</sup> وتخضع سكوك الإجارة لأحكام وضوابط الإجارة في الفقه الإسلامي.

تستثمر حصيلة سكوك الإجارة في شراء أصول إنتاجية على أن يعاد تأجيرها إلى مستخدميها، ويعني ذلك أنها تقع على أعيان تصلح استغلال منفعتها، مع استمرار بقائها لفترة طويلة نسبياً، وتصلح هذه الصيغة للأنشطة الاستثمارية المتوقع لها توليد تدفقات نقدية في

<sup>347</sup> تقرير البنك الإسلامي للتنمية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، دبي، الإمارات العربية المتحدة، عدد 0294، أكتوبر 2005، ص: 23.

<sup>348</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية"، مرجع سابق، ص: 133.

<sup>349</sup> حامد حسين حسان، "سكوك الاستثمار"، مرجع سابق، 2003، ص: 62.

<sup>350</sup> موقع الدكتور علي القره داغي: [www.qaradaghi.com](http://www.qaradaghi.com)، تاريخ الإطلاع: 2012/08/12.

<sup>351</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص: 165.

<sup>352</sup> علي داغي، بحث في فقه البنوك الإسلامية، دار البشائر، بيروت، الطبعة الأولى، 2007، ص: 326.

المستقبل، ويمكن أن تنتهي الإجارة بالتملك إذا تضمنت المدفوعات التي يحصل عليها المالك الأقساط الثانوية، كما يمكن النص في العقد على بيع الأصل المؤجر في نهاية المدة إلى المستأجر، والعائد على صكوك الإجارة معروف ومحدد مسبقاً.<sup>353</sup>

وتعد صكوك الإجارة أكثر الصكوك رواجاً في الإصدار والتداول في الأسواق المالية، وتكتسب أهميتها من أهمية الإجارة نفسها، لما تتمتع بها من ميزات بالمقارنة مع صيغ التمويل الأخرى الإسلامية والتقليدية، ومن أهم هذه الميزات أن صكوك الإجارة تتسم باستقرار السعر وثبات العائد، فصكوك الإجارة تعد عائداتها شبه مؤكدة ومضمونة، مما يجعل استقرارها يصل إلى درجة الثبات في كثير من الأحيان، هذا إذا ما قارناها بأنواع الصكوك الاستثمارية الأخرى.<sup>354</sup>

وتنقسم صكوك الإجارة إلى صكوك ملكية الموجودات المؤجرة وصكوك ملكية المنافع كالتالي:<sup>355</sup>

**أ- صكوك ملكية الأصول (الموجودات أو الأعيان) المؤجرة:** وهي "وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك".<sup>356</sup> ولإصدار صكوك الموجودات المؤجرة، يتم اعتبار أن المصدر لتلك الصكوك بائع عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، والمكتتبون فيها مشتركون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن الشراء، ويملك حملة الصكوك تلك الموجودات على الشيوع بغنمها وغمها وذلك على أساس المشاركة فيما بينهم.<sup>357</sup> يمكن أن تأخذ صكوك الإجارة صورتان، وهما:

- أن شخصاً (طبيعياً أو معنوياً) يملك عيناً مؤجرة أو موعوداً باستئجارها، يريد بيعها لمجموعة من الناس من خلال الصكوك الاستثمارية، فيقدر ثمنها من خلال أهل الخبرة، ويجعل ثمنها صكوكاً متساوية، فيطرح ذلك للاكتتاب، فيكتتب فيه الناس، وحينئذ يكون المصدر بائعاً أو وسيطاً ووكيلاً عن المالك، والمكتتبون مشتركون لهذه العين، وبعد الشراء أصبحوا مشاركين شركة المالك، وليست شركة العقد. ثم إن إدارة المشروع (العين) وإدارة أمور حملة الصكوك من حيث الإصدار والتداول والتخارج والإطفاء إن كانت بيد المصدر فقد أصبح وكيلاً عنهم في إدارة المشروع مقابل أجر تحدده نشرة الإصدار، أو أي اتفاق بين الطرفين. ومن الممكن أن تمنح الإدارة لجهة أخرى بأجر أو بدونه.

- في هذه الصورة لا تكون العين المؤجرة موجودة عند التعاقد، وإنما يطرح المشروع للاكتتاب عن طريق صكوك الاستثمار. فمثلاً تطرح المؤسسة المالية الإسلامية أو من ينوب عنها من الوسطاء مشروع شراء عمارة للتأجير أو مصنع للتأجير بقيمة مئة ألف دينار مثلاً موزعة على صكوك متساوية القيمة، فتصدر نشرة الإصدار موضحة أهداف المشروع بأن الغرض منه هو التأجير، وتفصيله، وتكون هذه النشرة بمثابة إيجاب، ثم يكون القبول من خلال إقدام المكتتب على تملك الصك، والتحقق أن ما يدفعه المكتتب هنا هو قيمة مشاركته، وليس ثمناً لشراء شيء، حتى لو سمي شراء الصكوك فهو على سبيل المجاز والعرف السائد وليس على سبيل الحقيقة. والتكليف الفقهي لهذه المرحلة هي أن المكتتبين مشاركون شركة عقد لغرض محدد وهو شراء عقار أو مصنع أو نحوه، وبذلك يختلف تكليف هذه الصورة عن الصورة الأولى التي كان المكتتبون فيها شركاء شركة المالك.

ومن جانب آخر، فإن المصدر يمكن أن يكون مضارباً مضاربة مقيدة، أو يكون وكيلاً بأجر أو بدونه حسب ما تحدده نشرة الإصدار، أما المصدر في صكوك الإجارة المنتهية بالتملك فلا يمكن إلا أن يكون وكيلاً لأن العملية محددة. وإذا حددت النشرة أن يكون

<sup>353</sup> عبد الله المنصور، مرجع سابق، ص: 13.

<sup>354</sup> أحمد أسعد أحمد السعود، "متطلبات إنشاء سوق مالية إسلامية في ليبيا: دراسة ميدانية"، أطروحة دكتوراه في التمويل والمصارف، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، كانون أول 2009، ص: 63.

<sup>355</sup> أحمد السعد، مرجع سابق، ص: 78، (بتصرف).

<sup>356</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سابق.

<sup>357</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 240.

المصدر مضاربا، فلا بد من تحديد نسبة ربحه من خلال المشاركة فيه بنسبة مئوية من الربح مثل 50% من الربح المحقق، أما إذا اعتبر وكيلا فيحدد أجره إن كانت الوكالة بالأجر دون النظر إلى تحقيق ربح.

بعد تجمع قيمة الصكوك، يقوم المصدر بشراء العقار أو المصنع وإدارته، وترتيب كل ما تتطلبه عملية إصدار الصكوك، والتداول والتخارج والإطفاء، إما باعتباره مضاربا أو باعتباره وكيلا بأجرة. وبعد شراء العقار أو المصنع بكل المبالغ المتجمعة أصبح حملة الصكوك مالكيين ملكية شائعة له، وبالتالي لهم غنمه وغرمه حسب مشاركتهم، علما بأنهم في هذه الصورة أيضا يحصلون على عوائد المشروع المتمثلة في الأجرة المتحققة بعد خصم المصاريف. عند انتهاء الفترة يباع المشروع أو يصفى، ويحصل كل صاحب صك على حقه بقدر حصته من المشروع (أو ينتهي بالتملك للمستأجر).

إن حامل الصك في هذه الصورة الثانية ليس له الحق في تداول صكه بالبيع والشراء إلا بتطبيق قاعدة الصرف\*. في حين أن تداول الصك في الصورة الأولى يمكن أن يتم مباشرة بعد شراء الصك، لأنه كان يمثل جزءا من العين (عقار أو مصنع أو نحوه).

### ب- صكوك ملكية المنافع (أو الخدمات)، وهي أنواع:

#### ب1- صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة (خدمات حاضرة): وهي نوعان:

● **صكوك من مالك العين الموجودة:** وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.<sup>358</sup> وينبثق من هذه الصورة حالتان هما:

- الحالة الأولى: أن يقوم مالك عين موجودة مستأجرة فعلا (عقار، أو مصنع، أو نحو ذلك) بنفسه أو عن طريق وسيط مالي بإصدار صكوك (متساوية القيمة) بغرض الاستفادة من أجرتها واستيفاء منافعها لفترة زمنية مثل عشر سنوات، وتكون منافع تلك العين أو الأعيان الموجودة المعينة مملوكة فقط لحملة الصكوك للفترة الزمنية المحددة. إن المصدر لهذه الصكوك هو مالك العين بائع حق المنفعة وموجب من خلال نشرة الإصدار، وأن المكتتبين هم المشترين للمنفعة من خلال الموافقة ودفع قيمة الصك، وهذا مبني على تسمية الإجارة وتعريفها بأنها بيع منفعة. أما المكتتبون فيما بينهم فهم شركاء شركة الملك في تملك تلك المنافع، فالعلاقة بين المكتتبين والمصدر هي علاقة قائمة على بيع المنفعة وشرائها، وإذا كان المصدر نفسه هو المدير لهذه العملية فحينئذ زادت علاقة أخرى وهي الوكالة بأجر (في الغالب)، وإذا كانت الإدارة لجهة أو شركة أخرى فتكون العلاقة بينهما وبين المكتتبين هي أيضا علاقة الوكالة. وتداول هذه الصكوك يبدأ مباشرة بعد الاكتتاب، لأن الصك حينئذ يمثل منفعة، وليس نقدا محضا.

- الحالة الثانية: أن يقوم مالك عين موجودة لم تستأجر بعد (موعود بتأجيرها)، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي بإصدار صكوك بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرتها لفترة زمنية مثلا عشرة سنوات من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح حقوق المنفعة مملوكة لحملة الصكوك في تلك الفترة. ثم إن نشرة الإصدار إذا كانت تنص على أن المصدر يقوم بتأجيرها للآخرين، فهذا توكيل من المكتتبين للمصدر لتأجير العين الموعود بتأجيرها لشخص ما أو جهة أخرى (تأجير من الباطن)، وحينئذ ظهرت علاقة جديدة بين المصدر والمكتتبين، وهي علاقة وكالة بأجر غالبا، ولا مانع أن تناط مهمة إعادة التأجير (التأجير الثاني) لغير المصدر عن طريق الوكالة بأجر. وفي هذه المرحلة أي قبل التأجير لا يجوز تداول الصكوك إلا مع ضوابط الصرف.

● **صكوك من مستأجر العين الموجودة:** وتعرف على أنها وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجر)، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إعادة إيجارها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك. في هذا النوع من الصكوك ليس المصدر مالكا للعين الموجودة، إنما هو مستأجر مالك لمنافع العين أو الأعيان الموجودة (عقار، طائرة، مصنع)، وحينئذ يصدر بنفسه أو عن طريق وسيط مالي صكوكا (متساوية القيمة) بغرض إعادة إيجارها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها،

\* أي ضرورة التقاض في المجلس والتماثل إذا بيع الصك بنفسه وهو الدينار في هذا المثال، والتقاض في المجلس عند اختلاف جنسه إذا بيع بعملة أخرى.

<sup>358</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية"، مرجع سابق، ص: 123.

وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك. والمصدر لتلك الصكوك بائع لمنفعة العين الموجودة، والمكتتبون فيها مشتركون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن تلك المنفعة، ويملك حملة الصكوك تلك المنافع على الشيوع بغنمها و359 وهذه الصكوك قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية الإسلامية مباشرة بعد الاكتتاب، لأنها تمثل منفعة مملوكة لصاحب الصك يستطيع أن يبيعها بأي ثمن يتفق عليه.

**ب2- صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة:** وهي "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض إيجارة أعيان موصوفة في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك". تثبت هذه الصكوك ملكية خدمة موصوفة في الذمة كتعليم جامعي أو نقل جوي، وتكون فيها شروط الخدمة معلومة ومحددة تحديداً نافيا للجهالة، ومحدداً بمدة زمنية تستحق بعد فترة معينة. والمصدر لتلك الصكوك بائع لمنفعة العين الموصوفة في الذمة، والمكتتبون فيها مشتركون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن تلك المنفعة، ويملك حملة الصكوك تلك المنافع على الشيوع بغنمها و360 ويتحقق هذا عندما تصدر مؤسسة مالية أو غيرها صكوكاً خاصة بمنافع العين الموصوفة في الذمة، بأن يذكر في نشرة الإصدار أنه يبيع منفعة عقار موصوف في الذمة سيئني، أو يشري خلال فترة زمنية محددة، أي يعرف به عن طريق المواصفات التي تحدد معالمه وتاريخ البناء، أو الشراء، أو بيع منفعة مصنع موصوف في الذمة يكون خاصاً بإنتاج الحديد، أو الاسمنت أو نحو ذلك يبيى أو يشتري خلال فترة محددة. وحينئذ تطرح هذه الصكوك التي فيها جميع المواصفات التي توضح الأعيان الموصوفة في الذمة، وتكون نشرة الإصدار فيها بمثابة الإيجاب، واكتتاب الناس فيها بدفع المبالغ المخصصة لها قبول لها، فالمصدر بائع للمنفعة الموصوفة في الذمة، والمكتتبون مشتركون لها، وهم بعد ذلك أصبحوا مشاركين شركة الملك على الشيوع في منافع تلك الأعيان الموصوفة في الذمة بغنمها و360.

أما تداول هذا النوع من الصكوك بالبيع والشراء فيشترط لجوازه أن يتم بعد قيام المصدر بتحويل الأموال المكتتبه (قيمة الصكوك) أو أكثرها إلى إيجارة معينة، أما قبل ذلك فلا يجوز تداولها إلا أن تطبق عليها أحكام الصرف.

**ب3- صكوك ملكية الخدمات من طرف معين:** وهي "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم من جامعة مسماة) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك". والمصدر لتلك الصكوك هو بائع الخدمة، والمكتتبون فيها مشتركون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن تلك الخدمة.361 وذلك بأن تقوم جهة معينة (مثل جامعة الجزائر، أو مستشفى مصطفى باشا) بنفسها، أو عن طريق وسيط مالي بإصدار صكوك بغرض تقديم خدمة التعليم الجامعي ومقرراته الخاصة بالحصول على الشهادة الجامعية لمدة محددة، أو تقديم الخدمات الطبية في حالة المستشفى مثل الجراحة أو الفحوصات في تلك المستشفى لفترة زمنية محددة. حيث تذكر هذه الخدمات بصورة مفصلة في نشرة الإصدار، كما يجب أن تتضمن نشرة الإصدار استيفاء الأجرة لكل خدمة من تلك الخدمات من حصيلة الاكتتاب فيها، والمدة المسموح بها مثلاً عشر سنوات. ثم تعرض هذه الصكوك على الجمهور فيشترتونها وبذلك أصبحوا مالكين لتلك الخدمة أو الخدمات المذكورة في نشرة الإصدار بغنمها و361. ثم بعد ذلك يقوم المصدر (أو غيره) ببيع هذه المنافع للراغبين فيها من الطلبة أو المرضى حسب المثال السابق لقاء مبلغ معين.

**ب4- صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة:** وهي "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من مصدر موصوف في الذمة (كمنفعة التعليم من جامعة يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها)، واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.362 وتعتبر نشرة الإصدار بمثابة إيجاب لهذه الصكوك، وإقدام المكتتبين على النشرة ودفع المبالغ المطلوبة قبول لها، والعلاقة بين المصدر والمكتتبين علاقة الإيجارة، فالمصدر مؤجر وبائع للخدمة الموصوفة في الذمة، والمكتتبون مستأجرون مشتركون لها. علماً أن المكتتبون فيها شركاء شركة الملك كل حسب نسبته، ويملكون هذه الخدمات بغنمها و362. وتقوم الجهة المصدرة أو غيرها من المكتتبين بتأجير هذه الخدمة وبيعها للراغبين بمثابة إعادة التأجير (التأجير من الباطن كما يسمى في القانون)، والعلاقة بين الجهة

<sup>359</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 240.

<sup>360</sup> نفس المرجع السابق، ص: 311، 314.

<sup>361</sup> نفس المرجع السابق، ص: 314.

<sup>362</sup> نفس المرجع السابق، ص: 320.

المشرفة والمكتبتين هي علاقة الوكالة بالأجر ما دامت تأخذ نسبة أو عمولة محددة. ومثال ذلك بأن تقوم جهة معينة (مثل البنك) مباشرة بإصدار صكوك بغرض تقديم خدمة من مصدر موصوف في الذمة، كمنفعة تعليم في جامعة عربية أو غربية، أو تقديم الخدمات الصحية من مستشفى متخصص في فرنسا، حيث يتم تحديد مواصفاتها بدون تسميتها، ثم تقوم الجهة المصدرة بعد الاكتتاب بتأجير هذه الخدمة وبيعها للراغبين بثمن محدد. وتوضح نشرة الإصدار نوعية الخدمة والمواصفات التي تزيل الجهالة المؤدية إلى النزاع عن المصدر، وكذلك تبين الزمن المحدد لتقديم تلك الخدمات مثل عشر سنوات، وكيفية الاستفادة والآليات المطلوبة. ويلاحظ في هذا النوع أنه لا يحتاج إلى أن تكون الجهة المصدرة هي المالكة للخدمة، لأن العملية تقوم على خدمة موصوفة في الذمة، فهي موجودة في الذمة، وما هو موجود في الذمة كأنه موجود في الحقيقة، في حين أن النوع الثالث لا بد وأن تكون الجهة المصدرة إما مالكة فعلاً لتلك الخدمة أو وكيلة عنها.

ويمكن تداول هذه الصكوك في بورصة الأوراق المالية الإسلامية، لأن حامل الصك يملك الجزء الذي يمثله الصك في العين

المؤجرة.<sup>363</sup>

**4-1-3- صكوك السلم:** السلم هو بيع أجل بعاجل، وهو نوع من البيع يدفع فيه الثمن حالاً، ويسمى رأس مال السلم، ويؤجل فيه المبيع الموصوف في الذمة، ويسمى "المسلم فيه"، ويسمى البائع "المسلم إليه" والمشتري "المسلم"، أو "رب السلم"، وقد يسمى السلم (سلفاً).<sup>364</sup> ولعقد السلم أحكام وشروط شرعية لا يكون العقد صحيحاً إلا بتحققها.

ويكون السلم موازياً إذا اشترى شخص سلماً وكان الأجل بعد عام مثلاً، وبعد ثلاثة أشهر احتاج إلى الثمن، فإنه يستطيع أن يبيع سلماً مثل الدين الموصوف في الذمة، ويكون الأجل بعد تسعة أشهر. ويلاحظ هنا أن علاقته بالمشتري منفصلة تماماً عن علاقته بالبائع، فالعقدان منفصلان، فعليه أن يتسلم المبيع في الموعد، ثم يسلمه للمشتري. وقد يبيع مقداراً أكثر أو أقل مما اشتراه سلماً تبعاً لحالته الخاصة ما دام العقدان منفصلان.

أما صكوك السلم فتعرف على أنها "أوراق مالية متساوية القيمة يتم إصدارها، لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك".<sup>365</sup> وتستثمر حصيلتها في شراء سلع يجري استلامها في المستقبل. وبعبارة أخرى، إن صكوك السلم وثائق يصدرها البائع لبضاعة السلم، أو المؤسسة التي تنوب عنه لقبض ثمن السلم عند التعاقد من حصيلتها، ويكتتب فيها المشترون لبضاعة السلم بقصد بيع هذه البضاعة بعد قبضها بثمن أعلى وتوزيع الثمن بينهم، أو يبيع بضاعة بسلم مواز من جنس وبنفس مواصفات بضاعة السلم قبل قبض بضاعة السلم بثمن أعلى، وقبض الثمن من المشتري عند التعاقد وتوزيعه على مالكي صكوك السلم، ثم تسليمه بضاعة السلم بعد قبضها أو تحصيل بضاعة أخرى من السوق وتسليمها له، وتمثل صكوك السلم بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك حصة شائعة في بضاعة السلم وهي دين سلعي.<sup>366</sup> المصدر لهذه الصكوك هو البائع لسلعة السلم، والمكتبتون فيها هم المشترون للسلعة وحصيلة الإكتتاب هي ثمن شراء السلعة (رأس مال السلم)، ويملك حملة الصكوك سلعة السلم ويستحقون ثمن بيعها، أو ثمن بيع سلعة السلم في السلم الموازي إن وجد.<sup>367</sup>

اختلفت أقوال الفقهاء في جواز تداول صكوك السلم تبعاً لخلاف الفقهاء في حكم بيع المسلم فيه قبل قبضه، وقد رجحت هيئة المعايير الشرعية عدم جواز تداول صكوك السلم عملاً بقول الجمهور، كما قرر مجمع الفقه الإسلامي في قراره رقم (7/1/64) في دورته السابعة عدم جواز تداول صكوك السلم في ما نصه: "لا يجوز بيع السلعة المشتراة سلماً قبل قبضها".

<sup>363</sup> محمد عثمان شبير، مرجع سابق، ص: 327.

<sup>364</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص: 182.

<sup>365</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 239.

<sup>366</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المجلس الشرعي العاشر، 3-8 مايو 2003، ص: 6.

<sup>367</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية"، مرجع سابق، ص: 314.

**4-1-4- صكوك الإستصناع:** يعرف الاستصناع على أنه عقد على بيع عين موصوفة في الذمة مطلوب صنعها. أما صكوك الاستصناع فهي هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك.<sup>368</sup>

إن صكوك الاستصناع أوراق مالية تطرح لجمع مبلغ من المال لإنشاء مبنى أو صناعة آلة أو معدة مطلوبة من مؤسسة معينة بمبلغ يزيد على المبلغ اللازم لصناعتها، وحقوق حملة الصكوك تتمثل فيما دفعوه ثمناً لهذه الصكوك إضافة إلى الربح الذي يمثل الفرق بين تكلفة الصناعة، وثمان البيع.<sup>369</sup> حيث أن الصانع (البائع) هو مصدر الصكوك، والمشترون للعين المراد صنعها هم المكتسبون، وتكلفة المصنوع هي حصيلة الإكتتاب، ويملك حملة الصكوك العين المصنوعة ويستحقون ثمن بيعها،<sup>370</sup> أو ثمن بيع العين المصنوعة في الاستصناع الموازي إن وجد. فمصدر هذه الصكوك هو المشتري لعين يلتزم البائع بتصنيعها بمواد من عنده، أو المؤسسة المالية التي تتوب عنه لاستخدام حصيلتها في تصنيع هذه العين، وذلك بقصد الإفادة من الفرق بين تكلفة العين وثمان بيعها، باعتباره ربحاً للمالكي الصكوك، وتستخدم حصيلة الصكوك في دفع ثمن تصنيع العين في استصناع مواز بتكلفة أقل، والإفادة من الفرق بين الثمنين باعتباره ربحاً للمالكي الصكوك، ويوزع ثمن العين المصنعة على حملة صكوك الإستصناع بعد قبضه، وقد توزع أقساط الثمن عند قبضها.<sup>371</sup>

وقد تتولى المؤسسة المالية الإسلامية مثلاً تنظيم عملية الإصدار نيابة عن المصدر، وتكون مديراً للإصدار نيابة عن حملة الصكوك، فيقوم بجمع حصيلة الاكتتاب وتوقيع عقد الاستصناع مع المستصنع وتصنيع العين المبيعة، أو توقيع عقد استصناع مواز ودفع الثمن للصانع، ثم تسليم العين المبيعة، أو توقيع عقد استصناع مواز ودفع الثمن للصانع، ثم تسليم العين المصنعة للمستصنع وتحصيل الثمن وتوزيعه على حملة صكوك الاستصناع، وقد تتولى مع ذلك وظائف أخرى حسب ما تحدده نشرة الإصدار.

أجازت الشريعة الإسلامية تداول صكوك الإستصناع التي يصدرها المستصنع لتمويل تصنيع الأصل المبيع استصناعاً بعد قفل باب الاكتتاب، وتخصيص الصكوك، واستخدام حصيلتها في عملية التصنيع وخلال مراحلها حتى تسليم الأصل أو المشروع المصنع إلى المستصنع، على أساس أن هذه الصكوك تمثل موجودات مملوكة لحملة الصكوك أثناء فترة تصنيع الأصل، ويمثل الأصل المصنع بعد تصنيعه وقبل تسليمه للمستصنع، أما بعد تسليم الأصل أو المشروع المصنع إلى المستصنع في مقابل ثمن مؤجل أو يدفع على أقساط، فإن تداول هذه الصكوك يخضع إلى ضوابط التصرف في الديون.<sup>372</sup>

ويجوز تداول صكوك الإستصناع دون قيود إذا كانت الصكوك تمثل حصة شائعة في موجودات مشروع معين أو نشاط خاص، يقوم بعمليات استصناع متتابعة اختلطت فيها أصول عينية ومنافع بنقود وديون، وإن قلت الأعيان والمنافع على أساس أن النقود والديون تابعة، وغير مقصودة في التصرف بالأصالة.<sup>373</sup>

**4-2- صكوك الإستثمار:** وهي تصدر على أساس عقود استثمار ولا يترتب عليها دين في ذمة أحد أطرافها، ونذكر منها الآتي:

**4-2-1- صكوك المضاربة:** المضاربة أو القراض أو المعاملة من أنواع الشركات، والمضاربة هي "شركة في الربح بمال من جانب (رب المال) وعمل من جانب آخر (المضارب)". وهي التي تقوم على أساس أن يكون المال من شخص والعمل من شخص آخر، على أن يكون الربح بينهما بحسب الإتفاق، والخسارة على صاحب رأس المال<sup>374</sup> وحده، ولا يتحمل العامل المضارب من الخسران شيئاً وإنما هو يخسر جهده وعمله.

<sup>368</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 239.

<sup>369</sup> وهبه الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، 2002، دمشق، ص: 303.

<sup>370</sup> أحمد السعد، مرجع سابق، ص: 85.

<sup>371</sup> حسين حامد حسان، مرجع سابق، 2003، ص: 60.

<sup>372</sup> نفس المرجع أعلاه، 2003، ص: 61.

<sup>373</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 61.

<sup>374</sup> محمد عثمان شبيب، مرجع سابق، 2001، ص: 227.

وعرف مجمع الفقه الإسلامي صكوك المضاربة على أنها "أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال المضاربة (القراض) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة، وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه".<sup>375</sup> المصدر لتلك الصكوك هو المضارب، والمكتتبون فيها هم أرباب المال، وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة، ويملك حملة الصكوك موجودات المضاربة والحصصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال، ويتحملون الخسارة إن وقعت.<sup>376</sup>

ولصكوك المضاربة أنواع عديدة، أهمها:

**أ- صكوك المضاربة طويلة الأجل:** تتراوح مدتها من عشر إلى عشرين سنة وتكون غير مخصصة لمشروع معين، وإنما تحول مستثمرها "المضارب" حق الاستثمار المطلق ويبين في كل سنة الأرباح التي تحققت أو الخسائر التي لحقت فينال كل صك حصته من الأرباح أو الخسائر.

**ب- صكوك المضاربة قصيرة الأجل:** تتراوح مدتها من ثلاثة أشهر إلى سنة، وينقسم هذا النوع والذي سبقه إلى صكوك مضاربة مطلقة وصكوك مضاربة مقيدة.<sup>377</sup>

**ج- صكوك المضاربة لمشروع معين:** وتكون محددة بمدة حسب عمر المشروع، حيث يقسم ما يحتاج إليه المشروع على صكوك متساوية محددة القيمة تقوم بإصدارها جهة معينة كالبنك مثلاً، ثم تطرح في الأسواق، ويقوم طرف ثالث بالوعد بالتبرع دون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في حال تعرض المشروع للخسارة، ويتفرع من هذا النوع عدة أنواع مختلفة:

- صكوك المضاربة المستردة بالتدرج: وذلك بأن ترد قيمة الصكوك مع أرباحها في مدة زمنية محددة كنسبة من قيمة الصك كل سنة مثلاً.

- صكوك المضاربة المستردة في آخر المشروع: وذلك بأن ترد قيمة الصكوك بالإضافة إلى الأرباح أو الخسائر إن وجدت في آخر المشروع.

- صكوك المضاربة المنتهية بالتملك: ويكون ذلك برد قيمة الصكوك من خلال التعويض عنها بجزء من المشروع.

- صكوك المضاربة على شكل فئات متنوعة مثل 100 دولار أو أكثر أو أقل لمدة محددة ثلاث سنوات قابلة للتجديد.

**4-2-2- صكوك المشاركة:** الشركة في الفقه الإسلامي إما شركة عقد أو ملك، وتعرف شركة العقد على أنها اتفاق اثنين أو أكثر على خلط ماليهما أو عمليهما أو التزاميهما في الذمة، بقصد الاسترباح. وتعرف صكوك المشاركة على أنها "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة أو على أساس الوكالة بالاستثمار". المصدر لتلك الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين أو نشاط محدد، والمكتتبون هم الشركاء له في عقد المشاركة يقصدون استثمار أموالهم والحصول على الربح، وحصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأس مال المشاركة، ويملك حملة الصكوك موجودات الشركة بغنمها وغرمها، ويستحقون حصتهم في أرباح الشركة إن وجدت.<sup>378</sup>

ويمكن اعتبار الصكوك التالية أنواعاً لصكوك المشاركة:

**أ- صكوك الشركة:** هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.

<sup>375</sup> قرارات مجمع الفقه الإسلامي، المؤتمر الرابع، جدة، 6-11/02/1988.

<sup>376</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية"، مرجع سابق، ص: 239.

<sup>377</sup> أحمد السعد، مرجع سابق، ص: 75.

\* سيتم التفصيل أكثر في مفهوم الشركة في المبحث الخاص بالجهات المصدرة للأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية الإسلامية.

<sup>378</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية"، مرجع سابق، ص: 162، 312، 315.

**ب- صكوك المضاربة:** هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها.

**ج- صكوك الوكالة بالإستثمار:** وهي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالإستثمار بتعيين وكيل -بأجر مقطوع أو بنسبة من رأس المال المستثمر- عن حملة الصكوك لإدارتها. المصدر لتلك الصكوك هو الوكيل بالإستثمار، والمكتسبون هم الموكلون الذين يقصدون استثمار أموالهم والحصول على الأرباح، وحصيلة الاكتتاب هي المبلغ الموكل في استثماره، ويملك حملة الصكوك ما تمثله الصكوك من موجودات بغنمها وغمها، ويستحقون ربح المشاركة إن وجد.<sup>379</sup> وتحدد نشرة إصدار هذه الصكوك طبيعة النشاط ونوع المشروع الذي تستثمر فيه حصيلة هذه الصكوك ومدة الاستثمار وحدود سلطات الوكيل والأجرة التي يستحقها.

إن الأصل في صكوك المشاركة أن الإدارة حق لكل شريك، غير أنه يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار تعيين أحد الشركاء لتولى الإدارة، وفي هذه الطريقة لا يخصص للمدير حصة من الربح منفصلة نظير عمله، بل إما أن يتولى الإدارة بصفته أحد الشركاء أو المخول بهذه المهمة عنهم، وذلك إما بنسبة ربح متناسبة مع حصته في رأس المال، وإما بحصة زائدة، بناء على جواز تفاوت الربح عن حصة التمويل (عند الحنفية والحنابلة).<sup>380</sup> وتحدد نشرة إصدار صكوك المشاركة صفة المؤسسة المالية في الإصدار والأجر الذي تتقاضاه باعتبارها مديرا للإصدار.

ومن الصور المطبقة لصكوك المشاركة في هذه الحالة نجد:<sup>381</sup>

- صكوك المشاركة في مشروع معين بإدارة مصدرها: حصص متساوية لمشروع معين تشترك الجهة المصدرة بنسبة معينة من رأس المال، ويتم إدارة المشروع من الجهة المصدرة، وحملة الصكوك لا يشتركون في الإدارة ولا في اتخاذ القرارات.
- صكوك المشاركة في مشروع معين بإدارة جهة أخرى: وهي حصص متساوية لمشروع معين، لكن إدارة المشروع المشترك بين الجهة المصدرة للصكوك وحملة الصكوك تكون لجهة أخرى بنسبة من الأرباح، أي أن الجهة الموكلة بإدارة المشروع مجرد أجبر يأخذه أجره من أرباح المشروع.

وتتنوع صكوك المشاركة من حيث مدة عمل المشروع إلى الأنواع التالية:

**أ- صكوك مشاركة مستمرة:** وهي مثل الأسهم أي يبقى المشروع مستمرا في العمل.

**ب- صكوك مشاركة مؤقتة:** يكون المشروع محددًا بمدة زمنية معينة، ويمكن استرداد قيمة الصكوك بأحد الأسلوبين:

- بالتدرج حيث تعطى أجزاء من القيمة الإسمية مع الأرباح في فترات توزيعها حتى يتم الإطفاء.

- بزمن محدد: حيث يتم تصفية المشروع في فترة محددة.

- منتهية بالتملك: فالمشروع في هذا النوع ينتهي بتملك حملة الصكوك.

ولقد أجازت الشريعة الإسلامية تداول صكوك المشاركة بعد قفل باب الاكتتاب، وتخصيص الصكوك، واستثمار رأس مال المشاركة فيما أصدرت من أجله، وحتى نهاية أجل الصكوك وتصفية المشاركة، طالما اشتملت موجوداتها على أعيان ومنافع مع الديون والنقود -وإن قلت المنافع والأعيان- على أساس أن الديون والنقود غير مقصودة في التصرف بالأصالة، وإن دخلت في محل التصرف تبعًا، وأن وجودها اقتضت ضرورة الاستثمار في بعض مراحل المشروع، وصعوبة تطبيق ضابط الغلبة، لأن العلاقة بين الأصول والمنافع من جهة، والنقود والديون من جهة أخرى غير ثابتة بل تتغير في كل لحظة. وتراعى ضوابط عقد الصرف قبل توظيف حصيلة الصكوك، وضوابط التصرف في الديون بعد التصفية التي تتخلف عنها ديون في ذمة الغير.<sup>382</sup>

<sup>379</sup> نفس المرجع السابق، ص: 315.

<sup>380</sup> عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية، المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية، مجموعة دلة البركة، ج 2، ص: 85.

<sup>381</sup> أحمد السعد، مرجع سابق، ص: 82.

<sup>382</sup> حسان حامد حسين، مرجع سابق، 2003، ص: 319.

**4-2-3- صكوك المزارعة:** المزارعة هي عقد شركة على زراعة أرض زراعية (صالحة للزراعة)، وفيها طرفان: صاحب الأرض وهو شريك بالأرض أساساً، وصاحب العمل وهو المزارع الذي يقوم بالعمل في الأرض بمجهده وخبرته، وقد يتفق الطرفان على أن يقدم أي منهما ما تبقى من عناصر الزراعة الأخرى، ويوزع الخارج من الأرض (المحاصيل الزراعية) بينهما حسب الاتفاق.<sup>383</sup>

أما صكوك المزارعة فهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد. حيث أن المصدر لتلك الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعتها)، والمكتتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم)، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة. وقد يكون المصدر هو المزارع (صاحب العمل) والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين اشتريت الأرض بحصيلة اكتتابهم)، ويملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض.<sup>384</sup> ويمكن أن تتولى مؤسسة مالية تنظيم إصدار صكوك المزارعة وتكون هي مديراً للإصدار، وقد تتولى مع ذلك بعض الوظائف الأخرى التي تشرحها نشرة الإصدار.

**4-2-4- صكوك المساقاة:** المساقاة هي عقد شركة على دفع البساتين أو الأشجار أو النخيل المثمرة، إلى من يعتني بها ويحافظ عليها بالتلقيح والتنظيف والري والحراسة... الخ، مقابل الحصول على نصيب معلوم من الثمار الناتجة حسب الاتفاق، وطرفاها هما: صاحب البستان، والشريك القائم بالسقي والموالة حتى تنضج الثمار.<sup>385</sup>

أما صكوك المساقاة فهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة وفق ما حدده العقد. حيث أن المصدر لتلك الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعتها) التي فيها الشجر، والمكتتبون فيها هم المساقون في عقد المساقاة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف العناية بالشجر. وقد يكون المصدر هو المساقى (صاحب العمل) والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين سقيت الأرض بحصيلة اكتتابهم) ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأشجار.<sup>386</sup>

**4-2-5- صكوك المغارسة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس. حيث أن المصدر لتلك الصكوك هو مالك أرض صالحة لغرس الأشجار، والمكتتبون فيها هم المغارسون في عقد المغارسة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف غرس الشجر. وقد يكون المصدر هو المغارس (صاحب العمل) والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين غرست الأرض بحصيلة اكتتابهم)، ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها من الأرض والشجر.<sup>387</sup>

وفي كل هذه الأنواع من الصكوك وغيرها من الأنواع الأخرى، نلاحظ استمرار تملك موجودات لها قيم مالية، وهذا الاستمرار يتضمن مسؤولية من المالك لما يقع على هذه الأعيان المالية من مخاطر، مثل انخفاض القيمة السوقية لبضاعة المضاربة، أو للأصول المؤجرة كما في الإجارة أو انخفاض القيمة السوقية لبضاعة السلم وآلات الاستصناع، وهذا ما يسمى في الفقه بالغنم، وهو الذي يبيح الربح الحلال، للقاعدة "الغنم بالغرم".<sup>388</sup>

<sup>383</sup> أحمد شعبان محمد علي، البنوك الإسلامية في مواجهة الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، ط 1، الإسكندرية، مصر، 2010، ص: 111.

<sup>384</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص: 239، 315-316.

<sup>385</sup> أحمد علي السالوس، مرجع سابق، ص: 111.

<sup>386</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص: 312، 242.

<sup>387</sup> نفس مرجع سابق، ص: 242، 312.

<sup>388</sup> عبد الله المنصور، مرجع سابق، ص: 14.

ويجوز تداول صكوك المزارعة\*، والمساقاة\*\*، والمغارسة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الحصيلة للصرف على المشروع إذ تحتلظ النقود بعد بدء النشاط مع الزرع، والشجر، والشتلات، والأرض فتصير شيئاً واحداً، لأن الشركة تقتضي الاختلاط إعمالاً للقصد والنية، والحكم للأغلب.<sup>389</sup>

## 5-آلية إصدار وتداول صكوك الاستثمار الإسلامية

تتضمن آلية إصدار وتداول صكوك الاستثمار الإسلامية إجراءات فنية وضوابط شرعية، لا بد من القيام بها لضمان عدم انحراف هذه الصكوك في أي مرحلة من مراحلها عن الهدف الذي وجدت من أجله، وحتى تحقق الفوائد الاقتصادية المرجوة منها. تبدأ هذه الإجراءات منذ الإعلان عن الاكتتاب فيها ثم ترافق عمليات التداول من البيع والشراء والرهن والاجارة، وتستمر حتى إطفاء الصكوك وانتهاء أجلها.

**5-1- آلية إصدار صكوك الاستثمار الإسلامية:** إن تأسيس صكوك استثمارية أو أي إصدار استثماري يحتاج إلى تخطيط وتنظيم وهيكلية تمهيداً لطرح وحداته، وتعتبر نشرة الإصدار أو لائحة الصكوك هي الوثيقة المنظمة للعلاقة التعاقدية القائمة بين الجهة المصدرة والمشاركة من حيث الحد الأدنى للمشاركة، وفترة الاكتتاب، وشروط التداول والتخارج، ومن حيث طبيعة الصكوك، وأهدافها الاستثمارية من جهة، ومكونات الإصدار من جهة ثانية. وكذلك من حيث تحديد نصيب مختلف الأطراف من الأرباح وكيفية توزيعها وغير ذلك.<sup>390</sup>

وتدار غالبية صكوك الاستثمار الإسلامية على أساس عقد المضاربة. ويقوم بدور (المضارب) الشركة المنشئة للصكوك أو الجهة المصدرة للصكوك، حيث تتولى جمع رأس مال المضاربة، من حصيلة الاكتتاب في الصكوك الاستثمارية المطروحة حسب الشروط المبينة في نشرات الاكتتاب. ويقوم المشاركون في الصندوق والإصدار بدور أرباب المال. وتتعقد المضاربة بإيجاب وقبول شأن بقية العقود، لكن صور الإيجاب هي الإكتتاب في الصندوق أو الإصدار، والقبول هو موافقة الجهة المصدرة.

هذا ما جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي، وهو ينسجم مع الصورة التي تحتفظ فيها جهة الإصدار بحقها في قبول مشاركة المكتتب ورفضها، أما إذا كانت جهة الإصدار قد أعطت للنشرة صفة الإيجاب الموجه للجمهور الملزم لها طيلة فترة الإكتتاب وتخلت عن حقها في إبداء الرأي بقبول المشاركة أو عدم قبولها فإن النشرة تعتبر في حد ذاتها إيجاباً، ويكون القبول هو تقدم المكتتب للمشاركة. وليست المضاربة هي السبيل الوحيد لإدارة الإصدار، ولكن يمكن أن يصار إلى تحديد مقابل عمل المدير بنسبة من المبالغ التي يديرها؛ أي بمبلغ مقطوع يستحقه في جميع الأحوال، وهذا ما يتحقق من خلال اعتماد الوكالة بالاستثمار بأجر معلوم.

وتشتمل عملية إصدار الصكوك على خطوات أولية متعددة يطلق عليها "تنظيم الإصدار" أو "ترتيب الإصدار"، وهذه الخطوات لا تحصل بتسلسل موحد، فقد تتقدم خطوة عن أخرى دون أن ينشأ عن ذلك خلل، وقد تتم جميع الخطوات أو يقتصر على بعضها وأحياناً توجد بدائل متعددة لاختيار أحدها، ولكن غالباً ما تتم آلية الإصدار على النحو التالي:<sup>391</sup>

– **إعداد التصور والهيكل التنظيمي:** الذي يمثل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك ودراسة المسائل القانونية والإجرائية والتنظيمية ودراسة الجدوى، وتضمن ذلك كله في نشرة الإصدار\*، وقد يتزامن مع ذلك وضع النظام أو اللائحة والاتفاقيات التي تحدد حقوق وصلاحيات

\* تقوم المزارعة بأن يقدم أحد الأشخاص أرضاً زراعية يملكها إلى آخر ليقوم بزراعتها على أن يكون ناتج الزرع بينهما حسب الاتفاق الذي يرضيانه. وصكوك المزارعة هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الحصول وفق ما حدده العقد.  
\*\* المساقاة والمغارسة هما قيام شخص بالعناية بأرض شخص آخر مزروعة (أو غرسها) بأشجار الفواكه أو النخيل مثلاً مقابل حصة من ثمارها حسبما يتفقان عليه، وتصدر كل من صكوك المساقاة، والمغارسة لجمع حصيلة غرس أرض جرداء أو سقي أرض مغروسة.

<sup>389</sup> حسين حامد حسان، مرجع سابق، 2003، ص: 57.

<sup>390</sup> محمد عبد الغفار الشريف، "الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك"، ورقة بحثية مقدمة إلى ندوة البركة للاقتصاد الإسلامي، 2002، النمامة – مملكة البحرين، ص: 20.

<sup>391</sup> عبد الستار أبو غدة، مرجع سابق، ص: 87.

وواجبات الجهات المختلفة ذات الصلة. ويجب حسن اختيار تلك الجهات لما لها من أهمية في إيجاد عوامل الثقة والطمأنينة لدى المكتبتين، وهذه الخطوة تتم من قبل الجهة القائمة بعملية إنشاء الصكوك وهي إما من طرف الممولين (بعض المصارف) أو من طرف المستفيد من التمويل (الشركات المحتاجة للتمويل).

- **تأسيس شركة ذات أغراض خاصة\*\*** لتمثيل حملة الصكوك (المستثمرين)، تكون أمينا لحملة الصكوك في الاحتفاظ بملكية الموجودات، ووكيلا عنهم في توجيه حصيلة إصدار الصكوك للإستثمار فيما أصدرت من أجله. وتقوم الشركة بتوجيه الإيجاب نيابة عن حملة الصكوك، أي بإصدار الصكوك. وتكون ذات شخصية مستقلة (لها هيئة شرعية، ومجلس إدارة، وممثلين من حملة الصكوك في مجلس الإدارة) بالرغم من أنها مملوكة بالكامل للمستثمرين، وذلك لتمثلهم في إيجاد العلاقات بالجهات المختلفة وتقوم هذه الشركة بشراء الموجودات التي ستغطي الوحدات المصدرة. وتعتبر الشركة ذات الأغراض الخاصة ركنا أساسيا في عملية التصكيك وذلك لكونها تحقق شرط انفصال الذمة المالية للمصكك الأصلي عن الجهة المصدرة للصكوك وذلك لضرورات تحسين الجدارة الائتمانية للصكوك المصدرة.<sup>392</sup> إن الهدف من الشركة ذات الغرض الخاص هو تأكيد المستثمرين من أن الجهة التي تقوم بالإصدار هي جهة أبعد ما تكون عن التصفية، وبالتالي فإن هذه شركة يجب أن تكون شركة ليست لها أي التزامات تؤثر بصورة سلبية على نوعية الورقة المالية المصدرة بموجب الأصول التي تملكها .

- **تسويق الصكوك:** أي طرح الصكوك للاكتتاب بهدف جمع الأموال التي ستمول بها الموجودات المثلثة بالصكوك، ويتم إما بالطرح المباشر إلى الجمهور، وإما ببيع الصكوك التي تمثل موجودات الأعيان أو المنافع إلى المستثمر الأول الذي يكون مصرفا أو مجموعة مصارف وذلك للقيام بتسويقها وبيعها إلى حاملي الصكوك.

- **التعهد بتغطية الاكتتاب:** تسعى الجهة المصدرة للصكوك إلى تأمين تغطية كاملة للإصدار من قبل مؤسسة مالية أخرى مستعدة لذلك التعهد الذي يتطلب منها توفير السيولة وتستهدف منه الحصول على نصيب من الربح، حيث يباع لها بسعر أقل من القيمة الإسمية لتحقيق ربح للجهة المتعهددة بالتغطية، وبعد التملك من تلك الجهة التي تقوم بتوكيل الجهة المنشئة للإصدار بالبيع والتسويق.<sup>393</sup>

- **تعيين مدير الصكوك:** ويمكن أن يكون مدير الصكوك إما :

○ مضاربا يدير الموجودات المملوكة لحملة الصكوك بحصة من الربح المتحقق.

○ وكيلا بالاستثمار، يدير الموجودات المملوكة لحملة الصكوك مقابل أجرة محددة على هيئة مبلغ مقطوع أو نسبة من قيمة الموجودات، مع حافز أو بدونه.

○ شريكا مديرا، يدير الموجودات المملوكة لحملة الصكوك بزيادة في حصته من الربح، أو بدونها.

**5-2- آلية تداول الصكوك واستردادها:** يتم تداول الصكوك عندما يشتري الصك من طرف ثالث غير مصدرها لموجوداتها، وحلول محل حامل الصك في ملكية هذه الموجودات. وبما أن الصكوك تمثل حصصا شائعة في أصول الإصدار تستمر طيلة مدة الصكوك، فيحق لحامل الصك التصرف فيه بالبيع بالقيمة المتراضى عليها بينه وبين المشتري سواء كانت مماثلة للقيمة الاسمية أو السوقية أو أكثر أو أقل، ولكن بشروط وضوابط سيتم تفصيلها لاحقا. ويتم تداول الصكوك بأي طريقة متعارف عليها فيما لا يخالف الشرع، مثل القيد في السجلات، أو الوسائل الإلكترونية، أو المناولة إذا كانت لحاملها.

أما بالنسبة لإطفاء الصكوك أو استردادها فيعني توزيع موجوداتها على حملة الصكوك أو بيعها للمصدر أو غيره، ومن ثم توزيع حصيلة بيعها على حملة الصكوك، بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك.<sup>394</sup> وتجدر الإشارة هنا إلى أن إطفاء السندات المحرمة شرعا يقصد

\* تمثل نشرة إصدار الصكوك الدعوة التي يوجهها مصدرها إلى المكتبتين، والتي تتضمن كافة المعلومات عن مصدر الصكوك، ومجال استخدام حصيلتها، والموجودات، وهيئة الفتوى والرقابة الشرعية، وكيفية التدقيق الشرعي، وضوابط حصيلة مصالح المكتبتين وغير ذلك من الأمور.

\*\* إن فكرة الشركة ذات الأغراض الخاصة (SPV) نبعت من القانون الإنجليزي، أما القوانين الأصل اللاتيني، فهي لا تعرف هذه الشركة الخاصة، وتبحث عن آلية أخرى لإصدار الصكوك.

<sup>392</sup> فتح الرحمان صالح، "دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية"، ورقة بحثية مقدمة لمنتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، يوليو 2008، ص: 6.

<sup>393</sup> عبد الستار أبو غدة، مرجع سابق، ص: 91.

به دفع قيمتها الإسمية مع فوائدها الربوية في تواريخها المحددة في نشرة الإصدار، أما إطفاء صكوك الاستثمار الإسلامية فهو استرداد لمال المضاربة من قبل رب مال صكوك المضاربة، أو استرداد للمال الداخل في المشروع من قبل المصدر الذي يكون بمثابة الوكيل، أو الشريك في مختلف صكوك الاستثمار الإسلامية. وهذا الاسترداد يمكن أن يتم بإحدى الطرق التالية:<sup>395</sup>

- تصفية المشروع وتنظيمه حقيقة (بيعه وتحويله إلى نقد وسيولة)، حيث يأخذ صاحب كل صك حقه ونصيبه من الأموال المتوافرة إن ربحا فربح، وإن خسارة فخسارة على الجميع بقدر رؤوس الأموال.
- التنظيم الحكمي، أي تقويم المشروع تقويماً عادلاً من لدن الخبراء، ثم توزيع الناتج المقدر على حملة الصكوك كل حسب حصته.
- تملك الموجودات بالهبة أو بتمن رمزي، أو بالقيمة المتبقية في صورة صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك. وهذا الإطفاء إما أن يكون كلياً مرة واحدة في نهاية الإصدار، أو جزئياً بالتدريج خلال سنوات الإصدار.

## 6- تحويل الصك إلى سهم<sup>396</sup>

بما أن الأصل في الشركات (التي هي نوع من أنواع المعاملات) الإباحة فلا يوجد مانع شرعي يحول دون التحول من نوع إلى آخر. وبما أن كلا من الصكوك والأسهم المباحة شرعاً يمثل نوعاً من أنواع الشركات المباحة شرعاً، فإن تحويل الصكوك إلى أسهم جائز شرعاً ضمن ضوابط وشروط إصدار كل منهما.

إن الصكوك تصدر غالباً لمدة محددة في نشرة الإصدار، وبعدها يصار إلى إطفائها، وعليه يمكن أن يعطى لحامل الصك الخيار في تحويله إلى سهم في الشركة يضاف إلى أسهمها السابقة، ويتحول الصكوك إلى أسهم يتحول مالك الصك من ممول للشركة من الخارج إلى مالك لحصة مشاعة في رأسمالها.

## المطلب الثالث: الأوراق المالية التقليدية وإمكانية تكييفها فقهاً

سيهتم هذا المطلب بدراسة أدوات بورصة الأوراق المالية التقليدية لتبيان مدى إمكانية تكييفها فقهاً للاستفادة من بعضها في إنشاء أدوات مالية مشروعة يمكن إصدارها وتداولها في بورصة الأوراق المالية الإسلامية من جهة، وتفادي تلك التي لا يمكن تكييفها فقهاً ويجب تجنب إصدارها وتداولها في بورصة أوراق مالية إسلامية. وذلك بدءاً بالأسهم التي يتم إصدارها وتداولها في بورصة الأوراق المالية التقليدية، ثم تليها حصص التأسيس والسندات التقليدية.

### 1- تصنيف الأسهم حسب إمكانية تكييفها فقهاً

لقد أشرنا سابقاً إلى أن الصنف الوحيد المقبول إصداره وتداوله شرعاً من الأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية التقليدية هي الأسهم العادية (وذلك عند خضوعها للشروط الشرعية المتعلقة بالشركة المصدرة)، أما باقي الأنواع فسيتم تصنيفها حسب إمكانية تكييفها فقهاً لمعرفة مدى إمكانية الإفادة منها، وذلك من خلال النقاط التالية:

<sup>394</sup> نفس المرجع أعلاه.

<sup>395</sup> عبد الستار أبو غدة، مرجع سابق، ص: 110.

<sup>396</sup> أسامة الجورية، "صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"، رسالة الماجستير في الدراسات الإسلامية، إشراف سامر فنتقجي، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، 2009، ص: 49.

## 1-1-1-1 الأسهم الممكن تكييفها فقهيًا: يمكن تكييف الأسهم التالية:

**1-1-1-1 أسهم التمتع:** وهي التي تستهلكها الشركة على أن ترد الشركة قيمتها إلى المساهم قبل انقضاء الشركة، ويبقى صاحبها له حق الحصول على الأرباح، والتصويت في الجمعية العمومية، ويطلق على هذه العملية "استهلاك الأسهم".<sup>397</sup> إن أسهم التمتع التي تنتج عن الاستهلاك لا تجوز على صفتها الحالية في شركات المساهمة، ويمكن أن تكون جائزة شرعاً إذا اعتبرت فيها شروط معينة. وهناك تفاصيل كثيرة لأسهم التمتع في قوانين الشركات، لذلك لا نخوض فيها، وإنما نبين الصور الشرعية لأسهم التمتع على ضوء التفصيل الآتي وهو:<sup>398</sup>

- إن أسهم الشركة إذا جعل كلها على شكل أسهم التمتع، ونص النظام الأساسي لها على هذا التفصيل، ثم مع انقضاء كل سنة يوزع ما حصلته الشركة من النقود على جميع المساهمين بالتساوي حسب الحصة، فهذا جائز، وأن ذلك يكيف شرعاً على أن ما يعطى يمثل جزءاً من الأصول والأرباح، أو بعبارة أخرى إن ذلك كان بمثابة تصفية جزئية مستمرة في كل سنة إلى أن تنتهي وتنتهي معها موجودات الشركة. لكنه إذا بقي من أصول الشركة شيء يوزع على هؤلاء المساهمين حسب حصصهم، إن كان نظامها ينص على ذلك، كما في شركات السفن ونحوها مما يلي، أو تفتى، وأما إن كانت الشركة شركة امتياز يعود ملكية ما يتبقى من المكائن للحكومة التي منحها الامتياز فلا مانع منها أيضاً ما دام الشركاء قد أخذوا حقوقهم، ووافقوا في النظام الأساسي على إعطاء ما تبقى للحكومة بناءً على أن ذلك كان وعداً بالتنازل ثم تحقق التنازل الفعلي في الأخير، أو من باب الهبة للدولة. والخلاصة أن المساواة بين حقوق جميع المساهمين مطلوبة لا يجوز لصاحب حق أن يأخذ أكثر من الآخر، وأن الفقه الإسلامي لا ينظر إلى الأسماء فقط، وإنما إلى المسمى والمقصد أيضاً، ولذلك يعتبر ما سبق جائزاً شرعاً، سواء أكان سمي بأسهم التمتع أم لا.

- أما إذا كانت أسهم الشركة نوعين: أسهماً عادية، ويبقى أصحابها ملتزمين بالتزامات الشركة، وأسهم تمتع يستهلكها أصحابها، ويتخلصون من خسارتها، فهذا لا يجوز، لأنه مخالف لمقتضى عقد الشركة من المساواة بين الجميع، واحتمال المخاطر للجميع، فلا يجوز أن ينجو مساهمون من تحمل الخسارة حين يأخذون قيمة أسهمهم، ويتحمل الباقيون الخسارة كلها، فهذا ظلم وإجحاف وضرر لا يجوز شرعاً. ويمكن أن يعوض عن هذه الفكرة بالمضاربة، وصكوك المضاربة لأجل محدد، أو أن تنشئ الشركة فرعاً خاصاً لهذا النوع من الشركات تكون جميع أسهمها أسهم تمتع.

**1-1-2-1 أسهم مجانية (Free Shares):** تمنح هذه الأسهم لمساهمي الشركة دون مقابل بنسبة امتلاكهم للأسهم العادية، تمنح هذه الأسهم من الاحتياطات الاختيارية والأرباح المدورة لدى الشركة. يهدف توزيع الأسهم المجانية إلى الزيادة في رأس مال الشركة، وبالتالي يكون للمساهمين الحق في هذه الزيادة، فيزيد عدد أسهمهم، وتعد هذه الزيادة ربحاً عائداً للمساهم.<sup>399</sup> وهذه الأسهم جائزة شرعاً إذا تم المنح بالتساوي حسب الأسهم، لأن ذلك مال المساهمين ولهم الحق في الحصول عليه.<sup>400</sup>

**1-1-3-1 أسهم الخزينة (Tresorery Shares):** وهي الأسهم التي يتم شراؤها من نفس الشركة المصدرة أي شراء الشركة لأسهمها، وحكمها الجواز.<sup>401</sup>

**1-2-1-1 الأسهم غير الممكن تكييفها فقهيًا:** تعتبر الأسهم التالية غير جائزة لولا يمكن تكييفها فقهيًا:

**1-2-1-1 أسهم امتياز (Preferred Stock):** يوصف السهم الممتاز بأنه أداة هجينة تجمع بين صفات السند والسهم العادي. كونه يحصل على عائد ثابت سنويًا يسمى مقسوم أرباح السهم الممتاز الذي يستقطع من صافي الربح بعد الضريبة، ولذلك فهو يمثل التزاماً

\* يقصد باستهلاك الأسهم: رد القيمة الإسمية للسهم إلى المساهم في أثناء قيام الشركة دون انتظار انتهائها، وهو جائز شرعاً إذا نصت عليه الشركة في قانونها الأساسي.

<sup>397</sup> نفس المرجع السابق، ص: 201.

<sup>398</sup> محيي الدين القرة داغي، "حكم المساهمة في أسهم شركات أصل نشاطها حلال"، من موقعه: [www.qaradaghi.com](http://www.qaradaghi.com)

<sup>399</sup> أحمد السعد، مرجع سابق، ص: 41.

<sup>400</sup> شعبان البرواري، مرجع سابق، ص: 96.

<sup>401</sup> رائد نصري أبو مؤنس، مقابلة شخصية، كلية الشريعة، الجامعة الأردنية، 2013/01/13.

ثابتاً، كما أنه يمثل حق من حقوق الملكية لأنه يمثل جزءاً من المشاركة برأس المال. اكتسبت هذه الأسهم صفة الممتازة كون لها حق الأولوية قبل حملة الأسهم العادية على دخل الشركة وأصولها.<sup>402</sup>

إن إصدار الأسهم الممتازة بشروطها المختلفة حسب الشركة المصدرة، والتي تختص بمزايا لا تتوافر في الأسهم العادية غير جائز، لأن ذلك يخالف الأصل في قيام الشركة، وهو قيامها على أساس المساواة بين الشركاء، وهو حق أصيل لكافة الشركاء، ويؤدي انعدامه أو التفريط فيه إلى الربا أو الظلم، وكلاهما محرم في شريعة الإسلام. ويجوز إعطاء بعض الأسهم خصائص تتعلق بالأمور الإجرائية (التنظيمية) أو الإدارية.<sup>403</sup>

**1-2-2- أسهم مؤجلة (Differed Shares):** وهي التي تعطى للمؤسسين، ولمن يقوم بترويج الأسهم الجديدة للشركة عند إنشائها، وتسمى مؤجلة لأنها لا تستحق نصيباً من الأرباح الموزعة إلا بعد سداد حاملي بقية الأسهم، وهذا النوع من الأسهم غير جائز شرعاً، لأن عقد الشركة في الفقه الإسلامي يقوم على المساواة بين جميع الشركاء وتحمل الجميع المخاطرة واستحقاقهم الأرباح.<sup>404</sup>

**1-2-3- حصص التأسيس:** هي صكوك قابلة للتداول بدون قيمة إسمية، ولا تمثل جزءاً من رأس مال الشركة، تصدر مقابل بعض الخدمات التي قدمت للشركة، وتمنح صاحبها الحق في أرباح محددة ومحتملة. ولا تعتبر حصص التأسيس نوعاً من أنواع الأسهم كما هي ليست من أنواع السندات باعتبار أن صاحب حصة التأسيس ليس مساهماً في الشركة، وليس كذلك دائناً لها، إلا أنها تشبه الأسهم من حيث أنها قابلة للتداول واستحقاق أرباح الشركة، وتختلف من حيث أنها تصدر بدون قيمة إسمية على عكس الأسهم، ولا تمثل أي حصة من رأس المال، ولا يحق لأصحابها في الإدارة، كما أنه لا حق لهم في حضور جلسات الجمعية العمومية.<sup>405</sup>

لا يصح شرعاً أن تصدر الشركات حصص تأسيس تأخذ حصة دورية من الأرباح، أو أن يكون لها الحق في موجودات الشركة لمخالفتها قواعد الشريعة الإسلامية، ولأن فيه ظلم وأكل لأموال المساهمين، ويمكن أن يعطى المبادرون والمبتكرون وكل من قدم خدمات للشركة مكافأة نقدية تحسب ضمن نفقات التأسيس.<sup>406</sup> وعليه لا يمكن اعتبار حصص التأسيس أداة من أدوات بورصة الأوراق المالية الإسلامية.

## 2- السندات وحكمها الشرعي

قبل التطرق إلى حكم السندات في الشريعة الإسلامية سيتم تعريفها فيما يلي:

**1-2-1- تعريف السندات:** السندات هي جمع السند، وللسند تعريف عام يشمل السند الذي هو ورقة مالية وغيره، حيث ذكر في القاموس الاقتصادي أنه "التزام دين خطي محدد الشكل بدقة، يعطي حامله حقاً بمطالبة الشخص الذي وقعه (محرره) دفع المبلغ المرقوم فيه في موعد محدد".<sup>407</sup> يمثل السند صكاً مديونية وليس ملكية،<sup>408</sup> وهو عقد أو اتفاق بين طرفين (المقرض والمقترض)، يتعهد بموجبه المقترض المصدر للسند برد المبلغ المقترض إلى حامل السند على دفعات، بالإضافة إلى فوائد متفق عليها تسدد في تواريخ محددة، ويحصل عليها حامل السند سواء ربحت الشركة أو خسرت. وتوجد أنواع مختلفة من السندات ولكن كلها قائم على مبدأ الفائدة.

**2-2- الحكم الشرعي للسندات التقليدية:** ذهب غالبية الفقهاء إلى تحريم السندات باختلاف أنواعها وآجالها والجهات المصدرة لها، وذلك لأنها تمثل قرضاً بفائدة مشروطة، فلا مجال لقبول تداول سندات الفائدة، والعلماء متفقون على أن الفائدة هي ربا الديون المحرمة بنصوص القرآن والسنة.

<sup>402</sup> أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص: 179.

<sup>403</sup> قرار مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، جدة، 9-14/5/1992، في موقعه: [www.fiqhacademy.org.sa](http://www.fiqhacademy.org.sa)، تاريخ التحميل: 2012/08/12.

<sup>404</sup> شعبان البرواري، مرجع سابق، ص: 92.

<sup>405</sup> محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 335.

<sup>406</sup> عبد العزيز الحياط، الشركات في الشريعة والقانون، طبعة المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، 1995.

<sup>407</sup> مصطفى الديباس، القاموس الاقتصادي، دار الجماهير، ص: 259.

<sup>408</sup> محمد الحناوي، نihal فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص: 24.

وقد نص قرار الجمع الفقهي الإسلامي بجدة على أن<sup>409</sup>: السندات التي تمثل التزاما بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروط محرمة شرعا من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول لأنها قروض ربوية سواء أكانت الجهة المصدرة لها خاصة أو عامة ترتبط بالدولة ولا أثر لتسميتها شهادات أو صكوكا استثمارية أو ادخارية أو تسمية الفائدة الربوية الملتزم بها ربحا أو ريعا أو عمولة أو عائدا. كما نص على حرمة السندات ذات الجوائز باعتبارها قروضا اشترط فيها نفع أو زيادة بالنسبة لجموع المقرضين، أو لبعضهم لا على التعيين، فضلا عن شبهة القمار، وسواء أكانت هذه الزيادة تمثل نسبة من قيمة السند، كما في أغلب أنواع السندات، أم خصما منها كما في السندات ذات العائد (الكوبون) الصفري.<sup>410</sup> وعليه لا يجوز إصدار هذه السندات ولا إدراجها ولا تداولها في بورصة الأوراق المالية الإسلامية.

تعتبر السندات الوسيلة الأساسية للاستثمار في النظام الرأسمالي، وقد ألغى الإسلام القرض بفائدة ثابتة ومحددة سلفا كوسيلة من وسائل الاستثمار، وقدم بدائل مناسبة تقوم على قاعدة الغنم بالغرم، ويعتبر إيجاد البدائل للسندات من الضرورات الشرعية والاقتصادية، ذلك لاجراج المسلمين من دائرة الربا المحرم، ولجذب أموال المحجمي عن التعامل في السندات للاستفادة منها في التنمية الاقتصادية.<sup>411</sup> ولقد ذكر قرار مجمع الفقه الاسلامي أن من البدائل الشرعية للسندات، الصكوك القائمة على أساس المضاربة لمشروع معين أو نشاط استثماري معين، بحيث لا يكون للمالكها فائدة أو نفع مقطوع، وإنما تكون لهم نسبة من ربح هذا المشروع ويقدر ما يملكون من هذه السندات أو الصكوك ولا ينالون هذا الربح إلا إذا تحقق فعلا.<sup>412</sup>

#### المبحث الثاني: العقود والمضاربة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

إن تداول الأدوات المالية المذكورة سابقا لا يتم إلا من خلال عقود معينة، ولقد عرفت بورصة الأوراق المالية التقليدية عدة عقود ومشتقات مالية، منها ما هو محرم شرعا ومنها ما هو جائز. وسيتم في هذا المبحث التفصيل في هذه العقود والمشتقات وإمكانية تكييفها الفقهي والإفادة منها في إنشاء بدائل شرعية وجعلها من العقود الممكن استعمالها في بورصة الأوراق المالية الإسلامية. بالإضافة إلى عرض اجتهادات الخبراء والباحثين في هذا إيجاد عقود آجلة متوافقة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية. وفي آخر المبحث سنشير إلى مفهوم المضاربة في البورصة والشروط التي تجعلها مشروعة في بورصة أوراق مالية إسلامية.

#### المطلب الأول: العقود والمشتقات المالية غير المشروعة وإمكانية الإفادة منها في إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية

تستعمل بورصة الأوراق المالية التقليدية عدة عقود مبتكرة بهدف إدارة المخاطر أو التحوط لتقلبات الأسعار أو المضاربة، إلا أن معظم هذه العقود تعتبر غير مشروعة ولا يمكن استعمالها في بورصة الأوراق المالية الإسلامية دون تكييفها فقها أو تعديلها بما يجعلها متوافقة مع مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية، وسيتم في هذا المطلب التعريف بأهم هذه العقود كعمليات الشراء بالهامش، البيع على المكشوف، المشتقات، المستقبلات، الخيارات، والعقود على المؤشرات مع تبيان الحكم الفقهي لكل منها، ومدى إمكانية تكييفها فقها أو تعديلها للإفادة منها في إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية.

<sup>409</sup> قرارات مجمع الفقه الإسلامي، رقم 6/11/60، 1990، في موقعه: [www.fiqhacademy.org.sa](http://www.fiqhacademy.org.sa)، تاريخ التحميل: 2013/04/15.

<sup>410</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص: 299.

<sup>411</sup> شعبان البرواري، مرجع سابق، ص: 121.

<sup>412</sup> قرارات مجمع الفقه الإسلامي، رقم 6/11/60، 1990، من موقعه: [www.fiqhacademy.org.sa](http://www.fiqhacademy.org.sa).

## 1- عمليات الشراء بالهامش (Trading on the Margin)

سيتم في هذه النقطة تعريف عمليات الشراء بالهامش أولاً، ثم تبيان الحكم الشرعي فيها:

**1-1- تعريف عمليات الشراء بالهامش:** يقصد بشراء ورقة مالية معينة بالهامش أنه يتم سداد جزء من قيمتها نقدا بينما يسدد الباقي بقرض، بضمان الأوراق محل الصفقة، إذ تمثل قيمة المدفوعات النقدية هامشا مبدئيا لصفقة الشراء، وعادة لا تزيد نسبة الهامش عن 60% من قيمة الصفقة.<sup>413</sup> وفي هذا النوع من العقود يقوم المشتري للورقة المالية بدفع جزءا من ماله ويقترض الجزء الآخر من السمسار الذي يتعامل معه مقابل فائدة شهرية عليه ليتمكن من اقتناء كمية أكبر من الأوراق المالية، ثم رهن هذه الأوراق المالية المشتراة لدى السمسار كضمان للقرض.<sup>414</sup> ويبقى السهم عندما يشتري بالهامش في حيازة السمسار، كما يكون مسجلا باسمه وليس باسم العميل، ولكن يحق للمشتري أن يمارس حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة وأن يحصل على ما يتحقق من أرباح.

ويخضع مقدار ما يشكله الهامش لمجمل القيمة لقوانين صارمة، ويتغير بشكل مستمر تبعاً للظروف الاقتصادية، ويستخدم كأداة لضبط حركة السوق، فعندما ترتفع مستويات الأسعار وتزداد المضاربات يمكن للسلطات المالية أن ترفع نسبة الهامش، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على القروض المستخدمة في تمويل الشراء النقدي الجزئي لتضعف بذلك سيولة السوق بما يضع حداً للمضاربات المحمومة، وعلى نفس النهج يمكن إنقاص نسبة الهامش عندما يعاني السوق من حالة ركود.

**1-2- التكيف الفقهي للتعامل بالهامش:** إن الشراء بالهامش يكون محرماً بناء على تحريم القرض الذي يحصل عليه المشتري من السمسار أو من غيره، وذلك لتضمنه شرط رد القرض بأكثر منه، وهو القرض بربا الذي يعتبر عقد محرم شرعاً. وهذا ما ذهب إليه العديد من الباحثين المعاصرين\*. فإن علة وجود القرض بفائدة ثابتة في التعامل بالهامش هي التي جعلته محرماً، ولا تعود الحرمة إلى طبيعة التعامل نفسه، فلو أقرضه السمسار المبلغ المطلوب بدون فائدة لأصبح التعامل جائزاً، حيث يمكن تضمين الدين مثلاً بأن يضع العميل رهنا عند السمسار مقابل القرض.<sup>415</sup>

## 2- البيع على المكشوف أو البيع القصير (Short Sale)

قبل التطرق إلى الحكم الشرعي للبيع على المكشوف سيتم تعريفه أولاً فيما يلي:

**1-2- تعريف البيع على المكشوف:** يسمى هذا البيع بالبيع القصير تمييزاً له عن البيع الطويل، ولا علاقة لهذا التعبير بالمدة الزمنية، ولكن علاقته مرتبطة بالهدف من الاستثمار، فالوضع الطويل يتعلق بشراء الأسهم والاحتفاظ بها للحصول على الربح أو بيعها للحصول على الزيادة الرأسمالية في أسعارها، أما الوضع القصير فيتعلق بالمقامرة على انخفاض أسعارها سواء أكان المستثمر مالكا أو غير مالك لها في وقت إنشاء عقد البيع.<sup>416</sup> وتعتمد عملية البيع على المكشوف على ما يلي:<sup>417</sup>

- الإقراض غير المشروط بفائدة ثابتة وغير المحدد بمدة زمنية فهو قرض حال.
- المخاطرة على انخفاض الأسعار، حيث فيها احتمال الربح والخسارة.
- الهدف من هذا البيع استفادة العميل من الفرق بين السعرين، وأما السمسار فيحصل على العمولة مقابل خدماته.

<sup>413</sup> يوسف الشيبلي، مرجع سابق، ص: 8.

<sup>414</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، 1996، ص: 328.

\* منهم: علي القره داغي، محمد القرني، عطية فياض، أحمد محيي الدين أحمد، ومحمد صبري هارون.

<sup>415</sup> شعبان البرواري، مرجع سابق، ص: 194.

<sup>416</sup> يوسف الشيبلي، مرجع سابق، ص: 9.

<sup>417</sup> زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص: 126.

إن هذا البيع يعد من العمليات العاجلة في البورصة لأن البائع للأوراق المالية ملزم بتسليمها إلى المستثمرين من ناحية، وملزم أيضا بتسليم الأوراق إلى السمسار، وذلك بشرائها من السوق، وكل هذا خلال مدة قصيرة لا تزيد عن يوم واحد في معظم البورصات. ويسمى القائمون بالبيع القصير الدببة أو المتشائمون (Bearish).<sup>418</sup>

## 2-2- التكييف الشرعي لعمليات البيع على المكشوف: مما سبق يتضح لنا أن البيع على المكشوف محرم لأمرين:

- أنه مشتمل على قرض بفائدة، لأن المقرض يقرض البائع تلك الأسهم، ويستحق التوزيعات النقدية للأسهم محل الصفقة فيم لو استحققت تلك التوزيعات قبل سداد قيمة القرض.<sup>419</sup>

- تصرف في مال الغير دون إذنه، وهذا غير جائز شرعا.<sup>420</sup>

والتكييف الفقهي الذي يجعله جائزا هو التصرف بإذن صاحب المال أي الإقراض بإذنه إما قرضا حسنا ويكون الربح للمقرض، أو أن يقدم له الأوراق لبيعها مراهجة فالربح يكون بينهما بالإتفاق على نسبة معينة.<sup>421</sup>

## 3- العمليات الآجلة والتكييف الفقهي لها

سيتم فيما يلي تعريف العمليات الآجلة وأنواعها، ومن ثم حكمها الشرعي مع تبيان إمكانية تكييفها فقها:

### 3-1- تعريف العمليات الآجلة (Derivatives transactions): تعرف العمليات الآجلة بأنها العقود التي تتم في أسواق البيوع

الآجلة حيث يتفق فيها الطرفان (البائع والمشتري) على تأجيل التسليم ودفع الثمن إلى يوم معين يسمى يوم التصفية أو التسوية (Settlement Date)، وأن الغرض الأساسي من عقد هذه العمليات هو الحصول على ربح يأخذه المضارب يمثل قيمة الفرق بين السعر الذي عقدت به العملية وبين السعر يوم التصفية.<sup>422</sup> وغالبا لا يتم التسليم والتسلم محل العقد (أي الأوراق المالية) وإنما يكتفى بالتسوية النقدية، بحسب الإتفاق بين الطرفين. وقد يتفقان على تأجيل خاص وشروطه وكيفية التعويض. وتتم عملية التصفية من خلال إحدى الصور الثلاث الآتية:<sup>423</sup>

- التسليم والتسلم الفعلي للأوراق المالية، والثمن من قبل البائع والمشتري.
  - أن يبيع ما اشتراه أو يشتري ما باعه ويقبض الفرق بين السعريين قبل موعد التصفية وذلك بعد رضا الطرف الآخر.
  - تأجيل التصفية إلى موعد التصفية المقبلة بدفع مبلغ يسمى بدل التأجيل.
- يهدف المتعاملون بالعمليات الآجلة إلى أحد الأمرين إما المضاربة أو التحوط، أما غرض الإستثمار في مثل هذه العمليات فهو

مستبعد.

<sup>418</sup> شعبان البرواري، مرجع سابق، ص: 195

<sup>419</sup> يوسف الشبيلي، مرجع سابق، ص: 10.

<sup>420</sup> شعبان البرواري، مرجع سابق، ص: 202

<sup>421</sup> نفس المرجع أعلاه.

<sup>422</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، 1996، ص: 332

<sup>423</sup> شعبان البرواري، مرجع سابق، ص: 203.

تضم الأسواق الآجلة تشكيلة واسعة من المنتجات والمبتكرات المالية التي يتم تداولها في هذه الأسواق ويطلق عليها اسم المشتقات المالية، والتي تشكل جوهر منتجات الهندسة المالية التقليدية.\*

**3-2- أنواع العمليات الآجلة وحكمها الشرعي:** وتسمى كذلك بالمشتقات المالية، حيث تعرف المشتقات المالية على أنها أدوات مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحاضرة للأصول المالية أو العينية محل التعاقد مثل السندات والأسهم والنقد الأجنبي والذهب وغيرها من السلع، وتستخدم المشتقات المالية لأغراض عدة من بينها إدارة المخاطر والتحوط منها، بالإضافة إلى المضاربة. وتضم المشتقات المالية مجموعة واسعة من العقود المالية التي تتنوع وفق طبيعتها ومخاطرها وأجلها.<sup>424</sup> ويرى البعض أن هذه المشتقات تتوافق إلى حد ما مع الشريعة الإسلامية من حيث جوهرها وموضوعها بشرط أن تتضمن تحريم الربا وأن يكون الوضع المؤسسي معززاً للقيم الإسلامية، ويعمل على تصميم وسائل لاستبعاد القمار من سوقها.<sup>425</sup> ومن أهم هذه الأنواع وأكثرها انتشاراً نذكر مايلي:

**3-2-1- العمليات الآجلة العادية أو الباتة القطعية (Forward Transactions):** تعتبر العمليات الآجلة الباتة من أبسط المشتقات المالية، وتعرف بأنها العمليات التي يحدد تنفيذها بموعد ثابت يسمى يوم التصفية أو التسوية، يلتزم المتعاقدان فيه بدفع الثمن، وتسلم الأوراق المالية موضوع الصفقة، وتسمى الباتة لأن المتعاقدين ليس لهم الحق في تنفيذ العملية، إلا أن لهم الحق في تأجيل موعد التسوية النهائية حتى موعد تسوية لاحقة.<sup>426</sup> إلا أنها خالية من خيار الفسخ وملزمة التنفيذ، وتتميز العمليات الباتة بما يلي:<sup>427</sup>

- عمليات يكون فيها التعامل بالنقد، ولكن تنفيذها يؤخر إلى أجل مضروب متفق عليه.
  - عمليات تتحدد فيها كل من سعر الصفقة، مقدار ونوعية الصفقة، ومكان وتاريخ التسليم، في يوم التعاقد.
  - يلزم فيها كل من البائع والمشتري تنفيذ الصفقة في الأجل المتفق عليه.
  - عقود هذه العمليات غير منمطة حيث تعتمد على التفاوض بين الطرفين على مقدار الصفقة وسعرها يوم التعاقد.
- ذهب جمهور العلماء والباحثين المعاصرين في حكم العقود الآجلة القطعية إلى القول بتحريمها، وذلك لأسباب عدة أبرزها:<sup>428</sup>

- أنها من قبيل "بيع الكالئ بالكالئ" (أي بيع الدين بالدين) وهو الربا المنهي عنه.\*
  - أنها من قبيل "بيع الإنسان ما ليس عنده" المحرم في الشريعة الإسلامية.
  - أنها من قبيل "القمار والرهان" اللذين حرما في الشريعة الإسلامية، لأن فيها إضراراً بأحد الطرفين في الغالب.
- ولقد نص قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي على تحريم المعاملات الآجلة الباتة.<sup>429</sup> وذلك نظراً لعدم تسليم المعقود عليه، ولا الثمن، ولا المثل، بل تم الإتفاق على تأجيلهما، ولذلك دخلت فيه الجهالة من أوسع أبوابها، فيدخل في باب

\* تعنى الهندسة المالية بتصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة وتقديم حلول خلاقة ومبدعة للمشكلات المالية.

<sup>424</sup> طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية المفاهيم-إدارة المخاطر المحاسبية، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2001، ص: 05.

<sup>425</sup> عبد الرحيم الساعاتي، "مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 2003، ص: 27-53.

<sup>426</sup> محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 238.

<sup>427</sup> شعبان البرواري، مرجع سابق، ص: 205.

<sup>428</sup> محمد وجيه الحنيني، مرجع سابق، ص: 78-79.

\* إن بيع الكالئ بالكالئ محرم في الشريعة الإسلامية، وهو متحقق في العقود الآجلة، لأنه لا يوجد فيها تسليم للثمن ولا للمثل، أي أنه عقد تم فيه تأجيل البدلين، وهو ممنوع من حيث المبدأ، وفيه غرر فاحش، ويتناقض مع الغرض الذي من أجله شرعت عقود المعاوضات، وهو القبض والتملك، وما لم يتصل العقد بإحداث آثاره وأحكامه فهو باطل.

<sup>429</sup> قرارات مجمع الفقه الإسلامي، من دورته الأولى سنة 1389هـ إلى دورته الثامنة سنة 1405، 1985، ص: 123.

الغر المنهبي عنه. ثم إن هذا النوع فيه إضرار بأحد الطرفين في الغالب حيث لا يكسب أحدهما ربحاً إلا على حساب الآخر، مما فيه شبهة القمار بوضوح، إضافة إلى خيار التنازل وما يترتب عليه، حيث يعطي للمشتري حق المطالبة بالتعجيل.<sup>430</sup> هذا إذا كانت الأسهم أو البضاعة موجودة فعلاً، أما إذا كانت غير موجودة، وإنما سوف يمتلكها البائع في المستقبل، فهذا يدخل في بيع المعلوم الذي لا يحل شرعاً بالإجماع، وهذا النوع هو الغالب في مثل هذه الصفقات الآجلة.<sup>431</sup>

**3-2-2- عقود الخيارات أو العقود الآجلة الشرطية (Options):** تعد الخيارات من أهم أنماط المشتقات المالية وأكثرها جدلاً، سيما وأنها تمتاز بالتنوع الكبير في صورها، والتداخل بين مكوناتها، وصعوبة ضبط تفاصيلها. وسيتم فيما يلي التعريف بها وأنواعها، والحكم الشرعي لكل نوع مع الإشارة إلى البدائل الشرعية الممكنة:

**أ- تعريف الخيار:** يعرف الخيار على أنه "عقد بين طرفين يعطي حامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية معينة بسعر معين خلال مدة معينة أو في تاريخ معين، وتسمى بالمشتقات لأنه يتم اشتقاقها من الأسهم العادية والسندات، وتصدر من المستثمرين مباشرة ولا دخل للشركة مصدرة الأسهم العادية فيها، وتعطي حاملها الحق في شراء السهم ذاته بعد أو خلال مدة معينة بسعر محدد أو بيع للسهم ذاته بعد أو خلال مدة معينة بسعر محدد".<sup>432</sup> وهذا مقابل مبلغ محدد يسمى علاوة الخيار "Option Premium"<sup>433</sup> يدفعها المشتري (دافع ثمن الخيار) مقابل تمتعه بذلك الحق، ويقبضها البائع (قابض ثمن الخيار) مقابل تعهده والتزامه.<sup>434</sup> ولا يتم استرداد هذه العلاوة سواء تم تنفيذ العقد أو لم يتم تنفيذه. ولا بد من تحديد العناصر التالية في عقد الخيار: محل التعاقد، سعر التعاقد، تاريخ أجل التعاقد، مبلغ التعويض (العلاوة)، وصنف الخيار (أمريكي أو أوروبي)\*، ونوع عقد الخيار (شراء أو بيع).

ويلاحظ أن عقود الخيارات تختلف عن العقود الآجلة في كون هذه الأخيرة واجبة التنفيذ بينما تعطي عقود الخيارات الحق لمشتريها في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه.

وتوجد في بورصة الأوراق المالية التقليدية جهة ثالثة تضمن وفاء الطرفين بتعهداتهم وهي غرفة المقاصة أو بيوت السمسرة، حيث تتم هذه العمليات الآجلة الشرطية دون الحاجة إلى وجود علاقة مباشرة بين العاقدين. فعقد الخيار في بورصة الأوراق المالية التقليدية يتكون من ثلاثة أطراف: بائع الاختيار، ومشتري الاختيار، وغرفة المقاصة أو بيت السمسرة التي تقوم بدور الوكيل على كل من البائع والمشتري عن طريق السماسرة.<sup>435</sup> فإذا اتفق الطرفان على بيع أو شراء عقد خيار، فإن البائع لا يحجر العقد مباشرة إلى المشتري، وإنما يحجر هذا العقد إلى الجهة التي تقوم بدور الوساطة كعقود مقاصة للخيارات، حيث تقوم بتحرير ذلك العقد باسمها، لذلك تعتبر هي البائع في كل عقد خيار

<sup>430</sup> عبد الله سيد حسن، "الأسواق المالية والبورصات من المنظور الشرعي والقانوني"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة، جامعة الإمارات، 2006، ص: 16.

<sup>431</sup> علي محيي الدين القرة داغي، بحوث في فقه المعاملات المالية المعاصرة، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، ص: 120.

<sup>432</sup> سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005، ص: 60-61.

<sup>433</sup> أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص: 350. بتصرف.

<sup>434</sup> شعبان البرواري، مرجع سابق، ص: 225.

\* الخيار الأمريكي هو الذي يعطي الحق لمالك الخيار حق تنفيذه في أي وقت خلال الفترة التي تمتد من بداية الإنفاق إلى التاريخ المحدد لانتهائه، ويتم التعامل بهذا الخيار في أغلب البورصات العالمية. أما الخيار الأوروبي فلا يعطي الحق لمالك الخيار تنفيذه إلا في التاريخ المحدد لانتهائه، ويتم التعامل به غالباً في الأسواق خارج البورصات، وأسعار هذه الخيارات أرخص من الخيارات الأمريكية لأنها لا تعطي لمشتري الخيار فترة زمنية مرنة.

<sup>435</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، 1996، ص: 356..

شراء، والمشتري في كل عقد بيع، وهي الجهة الضامنة لتعهدات كلا الطرفين.<sup>436</sup> فإذا أراد مشتر خيار الشراء تنفيذ العقد، فإنه يقوم بتقديم ثمن الأوراق المالية المتعاقد عليها إلى غرفة المقاصة، والتي تقوم من جانبها بتسليمه الأوراق المتعاقد عليها. وإذا لم يرغب المشتري في تنفيذ العقد، فإنه يسلم إلى غرفة المقاصة مبلغ التعويض للبائع.

إن عقود الخيارات أحد أهم الأدوات التي يستخدمها المستثمرون للحماية من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية في البورصة التقليدية، ويعتبرونها بذلك ذات آثار اقتصادية مفيدة على الأسواق المالية. كما يستخدمها المضاربون بهدف تحقيق الأرباح، وتستعمل أيضا لزيادة السيولة في السوق عن طريق تداولها، كما أنها تعطي للمستثمر فرصة إعادة تشكيل محفظته الاستثمارية باختيار الوضع الأمثل لتفضيلاته الخاصة بالعلقة بين العائد والمخاطرة.<sup>437</sup>

ب- أنواع عقود الخيارات: تنقسم عقود الخيارات إلى قسمين رئيسيين هما:

- خيار شرطي للمشتري: ويسمى الخيار الذي يعطى لمالكه الحق في الشراء (طالب الخيار) بخيار الطلب أو الشراء ( Call Option). ويتجه إلى شراء هذا الخيار أولئك الذين يتوقعون ارتفاع الأسعار.

- خيار شرطي للبائع: ويطلق على الخيار الذي يعطى لمالكه الحق في بيع الأصل محل الخيار خيار البيع (Put Option). ويسعى إلى شراء خيار البيع أولئك الذين يتوقعون انخفاض الأسعار.

وتسمى العمليات التي تجري في بورصة الأوراق المالية التقليدية بعقد خيار البيع أو الشراء بالعمليات الشرطية البسيطة. وتفرع من هاذين العقدين عقود خيارات أخرى منها الآتي:

• خيارات شرطية المضاعفة (Option to Double): وتسمى كذلك بخيارات الزيادة، وفي هذا النوع من العمليات يحق لواحد من المتعاملين الاستزادة من البيع أو الشراء عند حلول الأجل المتفق عليه، بحيث يكون له الحق في مضاعفة الكمية التي اشتراها أو باعها، وذلك بسعر يوم التعاقد إذا رأى أن التصفية في صالحه، وفي مقابل ذلك يدفع تعويضاً مناسباً يتفق عليه ولا يرد إلى دافعه، وتختلف قيمة هذا التعويض باختلاف نسبة الكمية المضاعفة.

وحكم هذا النوع عدم الجواز شرعاً، وذلك لعدم توفر أركان العقد حيث يتضمن نوع من المقامرة، فضلاً على ذلك أنه يتضمن في ظاهره بيعاً متضمناً بوعد، بل يتضمن بيع آخر، وبالتالي يعتبر من البيوع المنهي عنها لأنه يتضمن صفقتين في صفقة واحدة.<sup>438</sup>

• خيارات شرطية الإنتقاء: في هذه العمليات يكون البائع والمشتري لهما حق الخيار في إبرام الصفقة في موعد التصفية بأي من السعرين، وللمتعامل الخيار في الشراء بالسعر الأعلى، أو البيع بالسعر الأدنى، فالمتعاملون بهذه العمليات يعتقدون أنه سيحدث تغير كبير في أسعار الأوراق المالية ارتفاعاً أو هبوطاً، بينما بائعو هذه الأوراق يعتقدون أن الأسعار لن يطرأ عليها أي تغير كبير، بل أن السوق ستبقى هادئة. وهذا النوع من العمليات لا يعتبر بيعاً في نظر الشريعة الإسلامية لأن من الشروط الأساسية له تحديد الثمن، بالإضافة إلى عدم

تحقق أركان العقد، فإن فيه اشتراط تأجيل الثمن المخير والمثمن ولذلك فلا يجوز شرعاً.<sup>439</sup>

<sup>436</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 358.

<sup>437</sup> شعبان البرواري، مرجع سابق، ص: 226.

<sup>438</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، 1996، ص: 349.

<sup>439</sup> أحمد محيي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وأثرها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، الكتاب الثاني، مجموعة دلة البركة، جدة، 1995، ص: 1304.

● **خيارات شرطية الوضعية:** ويكون لكلا المتعاملين الخيار في طلب تأجيل موعد تسوية الصفقة حتى موعد التسوية اللاحق، ويحدث ذلك عندما يشعر المتعاملون في السوق بأنهم لن يستطيعوا تنفيذ الصفقة التي عقدها، نظراً لتطور الأسعار خلافاً لتقديراتهم فيلجئون إلى الوضعية (ويسمون هذا العقد كذلك بالمراجحة)، والوضعية تعني أن البائع عندما يعرف أنه سوف يخسر بسبب ارتفاع الأسعار في موعد التسوية، فيطلب تأجيل تنفيذ الصفقة، وحينئذ ينبغي أن يبحث عن متعامل في السوق يملك ذات النوع من الأسهم، فيشتريها منه في موعد التسوية، ويبيعها مرة أخرى على أساس موعد التسوية التالي.

وهذه العمليات غير صحيحة، ولا تجوز شرعاً لعدم توفر أركان البيع، فهي بمثابة قرض ربوي مقابل التأجيل أو إعارة الأسهم لقاء

فائدة ربوية.<sup>440</sup>

● **خيارات شرطية مركبة أو مزدوجة:** وتعرف تلك العمليات بأنها التي تجعل لأحد المتعاقدين الحق والخيار في أن يكون مشترياً أو بائعاً لمقدار معين في ميعاد معين، أو أن يفسخ العقد في الأجل المضروب، أو يقبله بشرط أن يدفع تعويضاً عند التعاقد يكون عادة ضعف التعويض الذي يدفع في العملية الشرطية البسيطة، والمضارب الذي يدفع التعويض يراقب تقلبات الأسعار ليغتني الفرصة في حالة الصعود أو الهبوط.<sup>441</sup> وإذا كان العقد يحتوي على خيار واحد بالبيع وخيار واحد بالشراء وبسعر واحد، سمي بالخيار المزدوج المتساوي (Straddle)، وأما إذا اختلف سعر خيار البيع عن خيار الشراء فهو الخيار المزدوج المتفرق (Spread).

وحكم هذه العمليات عدم الجواز، لاشتمالها على صفقتين في صفقة واحدة، الأمر الذي يجعلها غير جائزة شرعاً.<sup>442</sup>

**ج- البدائل الشرعي للخيارات:** إن الخيارات كما وصفت سابقاً لا تنطبق عليها كل أو بعض الشروط المطلوبة شرعاً، من وجود العقود عليه وجوداً حقيقياً، وتأخير العوضين، وهذا أمر مخالف لشروط البيع أو حتى السلم، والربح في عقود الخيارات يقع بعيداً عن الضمان، فتختل القاعدة الفقهية "الغنم بالغرم" و"الخراج بالضمان"، فلا يمكن تسمية هذه الخيارات ببيعاً، وهي من العقود المستخدمة التي لا يمكن إنزالها على علة العقود الشرعية.<sup>443</sup> وعليه فإن هذه العقود تنبني على المقامرة، والربح على حساب الآخر، وتدخل في عموم أكل أموال الناس بالباطل.

ولقد انتشرت هذه العقود في أسواق المسلمين من غير تمحيص أو تدقيق في الآثار المترتبة عليها، وساهمت أمثال هذه العقود في انهيار الأسواق المالية الغربية، إذ تزيد الفقير فقراً والغني غنى، ولا تحقق بذلك الأغراض المنوط منها في تنمية اقتصاديات الدول، فهي نقل للثروة بين طرفين دون أن يعود هذا التعامل بمصلحة من دفع أجور أو تنمية بإنشاء مشاريع جديدة.

وخلاصة القول أن حكم العقود الآجلة الشرطية لا يختلف عن الحكم في العقود الآجلة الباتة في أن العقد لم يتم من الناحية الشرعية، لأنه لم يتم فيه التسلم والتسليم، لا للثمن، ولا للثمن، بل اشترط فيه تأخير الاثنین معاً، لذلك فهي عمليات غير جائزة شرعاً.

<sup>440</sup> علي أحمد السالوس، المعاملات المالية المعاصرة في ميزان الفقه الإسلامي، مكتبة الفلاح للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الكويت، 1996، ص: 1349.

<sup>441</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، 1996، ص: 348.

<sup>442</sup> محمد عبد الغفار الشريف، "أحكام السوق المالية"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي في دورة مؤتمره السادس بجدة في المملكة العربية السعودية، العدد السادس، الجزء الثاني، 1990، ص: 1311.

<sup>\*</sup> "الغنم بالغرم" قاعدة فقهية تعني أن من ينال نفع شيء يتحمل ضرره، أي أن كل فرصة للربح تقابلها مخاطر بالخسارة.

<sup>\*\*</sup> حديث الرسول صلى الله عليه وسلم "الخراج بالضمان" رواه ابن ماجه، إن ضمان المبيع قبل رده من قبل المشتري بسبب العيب هو السبب في استحقاق المشتري غلة المبيع إذا كان له غلة أو خراج، فإذا لم يكن المشتري قد قبض المبيع فإنه لا يستحق خراجه، لأنه لم يضمه، ويقاس على خراج المبيع ما يحدث من ارتفاع قيمة المبيع أو تحقق ربح من ورائه.

<sup>443</sup> أمين عبد الرحمان فتاحي، البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، دار البشائر، الطبعة الأولى، سورية، 2009، ص: 113.

وقد ذهب مجمع الفقه الإسلامي في قراره رقم (7/1/65) بشأن الأسواق المالية إلى حرمة التعامل بالخيارات حيث جاء فيه: "إن عقود الخيارات كما تجري اليوم في الأسواق المالية العالمية، هي عقود مستحدثة لا تنضوي تحت أي عقد من العقود الشرعية المسماة، وبما أن المعقود عليه ليس مالا ولا منفعة، ولا حقا ماليا يجوز الاعتياض عنه، فإنه عقد غير جائز شرعا، وبما أن هذه العقود لا تجوز فلا يجوز تداولها". ولذلك فقد اقترح المجمع بدائل شرعية لهذه الخيارات نذكر منها:<sup>444</sup>

– إجراء العقود بخيار الشرط (مع تحقق الشروط المطلوبة من وجود المعقود عليه ونحوه) ولا مانع من تحديد مدة خيار الشرط حسب العرف.

– عقد الاستصناع يحل لنا مشكلة وجود المعقود عليه وجهالة العمل فيمكن أن ترتب عقود وصكوك وشهادات خاصة بالاستصناع.

– عقد الجعالة وهو "أن يجعل جائز التصرف شيئاً متمولاً معلوماً لمن يعمل له عملاً معلوماً أو مجهولاً، لمدة معلومة أو مجهولة"<sup>445</sup>.

– عقد السلم وبيع الأجل بالتقسيط أو دونه يحلان مشكلة عدم وجود المسلم فيه في العقد الأول وتأجيله المشروط وعدم وجود الثمن وتأجيله في العقد الثاني.

كما اقترح جعل بيع العربون هو البديل عن خيار الشراء، وأما البديل في خيار البيع هو قيام جهة مركزية كغرفة المقاصة بأخذ ثمن الخيار مقابل خدمة يقدمها لمالك الأسهم، وذلك بإيجاد مشتر لها خلال فترة زمنية محددة، وبشرط تحديد ثمن الخيار، وعدم تركه لتقلبات السوق، أو أن يتحدد بفعل قوى العرض والطلب.<sup>446</sup> وسيتم التفصيل في هذه البدائل لاحقاً.

**3-2-3- العقود المستقبلية (Futures):** هذه العقود تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقاً على أن يتم التسليم في وقت لاحق. كما أنه يترتب على طرفي العقد إيداع نسبة معينة من قيمة العقد لدى بيت السمسرة بهدف حماية كل منهما من المخاطر التي يمكن أن تترتب على عدم قدرة أحد الطرفين الوفاء بالتزاماته تجاه الطرف الآخر.<sup>447</sup> لا تختلف العقود المستقبلية في جوهرها عن العقود الآجلة إلا في أمور فنية وتنظيمية، وتعد امتداداً وتطوراً طبيعياً لها، بل ما هي إلا عقود آجلة تم تنميطها، لذلك يعد كل ما قيل عن الحكم الشرعي للعقود الآجلة هو نفسه في العقود المستقبلية.<sup>448</sup>

**3-2-4- العقود الممكن تكييفها فقهاً:** من خلال ما سبق يمكن تلخيص العقود التي يمكن تكييفها فقهاً للإستفادة منها في إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية كما هو مبين في الجدول التالي:

**جدول رقم (3-2): العقود والعمليات الممكن تكييفها فقهاً**

<sup>444</sup> قرار مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة العدد ح 1 / 188 مايو 1992.

<sup>445</sup> يوسف الشبيلي، المعاملات المالية - الجزء الثاني، الدروس التي أقيمت في المعهد الإسلامي بواشنطن بتاريخ 2001/10/24، موقع الدكتور يوسف بن عبد الله الشبيلي ([www.shubily.com](http://www.shubily.com))، تاريخ الإطلاع : 2010/03/29.

<sup>446</sup> محمد علي القرني، "نحو سوق مالية إسلامية"، دراسات اقتصادية إسلامية، مج 1، العدد 1، ص ص: 23-24.

<sup>447</sup> مبارك لسوس، "الإبداع المالي في المؤسسات بين الرغبة والرهبة"، ورقة بحثية مقدمة للملتقى العلمي الدولي حول: الإبداع والتغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة، جامعة سعد دحلب - البليدة -، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، يومي 12 - 13 ماي 2010، ص: 8.

<sup>448</sup> محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص: 95.

نوع العقد أو العملية	العقود الجائزة شرعا	العقود التي يمكن تكييفها فقها	العقود غير الجائزة شرعا
العمليات الفورية	العقود العاجلة بكامل الثمن	البيع على المكشوف	
		التعامل بالهامش	
العمليات الآجلة أو المشتقات		العمليات الباتة القطعية	العقود المستقبلية
		الخيارات	

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على ما ذكر أعلاه.

من الجدول أعلاه يمكن أن نخلص إلى القول بأن أغلب العقود والعمليات التي يتم التعامل بها في بورصة الأوراق المالية التقليدية- والتي كانت سببا في حدوث الأزمات المالية- يمكن تكييفها فقها بوضع ضوابط شرعية تجعلها من قبيل العقود الشرعية الإسلامية التي يمكن الاستفادة منها في إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية، وسيجري تفصيل هذه الضوابط فيما سيأتي.

#### 4- العقود على المؤشرات المالية

سيتم في هذه النقطة تعريف العقود التي تتم على المؤشرات المالية في بورصة الأوراق المالية التقليدية، والحكم على مدى شرعيتها:

**4-1- تعريف العقود على المؤشرات المالية:** وهي عقود ترم على مؤشرات السوق، ويتم التعاقد على أساس الإرتفاع أو الإنخفاض في هذا المؤشر أو مضاعفاته، ويقصد بمضاعفات المؤشر عدد المرات التي يضرب فيها المؤشر لنحصل على العدد الكلي الذي يتم التعاقد عليه. ويتم بيع وشراء المؤشر في بعض الأسواق ويتم التعاقد على عقود معينة من المؤشر يباع وشراء (كل عقد يساوي مثلا 1000 وحدة في المؤشر) وكأنه سلعة من السلع، فلو ارتفع المؤشر يحقق المشتري ربحا، ولو انخفض يحقق خسارة. وعكس ذلك بالنسبة لمن يبيع المؤشر. ولا يعني شراء المؤشر أو بيعه شراء وبيع الأسهم المعتبرة في حسابه.<sup>449</sup>

وكما توجد خيارات على الأسهم والسندات توجد كذلك خيارات على المؤشرات، وهي نوع من استعمال الحظ والمجازفة، حيث أن المتعاملين بخيار المؤشر يعملون إلى تصفية الخيار نقدا، فيدفع مصدر الخيار إلى المشتري الفرق بين السعر الجاري والسعر المتضمن في الخيار دون الحاجة إلى بيع وشراء الأسهم ذاتها أو السندات، فخيار المؤشر لا يتضمن ورقة مالية بعينها، بل يتضمن مؤشرا.<sup>450</sup>

**4-2- الحكم الشرعي للعقود على المؤشرات:** إن التعامل بالمؤشرات عن طريق العقود المذكورة أعلاه غير جائز شرعا، "لأنه مقامرة بحتة، وهو بيع شيء خيالي لا يمكن وجوده"<sup>451</sup>، حيث أن المؤشر إنما هو أرقام مجردة ومحل البيع والشراء غير موجود، أي ليس فيه استلام أو تسليم لعوضين أحدهما معلوم، وهكذا يحتل شرط من شروط البيع وهو إمكانية التسليم، فيأخذ حكم بيع المجهول، وصورته العقد،

<sup>449</sup> محمد القري، "الأسهم-الاختيارات-المستقبلات"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، جدة، 7-12 ذي القعدة 1412 هـ، 217/1.

<sup>450</sup> القرة داغي، "الأسواق المالية في ميزان الفقه"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، جدة، 7-12 ذي القعدة 1412 هـ، 177/1.

<sup>451</sup> قرارات مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، جدة، 7-12 ذي القعدة 1412 هـ.

إضافة إلى ما يحويه هذا البيع من غرر وجهالة، والقاعدة الفقهية تقول: "أن المجهول في الشريعة كالمعدوم". كما أن التسوية في يوم التصفية عند انتهاء العقد تسوية نقدية ليس فيها عوضين، وإنما مال مقابل توقعات قد تصدق وقد تخيب.<sup>452</sup>

ولكن حرمة مثل هذه العقود لا تمنع الاستفادة من المؤشرات في المعاملات الأخرى من خلال الاستعانة بها في معرفة حركة الأسعار ونحوها مما يساعد المستثمر على اتخاذ قرار سليم.<sup>453</sup> وبالتالي يمكن الاستفادة من المفهوم النظري للمؤشرات (دون العقود عليها) في إنشاء بورصة الأوراق المالية الإسلامية.

### المطلب الثاني: العقود الممكن تداولها في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

بعدما تم التعرف على مختلف العقود غير المشروعة التي يتم التعامل بها في بورصة الأوراق المالية التقليدية، والتي لا يمكن التعامل بها في بورصة أوراق مالية إسلامية إلا بعد تكييفها أو إيجاد بديل عنها، سيتناول هذا المطلب العقود الجائزة التي يمكن التعامل بها في هذه الأخيرة والتي تتمثل في العقود الفورية، بالإضافة إلى البدائل الشرعية لبعض العقود التي لازالت محل اجتهاد من طرف خبراء المالية الإسلامية كعقود الخيار على أساس العربون.

#### 1- العقود الفورية (Spot Transaction)

وتسمى كذلك بالعمليات العاجلة أو النقدية ويراد بها في بورصة الأوراق المالية العمليات التي يتم فيها تسليم الأوراق المالية المباعة، وتسليم ثمنها كاملاً بعد تنفيذ العقد مباشرة أو خلال مدة زمنية قصيرة<sup>454</sup>، هذه المدة لا تتجاوز 48 ساعة في أغلب البورصات. تتم هذه العمليات على أصول مادية تمثل حقوقاً لأصحاب المشروع، ويحقق المتعاملين في البورصة من هذه العمليات العاجلة أمرين هما: أرباح إيرادية من خلال الاحتفاظ بالأوراق المالية والاستفادة من أرباحها عند التوزيع، و أرباح رأسمالية من خلال المضاربة على ارتفاع أسعارها، وإعادة بيعها عند تحقق ذلك.

تعتبر العمليات العاجلة عقد من عقود البيع والشراء وتنطبق عليها كافة شروط العقد من إيجاب وقبول وشروط العاقدین (البائع والمشتري) والمعقود عليه (الورقة المالية). وبهذا فهي جائزة شرعاً ما لم تكن الأوراق المالية المتعامل بها محظورة من الناحية الشرعية.<sup>455</sup> وعليه يمكن أن يتم التداول على أساسها في بورصة الأوراق المالية الإسلامية.

#### 2- اجتهادات لابتكار العقود أو المشتقات الآجلة الإسلامية

إن فكرة العقود الآجلة وعلى رأسها عقود الخيار ليست فكرة مرفوضة بالطلق في الاقتصاد الإسلامي، وهي إن كانت فيها مخالفات عديدة في الأسواق المالية العالمية؛ فإنه يمكن حال إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية اعتماد صيغ من عقود الخيار بشروط وضاوابط منضبطة بحيث تجعلها من أهم الأدوات المالية الإسلامية. حيث تؤكد مؤسسات بحثية عالمية، أن صناعة التمويل الإسلامي ستتوقف ما لم تعتمد الابتكار حلالاً لها وما لم تصبح المشتقات المالية جزءاً من أعمالها، غير أنها أكدت أن المشتقات ما زالت موضع تحفظ

<sup>452</sup> أمين عبد الرحمان فتاحي، مرجع سابق، ص: 120.

<sup>453</sup> شعبان البرواري، مرجع سابق، ص: 253.

<sup>454</sup> زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص: 122.

<sup>455</sup> قرارات مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، جدة، 7-12 ذي القعدة 1412 هـ.

من قبل العلماء ورجال الدين، كونها تنطوي على الغرر، رغم أن بعض خبراء التمويل الإسلامي يرون أن المشتقات مسموح بها ما دامت تستخدم لمواجهة تقلبات أسعار الصرف والفائدة وليس للمضاربة.<sup>456</sup>

ومع ذلك تعتبر المشتقات المالية التقليدية بشكلها الحالي محرمة شرعاً، و في هذا الإطار انقسم الرأي الإسلامي حول المشتقات المالية إلى:

-الفقه المحافظ: يرفض استعمال المشتقات المالية بصفة عامة بسبب عدم مطابقتها لضوابط الشريعة الإسلامية وتسببها في الإختلالات في أسواق المال.

-الرأي الآخر الاصطلاحي: يرى أنه يمكن من خلال استخدام الهندسة المالية الإسلامية إيجاد بدائل للمشتقات المالية تحقق نفس مزايا المشتقات المالية التقليدية وتكون متوافقة و توجيهات الشرع الإسلامي.

إن اختلاف الرأي الفقهي حول المشتقات المالية يعود أساساً إلى تباين التفسيرات الفردية للعقود والأدوات المباحة شرعاً واختلاف في المعلومات حول تقنيات المشتقات وهيكلتها، فالعديد من صناع القرار والمتعاملين في السوق المالي يجهلون العديد من المشتقات ومعاملاتها مما يحول دون التوصل إلى فهم موضوعي لمزايا وعيوب المشتقات. ومع ذلك فإن هناك اجتهادات عدة لإيجاد بدائل إسلامية للعقود الآجلة المحرمة والتي نذكر منها التالية:

**2-1- عقود خيار الشراء على أساس العربون:** يمكن تطوير عقد خيار الشراء التقليدي على أساس بيع العربون، بحيث تتحقق فيه أحكامه وضوابطه الشرعية، التي بطبيعتها ستؤدي للحد من استخدام الخيار في المضاربة على فروق الأسعار، مع الاحتفاظ به كأداة ذات كفاءة في عمليات التحوط من مخاطر تقلبات الأسعار. وفيما يلي بيان بالضوابط الشرعية لهذا التطوير:<sup>457</sup>

• **الضابط الأول "أن يكون محل العقد الأصل ذاته":** أي أن يقع العقد بين الطرفين على شراء الأصل ذاته (الأسهم أو الصك مثلاً)، لا على الحق في شراء الأصل، ويدفع المشتري (حامل الخيار) للبائع (محرر الاختيار) عربوناً من الثمن المسمى في العقد، ويكون للمشتري الخيار في إمضاء البيع أو فسخه خلال مدة محددة تنتهي في تاريخ الاستحقاق، فإن أمضى البيع فالعربون جزء من الثمن، وإن فسخه فالعربون حق للبائع. هذا ويلاحظ أن العربون يقابل سعر الاختيار في العقد التقليدي، وأن الثمن المسمى في عقد بيع العربون يساوي سعر التنفيذ في العقد التقليدي مضافاً إليه سعر الاختيار.

• **الضابط الثاني "أن يكون الأصل مما يقبل في بيعه الخيار":** وعليه فلا تجوز عقود الخيارات في الذهب أو الفضة أو العملات؛ لأن عقد البيع فيها لا يكون إلا باتاً، وبشرط التقابض، فلا يدخله الخيار، ولا يجري فيه العربون باتفاق أهل العلم.

• **الضابط الثالث: "أن يكون محل العقد قابلاً لحكم العقد شرعاً":** أي أن يكون الأصل متقوماً شرعاً وجائز التداول. ويترتب على هذا ما يلي:

- لا تصح عقود الخيارات على السلع المحرمة.

- لا تصح عقود الخيارات على الأوراق المالية المحرمة كالسندات، أو الأسهم غير الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية.

• **الضابط الرابع "أن يكون الأصل موجوداً ومعيناً ومملوكاً للبائع":** لما كانت عقود خيار الشراء التقليدية مبنية على أنه لا يتم فيها تسليم البديلين؛ نظراً لأنها لا تقع في الحقيقة على الأصل محل الخيار، بل تقع على حق شرائه. ولما كان البديل هنا قائماً على بيع العربون، وقد اتفق الفقهاء على أنه لا يجب تسليم البديلين في مدة الخيار في حال عدم اشتراط التسليم، فلا يجب على البائع تسليم المبيع ابتداءً، ولا على المشتري تسليم الثمن ابتداءً؛ لاحتمال الفسخ ما لم تضي مدة الخيار، أو يسقط صاحب الخيار خياره زمن الخيار. ولذلك فإنه يكفي في هذا البديل بدفع العربون، ويكون المبيع وباقي الثمن مؤجلين. وحيث كان الأمر كذلك، فإنه يجب أن يكون الأصل محل البيع موجوداً،

<sup>456</sup> وسط تحفظ فقهي.. مصارف إسلامية تبحث سرا إصدار مشتقات مالية، مجلة الاقتصادية، الأحد 3/07/1432 هـ. الموافق 05 يونيو 2011 العدد 6446.

<sup>457</sup> محمد البيرقدار، "نحو تطوير عقود اختيارات في ضوء مقررات الشريعة الإسلامية"، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 18-19/05/2009، البحرين، ص: 19.

ومملوگًا للبائع، ومعينًا تعيينًا يميزه عن غيره، وذلك من حين إبرام العقد حتى التنفيذ؛ لأنه إذا لم يكن موجودًا ومملوگًا للبائع، فإنه يدخل في بيع الإنسان مال ليس عنده، الذي منعه الفقهاء، أو يكون من قبيل بيع الموصوف في الذمة، وهذا يشترط فيه تعجيل الثمن كاملاً، فلا يجري فيه العربون. وأما اشتراط أن يكون المبيع معينًا تعيينًا يميزه عن غيره، فلتمكن المشتري من القبض الذي هو مقتضى العقد، حيث يجب أن يكون المبيع قابلاً للتسليم في أي لحظة بعد إبرام العقد؛ لاحتمال أن يختار المشتري إمضاه (تنفيذه) في أي لحظة خلال مدة الخيار. هذا ويكفي في إثبات تحقق الضابط الوثائق أو الشهادات التي تثبت وجود المبيع وملكية البائع له، وتميزه عن غيره بالأرقام ونحوها.

● **الضابط الخامس "أن تكون مدة الخيار متصلة بالعقد":** اتفق جمهور الفقهاء من الحنفية والشافعية والحنابلة على أن مدة خيار الشرط يجب أن تكون متصلة بالعقد، بمعنى أن يكون الحق في الفسخ أو الإمضاء حالاً بمجرد إبرام العقد ويستمر طوال مدة الخيار، فلا يصح أن يكون متراخياً عن العقد.

وعليه فإنه يشترط لتحقيق هذا الضابط استعمال الخيار بالصيغة المعمول بها في الأسواق الأمريكية دون الأوروبية؛ لأن الخيار الأمريكي يثبت الحق لحامل الخيار في تنفيذ العقد في أي وقت منذ إبرام العقد وحتى تاريخ الاستحقاق، أما الخيار الأوروبي فيثبت الحق في التنفيذ في تاريخ الاستحقاق فقط، ولا يثبت طوال الفترة التي تلي العقد إلى تاريخ الاستحقاق، ومن ثم فهو ينافي هذا الضابط.

● **الضابط السادس "ضمان الأصل أثناء مدة الخيار واستحقاق عوائده":** وذلك كما لو كان الأصل المبيع بالعربون أسهماً، وأثناء مدة الخيار استحققت الأسهم أرباحاً نقدية أو أسهم منحة ونحو ذلك، فمن يكون المستحق لها، البائع أم المشتري؟ وكذلك لو كان المبيع سلعة موجودة في المخازن فهلكت أثناء مدة الخيار، فمن يتحمل ضمانها؟. الحال في عقود الخيارات التقليدية أن عقد الاختيار لا يعطي لحامله الحق في ملكية الأرباح ما لم يتم تنفيذ عقد الخيار، أي ما لم يتحقق لحامله امتلاك الأسهم فعلاً عند تنفيذ العقد. وكذلك فإن حامل الخيار لا يضمن الأصل قبل تنفيذ العقد، بل هو في ضمان محرر الخيار حتى يتم التنفيذ.

إن تحديد المستحق لعوائد الأصل والضامن له أثناء مدة الخيار في بيع العربون مرتبط بتحديد المالك له شرعاً أثناء مدة الخيار وقبل الإمضاء أو الفسخ. قد اختلف الفقهاء في هذه المسألة، كما فصلوا في ذلك بناء على كون الخيار للمشتري أو البائع أو لكليهما. وقد ترتب على اختلاف الفقهاء في مسألة الملك، اختلافهم في نماء المبيع في مدة الخيار، كنتاج البهيمه المبيعه ونحو ذلك. فمنهم من قال: الملك للبائع، جعل النماء له، ومن قال: هو للمشتري جعل النماء له، ومن قال: يتوقف فيه، جعل النماء متوقفاً استحقاقه على الإمضاء أو الفسخ. ولعل الراجح اعتبار الملك موقوفاً حتى يتم الإمضاء أو الفسخ، وتبعاً لذلك يكون النماء موقوفاً، فإن أمضى البيع كان النماء للمشتري، وإن فسخ كان للبائع، لاسيما وأن النماء في هذا العصر قد يكون كبيراً. وقد نص قرار الندوة الفقهية الأولى لبيت التمويل الكويتي على أن "نماء المبيع في مدة الخيار يتوقف فيه إلى إمضاء البيع أو فسخه، فإن أمضى كان النماء للمشتري، وإن فسخ كان للبائع".<sup>458</sup> وعليه فلو استحققت الأسهم محل بيع العربون توزيعات نقدية أو أسهم منحة مثلاً، فإن هذا سيؤدي بطبيعة الحال إلى انخفاض السعر السوقي للسهم (وهو ما يسمى تفسيح السهم)، ومن ثم يصبح سعر البيع المسمى في العقد أعلى من السعر السوقي، ومن شأن ذلك أن يلحق ضرراً بالمشتري، ويحول بينه وبين إمضاء العقد، فيضيع عليه العربون. ولأجل ذلك فإن هذه التوزيعات أو أسهم المنحة يجب أن تجزى لدى الجهة الضامنة في السوق، فإن أمضى المشتري البيع ولم يفسخ كانت له، وإلا فهي للبائع.

أما بخصوص هلاك المبيع أثناء مدة الخيار، فإنه في عقود الاختيارات يبقى المبيع في يد البائع أثناء مدة الخيار ولا يتسلمه المشتري إلا في تاريخ التنفيذ، وعليه فما دام في يد البائع فهو من ضمانه، فإن هلك المبيع يفسخ العقد.

● **الضابط السابع "التسوية العينية والنقدية لعقد الخيار":** إن مقتضى عقد البيع هو تسلم المشتري للمبيع وتسلم البائع للثمن، وعليه فإنه إذا قرر المشتري في بيع العربون إمضاء العقد، فإن على البائع تسليمه الأصل المبيع، وعلى المشتري سداد باقي الثمن الذي في ذمته للبائع.

وعليه فإنه لا يجوز شرعاً أن ينص عقد الخيار (عقد بيع العربون) على شرط يمنع المشتري من تسلم المبيع ويلزمه بالمقاصة بقيمته بحجة ارتفاع تكلفة التسليم أو غير ذلك، أو أن ينص في العقد على إلزام الطرفين بالتسوية النقدية للعقد، بمعنى أن يسدد محر الخيار (بائع الأصل) لمشتري الخيار (مشتري الأصل) الفرق بين سعر الأصل في السوق في تاريخ التنفيذ وبين السعر المحدد في العقد، وسبب المنع من ذلك أنه شرط يناهض مقتضى عقد البيع فيكون باطلاً.

إن المشتري في عقد الخيار القائم على بيع العربون له في ذمة البائع أصل مالي (أسهم مثلاً)، وللبائع في ذمة المشتري باقي الثمن، وما يحصل في التسوية النقدية التي تراضى عليها الطرفان عند التنفيذ بديلاً عن التسليم والتسليم الفعلي، هو أن يسقط من الأكثر من الالتزام بمقدار الأقل. ففي خيار الشراء إذا قرر المشتري المضي في العقد، فإن هذا يعني أن سعر الأسهم في السوق أكبر من الثمن المحدد في العقد، وعليه يسقط من سعر الأسهم في السوق بمقدار الثمن المحدد في العقد، ويأخذ المشتري من البائع قدر الفرق بينهما.

يرجح الدكتور البرقدار القول بجواز تطرح الدينين الحاليين وإن كانا مختلفي الجنس في مسألة تطرح الدينين. وبناء عليه فإنه يرى أنه لا مانع شرعاً من أن ينص عقد الخيار القائم على بيع العربون على حق الطرفين في الاتفاق على إجراء المقاصة بينهما وتصفية العقد بالتسوية النقدية، بشرط أن لا ينص في العقد على أن ذلك ملزم للطرفين أو لأحدهما، أو أنه لا يحق للمشتري استلام المبيع محل العقد. إن من شأن هذا الضابط أن يحقق غرضين:

- الحد من استخدام محوري الخيارات (بائعي الأصول) لهذه العقود في المضاربة على فروق الأسعار؛ إذ إن ثبوت الحق للمشتري في استلام المبيع وعدم جواز إلزامه بالتسوية النقدية، سيحد بشكل كبير من قيام محوري الخيارات بالدخول في العقد على أمل التسوية النقدية.

- إكساب عقد الخيار المرونة المطلوبة والتي لا تلزم الطرفين بالتسليم والتسليم الفعلي في حال تغيرت ظروفهما، لاسيما وأن الغرض المرجو هو التحوط.

● **الضابط الثامن "تداول عقود الخيار":** المقصود بتداول عقود الخيار التقليدية هو أن يقوم حامل الخيار ببيع العقد لطرف آخر، فيحل هذا الطرف محله في عقد الخيار، ويكون محر الخيار ملتزماً تجاه المالك الجديد للخيار، سواء بأن يبيع له الأصل أو يشتريه منه بسعر التنفيذ. والغرض من التداول تحقيق السيولة لهذه الأداة المالية؛ إذ إن حامل الخيار قد تنتفي حاجته له، فيرغب ببيعه لمن هو في حاجة له حتى لا ينقضي أجل الاستحقاق ويضيع عليه ثمن الخيار دون فائدة.

ويكون تداول خيار الشراء بالعربون جائزاً على أن يكون المقصود بتداول عقد الشراء بالعربون حق المشتري في بيع الأصل لطرف آخر أثناء مدة الخيار وفق بيع العربون أيضاً، وهذا لا مانع منه شرعاً؛ لأنه ما دام الخيار للمشتري في بيع العربون فإن تصرفاته الناقلة للملكية تصرفات صحيحة ناقلة للملك مسقطه للخيار، ويشترط هنا أن يكون الأصل في حيازته حقيقة أو حكماً، للنهي عن بيع ما لم يقبض.

**2-2- تطوير عقد خيار البيع على أساس البيع مع خيار الشرط:** لقد وضع الدكتور عبد الستار أبو غدة بديلاً لخيار البيع في خيار الشرط، حيث جاء في بحثه ما يلي: "خيار الشرط أو مايسمى في القوانين "الشرط الفاسخ" وذلك بأن يدخل الشخص في العقد اللازم (البيع أو الإجارة أو الاستصناع) ويشترط لنفسه حق الفسخ بإرادته المنفردة خلال مدة معلومة وهذا يحقق مطلب التروي والتحوط في الحصول على سلعة يؤمل الربح منها. وقد نص الفقهاء على أن لمن له خيار الشرط أن يعرض السلعة التي هي محل الخيار على طرف آخر، وأن مجرد العرض لا يسقط خياره إلا إذا اقترن بالبيع للسلعة فحينئذ لتصحيح البيع يسقط الخيار.<sup>459</sup>

وعليه يمكن قياس حكم عقود خيار الشراء على حكم العربون وحكم خيار البيع على حكم الالتزام أو الكفالة أو الضمان، وهذا ينسجم مع تحقيق المقاصد الشرعية، المتمثلة في دفع الضرر والحرج والمشقة.

<sup>459</sup> عبد الستار أبو غدة، "ضوابط وتطوير المشتقات المالية في العمل المالي (العربون - السلم - تداول الديون)"، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية 18-19 مايو 2009، ص: 7.

### 3- تطبيقات عملية لعقود الشراء بالعربون

رغم أن البدائل الشرعية للمشتقات المالية التقليدية لازالت محل جدل بين الفقهاء والخبراء، إلا أننا نجد بعض الجهات قد تبنتها ونذكر منها عقود الشراء بالعربون للمركز المالي الكويتي، حيث قام المركز المالي الكويتي بإعداد هيكلية عقود الشراء بالعربون كبديل شرعي للخيارات. ويعتبر هذا المركز أن منتج «عقود الشراء بالعربون» شبيه إلى حد كبير بنظام الخيارات التقليدي من حيث أنه يوفر للمستثمر العوائد نفسها ونسب المخاطرة والسيولة. إن عقد الشراء بالعربون هو عقد يعطي المشتري (المستثمر) حق استلام الأسهم محل التعاقد خلال فترة زمنية محددة من البائع (صانع السوق) وذلك بعد تسديد باقي قيمتها، كما يعطي المشتري حق الاستمرار في العقد وحق فسخ عقد الشراء قبل قدوم تاريخ الاستحقاق.

كما يعتبر المركز المالي الكويتي أن عقود الشراء بالعربون هي منتج إسلامي يتم إصداره على الأسهم الإسلامية فقط وهو الأول من نوعه في المنطقة والعالم من حيث أنه يمكن تسعييره وإدارة مخاطره بنفس معدلات التسعير وآليات التحوط المعتمدة والمتبعة بنظام الخيارات أو الخيار الأميركي والذي يمنح المستثمر فرص التسوية النقدية والعينية في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق.

ويذكر المركز أن عقود الشراء بالعربون التي أقرها لها ميزات نظام الخيارات المعمول به حالياً في السوق والتي تتصف بالمرونة لأنها تتيح الفرصة للمستثمرين لتطبيق استراتيجيات عديدة، وأنها أداة فعالة في الحماية من تقلبات السوق فضلاً على كونها أداة جيدة للمضاربة توفر رافعة مالية أكبر من معاملات الأسهم التي تسدد قيمتها كاملة، إضافة إلى أنها توسع الفرص المتاحة أمام المستثمرين كونها الخيار الوحيد الذي يوفر توليفة من العائد والمخاطرة ولا تحتاج لرأس مال كبير لتحقيق ربح من حركة السوق. وتعتبر سوق الكويت للأوراق المالية أول بورصة في العالم يتم فيها تداول مثل هذا النوع من المشتقات الإسلامية.<sup>460</sup>

### 4- المعايير الموحدة للمشتقات المالية الإسلامية<sup>461</sup>

من المفيد هنا أن نذكر ما قامت به الجمعية الدولية للمبادلات والمشتقات (ISDA) والتي تتخذ من نيويورك مقراً لها، وتدير أكثر من 83 منظمة نشط في سوق المشتقات قوامها 592 ترليون دولار من العمل بالاتفاقية الرئيسية للمعاملات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية التي توصلت إليها عام 2006م مع السوق المالية الإسلامية الدولية (IIFM)، حيث قد أمضت الشركتان قرابة الأربع سنوات من أجل الخروج بوثيقة المعايير الموحدة للمشتقات المالية الإسلامية، وقد لاقت هذه الوثيقة جدلاً واسعاً، باعتبارها سابقة في هذا المجال.

وقد اختلفت وجهات النظر حول معايير هذه الوثيقة بين مؤيد ومعارض، فثارة نجد أن هذه الوثيقة لم تلق قبولاً من بعض أنصار المشتقات الإسلامية، وذلك لأسباب منها أنهم يرونها تأتي على وفق النظام القانوني الأنجلوسكسوني الذي يجعل العقد شريعة المتعاقدين، بمعنى أن المحاكم في إنجلترا، والولايات المتحدة، وبقية دول الكومنولث (الدول التي كانت تحت مظلة الحكم البريطاني) تجعل أن ما اتفق عليه الطرفان بمحض إرادتهم هو ما يطبق عليهم، حيث عمل القائمون على هذه الوثيقة إلى تطوير عقود نمطية للمشتقات المالية تتميز بالسهولة والبساطة وأكثر قبولاً لدى الدول المختلفة ذات القوانين المختلفة والتي تتعامل فيما بينها بمثل هذه العقود، وفي خطوة لاحقة من هذه الجمعية (ISDA)، وطمعاً منها بثقة المصارف الإسلامية عمدت إلى تطوير عقود نمطية خاصة بالمشتقات المالية وصالحة في ذات الوقت لتعامل المصارف الإسلامية.

<sup>460</sup> حسين زين الدين، "المركز" ينجز هيكلية عقود الشراء بالعربون البديل الشرعي للخيارات"، مجلة النهار، العدد 231، 2008/04/23.

<sup>461</sup> عبد الله صالح محمد سليمان، "المشتقات المالية الإسلامية بين التنظير والتطبيق"، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، أغسطس 2013، الموقع:

[www.giem.info](http://www.giem.info)، تاريخ الإطلاع: 2015/02/12.

ولا يزال الجدل نائراً حول مدى استعداد السوق للمشتقات الإسلامية، وهو ما دعا العديد من الخبراء إلى التخوف من دخول المشتقات في صناعة التمويل الإسلامي لما له من آثار سلبية، واضعين نصب أعينهم مقولة الخبير المالي "وارن بافيت": "أن المشتقات ما هي إلا أسلحة دمار شامل ليس في قوّتها بل في جوانب ضعفها"، ولعل خلو الصناعة المصرفية الإسلامية من هذه المنتجات -لما تتبناه من قواعد صارمة تنفرد بها معاملاتها المالية المطابقة للشريعة- هو ما جعلها تتخطى الآثار الكارثية للأزمة المالية العالمية الأخيرة.

### المطلب الثالث: المضاربة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

لقد تعاضم الدور الذي تلعبه المضاربة في بورصة الأوراق المالية التقليدية، فأصبحت من أهم الخصائص المميزة لنشاط البورصات، هذا ما ولد اختلافاً حاداً في وجهات النظر بين المتعاملين والباحثين والقانونيين حول جدوى نشاط المضاربة، خاصة وأنها انتشرت في أسواق كثيرة من البلاد الإسلامية. ولقد اختلف الكتاب والباحثون والممارسون اختلافاً كبيراً حول دور المضاربة في أسواق الأوراق المالية بين كونها أداة من أدوات المقامرة، وبين كونها تؤدي دوراً اقتصادياً إيجابياً، وكونها كملح الطعام قليل منه يفيد وكثيره يفسده. وطُرحت أسئلة عدة حول إمكانية قيام بورصة نشطة دون مضاربة.

ولحل هذا النزاع، نرى أنه يمكن التفرقة بين نوعين من المضاربة: مضاربة مشروعة، ومضاربة غير مشروعة. حيث تعتبر المضاربة المشروعة مفيدة وضرورية لتحقيق السيولة في البورصة، أما المضاربة غير المشروعة هي التي يجب تفاديها وانعدامها في بورصة الأوراق المالية الإسلامية. وعليه خصص هذا المطلب لتسليط الضوء على مفهوم المضاربة ومدى مشروعيتها، وكيف يمكن أن تكون مفيدة في بورصة أوراق مالية إسلامية، وذلك من خلال إخضاعها لشروط معينة ستحدد في النقطة الثانية من هذا المطلب.

### 1- مفهوم المضاربة في البورصة وحكمها الشرعي

إن المضاربة المقصودة هنا هي التعامل في الأصول المالية بالبيع والشراء في بورصة الأوراق المالية وليس المضاربة الفقهية. عرفت المضاربة (**Speculation**) بتعريفات كثيرة تدور في مجملها على البيع والشراء للأداة المالية بقصد تحقيق الربح من فروق الأسعار، ولا يكون مقصود مقتني الأداة الاستثمار بقصد الربح من عائد السهم وربحه الدوري. أي أن المضارب لا يهدف إلى الحصول على الربح الحقيقي من الورقة وهو مقابل ما تمثله في أصول الشركة، وإنما يهدف إلى الحصول على الربح الناتج عن الإرتفاع غير العادي في قيمة الورقة، كما أنه لا يسعى إلى تملك الورقة المالية ولا مجرد حتى استلامها وإنما التربح من حركة الأسعار معتمداً في ذلك على قدرته على التنبؤ وانتهاز فرص الكسب وتجنب الخسائر.

وللحكم على مشروعية المضاربة يجب بيان حقيقتها وليس الحكم عليها بناء على طبيعة سلوك المضاربين، ذلك أن المضارب قد يسلك طرقاً مشروعة، وقد يسلك طرقاً محرمة، وهذا لا ينافي حقيقة المضاربة. كما أن التاجر قد يسلك في تجارته طرقاً مشروعة وقد يسلك طرقاً محرمة، ولا ينافي ذلك حقيقة التجارة.

وبما أنه يجوز شراء أسهم الشركات المساهمة وبيعها حالاً أو آجلاً، فيما يجوز فيه التأجيل إذا كان غرض ونشاط الشركة مباحاً، سواء أكان استثماراً (أي اقتناء السهم بقصد ربحه) أم متاجرة (أي بقصد الاستفادة من فروق الأسعار).<sup>462</sup> فلا مانع من ذلك في ظل توافق مجموعة من الشروط الشرعية، أي عندما تتحقق كل الشروط الشرعية لبورصة الأوراق المالية الإسلامية تصبح المضاربة جائزة، لأن التجار لا يقتنون ما يقتنونه من أجل التملك وإنما من أجل تحقيق الفروق السعرية، ففي كل قطاعات الاقتصاد والتجارة المستثمرون لا

<sup>462</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص: 297.

يقصدون تملك أعيان أدواتهم المالية وبضائعهم وعقاراتهم وغير ذلك، وإنما يقصدون تحقيق الفروق السعرية، فإذا انتفى الغرر، والجهالة، والتلاعب، لا مانع من كون هذه طريقة مشروعة للاستثمار في ظل أن الفروق السعرية تنتج عن أسباب مصنوعة من مثل نجاح الأداة المالية أو نجاح مصدرها، فشركة ناجحة يرتفع تلقائياً سعر سهمها وشركة فاشلة ينخفض سعر سهمها، ويجدر التنبيه إلى أن الممارسات التي يسلكها بعض المضاربين للتأثير على الأسعار، مثل الإشاعات وعقد الصفقات الوهمية لا تؤثر على حقيقة المضاربة. لأن البيع والشراء يقصد الحصول على الفروق المصطنعة لا يتنافى مع المضاربة من حيث حقيقتها.<sup>463</sup>

وعليه إذا روعي في معنى المضاربة العمل الذي تقوم به المضاربة وهو البيع والشراء بقصد الربح تكون المضاربة -بالاصطلاح المعاصر- نوعاً من المتاجرة والسعي لطلب الكسب، وأما إذا روعي في المضاربة معنى الكلمة المترجمة وهو التخمين والتنبؤ فإن الترجمة تكون غير دقيقة.<sup>464</sup> ولتكون المضاربة مشروعة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية يجب أن تخلو من الممارسات غير المشروعة وتتوفر فيها الشروط التي سنحددها في النقطة الموالية.

## 2- شروط المضاربة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

يرى البعض<sup>465</sup> أن المضاربة تكون مشروعة إذا توفرت فيها شروط معينة لا تجعلها مقامرة وتصبح بذلك مفيدة للبورصة، وبالتالي يمكن وضع الشروط التالية للمضاربة المشروعة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية:

- أن تتم عملية البيع أو الشراء بسعر معروف مسبقاً.
- أن تكون المخاطرة محسوبة ومبنية على قدرة تنبؤية لدى المضارب.<sup>466</sup> أي أن لا تخرج المضاربة عن حدود المخاطرة المقبولة والمبنية على أسس مسببة للاستفادة من الفروق الطبيعية للأسعار.
- أن لا تصاحبها ممارسات غير أخلاقية كالكذب والإشاعات وتقديم المعلومات المضللة.
- أن لا تقوم على أساس ممارسات غير مشروعة تتعلق بأسلوب التعاقد كالبيع الصوري، بيع ما لا يملك وبيع ما لم يتم قبضه.
- أن لا تشمل المضاربة على أي محظور شرعي كالربا أو الغرر المنهي عنه أو الغبن أو الاحتكار أو بيع الكالئ بالكالئ، أو غير ذلك من المحظورات التي نهي عنها الشارع.
- ومن الشروط الفنية التي يجب أن تضعها إدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية لتحقيق الشروط المذكورة أعلاه نذكر ما يلي:
- تبني نظام (T+2)\*: وهو النظام الذي تطبق فيه فترة الإتاحة، أي أن المتعامل في بورصة الأوراق المالية الإسلامية لا يستطيع شراء سهم معين وبيعه إلا بعد مرور يوم من شراؤه، مثل أن يتم الشراء يوم 2015/2/1 فيمكنه البيع يوم 2015/2/3 وليس قبل ذلك.
- فرض ضرائب تحويلية مرتفعة على العائدات الرأسمالية سريعة التحقق<sup>467</sup> مع فرض قيود صارمة على التغيرات في الأسعار وذلك لمنع حصول تقلبات شديدة في أسعار السوق.<sup>468</sup>

<sup>463</sup> مبارك آل سليمان، مرجع سابق، ص: 673.

<sup>464</sup> عبد الله العمراني، "التلاعب في الأسواق المالية - دراسة فقهية-"، ورقة بحثية مقدمة للدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي المنعقدة في مكة المكرمة في الفترة من 25-29/12/2010، السعودية، ص: 21.

<sup>465</sup> منهم: محمد عفر، محمد علي القرني، محمد عمر وشعبان إسلام البرواري.

<sup>466</sup> محمد عمر، مجلة الإقتصاد الإسلامي، العدد 205، السنة 17، نيسان 1998، مرجع سابق.

\* يقصد بالحرف (T) يوم التداول، وبعبارة (T+0) نفس يوم التداول، وبعبارة (T+1) اليوم التالي للتداول، وبعبارة (T+2) اليوم الثاني بعد يوم التداول، وهكذا.

<sup>467</sup> عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، "المضاربة والقمار في الأسواق المالية المعاصرة: تحليل اقتصادي وشرعي"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الإقتصاد الإسلامي،

20م، ع1، السعودية، 2007، ص: 29.

<sup>468</sup> حازم بدر الخطيب، "دور وأهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية"، مجلة العلوم الإنسانية - جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الحادي عشر،

2007، الجزائر، ص: 182.

- أن تزود بورصة الأوراق المالية الإسلامية بأنظمة مراقبة لمتابعة التغير في الأسعار والكميات، ومقارنتها بنسبة تغير محددة مسبقاً أو محسوبة من خصائص سعر السهم؛ والتحقق من وجود مبررات مشروعة لتغيرها. لأن كل صفقة لها تأثيران: مباشر على الأسعار والكميات، وغير مباشر من خلال ما تتضمنه من معلومات يمكن أن تفسر بطريقة معينة، ويبنى عليها قرارات تداول تؤثر في الأسعار. هذا التأثير قد يكون مبنياً على استراتيجية تداول مشروعة، سواء كانت بدوافع مرتبطة بالسيولة أو تغير قيمة الورقة المالية، وقد يكون التأثير مدفوعاً باستراتيجية للتلاعب في السوق.<sup>469</sup>

### 3- أهمية المضاربة المشروعة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

إن المضاربة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية إذا ما توفرت فيها الشروط المذكورة أعلاه تصبح هي القوة المنشطة لحركة سوق رأس المال، وبدونها تظل هذه السوق راكدة. كما أنها تحمى من التقلبات الشديدة في الأسعار، وهي بذلك تعد ضرورة اقتصادية خاصة للبورصة. وتتجلى أهمية المضاربة المشروعة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية فيما يلي:<sup>470</sup>

**3-1- تحقيق التوازن بين العرض والطلب:** عندما تنخفض الأسعار في البورصة يتدخل المضاربون بالشراء، وينتج عن ذلك الحد من استمرار هذا الانخفاض نظراً لزيادة الطلب. وكذلك عند ارتفاع الأسعار يتدخل المضاربون لبيعها مما يملكون من أوراق، وينتج عن ذلك الحد من استمرار الارتفاع بسبب زيادة العرض، فالمضاربة هنا تعمل على تقليل الفارق بين الأسعار. ولو كان الشراء كله مقصوراً على غير المضاربين، أي على الذين يحتفظون بالأوراق التي اشتروها، سوف ترتفع الأسعار ارتفاعاً حاداً، وبالتالي فإن تدخل المضاربين الصعوديين يلطف من حدة ذلك الصعود لما يستتبعه الطلب على الشراء من مبيعات، خصوصاً أن تلك المبيعات لا تقع كلها في يوم واحد بل تعقد تباعاً يوماً بعد يوم حسب ما تقتضيه ظروف كل مضارب وخبرته التنبؤية. وكذلك تلطف المضاربة من حدة الانخفاض السعري الذي ينتج من تفوق العرض على الطلب من جانب المستثمرين غير المضاربين. فالحركات العنيفة صعوداً كانت أو نزولاً من شأنها أن تمزق البورصة وتخل من توازنها وتسبب للمتعاملين فيها ضرراً كبيراً، لذلك فإن كسر حدتها من أفضل مزايا المضاربة.

**3-2- تنشيط حركة البورصة:** تعمل المضاربة على تشجيع التداول بكميات كبيرة من الأوراق، وتزداد حركة التداول من يد إلى يد مما يزيد من نشاط البورصة وتعاطف دورها، بحيث لا يؤثر في هذه الحالة وجود طلب على جانب من الأهمية في زيادة السعر، لأن الحركة نشطة بطريقة طبيعية، وبالتالي فإن الطلب الكبير يحدث دون إرباك للأسعار، إذ توجد أطراف عديدة على الجانب الآخر طمعا في الحصول على الربح. فالمضاربة هنا توجد التوازن للمعادلة الاقتصادية والقيام بدور المنظم لسوق البورصة. ويفضل المضاربة يمكن إتمام عمليات كبيرة دون إصابة السوق بآثار مفاجئة بالارتفاع أو الانخفاض في الأسعار.

وبما أن المضاربين يهدفون إلى الحصول على الربح الناتج عن فروق الأسعار، فإن ذلك سيدفعهم إلى البيع والشراء عند أقل تغيير في البورصة ليستغلوا كل عامل تغير جديد من شأنه أن يؤدي إلى إعادة التوازن للأسعار، فيتسع نطاق المعاملات ويعظم نشاط البورصة وتزداد مرونتها وتحقق لها صفة الاستمرار، وهذا يؤدي إلى سهولة استبدال النقد بأوراق مالية، والأوراق المالية بنقد، أي توفير السيولة دون حدوث هزات عنيفة في الأسعار. إذ أن سهولة وسرعة تحول الأوراق المالية إلى نقد يعد وظيفة جوهرية لا تصلح بورصة أوراق مالية بدونها كأداة لجذب الادخار.

**3-3- تغطية الاكتتاب العام:** قد يقبل الجمهور على بعض الأسهم الجديدة للشركات المصدرة لأوراقها في البورصة لتوفر الثقة فيها وجودة الإشهار والإعلان. إلا أن العديد من الأسهم التي لم تثبت مزاياها للمستثمرين لا تجد منهم الإقبال الكافي لاستيعاب

<sup>469</sup> محمد بن إبراهيم السحيباني، "التلاعب في الأسواق المالية: البعد الاقتصادي"، ورقة عمل مقدمة في ندوة المضاربة والتلاعب في الأسواق المالية: الأبعاد الاقتصادية والقانونية والشرعية، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، الرياض، الأربعاء 27 صفر 1429هـ. (الموافق 5 مارس 2008م)، ص: 5.

<sup>470</sup> صالح أحمد البريري، "المضاربة والتلاعب في سوق الأوراق المالية - دراسة قانونية-"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007، ص: 6-8.

كل ما يصدر منها عند عرضه للاكتتاب العام، بالرغم من جودتها أحيانا وبالتالي فإن الاكتتاب لا يتم تغطيته بالكامل، عندئذ يقوم المضاربون بشراء هذه الأسهم وتغطية ما تبقى من الاكتتاب.

### المبحث الثالث: الشروط الخاصة بأدوات بورصة الأوراق المالية الإسلامية

إن الأدوات المالية المقبولة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية يجب أن تخضع لشروط شرعية عامة تجعلها أداة مالية إسلامية، وبما أن أهم الأدوات المالية الإسلامية الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والصكوك الإسلامية، سيتم التركيز على الشروط الخاصة بهاتين الأداةين في المطلب الثاني من هذا المبحث، وذلك من خلال التحدث عن الشروط المتعلقة بذات الأداة أي شروط إصدار الأداة ومن ثم شروط تداولها. أما ما يتعلق بمن سيتعامل بالأداة فله شروطه الخاصة به والتي سيتم تناولها في الفصول اللاحقة. وفي المطلب الثالث من هذا المبحث نستعرض الشروط المهنية والفنية المتعلقة بهذه الأدوات خاصة تلك الواجب توفرها لتحقيق الشروط الشرعية.

#### المطلب الأول: الشروط الشرعية العامة الواجب تحقيقها في أدوات بورصة الأوراق المالية الإسلامية

إن تداول الأدوات المالية الإسلامية -التي تم تعريفها فيما سبق- تحكمه أطر شرعية، ويشترط في تداولها ما يشترط في هذه التصرفات من شروط، ويترتب عليها ما يترتب على هذه التصرفات من آثار، سواء أكان ذلك التصرف إصداراً أو إطفاءً أو تداولاً في السوق الثانوية، وسيتم في هذا المطلب تبيان الشروط والضوابط الشرعية لاعتبار الأدوات المالية الإسلامية، وبالتالي يمكن قبولها في بورصة الأوراق المالية الإسلامية، وذلك من خلال تحديد الشروط الشرعية العامة لإصدار هذه الأدوات ثم الشروط الشرعية العامة لتداولها.

#### 1- الشروط الشرعية العامة لإصدار الأدوات المالية الإسلامية

قبل أن يتم اعتبار أي أداة مالية أنها إسلامية، يجب أولاً التأكد من كونها خاضعة للشروط الشرعية العامة التالية:

**1-1- أن تكون الأداة مباحة شرعاً:** أي أن تكون الأدوات المالية في بورصة الأوراق المالية الإسلامية (أسهم، صكوك، وحدات صناديق الاستثمار، عقود، إلى غير ذلك) متوافقة مع الشريعة الإسلامية إصداراً وتداولاً. وقد صدر قرار من هيئة الرقابة الشرعية ومن الجامع الفقهي بجواز إصدارها، ويجب أن يتم الإعلان عن الالتزام بقواعد الشريعة في كافة التفاصيل المتعلقة بإدارة هذه الأدوات المالية في حساب الأرباح والخسائر والأجور وغيرها.

**1-2- أن يتحقق التكافؤ في أطراف العقد:** إن أي عقد حتى يكون صحيحاً ومنتجاً ومحققاً لغاياته الشرعية والاقتصادية يجب أن يكون قائم على قاعدة التكافؤ بين أطراف العقد، بمعنى أنه لا يجب أن تميل اختصاصات والتزامات العقد لصالح طرف على حساب طرف آخر، فإذا كانت العقود تجري بهذه الطريقة (الميلان وعدم التكافؤ)، هذا يؤدي إلى وجود ظلم وأكل لأموال الناس بالباطل من الناحية الشرعية، ومن الناحية الاقتصادية يؤدي إلى استغلال واستنزاف الموارد واحتكارها. وبالتالي ينبغي في بورصة أوراق مالية إسلامية أن تكون قواعد العمل تكفل أن يكون تكافؤ أطراف العقد بقدر مناسب لتحقيق العدالة.

فمثلاً إذا قام أحد أعضاء الإدارة في المؤسسة المدرجة في البورصة بدون إفصاح مسبق بالقيام بعمليات بيع أو شراء للسهم الذي هو عضو فيه، سيؤدي إلى عدم تكافؤ بين طرفي العقد بالنسبة لغيره، حيث سيتخذ قراراته بناء على معلومات غير موجودة عند الآخرين، في حين إذا قام بعمليات بيع أو شراء للأسهم بعد قيامه بالإفصاح المناسب، وبما يضمن أن المعلومات أصبحت متاحة للجميع، صار التكافؤ متحققاً، لأنه أعطى الطرف الآخر فرصة بأن يتخذ مركز مالي قبل أن يتخذ هو مركزه المالي، فلو قرر عضو مجلس إدارة يمتلك من شركة معينة 30% أن يبيع 10% من أسهمها، فإنه يجب عليه الإعلان عن هذا الخبر قبل قيامه بالبيع، لأن قيامه ببيع 10% هذا معناه

زيادة العرض وبالتالي انخفاض السعر، فعليه أن يوضح أسباب قرار بيعه لهذه النسبة لاحتماالية إخفائه معلومات سرية مفادها أن هناك خسارة أو أن هناك عجز مالي، فمثل هذا التصرف يحدث إرباك عند المتعاملين فيؤدي إلى عدم تكافؤ طرفي العقد، ولتفادي هذا كان عليه أن يعلن أن قراره يبيع 10% لم يأتي لأسباب سرية، وإنما يعمل على بيان أسباب البيع، فبعد هذا الإعلان يكون حقيق للأطراف الآخرين التكافؤ.

ويتحقق شرط تكافؤ أطراف العقد من خلال تحقق الشروط المتعلقة بمراقبة التداول والتي تعتبر أكثرها من ضمن الشروط الفنية التي ستذكرها لاحقاً، من مثل: الشفافية المطلوبة عند الإفصاح عن المعلومات وشرط الحوكمة والضبط.

**1-3- أن تكون الأدوات المالية خالية من الربا الذي حرمته الشريعة:** إذ لم يبلغ من تغليظ أمر أراد الإسلام إبطاله ما بلغ من تغليظ الربا لما فيه من أكل لأموال الناس بالباطل، وما يسببه من أضرار جسيمة ومدمرة للمجتمع اقتصادياً واجتماعياً وسياسياً، وهو سبب رئيسي لحدوث الأزمات والفساد المالي والإداري على مستوى محلي ودولي، وأحد الأسباب الرئيسية لظاهرة التضخم. ويعرف الربا في الشرع على أنه "الزيادة في أشياء مخصوصة"، وهو محرم بالكتاب والسنة والإجماع.<sup>471</sup>

ولربا أنواع، فمنه ما هو بيع ومنه ما هو ليس ببيع، فالذي ليس ببيع هو ربا أهل الجاهلية أو ربا الديون -وهو الأكثر انتشاراً في عصرنا هذا- ويعرف بأنه القرض المشروط فيه الأجل وزيادة مال على المستقرض. أما ربا البيوع أو ربا المعاملات هو الذي يكون في الأعيان الربوية، وقد اختلف الفقهاء في عدد أصنافه ويشمل ربا الفضل، وعرفه الحنفية بأنه: "زيادة عين مال شرطت في عقد البيع على المعيار الشرعي"، وربي النسئة وهو "فضل الحلول على الأجل، وربي فضل العين على الدين في المكليين أو الموزونين عند اختلاف الجنس أو في غير المكليين أو الموزونين عند اتحاد الجنس".<sup>472</sup>

ويشترط لخلو بورصة الأوراق المالية الإسلامية من الربا أن تتم عقود المبادلات أو أسواق العملات وفقاً للأحكام والضوابط الشرعية المتعلقة بأحكام الصرف وأحكام القبض، بحيث تتم خالية من كل أنواع الربا وعلى هيئات الرقابة الشرعية التدقيق للتأكد من خلوها من الربا كأن يتم التقابض قبل تفرق العاقدين سواء أكان القبض حقيقياً أو حكيمياً، وأن يتم التماثل في البدلين اللذين هما من جنس واحد ولو كان أحدهما عملة ورقية والآخر عملة معدنية.<sup>473</sup>

ويظهر ربا الديون في العقود العاجلة بالهامش الذي أساسه الإقتراض بفائدة سواء من طرف بنك ربوي أو السمسار، وفي ظل وجود بنوك إسلامية يمكن أن يتم الحصول على السيولة المطلوبة على أساس أحد طرق التمويل المشروعة كالمضاربة أو المشاركة أو غيرها.

**1-4- أن يكون الغرض من الأداة المالية وطريقة استغلالها واستثمارها متوافقاً مع الشريعة الإسلامية:** وذلك من خلال تحديد الأغراض المسموح إصدار الأدوات المالية لأجلها، وتحديد مواصفات الغرض التي هي جزء من الشروط الشرعية، كأن يكون الغرض مباحاً، وأن ينتج الغرض قيمة مضافة. وبالتالي لا تقبل بورصة الأوراق المالية الإسلامية إصدار صكوك وأدوات مالية لتغطية أغراض اقتصادية أو استثمارية غير محتاج لها أو غير مناسبة لوضع معين أو لمرحلة اقتصادية معينة، فمثلاً إذا كانت دولة ما تمر بأزمة اقتصادية، فينبغي أن لا تقبل البورصة إصدار صكوك لتمويل استيراد منتجات استهلاكية كمالية ليست ذات قيمة، في حين أن الدولة محتاجة لدعم قطاع الصناعة والقطاع العقاري وما إلى ذلك، لأن الغرض قد يتغير في لحظة معينة، ففي دولة اقتصادية منتعشة وقوية لا مانع من استيراد المسليات والمرفهات وما إلى ذلك ما دامت مباحة شرعاً، لكن في ظل دولة اقتصادية لها مشكلة في دفع الرواتب لا يتم إصدار أدوات مالية تغطي هذا القطاع الكمالي، وهنا يأتي دور الشروط المهنية والفنية والرقابة والتدقيق الشرعي وتحقيق الكفاءة الاقتصادية، لأنه يجب تخصيص الموارد للأكفأ.

<sup>471</sup> أحمد مواني، الضرر في الفقه الإسلامي، رسائل جامعية (4)، دار بن عفان، المجلد الأول، الطبعة الأولى، السعودية، 1997ص: 175.

<sup>472</sup> هاكيا كانوريتش، "التطبيقات الفقهية لقاعدة اليسير مغتفر في البيوع"، بحث تكميلي مقدم لنيل درجة الماجستير بقسم الفقه المقارن، الإشراف العلمي، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، 1429 هـ، ص: 85.

<sup>473</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية"، مرجع سابق، 2010، ص: 5.

**1-5- أن تكون خالية من الغرر:** والغرر اصطلاحاً "هو ما كان مستور العاقبة، أي مجهول العاقبة، وبعبارة أخرى: ما كان على خطر الوجود والعدم، أو الحصول وعدمه".<sup>474</sup> وهو عند أبو يعلى: "ما تردد بين أمرين ليس أحدهما أظهر"، وعند ابن القيم: "ما لا يعلم حصوله، أو لا تعرف حقيقته ومقداره"، ويقول الرملي: "الغرر ما احتمل أمرين أغلبهما أخوفهما"، وجاء نص معيار الغرر من هيئة المحاسبة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: "الغرر: صفة في المعاملة تجعل بعض أركانها مستورة العاقبة (النتيجة)، أو هو: ما تردد أثره بين الوجود والعدم، ويكون العقد عندها دائراً بين احتمال الربح أو الخسارة". وخلاصة القول أن بيع الغرر هو البيع الذي يتضمن خطراً يلحق أحد المتعاقدين فيؤدي إلى ضياع ماله.<sup>475</sup>

وينقسم الغرر من حيث مقداره إلى كثير ومتوسط ويسير، وينقسم من حيث أثره إلى مفسد للمعاملة أو غير مفسد لها. فالمتوسط يكون في الجمالة والحراسة مثلاً، واليسير الذي لا يكاد يخلو منه أي عقد وليس من شأنه أن يؤدي إلى نزاع مثل بيع الدار دون رؤية أساسها. فاليسير والمتوسط لا يؤثران في العقد، أما الكثير فهو ما غلب على العقد حتى أصبح العقد يوصف به ومن شأنه أن يؤدي إلى النزاع، وهذا يتأثر باختلاف البيئات والعصور ومرجعه إلى العرف مثل بيع الثمر قبل ظهوره والإجارة إلى أجل مجهول، وهذا الغرر يؤثر في العقد فيفسده.<sup>476</sup>

إن الأصل في الغرر التحريم، إذ لا يجوز شرعاً إبرام عقد أو اشتراط شرط فيه غرر يفسد المعاملة. والغرر الذي تضمن خداعاً أو تدليساً حرام ومنهيه عنه، وعقد فيه غرر يعد باطلاً، وذلك لحديث رسول الله صلى الله عليه وسلم أنه نهي عن بيع الحصة وبيع الغرر.<sup>477</sup> ولقد اتفق الجمهور على أن هناك ثلاثة شروط لقبوله، حيث يمكن أن يعذر الغرر في المعاملات:

- إذا كان الغرر يسيراً أو بسيطاً لا يمنع من صحة المعاملة والإجماع قائم على ذلك.
  - أن تدعو الحاجة إلى الغرر حاجة عامة مثل معاملات مطلوبة في المجتمع.
  - أن يمكن التحرز من الغرر بلا حرج ولا مشقة، وهذا أيضاً بالإجماع فإن لم يكن التحرز منه إلا بوجود المشقة والحرج فإنه مفعو عنه. وقد جاء في القوانين الفقهية لابن جزي: "في بيع الغرر وهو ممنوع للنهي، إلا أن يكون يسيراً جداً فيغتفر".<sup>478</sup>
- إلا أن هناك اختلاف بين الفقهاء حول المقصود بالغرر في التعاملات المالية التي تتم في بورصة الأوراق المالية، حيث يعتبر بعضهم أن بيع أصول مالية غير مملوكة (والذي يتم في السوق من خلال ما يسمى بالبيع على المكشوف) يعد غرراً مستلدين في ذلك بحجزة بيع الإنسان ما ليس عنده المفسد لعقد البيع، ومن المعلوم أن علة النهي عن بيع ما لا يملك هي "العجز عن التسليم"، والظاهر لنا أنها منتفية في معاملات بورصة الأوراق المالية كون المتعامل يلتزم بتسليم ما باعه عاجلاً في الموعد المحدد، وذلك بشرائه من السوق لأجل التسليم، وعليه إذا اشترط أن تنتهي الصفقة في البيع على المكشوف بين البائع والمشتري، بالتسليم والتسليم، والتملك والتملك، وإن تم الإستعاضة عن ذلك بالتسوية النقدية، فهو دليل على أن أغراض المتعاقدين المضاربة غير المشروعة.

**1-6- أن تكون خالية من الجهالة:** والجهالة لغة مأخوذة من الجهل، وهو ضد العلم ونقيضه، وعدم معرفة الشيء، وجاء في لسان العرب "الجهالة أن تفعل فعلاً بغير علم". أما اصطلاحاً فتعرف الجهالة بأنها "وصف لما علم حصوله وطوي عن المراد منه أو جنسه أو نوعه أو صفته أو مقداره أو وقت وجوده".<sup>479</sup> كما تعرف الجهالة في البيوع على أنها "ما علم حصوله وجهلت صفته".<sup>480</sup> وهناك فرق بين الجهالة

<sup>474</sup> الصديق الضير، الغرر، طبعة دلة البركة، ص: 53.

<sup>475</sup> محمد القطان، "أثر الغرر على الوفاء في العقود والآثار المترتبة على عدم تسليم المعقود"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 26-27/05/2010، ص: 3.

<sup>476</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية"، مرجع سابق، 2010، ص: 354.

<sup>477</sup> محمد القطان، مرجع سابق، ص: 3.

<sup>478</sup> حسن بلتاجي، الملكية الفردية في نظام الاقتصاد الإسلامي، مكتبة الشباب، القاهرة، 1988، ص: 202-203.

<sup>479</sup> عبد الله الصيفي، الجهالة وأثرها في عقود المعاوضات، دار النفائس، عمان، 2006، ص: 25.

<sup>480</sup> شهاب الدين القرافي، الفروق، الفرق الثالث والتسعون والمائة، (432/3)، 684هـ.

والغرر، فالغرر قائم على احتمال الحصول وعدمه، أما الجهالة بالحصول فيها قائم لكن وجد الخفاء أو الجهل في الذات أو الجنس أو النوع أو الصفة أو المقدار.

يقسم الفقهاء الجهالة أحياناً إلى ثلاثة أقسام: الجهالة الفاحشة المفضية للنزاع وهي جهالة الجنس أو الجهالة الكثيرة المانعة من التسليم والتسليم، والجهالة اليسيرة التي لا تفضي إلى النزاع وهي جهالة النوع أو الجهالة القليلة غير المانعة من التسليم والتسليم. وتوجد الجهالة الفاحشة في كل من الصبغة والعاقدين والثمن والمثمن والأجل. وذهب الفقهاء إلى بطلان العقد الذي دخلته الجهالة ولا يمكن تصحيحه. إلا أنه يمكن أن تزال الجهالة إما بالرؤية المبينة لحقيقة الشيء سواء أكان ثمناً أو مئماً أو بالوصف الذي يقوم مقام الرؤية.<sup>481</sup> وعليه يجب أن تخلو الأدوات في بورصة الأوراق المالية الإسلامية من الجهالة وذلك من خلال التركيز على معلومية الأسعار ووضوحها وسهولة الوصول إليها حتى لا يقدم المتعاملون على تعاملات إلا بناء على علم مسبق بالأسعار فتنتفي الجهالة بذلك. وفي سبيل التخلص من الجهالة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية إصداراً وتداولاً، فإن تحقيق شرط الإفصاح وشرط الشفافية بتفاصيلها وإجراءاتها من الأهمية بمكان في كونها وسيلة ناجعة لتحقيق هذا الشرط.

**1-7- أن لا تكون لها خصائص مالية تؤدي إلى الضمان:** يشترط في إصدار الأدوات المالية أن لا تكون لها خصائص مالية تؤدي إلى ضمان رأس المال أو ضمان قدر من الربح أو تقديمها عند التصفية أو عند توزيع الأرباح.<sup>482</sup> وأن تكون قواعد توزيع الربح والخسارة للأداة متوافقة مع قواعد الفقه الإسلامي.

**1-8- أن لا يتم الالتزام بدفع عمولات مقابل التعهد الذي تقدمه مؤسسة معينة بشراء ما لم يكتب فيه من الأوراق المالية:** يشترط عند ضمان الإصدار\* أن لا يحصل المتعهد الملتزم بالاكتمال في الأوراق المالية المتبقية على مقابل لقاء التعهد، ويجوز أن يكون الالتزام مبنياً على أساس الوعد الملتزم. كما له أن يحصل على مقابل عن عمل يؤديه -غير الضمان- مثل إعداد الدراسات أو تسويق الأسهم.<sup>483</sup>

## 2- الشروط الشرعية العامة لتداول الأدوات المالية الإسلامية

إن الأدوات المالية التي يمكن تداولها في بورصة الأوراق المالية الإسلامية ليست منحصرة، وإنما هي قضية مرتبطة بمدى توفر الشروط الشرعية المقررة من علماء الشريعة في هذه الأدوات، وبدراسة العلماء المتخصصين والمتمثلة في المجامع الفقهية، كانت نتيجة الدراسات الموجودة حالياً اعتبار كل من الأسهم والصكوك ووحدات صناديق الاستثمار هي أدوات يمكن أن تكون إسلامية إذا تحققت فيها الشروط المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، ولكن هذا لا يمنع أن يقوم العلماء بتطوير أدوات جديدة، وعند ذلك يمكن أن يقوم باحثون آخرون من التحقق من مدى مطابقتها للشروط التي ستقرر في هذه الدراسة. وفي ضوء أن الواقع الحالي يقر أن أهم الأدوات التي يمكن أن تكون متوافقة مع الشريعة هي الأسهم والصكوك، فإن الدراسة ستقتصر على هذه الأدوات.

إن من بين المقاصد الشرعية في الأموال رواج الأموال أي دورانه بين أيدي كثير من الناس بوجه حق، فقد شرعت عقود المعاملات لنقل الحقوق المالية بمعاوضة أو بتبرع، بل وتسهيلاً للرواج شرعت عقود مشتملة على شيء من الغرر مثل السلم والمزارعة والمضاربة. كما أن من معاني الرواج انتقال المال بأيدي عديدة في الأمة على وجه لا حرج فيه على مكتسبه، وذلك بالتجارة والمعاوضة لتيسير دوران المال على أفراد الأمة،<sup>484</sup> كما يفهم من قوله تعالى: "كي لا يكون دولة بين الأغنياء منكم"<sup>485</sup>.

<sup>481</sup> عبد الله الصيفي، مرجع سابق، ص: 36.

<sup>482</sup> مجمع الفقه الإسلامي، قرار رقم 63 (7/1) بشأن الأسواق المالية، مرجع سابق، ص: 211-216.

\* ضمان الإصدار (Underwriting): هو الاتفاق عند تأسيس شركة مع من يلتزم بضمان جميع الإصدار من الأسهم، أو جزء من ذلك الإصدار، وهو تعهد من الملتزم بالاكتمال في كل ما تبقى مما لم يكتب فيه غيره.

<sup>483</sup> مجمع الفقه الإسلامي، قرار رقم 63 (7/1) بشأن الأسواق المالية، ص: 211-216.

<sup>484</sup> محمد الطاهر بن عاشور، مقاصد الشريعة الإسلامية، الشركة التونسية للتوزيع، ص: 157-158.

فمن خلال هذا المقصد، نجد أن الإسلام يدعو إلى التداول للأموال بين أيدي كثير من أفرادها، وانطلاقاً من قاعدة التداول التي يبتغيها الإسلام في المال، فإن تداول الأدوات المالية الإسلامية في السوق الثانوية هو من مقاصد الشريعة الإسلامية.<sup>486</sup> ولذلك فإن السرعة والكفاءة في توجيه الأموال إلى القنوات المقبولة إسلامياً، إنما يحقق مقاصد الشريعة في التنمية والتداول للمال. وعليه يراعى عند تداول الأوراق المالية الإسلامية من أسهم أو وحدات استثمار أو صكوك استثمارية ما يلي:<sup>487</sup>

- إذا كانت موجودات الأوراق المالية نقوداً محضة، فيجب مراعاة أحكام الصرف عند تداولها، وإذا كانت موجوداتها ديوناً محضة، فيجب مراعاة أحكام بيع الديون عند تداولها. وعليه يجب مراعاة أحكام التصرف في الديون عند تداول أسهم الشركات التي تكون أصولها عبارة عن ديون فقط، أو أن غرض الشركة ونشاطها المعمول به هو التعامل في الديون (الائتمان)، ولا يجب أن يتخذ تصكيك الديون حيلة لإخفاء طبيعة أصول الشركة من خلال ضم جزء من الأعيان والمنافع إلى الديون حيلة لتصكيك الدين.<sup>488</sup>

- إذا كانت أصول الأوراق المالية مختلطة من الأعيان والمنافع والحقوق والنقود والديون، وكانت الغلبة للأعيان والمنافع أو الحقوق، فإنه يجوز التداول وفقاً للسعر المتراضي عليه.

- إذا كانت موجودات الأوراق المالية مختلطة من الأعيان والمنافع والحقوق والنقود والديون، وكانت الغلبة للنقود أو الديون، فيجوز تداولها عملاً بمبدأ التبعية، دون مراعاة أحكام الصرف أو بيع الديون، إذا كان النشاط الرئيس للشركة أو الصندوق أو الوعاء الاستثماري هو في: المتاجرة بالأعيان أو المنافع أو الحقوق، مع مراعاة أن جواز التداول يكون بعد الشروع في العمل بنسبة لا تقل عن 10%. وأن لا تقل نسبة الأعيان والمنافع والحقوق عن 30% من مجموع الموجودات.<sup>489</sup> وعليه يجب قبل تداول أي سهم التأكد من أن القيمة السوقية لأصول الشركة المصدر له المشتتة على أعيان ومنافع وحقوق لا تقل عن نسبة 30% من إجمالي أصول الشركة التي غرضها الأصلي ونشاطها التعامل في الأعيان والمنافع والحقوق (أي ديون الشركة على الغير وحساباتها الجارية لدى الغير والصكوك التي تملكها وتمثل ديوناً)، وذلك بغض النظر عن مقدار السيولة التي تملكها لكونها حينئذ تابعة.<sup>490</sup>

- يجب مراعاة أحكام الصرف لتداول أسهم الشركة التي غرضها ونشاطها المعمول به هو التعامل في الذهب والفضة أو العملات (الصرافة).<sup>491</sup>

- يجب أن يتم تداول الأوراق المالية الإسلامية وفق عقود المعاملات الجائزة شرعاً.

- يجب أن تنتهي عملية التداول بالتسليم والتسليم، والتملك والتملك للأوراق المالية، وإن تم الاكتفاء عن ذلك بالتسوية النقدية، فهو دليل على أن أغراض المتعاقدين كانت المقامرة وليست المضاربة المشروعة.

- يجب أن لا تكون الأوراق المالية -وإن كانت منضبطة بالشروط الشرعية- صادرة عن شركات لدول محاربة ومعادية للدول العربية والإسلامية حتى لا تدعم اقتصاديات هذه الدول وتتجنب أذاهم واعتداءاتهم على العرب والمسلمين، ودليل ذلك من القرآن الكريم قول الله

<sup>485</sup> سورة الحشر، الآية 7.

<sup>486</sup> عبد الله المنصور، مرجع سابق، ص: 20.

<sup>487</sup> البيان الختامي لندوة الصكوك الإسلامية، جامعة الملك عبد العزيز بجدة، 24-25/05/2010، موقع مجمع الفقه الاسلامي: [www.islamfeqh.com](http://www.islamfeqh.com)، تاريخ الاطلاع: 2013/02/05.

<sup>488</sup> هيئة معايير المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية"، مرجع سابق، 2010، ص: 299.

\* تجدر الإشارة هنا إلى أن هذه النسب ليست نسب تقديرية من قبل نصوص شرعية وإنما هي محددة وفق اجتهادات علماء الشريعة المعاصرين، ومن ثم يمكن في مرحلة معينة إعادة النظر فيها سواء من قب نفس الهيئة أو من قبل الهيئات المشرفة على إدارة البورصة الإسلامية، والتي يمكن أن ترفع النسبة أو أن تخفضها شريطة أن يقدموا مبررات لذلك.

<sup>489</sup> هيئة معايير المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية"، مرجع سابق، 2010، ص: 299.

<sup>490</sup> نفس المرجع أعلاه.

<sup>491</sup> نفس المرجع السابق، ص: 299.

تعالى: "إِنَّمَا يَنْبَغُ اللَّهُ عَنِ الَّذِينَ قَاتَلُوكُمْ فِي الدِّينِ وَأَخْرَجُوكُمْ مِنْ دِيَارِكُمْ وَظَاهَرُوا عَلَىٰ إِخْرَاجِكُمْ أَنْ تَوَلَّوْهُمْ وَمَنْ يَتَوَلَّهُمْ فَأُولَٰئِكَ هُمُ الظَّالِمُونَ"<sup>492</sup>، ولقد أجمع الفقهاء على حرمة بيع السلاح لأهل الحرب، وهذا الحكم يجري في كل ما يدعم ويعين العدو ومن يعاونه على الاعتداء بطريق مباشر أو غير مباشر. ولقد صدر عن فقهاء الأمة من السلف والخلف ما يؤكد ذلك، وليس هذا هو المجال للتفصيل في هذه المسألة ولكن يجب على المستثمر العربي والمسلم أن يأخذ هذا الضابط الشرعي عند كتابة أوامره إلى السمسار العالمي، ومن ناحية أخرى يجب على هذا السمسار أن ينفذ تلك الأوامر في إطار المصادقية والشفافية والدقة وأن يكون لديه سجل بأسماء الشركات المحرم التعامل معها شرعاً.<sup>493</sup>

### المطلب الثاني: الشروط الشرعية لإصدار وتداول الأسهم والصكوك الإسلامية

بعدما تناول المطلب السابق الشروط الشرعية العامة التي تجعل من الأداة المالية أداة إسلامية في ذاتها، وبما أن كون الأداة المالية إسلامية لا يجعلها بالضرورة قابلة للإصدار والتداول في بورصة الأوراق المالية الإسلامية دون ضوابط شرعية، سيتناول هذا المطلب التفصيل في شروط إصدار وتداول الأسهم وصكوك الاستثمار الإسلامية على اعتبارها أهم أداتين من أدوات بورصة الأوراق المالية الإسلامية.

#### 1- الشروط الشرعية لإصدار وتداول الأسهم

سيتم فيما يلي عرض أهم الشروط الشرعية لإصدار الأسهم وتليها أهم الشروط الشرعية لتداولها:

##### 1-1- الشروط الشرعية لإصدار الأسهم: من أهم ما يشترط لإصدار الأسهم في بورصة أوراق مالية إسلامية مايلي:

- أن تكون الأسهم المصدرة من الأنواع المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وقد صدر قرار من هيئة الرقابة الشرعية ومن الجامع الفقهية بجواز إصدارها وتداولها. بحيث يتم الإعلان عن الالتزام بقواعد الشريعة في كافة التفاصيل المتعلقة بإدارة هذه الأدوات المالية في حساب الأرباح والخسائر والأجور وغيرها.
- أن لا يكون النشاط الأساسي للشركة محرماً، بأن لا يكون الغرض من إنشائها التعامل في أمور محرمة،<sup>494</sup> كما سبق وأن أشير إليه في تعريف الأسهم المقبولة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية (المطلب الأول من هذا الفصل).
- أن لا تمارس الشركة المصدرة للأسهم أي نوع من أنواع التعامل المحرم كالإقراض والاقتراض الربوي مهما كانت نسبته ضئيلة أو المشاركة في أية أنشطة محرمة مهما قلت نسبة الدخل الناتج عنها.
- يشترط عند إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس مال الشركة أن تكون بالقيمة العادلة للأسهم القديمة إما حسب تقييم الخبراء لأصول الشركة، أو بالقيمة السوقية سواء بعلاوة إصدار أو حسم إصدار.<sup>495</sup>
- يشترط عند تقسيط قيمة السهم عند الاكتتاب، أن يكون التقسيط شاملاً لجميع الأسهم، وأن تبقى مسؤولية الشركة بقيمة الأسهم المكتتب بها.<sup>496</sup>
- يشترط رفع الغبن الذي قد يحدث عند تحديد نسبة رسوم الإصدار، يجب أن تكون هذه الأخيرة مقدرة تقديراً مناسباً.<sup>497</sup>

<sup>492</sup> سورة الممتحنة، الآية: 9.

<sup>493</sup> حسين شحاتة، و عصام أبو النصر، "الضوابط الشرعية للتعامل مع السماسرة العالميين في أسواق الأوراق المالية"، سلسلة بحوث ودراسات في الفكر الاقتصادي الإسلامي، ص: 16، موقع دار المشورة، مرجع سابق، تاريخ التحميل: 2013/08/05.

<sup>494</sup> هيئة معايير المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية"، مرجع سابق، 2010، ص: 296.

<sup>495</sup> مجمع الفقه الإسلامي، قرار رقم 63 (7/1) بشأن الأسواق المالية، ص: 211-216.

<sup>496</sup> هيئة معايير المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سابق، 2010، ص: 296.

- أن يتم منح المساهم وثيقة تثبت شرعا ملكية المساهم لحصة شائعة في أصول الشركة، ويمكن أن تكون هذه الوثيقة باسم المالك، أو لأمره، أو لحاملها.<sup>498</sup>

- يشترط النص بشكل واضح على التزام قواعد الربح والخسارة وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها.

## 1-2- الشروط الشرعية لتداول الأسهم: يمثل السهم حصة شائعة في رأس مال شركة المساهمة، كما يمثل حصة شائعة في أصولها وما

يترتب عليها من حقوق عند تحول رأس المال إلى أعيان، ومنافع، وديون، ونحوها\* ومحل العقد عند تداول الأسهم هو هذه الحصة الشائعة، وعليه يجب مراعاة الشروط الشرعية التالية عند تداوله:

- أن يكون تداول الأسهم بعد أن تبدأ الشركة في نشاطها الفعلي، وذلك بأن تملك بعض الأصول أو تشرع في بعض أعمالها، أما قبل بدئها في نشاطها الفعلي فإنه لا يجوز بيع الأسهم إلا بالقيمة الإسمية لها. ذلك لكون السهم قبل بدء الشركة في نشاطها الفعلي عبارة عن نقود فقط، فإذا باع الإنسان سهمه فيكون قد باع نقدا بنقد، فهنا لا بد من التقابض والتماثل. أما بعدما تشرع الشركة في نشاطها وتتحول أموالها -أو بعضها- إلى سلع وخدمات، فهنا تخرج عن مسألة الصرف ويكون النقد تابعا كما سبق.

- أن لا تتم عمليات تغطية تملك الأسهم بعمليات تمويل غير إسلامية مثل منح قروض ربوية، أو توفير عقود آجلة غير متوافقة مع الشريعة الإسلامية، أو توفير عمليات تمويل بالهامش، ك شراء السهم بقرض ربوي يقدمه الوسيط أو غيره للمشتري لقاء رهن السهم.<sup>499</sup> وذلك لكونه من الأعمال المحرمة بالنص على لعن أكل الربا وموكله وكتابه وشاهديه.

- أن لا يتم بيع سهم لا يملكه البائع\* لأنه يترتب على ذلك بيع ما ليس في ضمان البائع ولا في ملكه، وهو منهي عنه شرعا، ولا أثر لتلقي وعد من الوسيط بإقراضه إياه في موعد التسليم.<sup>500</sup>

- أن لا يُسمح بإجارة الأسهم سواء كان رهنها أم لغرض بيع المستأجر لها وإعادة مثلها، أم لقبض أرباحها، أو لإظهار المركز المالي للمستأجر أو لغير ذلك.<sup>501</sup>

- أن لا يسمح باستعارة الأسهم لغرض رهنها أو بقصد منح أرباحها للمستعير إلا عند تنفيذ الرهن.<sup>502</sup>

- أن لا يتصرف مشتري السهم فيه بالبيع ونحوه إلا بعد تمام عملية البيع وانتقال الضمان إليه ولو لم يتم التسجيل النهائي، وذلك لكون انتقال الضمان تم بالقبض الحكمي الذي يحوله التصرف فيما اشتراه.<sup>503</sup> إلا أن هذا الشرط يختلف حكمه بين البورصات التي تعتمد

<sup>497</sup> نفس المرجع سابق.

\* رغم أن مجمع الفقه أجاز إصدار أسهم لحاملها، إلا أن البعض ومنهم الدكتور رائد نصري يرون أنه من أفضل إصدار الأسهم بإسم المالك لمزيد من التوثيق وحفظ لحقوق الناس، لأن الأسهم لحاملها عند ضياعها تصبح ملكا لمن يجوز عليها دون وجه حق، على عكس كونها باسم المالك إذا فقدت تلغي ويتم إخراج غيرها. رائد نصري، مقابلة شخصية، الجامعة الأردنية، عمان، 2014/03/06.

<sup>498</sup> هيئة معايير المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سابق، 2010، ص: 297.

\* وهذا مع الأخذ بجواز تداول أسهم الشركات التي تمثل موجوداتها أعيانا ومنافع مع ديون ونقود تزيد عن الأعيان والمنافع بشرط ألا تقل الأعيان والمنافع عن الثلث، وذلك ليصح اعتبار الديون والنقود تابعة لها.

<sup>499</sup> مجمع الفقه الاسلامي، قرار رقم 63 (7/1) بشأن الأسواق المالية، ص: 211-216.

\* رغم أن مقررات المجمع الفقهية والهيئات الشرعية أشارت إلى عدم بيع سهم لا يملكه البائع، إلا أن الدكتور رائد نصري أشار إلى أنه في ظل كونه من الأموال المثلية التي يتمكن المتعاملون الحصول عليها من السوق بسهولة، فإنه في ضوء شروط معينة وتحت إشراف دقيق من إدارة البورصة الإسلامية، يجوز السماح بالتداول على المكشوف للأسهم النشطة وبمحدود معينة. وبالتالي فإن إدارة البورصة الإسلامية يجب أن تتأكد من كون المتعامل على المكشوف مليء ماليا، حيث لا يسمح له بالبيع على المكشوف إلا إذا كان وسيطه المالي قدم عنه إفادة تثبت أنه مليء ماليا، وبذلك فهو قادر على شراء الأسهم التي لا يملكها عند التنفيذ، أو يجبر على الشراء إن لم ذلك. رائد نصري، مقابلة شخصية، الجامعة الأردنية، عمان، 2014/03/06.

<sup>500</sup> مجمع الفقه الاسلامي، قرار رقم 63 (7/1) بشأن الأسواق المالية، ص: 211-216.

<sup>501</sup> هيئة معايير المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سابق، 2010، ص: 299.

<sup>502</sup> نفس المرجع أعلاه.

على التسجيل الورقي والذي قد يستغرق وقتاً لإثبات الملكية أكثر من يوم وبين البورصات التي تعمل وفق النظم الالكترونية الحديثة والتي يعتبر فيها القيد الالكتروني عوض القيد القانوني، وبالتالي يتم في نفس اللحظة.

- أن لا تختل أياً من الشروط المذكورة أعلاه، وإن حدث اختل احداها يجب على إدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية تعليق تداول السهم فترة معينة إلى حين تصحيح الاختلال أو إلغاء تداوله في حال عدم التصحيح خلال الفترة المحددة.

## 2- الشروط الشرعية الخاصة بإصدار وتداول صكوك الاستثمار الإسلامية

سيتم فيما سيأتي عرض أهم الشروط الشرعية الخاصة بإصدار صكوك الاستثمار الإسلامية متبوعة بأهم الشروط الشرعية لتداولها:

**1-2- الشروط الشرعية لإصدار صكوك الاستثمار الإسلامية:** إن عقود إصدار الصكوك تنظم العلاقة بين طرفيها، أي مصدر الصك والمكتتب فيه، وتترتب آثار هذه العقود من حقوق والتزامات بين طرفيها بمجرد انعقاد العقد. ومن أهم الشروط الشرعية التي يجب تحققها لإصدار صكوك الاستثمار الإسلامية ما يلي:

- يجب أن يمثل الصك ملكية حصة شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته. ويترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك في ملكه من بيع وهبة ورهن وإرث وغيرها.<sup>504</sup>
- يجب أن تصدر الصكوك على أساس عقد شرعي<sup>505</sup> (من عقود التمويل أو الاستثمار) ويجب أن تتوفر فيها أركان وشروط هذا العقد، وأن تترتب عليها أحكام العقد وآثاره الشرعية، كما يجب أن يقصد بها في التطبيق العملي ما قصد الشارع من شرعها، وألا يشترط فيها ما ينافي مقتضاه أو يناقض قصد الشارع من شرعها.
- يجب أن يراعى في تنظيم عقود الصكوك الخاصة للعقود المؤقتة في الفقه الإسلامي وهي العقود التي تشكل المدة فيها عنصراً رئيسياً.
- يجب أن يقوم العقد في الصكوك على أساس أن شروط التعاقد تحدها "نشرة الإصدار" وأن "الإيجاب" يعبر عنه "الاكتتاب" في هذه الصكوك، وأن "القبول" تعبر عنه موافقة الجهة المصدرة، إلا إذا صرح في نشرة الإصدار أنها إيجاب فتكون حينئذ إيجاباً ويكون الاكتتاب قبولا. ولا بد أن تشتمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعاً في العقد الذي يمثله الصك؛ من حيث بيان معلومية رأس المال، وتوزيع الربح، مع بيان الشروط الخاصة بذلك الإصدار؛ على أن تتفق جميع الشروط مع الأحكام الشرعية.<sup>506</sup>
- يجب أن يتم إصدار الصكوك واستخدام حصيلتها لغايات وأهداف مشروعة. وأن لا تستخدم حصيلة إصدار الصكوك في نشاط محرم أو كان بعض موجوداتها محرماً.
- يجب أن تستخدم حصيلة إصدار الصكوك حسب الغرض الذي أصدرت من أجله ووفق الضوابط الشرعية طوال مدة الاستثمار.
- يجب أن يراعى صيانة أمن وأمان وسيادة الدولة التي تنشأ فيها المشروعات التي تمول بالصكوك وحقوق الأجيال القادمة وفقاً للقاعدة الشرعية "لا ضرر ولا ضرار".<sup>507</sup>
- يجب ألا يؤول إصدار الصكوك أو تداولها أو استردادها إلى تبادل نقد عاجل بنقد أجل أكثر منه مقابل الأجل، ومن أمثلة ذلك: أن يكون نقل الملكية في صكوك الأعيان ومنافع الأعيان من بائعي الأعيان والمنافع صورياً، فلا ينتقل الملك إلى حملة الصكوك واقعا وقانونا. أو أن تكون الأصول المبيعة في صكوك الأعيان المؤجرة أو القابلة للتأجير غير قابلة للبيع من الناحية القانونية أصلاً أو المحاسبية

<sup>503</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 298.

<sup>504</sup> محمد عبد الغفار الشريف، "الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك"، مرجع سابق، 2002.

<sup>505</sup> هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سابق، 2010، ص: 313.

<sup>506</sup> محمد عبد الغفار الشريف، مرجع سابق، 2002، ص: 7.

<sup>507</sup> حسين حسين شحاتة، "مفهوم صكوك الاستثمار الإسلامية وخصائصها ودورها في تمويل التنمية"، موقع دار المشورة، مرجع سابق، ص: 6.

بأن بقيت في ملك البائع وأدرجت في ميزانيته ولم تظهر خارج الميزانية، أو أن تنص مستندات صكوك الاستثمار على أن يكون مُصدر الصكوك (المضارب أو الشريك المدير أو وكيل الاستثمار) المستخدم لحصيلة إصدارها مدينا بقيمتها، وليس أميناً على موجودات الصكوك.

- يجب عدم ضمان مصدر الصكوك للقيمة الإسمية، أو العائد على صكوك الاستثمار الإسلامية، لما يؤول إليه ذلك من الربا والغرر؛ ولأنه يفقد الصكوك الإسلامية أهم خصائصها التي تفرق بينها وبين السندات الربوية المحرمة . وبالتالي يجب أن يكون العائد على الصكوك ناتجاً عن استثمار موجوداتها، وليس التزاماً في ذمة مصدر الصكوك المستخدم لحصيلة إصدارها.<sup>508</sup>

- يجب أن لا يتعهد المضارب أو الشريك أو وكيل الاستثمار بشراء الأصول من حملة الصكوك أو ممن يمثلهم بقيمتها الاسمية عند إطفاء الصكوك في نهاية مدتها، ويجوز أن يكون التعهد بالشراء على أساس صافي قيمة الأصول أو القيمة السوقية أو القيمة العادلة أو بثمن يتفق عليه عند الشراء، علماً بأن مدير الصكوك ضامن لرأس المال بالقيمة الاسمية في حالات التعدي أو التقصير ومخالفة الشروط، سواء كان مضارباً أم شريكاً أم وكيلاً بالاستثمار. أما إذا كانت موجودات صكوك المشاركة أو المضاربة أو الوكالة بالاستثمار تقتصر على أصول مؤجرة إجارة منتهية بالتمليك، فيجوز لمدير الصكوك التعهد بشراء تلك الأصول عند إطفاء الصكوك \_ببقي أقساط الأجرة لجميع الأصول، باعتبارها تمثل صافي قيمتها.

- يجب أن يستحق الربح بالظهور، ويملك بالتنضيق أو التقويم، ولا يلزم إلا بالقسمة . وبالنسبة للمشروع الذي يدر إيراداً أو غلة فإنه يجوز أن توزع غلته، وما يوزع على طرفي العقد قبل التنضيق (التصفية) يعتبر مبالغ مدفوعة تحت الحساب.<sup>509</sup>

- يجب أن لا يتعهد المضارب أو الشريك المدير أو وكيل الاستثمار عند إصدار الصكوك بتوزيع جوائز بطريق القرعة لحملة الصكوك بشروط معينة من أرباح الموجودات (رأسمال المضاربة أو المشاركة أو الوكالة). حيث أن أصل فكرة الجوائز قد تؤدي إلى كونها بديل لفكرة الضمان.

**2-2- الشروط الشرعية لتداول صكوك الاستثمار الإسلامية:** إن كون الصك ورقة مالية فالأصل أن تكون قابلة للتداول، أي قابلة للبيع والهبة والرهن وغيرها من التصرفات الشرعية، باعتبار أنها تمثل حصة شائعة في مال، فيكون حكمها حكم المال الذي تمثل حصة شائعة فيه. فتداول الصكوك الإستثمارية الإسلامية يخضع للشروط الشرعية المتعلقة بطبيعة الموجودات التي تمثلها عند التداول، فإن كانت أعياناً أو منافع فإنها تتداول حسب الاتفاق من حيث السعر أو التأجيل، أما لو كانت الموجودات الممثلة للصكوك لا تزال مقابل ديون فقط كصكوك المراجعة والسلم فلا تتداول هذه الصكوك إلا بشروط الديون. أو كانت نقوداً فقط فلا تتداول إلا بشروط الصرف.<sup>510</sup>

وعليه فإن صكوك الاستثمار تكون قابلة للتداول بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب باعتبار ذلك مأذوناً فيه من الشركاء مع مراعاة الشروط التالية:<sup>511</sup>

● شرط أن يراعى واقع الحال للصكوك عند التداول ما بين نقود أو موجودات، ويأخذ بعين الاعتبار المراحل الأولى للتأسيس أو المراحل التي تنقلب فيها العمليات التي مولت من خلال الصكوك. فإذا كان رأس المال المتجمع بعد الاكتتاب ما يزال نقوداً - كما هو الحال عند بدء الاكتتاب وحتى ابتداء التصرف بها- فإن تداول هذه الصكوك يعتبر مبادلة نقد بنقد، ويخضع لأحكام الصرف من تقابض البدلين في مجلس الصرف قبل التفرق، والخلو عن الخيار، والتمائل؛ إذا بيع أحد النقدين بجنسه، أي أن القيمة الإسمية المدفوعة هي الأساس، حيث يباع فيها الصك دون زيادة أو نقصان. أما إذا انقلبت الموجودات لتصبح ديوناً، كما هو الحال في حالة بيع المراجعة مثلاً حيث يصبح الثمن

<sup>508</sup> البيان الختامي لندوة الصكوك الإسلامية، جامعة الملك عبد العزيز بجدة، 24-25/05/2010، موقع مجمع الفقه الاسلامي: [www.islamfeqh.com](http://www.islamfeqh.com)

تاريخ الاطلاع: 2013/02/05.

<sup>509</sup> محمد عبد الغفار الشريف، الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك، مرجع سابق، 2002.

<sup>510</sup> فؤاد محمد أحمد محيسن، "نحو نموذج تطبيقي إسلامي لتوريق الموجودات"، رسالة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، الأردن، 2006، 161.

<sup>511</sup> نفس المرجع أعلاه.

دينا في ذمة المشتريين، فيطبق على تداول الصكوك أحكام الديون<sup>512</sup>، وقد اتفق الفقهاء على عدم جواز توريق الدين الثابت في الذمة المؤجل السداد، سواء بيع بنقد معجل من جنسه أو من غير جنسه، بغض النظر عن سبب وجود الدين، وبالتالي عدم جواز تداوله في سوق ثانوية لا شتماله على ربا النساء، وذلك لتطبيق أحكام الصرف عليه شرعا وهذا يعني: عدم جواز توريق الديون البنكية المؤجلة، وتداولها في المؤسسات المالية الإسلامية، أو شرائها مباشرة بنقد معجل أقل منه، كما يجري في عمليات توريق الديون الخاصة والدولية المختلفة، لأن ذلك من قبيل الربا المحرم.

● شرط رضی الطرفين بالعقد: يكون التداول وفقا لظروف العرض والطلب ويخضع لإرادة المتعاقدين<sup>513</sup>، ولا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار ولا الصك الصادر بناء عليها على نص يلزم أحد الشركاء ببيع حصته\*، ولو كان معلقا أو مضافا للمستقبل، وإنما يجوز أن يتضمن الصك وعدا بالبيع، وفي هذه الحالة لا يتم البيع إلا بعقد بالقيمة المقدرة من الخبراء وبرضى الطرفين.

● شرط أن تمثل الصكوك القابلة للتداول ملكية حقيقية للأصول محل التصكيك. وإذا تحولت الصكوك إلى أدوات دين فإنه يمنع تداولها وتوقف عن التداول لأن قيمتها غير قابلة للفوراق السعرية، ومن نماذج تحول الصكوك إلى أداة دين يؤدي إلى توقفها هي كالاتي:<sup>514</sup>

- أن يتم بيع صكوك ملكية منافع الموجودات (الأعيان) المعينة قبل إعادة إجازة تلك الأعيان، فإذا أعيدت الإجازة كان الصك ممثلاً للأجرة، وهي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني، فيخضع التداول حينئذ لأحكام وضوابط التصرف في الديون.

- أن يتم بيع صكوك ملكية منافع الموجودات (الأعيان) الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفي منها المنفعة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون.

- أن يتم بيع صكوك ملكية الخدمات التي تستوفي من طرف موصوف في الذمة قبل تعيين الطرف الذي تستوفي منه الخدمة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون.

- أن يتم بيع أو شراء صكوك الاستصناع بعد تحول النقود إلى أعيان، وذلك لكونها موجودات يجوز التصرف فيها. أما إذا وقعت حصيلة الصكوك ثمنا في استصناع مواز، وفي حالة تسليم العين المصنوعة للمستصنع، وذلك لكون الصك يمثل الثمن في ذمة المستصنع وهو دين نقدي فيخضع تداول الصكوك في هذه المرحلة لأحكام تداول الديون.

- تداول صكوك السلم، لأن الصك يمثل حصة في دين السلم، فيخضع لأحكام تداول الديون.

- أن يتم تداول صكوك المراجعة بعد تسليم بضاعة المراجعة للمشتري لأن هذه الصكوك تمثل دينا نقديا في ذمة المشتري، أما بعد شراء البضاعة وقبل بيعها للمشتري فيجوز تداولها لأن الصكوك في هذه الحالة تمثل موجودات يجوز تداولها.

- أن يتم تداول صكوك المشاركة وصكوك المضاربة وصكوك الوكالة بالاستثمار بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الموجودات (الأعيان) والمنافع.

- أن يتم تداول صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان حملة الصكوك مالكي الأرض. أما إذا كانوا الملتزمين بالعمل (الزراعة والسقي) فلا يجوز تداول الصكوك إلا إذا كان التداول بعد بدو صلاح الزرع أو الثمر. وذلك لكونهم يستحقون العائد بالإنتاج، والإنتاج يتم قياسه بحصول المنتج القابل للانتفاع، وهذا لا يكون إلا بدو صلاح الثمر.

- أن يتم تداول صكوك المغارسة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط سواء كان حملة الصكوك مالكي الأرض أم الملتزمين بالغرس.

<sup>512</sup> محمد عبد الغفار الشريف، "أحكام السوق"، مجلة الشريعة والدراسات الإسلامية، عدد 18، ص: 220.

<sup>513</sup> عبد العزيز الحياط، نظرية العقد والخيارات في الفقه الإسلامي، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، عمان، 1994، ص: 15.

\* من أركان العقد الأساسية: الإيجاب والقبول. ويعبر عنه بـ"التراضي". والتراضي من الرضا. قال تعالى: { يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ بِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِنْكُمْ وَلَا تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا } سورة النساء، الآية 29.

<sup>514</sup> هيئة معايير المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سابق، 2010، ص: 244.

### المطلب الثالث: الشروط المهنية والفنية الخاصة بأدوات بورصة الأوراق المالية الإسلامية

إن تحقق الشروط الشرعية المذكورة سابقا في أدوات بورصة الأوراق المالية الإسلامية لا يتحقق إلا بتحقيق مجموعة من الشروط المهنية والفنية، فمن خلال هذا المطلب سيتم التطرق أولا للشروط المهنية أي تلك التي لها علاقة بالأمور المالية والمحاسبية، تليها الشروط الفنية المرتبطة بالإجراءات التنظيمية والإدارية الواجب اتباعها في إصدار وتداول الأدوات المالية الإسلامية. وكما تم التركيز في المطلب السابق على أهم أداتين وهما الأسهم وصكوك الاستثمار الإسلامية، سيتم ذلك في هذا المطلب كذلك. ونظرا لاختلاف طبيعة الأسهم عن الصكوك، سيتم بعد عرض الشروط العامة للأدوات، تفصيل الشروط المهنية لإصدار وتداول الأسهم على حدى، وتليها الشروط المهنية الخاصة بإصدار صكوك الاستثمار الإسلامية على حدى.

#### 1- الشروط المهنية والفنية العامة لإصدار وتداول أدوات بورصة الأوراق المالية الإسلامية

- يمكن أن نذكر أهم الشروط المهنية والفنية المشتركة بين جميع الأدوات المالية الإسلامية مهما كان نوعها فيما يلي:
- شرط الحصول على ترخيص من الهيئات المختصة الشرعية وغير الشرعية (هيئة الرقابة الشرعية المركزية وهيئة الرقابة القانونية) بإصدار وتداول الأداة المالية الإسلامية.
  - شرط تسجيل الأداة في الهيئة القانونية المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية قبل القيام بتداولها.
  - شرط حصر تداول الأوراق المالية الإسلامية بوسطاء مرخصين بهذا العمل.<sup>515</sup>
  - شرط إرفاق الأداة بنشرة إصدار تحتوي على كل المعلومات المتعلقة بها واللازمة للتحقق من مدى مطابقتها للشروط الشرعية المذكورة سابقا.
  - شرط إخضاع الأداة لمحاسبة ورقابة شرعيتين خاصة بها، بغض النظر عن أصل الشركة، خاصة إذا كان الورقة صكا مجمعا مثلا (وذلك عند إصدار صكوك لمصلحة عدة شركات أي من أجل تمويل مشروع مشترك مثل إقامة ميناء بحري كبير، وتنفذه مجموعة من الشركات الهندسية والعقارية وغيرها. فبالرغم من أن لكل شركة هيئة رقابة شرعية، إلا أنه يتوجب أن تكون هناك هيئة رقابة شرعية للأداة ككل).

#### 2- الشروط المهنية والفنية لإصدار وتداول الأسهم

- إن إصدار وتداول الأسهم في بورصة أوراق مالية إسلامية يتطلب تحقيق مجموعة من الشروط المهنية وأخرى فنية، سيتم عرض الشروط المهنية أولا وتليها الشروط الفنية كالتالي:
- 1-2- الشروط المهنية لإصدار وتداول الأسهم:** يجب أن يخضع إصدار وتداول الأسهم في بورصة أوراق مالية إسلامية إلى شروط مهنية عدة، نذكر أهمها فيما يلي:
- يجب أن يصاحب إصدار الأسهم نشرة الإصدار التي يجب أن تحتوي على كل المعلومات اللازمة للتحقق من مطابقة إصدار الأسهم للشروط الشرعية المذكورة سابقا، وعلى جميع البيانات المتعلقة بالأوراق المالية، ونذكر منها على سبيل المثال:<sup>516</sup>
  - بيان بالرأي الشرعي الذي أجاز الورقة المالية.

<sup>515</sup> مجمع الفقه الاسلامي، قرار رقم 63 (7/1) بشأن الأسواق المالية، ص ص: 211-216.

<sup>516</sup> المادة (373)، اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، هيئة أسواق المال، الكويت، ص ص: 105-106. (بتصرف).

- البيانات الأساسية عن الأسهم المطروحة للاكتتاب من مثل: اسم الشركة المصدرة، رأس المال، عدد الأوراق المالية المطروحة والفئة التي تنتمي إليها، سعر الطرح للسهم الواحد، مصاريف الإصدار للسهم الواحد، نسبة الأسهم المطروحة إلى رأس المال، القيمة الإجمالية للأسهم المطروحة، عدد ونسبة الأسهم المطروحة والمتعهد بتغطيتها، بيان الشرائح المخصصة للأفراد والمؤسسات والجهات، أحقية الشرائح المؤهلة للاكتتاب في الأسهم المطروحة، الحد الأدنى للاكتتاب وقيمتها، الحد الأقصى للاكتتاب وقيمتها، طريقة السداد، فترة الاكتتاب، بنوك الاكتتاب، القيود أو الحظر على الأسهم، وغيرها<sup>517</sup>.
- الإعلان عن الجدول الزمني للاكتتاب والإدراج، وتحفظ الشركة المصدرة للأسهم بحق تعديل أي من تواريخ الجدول الزمني للاكتتاب أو اختصار أو تمديد الفترات الزمنية المحددة له بعد الحصول على موافقة الهيئات المشرفة ونشر ذلك التعديل في الصحف اليومية.
- بيان بالحقوق المتعلقة بالأوراق المالية.
- بيان توزيع الأرباح الخاصة بالجهة المصدرة خلال عدد معين من السنوات الماضية شاملة قيمة التوزيعات وصورها.
- بيان أية قيود على قابلية الأسهم المطروحة للتحويل إلى صورة أخرى من صور الأوراق المالية.
- إعطاء وصف مختصر عن أية ترتيبات مستقبلية لتداول الأسهم المطروحة.
- الهدف من إصدار الأسهم.
- سلطة إصدار وطرح الأسهم.
- إجمالي العائد المتوقع من الطرح وصافي الإيرادات المتوقعة بعد خصم المصروفات.
- تفاصيل استخدام عوائد الإصدار وبصفة خاصة بيان مجال استخدامها في المصروفات الرأسمالية وتخفيض الدين والاستحواذ و رأس المال العامل أو أي استخدامات أخرى.
- أسماء أي أشخاص مسؤولين عن تغطية الطرح في حالة وجود أوراق مالية غير مكتتب بها.
- قيمة مصروفات الطرح أو القيمة التقديرية لها، والمسؤول عن السداد.
- إجراءات رد الأموال للمكاتبين في حال عدم قبول طلباتهم كلياً أو جزئياً و بيان الجدول الزمني لذلك.
- اسم وعنوان وكيل التحويل أو التسجيل إن وجد.
- الفترة الزمنية لتسليم الأسهم بعد التخصيص.
- يجب تسجيل التداول أصولياً في سجلات الجهة المصدرة.
- يجب عدم تداول الأسهم العينية وأسهم المؤسسين إلا بعد نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر عن فترة زمنية سابقة محددة (غالباً ما تكون سنتين كاملتين) من تاريخ قيد الشركة المصدرة في السجل التجاري.
- يجب عدم تداول الأسهم النقدية إذا كانت عملية الاكتتاب بأكثر من قيمتها الإسمية إلا بعد نشر الميزانية عن سنة كاملة.

## 2-2- الشروط الفنية لإصدار وتداول الأسهم: ويمكن ذكر أهم الشروط الفنية التالية:

- يتوجب على الإدارة التنفيذية للشركة المصدرة تضمين نشرة الإصدار أي بيانات جوهرية أخرى يمكن أن تؤثر على قرارات المستثمرين حتى إذا لم ترد في نموذج نشرة الاكتتاب، وللهيئة أن تطلب أي معلومات تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارهم بشأن الاستثمار في الأسهم المزمع إصدارها.

<sup>517</sup> هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية، "نشرة طرح أسهم للاكتتاب العام في رأس مال شركة ترغب في التحول إلى شركة مساهمة عامة"، نموذج (1/5)، موقع الهيئة، (بتصرف).

- يتوجب أن تكون جميع المرفقات والتقارير بنشرة الإصدار أصلية ومؤرخة ومطبوعة على ورق خاص بالجهة المصدرة لها.
- يتوجب إدراج أسماء الأطراف المشاركة في عملية الإصدار (الاكتتاب)، من مثل: المستشار المالي، مدير الإصدار، المتعهد الرئيسي لتغطية الإصدار، متعهدو تغطية الاكتتاب المساعدون، الهيئة الشرعية، المستشار القانوني للاكتتاب، مدقق حسابات الاكتتاب، مسؤول الاتصال، مدير عمليات السجل، بنك الاكتتاب الرئيسي، البنوك المتلقية للاكتتاب في داخل الدولة وخارجها.<sup>518</sup>
- يتوجب عدم قابلية المعلومات الواردة في نشرة الإصدار للتعديل أو الإضافة إلا بعد الحصول على موافقة الهيئات المشرفة على بورصة الأوراق المالية وإخطار الجمهور بذلك عن طريق النشر في الصحف اليومية وفقاً للقواعد الصادرة عن هذه الهيئات.
- يجب عدم تداول أسهم أعضاء مجلس الإدارة طوال عضويتهم في الشركة لضمان حسن الإدارة وعدم إساءة استخدام أموال المساهمين.
- يجب أن يكون للمساهمين القدامى حق الأولوية على المساهمين الجدد في شراء الأسهم المتنازل عنها.
- يجب توفير التأمين التكافلي المنضبط بالضوابط الشرعية.

### 3- الشروط المهنية والفنية لإصدار وتداول صكوك الاستثمار الإسلامية

إضافة إلى الشروط الشرعية الواجبة التحقق لإصدار صكوك إسلامية وقابلة تداولها في بورصة أوراق مالية إسلامية، هناك شروط مهنية وفنية ضرورية لتحقيق الشروط الشرعية وتنظيم عمليتي الإصدار والتداول، والتي نعرضها في النقاط التالية:

**3-1- الشروط المهنية لإصدار وتداول صكوك الاستثمار الإسلامية:** يتطلب إصدار وتداول صكوك الاستثمار الإسلامية مراعاة مجموعة من الشروط المهنية، والتي نذكر أهمها فيما يلي:

- يجب أن تتضمن نشرة إصدار صكوك الاستثمار الإسلامية المعلومات التالية كحد أدنى فيها:
  - القيمة الإسمية للإصدار.
  - أن تتضمن النشرة تحديد مجال الاستثمار وصيغة الاستثمار الإسلامي من خلال تحديد العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه، كالإجارة، أو المضاربة، أو المشاركة، أو المرابحة، أو السلم، أو الاستصناع، أو المزارعة، أو المغارسة، أو المساقاة.<sup>519</sup>
  - أن تكون الصيغة التي أصدر الصك على أساسها مستوفية لأركانها، وشروطها، وألا تتضمن شروطاً تنافي مقتضاها أو ما يخالف أحكامها.
  - أن ينص في النشرة على مشاركة مالك كل صك في الغنم وأن يتحمل من الغرم بنسبة ما تمثله صكوكه من حقوق مالية.
- يجب أن تتضمن النشرة شروط التعاقد والبيانات الكافية عن المشاركين في الإصدار وصفاتهم الشرعية وحقوقهم وواجباتهم، وذلك مثل وكيل الإصدار، ومدير الإصدار، ومنظم الإصدار، وأمين الاستثمار، ومتعهد التغطية، ووكيل الدفع، وغيرهم، كما تتضمن شروط تعيينهم وعزلهم.<sup>520</sup> مع الالتزام بالفصل بين وظائف كل منهم، وأهمها: أمين الإصدار (ومهمته يرمى حقوق مالكي الصكوك بالتعاون مع ممثلهم)، وكيل الدفع (وهو بنك مرخص ومهمته يتولى توزيع العوائد ودفع قيمة الإصدار حسب نشرة الإصدار)، كما أن الفقهاء اشتراطوا تعدد طرفي العقد ضماناً لاستقرار الحقوق فإن اشتراط الفصل بين هذه الوظائف يؤدي إلى ضمان حقوق المتعاملين.
- يجب أن لا تتضمن نشرة الإصدار ولا الصكوك المصدرة على أساسها نصاً يؤدي إلى احتمال قطع الشركة في الربح، فإن وقع كان الشرط باطلاً، ويصح العقد، وتوزع الأرباح بحسب رؤوس الأموال، إن لم يكن قد تم الاتفاق على نسب التوزيع.<sup>521</sup> ويترتب على ذلك:

<sup>518</sup> نفس المرجع السابق، (بتصرف).

<sup>519</sup> هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سابق، 2010، ص: 313.

<sup>520</sup> نفس المرجع أعلاه.

<sup>521</sup> علي الخفيف، الشركات في الفقه الإسلامي: بحوث مقارنة، معهد الدراسات العربية العالمية القاهرة، 1962، ص: 51.

- عدم اشتراط مبلغ محدد لحملة الصكوك، أو صاحب المشروع في نشرة الإصدار والصكوك الصادرة بناء عليها.  
 - يجب أن ينص في نشرة الإصدار على كيفية معالجة حالات تعثر الصكوك في حال وقوعه، وكيفية تسوية حقوق مالكي الصكوك، والمخاطر التي قد يتحملها مالكي الصكوك والضمانات المقدمة لهم في حال وجودها، وآلية تسوية المنازعات بين مالكي الصكوك وأية أطراف ذات علاقة بإصدار وإدارة الصكوك.

- تحديد النسبة المستحقة من العائد المتوقع لمالكي الصكوك في نشرة الإصدار.

- أن لا تشمل نشرة الإصدار أي نص -صراحة أو ضمناً- يضمن به مصدر الصك لمالكه قيمته الإسمية في غير حالات التعدي والتقصير، ولا قدرأً معيناً من الربح، إلا أنه ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص على وعد من الغير (طرف ثالث) منفصل في شخصيته، وذمته المالية، عن طريقي العقد بالتبرع بدون مقابل بدفع مبلغ مخصص لجبران الخسران في مشروع معين، وعلى أن يكون التزاماً مستقلاً عن العقد؛ بمعنى أن قيامه بالوفاء بالتزامه ليس شرطاً في نفاذ العقد وترتب أحكامه عليه بين أطرافه، ومن ثم فليس لحملة الصكوك الدفع ببطلان العقد، أو الامتناع عن الوفاء بالتزاماتهم بما يسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به، بحجة أن هذا الالتزام كان محل اعتبار في العقد.<sup>522</sup>

● يجب أن لا يتعهد مصدر الصك في نشرة إصدار الصكوك، بشراء ما يعرض عليه من هذه الصكوك، بعد إتمام عملية الإصدار، بالقيمة الإسمية للصك فقط.<sup>523</sup>

- يجب أن يكون محل القسمة هو الربح بمعناه الشرعي، وهو الزائد عن رأس المال، وليس الإيراد أو الغلة. ويعرف مقدار الربح إما بالتنضيف أو التقويم للمشروع بالنقد، وما زاد عن رأس المال عند التنضيف أو التقويم فهو الربح الذي يوزع بين حملة الصكوك، وفقاً لشروط العقد. وأن يعد حساب أرباح وخسائر للمشروع، وأن يكون معلناً وتحت تصرف حملة الصكوك.<sup>524</sup>

- يجب تشكيل هيئة مالكي الصكوك تتولى تمثيلهم ومتابعة مصالحهم.<sup>525</sup>

- يجب أن يكون المشروع محل التصكيك مدراً للدخل، وأن يقدم بيان بالجدوى الاقتصادية.

- يجب أن يكون للمشروع ذمة مالية مستقلة عن الذمة المالية للجهة المصدرة، بحيث يكون للمشروع حسابات مالية مستقلة تظهر في نهاية السنة المالية مركزه المالي ونتائج أعماله.<sup>526</sup>

- يجب أن تكون الأصول التي تم إصدار الصكوك على أساسها خالصة من الحقوق.

- يجب أن يتولى تدقيق حسابات المشروع محاسب قانوني أو أكثر تعينه الجهة المصدرة، وتصدر البيانات وفقاً لمعايير المحاسبة والمراجعة الإسلامية المعتمدة للبنوك الإسلامية.

- يجب أن يستحق الربح بالظهور، ولا يجوز الاقتراض لتعويض الربح المتوقع المنصوص عليه في نشرة الإصدار، ويجوز تكوين صندوق احتياطي معدل أرباح.<sup>527</sup>

<sup>522</sup> قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بخصوص سندات المقارضة رقم 30(4/5) المتخذ في دورة مؤتمره الرابع بجده في المملكة العربية السعودية، من 18-23 جمادى الآخر 1408هـ الموافق 6-11/شباط (فبراير) 1988.

<sup>523</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص: 244.

<sup>524</sup> محمد عبد الغفار الشريف، الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك، مرجع سابق، 2002

<sup>525</sup> المادة 16، قانون الصكوك الأردني.

<sup>526</sup> المادة 13، "التشريعات النازمة للصكوك الإسلامية في القانون الأردني"، ورقة بحثية مقدمة لاجتماع خبراء (آليات ومتطلبات إصدار الصكوك الإسلامية) الذي نظمته الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، في عمان - الأردن، جمادى الأولى (1434هـ) - آذار (2013م). (بتصرف)

<sup>527</sup> قانون الصكوك الأردني (بتصرف).

- يجب العمل على تخفيض مخاطر الصكوك عن طريق الوسائل المشروعة المقررة من المجمع والهيئات العلمية مثل تكوين محصصات لمعالجة مخاطر نقص قيمة الصكوك أو عوائدها، أو المشاركة في صناديق ذات أغراض مماثلة.
  - يجب على مدير الصكوك إثبات نقل ملكية الموجودات في سجلاته وألا يقيها في موجوداته. لأن الصكوك القابلة للتداول يجب أن تمثل ملكية حملة الصكوك بجميع حقوقها والتزاماتها، في موجودات حقيقية من شأنها أن تمتلك وتباع شرعاً وقانوناً، سواء أكانت أعياناً أم منافع أم خدمات.
  - يجب أن لا يلتزم مدير الصكوك، سواء أكان مضارباً أم شريكاً أم وكيلًا بالاستثمار، بأن يقدم إلى حملة الصكوك قرصاً عند نقص الربح الفعلي عن الربح المتوقع، ويجوز أن يكون احتياطي لتغطية حالة النقص بقدر الإمكان، بشرط أن يكون ذلك منصوباً عليه في نشرة الاكتتاب. ولا مانع من توزيع الربح المتوقع تحت الحساب أو الحصول على تمويل مشروع على حساب حملة الصكوك.
  - يجب أن لا يحتفظ منشئ الصكوك بسيطرة فعلية أو غير مباشرة على الموجودات المنقولة، وتكون الموجودات المنقولة معزولة قانوناً عن الناقل بطريقة تجعل التعرض لمخاطر الموجودات في وضع بعيد عن تصرف الناقل ودائنيته حتى في حالة الإفلاس أو الوضع تحت الحراسة القضائية. ويجب أن يتم دعم هذه الشروط برأي مستشار قانوني مؤهل. ولا يتم توحيد الموجودات المصككة التي يحتفظ بها المصدر مع موجودات المنشئ أو الشركة الأصلية للمصدر حالة إفلاس أو إعسار أي من هذه الكيانات.<sup>528</sup>
- 3-2- الشروط الفنية لإصدار وتداول صكوك الاستثمار الإسلامية:** تتعدد الشروط الفنية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية، ونورد فيما يلي أهمها:
- يجب أن ينص في النشرة على الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية في الصكوك من بدايتها وحتى إطفائها، وعلى وجود لجنة رقابة شرعية تعتمد آلية الإصدار وتراقب تنفيذه طوال مدته. وأن تتضمن معلومات عامة عن الهيئة الشرعية التي أجازت الصكوك الإسلامية تشمل تفاصيل خاصة بعدد أعضاء الهيئة وأسماءهم وخبراتهم.<sup>529</sup>
  - يجب إلزام الجهة المصدرة للصكوك بضرورة تقديم طلب لدى هيئة الأوراق المالية لإصدار وتسجيل الصكوك.
  - يجب أن تكون نشرة الإصدار مستوفية كافة شروط ومتطلبات إصدار الصكوك والأنظمة والتعليمات المنبثقة عنها من قبل مدير إصدار مرخص من الهيئة القانونية المشرفة على البورصة.
  - يجب أن يتم إنشاء شركة مديرة للصكوك وعادة ما تأخذ شكل الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) وتسجيلها لدى مراقب عام ويشترط في هذه الشركة التي تتولى إصدار الصكوك ألا تكون مملوكة لمنشئ الصكوك المستخدم لحصيلة إصدارها، إذا ترتب على ذلك محذور شرعي، مثل: البائع للعين المؤجرة في صكوك ملكية الأعيان القابلة للتأجير، وصكوك ملكية المنافع، حيث إن بيع منشئ الصكوك للأعيان إلى الشركة ذات الغرض الخاص التي يملكها، هو بمثابة بيعها لنفسه. أما المضارب، فلا مانع من أن يصدر هو الإيجاب أو تصدره شركة ذات غرض خاص يؤسسها هو تنوب عنه لأنه لا محذور في ذلك.
  - يجب وضع قيود على محل التصكيك وإرفاق ما يثبت ذلك حفاظاً على حق مالكي الصكوك.
  - يجب الاستعانة في تحديد السعر بأهل الخبرة؛ وفقاً لظروف السوق والمركز المالي للمشروع.
  - يجب تحديد المدة الزمنية التي بانقضائها يتعين إعادة الأموال للمالكي الصكوك في حال عدم اكتمال الإصدار لعدم التغطية أو لأي سبب آخر.

<sup>528</sup> مجلس الخدمات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 14.

<sup>529</sup> هيئة الأوراق المالية والسلع، المادة (10)، "قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (93/ر) لسنة 2005 في شأن النظام الخاص بإدراج الصكوك الإسلامية"، الإمارات العربية المتحدة، ص: 9.

- يجب أن تخضع الصكوك للتصنيف الإسلامي، حيث يشترط عرض كل الصكوك المراد إصدارها وتداولها لجهة التصنيف أو تقويم الأداء (Rating Agency) المرخصة من كل من الهيئين القانونية والرقابة الشرعية المركزية المشرفتين على بورصة الأوراق المالية الإسلامية.
- يجب على المصدر لصكوك الاستثمار الإسلامية أن يعين مستشار شرعي مستقل معتمد من قبل هيئة الرقابة الشرعية، والذي يجب أن تتوفر فيه مؤهلات معينة منها: أن يتمتع بالأخلاق والسمعة الطيبة، ولم يرتكب أية جريمة تستحق العقوبة الجنائية، أن لا يكون ممن أعلن بإفلاسه، وأن تكون لديه المؤهلات العلمية فقه المعاملات وأصول الفقه مع الخبرة في أعمال المصرفية الإسلامية.<sup>530</sup> وهذا التعيين يكون لغرض إرشاد المصدر وتوجيهه في كل الإجراءات التي تتعلق بإصدار الصكوك الإسلامية، والتأكد من أن جميع هذه الإجراءات متوافقة مع الشريعة الإسلامية، ويقوم برفع تقرير حول شرعية الإصدار إلى هيئة الرقابة الشرعية لبورصة الأوراق المالية الإسلامية، وإن وجدت بعض الإشكالات ينبغي أن ترفع إلى هيئة الرقابة الشرعية المركزية للقرار النهائي.

### خلاصة الفصل الثالث

<sup>530</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 5.

إن الأوراق المالية التي يمكن إصدارها وتداولها في بورصة الأوراق المالية الإسلامية تشترك مع أوراق بورصة الأوراق المالية التقليدية في الأسهم العادية فقط على اعتبار كونها حقوقاً للملكية على المشاع في موجودات شركة قانونية بعينها، وتمتد حياتها مع حياة الشركة، إلا أنه يجب أن تكون خالية من المحذورات الشرعية، بالإضافة إلى أن إصدارها وتداولها في بورصة أوراق مالية إسلامية يخضعها لشروط وضوابط شرعية، مهنية وفنية تم تفصيلها في هذا الفصل. في حين نجدها خالية من سندات الدين المحرمة شرعاً، ولقد أظفرت الاجتهادات المعاصرة على إنشاء صكوك الاستثمار الإسلامية كبديل لها، وهي إن كانت حقوقاً على المشاع في موجودات، إلا أنها ليست مقصورة بالضرورة على موجودات شركة بعينها، كما أنها تصدر لمدة محددة تطفأ بعدها. وتعتبر صكوك الاستثمار الإسلامية أهم الأدوات المالية الإسلامية لكونها نابعة من الفكر الإقتصادي الإسلامي، وهي بدورها خاضعة لمجموعة من الشروط الشرعية، المهنية والفنية التي تم عرضها أهمها في هذا الفصل.

إن تداول الأسهم المقبولة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية وصكوك الاستثمار الإسلامية وأي أداة مالية مقبولة شرعاً يجب أن يتم من خلال عقود شرعية، وعليه فإن العقود غير المشروعة المعتاد التعامل بها في بورصة الأوراق المالية التقليدية من مثل الشراء بالهامش، البيع على المكشوف، الخيارات، مرفوضة في بورصة إسلامية، وما يسمح التعامل به هي العقود الفورية بكامل الثمن، إلا أننا طرحنا العديد من الاجتهادات والابتكارات لإيجاد بدائل للعقود المحظورة شرعاً قياساً على عقودنا المشروعة من مثل البيع بالعربون، السلم، التمويل بالمراجحة وغيرها من نتاج الهندسة المالية الإسلامية.

إن إصدار أدوات مالية إسلامية وتداولها من خلال عقود مالية شرعية غير كاف لجعل بورصة الأوراق المالية الإسلامية، بل يجب أن تكون هذه الأخيرة خالية من المضاربة غير المشروعة التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية المتداولة، وتجعل العقود المبرمة وهمية، والتي تكون في أغلب الأحيان نتيجة السلوك غير الأخلاقي للأطراف المتدخلة في البورصة، ولتفادي ذلك في بورصة أوراق مالية إسلامية تمت الإشارة إلى بعض الشروط الواجب توفرها لجعل المضاربة مشروعة في مثل هذه البورصة، وسيتم تفصيل الشروط الواجب تحقيقها في الأطراف المتدخلة فيها من خلال الفصل القادم.

## الفصل الرابع :

الأطراف المتدخلة في بورصة الأوراق المالية  
الإسلامية والشروط المتعلقة بهم

## الفصل الرابع: الأطراف المتدخلة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية والشروط المتعلقة بهم

تعتبر بورصة الأوراق المالية الإسلامية فرصة هامة جداً لكل المستثمرين المسلمين فهي تسمح لهم بالتعامل في هذه السوق بدلا من حرمانهم من فوائدها ومميزاتها، فيمكن لصاحب الأموال السائلة من الاستثمار فيها دون الوقوع في الربا، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته من خلال تنويع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحاً ومشروعية. كما تمثل بورصة الأوراق المالية الإسلامية محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال وتمويل المشروعات البناءة والناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة إنتاج الطيبات في المجتمع.

إن الأدوات المتداولة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية تصدر من جهات مختلفة قد تكون شركات عمومية أو هيئات حكومية أو شركات خاصة أو مصارف أو مؤسسات تأمين، وغالبا ما تأخذ هذه الجهات رغم اختلاف نشاطها الشكل القانوني لشركة مساهمة، والتي سيتم التعرف على خصائصها وأنواعها في المبحث الأول من هذا الفصل بالإضافة إلى تحديد الشروط الشرعية، المهنية والفنية المتعلقة بها.

إن تداول الأدوات المصدرة من طرف الجهات المذكورة أعلاه يتطلب تنظيم معين يربط العلاقة بين المصدر لهذه الأدوات والمستثمر فيها، ولذلك يقوم وسطاء متخصصين في هذا المجال ومرخصين من قبل الهيئة القانونية المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية بتنظيم هذه العلاقة. يلعب هؤلاء الوسطاء دورا هاما في تسيير عمليات التداول في البورصة وفي الإنابة عن المستثمرين والتصرف في أموالهم، ولذلك يجب أن يخضعوا بدورهم إلى شروط معينة تجعلهم محل ثقة لدى هؤلاء المستثمرين، وهذا ما سيتم التطرق إليه في المبحث الثاني من هذا الفصل.

كما يعد المستثمرون من أهم العناصر الفاعلة في تنشيط بورصة الأوراق المالية الإسلامية، عن طريق إبرام وتنفيذ الصفقات المالية في بيع وشراء الأسهم والصكوك، إلا أنهم يختلفون في الأهداف التي تجعلهم يستثمرون في البورصة، فمنهم من يهدف إلى الربح السريع من خلال الاستثمار قصير الأجل، ومنهم من يفضل الاستثمار طويل الأجل، وقد يستعمل بعضهم أساليب وسلوكيات غير مشروعة لكسب الأرباح، مما يؤدي إلى تذبذب الأسعار والمساس بعدالة السوق وتوازنها وفقدان ثقة باقي المستثمرين فيها، وعليه يجب أن يلتزم المستثمر في بورصة الأوراق المالية الإسلامية بشروط معينة يتم مراقبة تحققها من قبل الهيئات المختصة بذلك، وسيتم تفصيل هذه الشروط في المبحث الثالث من هذا الفصل.

## المبحث الأول: الجهات المصدرة للأوراق المالية الإسلامية والشروط المتعلقة بها

إن أغلب الجهات المصدرة للأوراق المالية في البورصة تأخذ شكل شركة المساهمة، ولقد احتلت هذه الأخيرة دورا رائدا من حيث قوة التأثير على التطور الاقتصادي في المجتمعات ذات الأسواق الحرة، حيث يعزى هذا التنظيم الاستثماري تمويل العديد من المشروعات الاقتصادية العملاقة، وقد وجدت في واقع الأمر قبولا واسعا في المجتمعات الإسلامية المعاصرة حتى تلقفتها المؤسسات الإسلامية الناشئة من مصارف، مؤسسات تجارية وتنموية، فأصبحت بذلك طابعا مميذا لأكثر المؤسسات الإسلامية العاملة. إن ما سبق يدل ذلك على أن تبنى الصيغة التنظيمية لشركات الأموال الحديثة ذات الشخصية الاعتبارية قد اكتسب قوة العرف ليس فقط بسبب الممارسة، وإنما للتأييد الذي نالته من قبل العديد من فقهاء المسلمين.

إن القبول الذي حظيت به شركات المساهمة لا يعينها عن الخضوع لشروط شرعية واجبة التحقق فيها للتمكن من إصدار أوراقها المالية في بورصة إسلامية، وتصبح بذلك طرفا من أطراف هذه الأخيرة، بالإضافة إلى التأكد من تحقق الشروط المهنية والفنية التي يعتبر جزء كبير منها لتطبيقا عمليا لما جاءت به الشروط الشرعية، وهذا ما سيتناوله هذا المبحث.

وعليه يجب التأكد من تحقق هذه الشروط من قبل جهتين إشرافيتين على الأقل، الأولى: هيئة الرقابة الشرعية للجهة المصدرة، وهذا يتطلب أن يكون أعضاء هيئة الرقابة مؤهلين للقيام بهذه المهمة، لا مجرد مفتين للجهة المشرفين عليها، والثانية: إدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية، والتي يجب عليها عدم السماح لجهة ما بالعمل من خلال البورصة إلا بعد استيفائها لهذه الشروط.

### المطلب الأول: التعريف بالجهات المصدرة وأهميتها في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

يمكن أن تكون الجهات المصدرة للأوراق المالية حكومية أو شركات من القطاع الخاص، وقد تتنوع أنشطتها في قطاعات متعددة كالمصارف، الصناعة، التأمين، الاستثمار، الخدمات، وغيرها. وتأخذ هذه الجهات إما شكل شركة مساهمة، شركة التوصية بالأسهم، وشركة ذات مسؤولية محدودة، إلا أن شركات المساهمة تعتبر أهمها على الإطلاق، وهي بذلك تحتل المرتبة الأولى للشركات المصدرة للأوراق المالية في البورصة. وعليه سيتم من خلال هذا المطلب التعريف بها وبخصائصها، ودوافع إدراجها لأسهمها في البورصة، وكيف تتم عملية الاكتتاب، ليتم بعدها تفصيل الشروط الواجب تحقيقها بأنواعها الثلاثة الشرعية، المهنية والفنية.

#### 1- تعريف شركة المساهمة وتكييفها الفقهي

تعرف الشركة في الشريعة الإسلامية على أنها "عبارة عن تعاقد مالكي مالين أو أكثر على الاتجار للكسب باستخدام الأموال أو الأعمال ليكون الغنم والغرم حسب عمل أو نصيب كل شريك عدا المضاربة"<sup>531</sup>. وتقسّم الشركات في الفقه الإسلامي إلى أنواع وهي شركات إما شركة إباحة\* أو ملك\*\* أو عقد، وإلى شركة أموال أو أشخاص<sup>532</sup>. وتم تصنيف شركات المساهمة الحديثة على أنها شركة عقد، وهي من شركات الأموال، ولها أحكام شركة العنان\* إلا ما يتعلق بتحديد مسؤولية الشركاء وامتناع الفسخ من أحد

<sup>531</sup> فتحي زناكي، شركة المساهمة في القانون الوضعي والفقه الإسلامي، دار الفنايس، عمان، 2012، ص: 44.

\* شركة الإباحة هي اشتراك العامة في حق تملك الأشياء المباحة التي ليست في الأصل ملكا لأحد، كالماء، بأخذها واحرازها. وتشمل شركة الإباحة المرافق العامة والمنافع المشتركة كالطرق والشوارع والبحار والغابات وما شابه ذلك.

\*\* عرف الأحناف شركة الملك بأن يمتلك شخصان فأكثر عينا من غير عقد.

<sup>532</sup> فتحي زناكي، مرجع سابق، ص: 26.

\* تعرف شركة العنان على أنها اشتراك اثنين أو أكثر بمال لهما على أن يتجرا فيه والربح بينها، على أن يتفقا ألا يتصرف أحدهما إلا بإذن صاحبه وذلك أن كل واحد منهما أخذ بعنان صاحبه. سمي رضوان، سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص: 229.

الشركاء.<sup>533</sup> وعرفت من الناحية الشرعية على أنها: "عقد على استثمار مال مقسوم على أسهم متساوية القيمة، قابلة للتداول، على أن لا يسأل كل شريك فيها إلا بمقدار أسهمه، وعلى أن يتولى إدارتها وكلاء منتخبون من قبل مالكي الأسهم".<sup>534</sup>

أما تعريف الشركة في القانون الوضعي فهو مبني على اعتبارها شركة العقد فقط، ولها تعريفات عديدة ومتقاربة، يمكن ذكر أكثرها شمولاً وهو أنها "عقد رسمي بمقتضاه يلتزم شخصان أو أكثر طبيعيين أو معنويين بأن يساهم كل منهم في مشروع مالي بتقديم حصة من مال أو عمل على أن يقتسموا ما قد ينشأ من هذا المشروع من ربح أو خسارة حسب الاتفاق أو نصيب كل واحد من الشركاء".<sup>535</sup>

كما عرفت شركة المساهمة من بعض من تعرض لها من الناحية النظامية بأنها: "الشركة التي يقسم رأس مالها إلى أسهم متساوية القيمة، وقابلة للتداول دون قيود، ولا يسأل المساهم عن ديونها إلا بقدر قيمة الأسهم التي يمتلكها، وفي حدودها فقط".<sup>536</sup> وتثبت لشركة المساهمة الشخصية الاعتبارية من خلال الاشهار القانوني لها بحيث يتنفي التغير بمن يتعامل معها، ويترتب على ذلك استقلال ذمتها المالية عن ذمم الشركاء المساهمين، وثبوت الأهلية لها بالحدود التي تتطلبها الحاجة المنظمة قانوناً، ويكون لها حق التقاضي من خلال من يمثلها، وتكون العبرة في الاختصاص القضائي بموطن تسجيل الشركة.<sup>537</sup> وتقدر الإشارة هنا أن الشركات الراجعة في إدراج أسهمها في بورصة الأوراق المالية الإسلامية يمكن أن تصنف من وجهة النظر الإسلامية إلى ثلاثة أنواع:

- أ- شركات متوافقة مع الشريعة الإسلامية: ينص نظامها الأساسي أنها تعتمد الأسس الشرعية في عملها وعادة ما يكون لها هيئة شرعية تراعي أعمالها، تدعى بالشركات النقية.
- ب- شركات مختلطة: طبيعة عملها مباحة، لكن شامها بعض المعاملات المحرمة.
- ج- شركات محرمة.

## 2- خصائص شركة المساهمة

تختص شركة المساهمة بعدد من الخصائص لا توجد في غيرها من أنواع الشركات، ويمكن ذكر أهمها فيما يلي:

- الشخصية المعنوية والكيان القانوني المستقل: تعتبر شركة المساهمة من شركات الأموال التي يغلب فيها اعتبار المال على الاعتبار الشخصي للشركاء،<sup>538</sup> حيث لا أهمية فيها لشخصية الشريك، وإنما الأهمية لما يقدمه من مال، لذا فإنه يمكن لكل من الشركاء أن يبيع أسهمه لمن يشاء دون الحاجة إلى إذن بقية الشركاء، وليس له أن ينسحب من الشركة إلا بذلك، كما أن الشركة لا تنفسخ بموته، ولا بإفلاسه، ولا بالحجر عليه، خلافاً لما عليه الحال في شركات الأشخاص\* التي تنفسخ بذلك كله. وهذا يحقق للشركة البقاء والاستمرارية، وعدم تعرضها للزعزعة والاضطراب كلما أراد أحد الشركاء الخروج من الشركة، أو توفي أو حجر عليه، وفي هذا مصلحة لباقي الشركاء، وفيه كذلك مصلحة ومنفعة للأمة باستمرار شركة من شركاتها في ترقية جانب من جوانب اقتصادها.<sup>539</sup>
- استمرار الشركة: طالما أن الشركة لا تقوم على الاعتبار الشخصي للشركاء فإن حياتها تمتد غالباً لمدة طويلة يحددها العقد

<sup>533</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سابق، 2010، ص: 167.

<sup>534</sup> محمد رواس قلعجي، المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الفقه والشريعة، دار الفنايس، عمان، 1999، ص: 56.

<sup>535</sup> نفس المرجع السابق، ص: 48.

<sup>536</sup> سعيد يحيى، الوجيز في النظام التجاري السعودي، المكتب المصري الحديث، الاسكندرية، ط 2، 1976، ص: 175.

<sup>537</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سابق، 2010، ص: 167.

<sup>538</sup> سمير نصار، الشركات التجارية، المكتبة القانونية، دمشق، ط 1، 2004، ص: 17.

\* شركات الأشخاص هي الشركات التي تقوم أساساً على الاعتبار الشخصي والثقة المتبادلة بين الشركاء، ويكون لشخص كل شريك اعتباراً ملحوظاً يؤثر على تكوين الشركة، وبطل سارياً أثناء بقائها، كما أن أثره يعكس على انقضاء الشركة، ويكون عدد الشركاء في هذه الشركة عادة قليلاً.

<sup>539</sup> عبد العزيز الخياط، الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي، مؤسسة الرسالة، بيروت، ط 2، 1983، ص: 209.

الابتدائي للشركة، ولا تتوقف حياة الشركة على حياة المساهمين، أو أهليتهم كما في شركات الأشخاص.

- المسؤولية المحدودة للمساهم: تتمتع شركة المساهمة بشخصية معنوية وذمة مالية مستقلة عن ذمم الشركاء، يكون وبذلك لا يكون كل شريك مسؤولاً عن ديون الشركة إلا بقدر ما يملكه من أسهم، كما أنه لا يكتسب صفة التاجر لمجرد دخوله في الشركة خلافاً للشركاء المتضامنين في شركات التضامن والتوصية، الذين يعتبرون تجاراً يسألون عن ديون الشركة في أموالهم الخاصة. ويعتبر تحديد مسؤولية المساهم أيضاً من أهم العوامل التي ساعدت على انتشار شركات المساهمة إلى جانب قابلية الأسهم للتداول، إذ يفضل المستثمرون توظيف أموالهم في مشروع يمكنهم فيه التنازل عن حصصهم للغير في أي وقت ودون اعتراض من باقي الشركاء، مع ضمان بقاء مسؤوليتهم عن ديون الشركة محدودة بمقدار ما يوظفونه من أموال.

- قابلية حصص رأس المال للتداول: يقسم رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة، بحيث يشارك كل واحد من الشركاء بسهم أو أكثر، وهذه الأسهم قابلة للتداول بالطرق التجارية، أي بطريق المناولة، أو بطريق القيد في سجلات الشركة، حسب نوع السهم<sup>540</sup>، دون الحاجة إلى موافقة الشركة، مع تحديد المسؤولية بقدر قيمة السهم. وتعتبر هذه الحصص البارزة لشركة المساهمة التي تميزها عن غيرها من الشركات، بل إن هذه الحصص هي التي جعلت الشركة الأداة المثلى لجمع المدخرات اللازمة لأي حجم من المشروعات الاقتصادية.<sup>541</sup>

- انفصال الملكية عن الإدارة: يتولى إدارة الشركة طبقة من المديرين المتهنين هم مجلس الإدارة الذي ينتخبه المساهمون في جمعيتهم العمومية، ويتولون إدارة الشركة لحساب المساهمين ويراقب أعمالهم مراقب الحسابات الذي تعينه الجمعية العمومية أيضاً لمراقبة سير العمل بالشركة وحسن إدارتها.

- يتميز رأس مال شركة المساهمة بالضخامة نسبياً، مما جعل المشرع القانوني يضع له حد أدنى لا يقل عنه.<sup>542</sup>

- لا تعنون شركة المساهمة باسم الشركاء ولا باسم أحدهم وذلك لأن شخصية الشريك ليس لها أدنى اعتبار في تكوينها، والشركاء لا يعرفون بعضهم بعضاً. هذا بينما يلزم في جميع الأحوال أن يتبع اسم الشركة أينما ورد عبارة "شركة مساهمة" لابرار طبيعتها القانونية.<sup>543</sup>

وإن كل هذه الخصائص لا تتعارض مع القواعد الفقهية التي وضعها العلماء.

### 3- دوافع إدراج الشركات لأسهمها في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

مما لا شك فيه أن سعي الشركات المساهمة العامة لإدراج أسهمها في بورصة الأوراق المالية الإسلامية يحقق لها كثير من المنافع نذكر منها:

- الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشروعاتها الاستثمارية بوسائل مشروعة.
- الترويج والدعاية: إدراج الشركة لأسهمها في البورصة يتيح لها الفرصة للترويج والدعاية عن نفسها ونشاطها مما يجعلها على اتصال مباشر مع جمهور المستثمرين والمتعاملين في البورصة.
- التقييم العادل: توفر البورصة الإسلامية آلية للعرض والطلب على أسعار الأسهم للشركات المدرجة فيها مما يعكس القيم الحقيقية للسهم.
- فرص الحصول على التمويل الإضافي للشركات المدرجة: تقدم البورصة أحدث التقنيات والأساليب لإيصال المعلومات الخاصة

<sup>540</sup> عزيز العكيلي، القانون التجاري، مكتبة دار الثقافة، عمان، 1997، ص: 262.

<sup>541</sup> فتحي زناكي، مرجع سابق، ص: 130.

<sup>542</sup> نفس المرجع السابق، ص: 129-130.

<sup>543</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، 1996، ص: 243-244.

- بأسعار الأسهم للشركات المدرجة وافصاحتها ومؤشرات التداول للمهتمين للاستثمار، وبالتالي جذب الاستثمار لتلك الشركات.
- توفر البورصة نظاماً للتداول والمقاصة يقدم أفضل الخدمات في هذا المجال بالاعتماد على الأنظمة الالكترونية الحديثة لإتمام البيع والشراء ونقل الملكية.
- فرص التملك والاندماج: تستطيع الشركات الاستفادة من مزايا البورصة في تسهيل وتنظيم عمليات الاندماج والتملك من خلال إجراءاتها التنظيمية والفنية والتشريعية.

#### 4- الاكتتاب في شركات المساهمة

يعرف الاكتتاب على أنه تصرف حقوقي يتعهد المكتتب بموجبه بالمساهمة في شركة مساهمة بمبلغ يعادل مبدئياً القيمة الإسمية للأسهم المكتتب بها.<sup>544</sup> ويؤدي الاكتتاب إلى منح المكتتب صفة المساهم في الشركة متى تمت إجراءات تأسيسها، ولا ينطبق الاكتتاب بمعناه العملي إلا على الحصص النقدية، أما الحصص العينية فإنه يتم الوفاء بها بالكامل عند التأسيس وتمنح مقابلها أسهم عينية.<sup>545</sup> ويتم الاكتتاب في رأس المال المصدر\* للشركات المساهمة بإحدى الطريقتين التاليتين:

- أ- **الاكتتاب العام:** ويتم من خلاله دعوة أشخاص غير محددین سلفاً إلى الاكتتاب في أسهم الشركة، أو إذا زاد العدد عن مئة مكتتب أو العدد الذي يحدده القانون.
- ب- **الاكتتاب الخاص:** أن يكتب فيها المؤسسون أو المساهمون وغيرهم من الأشخاص الطبيعيين أو المعنويين، أي أن يطرح الاكتتاب لأشخاص محددين سلفاً.

وفي كلتا الطريقتين يشترط لصحة الاكتتاب سواء كان عاماً أو خاصاً الشروط العامة التالية:

- أن يكون كاملاً، أي أن يغطي الاكتتاب جميع أسهم الشركة التي تمثل رأس المال المصدر في الشركات المساهمة.
- أن لا يعلق على شرط، ولا يضاف إلى أجل، فإذا علق الاكتتاب على شرط بطل الشرط وصح الاكتتاب وألزم المكتتب به، وإذا كان مضافاً إلى أجل (غير فوري) بطل الأجل وكان الاكتتاب فورياً. فلا يجوز مثلاً أن يعلق المكتتب اكتتابه على شرط تعيينه كعضو مجلس إدارة الشركة، أو على الحصول على حد أدنى من الأرباح في الشركة.<sup>546</sup>
- أن يكون جدياً لا صورياً، فلا يجوز أن يكون صورياً، كأن يتم بواسطة أشخاص يسخرهم المؤسسون بقصد الإيهام بتمام الاكتتاب في جميع رأس المال، دون أن يقصد المكتتب الالتزام حقيقة بأداء قيمة الأسهم التي يكتب فيها.
- أن يدفع كل مكتتب على الأقل النسبة المحددة وفقاً لأحكام القانون، وكذا العقد والنظام الأساسي الخاص بالشركة.
- أن تكون الأسهم التي تمثل الحصص العينية قد تم الوفاء بقيمتها كاملة.

#### المطلب الثالث: الشروط الشرعية للشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

إن إصدار الشركة لأداة مالية إسلامية غير كاف لإدراجها في بورصة الأوراق المالية الإسلامية، بل يجب على هذه الشركة أن تتوفر فيها مجموعة من الشروط الشرعية تجعلها مقبولة في مثل هذه البورصة. وسيتم من خلال هذا المطلب تفصيل كل من الشروط الشرعية المتعلقة بنشاط الشركة، عقد الشركة، تعاملات الشركة وبالنتائج المحققة من قبلها.

##### 1- الشروط المتعلقة بالنشاط الأساسي للشركة

<sup>544</sup> جاك الحكيم، الشركات التجارية، منشورات جامعة دمشق، دمشق، 1992، ص: 394.

<sup>545</sup> سمير نصار، الشركات التجارية، المكتبة القانونية، دمشق، ط 1، 2004، ص: 91.

\* رأس المال المصدر: هو رأس المال الذي يحدد لشركة المساهمة عند تأسيسها ويجب أن يكتب فيه بالكامل.

<sup>546</sup> إلياس نصيف، الشركات التجارية، طبع على نفقة المؤلف، بدون دار نشر، 2000، ص: 295.

يجب أن يكون نشاط الشركة أو الغرض من إنشائها مباحا، ويحتاج هذا الشرط مراقبة دورية ومنتجدة لأنشطة الشركة، لأن أي تغيير يطرأ على أنشطتها قد يؤثر على مشروعيتها إصدار أو تداول أوراقها المالية في بورصة الأوراق المالية الإسلامية. ومن الشروط التي يمكن أن تضعها إدارة البورصة أو الهيئات المشرفة عليها لتحديد الشركات المقبول إصدار وتداول أوراقها المالية ما يلي:

- أن يكون النشاط الأساسي للشركة خاليا من المعاملات الربوية، كما هو الحال في المؤسسات المالية التقليدية التي تشتمل على البنوك التجارية، وبنوك الاستثمار غير الإسلامية، وشركات التمويل، وغيرها. ولقد نص مجمع الفقه في قراراته على حرمة التعامل بالأوراق المالية لهذا النوع من المؤسسات.<sup>547</sup> وتستثنى هنا الشركات التي اتخذت قرار التحول للعمل وفقا للشيعة في أول اجتماع للجمعية العمومية كتحويل البنك التقليدي إلى إسلامي.<sup>548</sup> حيث يمكن إصدار وتداول أسهمها خلال فترة التحول مع الحرص على استبعاد الأيراد المحرم.

- أن لا يكون النشاط الرئيس للشركة هو التعامل بالقمار أو الميسر، وما أشبه ذلك مثل بيوت الدعارة، والمراقص الليلية (الكزنيوهات).<sup>549</sup>

- أن لا تكون من الشركات التي تتكون عملياتها من الغرر كشركة التأمين التقليدي (التأمين التجاري أو التأمين ذوالقسط الثابت). والمراد بها أن قسط التأمين عندما تتسلمه مؤسسة التأمين يصبح ملكا لها، عوضا عما تلتزم به المؤسسة من التعويض عند تحقق الضرر أو الخطر الذي تم التأمين بسببه، فإن لم يحدث خطر أو ضرر كان القسط ملكا للمؤسسة بلا عوض، وإن كان مبلغ التأمين أكبر من قسط التأمين الذي تملكته فإنها تلتزم بدفع الفرق، ومن هذا يتبين القمار والغرر الفاحش فيه.

- أن لا تكون من الشركات التي تتضمن أنشطتها إنتاج سلع وخدمات وتوزيعها من خلال طرق محرمة شرعا، ويمكن أن تتضمن الشركات التي تقوم بالأنشطة التالية: المشاركة في صنع مشروبات كحولية، وإنتاجها، وتسويقها، تجهيز لحوم الخنزير، توفير الخدمات اللاأخلاقية كالدعارة، والحانات، والخمارات وغيرها، كبناء محل للقمار والخمارة مثلا وغيرها.

- توفر شرط الحاجة لقبول الشركات المختلطة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية: بالنسبة للشركات المختلطة، اختلفت أحكام التعامل معها، فهناك اتجاه منعا بالكلية، واتجاه قال تقاس نسبة الحرمة من حجم النشاط ويلجأ بعد ذلك إلى التطهير للتخلص من الحرام، ولكن اختلفوا في النسبة المقبولة للحرام داخل هذه الشركات حتى يبقى التعامل معها مشروعاً من حيث شراء أسهمها أو صكوكها أو غيرها، فالبعض حدد النسبة بـ 5%، ومنهم من حددها بـ 10%، والبعض جعلها 30%،<sup>550</sup> أي أنه إذا كانت نسبة الحرام أكثر من 5% عند من قال بهذه النسبة لا يجوز التعامل مع هذه الشركة. وبما أن مستند النسبة اجتهادي من طرف العلماء المعاصرين، يترك تحديد النسبة لهيئة الرقابة الشرعية المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية، إلا أن التعامل مع هذه الشركات مقيد بالحاجة، بحيث إذا انتفت الحاجة عاد الحكم الأصلي وهو حرمة المساهمة فيها، وبالتالي عدم قبولها في البورصة الإسلامية. وعليه يجب أن تضبط هذه الحاجة بمعايير وقيود يحددها علماء الشريعة كأن توضع نسبة معينة للشركات المختلطة بالسوق بحيث لو تعدتها تنتفي الحاجة وتزول، وهذا في حالة ما إذا كانت البورصة الإسلامية تعمل في ظل اقتصاد غير إسلامي، أما إن كان الاقتصاد إسلاميا فمثل هذا النوع من الشركات غير مقبول بتاتا.

## 2- الشروط المتعلقة بعقد الشركة

<sup>547</sup> قرار مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، جدة، 9-14/5/1992، من موقعه: [www.fiqhacademy.org.sa](http://www.fiqhacademy.org.sa).

<sup>548</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سابق، 2010، ص: 297.

<sup>549</sup> قرار مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، جدة، 9-14/5/1992، من موقعه: [www.fiqhacademy.org.sa](http://www.fiqhacademy.org.sa).

<sup>550</sup> ابراهيم الطنجي، "الضوابط والمعايير الحاكمة للشركات المختلطة في ضوء الشريعة الإسلامية"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، ص:

إن كون النشاط الأساسي للشركة المراد إدراجها في بورصة الأوراق المالية الإسلامية مباحا غير كاف لقبولها، بل يجب أن تحقق شروط معينة مرتبطة بعقد هذه الشركة والمتمثلة أساسا فيما يلي:

- أن تتم المنظومة العقدية التي تؤسس على أساسها الشركة التي سيتم التعامل بأوراقها المالية وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وهذا يتطلب أن تخضع لرقابة شرعية سواء تابعة للشركة ذاتها أو الرقابة الشرعية لإدارة البورصة والتي ستكون مهمتها التدقيق في بنود النظام الأساسي والعقدي للشركة.
- يجب أن يكون عقد الشركة لازم طوال المدة المحددة لها، وذلك بأن تتعهد في نظامها الأساسي بعدم حل الشركة إلا بموافقة غالبية الشركاء، وعليه لا يملك أحد الشركاء حل الشركة (الفسخ) بالنسبة لحصته، ولكن يحق له بيع أسهمه أو التنازل عنها غيره.<sup>551</sup>
- أن لا يشترط ضمان أي شريك لرأس مال شريك آخر، وذلك أن يد الشركاء على مال الشركة يد أمانة فلا ضمان على الشريك إلا بالتعدي أو التقصير.<sup>552</sup>

### 3- شرط خلو التعاملات من الربا أو الاستثمار في مجالات أو شركات غير متوافقة مع الشريعة

يجب أن لا تنص الشركة في نظامها الأساسي أن من أهدافها التعامل بالربا. ولقد اختلف العلماء المعاصرين اختلافا كبيرا في حكم المساهمة في الشركات المشروعة من حيث كون أصل نشاطها مباح لكنها قد تتعامل في بعض معاملاتها بالأنشطة المحرمة أو تقتض أو تودع. وخلص مجمع الفقه الإسلامي إلى القول أن الأصل هو حرمة التعامل بأسهم هذه الشركات، إلا أنه وضع ضوابط وشروط تسمح استثناءا بذلك.<sup>553</sup>

إلا أننا نرى أن مثل هذه الشركات لا يجب قبول إدراجها بتاتا في البورصة الإسلامية، وفي حال تعاملت الشركة التي لم تكن تتعامل بالربا حين إدراجها في البورصة الإسلامية وانحرفت بعد ذلك وتعاملت بها، يتم توجيه إنذار لها من طرف إدارة البورصة الإسلامية لتصحيح هذا الإنحراف خلال فترة محددة، ووفق معايير خاصة بالتخلص من الأيراد المحرم الذي خالط عوائد تلك الشركة.

### 4- الشروط الخاصة بنتائج الشركة (الأرباح والخسائر)

على الشركة المدرجة لأوراقها في بورصة الأوراق المالية الإسلامية أن تقوم بتطبيق قاعدة "الغنم بالغرم" في توزيع أرباحها. ولذلك يجب أن يتم ايضاح قواعد توزيع الأرباح والخسائر في أعمال الشركة وأن تكون متوافقة مع ما هو مقرر في الشريعة، ومن ذلك:<sup>554</sup>

- يجب النص في عقد الشركة على كيفية توزيع الأرباح بين أطراف الشركة، وأن يكون التحديد بنسب شائعة في الأرباح، وليس بمبلغ مقطوع أو بنسبة من رأس المال (أرباح صورية\*)، كما يجب تحديد هذه النسب عند إبرام العقد وعدم تأجيله إلى ما بعد حصول الأرباح، كما لا يجب أن يشترط لأحد الشركاء مبلغ محدد من الربح أو نسبة من رأس المال.
- يجب أن تكون نسبة الربح متوافقة مع نسبة الحصة في رأس المال، وفي حال اتفاق أطراف الشركة على نسبة مختلفة عنها، يجب ألا تكون النسبة الزائدة عن الحصة في رأس المال لمن اشترط عدم العمل.
- يجب أن تتفق نسبة الخسارة مع نسبة المساهمة في رأس المال ولا يجوز الاتفاق على تحمل أحد الأطراف لها أو تحميلها بنسب

<sup>551</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سابق، 2010، ص: 167.

<sup>552</sup> نفس المرجع السابق، ص: 164.

<sup>553</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سابق، 2010، ص: 297.

<sup>554</sup> نفس المرجع السابق، ص: 164 و 165.

\* إذا كان القانونيون ممنعون توزيع الأرباح الصورية لتأثيرها على رأس المال، فالأولى أن لا تكون جائزة في الشريعة الإسلامية، فإينما كانت المصلحة كان الشرع، ولأنه إيهام للمساهمين بوجود أرباح، وهو غلط يعتبره الفقهاء عيب من عيوب التراضي الذي يعتبر ركنا أساسيا من أركان العقد. فالمساهمون تعاقدا للحصول على أرباح وتحمل الخسائر، وليس على جني أرباح صورية تستقطع من رأس المال.

مختلفة عن حصص الملكية.

- يجب عدم توزيع الربح بين أطراف الشركة بشكل نهائي إلا بعد حسم جميع التكاليف والرسوم والضرائب والتمكن من استرداد رأس المال.

- يجب أن لا تشتمل شروط الشركة أو أسس توزيع أرباحها على أي نص أو شرط يؤدي إلى احتمال قطع الاشتراك في الربح، فإن وقع كان العقد باطلا.

- يجب أن يتوزع الربح بشكل نهائي بناء على أساس السعر الذي تم بيع الأصول به في حال القيام بالتنضيق الحقيقي، أو بناء على القيمة العادلة للأصول في حال القيام بالتنضيق الحكمي، وتقاس الخسوم (الذمم) المدينة بالقيمة النقدية المتوقعة تحصيلها، أي بعد طرح نسبة الديون المشكوك في تحصيلها، ويجب أن لا يتم الاعتبار بالقيمة الزمنية للدين (سعر الفائدة)، ولا مبدأ الخصم على أساس القيمة الحالية (أي ما يقابل تخفيض الدين لتعجيل سداده). ويجب أن لا يتم توزيع هذه الأرباح على أساس الربح المتوقع بل على أساس الربح المحقق حسب التنضيق الحكمي أو الحقيقي.

- يجب أن تلتزم الشركة في حال تصفيتها باستخدام حيلة التصفية كالاتي: دفع تكاليف التصفية، أداء الالتزامات المالية من إجمالي أصول الشركة، تقسيم باقي الموجودات بين الشركاء بنسبة حصة كل منهم في رأس المال وإذا لم تكف الأصول لاسترداد رأس المال فإنها تقسم بينهم بالنسبة والتناسب (قسمة غرماء).<sup>555</sup>

- في حال اتفاق الشركاء من خلال النظام الأساسي للشركة على أن تخرج زكاة الشركة، وفي حال تفويض المساهمين في تأسيس الشركة من خلال نظامها الأساسي بشكل واضح على أداء الزكاة عن أسهمهم، يجب أن تخرج إدارة الشركة زكاة الأسهم كما يخرج الشخص الطبيعي زكاة أمواله، وذلك بأن تعتبر جميع أموال المساهمين بمثابة أموال شخص واحد وتفرض عليها الزكاة بهذا الاعتبار من حيث نوع المال الذي تجب الزكاة فيه، ومن حيث النصاب، ومن حيث المقدار الذي يأخذه وغيره، وذلك أخذاً بمبدأ الخلطة عند من عممه من الفقهاء في جميع الأموال. ويطرح نصيب الأموال التي لا تجب فيها الزكاة، ومنها أسهم الخزائن العامة، وأسهم الوقف الخيري، وأسهم الجهات الخيرية، وكذلك أسهم غير المسلمين.<sup>556</sup>

## 5- الخلو من الغش

إن حقيقة الغش: "عدم إعلان ما في السلعة من نقص وعيب ولو لم يبذل جهداً في إخفائه بحيث يحتمل أن يزداد في ثمنها، هكذا بالباطل والخداع". ومثل هذا يتنافى مع ما جاءت به الشريعة من عصمة المال عن الإضرار به، لذا حرم الغش بصورتيه: السلبية (وهي مجرد السكوت عن العيب والنقص)، والإيجابية (وهي القيام بجهد ما إخفاء للعيب أو تزوير السلعة)، وهذه الصورة الأخيرة أعلى صورتي الغش، وأشدّها في التحريم.<sup>557</sup>

ويعرف الغش محاسبياً على أنه عبارة عن حذف أو تعديل أو إجراء قيود محاسبية بصورة عمدية بهدف إخفاء عجز أو تلاعب، أو إخفاء حقائق تتعلق بالأوضاع المالية للمشروع<sup>558</sup>. وقد يظهر الغش في الإفصاح عن قوائم مالية غير صحيحة تظهر أرباحاً أكثر من الأرباح الحقيقية للمشروع، بغية التأثير على أسعار الأسهم في البورصة. إلا أن تحقق شرط الشفافية والحوكمة اللذان يعتبران من الشروط المهنية والفنية الواجبة التحقق في الشركات المدرجة في بورصة إسلامية قد يكون كفيلاً بالقضاء على هذا النوع من الغش.

<sup>555</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سابق، 2010، ص: 166.

<sup>556</sup> القرار رقم (28) لمجمع الفقه الإسلامي، مجلة المجمع، العدد الرابع، ج 1، ص: 705.

<sup>557</sup> أحمد موافي، مرجع سابق، ص: 200.

<sup>558</sup> عبد الكريم الرححي، الأصول العلمية والعملية لتدقيق الحسابات، بدون دار نشر، الطبعة الأولى، عمان، 1983، ص: 14.

## 6- الخلو من التدليس

التدليس هو كتمان البائع العيب في المبيع عن المشتري مع علمه ليوهم المشتري خلو المبيع من العيوب، أو لجوء البائع إلى حيل ليغري المشتري على التعاقد.<sup>559</sup> فالشريعة الإسلامية تحرم التدليس وتجعل المسلم صادقاً يبين عيوب سلعته لإخوانه المستثمرين معه في السوق، والفقهاء مجمعون على أن الخيل التي يلجأ إليها المتعاقد لخداع المتعاقد الآخر تؤثر على لزوم العقد، ويكون للشدكس عليه حق الخيار وهو ما يسمى بخيار العيب، وللعقاد حق الرجوع في العقد بعد تمامه إذا اطلع على عيب المعقود عليه.

وقد يحدث التدليس في بورصة الأوراق المالية عند الإخلال بأحد الشروط الفنية كالإفصاح والشفافية، فيقوم المستثمر بإخفاء معلومات داخلية عن المتعاقد الآخر ذات تأثير على أسعار الأسهم التي يراد التعامل بها، أو إساءة استغلال معلومات خاصة بالشركة وصلت إلى علمه بحكم مهنته أو وظيفته. كأن يتمكن المستثمر بالأسهم مثلاً -نتيجة استغلاله المعلومات غير المعلنة لمصلحته الشخصية- من شراء الأسهم بسعر منخفض، لأن المستثمر الآخر لا يعلم بتلك المعلومات، حيث أنه في حال علمه بها يتمكن من بيع أسهمه بسعر أعلى.<sup>560</sup> فيكون بذلك قد خان الأمانة إضافة إلى التدليس، وإضافة إلى بطلان العقد على إدارة البورصة أن تلزم ضرورة تعويض الطرف المتضرر.

كما يستحسن في هذا الباب تنظيم إجراءات خاصة تشجع على نشر المعلومات التي من شأنها الإعلان عنها التأثير جوهرياً على أسعار الأسهم، لأن استغلال المعلومات يرجع إلى سبب أساسي هوسرية تلك المعلومات، ومن شأن ذلك قطع الطريق على من تسول له نفسه استغلال المعلومات.<sup>561</sup>

## 7- عدم اختلال الشروط الشرعية طوال فترة الإدراج

يجب على الجهات أو الشركات المصدرة لأسهمها في بورصة الأوراق المالية أن تنضبط بالشروط الشرعية المفروضة عليها ما دامت أسهمها متداولة في هذه البورصة، وإذا ما تم اكتشاف أي إخلال بهذه الشروط يجب أن تتخذ إدارة البورصة إجراءات سريعة وحاسمة كتعليق التداول إلى حين تصحيح الإختلال، وتوجيه إنذار إلى الجهة التي ثبت اختلال الشروط الشرعية فيها، وإلزامها بتطهير الدخل المحرم إن لزم ذلك. كما يجب أن تحدد الإدارة عدد المرات التي يسمح فيها بتصحيح الإختلال، والفترة الممنوحة للتصحيح، وإذا تم تجاوز ذلك قد تتعرض الشركة للشطب من قائمة الشركات المدرجة بالبورصة.

### المطلب الثاني: الشروط المهنية والفنية للشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

إن تحقق الشروط الشرعية المذكورة أعلاه يستوجب تحقق نوعين آخرين من الشروط وهي الشروط المهنية والفنية؛ وإن هذه الشروط يجب الوفاء بها من قبل الجهة المصدرة كالشركات مثلاً، ومراعاة تحققها في الأدوات ذاتها، فعلى سبيل المثال: يجب عرض تقارير مالية ومحاسبية عن الصكوك الإسلامية المتداولة بانتظام، علاوة على التقارير المالية والمحاسبية للجهة المصدرة للصكوك. ومن خلال هذا المطلب سيتم بيان أهم الشروط المهنية والفنية اللازم تحققها سواء في الجهة المدرجة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية، أو ما يتم تداوله من أدوات تابعة لها.

### 1- الشروط المهنية للشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

يعد شرط الإفصاح والشفافية أهم الشروط المهنية المطلوبة من الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية، فهما

<sup>559</sup> محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 139.

<sup>560</sup> أحمد زايد، و عبد الله الخشروم، مرجع سابق، ص: 159.

<sup>561</sup> نفس المرجع السابق، ص: 180.

بمثابة "العمود الفقري" الذي تقوم عليه بورصة الأوراق المالية نظرا لكونهما يوفران جوا من الثقة بين المستثمرين، حيث تؤكد كافة التشريعات المنظمة للأسواق المالية على وجوب الالتزام بتطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح كمبدأ أساسي في عمل الأسواق، بالإضافة إلى اعتباره المعيار الأساسي المعتمد في تحديد درجة كفاءة البورصة. فإذا كانا شرطا للشفافية والإفصاح يحتلان مكانة هامة في بورصة الأوراق المالية التقليدية، فمن باب أولى أن يحتلا مكانة أكثر أهمية في بورصة الأوراق المالية الإسلامية، وذلك لكونهما مطلبين شرعيين مستمدين من شروط العقود المالية. فلا تصح العقود إلا بانتفاء الجهالة، فشرطا للإفصاح والشفافية كفيلا ينبغي الجهالة عن العقود المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية المنشودة.

**1-1- شرط الإفصاح:** إن المعنى العام لمصطلح الإفصاح يقصد به نشر المعلومات. أما تعاريفه فتتعدد وتتنوع، حيث يشير بعضها إلى أن الإفصاح يقوم بتوضيح وعرض المعلومات في صلب القوائم المالية بطريقة صادقة وعادلة. كما تم تعريفه بأنه نشر المعلومات الضرورية للفئات التي يحتاجونها، وذلك لزيادة فاعلية العمليات التي تقوم بها البورصة، حيث أن الفئات المختلفة تحتاج للمعلومات لتقييم درجة المخاطرة التي تتعرض لها الشركات للوصول إلى القرار الذي تستطيع من خلاله تحقيق أهدافها والتي تتناسب مع درجة المخاطرة التي ترغب بها.<sup>562</sup>

وبالتالي ينبغي على إدارة البورصة أن تحدد نوع الإفصاح المطلوب من كونه إفصاحا محاسبيا أو غير محاسبي، وكونه إفصاحا اختياريا أو إجباريا، وأن تقيم هذه الإفصاحات بين الحين والآخر، بحيث تقرر أن الإفصاح الذي صدر هل هو إفصاح كاف أو غير كاف، ولكي يتحقق الإفصاح الكافي في بورصة الأوراق المالية الإسلامية لابد من اتخاذ الإجراءات التالية:

(أ) بيان نوعية الأعمال وحجم المخالفات، والعمليات الملعاة.

(ب) قيام الهيئة المشرفة على البورصة الإسلامية بتوفير البيانات والمعلومات الكافية والمناسبة عن الأدوات المالية والجهات المصدرة لها، والتأكد من توفير البيانات والمعلومات الخاصة بالاككتابات الجديدة، وسلامة هذه المعلومات وصحة الإجراءات التي اتبعت.<sup>563</sup> تحقيقا لمبادئ الموثوقية والاعتمادية وصدقية المعلومات.

(ج) إلزام الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية بالإفصاح عن طريق قوائم مالية معدة بناء على محاسبة مالية إسلامية، والتأكد من اعتمادها على معايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في أدائها لهذه القوائم، وذلك لكون المحاسبة المالية من منظور إسلامي يراعى فيها التمييز بين الحلال والحرام،<sup>564</sup> بما يزيد ثقة المستثمرين معها في سلامة أموالهم وتحقيق أرباح مباحة، وإذا لم تتوافر هذه الثقة فقد يحجم كثير من المسلمين عن التعامل مع هذه البورصة. ولتعزيز هذه الثقة لابد من عدة وسائل أهمها توفير المعلومات التي يعتمد عليها مستخدمو القوائم المالية في تقييم التزام الشركات المدرجة من جهة، وإدارة البورصة من جهة أخرى بأحكام الشريعة الإسلامية.

(د) تحديد قاعدة عامة لتقويم الطرق المحاسبية البديلة والاختيار من بين الأساليب المتاحة للإفصاح. وطالما أن هناك مجالا للمفاضلة بين طرق المحاسبة وأساليب الإفصاح فإنه يجب اختيار طريقة المحاسبة أو أسلوب الإفصاح الذي يتيح أفضل المعلومات فائدة لمساعدة المستفيدين الخارجيين على اتخاذ قراراتهم. وعليه يجب تحديد وتعريف الخصائص التي تجعل هذه المعلومات مفيدة في اتخاذ القرارات.

(هـ) التوقيت الملائم: يجب إلزام الشركات المدرج أوراقها في البورصة الإسلامية بتقديم المعلومات في حينها، بحيث يجب إتاحة المعلومات لمن يستخدمها عندما يحتاجون إليها، وذلك لأن هذه المعلومات تفقد منفعتها إذا لم تكن متاحة عندما تدعو الحاجة إلى

<sup>562</sup> أحمد مخلوف، "الأزمة المالية العالمية واستشراف الحل باستخدام مبادئ الإفصاح والشفافية وحوكمة الشركات من منظور إسلامي"، ورقة بحثية مقدمة للملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2009 ص: 5.

<sup>563</sup> عماد سالم، سوق الإمارات للأوراق المالية وتطوير البيئة الاستثمارية، أبو ظبي: بدون دار نشر، 2006، ص: 191.

<sup>564</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "معايير المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 475.

استخدامها، أو إذا تراخى تقديمها فترة طويلة بعد وقوع الأحداث التي تتعلق بها فتفقد فعاليتها في اتخاذ قرارات على أساسها. بالإضافة إلى تحديد الفترة الزمنية المثلى التي تعد عنها القوائم المالية، والحد الأدنى للفترة الزمنية التي تفصل بين تلك الفترة وتاريخ نشر القوائم المالية.<sup>565</sup>

(و) الأهمية النسبية للمعلومات: إن مفهوم الأهمية النسبية للمعلومات مستمد من فقه الأولويات في الشريعة الإسلامية، فلقد اشتملت أصول الفقه الإسلامي ومبادئه على قواعد تنظم الأولويات في التطبيق والاعتبار والبيان، مثل تقسيم التشريعات إلى ضرورية، وحاجية، وتحسينية، وتعلق الطلب بالضروريات قبل الحاجيات أو التحسينات. ومقتضى هذا المفهوم أنه عند إعداد المعلومات المراد الإفصاح عنها يتعين مراعاة احتياجات من يستخدمونها من حيث أهمية المعلومات كيفاً وكماً. فإذا كانت المعلومات المراد تضمينها ضمن الإفصاح ليست على درجة واحدة من الأهمية بحسب تعلقها بأمر أساسي ضروري أو بأمر حاجي أو بأمر تحسيني، وجب تقديم الأهم على غيره. كما أنه يسوغ التخفف من بعض المعلومات إذا كانت لا تتعلق بأمر أساسية. وإن الأهمية النسبية للمعلومات مرتبطة بمدى وكيفية الإفصاح، كما أن ذلك يرتبط بملائمة المعلومة وموثوقيتها، إذ أن المعلومة ذات الأهمية يتعين الإفصاح عنها، كما أن المعلومة التي لا تهم مستخدميها في اتخاذ قراراتهم لا يتعين الإفصاح عنها، لأن كثرة المعلومات غير المفيدة قد يؤدي إلى إرباك مستخدمي المعلومات، إذ أنه يحتاج إلى دراسة قدر كبير من البيانات التفصيلية لكي يستخرج منها المعلومات الأساسية التي يحتاجها. وبالتالي ينطوي تحديد الأهمية النسبية للمعلومة على تقديرات اجتهادية تعتمد على خصائص كمية وخصائص نوعية أو خليط منهما معاً.<sup>566</sup> ويؤدي عدم احترام هذه الخاصية في الإفصاح إلى تحريف المعلومات المفصح عنها على نحو لا ينتفع بها من قبل من يستخدمونها لاتخاذ قراراتهم.

(ز) الاهتمام بالمعلومات غير المالية، حيث ينتج عن انحصار الإفصاح المحاسبي في البيانات المالية فقط، ضعف كفاءة بورصة الأوراق المالية الإسلامية في مجال تسعير الأسهم حيث أن المعلومات المالية ما هي إلا جزء من المعلومات التي تؤثر على بورصة الأوراق المالية الكفؤة. ومن أجل إتاحة المعلومات المفصح عنها للجميع، على المؤسسة المتعاملة في البورصة نشر المعلومات المفصح عنها في وسائل الإعلام واسعة الانتشار.<sup>567</sup>

(ح) ضرورة وجود لجنة مراجعة في كل شركة مساهمة تتأكد من التزام الشركة بقواعد الإفصاح من عدمه فضلاً عن التأكد من مدى قيام مراقبي الحسابات بواجباتهم بحياد تام وذلك باعتبارهم عين المساهمين بمجلس إدارة الشركة.<sup>568</sup>

**1-2- شرط الشفافية:** إن الإفصاح الذي تحدثنا عنه أعلاه إذا لم تتحقق فيه الشفافية لكن يكون كفئاً ومفيداً للمستثمرين. أي أن الإفصاح قد يكون شفافاً أو غير شفاف، والشفافية هي الوضوح، وحتى يكون الإفصاح شفافاً يجب أن تتحقق فيه مواصفات معينة تجعله يتصف بالشفافية التي يحتاجها المستثمرين في اتخاذ قراراتهم.

ويعرف البعض الشفافية على أنها الإفصاح المحاسبي الذي يتخطى مبادئ المحاسبة ذات القبول العام والمعايير والمتطلبات التشريعية في التقرير المالي لتزويد المستخدمين بالمعلومات التي يحتاجونها لاتخاذ قراراتهم.<sup>569</sup> بينما يعرفها آخرون بأنها تعني حصول المستخدم الخارجي على نفس المعلومات التي تكون لدى الإدارة وحصوله على تلك المعلومات يجعله قادراً على رقابة الإدارة.<sup>570</sup>

<sup>565</sup> نفس المرجع السابق، ص: 62-63.

<sup>566</sup> نفس المرجع السابق، ص: 60 و69.

<sup>567</sup> عبد الوهاب علي، وشحاتة شحاتة، مرجع سابق، ص: 175.

<sup>568</sup> نفس المرجع السابق، ص: 176.

<sup>569</sup> Robert, M.B., & others, "What determines corporate transparency?", *Journal of Accounting Research*, vol. 42, n°2, may 2004, pp: 266.

<sup>570</sup> Frank, b.g., & Thomas, H., "On the value of transparency in agencies with renegotiation", *Journal of Accounting research*, vol.4, n°5, December 2004, p: 871.

كما عرفت على أنها الكشف عن المعلومات الداخلية وأي معلومات تؤثر على أسعار الأسهم والإفصاح عنها في توقيت واحد.<sup>571</sup> بيد أن هذه التعاريف لم توضح بعض الجزئيات التي تجعلنا نفرق بين الإفصاح والشفافية، وبالتالي يمكن أن نضع تعريفا للشفافية يوضح هذه الجزئيات فنقول أنها الإفصاح الكافي والدقيق المتجدد والصادق، ذي الصلة بالمعلومات النوعية والكمية التي تصل إلى مستخدميها في الوقت المناسب، وتمكنهم من القيام بالتقييم الدقيق لوضع المؤسسة وأدائها المالي، وللأنشطة ووضعية المخاطر وممارسات إدارة المخاطر.

ولتتحقق الشفافية المطلوبة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية على إدارة البورصة اتخاذ الإجراءات التي تجعل المعلومات المفصح عنها تمتاز بالخصائص التالية:<sup>572</sup>

(أ) **موثوقية المعلومة:** يجب أن تكون هذه المعلومات على درجة عالية من الأمانة والثقة أولا، ويتحقق ذلك من خلال الإظهار العادل للمعلومات بمعنى أن يكون هناك توافق وثيق بين تلك المعلومات وبين جوهر الواقع. وثانيا أن تتصف هذه المعلومات بالموضوعية أي أن النتائج التي يتوصل إليها شخص معين باستخدام أساليب معينة للقياس المحاسبي والإفصاح يستطيع أن يتوصل إليها شخص آخر مستقل عن الشخص الأول بتطبيق نفس الأساليب. ومن ثم فإن المعلومات الأمانة الموثوق بها هي التي يمكن التثبت منها وإقامة الدليل على صحتها. وثالثا أن تتصف بالحياد والتجرد عن الأهواء وعدم التحيز لفئة معينة على حساب أخرى، وذلك لكون المعلومات المتحيزة معلومات لا يمكن الوثوق بها.

(ب) **ملائمة المعلومة:** ويقصد بها وجود علاقة وثيقة بين المعلومات المفصح عنها والأغراض التي تعد من أجلها، ولتكون هذه المعلومات ملائمة ومفيدة يجب أن تكون ذات علاقة وثيقة باتخاذ المستخدمين لتلك المعلومات قراراتهم المتعلقة ببورصة الأوراق المالية الإسلامية. وتتحقق الملائمة بتوافر صفات معينة أهمها أن تتميز المعلومات بقدرتها على مساعدة متخذ القرار على التنبؤ بجدوى علاقته الحالية أو المرتقبة مع الشركة مع إمكانية التحقق من صحة هذه التنبؤات وتصحيحها.

(ج) **الاتساق:** يقصد بالاتساق الثبات في تطبيق طرق وأساليب القياس والعرض والإفصاح من فترة إلى أخرى، وهذا لا يعني عدم تغيير هذه الطرق إذا دعت الضرورة لذلك، فمثلا يمكن لإدارة الشركة المدرجة في البورصة تغيير طريقة اهتلاك الموجودات من طريقة القسط الثابت إلى إحدى الطرق الأخرى إذا كانت هناك مبررات لهذا التغيير، على أنه يجب الإفصاح بشكل كاف عن هذه التغييرات وآثارها.

(د) **قابلية المعلومات للمقارنة:** أي تمكين من استخدام هذه المعلومات من التعرف على الأوجه الحقيقية للتشابه والاختلاف بين أداء الشركة نفسها فيما بين الفترات الزمنية المختلفة، وكذلك بين أداء الشركة ذاتها والشركات الأخرى. ومن ثم فإن المعلومات المفصح عنها أكثر فائدة كلما استخدمت أساليب مماثلة للقياس والإفصاح عن الأحداث المتشابهة بين المؤسسات وبين الفترات الزمنية المختلفة.

(هـ) **قابلية المعلومات للفهم والاستيعاب:** إن المنهج الإسلامي يدعو إلى مراعاة أحوال المخاطبين، وقد أمرنا أن نخاطب الناس على قدر عقولهم، ولا يمكن الاستفادة من المعلومات المفصح عنها إلا إذا كانت مفهومة لمن يستخدمها، وتتوقف إمكانية فهم المعلومات على طبيعة البيانات التي تحتويها هذه المعلومات وكيفية عرضها من جهة، وعلى قدرات من يستخدمونها وثقافتهم من جهة أخرى. فعلى من يقوم بإعداد القوائم المالية مثلا أن يضع نصب عينيه أن هذه القوائم لا توضع لمحاسبين بل توضع لمنفعة من يستخدمون تلك القوائم خارج الشركة، وربما كانوا يفتقرون تماما إلى مثل هذه المعرفة، ومن ثم يجب مراعاة قدرات مستخدمي القوائم المالية، وحدود هذه القدرات، وأخذها بعين الاعتبار عند تصميم نماذج القوائم المالية وعند صياغة الإيضاحات حولها.

<sup>571</sup> أحمد عبد الملك، "إطار مقترح للتقارير المالية المنشورة في ظل تحقيق الشفافية المنشودة ببورصة الأوراق المالية"، المجلة العلمية للبحوث التجارية، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، عدد 2006، ص: 13.

<sup>572</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "معايير المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 63. (بتصرف)

## 2- الشروط الفنية للشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

على الشركات المدرجة في بورصة أوراق مالية إسلامية أن تلتزم بمجموعة من الشروط الفنية، من أهمها مايلي:

**2-1- شرط الحوكمة:** ويقصد بالحوكمة "مجموعة الآليات والإجراءات والقوانين والنظم والقرارات التي تضمن كل من الإنضباط والشفافية والعدالة، وبالتالي تهدف الحوكمة إلى تحقيق الجودة والتميز في الأداء عن طريق تفعيل تصرفات إدارة الوحدة الاقتصادية فيما يتعلق باستغلال الموارد الاقتصادية المتاحة لديها بما يحقق أفضل منافع ممكنة لكافة الأطراف ذوي المصلحة في المجتمع ككل".<sup>573</sup> وتسعى بذلك حوكمة الوحدة الاقتصادية نحو منع التلاعب والتحريف والخداع وتخفيض الأثر السلبي لظاهرة عدم تماثل المعلومات من خلال آليات إحكام الرقابة وتحقيق مصالح كافة الأطراف، ويتحقق ذلك من خلال قدرتها على وضع الإطار القانوني والنظامي الملزم الذي يضمن تحقق المنفعة لكافة الأطراف ذات العلاقة بالشركة أو المؤسسة.

وبالتالي يتوجب لتحقيق شرط الحوكمة وضع إطار تنظيمي يتضمن بوضوح المبادئ والمثل العليا التي تتبعها الشركة في معاملاتها الداخلية والخارجية، وذلك من خلال إلتزامها بما يلي:

- يجب أن تضع نظام داخلي خاص يتم مراجعته بشكل دوري، تحدد بموجبه بشكل مفصل مهام ومسؤوليات مجلس الإدارة وصلاحياته.<sup>574</sup>
- يجب أن تمنح للمساهمين حق المشاركة والتصويت في اجتماعات الهيئة العامة للشركة أو المؤسسة أصالة أو بوكالة بعدد أصوات يساوي عدد الأسهم التي يملكها المساهم، وحق أولوية الاكتتاب في أية إصدارات جديدة من الأسهم للشركة قبل طرحها للمستثمرين الآخرين.<sup>575</sup>
- يجب أن تقوم بتحديد آليات وضوابط اختيار وتغيير مراقب الحسابات بصفة دورية، وذلك لترشيد ممارسات المحاسبين ومدققي الحسابات وما يقوموا به من أعمال لإظهار المراكز المالية ونتيجة نشاط الشركة.<sup>576</sup>
- يجب على كل شركة مساهمة مدرجة أن تحتفظ بسجل خاص بإفصاحات أعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية يحتوي على كل البيانات والمعلومات المطلوب الإفصاح عنها كما يحتوي على كل البيانات المتعلقة بالمكافآت والرواتب والحوافز وغيرها من المزايا المالية الأخرى وتضمن في تقارير الجمعية العامة، ويكون من حق أصحاب الشأن الإطلاع على هذا السجل خلال ساعات العمل المعتادة.<sup>577</sup>
- يجب على الشركات المساهمة المدرجة في البورصة أن تفصح عن إسم أي من مساهمها تصل نسبة ملكيته إلى % 5 أو أكثر من رأسمالها في أي وقت من الأوقات وكل تغيير يطرأ على هذه النسبة.<sup>578</sup>

**2-2- شرط الحصول على التراخيص:** على الشركات الراغبة في إدراج أوراقها المالية في بورصة الأوراق المالية الإسلامية التقدم بطلب إلى الهيئة القانونية المشرفة على البورصة، وهي التي تمنحها الموافقة بالتنسيق مع هيئة الرقابة الشرعية. بالإضافة إلى تقديم جميع الوثائق والتقارير التي تطلبها هاتين الهيئتين، مع احترام الأوقات والفترات المحددة لذلك.

**2-3- شرط توفر جهاز رقابة مالية:** أو مراقب الحسابات بهدف التأكد من المحافظة على أموال المساهمين، ورفع كفاءة

<sup>573</sup> عبد الوهاب علي، وشحاتة شحاتة، مرجع سابق، ص: 17.

<sup>574</sup> هيئة الأوراق المالية الأردنية، "دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان"، تاريخ التعميل: 2013/03/15، موقع الهيئة: [www.jsc.gov.jo](http://www.jsc.gov.jo)

<sup>575</sup> نفس المرجع السابق.

<sup>576</sup> عبد الوهاب علي، و شحاتة شحاتة، مرجع سابق، ص: 16.

<sup>577</sup> المادة 394، قانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، اتحاد الشركات الاستثمارية، حوكمة الشركات، مكتبة آفاق، الكويت، سبتمبر

2011، ص: 22.

<sup>578</sup> المادة 395، قانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 22.

استخدامها، وتحقيق الفعالية في النتائج المحققة، على أن يقوم بهذه المهمة جهاز مستقل.

**2-4- شرط توفر هيئة رقابة شرعية:** والتي يتم تعيينها بقرار من الجمعية العمومية العادية للمساهمين بناء على اقتراح مجلس الإدارة، ويحدد النظام الأساسي لشركة المساهمة عدد أعضاء الهيئة ومدة عضويتهم، ويشترط أن يكون هؤلاء الأعضاء من علماء الشريعة الإسلامية، ويمكن أن يكون أحدهم من رجال القانون الذين لهم إلمام بأحكام الشريعة الإسلامية. ومن أهم المهام التي يجب أن تقوم بها هيئة الرقابة الشرعية هي إعداد تقرير سنوي إلى الجمعية العمومية للمساهمين تبين فيه مدى التزام الشركة بأحكام الشريعة الإسلامية، للفترة موضوع التقرير، وملاحظاتها وتوصياتها.<sup>579</sup> ولا يجوز عزل أو إقالة الهيئة أو أي عضومنها خلال مدة التعيين إلا بقرار من قبل الجمعية العمومية للمساهمين.

**2-5- شرط جدوى مشروعات الشركة:** إلزام الجهات الراغبة بإصدار أدوات أو أوراق مالية كالشركات بتقديم كافة المعلومات المطلوبة لاتخاذ القرار من قبل المستثمرين، بالإضافة إلى تقديم دراسة جدوى تفصيلية من مكاتب استشارية متخصصة لتقوم السوق بدراستها واعتمادها،\* وفي هذا ضمان لغير المحترف أو المتخصص، إذ تستبعد المشروعات التي لا يتوقع لها النجاح ابتداءً.<sup>580</sup>

**2-6- شرط احترام قوانين وأنظمة البورصة:** يجب على الجهات المدرجة لأوراقها التقيد بكافة الأنظمة والتعليمات الصادرة عن كل من الهيئتين المشرفتين على البورصة وكذا إدارة البورصة، وتقديم كافة البيانات والمعلومات والإحصائيات التي تطلبها الهيئتين وإدارة البورصة، والإبلاغ عن أية تطورات جوهرية تؤثر على أسعار أوراقها المالية المدرجة حال توفرها. بالإضافة إلى نشر أية معلومات إيضاحية تتعلق بأوضاعها وبأنشطتها بما يكفل سلامة التعامل واطمئنان المستثمرين متى طُلب منها ذلك.

إلا أنه لا يمكن حصر هذه الشروط في النقاط المذكورة أعلاه فقط، بل يمكن أن تضع إدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية والهيئات المشرفة عليها ما تراه مناسباً من القيود الإدارية والفنية مراعاة للصالح العام.

### المبحث الثاني: الوسطاء والشروط المتعلقة بهم في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

سبق وأن أشرنا إلى أن الوسطاء من أهم الركائز الأساسية لقيام بورصة أوراق مالية تقليدية كانت أو إسلامية، حيث لا يمكن التعامل في البورصة إلا من خلالهم، لما لهذه المجموعة من دور مهم في إدارة وتنظيم عمليات تبادل الأوراق المالية، وتوفير المعلومات اللازمة للبايعين والمشتريين. وحتى يتمكن المستثمرون من استثمار أموالهم عن طريق البورصة، يجب أو لا اختيار الوسيط المالي المناسب، والذي يخول له القانون الاستثمار في مجموعة من الأوراق المالية المختلفة، والذي يستطيع تلقي وتنفيذ الأوامر إما بالبيع أو الشراء، بحيث يستطيع التحكم في هذه الاستثمارات.

إن الترخيص لشركات الوساطة يعتبر أحد الخطوات الأساسية لإنشاء بورصة الأوراق المالية الإسلامية على اعتبار أن هذه الشركات ستكون بمثابة العمود الفقري لهذه البورصة لما لها من دور كبير في مساعدة المستثمرين في الأوراق المالية الإسلامية وتقديم النصيحة لهم والأبحاث العلمية والدراسات التي تساعدهم على اتخاذ قرار استثماري صحيح. وأن وجود شركات متخصصة تعمل إلى جانب المصارف الإسلامية في الخدمات المالية الإسلامية يزيد من النشاط الاستثماري في الأسواق المالية الإسلامية، وكذلك يفتح المجال أمام تطوير هذا القطاع والارتقاء به إلى مستويات متقدمة.

وسيتيم في هذا المبحث تعريف الوسطاء في عمليات البورصة وأنواعهم في مطلبه الأول، ومن ثم التعرف على وظائف الوسطاء وعلاقتهم مع المستثمرين في بورصة الأوراق المالية الإسلامية في المطلب الثاني، مع تحديد الشروط المتعلقة هؤلاء الوسطاء في

<sup>579</sup> فتحي زناكي، مرجع سابق، ص: 278.

\* تنص سوق الأردن ومصر على ضرورة تحقق هذا الشرط لقبول الإكتتاب.

<sup>580</sup> أحمد، محيي الدين، مرجع سابق، ص: 622-623.

### المطلب الأول: تعريف وسطاء عمليات بورصة الأوراق المالية الإسلامية وأنواعهم

إن التداول في كل البورصات يتم بين المستثمرين بواسطة مجموعة من الوسطاء الماليين الذين وبغض النظر عن مسمياتهم وطبيعة تخصصاتهم. فإن مهمتهم المشتركة تتمثل في تسهيل تداول الأوراق المالية بين المستثمرين وتوفير المناخ المناسب الملائم لتلبية رغبتهم وتنفيذ أوامهم وطلباتهم في ظل مجموعة من الإجراءات والقواعد التي تحكم وتنظم أعمالهم.

إن الوسطاء من منظور إسلامي يختلفون عن الوسطاء في المنظور التقليدي، ففي هذا الأخير يمارسون دور الوكيل أو المقرض، أما في الاقتصاد الإسلامي قد يقوم الوسيط بدور البائع كبيع المراجعة أو الممول، وبهذا ستختلف طبيعتهم. وسيتم من خلال هذا المطلب التعرف على مفهوم الوساطة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية أولاً، ومن ثم يتم تعريف الوسطاء وتصنيفاتهم.

#### 1- مفهوم الوساطة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

تعرف الوساطة عموماً على أنها التقريب بين وجهتي نظر شخصين غير متعارفين بقصد إبرام عقد بينهما<sup>581</sup>، كما تعرف على أنها عمل يتضمن التقريب بين طرفين بقصد تحقيق المنفعة لكل منهما، مع حصول الوسيط على مقابل مادي من كليهما عند انتهاء الصفقة يتمثل في العمولة.<sup>582</sup> وتنشئ عملية الوساطة علاقة ثنائية مباشرة بين طرفي التبادل بمساعدة الوسيط، بخلاف التجارة التي تنشئ علاقة ثلاثية غير مباشرة، التاجر أحد أطرافها. والفرق بين التاجر والوسيط، أن الأول يشتري لحساب نفسه لبيع<sup>583</sup> بخلاف الوسيط الذي يشتري أو يبيع لحساب غيره.

وتعتبر مهنة الوساطة مشروعة بإجماع الفقهاء على اعتبار أنها من احتياجات الناس في كافة المعاملات ولا سيما في المعاملات المالية والتجارية حيث يحتاج البائع إلى من يعاونه في بيع سلعته ويحتاج المشتري إلى من يدلّه عن ما يحتاجه من سلع، وتأسيساً على ذلك تعتبر مهنة الوساطة من موجبات التجارة، وتدخل في نطاق التعاون على قضاء المصالح.<sup>584</sup>

وتُعرف الوساطة في الأسواق المالية، على أنها التوسط بين ذوي الفائض وذوي العجز؛ لتوجيه الفائض من الثروة لدى الفئة الأولى (ذوي الفائض) إلى الفئة الثانية ذوي العجز، وتقوم الفئة الثانية بإدارة أموال ذوي الفائض وليس تملكها. أما الوساطة في البورصة، فهي نوع ذو طبيعة خاصة من أنواع الوكالة طبقاً للأوامر الصادرة من الطرف المعطي لها. وتعد مهنة الوساطة في بورصات الأوراق المالية من قبيل الخدمات المالية التي تقدمها شركات متخصصة يتم تأسيسها وفق ضوابط وشروط معينة تتفق مع متطلبات العمل في هذه البورصات من سرعة، وثقة، وأمانة، وقد اتجهت أغلب التشريعات إلى توفير الحماية اللازمة لتداول الأوراق المالية عن طريق الوسطاء في الأسواق المالية.

إن قصر التعامل في البورصة على المحترفين المسجلين رسمياً فيها لا يعتبر امتيازاً أو احتكاراً، بل هو ضرورة لوضع يتطلب ألا يمارسه إلا المختصون في سوق البورصة، وذلك لدقة هذه السلعة المتناهية وخطورتها في التداول، فهي دقيقة من ناحية تحديد سعرها بالضبط، وخطرة لصعوبة إدراك ما يلحق بها من أخطاء شديدة الاحتمال، وهذا الاتجاه في التخصص تقتضيه أحياناً طبيعة المواد

<sup>581</sup> سعد النصابي، الجانب القانوني للوسيط المالي: دراسة مقارنة بين التشريعين الأردني والكويتي، رسالة ماجستير، كلية الدراسات الفقهية والقانونية، جامعة آل البيت، الأردن، 2010، ص: 13.

<sup>582</sup> محمد حسام الدين، "سمسار البورصة ... وظيفة من ذهب"، نسخة إلكترونية، موقع: <http://www.islamonline.net>، موضوع بتاريخ: 2004/05/19.

<sup>583</sup> محمد أنس الزرقا، "التمييز بين مفاهيم الوساطة المالية والتمويل والمتاجرة"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد 10، 1998، ص: 83-84.

<sup>584</sup> حسين شحاتة، و عصام أبو النصر، "الضوابط الشرعية للتعامل مع السماسرة العالميين في أسواق الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص: 5-6.

والسلع الموضوعة في التداول، كتجارة الأدوية، وغيرها من المواد، التي إذا تركت للتجارة الحرة المطلقة، ألحقت أضرارا جمة بالمواطنين.<sup>585</sup>

## 2- تعريف الوسطاء في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

نظرا لتعدد وتعقد العمليات المبرمة في البورصة، كان من الضروري تعيين فئة متخصصة من شأنها تسهيل وإتمام العمليات وضمان استيفائها لجميع الشروط، وتعرف هذه الفئة بالوسطاء في عمليات البورصة. يتم التداول في بورصة الأوراق المالية عبر وسيط لقاء عمولة تحدد مجالها القوانين والتنظيمات المعمول بها، والوسيط هو من يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية نيابة عن العملاء.<sup>586</sup> ويتمتع الوسيط بمركز قانوني هام حيث يعتبر الوكيل عن عملائه الذين أوجب القانون عليهم توكيل وسطاء عنهم للتعامل بالأوراق المالية داخل البورصة. كما يعرف وسيط عمليات البورصة على أنه: "كل شخص طبيعي أو معنوي له دراية وخبرة في شؤون البورصة، وعليه أن يباشر نشاطه من بيع وشراء الأوراق المالية لحساب العملاء في المواعيد الرسمية لعمل البورصة مقابل عمولة محددة".<sup>587</sup> ويعتبر الوسيط مسؤولا وضامنا لصحة كل عملية تم تنفيذها بيعا وشراء.

والوسطاء في بورصة الأوراق المالية هم الأشخاص الذين تتوفر فيهم شروط معينة، فهم يعدون حلقة الوصل بين مصدري الأوراق المالية والمستثمرين حيث يقومون بعقد صفقات البيع والشراء للأوراق المالية لحساب غيرهم مقابل عمولة،<sup>588</sup> وذلك من خلال تلقي أوامر البيع والشراء وتنفيذها. كما أنهم يقدمون النصح لمصدر الأوراق المالية فيما يتعلق بالأدوات المالية الأكثر مناسبة لمتطلباته الحالية.<sup>589</sup> وعليه لا يمكن التعامل في البورصة إلا من خلال هؤلاء.

وعليه يمكن تعريف الوسيط في بورصة الأوراق المالية الإسلامية على أنه شخص (طبيعي أو اعتباري) مرخص له بالقيام بأعمال الوساطة فيها، ويقوم بعمليات البيع والشراء نيابة عن المستثمر بعد عقد اتفاق معه تحدد فيه شروط البيع والشراء.

## 3- أصناف الوسطاء في عمليات البورصة

كان الوسيط في البورصة يأخذ شكل شخصا طبيعيا مفردا، وقد يكون شخصا اعتباريا يأخذ شكل شركة مساهمة عامة، أو مساهمة خاصة، أو ذات مسؤولية محدودة، إلا أنه في الآونة الأخيرة أصبحت الوساطة في الأوراق المالية محصورة بفئة من الأشخاص الاعتباريين، حيث حصرت أغلب التشريعات الحديثة منح ترخيص أعمال الوساطة على فئة معينة تتمثل عادة في المصارف كشركات مساهمة عامة، أو شركات مساهمة غير مصرفية، أو مساهمة خاصة، أو غيرها. ونظرا لاختلاف طرق وأساليب التعامل في البورصات من دولة لأخرى، تتباين بذلك طبيعة مؤسسات الوساطة المالية والأشخاص الطبيعية الذين يقومون بتنفيذ العمليات في مختلف بورصات الأوراق المالية، هذا فضلا عن اختلاف تسمياتهم. إلا أن الشائع من النماذج حاليا ما يأخذ الأشكال التالية:

<sup>585</sup> مراد كاظم، وشركائه، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية، مطبعة كرساتوماش، ط 2، مصر، 1967، ص: 46.  
\* ويطلق عليه عادة اسم السمسار، ونادرا ما يستعمل أيضا لفظ الدلال، إلا أن لكل بورصة استعمالا خاصا بها، فمثلا يستعمل لفظ الوسيط في كل من سوق الأسهم السعودي وسوق الكويت، ويستعمل لفظ السمسار - التي تعتبر كلمة فارسية الأصل - في بورصتي القاهرة والاسكندرية، بينما يستعمل هذا اللفظ في سوق البحرين للأوراق المالية. وذلك يرجع إلى اختلاف ترجمة المصطلح المستعمل في بورصة نيويورك تحت لفظ "Stock-broker". ونفضل استعمال لفظ الوسيط في هذا البحث على اعتبار أن كلمة السمسار تعتبر كلمة غير عربية وأصلها الفارسية "سب سار"، ولقد ورد نحي عنه في التاريخ الإسلامي، لما روي عن قيس بن أبي غرزة الكناني قال: «كنا نتباع الأسواق بالمدينة، ونسمي أنفسنا السماسرة، فخرج علينا رسول الله (صلى الله عليه وسلم) فسمانا باسم هو أحسن من اسمنا، قال (صلى الله عليه وسلم): «يا معشر التجار إن البيع يحضره اللغو والحلف فشوبوه بالصدقة».  
<sup>586</sup> مبارك آل سليمان، مرجع سابق، ص: 419.

<sup>587</sup> مصطفى رشدي شبيحة، زينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، الطبعة الأولى، القاهرة، 1993، ص: 46.  
588 طارق ابراهيم الشبلي، و محمد ابراهيم الشبلي، مقدمة في الأسواق المالية والنقدية، بدون دار نشر، الأردن، 2000، ص: 41.

589 برايال كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، فاينشيل ورلد بيلشينج (Financial Word Publishing)، الطبعة الأجنبية الأولى: 2002، إعداد الترجمة: قسم الترجمة بدار الفاروق، الطبعة العربية الأولى، مصر، 2006، ص: 55.

\* تنفرد بورصة لندن بنظام فريد وليس له مثل في كافة بورصات العالم، حيث يعتبر الوسطاء فيها "بروكرز" ولا يتعامل بعضهم مع بعض وهو ما يميز هذه البورصة عن غيرها، وإنما يتعامل بصفته وكيل بالعمولة مع "الجوريز" بصفته تاجرا للأوراق المالية. و"الجوريز" هو تاجر جملة ويتخصص في بيع وشراء بعض إصدارات الأوراق المالية، ولا يمكن له التعامل مع الجمهور مباشرة وإنما من خلال أحد "البروكرز". سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، 1996، ص: 120.

### 3-1-1- تصنيف الوسيط حسب الشكل القانوني: يمكن تصنيف الوسيط حسب الشكل القانوني إلى:

3-1-1- وسيط شخص طبيعي (موظف عند البورصة): تسمح بعض البورصات بأن يقوم شخص طبيعي بأعمال الوساطة المالية، عندما يستوفي هذا الشخص عدة شروط يتعلق بعضها بالأهلية والنزاهة وحسن السيرة، وأخرى متعلقة بالملاءة المالية والكفاية الفنية والعلمية.<sup>590</sup> وهو وكيل بالعمولة (Brokerage) يتلقى أوامر البيع والشراء من العملاء ويقوم بتنفيذها نيابة عنهم.<sup>591</sup> ويمكن أن يمارس مهنته منفردا كشخص أو متضامن في شركة وساطة.

إضافة إلى وظيفة تنفيذ الأوامر التي تعتبر الوظيفة الأساسية للوسيط، هناك وظائف أخرى يقوم بها، تتمثل في:<sup>592</sup>

- الاكتتاب نيابة عن العملاء في الأوراق المالية الجديدة، والتفويض في عمليات الشراء والبيع للعملاء الذين يملكون محافظ الأوراق المالية لدى المصارف.

- إرسال الأوراق المالية إلى مختلف الشركات لتسجيل اسم المشتري الجديد، والاتصال بالجهات المختصة لتقسيم الأوراق المالية للعملاء.

- إتمام الصفقات عند نكول العميل أي عند تراجع العميل عن تنفيذ العقد وذلك للحفاظ على استقرار المعاملات.

- تقديم المشورة والنصيحة لعمليه عن السوق، وعن التعامل على أوراق مالية معينة، وعن تطور الأسعار وتقلباتها في البورصة.

- حفظ أسرار العملاء بعدم نقل معلومات عنهم لأية جهة كانت.

3-1-2- وسيط شخص اعتباري (معنوي): أصبحت الوساطة في الأوراق المالية محصورة بفترة من الأشخاص الاعتباريين، بعدما أن كان متاحا للشخص الطبيعي القيام بها، حيث حصرت أغلب التشريعات الحديثة منح ترخيص الوساطة على فئة معينة. وتأخذ هذه الفئة إحدى الأشكال التالية: شركة مساهمة عامة، أو شركة مساهمة خاصة، أو شركة ذات مسؤولية محدودة، أو بنك. ويكون على شكل مؤسسة مستقلة عن البورصة ولكن رخصت لها البورصة إصدار أوامر مباشرة إلى الوسيط الداخلي للبورصة أي الموظف.

3-2- تصنيف الوسيط حسب نوع الخدمة المقدمة: وهنا يجب التفرقة بين الوسيط الذي يقدم الحد الأدنى من الخدمات لعملائه، وبين الوسيط الذي يقدم الخدمة الكاملة كالتالي:

3-2-1- وسيط الخدمة المتكاملة (Full Server Broker) أو "ذوو النشاط غير المحدود": يقوم وسيط الخدمة المتكاملة بمساعدة العميل في تنظيم أهدافه وتقديم المشورة له في اختيار الأوراق المالية المناسبة، فيقوم بالبحث في العديد من الشركات والأوراق المالية التي تتوافق مع أهدافه المالية، وغالبا ما يستخدم هؤلاء الوسيط جدول خاص لحساب العمولات والرسوم التي يتم فرضها على العملاء، وتحسب هذه العمولات بشكل نسبة مئوية للمبلغ الإجمالي أو على عدد الأسهم التي ستداولها أو حدود دنيا لمبالغ أو حجم تداول.

3-2-2- وسيط الخصم (Discount Broker) أو "ذوو النشاط المحدود" أو الوسيط الوكيل: يوفر وسيط الخصم عملية البحث، ويقومون بتقديم الاستشارة متكاملة الخدمة والمعلومات عن شركات الإصدارات الجديدة، ويكون للعميل الخيار بالحصول على استشارة عن عمليات خاصة أو عمل طلبات وأوامر التداول بشكل مباشر.

3-2-3- وسيط الخصم المخفض (Deep-Discount Broker): وهم عبارة عن مؤسسات وساطة إلكترونية، حيث يكون الاتصال معهم عبر الانترنت، وغالبا ما يتم تأسيس هذا النوع من الوسيط كإدارات فرعية من وسيط الخصم أو وسيط الخدمة المتكاملة، وهذا النوع من الوسيط قد يوفر أسعارا مخفضة عن طريق قبول الطلبات والأوامر من خلال الهاتف أو عبر

<sup>590</sup> سعد النصابي، مرجع سابق، ص: 15.

<sup>591</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، 1996، ص: 112-113.

<sup>592</sup> محمد بن إبراهيم السحبياني، "آليات نقل حقوق الملكية في الأسواق المالية"، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، (طبعة تمهيدية)، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية بجامعة أم القرى بمكة المكرمة، خلال شهر محرم 1424 هـ، ص: 15.

الانترنت.

**3-2-3- وسيط الصالة (Floor Broker) أو وسيط الوسطاء (Brokers broker):** وهو يعمل داخل المقصورة في البورصة ووظيفته هي تنفيذ تلك الأوامر التي ترد إليه من الوسطاء الآخرين، وقد يكون وسيط الصالة تابع إلى الوسيط الوكيل أو وسيط الخدمة المتكاملة، وقد يكون منفصل عن الوسيط الوكيل وفي هذه الحالة قد يحصل على عمولة مقابل عملية التنفيذ.

**3-3- تصنيف الوسطاء حسب نوع البورصة المتعامل معها:** يصنف الوسطاء حسب هذا المعيار إلى:

**3-3-1- وسيط محلي:** وهو الوسيط الذي يرخص له تنفيذ عملياته في البورصة المحلية التي حصل على ترخيصه فيها.

**3-3-2- وسيط عالمي:** وهو الوسيط الذي ينفذ عملياته ليس داخل إحدى البورصات فقط، ولكن يمكنه تنفيذ عملياته في أي بورصة مدرج فيها الأوراق المالية التي يتعامل عليها.

**3-4- تصنيف الوسطاء حسب دوره في البورصة:** يختلف الوسطاء في البورصة حسب الدور الذي يقومون به في تسيير نشاطها إلى ما يلي:

**3-4-1- الوسيط الوكيل:** وهو الوسيط بالعمولة أو "بروكر" (Commission broker) وهو إصطلاح أمريكي يعني مستثمر في البورصة ينقذ أوامر بيع وشراء الأوراق المالية مقابل رسم أو عمولة تحدّد كنسبة محدّدة من قيمة الصفقة. وقد يكون وسيط الخدمة المتكاملة أو وسيط الخصم. إلا أن وظيفة الوسيط الوكيل تقتصر على التوسط بين البائع والمشتري، أي الجمع بينهما دون أن يقوم بالعمل لحسابه الخاص.

**3-4-2- صانع السوق (الوسيط التاجر "ديلر"):** يمكن للوسيط أن يقوم بدور صانع السوق "ماركت مايكر" (Market maker)، وذلك بقيامه ببيع وشراء الأوراق المالية بعد الترخيص من لجنة البورصة، ويحق له العمل لصالح عملائه أو لحسابه الخاص. يقوم الوسيط التاجر بشراء إصدارات الأوراق المالية السابقة على أمل أن يبيعها فيما بعد بسعر أعلى، ويتحمل بذلك المخاطر نتيجة احتمال تدهور الأسعار في سوق الأوراق التي في حوزته.<sup>593</sup> كما يمكن للوسيط التاجر أن يختص في التعامل بأوراق مالية معينة دون غيرها.<sup>594</sup> ولصانع السوق دور مهم في المحافظة على توازن السوق واستمراريته، فهو مشتر عندما يكون الوسيط الوكيل بائعاً، وهو بائع عندما يكون الوسيط الوكيل مشترياً، ويترب على ذلك تدفق السيولة في السوق، والمحافظة على توازن العرض والطلب.

**3-4-3- الوسيط المتخصص:** المتخصص هو وسيط أوقف نشاطه على مجموعة محدودة من الأوراق المالية يتم تداولها في مركز واحد، وهو بهذا لا يفارق ذلك المركز، يقوم بتلقي طلبات الوسطاء الآخرين لينفذها نيابة عنهم، ولا يحق لأي وسيط أن يمارس أعمال المتخصص إلا بموافقة الهيئة المشرفة على البورصة، كما يشبه التجار كونه يستطيع أن يتاجر لحسابه الخاص، يبعاً وشراءً، بهدف تحقيق الربح.<sup>595</sup> ويعمل المتخصصون بطريقة تحقيق الأداء المنتظم والمستمر للبورصة، ففي حالة زيادة المعروض عن المطلوب من ورقة مالية معينة يعمد المتخصص إلى تخفيض المدى أي هامش الربح لجذب مشتريين جدد، كما يبدي في ذات الوقت استعداداً لشراء ما يرفض منها ليضيفه إلى المخزون، وذلك في محاولة أخرى لتحقيق التوازن، ومن ناحية أخرى عندما يزيد المطلوب عن المعروض يلجأ المتخصص إلى استخدام ما لديه من مخزون لمواجهة الطلب المتزايد، أو يرفع من الأسعار (زيادة الهامش) وهو في ذلك ملزم بأن تكون التغيرات السعرية طفيفة مما يحقق هدف ضبط إيقاع حركة السوق وليس بهدف تحقيق أرباح طائلة، وهكذا يمكن القول بأن سعر بيع أو شراء أي ورقة مالية يتحدد في السوق على أيدي المتخصصين، ونظراً لخطورة الدور الذي يلعبونه في هذا الشأن فإن شروط عضويتهم عادة ما تتسم بقدر كبير من التشدد.

**3-4-4- متعهدو تغطية الإصدارات:** باستطاعة الوسيط أن يلعب بالإضافة إلى دوره كوكيل، أو صانع الأسواق، دور المتعهد

<sup>593</sup> محمد البناء، مرجع سابق، ص: 49.

<sup>594</sup> نادية أبو فخر و محمود صبح و شامل الحموي، الأسواق والمؤسسات المالية، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 2005، ص: 181.

<sup>595</sup> حسين بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها -تنظيمها -أدواتها المشتقة)، دار الكندي، الطبعة الأولى، عمان، 2002، ص ص: 33-34

لتغطية إصدار معين سواء كان الإصدار أسهم أو صكوك، ويتطلب بذلك أن يكون الوسيط مؤسسة مالية ليستطيع القيام بهذا العمل، وبمعنى آخر فمهمته تكون بشراء الأوراق المالية من مصدرها بهدف تسويقها.<sup>596</sup> وإذا لم يتمكن الوسيط من تسويق الإصدارات الأولية، يقوم هو بنفسه بشراؤها لحسابه الخاص، ولا يمكن تحقيق ذلك إلا إذا كان الوسيط مؤسسة مالية، كبنك استثمار أو شركة استثمارية... الخ.<sup>597</sup>

بما أن الفقهاء أجمعوا على مشروعية مهنة الوساطة وعمل الوسيط ما دامت تلتزم بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، فإن كل هذه الأصناف مشروعة، وبالتالي يمكن أن نجدها في بورصة الأوراق المالية الإسلامية.

### المطلب الثاني: وظائف الوسطاء وعلاقتهم مع المتعاملين في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

يضطلع الوسطاء بدور حيوي في نشاط بورصة الأوراق المالية الإسلامية وتطويره من خلال وساطة مالية كفوءة وقادرة على المنافسة والابتكار. وذلك من خلال قيامهم بمجموعة من الوظائف الهامة التي سيتم التطرق لها في هذا المطلب. ولذلك فإن وجود مؤسسات وساطة متنوعة في إطار تنافسي شرعي يساعد على تحسين مستوى الخدمات المالية وتخفيض تكاليف الوساطة، ما ينعكس إيجابيا على علاقة هؤلاء الوسطاء مع المتعاملين والمستثمرين في البورصة الأوراق المالية الإسلامية.

#### 1- وظائف الوسطاء في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

يتعامل وسطاء البورصة مع مجموعة متنوعة من المستثمرين، ولهذا جاءت وظائفهم داخل البورصة متنوعة تنوع الأصناف التي يتعاملون معها، ويمكن ذكر أهم هذه الوظائف فيما يلي:

**1-1- التفاوض على الأوراق المالية:** ويتعلق ذلك بتنفيذ أوامر الشراء أو البيع مقابل عمولة يحصل عليها الوسيط بحيث يحقق أحسن سعر ممكن في الإطار الممكن للتفاوض. وتتطلب المفاوضات في الأوراق المالية معرفة دقيقة لأحوال البورصة ومعلومات وافية عن الورقة المالية محل التفاوض وخبرة كبيرة عن تحركات الأسعار في البورصة، بحيث يمكن مثلا أن يجزئ الأمر، أو أن ينتظر حتى اللحظة المناسبة التي يتحقق فيها أحسن سعر بيع أو شراء للعميل.<sup>598</sup>

**1-2- تقديم المعلومات المالية وتحليلها:**<sup>599</sup> إن العديد من الأفراد الذين ليست لديهم المعرفة الكاملة بشؤون الأوراق المالية، قد لا يستطيعون أن يقوموا بجمع وتحليل المعلومات المتعلقة بعدد كبير من الأوراق المالية غير المباشرة خصوصا إذا كانت لديهم مجرد مبالغ نقدية صغيرة يرغبون في استثمارها، ومن هنا يأتي دور الوسطاء في البورصة، فهم يستطيعون الاستعانة بالخبراء في ميدان التحليل المالي (وهو ما لا يستطيع المستثمر العادي عمله بإمكانياته)، وستكون تكلفة استخدام هؤلاء الخبراء بالطبع منخفضة جدا إذا ما تم توزيعها على الحجم الكبير والمتنوع من الأصول التي يجمعونها ويحللون المعلومات الخاصة بها، فضلا عن ذلك، يرى بعض الوسطاء أن الاستعانة هؤلاء الخبراء يمكنهم من اتخاذ قرارات أفضل كثيرا من تلك القرارات التي كان أصحاب المستثمرين سوف يتخذونها بأنفسهم، وغالبا ما تصادف صحة هذا الإدعاء ولوجزئيا، وحتى إذا لم يكن هذا صحيحا في بعض الحالات، فالأمر المؤكد هو أن تكلفة جمع وتحليل البيانات من قبل الوسطاء تكون غالبا أقل مما لوقام بذلك المستثمرون الأصليون.

**1-3- تخفيض تكاليف التعامل في الأصول المالية المباشرة:** حيث يمكن تخفيض عدة أنواع من التكاليف بالنسبة للمستثمرين

<sup>596</sup> حسين بن هاني، مرجع سابق.

<sup>597</sup> حسني خريوش و عبد المعطي أرشيد، الأسواق المالية، دار زهران، عمان، الأردن، 1998.

<sup>598</sup> Lehman Spiro Daniel, Introduction à la finance de marché, Economica, Paris, 1998, p: 38.

<sup>599</sup> 2 عاطف وليم أندروس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2007، ص: 133.

منها:

**1-3-1- تخفيض تكاليف المعلومات:** يمكن للشركات المصدرة للأوراق المالية أن تقوم بتصرفات مناقضة للشروط التي تم الاتفاق عليها بينها وبين المستثمرين، نتيجة لهذا فإن الوسطاء الذين يجمعون أموال المدخرين معا وتستثمرهم في أوراق مالية أولية من التي تصدرها هذه الشركات، يكون لها حافز لتجميع المعلومات ومراقبة تصرفات الشركات لما يجوزتها من استثمارات تفوق تصرفات المستثمر الفرد، ونشير في هذا المقام إلى انخفاض متوسط تكلفة تجميع هذه المعلومات، حيث تظهر هنا اقتصاديات الحجم في تجميع المعلومات.<sup>600</sup>

**1-3-2- تخفيض تكاليف المعاملات:** وتعني تكلفة بيع وشراء الأوراق المالية، فنظرا لكبر حجم تعاملات الوسطاء الماليين مقارنة بالمستثمر الفرد، تحقق شركات الوساطة اقتصاديات الحجم في تكلفة المعاملات أيضا، فنسبة العمولة مثلا عادة ما تكون صغيرة نظرا للوفرات في التكاليف الناجمة عن ضخامة الصفقة الواحدة،<sup>601</sup> بالإضافة إلى أن هامش الربح أو الفرق بين سعر بيع الورقة وسعر شرائها عادة يكون أقل في حالة الشراء أو البيع بكميات كبيرة.

**1-4- توفير السيولة وتدنية المخاطر:** إن المستثمر مهما كانت قيمة الفوائض المتاحة لديه لغرض الاستثمار لن يتمكن إلا من شراء عدد صغير من الأصول غير المتنوعة، وبالتالي فإن حجم المخاطرة الذي يواجهه كبير إذا ما حدث وانخفضت أسعارها السوقية وأراد التخلص منها قبل استحقاقها، فإن الوسيط المالي نظرا لما يستطيع أن يجمعه من فوائض يصبح حجمها في النهاية كبير، فإنه يستطيع شراء أحجام كبيرة ومتنوعة من الأصول، وهو بهذا يحقق قدرا من الأمان ضد مخاطر انخفاض قيمة بعضها نظرا لاحتمال أن ترتفع قيمة البعض الآخر في نفس الوقت مما يلغي الأثر الأول.<sup>602</sup>

فضلا على أن الوسطاء الماليين كما ذكرنا من قبل يستطيعون بإمكانياتهم الكبيرة أن يستخدموا أخصائيين في المجال المالي من ذوي الكفاءات العالية التي تعنى بتحليل الائتمان ووضع المعايير المناسبة لتقييم المقترضين، ولذلك فإن الذي يقتني أصولا مالية لوسيط مالي، يعرف أنه يجوز دينا في مواجهة وسيط تتميز بحفظة أوراقه بالتنوع الذي يديني حجم المخاطرة المحتملة، وهو أمر غالبا ما لا يستطيع المدخر نفسه تحقيقه بمعرفته.

## 2- تنظيم علاقة الوسطاء بالمتعاملين في البورصة

قبل أن نتطرق إلى هذه الأنظمة، نعرف أولا الأوامر وأنواعها، فمن خلال نوعية الأمر تتضح العلاقة التي تنشأ بين الوسيط وعميله.

**2-1- تعريف الأوامر في البورصة (Orders):** يعرف الأمر في البورصة على أنه طلب شراء أو بيع أوراق مالية معينة، صادر من شخص أوجهة ما إلى وسيط مرخص له بذلك.<sup>603</sup> ويعتبر الأمر من الناحية الشرعية توكيل ببيع أو شراء أوراق مالية معينة، وذلك أن البائع أو المشتري يفوض الوسيط في إبرام عقد البيع أو الشراء نيابة عنه.<sup>604</sup> ويشترط تحديد أمر البورصة بكل وضوح تفاديا لحصول أي إلتباس، ولحصول الوضوح المطلوب يجب أن يتم تحديد الآتي:

- نوع الأوراق المالية موضوع الصفقة (أسهم أو صكوك)، مع تحديد نوع الصكوك (صكوك مراهجة، أو صكوك إجارة، أو غيرها).

<sup>600</sup> عبد الفتاح عبد السلام، و محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص: 206-207.

<sup>601</sup> منير ابراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2002، ص: 115.

<sup>602</sup> توماس ماير، جيمس إسدوستيري، روبرت زدالير، ترجمة: السيد أحمد عبد الخالق، النقود والبنوك والاقتصاد، دار المريخ للنشر، القاهرة، 2002، ص: 60-61.

<sup>603</sup> أحمد محيي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 399.

<sup>604</sup> مبارك آل سليمان، مرجع سابق، ص: 539.

- كمية الأوراق المالية موضوع الصفقة.
  - السعر المطلوب موضوع الصفقة، ونوع الأمر المطلوب.
  - مدة صلاحية الأمر، بحيث لا يحق للوسيط البيع أو الشراء بعد مضي هذه المدة.
- ولكون الوسيط مسؤول عن الأوامر التي ينفذها، وضامنا للعميل، له أن يشترط على عميله تقديم ضمانات مالية لتغطية الأوامر الصادرة عنه، قد تكون هذه الضمانات عبارة عن الأوراق المالية موضوع الصفقة، وتكون التغطية بمبلغ نقدي يقدمه العميل للوسيط في حالة الشراء.<sup>605</sup>

كما يشترط تحقق الوسطاء من حيافة المشتري للأموال اللازمة لإتمام التداول، ووجوب إثبات الدلائل الكفيلة بذلك. وإثبات ملكية الأوراق المالية لمن أمر ببيعها. كما أن لمصدر الأمر الحق في تعديل الأمر أو إلغائه خلال المدة المحددة، ما لم يتم تنفيذه.

**2-2- شكل أمر البورصة:** لا يوجد شكل محدد لأمر البورصة، فقد يكون شفهيًا أو كتابيًا، فإذا كان شفهيًا جرت العادة أن يؤكد العميل بإرسال كتاب إلى الوسيط ليوقع العميل عليه. ومع ذلك يمكن للوسيط أن يكتفي بالأمر الشفهي من العميل أوحى بالهاتف أو البريد الإلكتروني أو إحدى وسائل الاتصال الحديثة إذا كان العميل معروفًا لديه. ويجوز إثبات الأمر بجميع طرق الإثبات، وذلك لكون الوسيط هو المسؤول عن تنفيذ الأمر إضافة إلى كونه مكلف بإجراء العملية.<sup>606</sup>

**2-3- أنواع أوامر البورصة:** ومن المعروف أن الأوامر في البورصة متعددة ومتنوعة، وتختلف تسميتها من مرجع لآخر، ويمكن تصنيف الأوامر في بورصة الأوراق المالية إلى أربعة مجموعات رئيسية وهي:

**2-3-1- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:** وتتمثل في:

• **الأمر الزمني المحدد (Limit Orders):** يتم تنفيذ أمر العميل بالسعر الذي يحدده هو، وفي الوقت الذي يقترحه.<sup>607</sup> فيحدد له السعر الأدنى في حالة البيع، والسعر الأعلى في حالة الشراء. كأن يقول: اشتر 50 سهمًا من أسهم الشركة "س" بسعر 530 دينار أو بأقل إن وجد، أو يقول: بع 40 سهمًا من أسهم شركة "س" بسعر 535 دينار أو بأكثر إن وجد.

ويتميز هذا النوع من الأوامر بتوفر المعلومات المتعلقة بسعر التنفيذ المحدد أصلاً من المستثمر، إلا أنه مقابل هذه الميزة توجد العديد من العقبات التي تحول دون تنفيذ الأمر المحدد، منها أن سعر السوق قد لا يصل إلى المستوى المحدد بالأمر، أو أن الكميات المعروضة للبيع أو الشراء قد لا تكون كافية عند السعر المحدد مما يجعل احتمال تغير السعر وتجاوزه للسعر المحدد في الأمر كبيراً، ويرتبط ذلك عادة بمستوى السيولة السوقية للسهم وبحجم العرض والطلب على السهم.

• **أمر السوق (Market Orders):** أي تنفيذ الشراء أو البيع لأحد الأوراق المالية بأفضل الأسعار السائدة في السوق وقت الأمر، دون تحديد سعر معين. فعلى الوسيط أن يسعى إلى البيع بأعلى سعر من الأسعار التي يعرضها طالبو الشراء، وأن يشتري بأدنى سعر يطلبه الراغبون في البيع.<sup>608</sup> ويعتبر أمر السوق أهم وأكثر الأوامر شيوعاً في بورصات الأوراق المالية. وتتميز هذه الأوامر بسرعة تنفيذها، حيث لا يتعدى زمن تنفيذ الأمر بضع ثوان، ولذلك نجد أن المستثمر لن يكون قادراً على معرفة سعر تنفيذ عملية الشراء أو البيع إلا بعد إتمام العملية، وهو ما يعتبر مأخذاً رئيسياً على هذا النوع من الأوامر.

• **الأمر بسعر الفتح أو بسعر الإقفال:** يتم تنفيذ أمر العميل ببيع أو شراء أوراق مالية معينة، بالسعر الذي تبلغه الورقة المالية المعنية عند افتتاح التعامل في السوق وهو سعر الفتح، أو بالسعر الذي يتحدد للورقة المالية المعنية في آخر جلسة التداول قبيل إقفال السوق وهو سعر الإقفال.<sup>609</sup>

<sup>605</sup> أحمد محيي الدين حسن، مرجع سابق، ص: 117-118

<sup>606</sup> نفس المرجع السابق، ص: 117-118

<sup>607</sup> فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2004، ص: 142.

<sup>608</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص: 49.

<sup>609</sup> أحمد محيي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 402.

- **الأمر بالبيع أو الشراء بسعر تقريبي:** يقوم العميل بتحديد سعر مرجعي للوسيط، مع توكيله في الشراء أو البيع بسعر يقترب من ذلك السعر، إذ يمكنه الشراء بسعر أعلى منه قليلاً، أو البيع بسعر أدنى من السعر المرجعي قليلاً.

### 2-3-2- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: وتمثل في:

- **الأمر اليومي:** وفيه تكون المدة المحددة لتنفيذ الأمر هي يوم واحد من التعامل، حيث يبقى الأمر ساري المفعول خلال اليوم وحتى وقت الإقفال. ويمثل هذا الأمر نوعاً من أوامر الايقاف أو أمر الوقت المحدود. ويعني الإلغاء للأمر إذا لم يتم تنفيذه في نفس يوم إعطاء التعليمات.<sup>610</sup>

- **الأمر محددة بأسبوع أو شهر:** وهنا ينتهي الأمر بنهاية الأسبوع أو الشهر الذي تم فيه تقديمه إلى قاعة التداول.

- **الأمر المفتوح:** وهو الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو إلغائه.<sup>611</sup> بمعنى أنه ليس لهذا النوع من الأوامر مدة محددة، ولكن إدارتها تحت الأوامر الزمنية والتي تعتمد على تحديد المدة الزمنية لإنجاز هذا الأمر جاء من أن قواعد البورصة عادة ما تحدد مدة قصوى (ستة أشهر مثلاً) لتجديدها من أجل أن تبقى سارية المفعول. ويؤخذ على هذا النوع من الأوامر عيباً أساسياً نابعا من طول مدتها الزمنية، وهو إمكانية حدوث مستجدات معلوماتية تعارض مع رغبة المستثمر من حيث البيع أو الشراء.

### 2-3-3- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ: وهي نوعان:

- الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة.

- الأمر المفتوح في حدود سعر معين.

إلا أن هذه الأوامر المفتوحة لن تكون سارية المفعول إلى الأبد، بل يجب أن تعزز كل أسبوع بإخطارات إلى العميل ويطلب منه التأكيد على الأمر أو إلغائه، وإذا انقضت ثلاثة أشهر ولم ينفذ الأمر ولم يلغى من طرف العميل، يطلب الوسيط من العميل تأكيد الأمر المفتوح أو إلغائه، وفي حالة تأكيده يمتد سريان الأمر لمدة ثلاثة أشهر أخرى.<sup>612</sup>

**2-3-4- الأوامر الفنية أو الحرة:** حيث تترك الأوامر من حيث التوقيت والنوع والأسعار لفن المهندسة المالية وخبرة الوسيط أو مكتب الوساطة المالية.<sup>613</sup> ويتمتع فيها الوسيط بحرية كبيرة في إبرام الصفقات وعقدتها، حيث يعطي المستثمر للوسيط الحق في اختيار الورقة المالية وتحديد سعرها وتوقيت شرائها دون الرجوع إليه، وفي بعض الأحيان تكون هذه الأوامر مقيدة فقط من ناحية السعر ووقت التنفيذ. وتلعب الثقة المتبادلة بين المستثمر والوسيط الدور الأهم في نجاح مثل هذه الأوامر. كما أن أهم سلبية تؤخذ على مثل هذه الأوامر تنبع من إمكانية استغلال الوسيط لهذه الثقة.

### 3- دور الوساطة في تسيير البورصة

يختلف دور الوساطة في أسواق الأوراق المالية باختلاف نظام التسيير في البورصة، فهناك بورصات تستعمل نظام التسيير بالأوامر وأخرى نظام التسيير بالأسعار كما توجد أيضاً بورصات تستعمل أنظمة مختلطة، وسوف يتم عرض هذه الأنواع كما يلي:

**3-1- نظام التسيير بالأوامر (بورصة مسيرة بالأوامر):** يستعمل نظام التسيير بالأوامر حالياً العديد من البورصات العالمية كبورصة "وول ستريت" الأمريكية، بورصة "طوكيو" في اليابان. إن مبدأ نظام التسيير بالأوامر يعتمد على مواجهة أوامر البيع

<sup>610</sup> محمد البناء، مرجع سابق، ص: 58.

<sup>611</sup> نفس المرجع السابق، ص: 58.

<sup>612</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، 1996، ص: 103.

<sup>613</sup> فريد النجار، مرجع سابق، ص: 142.

(العرض) بأوامر الشراء (الطلب) مباشرة، ولكن حسب هذا النظام لا يمكن للمشتريين المحتملين معرفة العرض حينما يصعدون أوامرهم، ويتم حسب هذا النظام مراكمة أوامر الشراء وأوامر البيع ومواجهتها في زمن معطى لتحديد سعر وحيد وهو سعر التوازن الذي يسمح بتعظيم الكميات المتبادلة. إضافة إلى البورصات الكبرى هناك بعض الأسواق الأصغر حجما (خاصة الأسواق الناشئة التي تعمل حسب مبدأ نظام التسيير بالأوامر مرة أو عدة مرات في الأسبوع.

وهناك تقنيتان لتنظيم الصفقات في هذا النوع من النظام وهما: السوق العلني والسوق الآلي. إن السوق العلني وهو السوق الأكثر شهرة، توجه الأوامر فيه إلى مقر وكلاء البورصة قبل أن يتم عرضها من قبل وسطاء البورصة. أما السوق الآلي فأكثر المتعاملين فيه هم من المهتمين بالإعلام الآلي، يحدد نظام الإعلام الآلي في هذا السوق التسعيرة، يقوم بتقريب أوامر الشراء والبيع باعتبار خصائصهما من الناحية الكمية والسعرية، ومنه تحديد أسعار التوازن بطريقة آلية. وهذا ما أدى إلى تراجع البعد الفيزيائي للبورصة. يتمثل دور الوسطاء في هذه البورصة في جمع أوامر الشراء والبيع، مقابلتها ثم فرزها، بعبارة أخرى ينحصر دوره في الوساطة فقط<sup>614</sup>.

**3-2- نظام التسيير بالأسعار (بورصة مسيرة بالأسعار):** تمنح البورصات المسيرة بالأسعار (أو أسواق المقابل) دورا رئيسيا للوسطاء إذ أنهم الركيزة التي تقوم عليها هذه البورصات فهم الضامنون لسيولتها. حيث يقترح الوسطاء المعروفون باسم صناع السوق باستمرار سعرا مزدوجا بالنسبة لكل قيمة يفاوضونها، السعر الأول هو السعر الذي يشترون به، أما السعر الثاني فهو السعر الذي يبيعون عنده والذي هو دوما أكبر من السعر الأول، عند هذه الأسعار المعلنة يكون كل وسيط مجبرا على شراء أو بيع كمية دنيا من القيم والتي تبقى محددة من طرف إدارة البورصة.

إن مهمة هؤلاء الوسطاء في ظل هذا التنظيم هي إيجاد مقابلا للأمر الذي يقومون بتلبيته في أحسن الظروف وفي أسرع الأوقات، أما الفارق الموجود بين أسعار البيع والشراء فيدعى بالهامش وهو أجرة صانع السوق ويتعلق بحجم الهامش أساسا بمدة المنافسة الموجودة في السوق، إذ كلما كانت هذه الأخيرة شديدة كلما كان الهامش أقل وحجم الصفقات المبرمة كبيرا.<sup>615</sup>

وكنتيجة لهذا المنطق نجد في بعض البورصات\* كبورصة لندن مثلا هوامش متغيرة حسب الكميات المعروضة أو المطلوبة وذلك بالأخذ بعين الاعتبار أنه كلما كان الأمر يتعلق بكمية كبيرة كلما كان تنفيذه أصعب لأنه سيكون من الصعب على الوسيط أن يجد مقابلا له. يشاهد الأمر النهائي الهوامش المعطاة من طرف صانعي السوق ويختار من يمنحه أحسن الشروط قبل أن يصدر أمره، ولأن ضمان سيولة البورصة مناط بصانع السوق فإن هذا الأخير يقوم ببيع أو شراء قيم لصالحه بغية القضاء على الاختلالات الظرفية بين العرض والطلب، وبالتالي فالنظام المسير بالأسعار يعمل بالتواصل.

**3-3- نظام التسيير المختلط (بورصة مختلطة التنظيمات):** بعض الأسواق هي أسواق مختلطة أي أسواق مسيرة عن طريق الأسعار ومسيرة عن طريق الأوامر في نفس الوقت، وأحسن مثال على ذلك هي بورصة "نيويورك" أين نجد أنه من أجل كل قيمة يحرك السوق تحريكا مزدوجا، فمن جهة فإن الوسيط هو الذي يتكفل بضمان سيولة السوق كأى صانع سوق كلاسيكي، ومن جهة أخرى هو الذي يسير دفتر الأوامر سواء وصلت إليه عن طريق نظام الآلي أو عن طريق الوسطاء الموجودين في المقصورة بالنسبة للأوامر ذات الحجم الكبير.

في الوقت الحالي، صارت الحدود بين الأسواق المسيرة بالأسعار وتلك المسيرة بالأوامر شبه معدومة إذ أن كل نوع من الأسواق يتبنى قواعد تتقارب مع التنظيم المختلط كما هو الحال مثلا في بورصة "باريس" بالنسبة لعمليات المقابل بالكتل.

**2-4- نظام التسيير المناسب لبورصة الأوراق المالية الإسلامية:** إن نظام التسيير بالأوامر يأخذ عليه أن أوامر بعض الزبائن التي أدخلت في هذا النظام قد لا تجد حالا لما يقابلها من أوامر الزبائن الآخرين لتتم الصفقة بنفس السعر (سعر السوق) وبالتالي قلة

<sup>614</sup> محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2006، ص: 65 :

<sup>615</sup> نفس المرجع السابق، ص: 65.

\* إضافة إلى بورصة لندن، تعمل حسب هذا النظام كل من الأسواق التالية: الناسداك (الشبكة الالكترونية للوسطاء في الولايات المتحدة الأمريكية)، السوق الثانوي لبورصة سنغافورة، أسواق "مونيب" (Monip) و "ماتيف" (Matif) في فرنسا.

السيولة.

أما في النظام المسير بالأسعار تتمركز السيولة لدى بعض صانعي السوق بينما نجد أن السيولة هي لامركزية لدى كل المستثمرين، هذا ما يجعل هذا النوع من الوسطاء يتحمل أخطار كبيرة إذ أنهم لمواجهة حاجات السيولة لدى المستثمرين قد يجدون أنفسهم في مواقف لن يكونوا واثقين من القدرة على بيعها مباشرة مما سيجعلهم لا محالة عرضة لخطر انخفاض الأسعار، من جهة أخرى فإن صانع السوق حينما ينشر أسعاره يمنح المستثمرين معلومات مميزة يمكنهم استعمالها على حسابه. وعليه نرى أن تبني نظام التسيير المختلط أكثر ملائمة لبورصة الأوراق المالية الإسلامية لما يوفره من سيولة، وتوازن في الأسعار.

### المطلب الثالث: الشروط المتعلقة بالوسطاء في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

يختلف الوسطاء في بورصة الأوراق المالية الإسلامية عن الوسطاء في بورصة الأوراق المالية التقليدية من خلال إلتزامهم بضوابط وشروط شرعية ضرورية لجعل أعمالهم متوافقة مع الشريعة الإسلامية، هذا من جهة. ومن جهة أخرى فإن إن المتعاملين في بورصة الأوراق المالية الإسلامية من بائعين ومشتريين، لا يقومون بمراقبة العمليات بأنفسهم، فمن الضروري حماية مصالحهم وذلك بوضع القواعد اللازمة لتنظيم مهنة الوسطاء في البورصة. فعلى إدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية وضع قواعد ولوائح تنظم مهنة الوسيط ومساعديه. وتشترط لقبوله فيها توفر مجموعة من الشروط المهنية والفنية التي يجب أن يلتزم بها طول فترة عمله فيها، وفي اللحظة التي يختل فيها أي شرط من هذه الشروط يسحب ترخيصه للعمل كوسيط، ويمكن إجمال أهم هذه الشروط في العناصر الآتية.

#### 1- الشروط الشرعية للوسطاء في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

تعتبر الوساطة من المهن الخدمية المشروعة بالكتاب والسنة والإجماع، ولقد وضع لها الفقهاء الضوابط الشرعية لتحقيق مقاصدها المنشودة للمتعاملين في الأسواق عموماً، ونضع هنا أهم الشروط الشرعية الخاصة بالوساطة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية، وهي كالتالي:

**1-1- شرط التعاقد مع الوسيط:** أن تبني عقود التعامل مع الوسطاء على العقود الشرعية وأهمها عقد الوكالة بأجر، أي أن تكون قاعدة التعامل ما بين المتعاملين في بورصة الأوراق المالية الإسلامية من خلال الوسطاء مبنية في الأساس على قاعدة الوكالة بأجر، ويجوز الاعتماد على عقود أخرى في حالات معينة مثل عقد الجعالة في حالة التعامل مع الوسطاء في الصفقات الكبيرة. إن التعاقد مع الوسيط على الوساطة في بيع أو شراء الأوراق المالية بعبء يمكن أن يكون إجارة، ويمكن أن يكون جعالة، ويمكن أن يكون وكالة بأجر.<sup>616</sup> ويجب أن تكون العلاقة التي تربط بين الوسيط وعميله مبنية على أساس إحدى هذه العقود الشرعية (عقد إجارة، أو جعالة، أو وكالة) مع عدم إلزامهم بنوع عقدي واحد، ففي إطار بورصة إسلامية يفضل عدم الإلزام بنوع عقدي واحد في ضوء أن الفقه الإسلامي يتيح عدة خيارات، فيترك للمتعاملين أن يحددوا طبيعة العلاقة مع الوسطاء الماليين، هل هي على أساس الوكالة، الجعالة، أو على أساس الإجارة. وتقوم الوساطة على أساس عقد الجعالة في الحالة التي يكون استحقاق الجعل فيها مشروطاً بإبرام العقد الذي جرى التوسط من أجله.<sup>617</sup>

كما يشترط أن تكون جميع الشروط المتعلقة بالعقد الذي يربط بين الوسيط وعميله متحققة. وعليه لا بد من النظر في الصيغة التي يتم بها التعاقد بين الطرفين للاستدلال بها على نوع العقد، بأن يصرح المتعاقدان بالإجارة أو الجعالة، أو يذكر حكم أحد

<sup>616</sup> مبارك آل سليمان، مرجع سابق، ص: 1139.

<sup>617</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سابق، 2010، ص: 218.

هذه العقود، كأن يجعل أحدهما للآخر الحق في الفسخ متى شاء، أو يكون العرف قد جرى بهذا فتكون جعالة.

**1-2- شرط أهلية التصرف:** إن الوسيط إذا اعتبر نائباً أو تاجراً، فإنه يعتبر فيه أهلية الأداء، التي بمقتضاها يرم العقود والتصرفات على ما أذن له في التوسط لبيعه أو ابتاعه أو إجارته أو نحو ذلك، بحسبان أن هذه الأهلية معتبرة لصحة التصرفات ممن يباشرها دون توقف على إجازة أحد، وبدون هذه الأهلية تكون عبارته ملغاة لا اعتداداً بها إن كان عديم هذه الأهلية، أو يعتد بها إلى أن تجاز من صاحب مصلحة التعاقد إن كان الوسيط ناقص هذه الأهلية، فأهلية الأداء الكاملة يقصد بها صلاحية الإنسان لصدور جميع التصرفات منه على وجه يعتد به الشارع، دون أن يتوقف نفاذها على إجازة أحد، وهي تثبت لمن بلغ عاقلاً رشيداً، إذا لم يحجر عليه لسبب من الأسباب المقتضية لذلك.

**1-3- شرط الولاية على ما يتصرف فيه (مالكا للتصرف فيما وكل فيه):** فالولاية الذاتية على المال تقوم على أن المال مملوك لمن يباشر العقد المالي، أو يباشر تصرفاً وارداً على هذا المال، وأما الولاية على مال الغير فإنها تقوم على أن العاقد أو المتصرف فيه ولي شرعي على مالكة أو وصي عليه أو وكيل عنه، أو قيم عليه، فإن لم تكن له ولاية مباشرة العقد أو التصرف على محلها، كان فضولياً فيها.<sup>618</sup>

**1-4- معلومية الوسيط بالتوكيل:** يجب أن يعلم الوسيط بالتوكيل، فلو تصرف الوسيط عن العميل قبل العلم بالتوكيل ثم علم به لاحقاً فإنه لا يشمل التصرف السابق على العلم بالتوكيل، أما إذا كان الوسيط قبل التوكيل يقصد التصرف عن غيره، فتطبق عليه أحكام تصرف الفضولي\*، أي أن للعميل قبول التصرف الذي قام به الوسيط أو رفضه بفسخ العقد الذي تم من خلاله، وفي هذه الحالة يكون العقد الذي تم من طرف الوسيط الفضولي له (أي يسجل العقد باسم الوسيط) إذا لم يفصح عند تصرفه أنه فضولي بأن أضاف العقد إلى نفسه.<sup>619</sup>

**1-5- الفصل بين الضمانين:** يجب الفصل بين الضمانين، عند قيام الوسيط (الوكيل) بشراء ما اشتراه للعميل (الموكل) وذلك بإيجاب من الوسيط وقبول من العميل، وذلك بتخلل مدة بين تنفيذ الأمر وإيجاب الوسيط للشراء، وعلى أن تصبح الورقة المالية بعد الشراء في ضمان الوسيط (الوكيل) بصفته مشترياً.<sup>620</sup>

**1-6- شرط الإباحة الشرعية:** وذلك بأن تكون اللوائح الداخلية والعقود والاتفاقات والنماذج التي يستخدمها وصناديق ومحافظ الاستثمار التي ينشئها والأدوات التي يصدرها الوسيط موافقة لأحكام الشريعة الإسلامية.

كما يشترط أن تخولت معاملات الوسيط مع عميله من الربا، وعدم قيامه بتمويل عميله على أساس العقود المحرمة شرعاً كالعقود العاجلة بالهامش وأي عقد مبني على أساس الاقتراض بالفائدة المحرمة، بل يجب الاعتماد على أحد طرق التمويل المشروعة كالمراجحة أو المضاربة أو المشاركة أو غيرها.

**1-7- شرط عدم تحديد العمولة:** يشترط عدم تقدير أو تحديد عمولة الوسطاء من قبل الجهات المشرفة على البورصة الإسلامية، والواجب أن يترك تقدير ذلك إلى الوسطاء أنفسهم، ما التزموا في ذلك بأخذ الأجرة المعتادة، أما إذا امتنع الوسطاء عن تقديم خدماتهم إلا بأجرة مرتفعة زائدة على الأجرة المعتادة، ففي هذه الحالة يكون لإدارة البورصة تحديد العمولة لما في ذلك من المصلحة، وذلك لكون الأصل في الشريعة هو عدم التسعير إلا إذا اقتضت المصلحة ذلك. فإن لم تكن هناك حاجة عامة إلى الأوراق المالية الإسلامية من جهة، بالنظر إلى أنه ليس كل فرد يتعامل بها، وأن الذين يتعاملون بها يبيعوا وشراء إنما هم فئة محدودة من المجتمع، إلا

<sup>618</sup> عبد الفتاح إدريس، مجلة الوعي الإسلامي، وزارة الشؤون الدينية والأوقاف، العدد 532، تاريخ العدد 2010/09/03، الكويت.

\* الفضولي هو من يتصرف في شؤون الغير دون أن يكون وكيلاً أو مأذوناً له بحكم الشرع ولو لم يكن التصرف ضرورياً وعاجلاً. وعقد الفضولي موقوف على إجازة صاحب الحق فإن أجازته نفذ وإن لم يجزه بطل، ولا يملك إجازته بعد أن فسخ العقد بل يمكنه عقده ابتداءً، وللفضولي أو المتعاقد معه أيضاً حق الفسخ قبل الإجازة. وإذا لم يجز صاحب الحق تصرف الفضولي له، يكون تصرف الفضولي إذا لم يفصح عند تصرفه أنه فضولي بأن أضاف العقد إلى نفسه.

<sup>619</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سابق، 2010، ص: 327.

<sup>620</sup> نفس المرجع السابق، ص: 329 و 95.

أن هناك حاجة إلى التعامل بالأوراق المالية الإسلامية من جهة ثانية، وذلك أن إشاعة التعامل بالأوراق المالية الإسلامية تعود بمنفعة عامة على المجتمع حيث أنه يشجع على المساهمة في الشركات الصناعية والخدمية وغيرها من الشركات التي يحتاجها المجتمع كما تم تبيانه سابقا. فإذا غالى الوسيط في الأجرة التي يتقاضونها مقابل ما يقدمونه من أعمال الوساطة، فإن ذلك يعود بالضرر على المجتمع ككل، حيث يسبب ذلك إحجام الناس عن التعامل بالأوراق المالية الإسلامية نظرا لارتفاع أجرة الوساطة التي قد تقضي على ما يأملونه من ربح يحصل لهم من شراء وبيع هذه الأوراق.

وبالتالي فإن التسعير في الحالة التي تكون فيها الوساطة في بيع وشراء الأوراق المالية الإسلامية حكرا على أشخاص أو شركات محددة، حيث يكون تقدير الأجرة في هذه الحالة أمرا متعينا، منعا لاستغلال هؤلاء الوسطاء حاجة الناس واتفاقهم على رفع الأجرة عليهم، كما يأخذ شيخ الإسلام ابن تيمية -رحمه الله- من جواز التسعير في الأعمال، كما يجوز في الأموال عند الحاجة إلى التسعير، وقياسا على ما قرره من أن الناس إذا التزموا ألا يبيع الطعام إلا أناس معينون، لا يجوز البيع إلا لهم، ولا الشراء إلا منهم، فإن التسعير عليهم يكون في هذه الحالة واجبا بلا أي تردد من جميع العلماء.<sup>621</sup>

وعليه يمكن لإدارة البورصة الإسلامية وضع حدود دنيا وعليا للعمولات المتقاضاة منعا للاستغلال، وفكرة وجود حد أعلى وحد أدنى تترك مجال للمنافسة بحيث يتم تقدير هذه العمولات وحدودها ونسبتها بشكل يعكس كلفة التشغيل مع تحقيق مستويات ربحية معقولة، وهذا في إطار السوق المنظم، في حين يترك تقدير العمولات للتفاوض في السوق غير المنظم، وهي وإن كانت أقل عادة مما يؤخذ في السوق المنظم إلا أنها تكون مجزية بالنظر إلى حجم الصفقات الكبير.

**1-8- شرط الخلو من الجهالة:** إن شرط الخلو من الجهالة في تعامل الوسيط مع عملائه يتحقق بالالتزام الوسيط في بورصة الأوراق المالية الإسلامية بما يلي:

**أ- معلومية العمولة:** وذلك أن تكون إما بمبلغ مقطوع أو بنسبة من مبلغ معلوم، أو يؤول إلى العلم مثل أن تكون العمولة عند ابتداء التوكيل معلومة وترتبط بمؤشر عند بداية كل فترة. ولا يجوز عدم تحديدها، كأن يقتطع الوسيط عمولته غير المحددة من مستحقات عميله.<sup>622</sup>

**ب- المعلومية والتدوين والتوثيق بين الوسيط وعملائه:** بغية الحفاظ على الحقوق، يجب أن يعلم كل من العميل والوسيط وغيرهم مقدار ما يقدمه من مال للاستثمار ومقدار ما يتحملة من مخاطر إذا حدثت، وأن يكتب ذلك في عقود موثقة ومكتوبة\* حتى لا يحدث جهالة وغرر ويؤدي ذلك إلى شك وريبة ونزاع بينهما. وتأسيساً على ذلك يجب أن تكون الأوامر الصادرة من المتعاملين مع الوسيط مكتوبة وواضحة وشفافة، كما يجب أن يكون عقد الوساطة بين العميل والوسيط مبيناً فيه كافة الشروط والاتفاقيات ولا سيما مقدار أجرة الوسيط.<sup>623</sup> ويجب أن يحدد العميل للوسيط أصول مالية معلومة ومحددة تحديداً نافيا للجهالة\* على وجه لا يشوبه غرر كثير ولا قليل.<sup>624</sup>

**1-9- الخلو من التغير:** إن التغير هو إظهار الشيء بمظهر غير حقيقي، مع إعطائه صفة ليست فيه، ومن ذلك أن يحفز الوسيط العميل على شراء ورقة مالية معينة ويبالغ في وصفه لها حتى يقنعه عن كونها تحقق أرباحاً كبيرة وهذا على غير الحقيقة أو مبالغ فيه، فيأمره بشرائها، ليكتشف بعد ذلك أنها لا تحقق أرباحاً أو أن أرباحها ضئيلة جداً.

<sup>621</sup> مبارك بن سليمان آل سليمان، مرجع سابق، ص: 499.

<sup>622</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سابق، 2010، ص: 327.

\* ولقد تناول القرآن الكريم هذه المسألة في آية التدوين فيقول الله تعالى: "يا أيها الذين آمنوا إذا تداينتم بدين إلى أجل مسمى فاكتبوه وليكتب بينكم كاتب بالعدل ولا يأب كاتب أن يكتب كما علمه الله فليكتب" (سورة البقرة، الآية: 282).

<sup>623</sup> حسين شحاتة، و عصام أبو النصر، مرجع سابق، ص: 9.

\* ومن المعلوم أن البيوع التي يتم تنفيذها في بورصات الأوراق المالية تتم على أوراق مالية توصف جميعها بأنها مثلية ولا مجال لاختلاف العلم المتعلق بالصفة عن العلم المتعلق بالجنس هنا.

سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص: 117.

<sup>624</sup> نفس المرجع السابق، ص: 117.

**10-1- شرط الأمانة:** إن يد الوسيط عند اعتباره وكيلًا يد أمانة، لذلك يجب أن يلتزم الوسيط بالأمانة مع المتعاملين معه لأن هذا من موجبات التعاقد معه، ولقد أمر الله عز وجل بالأمانة فقال: "إِنَّ اللَّهَ يَأْمُرُكُمْ أَنْ تُؤَدُّوا الْأَمَانَاتِ إِلَىٰ أَهْلِهَا"<sup>625</sup>. كما أكد الرسول صلى الله عليه وسلم على ذلك فقال: "أد الأمانة لمن ائتمنك ولا تحن من خانك" (رواه أحمد وأبو داود). وتأسيساً على ذلك يجب على الوسيط أن يتحرى الأمانة في كل معاملاته طبقاً للأوامر الواردة له، كما يجب أن يكون أميناً في المشورة والنصيحة التي يقدمها لعملائه عند طلبها فالمستشار مؤتمن، ويتجنب الغش والتدليس والتزوير،<sup>626</sup> وعدم قيامه بدفع عملائه للبيع أو الشراء لمجرد التربح والحصول على مزيد من العمولات والأتعاب، أو بغرض التأثير على اتجاهات الأسعار، أو المماطلة في تنفيذ أوامر العملاء بدعوى التريث لحين تحسن مستوى الأسعار، على حين أن الأمانة تقتضي سرعة تنفيذ أوامر هؤلاء العملاء.<sup>627</sup>

**11-1- شرط الوفاء:** يجب أن يلتزم الوسيط بالوفاء بالعقود والعهود ولا سيما بالأوامر الواردة له من العملاء، حيث أن ذلك من موجبات الثقة فيه كوسيط، ولقد أمر الله سبحانه وتعالى بالوفاء فقال: "وَأَوْفُوا بِعَهْدِ اللَّهِ إِذَا عَاهَدْتُمْ وَلَا تَنْقُضُوا الْأَيْمَانَ بَعْدَ تَوْكِيدِهَا وَقَدْ جَعَلْتُمُ اللَّهَ عَلَيْكُمْ كَفِيلًا إِنَّ اللَّهَ يَعْلَمُ مَا تَفْعَلُونَ"<sup>628</sup>، ويؤكد الرسول صلى الله عليه وسلم على قيمة الوفاء بالعهود فيقول: "من كان بينه وبين قوم عهد فلا يحل عهداً ولا يشدنه حتى يمضي أمره أو يئذ إليهم على سواء" (رواه الترمذي وقال حديث حسن). وتأسيساً على ذلك يجب على الوسيط أن يلتزم بوعوده وعهوده حتى يكون موضع ثقة من المتعاملين معه، فلا يخالف الوسيط ما أمره به موكله، كأن ينفذ الوسيط أمر عميله الذي أمره بالبيع أو الشراء بسعر محدد ومسمى، فباع أو اشترى بأكثر أو أقل ولو بفلس، فما زاد لم يلزم الموكل (العميل)، ويعد إخلالاً بالعهد الذي بينهما لأنه لم يؤمر بذلك، وعلى الوسيط الذي يخالف أمر العميل بالشراء فاشترى بأكثر مما حدده له في الأمر، فإنه يضمن الفرق بين السعر الذي اشترى به وسعر الورقة المالية في البورصة. وإذا خالف الوسيط بأمر البيع فباع بأقل من السعر المحدد له في الأمر، فيضمن ما نقص عن ذلك السعر.<sup>629</sup>

**12-1- شرط الصدق:** يجب أن يلتزم الوسيط في كل معاملاته بالصدق والباعث له على ذلك قيمة الإيمانية، ودليل ذلك قول الله تبارك وتعالى: "يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَكُونُوا مَعَ الصَّادِقِينَ"<sup>630</sup>، والدليل من السنة النبوية قول الرسول صلى الله عليه وسلم: "التاجر الصدوق مع النبيين والصدّيقين والشهداء" (رواه الترمذي)، ويقول صلى الله عليه وسلم: "البيعان بالخيار حتى يتفرقا فان صدقا وبئنا بورك لهما في بيعهما، وإن كتما وكذبا محقت بركة بيعهما" (رواه البخاري). وتأسيساً على ذلك يجب على الوسيط أن يكون صادقاً في البيانات والمعلومات التي يقدمها لعملائه من البائعين والمشتريين، ويتجنب الكذب والغش والتدليس والكتمان وما في حكم ذلك من الأمور التي حرمتها الشريعة الإسلامية.<sup>631</sup>

**13-1- شرط النصيحة:** يجب على الوسيط أن يقدم النصيحة الصادقة والخالصة لعملائه وأن يكون لهم موجهاً ومرشداً إلى الأفضل والأحسن، وأن لا يخشى إلا الله، ويؤمن بإيماناً راسخاً بأن الله هو الرزاق ذو القوة المتين، ودليل شرط النصح من القرآن الكريم قول الله تبارك وتعالى: "إِلَّا الَّذِينَ آمَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ وَتَوَاصَوْا بِالْحَقِّ وَتَوَاصَوْا بِالصَّبْرِ"<sup>632</sup>، ويقول الرسول ﷺ: "الدين النصيحة"، قلنا لمن؟، قال: "الله وكتابه ورسوله ولأئمة المسلمين وعامتهم" (رواه مسلم).

وتأسيساً على ذلك يجب أن يكون الوسيط مقداماً في تقديم النصائح والتوصيات والإرشادات لعملائه لما فيه مصلحة لهم

<sup>625</sup> سورة النساء، الآية: 58.

<sup>626</sup> حسين شحاتة، و عصام أبو النصر، مرجع سابق، ص: 9.

<sup>627</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص: 100.

<sup>628</sup> سورة النحل، الآية: 91.

<sup>629</sup> نفس المرجع السابق، ص: 329.

<sup>630</sup> سورة التوبة، الآية: 119.

<sup>631</sup> حسين شحاتة، و عصام أبو النصر، مرجع سابق، ص: 9.

<sup>632</sup> سورة العصر، الآية: 3.

وأن لا يكون غشاشاً أو مدلساً أو مزوراً وما في حكم ذلك، ويرى فقهاء المعاملات أن الدافع والباعث والحافز على التزام الوسيط بهذه القيم الأخلاقية هو القيم الإيمانية للعاملين بهذه المهنة ومنها الإخلاص في العمل ابتغاء وجه الله سبحانه وتعالى بجانب الباعث المجتمعي والمهني. ولذلك يجب أن يتعاون الوسيط مع عملائه في التعامل في بورصة الأوراق المالية الإسلامية في اختيار الأوراق المالية وبالآليات التي تقلل المخاطر وتنمي العوائد، فعلى سبيل المثال لا يجب الدخول في معاملات ذات مخاطر عالية غير مجدية وتؤدي إلى هلاك المال، كما يجب تجنب طرق التعامل ذات المخاطر العالية.<sup>633</sup>

**1-14- شرط الإذن:** يشترط لتوكيل وسيط معين وسيط آخر لتنفيذ الأوامر عنه أن يأذن له عميله (موكله) بذلك، وحينئذ لا ينزل وكيل الوسيط بعزل الوسيط ولكن ينزل بعزل العميل له (الموكل). كما يشترط عدم انفراد الوسطاء الذين تم توكيلهم بعقد واحد في التصرف بدون إذن من العميل (الموكل)، أما إذا كان التوكيل لهم بعقود متعددة فلكل منهم التصرف على حدى إلا إذا اشترط العميل اجتماعهم على التصرف.<sup>634</sup>

## 2- الشروط المهنية للوسطاء في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

تتعدد الشروط المهنية التي يجب أن يلتزم بها الوسطاء في بورصة أوراق مالية إسلامية، ومنها التي توضح كيفية تطبيق الشروط الشرعية المذكورة أعلاه، ويتم عرض أهمها فيما يلي:

**1-2- شرط توافر الملاءة المالية وكفاية رأس المال:** يجب أن لا يقل رأس مال النقدي للوسيط عن مبلغ أدنى تحدده لجنة البورصة العليا، وذلك لضمان المبالغ المطلوبة منه للعملاء أو للجنة البورصة. وتفرض أغلب قوانين البورصات أن تتخذ شركات الوساطة شكل شركة المساهمة أو شركة التوصية بالأسهم\*، وهذا لضمان قدرتها على تأدية وظائفها، والتي تقتضي توفر قدرات مالية كبيرة لاستخدامها في عمليات تغطية الاكتتاب، والاستعانة بعدد وفير من الخبراء في مجال التحليل المالي والاستثمار بما يمكنها من الوقوف على مدى سلامة المراكز المالية للشركات وقدراتها على تحقيق الأرباح ودراسة المؤشرات، والتنبؤ باتجاهات الأسعار، وتقويم الاستثمارات المالية للمتعاملين في البورصات والراغبين في الاستفادة من تقلبات الأسعار.<sup>635</sup>

إن إلزام شركات الوساطة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية بهذا الشرط، يسمح بتحقيق الشرط الشرعي المتمثل في توفر الأهلية. وتكون الأهلية مثبتة من خلال التحقق من كفاية رأس المال الوسيط لأنه هو المطالب بإتمام التسويات في البورصة، وبالتالي إذا قام الوسيط بالتعامل لصالح العميل بأكثر مما وضع العميل عند الوسيط، فإدارة البورصة والطرف الآخر لا يعرفون العميل بل يعرفون الوسيط ولهذا يجب الحرص على كفاية رأس المال للوسيط. وعليه لا يسمح مهنياً وفنياً للوسيط أن يعمل في بورصة الأوراق المالية الإسلامية إلا ضمن قواعد محددة مسبقاً لرأس المال، ولذلك يجب أن ألا يقل رأس مال شركة الوساطة عن مبلغ معين تحدده الهيئة القانونية المشرفة على هذه البورصة.

## 2-2- الإفصاح والشفافية المطلوبين من الوسطاء: ولتحقق الإفصاح والشفافية المطلوبين من الوسيط يجب أن يلتزم بما يلي:

- الإفصاح للعميل عن العمولات التي سيتقاضاها مقابل خدماته مع تحديد نوعية هذه الخدمات.
- أن يلتزم الوسيط بمسك دفاتر منتظمة يقيدها فيها كل العمليات التي تتم من خلاله بكافة تفاصيلها.
- يجب أن يقوم الوسيط بإيداع أموال عميله عندما يتسلمها في حساب ذلك العميل فوراً.
- التزام المعايير المحاسبية الخاصة بنقل الملكية وتوضيح ذلك من خلال الفصل في دفتاره بين حقوقه وحقوق عملائه، حيث

<sup>633</sup> نفس المرجع السابق، ص: 10 و 14.

<sup>634</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سابق، 2010 ص: 329.

\* سيتم التطرق إلى تعريف هذه الشركات في البحث الثاني من هذا الفصل.

<sup>635</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، 1996، ص: 100.

يجب عليه فصل أمواله وأصوله عن أموال وأصول العميل. وذلك من خلال فتح حساب أو حسابات مصرفية باسم الوسيط لإيداع أموال عملائه كإمانة لاستخدامها في تنفيذ عمليات التداول الخاصة بهم، وعلى الوسيط تضمين اتفاقياته مع المصارف بنداً ينص على تخصيص هذه الحسابات لأموال العملاء فقط وقصر استخدامها على الأغراض التالية:<sup>636</sup>

- قيام العملاء بإيداع المبالغ اللازمة لتمويل عمليات شراء الأوراق المالية.
- قيام الوسيط بإيداع المبالغ المقدمة من عملائه أو وكلائهم لتمويل عمليات شراء الأوراق المالية، مع مراعاة التقيد بالإجراءات الخاصة بمواجهة غسل الأموال المعمول بها.
- خصم المبالغ المستحقة على العملاء نتيجة تنفيذ أوامر الشراء الخاصة بهم.
- إيداع أو تحويل أو صرف المبالغ المستحقة للعملاء الناتجة عن تنفيذ أوامر بيع الأوراق المالية الصادرة عنهم بعد انتهاء إجراءات التسوية المالية لدى المقاصة.
- خصم وتحويل قيمة العمولات المستحقة للوسيط والناتجة عن قيامه بتنفيذ عمليات التداول لصالح عملائه.
- رد الأموال الخاصة بعملاء الوسيط عند الطلب.
- عدم تصرف الوسيط بالأموال المودعة في حسابات العملاء إلا وفقاً لأحكام اتفاقية فتح الحساب المبرمة معهم.
- عدم حصول الوسيط على أية فوائد على الأموال المودعة في حسابات العملاء لدى المصارف.
- عدم احتفاظ الوسيط بالأموال المودعة في حسابات العملاء على شكل ودائع ثابتة أو الحصول على أية تسهيلات ائتمانية أو قروض مصرفية بضمان الأموال المودعة في حسابات العملاء.
- أن لا تخضع الأموال المودعة في حسابات العملاء لدى المصارف لإجراءات الرهن أو الحجز أو التصفية أو الإفلاس أو أية إجراءات أخرى قد يخضع لها الوسيط نتيجة الالتزامات المترتبة عليه.
- يلتزم الوسيط بالفصل بين حساباته وحسابات العملاء عند إظهار أرصدة المصارف في البيانات المالية الخاصة به والإيضاحات المتممة لها. وذلك من خلال تزويد الهيئة القانونية المشرفة على البورصة بالبيانات الخاصة بكافة الحسابات التي تم فتحها لدى المصارف وبأية تغيرات تطرأ على تلك البيانات فور حدوثها.
- يلتزم الوسيط باحتساب قيمة العمولات الناتجة عن التداول في الأسواق بصفة دورية وتحويلها إلى الحسابات الخاصة به لدى المصارف.
- يلتزم الوسيط بعدم إجراء أية تحويلات من حسابات العملاء إلى حساباته إلا في حدود العمولات الناتجة عن التداول، أو قيمة صفقات الأوراق المالية التي تتم لصالح العملاء وبتفويض منهم.<sup>637</sup>
- يلتزم الوسيط بإجراء مراجعة يومية - في نهاية كل يوم عمل - لحسابات العملاء لاحتساب أرصدهم.
- أن يقدم لصالح المقاصة كفالة مصرفية غير مشروطة صادرة عن أحد المصارف الإسلامية العاملة في الدولة ومتوجبة الدفع عند الطلب بمبلغ لا يقل عن حد أدنى تحدده إدارة البورصة، وتزداد هذه الكفالة طردياً مع زيادة حجم أعمال الوسيط.<sup>638</sup>
- يجب على الوسيط في حال خطر تعرضه للإفلاس عدم قبول أي أموال أو أصول عملائه أخرى، أو أن يتصرف في أموال العملاء أو أصول العملاء، أو القيام بأي رهن، أو تحمل أي عبء، أو إعطاء كفالة، أو التبرع بأي جزء من أصوله، أو

<sup>636</sup> المادة رقم (2)، قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (66/ر) لسنة 2007 بشأن ضوابط وآلية فصل الحسابات لدى الوسطاء، هيئة الأوراق المالية والسلع لدولة الإمارات العربية المتحدة.

<sup>637</sup> المادة رقم (6)، نفس المرجع السابق.

<sup>638</sup> المادة رقم (7)، قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (1) لسنة 2000 في شأن النظام الخاص بالوسطاء، وقرار رقم (176/ر) لسنة 2006، هيئة الأوراق المالية والسلع لدولة الإمارات العربية المتحدة. (بتصرف)

إجراء أي نقل للملكية يتعلق بأي من أصوله.<sup>639</sup>

- أن يكون لديه نظام محاسبي متكامل، وأن يحتفظ بدفاتر وسجلات وحسابات تعكس بشكل مفصل ودقيق البيانات المالية وحسابات الدخل وفقاً للمعايير المحاسبية المعتمدة من هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.
- أن يبادر الوسيط فور حصوله على الترخيص بتعيين مراقب للحسابات توافق عليه الهيئة، شريطة أن لا يكون هذا المراقب مديراً أو مسؤولاً أو موظفاً أو مساهماً أو شريكاً للوسيط المرخص له، وعليه إخطار الهيئة القانونية بذلك.
- أن يقوم بنشر سعر بيع وشراء الأوراق المالية التي تم تداولها من طرفه.

### 3- الشروط الفنية للوسطاء في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

يشترط في الوسطاء تحقق مجموعة من الشروط الفنية، ومنها التي تعتبر الضرورية لتحقيق الشروط الشرعية ونذكر أهمها فيما يلي:

- 3-1- شرط إعلان التزامها بالشرعية الإسلامية: ويتحقق ذلك من خلال النص في عقد تأسيس شركة الوساطة وفي نظامها الأساسي على ممارسة نشاط الوساطة المالية وفق أحكام الشريعة الإسلامية.
- 3-2- شرط الحصول على الترخيص: يشترط أن يحصل الوسطاء في بورصة الأوراق المالية الإسلامية على ترخيص من طرف الهيئتين المشرفتين على هذه البورصة، وذلك بعد أن تتأكد من استيفاء جميع الشروط المطلوب تحقيقها لمنح الترخيص. وتسجل أسماءهم وعناوينهم وجميع الأحكام التي تتعلق بهم في سجل المرخصين والمعتمدين ويحفظ لدى الهيئة القانونية للبورصة ويكون متاحاً لإطلاع الجمهور. وهذا بعد تسجيل الوثائق المطلوبة لدى هيئة البورصة وتقديم طلب تسجيل، ويجب أن يحتوي طلب التسجيل على الأقل على: الوضع المالي والإداري والتنافسي للشركة، نوع الصناعة والخبرة التي تتمتع بها الشركة، اتجاه استخدام الأموال وكيفية تقييم مخاطرها المالية. وعليه يشترط أن يتوفر في الوسيط -وبصورة مستمرة- جميع شروط الترخيص، وفي حال فقدان أي شرط من الشروط المحددة لمنح الترخيص، يتم إلغاء الترخيص الممنوح للوسيط. كما يجب أن يكون أي نشاط إقراض للأوراق المالية يقوم به الوسيط خاضعاً للموافقة المسبقة للهيئة القانونية ووفقاً للأحكام والشروط التي تقرها الهيئة الشرعية.
- 3-3- شرط الإبلاغ بالعقود التي تجري خارج البورصة: أما بالنسبة للأوراق المالية غير المقيدة في البورصة فيسمح بالتعاقد عليها بشكل مباشر بين البائع والمشتري بدون اللجوء إلى الوسطاء، إلا أنه يشترط في هذه الحالة أن يتم إبلاغ البورصة بالعقود التي تجري على تلك الأوراق المالية، حيث يتم الإعلان عنها داخل البورصة، وفي نشرة الأسعار اليومية، كما تقوم البورصة بقيدها في الحاسب الآلي، وتحرير ما يفيد انتقال الملكية لصاحب الشأن، وإخطار الشركة مصدرة الورقة المالية.
- 3-4- عدم اشتراط تدخل الوسطاء في المعاملات التي تتم خارج البورصة: إن اشتراط تدخل الوسطاء في المعاملات التي تعقد على الأوراق المالية داخل البورصة له ما يبرره من حماية المستثمرين وضمان حسن سير البورصة وغيرها من المبررات، إلا أنه لا تبرير لاشتراط التدخل الذي يتم مباشرة بين المالك والمشتري، لأن ذلك يتم في أغلب الأحوال بين طرفين يعرف كل منهما الآخر ويتق فيه، ومن ثم يكون من التعسف إجبارها على اللجوء إلى أحد الوسطاء لإتمام عملية البيع التي سبق إتمامها بينهما، ومن ثم لا يعدوان يكون دور الوسيط في هذه الحالة سوى دوراً شكلياً، بالإضافة إلى ما في ذلك من أعباء مالية تتمثل على الأقل في العمولة التي يجب دفعها للوسيط.

- 3-5- شرط انعدام السوابق العدلية: أي أنه يجب أن لا يكون الوسيط قد أدين بسرقة، أو نصب، أو بخيانة للأمانة، أو بتزوير،

<sup>639</sup> المادة (239)، اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، هيئة أسواق المال، الكويت. (بتصرف)

أو أن يكون أي من مديري شركة الوساطة أو الشركاء المفوضين بإدارتها أو ممثليها القائمين بأعمال الوساطة قد توقف عن دفع ديونه التجارية حتى لو لم يفتتن ذلك بإشهار إفلاسه أو يكون قد أشهر إفلاسه ولم يرد إليه اعتباره، أو يكون قد حكم عليه بعقوبة مقيدة للحرية في جريمة مخلة بالشرف والأمانة ولم يرد إليه اعتباره.<sup>640</sup>

**3-6- شرط التأهيل العلمي:** أي أن يكون الوسيط مؤهلاً تأهيلاً علمياً مناسباً يمكنه من القيام بالمهام المكلف بها على الوجه اللازم، وأن يكون على علم بالمستجدات في مجال المعاملات المالية الإسلامية في بورصات الأوراق المالية الإسلامية. وأن يكون متقناً في تنفيذ الأوامر الواردة له وفقاً للقوانين والأعراف والنظم واللوائح، وعليه أن يستعين في ذلك بالأساليب المعاصرة.<sup>641</sup> ولا نقصد هنا بالوسيط الموظف الذي يعمل في البورصة بل يجب أن يتمتع جميع أعضاء مجلس الإدارة لشركة الوساطة بدراية في مجال الأوراق المالية الإسلامية. وعليه يجب أن يدعم الوسيط نشاطه بمجموعة من الباحثين الذين يتابعون التطورات والنشرات التي تصدرها الشركات، ويتم تمويل هذه الأبحاث التي يجرؤها من خلال العمولات التي يحصلون عليها نتيجة البيع أو الشراء لصالح عملائهم.<sup>642</sup> كما يتوجب توفير برامج تدريبية مناسبة لتأهيل العاملين في شركات الوساطة على كيفية توفير وإيصال المعلومات التي يحتاجها المستثمر.

**3-7- شرط الحوكمة:** ولتحقق شرط الحوكمة في الوسيط وجب ما يلي:

- أن لا يكون عضو مجلس الإدارة أو أحد موظفي الإدارة التنفيذية عضواً في مجلس إدارة شركة أخرى عضواً في البورصة أو شركة مدرجة أو يعمل في وظيفة لدى شركة مدرجة أو يعمل لدى هيئات البورصة.

- ألا يمارس أعمالاً تجارية عدا أعمال بورصة الأوراق المالية الإسلامية، وألا يكون عضو مجلس إدارة إحدى الشركات المدرجة في البورصة، أو مستشاراً، أو خبيراً، أو مستخدماً فيها، أو بأحد المصارف أو المحلات التجارية.<sup>643</sup>

**3-8- شرط الدراية والإطلاع على أحوال البورصة:** يجب أن يتولى تنفيذ أوامر المستثمرين سواء كانت بيعة أو شراء وسطاء على درجة عالية من الدراية بظروف البورصة، وتتوفر فيهم القدرة على تنفيذ الأوراق المحدد أسعارها مسبقاً بمجرد أن تصبح هذه الأسعار متاحة في البورصة. كما يجب أن يكون الوسيط قادراً في جميع الأوقات على أن يمد عميله بكافة المعلومات المتاحة عن البورصة واتجاهاتها والأوراق التي يرغب في شرائها ومدى سلامة المراكز المالية لشركاتها، فليعب بذبك دور المستشار المالي والاقتصادي.<sup>644</sup>

**3-9- شرط عدم تضارب المصالح:** ولتحقق هذا الشرط يجب أن يلتزم الوسيط بما يلي:

- عدم مزاوله مهنة الوساطة في الدولة إلا من خلال شركة واحدة، كما لا يجوز للشريك في رأس مال وسيط معين أن يكون شريكاً في رأس مال وسيط آخر أو أن يشغل منصباً إدارياً فيه.<sup>645</sup>

- إبلاغ العميل بأن الوسيط أو أي من الأشخاص المرتبطين به كان طرفاً أو له مصلحة في العملية المنفذة لصالح العميل. وفي حال وجود تضارب في المصالح بين الوسيط والعميل، فعلى الوسيط أن يتخذ الإجراءات اللازمة التي من شأنها حماية مصلحة العميل.

- عدم التعاقد لحسابه الخاص فيما أوكل إليه بشكل قاطع إلا إذا نصت الوكالة على خلاف ذلك أو يرضى موكله بعد طلب إذنه بذلك. فالوسيط المكلف بالبيع لا يحق له أن يكون مشترياً أو إذا كلف بالشراء لا يحق له أن يبيع الأوراق المالية التي يملكها،

<sup>640</sup> المادة رقم (7)، قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (1) لسنة 2000 في شأن النظام الخاص بالوسطاء، وقرار رقم (176/ر) لسنة 2006، هيئة الأوراق المالية والسلع لدولة الإمارات العربية المتحدة.

<sup>641</sup> حسين شحاتة، و عصام أبو النصر، مرجع سابق، ص: 5.

<sup>642</sup> محمد البناء، مرجع سابق، ص: 170.

<sup>643</sup> أحمد محيي الدين حسن، مرجع سابق، ص: 110.

<sup>644</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، 1996، ص: 61.

<sup>645</sup> قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (1) لسنة 2000 في شأن النظام الخاص بالوسطاء، وقرار رقم (176/ر) لسنة 2006، هيئة الأوراق المالية والسلع لدولة الإمارات العربية المتحدة، المادة رقم (3).

والهدف من هذا المنع هو الخوف من أن يضحى الوسيط بمصلحة عميله لصالح مصلحته الشخصية.<sup>646</sup> إلا أن قواعد التعامل سوق الأوراق المالية قد خرجت عن هذه القاعدة العامة حيث أعطت للوسيط المرخص بالتعامل لصالح محفظته الحق في شراء أو بيع الأوراق المالية المفوض من عملائه التصرف بها مباشرة لصالح محفظته وفق شروط اجرائية محددة لكيفية تعاملهم لصالح محافظهم إلى جانب تعاملهم لصالح عملائه، بينتها تعليمات التداول في السوق.<sup>647</sup>

- يتوجب على الوسيط أن يقدم كشف حساب المفتوح لديه الخاص بالعميل دورياً عن العمليات التي يجريها لمصلحته، ولا سيما إذا تعاقد بشروط أفضل من التي حددها العميل حتى لا يثري الوسيط على حساب عميله، والهدف من تقديم كشف الحساب هو الحرص على مصلحة العميل، وحتى لا يتحفظ الوسيط بفرق الثمن في حالة البيع بشرط أفضل.<sup>648</sup> ويجب أن يكون الحساب واضحاً ومفصلاً حتى يتسنى للعميل مراقبة وسيطه في تنفيذ أوامره، كما يجب أن يكون الوسيط صادقاً وبعيداً عن أي غش أو تزيف.

- عدم إجراء معاملات خارج البورصة في الأوراق المسجلة بما من طرف الوسطاء الحاصلين على عضوية بالبورصة.<sup>649</sup>

- أن تلتزم الشركة بعدم توظيف أي شخص كمسؤول إداري أو مستشار مالي أو مهني وهو عميل لديها في تداول الأوراق المالية.

**3-10- شرط التوثيق:** يتعين على الوسيط المتعاقد باسمه ولحساب موكله أن يقوم فور إتمام الصفقات التي يعقدها بتحرير عقد يتضمن اسم الوسيط البائع واسم الوسيط المشتري واسم الشركة التي كانت أوراقها محلاً للتعاقد وعدد الأسهم المباعة وسعر التعاقد ويسلم لكل من البائع والمشتري صورة من عقد البيع وهذا الإجراء يضمن سلامة التعاقد ومن شأنه تفادي المنازعات.<sup>650</sup> ويتعين على الوسيط المتعاقد التحقق من وجود الأوراق المالية المطلوب بيعها قبل أن يشرع في اتخاذ أي إجراء لتنفيذ الأمر الصادر لديه ويكون له الحق في مطالبة العميل بتسليمه الأوراق المطلوب بيعها فور صدور الأمر إليه.<sup>651</sup> كما يجب على الوسيط تزويد كل عميل دورياً بكشف يبين جميع أصول العميل والضمانات والأصول الأخرى التي يملكها أو التي يكون الشخص المرخص له مسؤولاً عن إدارتها.

**3-11- شرط عدم الاحتكار:** يجب على الوسيط أن يستوفي شروط معينة لإمكانية تداوله الأوراق المالية باسمه ولحسابه الخاص، أهمها:<sup>652</sup>

- أن ألا يزيد حجم استثمارات الوسيط في الأوراق المالية على نسبة محددة من مجموع رأس المال (40% مثلاً)، وأن لا تتجاوز استثماراته في الورقة المالية الواحدة على نسبة محددة (10% مثلاً) من المبلغ المخصص للاستثمار في الأوراق المالية لحسابه الخاص.

- أن يقوم بتوضيح سياسته الاستثمارية وحجم الأموال التي تم تخصيصها لهذا الغرض مع بيان مصادر التمويل، ومدى تأثير استثماره في الأوراق المالية على ملاءته المالية، وخططه لمعالجة هذا التأثير حال انخفاض قيم الأوراق المالية التي يستثمر فيها.

- وضع نظام رقابة داخلي يحول دون استفادة الوسيط عند التداول باسمه ولحسابه الخاص من الاستشارات المالية أو تقارير التحليل المالي الصادرة عنه والتي لم يتم الإعلان عنها ويكون لها تأثير على سعر الورقة المالية.

<sup>646</sup> قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (1) لسنة 2000 في شأن النظام الخاص بالوسطاء، وقرار رقم (30/ر) لسنة 2009، هيئة الأوراق المالية والسلع لدولة الإمارات العربية المتحدة، المادة رقم (17) مكرر.

<sup>647</sup> نفس المرجع السابق.

<sup>648</sup> نفس المرجع السابق، ص: 36.

<sup>649</sup> محمد البناء، مرجع سابق، ص: 156.

<sup>650</sup> نفس المرجع السابق، ص: 398.

<sup>651</sup> نفس المرجع السابق، ص: 397.

<sup>652</sup> قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (1) لسنة 2000 في شأن النظام الخاص بالوسطاء، وقرار رقم (30/ر) لسنة 2009، هيئة الأوراق المالية والسلع لدولة الإمارات العربية المتحدة، المادة رقم (17) مكرر.

- التعاقد مع جهة مرخصة لمزاولة نشاط الحفظ الأمين لحفظ الأوراق المالية المملوكة للوسيط لديها.
- إعطاء أوامر العملاء الأولوية في التنفيذ على الأوامر لحسابه الخاص.
- عدم تنفيذ أي صفقة لحساب الوسيط تتعلق بورقة مالية كانت موضوعاً لاستشارة مالية أو تقرير لتحليل مالي صادر عنه، وذلك خلال مدد تحددها الهيئة المشرفة.
- عدم إمكان الوكيل بالعمولة تفويض غيره من الوسطاء للقيام بأعباء العمل الموكّل به على وجه الاستقلال، بحيث يمكن أن يدفع في مواجهة الموكّل بعدم مسؤوليته عن تصرفاته.<sup>653</sup>
- 3-12- شرط السرية:** يشترط من الوسيط عدم الإفصاح عن أسماء عملائه إلا بإذنتهم، حيث يتوجب على الوسيط أن يعمل بالأمانة والنزاهة عند عرض الصفقة التي يكون وسيطاً بها بكافة الأمور المتعلقة بها ومن هنا يجب عليه عدم إفشاء أسرار عملائه وأسمائهم سواء كانت متعلقة لمن يعمل لحسابهم الخاص أو آخرين.
- 3-13- شرط وضع نظام للرقابة الشرعية والمهنية:** إن وضع رقابة شرعية ومهنية على الوسطاء يضمن حماية حقوق المتعاملين في بورصة الأوراق المالية الإسلامية ويحقق متطلبات المصلحة العامة، وذلك من خلال الاطلاع على السجلات المحاسبية للوسطاء والقيام بالتفتيش بصورة دورية أو عند الضرورة. بالإضافة إلى فرض عقوبات صارمة على مخالفة قواعد السلوك المهني الأخلاقي، كإساءة التصرف بأموالهم بما في ذلك إساءة توظيفها أو استخدامها، التأثير سلباً على المنافسة وذلك بالتلاعب بنسب العمولات أو ببديل الخدمات التي يتقاضاها أي منهما من العملاء أو الحد من الخدمات المقدمة لهم.<sup>654</sup> ولتحقق هذا الشرط لا بد أن يلتزم الوسيط بما يلي:
- أن يكون له ميثاق عمل أخلاقي وفق أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.
- أن يلتزم بالشروط والضوابط والمعايير الشرعية التي اعتمدها الهيئة الشرعية المشرفة على بورصة الأوراق المالية الإسلامية.
- أن يقوم خلال فترات دورية بإعداد بيان بجميع أصول العملاء الموجودة فعلياً بحوزته بتحديث وتدقيق ذلك البيان مع السجل الخاص بتلك الأصول لديه. وعليه أن يقوم خلال فترة عمل محددة بتصحيح أي عدم تطابق يكتشفه من خلال عملية التحديث والتدقيق التي قام بإجرائها. وفي حال اكتشافه أن عدم التطابق ينطوي على نقص، فيجب عليه في هذه الحالة تسديد النقص وإخطار الهيئة المشرفة بذلك.
- أن يشتمل تنظيمه الداخلي على نظام رقابة وتدقيق شرعي تنظمه لائحة داخلية تضمن مهنية وكفاءة وفعالية الأداء وفق المعايير المعتمدة من الهيئة الشرعية المشرفة على البورصة.
- أن يتألف نظام الرقابة الشرعية في شركات الوساطة من مكتب تدقيق شرعي خارجي ووحدة تدقيق شرعي داخلي. حيث أن مكتب التدقيق الخارجي هو مؤسسة مستقلة تختص بالرقابة على جميع المعاملات التجارية والاستثمارية للشركة للتأكد من مدى مطابقتها لقرارات الهيئة وترفع تقاريرها بهذا الشأن إلى الجمعية العامة للشركة، وتختص الجمعية العامة بتعيين وعزل ومساءلة وتحديد مكافأة مكتب التدقيق الخارجي. أما التدقيق الداخلي فهو وحدة إدارية تابعة للجنة التدقيق وتختص بالرقابة على المعاملات التجارية والاستثمارية للشركة للتأكد من مدى مطابقتها للقرارات والمعايير الشرعية الصادرة عن هيئة الرقابة الشرعية.<sup>655</sup>
- عدم استخدام أصول عميل لحساب عميل آخر.

<sup>653</sup> قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (1) لسنة 2000 في شأن النظام الخاص بالوسطاء، وقرار رقم (30/ر) لسنة 2009، هيئة الأوراق المالية والسلع لدولة الإمارات العربية المتحدة، المادة رقم (17) مكرر.

(654) هيئة الأوراق المالية الأردنية، قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002، المادة رقم (54) و (56) و (57)، ص: 10.

<sup>655</sup> المادة (205) إلى (208)، اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، هيئة أسواق المال، الكويت.

- أن تتم الرقابة الشرعية على المعاملات مع الوسطاء في كل من المراحل الآتية:<sup>656</sup>
- أ. الرقابة الشرعية على الأوامر التنفيذية المرسلّة إلى الوسطاء .
- ب. الرقابة الشرعية على إجراءات وطرق وأساليب تنفيذ الأوامر المرسلّة إلى الوسطاء.
- ج. الرقابة الشرعية على نتائج تنفيذ الأوامر المرسلّة إلى الوسطاء.

### المبحث الثالث: المستثمرون في بورصة الأوراق المالية الإسلامية والشروط المتعلقة بهم

يمتاز الاستثمار في بورصة الأوراق المالية عموماً بالسهولة واليسر وذلك مقارنة بمجالات استثمارية أخرى، وتظهر هذه السهولة في إمكانية استثمار أي مبلغ مالي صغير أو كبير، ولأي مدة طالت أم قصرت ولا يحتاج ذلك إلى خبرات اقتصادية عالية، ويتيح الفرصة لتنويع الاستثمار فيمكن توزيع رأس المال المستثمر في أسهم شركات صناعية أو زراعية أو تجارية أو عقارية أو غير ذلك من المجالات الاستثمارية. وعليه فإن من الأهداف الأساسية لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية تلبية احتياجات ورغبات المستثمرين، فهم الفاعلين الأساسيين في تنشيطها واستمراريتها، ولا معنى لإنشائها بدونهم. ونظراً للدور الهام الذي يلعبه المستثمرون في البورصة، فإن سلوك هؤلاء وتصرفاتهم تنعكس مباشرة على نشاط البورصة وتوازن سوقها. ونظراً لخصوصية بورصة الأوراق المالية الإسلامية لقد تم تخصيص هذا المبحث للتعرف على أصناف هؤلاء المستثمرين وأهميتهم وإمكانية تواجدهم في مثل هذه البورصة من خلال مطلبه الأول، والشروط الشرعية التي يجب أن يلتزموا بها في مثل هذه البورصة من خلال مطلبه الثاني، بالإضافة إلى شروطهم المهنية والفنية في المطلب الأخير من هذا المبحث.

#### المطلب الأول: تعريف المستثمرين في البورصة الإسلامية وتصنيفاتهم

يلجأ المستثمرون إلى أية بورصة كانت إما طالبين لرؤوس الأموال أو مانحين لها، ولكل هدفه من وراء هذا الإستثمار، وعليه فإن الأدوار المهمة التي يمكن أن يؤديها المستثمرون في البورصة تختلف باختلاف أنواعهم والهدف وراء تدخلهم فيها. ومن خلال هذا المطلب سيتم تعريف المستثمر في بورصة الأوراق المالية، وآلية تداوله للأوراق المالية فيها، بالإضافة إلى تصنيف أنواع المستثمرين وفقاً لاعتبارات معينة.

#### 1- تعريف المستثمر في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

يمكن أن نعرف المستثمر في بورصة الأوراق المالية الإسلامية على أنه ذلك الشخص الطبيعي أو المعنوي الذي يقوم بشراء أو بيع الأوراق المالية المدرجة في هذه البورصة، وفق آليات وتنظيمات معينة تفرضها عليه. وعليه أن يخضع في تداوله لشروط شرعية معينة، تحددها الهيئة الشرعية المشرفة على هذه البورصة.

#### 2- آلية تداول المستثمر للأوراق المالية في البورصة الإسلامية

إذا رغب المستثمر باستثمار مدخراته من خلال شراء أو بيع الأوراق المالية المدرجة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية، عليه أولاً التوجه لإحدى شركات الوساطة المالية المنتسبة إلى عضوية هذه البورصة، حيث يقوم الوسيط بفتح حساب تداول للمستثمر حتى يتمكن من التعامل بالأوراق المالية المدرجة بالبورصة. وحتى يستطيع الوسيط فتح حساب للمستثمر، عليه تزويد الوسيط بمجموعة من الوثائق تختلف باختلاف شخص

<sup>656</sup> حسين شحاتة، وعصام أبو النصر، مرجع سابق، ص: 23.

المستثمر، أكان طبيعياً أو اعتبارياً (شركة أو مؤسسة). وبعد تزويد شركة الوساطة بالوثائق المطلوبة تقوم الشركة بفتح حساب للمستثمر على نظام الإيداع والتحويل الإلكتروني الموجود على أحد أجهزة السوق الرئيسية، حيث ترتبط به جميع شركات الوساطة عبر شبكة إلكترونية.

بعد ذلك يقوم المستثمر بإعطاء أوامر البيع و/أو الشراء لشركة الوساطة، حيث يحتوي الأمر على اسم الشركة التي ينوي المستثمر شراء أو بيع أسهمها، وكذلك عدد الأوراق المالية المنوي شراؤها أو بيعها وسعر البيع أو الشراء ومدة صلاحية الأمر والسعر الذي ينوي المستثمر التداول عليه، ويمكن إعطاء الأوامر لشركة الوساطة عبر أي وسيلة اتصال، مثل الهاتف أو الفاكس أو البريد الإلكتروني على أن يعزز المستثمر ذلك خطياً لاحقاً.

عند قيام شركة الوساطة المالية ببيع الأسهم للمستثمر تقوم الشركة بتسليم المستثمر البائع شيكا بنكيا بقيمة الصفقات التي نفذت له بعد خصم عمولة التداول وضريبتها، أو يتم تحويل قيمة الصفقة عن طريق المصرف أو يمكن تسليمها نقداً للمستثمر.

### 3- أنواع المستثمرين في البورصة

يعد المتعاملون من أهم العناصر الفاعلة في تنشيط بورصة الأوراق المالية تقليدية كانت أو إسلامية، عن طريق إبرام وتنفيذ الصفقات المالية في بيع وشراء الأسهم والصكوك، ويمكن تصنيف هؤلاء المتعاملون بناءً على اعتبارات مختلفة منها:

**3-1-1- تصنيف المستثمرين حسب شخصهم:** يمكن تصنيف المستثمرين في البورصة حسب شخصهم إلى ما يلي:

**3-1-1-1- أشخاص طبيعيين (المستثمرون الأفراد)<sup>657</sup>:** يتميز المستثمرون الكبار بتوجيه جهودهم نحو الحصول على المعلومات، مما يجعل قراراتهم الاستثمارية عادة مبنية على أسس سليمة، وهذا لا يعني أن المستثمرون الأفراد يقلون أهمية عنهم، وإن اضطروا لتوظيف مدخراتهم عن طريق المنظمات الجماعية للتوظيف، أو الوسيط صندوق التقاعد، فإنهم يؤثرون مباشرة في البورصة، ويلعبون دوراً أساسياً لما لدى البعض منهم من إمكانيات معتبرة، فوجودهم يعد عاملاً توازن للأسواق. وغالباً ما يعد الأفراد الطبيعيين من صغار المستثمرين في البورصة نظراً لمحدودية الأموال المستثمرة من طرفهم.

**3-1-1-2- أشخاص معنوية (الشركات والمؤسسات):** تقوم الشركات والمؤسسات المالية باستثمار جزء من أموالها في الأوراق المالية، إما بغرض استثمار النقدية الزائدة عن الحد في أوراق مالية لفترة قصيرة، أو الاستثمار طويل الأجل بهدف تحسين مواردها المالية، ويكون تدخلها بذلك بصفة عارضة لرؤوس الأموال.

كما لا يخفى علينا ذكر في هذا المقام أن رأس المال الضروري للمؤسسات الحديثة الكبيرة تتجاوز إمكانيات الفرد الواحد أو الأسرة الواحدة، إضافة إلى أن المؤسسة ذات أسهم تمثل الآلية الأكثر فعالية لتجميع رؤوس الأموال لعدد من المدخرين لخلف وتطوير هذه المؤسسات، مما يعني أن تدخلها في هذا المقام تكون بصفة طالبة لرؤوس الأموال.

إضافة إلى المؤسسات والشركات، غالباً ما تتدخل الجمعيات ذات الطابع غير الربحي (الجمعيات والتنظيمات الثقافية والعلمية والرياضية) في البورصة لتوظيف جزء من السيولة المتوفرة لها بشراء أصول مالية لتحسين مواردها المالية، تساعد في بلوغ أهدافها.

**3-1-2- تصنيف المستثمرين حسب هدفهم من الاستثمار:** يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية حسب الهدف من وراء هذا التعامل إلى مستثمرين ومضاربين\* كالتالي:

<sup>657</sup> طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص: 54.

\* وقد يحدث أن يجمع البعض بين الاستثمار والمضاربة أحياناً.

### 3-2-1- المستثمرون المؤسسون: وهم مستثمرون حقيقيون يقومون بتقديم الأموال السائلة للشركات مقابل صكوك أو أسهم

اكتتاب تمثل صورة من صور المشاركة أو المضاربة أو نحو ذلك بنية الاستثمار لفترة طويلة الأجل مع الحصول على عائد معقول للربحية على الأسهم. وفي تواجد مثل هؤلاء المستثمرين أساسى وضرورى مهما كان توجه البورصة إسلامى أو تقليدى. وغالبا ما يكون المستثمر المؤسس بعيدا عن أي نوع من أنواع المجازفة أو المخاطرة، ويختلف عن المضارب باهتمامه بالاستثمار طويل الأجل ومتوسط الأجل، وتبقى الأسهم في حياته مدة طويلة، ويهتم أكثر بتحقيق الأرباح العائدة لأسهم الشركة المكتناة من قبله، ويلعب هنا عنصر الأمان والاستقرار عاملا فارقا بين المستثمر الذي يولي هذا العنصر أهمية خاصة، ويضعه في هرم أولوياته، وبين كل من المضارب والمقامر مع اختلاف نسب الأهمية لكل منهما بما يخص العامل ذاته، حيث أن المضارب لا بد وأن يولي عنصر الأمان أهمية في سلم أولوياته، خاصة أن خطواته قائمة على الحسابات الدقيقة، لنرى أن هذه الأهمية تنخفض بنسبة كبيرة جدا لدى المقامر.

وعلى الرغم من تحلي المستثمر بكل تلك الصفات التي جعلت منه مثالا للتعامل في البورصة، إلا أن ذلك لا يقلل من شأن المضاربة المشروعة في البورصة وأهميتها، فبدونها لا يتوازن السوق، ويفقد جاذبيته لكثير من المتعاملين الشرفاء الذين ينظرون إلى البورصة على أنها مكان يتسع للجميع، يتنافسون فيه على أسس واضحة ومشروعة، نصتها اللوائح والقوانين التي تحكم عمل البورصة، ولكل حسب قدرته وخبرته، فيعظم السوق ويكبر اقتصاد البلد.

### 3-2-2- المضاربون: <sup>658</sup> يعتبر المضاربون وسطاء ماليين متخصصين يسعون لتحقيق الربح من خلال متابعة دقيقة لتفاعل قوى

السوق وتحركاتها. إنهم لا يهتمون كثيرا بالأسعار الجارية بقدر اهتمامهم بتوقعات حركة هذه الأسعار مستقبلا. فإذا توقع المضاربون ارتفاع أسعار معينة من الأسهم أو الصكوك فسوف يستحوذون على المزيد منها بالشراء، أما إذا توقعوا انخفاض أسعار أسهم أو صكوك معينة في المستقبل فسوف يقللون ما بحوزتهم منها بالبيع.

لذلك يمكن القول أن المضاربين يراهنون على مسار البورصة وعلى تحركات الأسعار في المستقبل. وإذا ما نجحوا وتحققت توقعاتهم، تمكنوا من تحقيق أرباح سريعة. أما إذا فشلوا في ذلك فسوف يحققون خسائر سريعة أيضا. ولكي يكونوا راجحين في المجموع، فإن عليهم أن يكونوا قادرين على ملاحظة النمود، أي أنه يجب أن يزيدوا من أرباحهم ويقللوا من خسائرهم.

ونظرا لأن جانبا كبيرا من نشاط المضاربين يتم بأرصدة مقترضة فإنهم يميلون إلى التعامل في السوق لفترات قصيرة. على سبيل المثال لا يميل المضاربون للاحتفاظ بعمليات خلال الليل خشية حدوث أنباء سيئة أو تطورات مفاجئة بعد إفعال البورصة. كذلك فإنهم يميلون للتعامل عدة مرات في اليوم لفترات زمنية محدودة لا تتعدى الساعة أو نحوها. وفي بعض الأحيان يكون تعاملهم لفترات أقل من ذلك وربما لدقائق.

إلا أن الكثير من الخبراء الماليين يعتبرون أن دور المضاربين على قدر كبير من الأهمية في كفاءة عمل البورصة، وذلك بسبب ما يساهمون به في توفير السيولة بالبورصة طالما هناك تدفق مستمر لكل من أوامر الشراء وأوامر البيع من جانب المضاربين طوال فترة عمل السوق. ولكن تحقق هذا الهدف يتطلب بدوره وجود تناظر في نظرة المضاربين تجاه توقعات الأسعار في المستقبل مع وجود توازن بين من يتوقعون ارتفاع الأسعار وبين من يتوقعون انخفاضها. إلا أن ذلك التوازن لا يتحقق في بعض الحالات، وتميل توقعات معظم المضاربين باتجاه واحد، فإذا توقعوا انخفاض الأسعار في المستقبل كانت السيولة في السوق باتجاه واحد، بمعنى أنه سيكون من السهل شراء الأوراق المالية ومن الصعوبة بيعها، وهذا ما حدث تماما يوم الاثنين الأسود (1987/10/19) على سبيل المثال. أما الفائدة الثانية من نشاط المضاربين فتكمن فتكمن في توفير التأمين اللازم للعاملين في الصفقات التعويضية، عندما يرغبون في مقابلة المخاطر الناجمة عن تقلب أوضاع السيولة في البورصة. ولإجراء ذلك فإن هؤلاء يجب أن يجدوا شخصا آخر يرغب في إجراء التعامل معهم ولا تحكمه نفس الاعتبارات. ولا شك أن المضاربين هم الذين يقومون بهذا الدور.

ويمكن تصنيف المضاربين حسب الهدف من وراء هذا التعامل، والذي يعتبر الموجه الرئيسي لهؤلاء في تخطيط عمليات البيع والشراء إلى أربعة مجموعات رئيسية هي:

**أ - المضاربون المحترفون:** تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاه السوق وتخطيط عملياته، ويستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق، هذا بالإضافة إلى معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق.<sup>659</sup> ونرى أن هذا النوع من المضاربون هو المحبذ وجوده في بورصة أوراق مالية إسلامية شرط إلتزامهم بالشروط الشرعية التي سنحددها لاحقاً.

**ب - المضاربون الهواة:** وهم مجموعة تهدف إلى الاستفادة من فروق الأسعار من دون بدراسة العوامل المؤثرة على السوق، ولا تقوم بدراسة اتجاهات السوق، ولا تتطلب سياسة مرنة تتفق مع دورات الهبوطية والصعودية لأسعار الأسهم، وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر. وهذا النوع من المضاربين غير محبذ وجوده في بورصة أوراق مالية إسلامية.

**ج- المضاربين غير المطلعين:** أصبح من المعلوم أن معظم أسواق المال العالمية قد تحولت للمضاربة حيث تستحوذ هذه المضاربة على النصيب الأكبر من عدد الصفقات وقيمتها وتقدر قيمة الصفقات التي يمكن أن تنسب للمستثمرين بنحو (1%) في الولايات المتحدة، وتظهر الدلائل على وجود نسبة عالية من المضاربة في السوق السعودي، وتؤكد التقلبات الكبيرة في السوق السعودي على غياب دور المضاربين المطلعين، حيث أن وجود شريحة واسعة من المضاربين غير المطلعين أدى إلى ارتفاع أو انخفاض في الأسعار بصورة غير مبررة. ولربما أدت سيطرة المضاربين المتطفلين إلى اختفاء المضاربين المطلعين (أكثر فئات المضاربين نفعاً في السوق). نعتبر هذا النوع من المضاربين غير محبذ وجوده في بورصة أوراق مالية إسلامية.

**د- المتآمرون أو المتحكمون:** تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعوداً وهبوطاً بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد في الورقة المالية بالبورصة أعلى أو بسعر أدنى من السعر العادل، الناتج عن قوى العرض والطلب العاديين، ويتميز هؤلاء بتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم، ويستفيد هؤلاء من المحترفين من الاتجاهات الطبيعية لأسعار أسهم البورصة.<sup>660</sup> ونرى أن هذا النوع يجب أن يمنع تواجدهم في بورصة أوراق مالية إسلامية، ويجب أن يتم استعمال الوسائل الكفيلة بكشفهم ومعاقتهم وطردهم من مثل هذه البورصة.

**3-3- تصنيف المستثمرين حسب فترة التداول:** ويمكن تصنيف المستثمرين حسب فترة التداول كالتالي:

**3-3-1- المتداولون اليوميون:** يتخذ هؤلاء المستثمرين المراكز نموذجياً من بضعة دقائق وصولاً إلى بضعة الساعات، ولا يتخذ المتداولون اليوميون عادةً المراكز حتى اليوم التالي. كما أنهم يستخدمون عادةً جداول بيانية قصيرة المدى كالجداول البيانية التي تبلغ 15 دقيقة.

**3-3-2- المتداولون المتأرجحون:** قد يتخذون المراكز لبضعة ساعات قد تمتد إلى بضعة أيام أو حتى أسبوع أو أكثر. وقد يستخدمون جداول بيانية تبلغ الساعة أو أكثر.

**3-3-3- متداولو المركز:** يتخذون المراكز بشكل نموذجي لفترة أطول من الوقت بالمقارنة مع أولئك المتأرجحين وقد يطول ذلك لبضعة أسابيع أو أشهر.

حسب ما بيناه سابقاً من شروط المضاربة المشروعة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية، فإننا نرى أن يستبعد المتداولون اليوميون والمتأرجحون من مثل هذه البورصة، بينما يمكن أن نجد متداولو المركز فيها.

**3-4- تصنيف المستثمرين إلى عارضين وطالين:** يمكن تقسيم المتعاملين في بورصة الأوراق المالية إلى كل من العارضين والطلابين

<sup>659</sup> أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة، الإسكندرية، 1998، ص: 29

<sup>660</sup> نفس المرجع السابق.

لرأس المال.

**3-4-1- العارضون لرأس المال:** وهم أصحاب الأموال أي المدخرات، أو من لهم فائض في مواردهم المالية، ويريدون استثمارها على شكل قيم منقولة، وعلى العموم ينقسم عارضوا رؤوس الأموال إلى فئتين:<sup>661</sup>

- **الفئة الأولى:** تضم أصحاب الادخار الفردي - وهو الجزء المتبقي من الدخل بعد عملية الإنفاق - وتتميز هذه الفئة بقلّة رؤوس الأموال المراد استثمارها وبالتناظر وعدم التجانس.

- **الفئة الثانية:** تضم البنوك وشركات التأمين وصناديق الإيداع والادخار وصناديق الاستثمار، ومن أهم وظائف هذه الشركات عملية التوظيف في بورصة الأوراق المالية بهدف تحقيق إجراءات إضافية.

**3-4-2- الطالبون لرؤوس الأموال:** ويقصد بالطالبين لرؤوس الأموال في شكل أوراق مالية، يأخذون في أغلب الأحيان شكل الشركات الصناعية والتجارية،<sup>662</sup> والشركات التي تصدر الأسهم والصكوك لتمويل احتياجاتها، بالإضافة إلى الحكومات التي تصدر الصكوك، بهدف تغطية العجز في الميزانية أو امتصاص السيولة في الأسواق أو مواجهة نفقات غير عادية.

### المطلب الثالث: الشروط الشرعية المتعلقة بالمستثمرين في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

إن التعامل في البورصة هو نوع من التجارة التي تقوم أساساً على المنافسة والمساومة واقتناص الربح، وقد ينضبط المستثمرين في بورصة الأوراق المالية الإسلامية فيما يتعلق بنوعية الصفقة المتعاقد عليها من كونها من الأوراق المالية الجائز التعامل عليها، ويتعدون عن المقامرات والمراهنات والتمويل الربوي وغير ذلك من الأوجه المحرمة، لكنهم لا يتخلقون بالأخلاق الصحيحة السليمة ولا ينضبطون بالضوابط الشرعية للمنافسة ففي هذه الحالة تصبح تلك التجارة وهذا الميدان حرباً مدمرة على الأفراد والمجتمعات. إن تداول الأوراق المالية الإسلامية من قبل المستثمرين في البورصة الإسلامية يجب أن يكون خالياً من التلاعبات المضرة بالسوق المالي، ولتحقق ذلك يجب أن يلتزم المستثمرون بمجموعة من الشروط الشرعية التي سيتم عرض أهمها في هذا المطلب.

#### 1- شرط اكتمال الأهلية

وهو شرط شرعي وأصبح قانوني حيث لا يمكن للطفل التعامل في البورصة إلا من خلال وكيله المكتمل الأهلية، حيث تشترط الأهلية في العميل أو وكيله. والأهلية إما أن تكون طبيعية عند بلوغ الشخص سن الرشد، أو أهلية قانونية إذا كان المتعامل شخصية اعتبارية مثل الشركات. كما يجب أن يكون المتعامل عند إصداره لأمر إلى الوسيط مالكا للتصرف فيما وكل فيه، لكون التوكيل من فاقد الأهلية وهو المجنون والصبي غير المميز، أما ناقص الأهلية، مثل الصبي المميز، حيث يشترط إجازة وليه قبل أن يصدر أمراً للوسيط بالبيع أو الشراء.<sup>663</sup>

#### 2- شرط التحلي بالسلوك الراشد

إن المسلم مُطالب دوماً؛ بأن يكون محافظاً على الرشد في كل سلوكياته، ومن ذلك جانب التعاملات المالية، حيث يلزم المسلم استعمال مال الله - الذي هو مُستخلف فيه - في طاعة الله، وذلك بالحرص على الكسب الحلال، والنفقة فيما أوجب الله تعالى؛ أو ما استحَب أو أباح، مبتغياً بذلك رضا الله تعالى، والدار الآخرة، غير ناسٍ نصيبه من الدنيا، ويلتزم في سلوكه هذا بالضوابط الإيمانية والأخلاقية، قال تعالى: "وَابْتَغِ فِيمَا آتَاكَ اللَّهُ الدَّارَ الْآخِرَةَ وَلَا تَنْسَ نَصِيبَكَ مِنَ الدُّنْيَا وَأَحْسِنْ كَمَا أَحْسَنَ اللَّهُ

<sup>661</sup> محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق - أحوالها و مستقبلها، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000، ص: 51.

<sup>662</sup> أحمد صيام زكي، مبادئ الاستثمار، دار المناهج، الطبعة الأولى، عمان، 1997، ص: 60.

<sup>663</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، 2010، ص: 327.

إِلَيْكَ وَلَا تَتَّبِعِ الْفَسَادَ فِي الْأَرْضِ إِنَّ اللَّهَ لَا يُحِبُّ الْمُفْسِدِينَ<sup>664</sup>. وعليه فإن السلوك في الإسلام مُقَيَّدٌ بالعقيدة والأخلاق، وبالضوابط الشرعية، والتربية الدينية، ولهذا يتسلم الاقتصاد الإسلامي وسوق المسلمين من الآثار السالبة للمكاسب التي منعتها الشريعة الإسلامية، لأن المكتسب المسلم ملتزم بتجنبها، ولا شك أن التقيد بالعقيدة والأخلاق وضوابط الشريعة والتربية الدينية يؤدي إلى تجنب الكثير من التلاعبات التي غالباً ما تؤدي إلى انهيار البورصات ومن ثم حصول الأزمات الاقتصادية.

### 3- شرط الابتعاد عن المخالفات الشرعية في التداول

يجب على المستثمر في بورصة الأوراق المالية أن يحرص على عدم وقوعه في المخالفات الشرعية التي قد تؤدي في أغلب الأحيان إلى فساد العقود وأكل أموال الناس بالباطل، ومن أهمها التالية:

**3-1- الابتعاد الاحتكار أو ما يؤول إليه:** إن كل ما أضر بالعامه حبسه فهو احتكار<sup>665</sup>، وقد منعت الشريعة الإسلامية الاحتكار، وجعلته محرماً، فعن معمر بن عبد الله أن النبي صلى الله عليه وسلم قال: "من احتكر فهو خاطئ" رواه مسلم.<sup>666</sup> والحكمة في تحريمه هو دفع الضرر عن عامة الناس.

ويظهر السلوك الاحتكاري في البورصة بما يسمى عمليات الإحراج، والتي يسعى من خلالها المضاربون لجمع وحبس الأسهم أو الصكوك ذات النوع الواحد في يد واحدة، ثم التحكم في السوق، واستغلال حاجة المتعاملين في البورصة تعاملات آجلاً للوفاء بالتزامهم، عن طريق فرض سعر معين عليهم بالنسبة لهذه الأدوات. وسيطرة أصحاب رؤوس الأموال الكبيرة في بورصات الأوراق المالية التقليدية يمكنهم من التأثير المخطط لإحداث ضرر جسيم بصغار المتعاملين.<sup>667</sup> وتعتبر هذه السيطرة نوع من أنواع الاحتكار التي نهي الشرع عنها. وعليه فإن مثل هذه العمليات ممنوع في بورصة الأوراق المالية الإسلامية، وعلى المستثمر فيها أن يتعدن كل ما قد يؤدي إلى احتكار لأوراق مالية معينة.

**3-2- الابتعاد عن الغبن:** والغبن في اللغة هو النقص، أما في اصطلاح الفقهاء فهو أن يكون أحد البدلين في عقد المعاوضة لا يساوي الآخر في القيمة،<sup>668</sup> أي أن يكون أقل من قيمته أو أكثر منها. وهو نوعان: غبن يسير متسامح فيه لأنه يقع في كثير من المعاملات وهو يدخل في تقويم المقومين، وغبن فاحش وهو ما لا يدخل تحت تقويم المقومين كما لو اشترى كتاباً ثمنه عشرة دنانير بمائة. وقد اختلف الفقهاء في الحد الفاصل بينهما على أقوال والقول الراجح هو أن الحد الفاصل بينهما والفاحش يرجع فيه إلى العرف والعادة، لأن ما لم يرد الشرع بتقديره يرد إلى العرف والعادة، ويعرف هذا من أهل الخبرة في كل حرفة وصناعة وفن.<sup>669</sup> وينتج الغبن عن ممارسات غير مشروعة في بورصة الأوراق المالية كالحديعة، النجش، الغش، الكذب والتغريب. ومن صور التلاعبات التي تؤدي إلى إحداث غبن في البورصة، نجد مثلاً:

(أ) العمليات التي تهدف إلى خفض كبير في أسعار الأسهم لشركة معينة عن طريق بيع كميات كبيرة منها دون أن يكون هناك سبب يتصل بالأداء الاقتصادي للشركة يبرر هذا الانخفاض تتبعه عمليات شراء أخرى لكميات كبيرة من هذه الأسهم بأسعار منخفضة جداً، مما ينتج عنه تحقيق أرباح كبيرة عندما تعود الأسعار إلى سعرها الطبيعي بعد ذلك.<sup>670</sup>

(ب) العمليات التي تتم عن طريق نشر أخبار كاذبة أو إشاعات والقيام بعمليات بيع موازية مقارنة أو في نفس مستوى الانخفاض

<sup>664</sup> سورة القصص، الآية: 77.

<sup>665</sup> أحمد مواني، مرجع سابق، ص: 222.

<sup>666</sup> أشرف دوايه، "الضوابط الشرعية للأسواق المالية"، ورقة بحثية مقدمة لندوة السوق المالية الإسلامية الواقع والمأمول، جامعة الأزهر، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، مصر 2006، ص: 33.

<sup>667</sup> عبد الحميد الغزالي، "الأزمة المالية العالمية: التشخيص والمخرج"، 9 أكتوبر 2008م، القاهرة، موقع جمعية الإرشاد والإصلاح: [www.irched.org](http://www.irched.org).

<sup>668</sup> عبد الحق حميش، و الحسين شواط، فقه العقود المالية، دار البيارق، الطبعة الأولى، بيروت، 2001، ص: 33.

<sup>669</sup> محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 142.

<sup>670</sup> عبد الله العمراني، مرجع سابق، ص: 12-13.

لكي تزيد من الاتجاه نحو الانخفاض.<sup>671</sup>

ولتفادي وقوع الغبن في بورصة الأوراق المالية الإسلامية يجب تحقق الشروط التالية:

- وضع نظام سقف للأسعار، ونعني به تحديد نسب الارتفاع والانخفاض في الأسعار للحد من المغالاة المصطنعة للأسعار والتي تؤدي إلى الغبن.
- التأكد من صحة البيانات المصرح بها، وعدم إغفال التصريح ببيان يتعلق بواقعة جوهرية يؤدي التصريح بها إلى التأثير على سعر أو قيمة الأداة المالية.

○ التأكد من عدم وجود غبن في علاوة الإصدار نتيجة تقديرها تقديراً مبالغ فيه، بحيث يجب التأكد من أنها قدرت بشكل مناسب.

○ وضع قوانين رادعة لمعاقبة كل من يقوم بتلاعب قد يؤدي إلى إحداث غبن، مع اتخاذ إحدى الإجراءات التالية:

- بطلان العقود، وإلغاء الصفقات التي تمت على ورقة مالية معينة في وقت محدد، وإعادة الأدوات إلى محافظها الاستثمارية من باب السياسة الشرعية.<sup>672</sup>
- صحة العقد وإبطال الخيار مع بقاء المطالبة بقيمة الغبن؛ لأن من غبن في بيعه فإنه يرجع بقيمة الغبن، كما أن لولي الأمر أن يلزم المضارب المتلاعب بغرامة مالية تتناسب وتغيره، وأكمله أموال الناس بالباطل.<sup>673</sup>
- تحديد التصرفات أو الممارسات التي تشكل تلاعباً أو تضليلاً قد يؤدي إلى إحداث غبن.

**3-3- الابتعاد عن النجش:** تتعدد تعاريف النجش المنهي عنه عند الفقهاء ولكنها متقاربة في المعنى، حيث عرف على "أن يزيد أحد في السلعة وليس في نفسه شراؤها يريد بذلك أن ينتفع البائع ويضر المشتري"<sup>674</sup>، ويحرم النجش عند جمهور العلماء وعلة تحريمه أنه من قبيل الكذب المحرم والخداع، ويترتب عليه إضرار بأحد المتعاقدين، ومع كونه لا يبطل عقد البيع فهو محرم وآثم فاعله.<sup>675</sup> ويتجلى النجش في بورصة الأوراق المالية بما يسمى بعمليات التدوير وهي أن يقوم المضارب بالبيع على نفسه بكميات كبيرة، من خلال تعدد المحافظ التي باسمه، أو بأسماء أصدقائه، أو أفراد أسرته، أو بأسماء مجموعات متفق فيما بينها على هذا الأساس ثم تقوم هي نفسها بالبيع على البائع الأول، وإعادة هذا السهم بسعر أكبر إذا أريد للسهم الصعود، أو أقل إذا أريد له الهبوط، والهدف من ذلك إيهام المتداولين في البورصة بأن هناك تغيرات في سعر السهم.<sup>676</sup>

**3-4- الابتعاد عن الخلالة:** الخلالة في العقد هي أن يخدع أحد العاقدين الآخر بوسيلة موهمة قولية أو فعلية تحمله على الرضا في العقد بما لم يكن ليرضى به لولاها. وأصلها عن ابن عمر رضي الله عنه أن رجلاً ذكر للنبي صلى الله عليه وسلم أنه يخدع في البيوع فقال: "إذا بايعت فلا خلالة" (أخرجه البخاري)<sup>677</sup>. والخلالة لها عدة صور منها: الخيانة والتناجش.

تقوم كافة الأسواق بعرض أسعار كافة الصفقات التي تتم فيها وتسمح لبعض وسائل الإعلام بعرضها، ويحدث في كثير من الأحيان تلاعب في عرض شريط الأسعار، حيث يقوم البعض (بشكل غير معلن) عندما تبدأ الجلسة بالاتفاق على محاولة تثبيت أسعار منخفضة للسهم، وذلك في المرحلة التحضيرية لافتتاح جلسة العمل، ويكون على خلاف السعر الفعلي المخطط له، مما

<sup>671</sup> خورشيد إقبال، سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم الوضعية، مكتبة الرشد، الطبعة الأولى، الرياض، 2006، ص: 550.

<sup>672</sup> صالح السلطان، الأسهم حكمها وآثارها، ابن الجوزي، الرياض، 2006، ص: 86.

<sup>673</sup> عبد الله السلمي، "حكم المضاربة في أسواق المال"، ورقة بحثية مقدمة لندوة المضاربة والتلاعب في الأسواق المالية، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، ص: 102.

<sup>674</sup> محمد ابن الرشد، بداية المجتهد ونهاية المقتصد، دار ابن حزم، 1995، 1231/3.

<sup>675</sup> نناء الحافظ، فقه المحبة وبيعاتها في المعاملات المالية، دار الفكر، دمشق، 2010، ص: 240.

<sup>676</sup> منير ابراهيم المهندي، مرجع سابق، ص: 175-176، و صالح البربري، المضاربة والتلاعب في سوق الأوراق المالية -دراسة قانونية-، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007.

<sup>677</sup> محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 136.

يسبب خداعاً لبعض المتعاملين في السوق ويدفعهم لبيع أسهمهم بأسعار منخفضة خوفاً من انخفاضات أخرى.<sup>678</sup>

**3-5- الابتعاد عن التغيير:** لتغيير\* تعاريف عدة منها إظهار الشيء بمظهر غير حقيقي، مع إعطائه صفة ليست له، لكي يستثير رغبة الطرف الآخر، فيقدم على إبرام العقد<sup>679</sup>. وينقسم إلى تغيير قولي أو تغيير في السعر، كما لو قال البائع للمشتري أن هذه السلعة تساوي أكثر ولا تجد مثلها بهذا السعر، أو: دفع لي فلان فيها كذا فلم أقبل ونحو ذلك من المغريات الكاذبة. وتغيير فعلي أو تغيير في الوصف كوضع الجيد من البضاعة في الأعلى والردئ في الأسفل، وتلاعب بائع السيارة المستعملة بعدد قياس المسافة وإرجاع أرقامه لإيهام المشتري قلة استعمالها. وفي حال إثبات أنه ما كان يرضى بالعقد على نحو ما ارتضاه عليه، لولا خديعته بتلك الحيل، وأنه قد ترتب على التغيير غبن فاحش للمتعاقد المغرور، فإنه يمكن له طلب فسخ العقد.

ويظهر التغيير في بورصة الأوراق المالية التقليدية فيما يطلق عليه طريقة "التصريف" عند إرادة المضارب بيع أسهم معينة، وطريقة "التجميع" لمن أراد أن يشتري الأسهم. ففي الطريقة الأولى ينتهز المضارب فرصة ارتفاع القيمة السوقية لأسهم يمتلكها، فيقوم بالاتفاق مع أشخاص آخرين ببيعها عليهم بسعر أعلى من سعر السوق الجاري، ثم يقوم هؤلاء الأشخاص في نفس اليوم بإعادة بيعها له بسعر أعلى، مما ينتج مزيد من الارتفاعات في قيمتها السوقية ثم يقوم المضارب ببيع ما يملكه بالسعر المرتفع ثم تكون النتيجة تدهور سعر السهم.

والتصريف؛ معناه: بيع الأسهم التي يمتلكها، والتجميع: شراء هذه الأسهم بحيث يقوم المضارب بالشراء من نفسه، ورفع قيمة السهم السوقية من خلال تعدد المحافظ التي يديرها لجذب الانتباه، ولزيادة قيمة السهم للتسابق عليه قبل إقفال السهم النسبة اليومية له، فيقوم المتداولون بالشراء كي يظفروا ببعض الأرباح قبل الإقفال. فيقوم بالبيع والتصريف عليه، ولزيادة التغيير قد يلامس السهم النسبة القصوى لليوم أكثر من مرة، ثم يتدهور السهم بالنزول ثم يقوم بزيادة الشراء على نفسه حتى يرتفع ثم يقوم بالتصريف وهكذا حتى نفاذ الكمية التي لديه.<sup>680</sup>

وتجدر الإشارة إلى مفهوم التغيير في أغلب قوانين الأسواق المالية العربية والدولية لا يختلف عن مفهومه في الفقه الإسلامي، حيث تضع له هذه الأسواق مواداً تعاقب فيها المغرور وتلزمه بالتعويض.<sup>681</sup>

ومن أشكال التغيير في السوق المالية كذلك؛ إدارة منظمة لنشر الإشاعات والمعلومات المغلوطة بطريقة توهم الحاصل عليها مما تدفعه لأخذ مراكز مالية بناء عليها، ثم يكتشف زيف المعلومات؛ ولذا فإن شرط الإفصاح والشفافية يعد آلية فعالة في منع التغيير أو التقليل منه إلى حدود متدنية مما يعكس الرشد في سلوك المتعاملين في البورصة.

**3-6- الابتعاد عن الإضرار:** وهنا إشارة إلى احتمال تأثر طرف ثالث سلباً بالتعاقد بين الطرفين، فإذا تعاقد طرفين برضاها وسبب تعاقدهم الضرر لمصالح طرف ثالث، فإن ذلك يترتب عليه بعض الحقوق والخيارات، وهذا ما يطلق عليه اصطلاحاً حق الشفعة للشريك. والشفعة معروفة منذ القدم فكان الرجل إذا أراد بيع منزل أو حائط أتاه الجار الشريك والصاحب يشفع إليه فيما باع ويجعله أولى به ممن بعد منه، فسميت الشفعة وسمي طالبها شافعاً، والشفعة ثابتة بالسنة. وقد شرع الإسلام الشفعة ليمنع الضرر ويدفع الخصومة، لأن حق تملك الشفعة الشفيع للبيع الذي اشتراه أجنبي يدفع عنه ما قد يحدث من ضرر ينزل به من هذا الأجنبي الطارئ. ويمكن أن نقول أن حق الشفعة ينطبق على حالة التأثير السلبي لمجموعة من المستثمرين بقرارات تتعلق بسيطرة الملاك للمشروع حيث تكون هناك على سبيل المثال عمليات بيع أسهم إضافية للجمهور، أو التأثير على تغيير الإدارة، أو بيع الأصول، أو

<sup>678</sup> عبد الله العمراني، مرجع سابق، ص: 11.

\* هناك فرق بين التغيير والغرر، فالغرر هو مستور العاقبة والتغيير فعل أو قول ليخدع به آخر فالغرر هو الخطر، والتغيير الخداع والإيقاع في الخطر.

<sup>679</sup> عبد الله السلمي، "التغيير في المضاربات في بورصة الأوراق المالية"، بحث محكم، مجلة العدل، العدد 41، 1430 هـ، السعودية، ص: 107.

<sup>680</sup> عبد الله العمراني، مرجع سابق، ص: 10-11.

<sup>681</sup> أحمد زايد و عبد الله الخشروم، مرجع سابق، ص: 158.

التأثر بالقرارات التي تتعلق بعمليات الاندماج والامتلاك.<sup>682</sup>

**3-7- عدم بيع ما لا يملك وما لا يقدر على تسليمه:** على المستثمر في بورصة الأوراق المالية الإسلامية أن يكون مالكا للأوراق التي يريد بيعها. وذلك لما ورد عن الرسول صلى الله عليه وسلم في قوله: "لا تبع ما ليس عندك" (رواه أبو داوود في سننه)

#### 4- شرط المحافظة على الأموال من الهلاك والضياع

من بين مقاصد الشريعة الإسلامية حفظ المال، ولذلك يجب أن يسعى المستثمر في بورصة الأوراق المالية الإسلامية في اختيار الأوراق والآليات والسبل التي تقلل المخاطر وتنمي العوائد، فعلى سبيل المثال لا يجب الدخول في معاملات ذات مخاطر عالية غير مجدية وتؤدي إلى هلاك المال، كما يجب تجنب طرق التعامل ذات المخاطر العالية. ولذلك يجب أن يسعى المستثمرون في بورصة الأوراق المالية الإسلامية إلى تنمية استثماراتهم وفقاً لشرع الله عز وجل، وذلك من خلال اختيار الأوراق المالية للمشاريع ذات الأولوية في تنمية الاقتصاد. ولقد حث الإسلام على تنمية المال بصفة عامة وعدم اكتنازه، فيقول الله عز وجل: "وَالَّذِينَ يَكْنُزُونَ الذَّهَبَ وَالْفِضَّةَ وَلَا يُنْفِقُونَهَا فِي سَبِيلِ اللَّهِ فَبَشِّرْهُمْ بِعَذَابٍ أَلِيمٍ"<sup>683</sup>، ويحدث الرسول صلى الله عليه وسلم على الاستثمار فيقول صلى الله عليه وسلم: "استثمروا أموالكم حتى لا تأكلها الصدقة" (رواه الإمام أحمد).

#### 5- شرط الصدق في التعامل وتقديم البيانات

الصدق فضيلة وخلق إسلامي أمر به كافة المسلمين، وركز الإسلام على طائفة التجار وأمرهم أن يلتزموا بالبيان والوضوح فيما يبيعون أو يشترون. وإذا كان الصدق واجب في التجارات الصغيرة فإنه يكون أوجب وألزم في التعامل في بورصة أوراق مالية إسلامية الذي ربما تتسبب معلومة كاذبة في انهيار سوق بأكملها بل ربما اقتصاد دولة. وقد وضع النبي صلى الله عليه وسلم جزاء الصدق والصادقين وعاقبة الكذب في أكثر من حديث فقال: "البيعان بالخيار ما لم يتفرقا فإن صدق وبينا بورك لهما في بيعهما وإن كذبا وكتما محقت بركة بيعهما"<sup>684</sup>. والصدق في التعامل يغرس الثقة في النفوس ويبعث الاطمئنان في قلب كل من البائع والمشتري ويجعلهما على بينة من أمرهما، فإن شاء أتما البيع، وإن شاء لم يتماه، ولا شك أن هذا من أعظم أسس التجارة، ويجنب الأسواق الهزات المالية العنيفة التي يكون سببها المعلومات المضللة والدعاية الكاذبة والخادعة.

وهكذا نجد خلق الصدق أس عظيم من الأسس التي تقوم عليها التجارة ويصلح بسببه خلل عظيم وتناى به البورصة الإسلامية والسوق المالية الإسلامية عن الخطر الذي يحدث بسبب الكذب والإشاعات المغرضة واضطراب نفوس المتعاملين في السوق بسبب فقدان الثقة فيما بينهم.

#### 6- شرط البيان وعدم الكتمان

قد نجد من جمهور المتعاملين من لا يقدم معلومة أو بيانا كاذبا غير صحيح ولكن ربما نجد من يتعمد كتمان وحجب بعض البيانات والمعلومات التي تمه المستثمر وجمهور المتعاملين، ويخفي أشياء جوهرية يعرفها عن السوق والمتعاملين فيه وهذا جرم خطير لا

<sup>682</sup> خالد الزهار، ورامي عبده، "نحو أسواق مالية إسلامية"، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العلمي الأول حول الاستثمار والتمويل في فلسطين، المنعقد في كلية التجارة بالجامعة الإسلامية،

ماي 2005م، ص: 16

<sup>683</sup> سورة التوبة، الآية: 34.

<sup>684</sup> رواه حكيم بن حزام - رضي الله عنه - واتفق عليه الشيخان.

يقبل بشاعة عن جرم الكذب والتضليل .

فقد أمر الإسلام بالبيان وحرم أن يكتتم البائع أو المشتري وكافة جمهور المتعاملين في البورصة أو غير المتعاملين ممن لديهم بيانات أو معلومات. فإن رسول الله صلى الله عليه وسلم قال: " لا يحل لمسلم باع من أخيه بيبعا وفيه عيب إلا بينه له" (رواه البخاري).

وليس الكتمان وعدم البيان قاصر على العيوب والمثالب إنما أيضا يشمل المحاسن والمعلومات المفيدة فمن الواجب على كل من يعرف خبرا أو معلومة مفيدة تمه للمستثمرين أو جموع المتعاملين في البورصة أن يبلغها للجميع من باب واجب تقديم النصيحة للمسلم.

وأخطر ما يصيب أسواق المال هو حجب المعلومات والبيانات أو إظهارها للبعض من أصحاب الخطوة وكنتمها عن الآخرين، فالأسواق في الإسلام تبنى على الشفافية الكاملة والإفصاح الكامل وتساوي جميع المتعاملين في الحقوق والواجبات. ومن هنا كانت البركة في الصدق والبيان ومحق البركة في الكذب والكتمان.

### 7- شرط الأمانة في التعامل

إن التجارة إذ أباحتها الإسلام واعتبرها طريقا للكسب الحلال فإنه يعدها من قبيل التعاون الإنساني والتكافل الاجتماعي بين بني الإنسان، والإسلام بهذا يغرس في نفس التاجر معنى ساميا من معاني الأخوة الإسلامية، فلا يسمح لنفسه أن يستغل أخاه المسلم ولا غير المسلم أو يظلمه، ولا يحاول أن يغشه أو يخدعه، وتكون التجارة بهذا عملا إنسانيا في المقام الأول. ومن هنا أوجب الإسلام على التاجر المسلم أن يكون آمينا، وأوجب على الشركاء فيما بينهم الأمانة، وكانت الخيانة سببا لمحق البركة واتصاف الخائن بصفات النفاق وبعده عن جماعة المسلمين. قال تعالى: " يا أيها الذين آمنوا لا تخونوا الله والرسول وتخونوا أماناتكم وأنتم تعلمون". وفيما صح عن رسول الله صلى الله عليه وسلم فيما يرويه عن ربه عز وجل قال: "أنا ثالث الشريكين ما لم يخن أحدهما صاحبه فإن خانا خرجت من بينهما".

### 8- شرط الوفاء بالعهود والعقود

من مقتضيات حسن التعامل المحمود عرفا وشرعا الوفاء بالعهود والعقود والمواعيد والوفاء بالديون في المواعيد المتفق عليها وعدم المماطلة في السداد. ويرجع كثير من أسباب الخلل في البورصات التقليدية إلى التخلي عن هذا الخلق، فتضيع الحقوق والأمانات وتنهار المؤسسات بسبب الإخلاف والمماطلة والتسويف وعدم احترام العهد. ولقد قال تعالى: " يا أيها الذين آمنوا أوفوا بالعقود"<sup>685</sup>، وقال تعالى: "وأوفوا بالعهد إن العهد كان مسئولا"<sup>686</sup> وفيما صح عن رسول الله صلى الله عليه وسلم في وصف المنافق أنه "إذا وعد أخلف" وعنه "وإذا عاهد غدر". وفي أثر المماطلة في سداد المستحقات المالية صح عن رسول الله صلى الله عليه وسلم قال: "من أخذ أموال الناس يريد أداءها أدى الله عنه ومن أخذها يريد إتلافها أتلفه الله".

وهذا الشرط يمكن أن يتحقق في البورصة بشكل آلي من خلال الأنظمة فإنه لا يسمح لأطراف التعامل في البورصة بالتداول إلا بعد تقديم التعهدات والضمانات بذلك، وعليه أصبحت عملية الوفاء بالعهود والعقود تتم بشكل آلي. ومن ضمن هذه التعهدات نجد أن تنتهي عملية التداول بالتسليم والتسليم، والتملك والتملك للأوراق المالية، وإن تم الاكتفاء عن ذلك بالتسوية النقدية، فهو دليل على أن أغراض المتعاقدين كانت المقامرة وليست المضاربة المشروعة. ويتحقق هذا الشرط مهنيا من خلال تبني الهيئة القانونية المشرفة على البورصة الإسلامية مسؤولية ضمان التسليم والتسليم من خلال توليها مهمة فتح حسابات أسهم

<sup>685</sup> سورة المائدة، الآية: 1.

<sup>686</sup> سورة الإسراء، الآية: 34.

للمساهمين والاحتفاظ بما كوديعة لديها.

## 9- شرط التحلي بالمسؤولية

إن التوجه السلوكي العام لمجتمع المساهمين لا يجعل مصدر إشباعهم منحصراً في متوقع العائد النقدي فقط، وإنما يتعداه إلى إشباع الرغبة في المشاركة الإيجابية لإنجاز الأهداف الاقتصادية للمجتمع المسلم. إذ أن سيادة الدوافع المضاربية وانصراف المساهمين نحو متابعة التغيرات الدقيقة في متوقع العائد النقدي خلال المدى القريب، مدعاة إلى إضعاف الشعور الإيجابي لمجتمع المساهمين إلى شركات بعينها.<sup>687</sup> وتجدد الإشارة هنا إلى أنه على الدولة وعلى الهيئات العامة وعلى الجامعات رفع الوعي الوطني لدى الناس ولدى المتعاملين، فإذا استطاعت الدولة ومؤسساتها وعلماؤها أن يرفعوا ذلك سيتجيب الناس، وعليه فإن فعالية هذا الشرط مرتبطة بأناس خارج البورصة.

### المطلب الثاني: الشروط المهنية والفنية المتعلقة بالمستثمرين في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

إن التزام المستثمرين في بورصة الأوراق المالية الإسلامية بالشروط الشرعية المذكورة أعلاه يتحقق من خلال التزامهم بمجموعة أخرى من الشروط المهنية والفنية، والتي سيتم عرضها في هذا المطلب على نقطتين، تتناول النقطة الأولى الشروط المهنية التي يجب أن يلتزم بها كل من يستثمر في بورصة أوراق مالية إسلامية، بينما تتناول النقطة الثانية الشروط الفنية.

#### 1- الشروط المهنية المتعلقة بالمستثمرين في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

يمكن عرض أهم الشروط المهنية المتعلقة بالمستثمرين في بورصة الأوراق المالية الإسلامية فيما يلي:

**1-1- شرط فتح حساب للتداول:** عندما يرغب المتعامل باستثمار مدخراته من خلال شراء أو بيع الأسهم المدرجة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية، عليه أولاً التوجه لإحدى شركات الوساطة المالية المنتسبة إلى عضوية البورصة، حيث يقوم الوسيط بفتح حساب تداول للمستثمر حتى يتمكن من التعامل بالأسهم المدرجة بالبورصة.

**1-2- شرط الوضوح في توجيه الأوامر للوسيط:** يجب على المتعامل تحديد أمر البورصة بكل وضوح دفعا لكل التباس في المستقبل، وذلك ببيان الأوراق المالية موضوع الصفقة، وكمية الأوراق المطلوبة، والسعر الذي يريده صاحب الأمر لكي تجري بموجبه الصفقة، كما يجب تسمية الورقة المالية حسب ورودها في التسعيرة،<sup>688</sup> وبيان نوعها فيما إذا كانت أسهماً أو صكوكاً. ويقوم مقام ذلك الرموز والاختصارات المعروفة بين المتعاملين في البورصة بحيث لا تعد جهالة.

**1-3- شرط الالتزام بأداء العمولة وغيرها من المبالغ المستحقة للوسيط:** تعتبر العمولة الأجر الذي يحصل عليه الوسيط نظير قيامه بأعمال الوساطة، ولذلك فإن أهم التزام يقع على عاتق المتعامل تجاه الوسيط هو أداء العمولة. ويطالب المتعامل بدفع العمولة للوسيط بمجرد انعقاد العملية، حتى لو لم يتم الوسيط بتنفيذ التزامه، وإنما يشترط لذلك أن لا يكون قد قصر أو صدر منه خطأ يحاسب عليه، إلا إذا اعتبر الوسيط وكيلاً بالعمولة ضامن، فإنه لا يستحق العمولة إلا عند تنفيذ الصفقة، وإذا لم تتم الصفقة التي كلف بها الوسيط، فإنه لا يستحق عمولته، وإنما يمكن للمتعامل أن يقوم بتعويض الجهود التي بذلها.

ويحق للمتعامل أن يرفض أداء العمولة للوسيط إذا ما أخل بالالتزامات التي تقع على عاتقه بموجب عقد الوساطة. فإن إخلال الوسيط بالتزاماته هي التي تبرر رفض العميل لأداء العمولة، ويمكن أن يكون بسبب تنفيذ الخاطئ لتعليمات موكله، أو عدم

<sup>687</sup> سيف الدين إبراهيم تاج الدين، "نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم"، مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي، م 3، ع 1، السعودية، 1985، ص: 22.

<sup>688</sup> عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص: 322-323.

تنفيذ هذه التعليمات أو عدم بذل العناية اللازمة التي يتوجب عليه بذلها عند التنفيذ، أو الإخلال بالالتزامات بسبب إهمال الوسيط أو سوء تصرفه أو التصرف خارج حدود سلطته.<sup>689</sup>

كما يلتزم المتعامل بدفع النفقات والمصاريف التي تحملها الوسيط نتيجة لتنفيذ العقد كرسوم الهيئة أو الضرائب والمصاريف التي قام الوسيط بدفعها عند إبرام عمليات البيع والشراء لحساب عميله، بشرط أن لا تكون الخسائر ناتجة عن خطأ الوسيط. واسناداً إلى ذلك، فإن المتعامل مطالب بتعويض الوسيط عن أي ضرر أصابه بسبب تنفيذ أوامر عميله، شريطة أن لا يكون هذا الضرر ناتج عن تقصير الوسيط أو خطئه.

**1-4- شرط الالتزام بتسليم الأوراق المالية أو قيمتها:** عندما يقوم المتعامل بتفويض الوسيط في إجراء عمليات بيع وشراء الأوراق المالية، يتوجب عليه أن يسلم للوسيط الأوراق المالية التي يرغب في بيعها، وكذلك يجب على العميل أن يقضي الوسيط قيمة الأوراق المالية التي قام بشراؤها لحسابه، وهذا الوفاء يتم عند الشراء لأن الوسيط يعتبر مسؤولاً عن نتائج عدم الوفاء.

وقبل قيام المستثمر بشراء الأوراق المالية، عليه القيام بتوفير ثمن هذه الأوراق مضافاً إليها عمولة التداول وضريبتها في رصيده النقدي لدى شركة الوساطة المالية، لأنه في حال عدم قيام المستثمر بتسديد ثمنها خلال فترة ثلاثة أيام عمل بعد عملية الشراء (T+3) سيكون من حق شركة الوساطة المالية بيع هذه الأسهم وتحصيل ثمنها وتحميل الفرق للمستثمر إذا لم تستطع استيفاء ثمنها كاملاً.

**1-5- شرط الإفصاح عن نسبة المصلحة:** يجب على المستثمر أن يبلغ الهيئة القانونية المشرفة على البورصة وإدارة البورصة والمصدر على أنه شخص ذو مصلحة، أي أنه يملك نسبة من الأسهم تمنحه الحق في التصويت في شركة مدرجة في البورصة خلال مدة محددة من تحقق المصلحة، وذلك في الحالات التالية:<sup>690</sup>

- عند تملكه لنسبة محددة من الأسهم (5% فأكثر مثلاً) تمنحه الحق في التصويت في شركة مدرجة في البورصة.
- عند حساب العدد الإجمالي للأسهم التي يكون لأي متعامل مصلحة فيها، مع الأخذ بعين الاعتبار أي أسهم يملكها أو يسيطر عليها زوجه، وأولاده القصر، وأي شركة يملك فيها نسبة محددة من حقوق التصويت (مثلاً 30% أو أكثر)، وأي أسهم يملكها أشخاص آخرون اتفق ذلك الشخص معهم للحصول على مصلحة في أسهم المصدر.
- عند تملك العميل لنسبة محددة (5% مثلاً أو أكثر) من ملكيات شركات تابعة أو زميلة لأسهم شركة مدرجة مجمعة.
- الاتفاق مع الغير على استعمال حقوق التصويت المترتبة على ملكية تلك النسبة لصالح شخص أو أشخاص معينين.
- شراء أو الاتفاق على شراء النسبة المشار إليها بالأجل أو الاتفاق على شرائها مستقبلاً.
- ملكية الشخص سواء بطريق مباشر أو غير مباشر عن طريق محافظ تدار من قبل الغير لنسبة محددة (32% أو أكثر) من رأسمال أي شخص اعتباري أو وجود مصلحة له تعادل هذه النسبة إذا كان هذا الشخص يمتلك ما نسبته 5% أو أكثر من رأسمال شركة مساهمة مدرجة في البورصة.
- تملك الشخص للنسبة المشار إليها لحساب الغير سواء كان لمصلحة شخص واحد أو عدة أشخاص.
- وفي حال تغير هدف التملك الذي سبق الإفصاح عنه يجب على الشخص المعني إشعار الهيئة والبورصة والمصدر فوراً بهذا التغيير، ولا يجوز له التصرف بأي من أسهم المصدر إلا بعد هذا الإفصاح.
- ويشمل الإفصاح عن المصلحة من قبل المتعامل المستفيد كحد أدنى المعلومات التالية:<sup>691</sup>

<sup>689</sup> سعد النصاي، مرجع سابق، ص: 37-38.

<sup>690</sup> المواد من (380) إلى (382)، اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2002 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، الكويت. (بتصرف)

<sup>691</sup> المادة (383)، نفس المرجع السابق.

- اسم المتعامل المستفيد واسماء أي متعاملين آخرين ساهموا في تحقق المصلحة.
  - تفاصيل عن أي دعم مادي من شخص آخر لعملية التملك.
  - بيان الهدف من التملك إذا ما كان الاستحواذ على الشركة، أو الاستثمار فيها أو غير ذلك.
  - مجموع الأسهم ذات الصلة مع تفصيل ما كان يملكه قبل التصرف واجمالي عدد الأسهم التي تملكها بعد التصرف والنسبة التي تمثلها من رأسمال الشركة.
  - طبيعة التصرف والأساس القانوني للإفصاح.
- يجب على الشخص المستفيد أو الشركة تزويد الهيئة وبالسرعة الممكنة بأي معلومات أو تفسيرات تطلبها للتحقق من صحة ودقة بيانات الإفصاح.
- إن الزام المتعامل في بورصة أوراق مالية إسلامية بشرط الإفصاح عن نسبة المصلحة من شأنه أن يحقق شرط عدم التغير ويجد من عمليات التلاعب التي يقوم بها المتعاملين من خلال خلق عروض وطلبات مصطنعة.

## 2- الشروط الفنية المتعلقة بالمستثمرين في بورصة الأوراق المالية الإسلامية

ومن الشروط الفنية التي يجب أن تتحقق في المستثمرين ليتسكنوا من لعب أدوارهم الحيوية في بورصة الأوراق المالية الإسلامية نذكر:

**2-1- شرط حصول المتعامل على التأهيل:** أن يمنع على المستثمرين التعامل المباشر في بورصة الأوراق المالية الإسلامية إلا بعد حصولهم على تأهيل مناسب تقدره إدارة السوق كدورة تدريبية لمدة شهر، والسماح بالتعامل بعد مضي مدى ثلاثة أشهر من التسجيل كمرقب؛ فإذا كان سائق السيارة لا يسمح له بالقيادة إلا بعد حصوله على رخصة؛ فإن المستثمر بحاجة للتعرف على قواعد التعامل بالسوق نفياً للجهالة والخداع، ولترشيد قرارات المستثمرين منعا من اتجاهات فوضوية في السوق نتيجة جهل المتعاملين به. ومن خلال هذا التأهيل يجب على المتعامل أيا كانت صفته أن يكون على اطلاع وإلمام بأنواع الأوامر التي يمكن توجيهها للوسيط، فإن إحاطة المستثمر وإلمامه بهذه المعلومات من شأنه إبانة المقاصد على وجهها الصحيح بحيث لا يساء فهمها من قبل الوسيط ودعم قدرته على التنفيذ.<sup>692</sup>

**2-2- شرط الوعي بأحوال السوق:** يجب على المتداولين في بورصة الأوراق المالية الإسلامية أن يتصفوا بالوعي في تعاملاتهم، وأن تكون لهم الخبرة في تقنيات التعامل مع بورصة الأوراق المالية كالتحليل الأساسي والتحليل الفني لأسعار الأوراق المالية.

كما يتوجب على المستثمر أن يكون ملماً وعلى معرفة بكيفية قراءة القوائم المالية، مثل: الميزانية وقوائم الدخل والتدفقات النقدية، وكيفية تحليل هذه القوائم واستخراج بعض المؤشرات المالية التي تمكنه من اتخاذ القرارات، مما يؤدي إلى اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة وتخفيض مستوى عدم التأكد، وفعالية وجودة أي قرار استثماري من خلال التوجيه السليم للمدخرات. لذا يجب أن يكون جميع المستثمرين على قدم المساواة من حيث كم ونوع ووقت المعلومات التي ترد إليهم. وذلك لتحقيق العدالة في بورصة الأوراق الإسلامية وأن تصبح مناخاً استثمارياً ملائماً.<sup>693</sup> ومما يساعد على التحلي بالوعي الاستثماري التزام المستثمر بما يلي:

- المتابعة المستمرة للنشرات الإخبارية وأخبار المال والأعمال عبر وسائل الإعلام المختلفة، لأنها قد تساعد باتخاذ قرار يقلل من خسائر المستثمر في وقت التقلبات في البورصة أو يحقق له مكاسب.
- أن يضع المستثمر خطة استثمارية يرسمها لنفسه توضح له مراحل الاستثمار وخطواته تكون مفصلة زمنياً بحيث تضمن للمستثمر

<sup>692</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص: 100.

<sup>693</sup> عمر عتر، و عثمان عتر، "تباين القرارات الاستثمارية للمتعاملين في أسواق المال باختلاف نوعية هذه الأسواق (مقدمة-ناشئة)"، مجلة علوم انسانية، العدد 45، شتاء 2010، سوريا، ص: 1.

تحقيق هدفه الاستثماري. ويذكر أن الاستثمار القائم على المعرفة والحكمة يتطلب بذل الوقت والجهد اللازمين للبحث والتحليل، فكلما زاد المستثمر بإنفاقه للوقت والجهد زادت فرصته في تحقيق نتائج أفضل لاستثمارته، ويتبع المستثمرون الواعون، أسلوباً منتظماً لتحقيق أهدافهم الاستثمارية، وذلك الأسلوب يجمع بين البحث الدقيق والمتابعة المنتظمة للاستثمارات.<sup>694</sup>

- تحليل أداء الشركات ضروري لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب وبالتالي فهذا التحليل ينعكس بنتائجه على توجهات المستثمر، والتحليل يتضمن عدة مؤشرات ولكن أهمها للمستثمر، المؤشرات المالية التي تقيس ربحية الورقة المالية، ومن المهم أن يأخذها المستثمر بعين الاعتبار.

- عدم الانسياق وراء الشائعات والاعتماد على مصادر معلومات وثيقة.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن هذا الشرط مطلوب فقط من المتداولين النظاميين، أما قيام المتعامل بمجرد عملية بيع أو شراء دون تداول متكرر فغير ملزم بهذا الشرط. (أي يجب الربط بين نوع المتعامل والشرط)، فالمتعامل المحترف والذي يقوم بتداول مبالغ كبيرة يمنع من التداول دون الحصول على شهادات إجازة تثبت أنه قادر على التداول بحرفية لكي لا يعرض الاقتصاد لأخطار لكونه جاهل (وهذا لا يعني أنه لا يجب أن يخطأ، ولكن إن أخطأ وخسر في إحدى المعاملات وهو على علم فهو يتحمل نتيجة هذا الخطأ، أما أن يكون جاهلاً من الأساس فهذا لا يسمح له بالتداول بصفته محترف).

**2-3- شرط الإفصاح عن العقود التي تمت خارج البورصة:** أن يتم إعلام البورصة بالعقود التي تتم خارجها على الأوراق المالية غير المدرجة فيها، حيث تقوم البورصة بالإعلان عنها في نشرة الأسعار اليومية، وبقيدها في الحاسب الآلي، وتحرير ما يفيد انتقال الملكية، وإعلام الشركة مصدرة الورقة المالية بهذه العقود خلال أجل محدد من تاريخ العقد.<sup>695</sup> ونجد أن أغلب قوانين البورصات حالياً لا تعترف بأي عقد تم على الأوراق المالية ما لم يتم تثبيته وتسجيله في الهيئة القانونية المشرفة على البورصة، وبالتالي أي عقود تتم خارج البورصة تعد في نظر القانون باطلة شريطة التوثيق في البورصة من خلال الإفصاح عن العقود التي تمت خارجها.

**2-4- التخلص من العاطفة في التداول:** إن أفضل طريقة للتخلص من العاطفة في التداول تكمن في تخطيط عملية التداول مسبقاً بقدر المستطاع قبل الدخول فيها. حيث يركز معظم المستثمرين على ما يحصل بعد دخولهم التداول ولكن لا تكون تحركات الأسعار خاضعة لتحكمهم.

فعلى المستثمر التحكم بتخطيط وقت الدخول ووضع أمر التوقف والأمر المحدد وتحديد ما يمكن القيام به في الأوضاع الطارئة مسبقاً. وعليه يجب أن يتخذ المستثمر قرارات التداول بناءً على الاستراتيجيات المستقلة عن الخوف والجشع.

إن إحدى الصفات الرئيسية للمستثمر الجيد هي قدرته على التجرد من العواطف، ففي حين يكون المستثمر مكرساً وملتزمين بالكامل بتداولهم إلا أنهم لا يكونون متصلين بعمليات التداول عاطفياً. يقبلون بالخسارة ويتخذون قراراتهم الاستثمارية على مستوى عقلي. فغالباً ما يقع المتداولون المتورطون عاطفياً في التداول بأخطاء جسيمة، ذلك أنهم يميلون إلى تغيير استراتيجيتهم بطريقة غريبة بعد عدد من الخسارات في التداول أو يصبحون غير مباليين لدرجة مبالغ فيها بعد عدد من التداولات الراجحة. كما يجب أن يتمتع المتداول بتوازن عاطفي وأن يبني كافة قرارات التداول على الاستراتيجية، لا على الخوف والجشع.

**2-5- شرط الاحتفاظ بالورقة المالية لمدة زمنية محددة:** يجب على المستثمر عند شرائه لورقة مالية ما أن يحتفظ بها لمدة زمنية محددة قبل أن يقوم بإعادة بيعها لمستثمر آخر، وفي حالة ما إذا أراد أن يبيع تلك الورقة المالية قبل انقضاء تلك الفترة تفرض عليه عمولة ورسوم أعلى لعقد صفقته. إن هذا الشرط يهدف إلى تخليص بورصة الأوراق المالية الإسلامية من المضاربات غير الشرعية.

<sup>694</sup> مكي قاسم، مرجع سابق.

<sup>695</sup> المادة رقم (17) من قانون سوق رأس المال، رقم 95 لسنة 1992، السعودية.

## خلاصة الفصل الرابع

إن جعل بورصة الأوراق المالية إسلامية يتطلب إخضاع جميع الأطراف المتدخلة فيها لشروط شرعية تلتزم بها خلال تعاملها مع هذه البورصة، بالإضافة إلى إخضاعهم لشروط مهنية وفنية تعتبر ضرورية لتحقيق الشروط الشرعية ولتنظيم عمل هذه البورصة. إن أولى الأطراف المتدخلة في البورصة هي الجهات المصدرة للأوراق المالية الإسلامية لما توفره لها هذه البورصة من مزايا، وهي تتنوع من حيث نشاطها إلى شركات إقتصادية، مصارف إسلامية، شركات تأمين تكافلي، هيئات حكومية وغيرها من الجهات

الراغبة في إصدار أي نوع من أنواع الأدوات المالية المقبولة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية، وهي غالباً ما تأخذ الشكل القانوني لشركة مساهمة لما تختص به هذه الأخيرة من ميزات تجعلها أكثر جذبا للمستثمرين. وإن لهذه الجهات دور فعال في تنشيط البورصة فهي المنشأة للسوق الأولية فيها، ولذلك نجعلها ملزمة بتحقيق مجموعة من الشروط الشرعية، المهنية والفنية تجعلها مقبولة في بورصة أوراق مالية إسلامية.

يعتبر الوسطاء في عمليات بورصة الأوراق المالية الإسلامية المتدخل الثاني وهو الذي ينظم العلاقة بين المستثمرين في البورصة، ويتولى إدارة التداول فيها. ويتنوع الوسطاء في البورصة حسب وظائفهم، فمنهم من ينفذ الأوامر التي يتلقاها من موكله فقط، ومنهم من تعطى له حرية التصرف في أموال موكله وفق حدود يعينها له. ونظراً للثقة التي يضعها المستثمرون في الوسطاء وجب على هؤلاء الالتزام بالشروط الشرعية التي تؤهلهم للعمل في بورصة أوراق مالية إسلامية، بالإضافة إلى شروط المهنية والفنية المطلوبة منهم لتحقيق الشروط الشرعية ولتنظيم العلاقة بينهم وبين المتعاملين في هذه البورصة.

إن النوع الثالث من الأطراف المتدخلة في بورصة الأوراق المالية الإسلامية لا يقل أهمية عن الأطراف السابقة، إن لم نقل أهمها على الإطلاق، فبدونهم لا تقوم هذه البورصة، إذ يعتبرون من العناصر الفاعلة والمنشطة لها. ويتنوع المستثمرون في البورصة بدورهم حسب هدفهم من هذا التدخل أو من الإستثمار فيها، فمنهم المستثمرين المؤسسين، ومنهم المضاربين، وتتضح أنواعهم حسب سلوكياتهم في التداول، ومن خلال هذه السلوكيات يتحقق التوازن في السوق أو يختل. وبالتالي يجب أن تخضع هذه السلوكيات لشروط شرعية تتحقق من خلال الشروط المهنية والفنية التي يجب على المستثمرين في بورصة أوراق مالية الالتزام بها.

## الفصل الخامس :

# تقييم تجارب إنشاء بورصات أوراق مالية إسلامية وإمكانية الإفادة منها في الجزائر

الفصل الخامس: تقييم تجارب إنشاء بورصات أوراق مالية إسلامية وإمكانية الإفادة منها في الجزائر

إن تطبيقات الأسواق المالية في الاقتصاد الإسلامي لا زالت في بدايتها وهي تطبيقات جزئية. وإن تجارب

إنشاء بورصات أوراق مالية إسلامية قليلة جدا إن لم نقل أنها نادرة. وبما أنه لا عبرة في التنظير من دون إخضاعه للواقع وتطبيقه فيه، نسعى من خلال هذا الفصل إلى بيان إمكانيات التطبيق، وقمنا باختيار تجربتي دولتين عربيتين مسلمتين، هما السودان والإمارات العربية المتحدة. إن سبب اختيار هاتين الدولتين هو أنهما الدولتان العربيتان الوحيدتان اللتان أعلنتا أن سوقهما الماليين متوافقان مع أحكام الشريعة الإسلامية، وبالتالي سيتم في هذا الفصل الاستفادة من دراسة تجاربهما، وإبراز مدى النجاح أو مدى الفشل، أو إمكانيات التطبيق من حيث ابتعادها أو اقترابها من واقع النظام الاقتصادي الإسلامي.

ويتألف هذا الفصل من ثلاث مباحث، يتناول الأول منه سوق الخرطوم للأوراق المالية بالسودان والذي سيجري من خلاله التعرف على طبيعة النظام المصرفي السوداني ومسيرته للتحويل إلى الاقتصاد الإسلامي، بالإضافة إلى التعريف بسوقه للأوراق المالية في المطلب الأول. حيث يعد السودان أول دولة عربية أعلنت عن تحويل اقتصادها ككل إلى النظام الاقتصادي الإسلامي. ويبحث المطلب الثاني في أدوات سوق الخرطوم للأوراق المالية، فإن من مقومات السوق أدواتها فإن صلحت واعتدلت وضبطت بالشريعة دعت إلى صلاح واعتدال السوق وقيامها على أصول الشريعة، لذا تعتبر الأدوات المالية الإسلامية ركيزة من خلالها نرى بوضوح حال السوق وشرعيته، ومن أجل ذلك قمنا بتحليل أهم الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في هذه السوق لاسيما الصكوك. ولمزيد من التقييم لهذه السوق تناول المطلب الثالث مدى التزام السوق وأركانها الأساسية بالشروط المحددة في الجزء النظري من هذه الدراسة.

أما المبحث الثاني فقد خص تجربة سوق دبي المالي بالإمارات العربية المتحدة في ثلاث مطالب، قمنا في الأول منهم بالتعرف على اقتصاد إمارة دبي وسوقها المالي، أما الثاني فعرضنا فيه أهم أدوات سوق دبي المالي، وفي الثالث قمنا بتقييم مدى توافق الشروط المتعلقة بسوق دبي المالي مع الشروط المحددة في البحث.

بينما سلط المبحث الثالث الضوء على واقع بورصة الجزائر ومحيطها المالي والقانوني، بغية التعرف على مدى جاهزيتها لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية من خلال طرح بعض السيناريوهات التي يمكن للجزائر تبني إحداها.

## المبحث الأول: سوق الخرطوم للأوراق المالية بالسودان

إن السودان يعتبر أول دولة عربية لها تجربتها في موضوع السوق المالية الإسلامية على نحو عام، وعلى نحو خاص في بورصة الأوراق المالية الإسلامية، وتعتبر تجربة السودان رائدة في مجالها، إذ تعد السوق المالية في السودان السوق الوحيدة في العالم التي لا تسمح بأي نوع من التبادل لا يتفق مع الصيغ الإسلامية كالبيع الآجل وعقود الخيارات والعقود الأخرى المحرمة.

وسيتم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب، نستهل المطلب الأول بنبذة عن النظام المصرفي السوداني على اعتباره البيئة التي تحتضن سوق الخرطوم للأوراق المالية، ليتم بعدها التعرف على هذه السوق من خلال نشأتها وتطورها وآلية عملها. أما المطلب الثاني فيتناول الأدوات المصدرة والمتداولة فيها، وفي المطلب الثالث سيتم تقييم مدى تحقق أهم الشروط المذكورة في الفصول السابقة لهذا البحث.

## المطلب الأول: نبذة عن النظام المصرفي السوداني وسوق الخرطوم للأوراق المالية وأدائها

تقع دولة السودان شمال شرق أفريقيا\*، وتعتبر من أكبر الدول الإفريقية والعربية من حيث المساحة، عاصمتها الخرطوم. إن السودان بلد غني بموارده الطبيعية التي تجعل قاعدة اقتصاده تقوم على الإنتاج الزراعي والحيواني، ومن ثم فإن الزراعة في السودان تمثل العمود الفقري للاقتصاد وعليها تقوم معظم الأنشطة الاقتصادية المختلفة.<sup>696</sup> يبلغ التعداد السكاني للسودان بحسب آخر الإحصائيات ما يزيد على 39 مليوناً و154 ألف شخص، وفي السودان ثروات طبيعية أهمها الثروة الزراعية، وهو يعد من الدول الأولى حول العالم في تصدير الصمغ العربي ومحاصيل مهمة مثل السمسم والقطن وغير ذلك، إضافة إلى زراعة الفاكهة البستانية المتنوعة، أما الثروات الأخرى ومنها البترول فإن السودان قد بدأ مرحلة الإنتاج بالرغم من المعوقات السياسية من حصار وغيره. سبق وأن ذكرنا أن بورصة الأوراق المالية الإسلامية لا تنشأ في فراغ، بل لابد من توفر المحيط الاقتصادي والمالي المناسب لاحتضان هذه السوق، ومن خلال هذا المطلب سيتم التعرف على الاقتصاد السوداني والتعرف على البيئة التي نشأت فيها سوق الخرطوم للأوراق المالية.

### 1- مراحل تحول العمل المصرفي في السودان إلى المصرفية الإسلامية

إن تحقق الأهداف الاقتصادية لأية دولة يستدعي عمل الأسواق المالية جنباً إلى جنب مع النظام المصرفي. إلا أن المصرفية الإسلامية في سائر البلاد التي توجد فيها اليوم تمثل "جزيرة لا ربوية" في "بحر ربوي"، إلا في السودان وإيران وباكستان حيث الهدف هو تشغيل القطاع النقدي والمصرفي برمته على نحو متوافق مع الشريعة الإسلامية.<sup>697</sup> ولقد مر النظام المصرفي في السودان منذ إنشائه في العام 1903 بأربع مراحل أساسية وهي:

- المرحلة من 1903 حتى الاستقلال في 1956: وهي الفترة التي هيمنت فيها فروع البنوك الأجنبية على العمل المصرفي في السودان.

- المرحلة 1956 وحتى 1976: وهي الفترة التي شهدت إنشاء بنك السودان في 1960 كبنك مركزي وعدد من البنوك الوطنية التي كانت تعمل جنباً إلى جنب مع فروع البنوك الأجنبية والتي تم تأميمها في العام 1970 ودمجها في البنوك الحكومية خلال الفترة 1970-1975.

- المرحلة من 1976 وحتى 1989: وهي مرحلة الإنفتاح الاقتصادي التي شهدت إنشاء عدد من البنوك المشتركة وفروع البنوك الأجنبية وأهم ما شهدته تلك الفترة إنشاء عدد من البنوك الإسلامية خاصة بعد إعلان الشريعة الإسلامية وأسلمة العمل المصرفي في

\* يحدها من الشمال مصر، ومن الشرق إريتريا وإثيوبيا والبحر الأحمر ومن الجنوب كينيا وأوغندا والكونغو، ومن الغرب تشاد وجمهورية أفريقيا الوسطى، ومن الشمال الغربي ليبيا.

<sup>696</sup> الغرفة الإسلامية للتجارة والصناعة، موقع الغرفة الإلكتروني: [www.comcer.org](http://www.comcer.org)

<sup>697</sup> بنك السودان المركزي، "الكتاب الثالث من فتاوى الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية"، توثيق تجربة السودان في مجال المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية: مخطط هيئات الرقابة الشرعية، بنك السودان، ط 1، الخرطوم، 2006، ص: م.

عام 1983.

● مرحلة تعميق الأسلمة وهي الفترة من 1989 وحتى الآن: وقد شهدت هذه الفترة تطورات في مجال العمل المصرفي يمكن إيجازها في الآتي:

- إعلان قانون تنظيم العمل المصرفي 1991 ولائحة الجزاءات المالية والإدارية 1992 لتمكين بنك السودان من ممارسة دوره الرقابي والإشرافي وفق النظام الإسلامي المعلن.
- إنشاء الهيئة العليا للرقابة الشرعية في العام 1992 لتعميق الأسلمة وتفعيل صيغ التمويل الإسلامية وتعميق مفاهيم الاقتصاد الإسلامي لتكوين المصرف الرسالي الذي يحمل القيم الإسلامية التي يمارس على ضوئها العمل المصرفي الإسلامي.
- إصدار التشريعات التي تحكم العمل المصرفي الإسلامي.
- إعلان سياسة التحرير الاقتصادي في عام 1992 لتحريك الموارد وترشيد استخدامها.
- إنشاء سوق الخرطوم للأوراق المالية في عام 1994 لتفعيل دور القطاع المصرفي الإسلامي من خلال الآليات والأدوات المستخدمة والمستخدمة في السوق.
- إعلان برنامج توفيق أوضاع المصارف في عام 1994 الذي هدف إلى تنظيم وتطوير المهنة المصرفية وذلك بخلق مؤسسات مصرفية سليمة وقوية وتتمتع بكفاءة مالية عالية لتكون قادرة على المنافسة داخليا وخارجيا. ولتحقيق تلك الأهداف قام بنك السودان بتطبيق المعايير الدولية الموحدة والتي يجب أن تلتزم بها المصارف كحد أدنى للضوابط الرقابية الواجب توفرها، كما يقوم بنك السودان بالمتابعة المستمرة للتأكد من تنفيذ المصارف لتلك الضوابط والالتزام بها.
- إنشاء مؤسسة ضمان الودائع في عام 1995 لتوفير خدمة التأمين للودائع المصرفية ضد فقدان الكلي أو الجزئي، وضمان الاستقرار والسلامة المالية للبنوك وتدعيم الثقة فيها بتوفير الحماية لحقوق المودعين، بالإضافة إلى جبر الأضرار عند وقوعها بإحياء شعيرة التكافل بين السلطات النقدية والبنوك و المودعين.
- إنشاء شركة السودان للخدمات المالية في عام 1998 والتي آلت إليها كل أصول بنك السودان في البنوك الحكومية كأصول حقيقية يصدر مقابلها البنك المركزي شهادات مشاركة البنك المركزي (شتم)، وتصدر الحكومة شهادات مشاركة الحكومة (شهامه) كأدوات مالية ونقدية يستخدمها البنك المركزي في إدارة السيولة - كبديل إسلامي لسندات الخزنة بالفائدة المعمول بها في سياسات السوق المفتوحة- حيث تقوم على أساس المشاركة في الربح والخسارة. وقد شجع نجاح تجربة "شتم" و"شهامه" بنك السودان على توجيه الشركة لاستحداث آليات جديدة لإدارة السيولة لتعمل جنبا إلى جنب مع "شتم" و"شهامه" كشهادات الإجارة، شهادات صندوق إعادة التمويل بضمان الرهن العقاري، سندات المقاصة وسندات الأسهم وصكوك التنمية الإسلامي. كما وجهها بوضع تصور لإيجاد سوق ثانوية يتم فيها تداول الأوراق المالية المستخدمة حالياً والمستخدمة، ولا يقتصر دور هذه الشهادات على السياسة النقدية بل تمثل احتياطات ثانوية وأصول ذات مخاطر متدنية تدعم سيولة المصارف وتساهم بمعدلات معقولة في أرباحها.

- إعلان السياسة المصرفية الشاملة (1999-2002) التي تتضمن السياسات النقدية والتمويلية والتوجيهات المتعلقة بتأصيل

## 2- إنشاء البنيات التحتية للنظام المصرفي الإسلامي السوداني

إن النظام المصرفي الإسلامي يحتاج إلى بنيات تحتية تساعد على أداء مهامه بشكل متكامل، وارتأت السودان أن تكون

له البنيات التالية:

**2-1- الهيئة العليا للرقابة الشرعية:** أنشئت سنة 1992 هيئة مستقلة غير متفرغة تسمى "الهيئة العليا للرقابة الشرعية على المصارف والمؤسسات المالية" تم تعيينها بقرار من رئيس الجمهورية بالتشاور مع الوزير. تتكون الهيئة من عدد لا يقل عن سبعة أشخاص، لا يزيد عن أحد عشر شخصا من علماء الشريعة وخبراء الاقتصاد والصيرفة والقانون، على أن تكون غالبيتهم من علماء الشريعة.

**2-2- سوق الخرطوم للأوراق المالية:** أنشئت سوق الخرطوم للأوراق المالية في عام 1994 لزيادة حجم المدخرات وضمان كفاءة توزيع الموارد المالية بين الفرص الاستثمارية ذات المردود الاقتصادي الإيجابي وتوفير آليات وأدوات تمويل إسلامية متوسطة وطويلة الأجل وتفعيل دور القطاع المصرفي الإسلامي من خلال تلك الآليات وذلك وفقاً للنظام المالي الإسلامي.

**2-3- صندوق ضمان الودائع المصرفية:** تم إنشاء صندوق ضمان الودائع المصرفية بموجب قانون صندوق ضمان الودائع المصرفية لسنة 1996 لتوفير خدمة التأمين الإسلامي للودائع المصرفية، وجبر الأضرار عن طريق التكافل بين السلطة النقدية والمصارف والمودعين، وذلك من خلال محفظة التكافل لضمان الودائع الجارية والادخارية، ومحفظة التكافل لضمان ودائع الاستثمار، ومحفظة التكافل لجبر حالات الاعسار المالي النهائي.

**2-4- شركة السودان للخدمات المالية:** والبعض يجذب تسميتها بالوكيل (AGENT)، وتعمل هذه الشركة على طرح وإدارة الإصدار، وقد تم إنشاؤها بواسطة بنك السودان (البنك المركزي) بنسبة 99 في المئة ووزارة المالية والاقتصاد الوطني بنسبة واحد في المئة، وسُجلت لدى المسجل العام للشركات تحت قانون الشركات لسنة 1925 في 1998/5/16، وهي البنية التحتية الأساسية الأولى التي تعنى بأعمال الإدارة والتصرف في الأنصبه والحصص المملوكة للحكومة وهيئاتها عن طريق إصدار الصكوك الاستثمارية الحكومية (صرح) وفقاً لعقود التمويل الإسلامي المختلفة، وكذلك تعمل على التنسيق مع الجهات المختصة بوزارة المالية، وبنك السودان، وسوق الخرطوم للأوراق المالية وأي أسواق إقليمية أو عالمية لتطوير الأدوات المالية الإسلامية وإصدارها.

**2-5- بنك الاستثمار المالي:** تم إنشاء بنك الاستثمار المالي عام 1998 ليقوم بالمهام التالية:

- تفعيل وتنشيط سوق الأوراق المالية من خلال إعداد الدراسات ونشر وتبادل المعلومات وترويج المشروعات.

- التخصص في الأسواق المالية والقيام بتأسيس المشروعات الاستثمارية.

- مساندة الشركات القائمة بشراء أسهمها وتكوين المحافظ المالية.

- المساعدة في إعادة الهيكلة المالية للشركات عن طريق التعاون مع بيوت الخبرة المحلية والخارجية.

- القيام بالمبادرة لإنشاء المشروعات الاستثمارية الكبرى ذات الدور الأساسي في عمليات التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

**2-6- اللجنة العليا لتأصيل النشاط الاقتصادي:** في عام 1997 قرر وزير المالية في السودان تكوين لجنة عليا من المختصين وذوى الخبرة في الاقتصاد والفكر الإسلامي لتأصيل النشاط الاقتصادي في القطاعين المالي والنقدي. ركزت اللجنة في الدراسات التي تقدمت بها على ثلاثة محاور أساسية هي:

<sup>698</sup> بنك السودان المركزي، "نشأة وتطور وتقوم هيئات الرقابة الشرعية في الجهاز المصرفي السوداني"، توثيق تجربة السودان في مجال المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية مخطط هيئات الرقابة الشرعية، بنك السودان، ط 1، الخرطوم، 2006، ص ص: 20-21.

- **المحور الأول:** الإطار العام للاقتصاد الإسلامي وإبراز مركزاته الأساسية.
- **المحور الثاني:** العناصر الأساسية للاقتصاد الكلي في النظام الإسلامي ويشمل ذلك قضايا السياسات النقدية والمصرفية والسياسات المالية والتمويل بالعجز.
- **المحور الثالث:** السياسات التجارية وسياسات الدخل والأجور وأبعادها الاجتماعية وتهدف تلك الدراسات في محاورها الثلاثة إلى مساعدة واضعي السياسات الاقتصادية ومنفذيها على معرفة هدي الدين والعمل على إنزاله في واقع حياة الناس. وتستمر اللجنة في تقديم الدراسات وإقامة الندوات التي تناقش فيها الكليات ثم تنتزل بها إلى الجزئيات وقد قدمت عدة دراسات وأقيمت ندوتان في أكتوبر 1998 وفبراير 2001 .
- 2-6- المؤسسات المالية للإجارة:** أصدر بنك السودان لائحة تنظيم عمل المؤسسات المالية للإجارة سنة 2004.
- 2-7- الوكالة الوطنية لتأمين وتمويل الصادرات:** المنشأة بقانون الوكالة الوطنية لتأمين وتمويل الصادرات سنة 2005.

### 3- نشأة وتطور سوق الخرطوم للأوراق المالية

سيتم أولاً عرض نشأة سوق الخرطوم للأوراق المالية ويليها التطور التاريخي لها:

- 3-1- نشأة سوق الخرطوم للأوراق المالية:** أنشئت سوق الخرطوم للأوراق المالية في عام 1994 لزيادة حجم المدخرات وضمان كفاءة توزيع الموارد المالية بين الفرص الاستثمارية ذات المردود الاقتصادي الإيجابي وتوفير آليات وأدوات تمويل إسلامية متوسطة وطويلة الأجل وتفعيل دور القطاع المصرفي الإسلامي من خلال تلك الآليات وذلك وفقاً للنظام المالي الإسلامي.
- من خلال هذه النقطة سيتم التطرق لمراحل نشأة سوق الخرطوم للأوراق المالية وأهم التطورات التي مر بها من خلال مسيرته منذ إنشائه وذلك وفق الآتي:<sup>699</sup>
- **الفترة من 1962 إلى 1989:** بدأ التفكير في إنشاء سوق للأوراق المالية في السودان منذ العام 1962، حيث تم إجراء العديد من الدراسات والإتصالات بدأتها وزارة المالية والاقتصاد الوطني وبنك السودان المركزي بمشاركة مؤسسة التمويل الدولية IFC التابعة للبنك الدولي. تمت إجازة قانون سوق الأوراق المالية من قبل مجلس الشعب في عام 1982 لينظم إنشاء سوق للأوراق المالية في السودان ولكن لم يتم تكملة الإجراءات المتعلقة بقيام السوق وممارسة نشاطه.
- **الفترة من 1990 إلى 1994:** بدأت الخطوات الجادة لإنشاء سوق الأوراق المالية في بداية التسعينات إبان تطبيق سياسات التحرير الاقتصادي والتي نادى بها البرنامج الثلاثي للإنقاذ الاقتصادي (1990-1993)، حيث تم تأسيس هيئة الأسواق المالية في عام 1992، وفي نوفمبر من نفس العام أقر مجلس الوزراء تعديلاً على قانون سوق الأوراق المالية لعام 1982، ولكن هذا القانون المعدل لم يف بكل الأغراض لإنشاء سوق للأوراق المالية. وفي عام 1994 أجاز المجلس الوطني الانتقالي قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية والذي أصبحت بموجبه سوق الخرطوم للأوراق المالية كياناً قانونياً مستقلاً. وتم تكوين مجلس إدارة السوق من رئيس للمجلس إضافة لثلاثة عشر عضواً.
- **بداية العمل بالسوق الأولية والسوق الثانوية وتطورهما:** بدأت السوق الأولية نشاطها في 10 أكتوبر من عام 1994، ثم التعامل في السوق الثانوية (البيع والشراء للأوراق المالية المدرجة) في مطلع عام 1995 بعدد 34 شركة مدرجة.
- وقد أصدر المجلس اللائحة العامة للسوق، بالإضافة إلى لائحة شروط التسوية والتقاضي وقواعد تداول الأوراق المالية. هذا وقد بدأ العمل في السوق الأولية (سوق الإصدارات) في العاشر من شهر أكتوبر 1994، وفي الثاني من يناير 1995 تم افتتاح السوق الثانوية (سوق تداول الأسهم).

<sup>699</sup> بنك السودان المركزي، "مخطط المؤسسات المالية المساعدة للجهاز المصرفي"، توثيق تجربة السودان في مجال المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، بنك السودان المركزي للتنمية الزراعية، ط1، ج3، خرطوم، 2006، ص: 45.

يلاحظ أن السوق قد نشأ في ظل بيئة إسلامية صرفة مما جعل كل نشاطه يسير وفقاً لهدي الشريعة الإسلامية ومتطلباتها الشرعية. ويعتبر قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية هو القانون الذي ينظم ويحكم عمل ونشاط السوق. ويشير القانون في نصوصه إلى إلزام السوق في كل تصرفاتها ومزاولة جميع نشاطاتها بأحكام الشريعة الإسلامية وهداياها ويفسر هذا القانون واللوائح الصادرة بموجبه وفقاً لذلك ويعتبر باطلاً كل تفسير أو تصرف بخلاف ذلك<sup>700</sup>.

**3-2- التطور التاريخي لسوق الخرطوم للأوراق المالية:** وفيما يلي عرض مختصر لأهم التطورات العامة التي مرت بها سوق الخرطوم للأوراق المالية:

- في عام 1996 ارتفع عدد الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية من 34 شركة إلى 40 شركة.
- في عام 1997 حصلت زيادة معتبرة في رأس المال السوقي لسوق الخرطوم للأوراق المالية (القيمة السوقية للأوراق المالية المصدر) من ما يعادل 31 مليون دولار أمريكي إلى 139 مليون دولار أمريكي. وفي نفس العام تم تأسيس بنك الاستثمار المالي للمساهمة في تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية حيث مارس نشاطه في يوليو من العام 1998.
- في عام 1999 تم تقسيم السوق الثانوية إلى سوقين أولهما نظامي والآخر موازي، ومن بعد تم تصنيف الشركات المدرجة وفقاً لاستيفائها لشروط الإدراج الخاصة بأي من السوقين ليصبح عدد الشركات المدرجة بالسوق النظامي (21) و الموازي (22) شركة بالإضافة إلى صندوق الأسهم السودانية الأول، بواسطة بنك الاستثمار المالي.
- شهد عام 2001 بداية إصدار العديد من صناديق الاستثمار بواسطة بنك الاستثمار المالي وشهادات المشاركة الحكومية (شهادة) بواسطة الدولة.
- في عام 2002 حدث توسع نوعي في علاقات السوق مع المؤسسات المالية الإقليمية والدولية.
- في أكتوبر من عام 2003 تم إعلان مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية وإدراج السوق ضمن قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، كما تم أيضاً في نفس العام إدراج أسهم "سوداتل" تقاطعياً في سوق أبو ظبي للأوراق المالية.
- في عام 2004 بلغ حجم التداول أعلى معدل له منذ إنشاء السوق حيث وصل إلى 447.7 مليون جنيه سوداني\*.
- حدث في عام 2005 ارتفاع قياسي في حجم التداول إلى 1.21 مليار جنيه صاحبه ارتفاع كبير في المؤشر بنسبة نمو بلغت 97.3% فضلاً عن ارتفاع القيمة السوقية إلى 7.47 مليار جنيه. ووفقاً لقاعدة بيانات صندوق النقد العربي في عام 2005 احتل سوق الخرطوم للأوراق المالية المرتبة الأولى من حيث نمو القيمة السوقية مقارنة ببقية الأسواق العربية بنسبة بلغت 50.8%.
- حدث في عام 2006 ارتفاع كبير في معدلات التداول حيث وصل حجم التداول 2.06 مليار جنيه بنسبة نمو بلغت 70% عن عام 2005 نتيجة التداول الكبير في الأوراق المالية والأسهم المدرجة.
- في عام 2007 تم انضمام السوق لإتحاد البورصات الإفريقية مما فتح أفقا جديدة للتعاون الإقليمي بين أسواق المنطقة، كما شهد نفس العام بداية العمل في مركز الإيداع والحفظ المركزي والذي يمثل نقلة نوعية مهمة في مسيرة سوق الخرطوم للأوراق المالية وبالأخص من حيث التداول وسهولة التعامل في أرصدة الأوراق المالية المدرجة.
- شهد عام 2008 ارتفاعاً ملحوظاً في حجم التداول كما اكتمل إيداع أسهم جميع الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية الأمر الذي مهد الطريق لإكمال إجراءات التحول للتداول الإلكتروني.

<sup>700</sup> أنظر الملحق رقم (1-1) المتعلق بقوانين سوق الخرطوم للأوراق المالية.

\* "الجنيه السوداني" عملة دولة السودان، وفي عام 1991 تم استبدال العملة بمحف امتصاص السيولة خارج دائرة النظام المصرفي وإدخال بعض التقنيات الحديثة وتم استبدال الجنيه السوداني بالدينار السوداني، حيث 1 جنيه سوداني يقابل 100 دينار سوداني. واصطحب الانفصال الذي تم في 2011/07/09 على وجود حكومة جديدة لجنوب السودان تبعت عدة منها طباعة عملة جديدة للجنوب مما حدا بالمختصين ببنك السودان طرح الطبعة الجديدة من الجنيه.

- سجل سوق الخرطوم في عام 2009 أعلى معدل تداول له منذ إنشائه حيث ارتفع حجم التداول إلى 2.2 مليار جنيه مقارنة بـ 1.8 مليار جنيه في عام 2008 أي بنسبة زيادة بلغت 19.5%. كما بدأ في نفس العام نظام التحويل للتداول الإلكتروني.
- في سنة 2010 حقق حجم التداول أكبر معدلاته منذ بداية عمل السوق الثانوية في 1995 متفوقاً على العام 2009 الذي بلغ 2.2 مليار جنيه مقارنة بمبلغ 2.4 مليار جنيه، كما تم اعتماد السوق بصفة مراقب في اتحاد البورصات العربية.
- بدء المرحلة الأولى من التداول الإلكتروني بسوق الخرطوم للأوراق المالية في 8 يناير 2012، لينظم بعدها سوق الخرطوم لمؤشر أسواق المال الإفريقية الجديد "فوتسي" (FTSE) في 2012/12/09. كما احتلت سوق الخرطوم للأوراق المالية المرتبة الثالثة بين الأسواق العربية حسب آخر تقرير صدر قبل نهاية سنة 2012.<sup>701</sup>
- في عام 2013 تم إعداد مسودة لقانون السوق وقانون لجهاز تنظيم الأسواق، وانعقاد منتدى مجلس الوزراء لمناقشتها. كما تم بدء تشغيل المرحلة الثانية من التداول الإلكتروني، بالإضافة إلى ارتفاع كبير في مؤشرات التداول.<sup>702</sup>

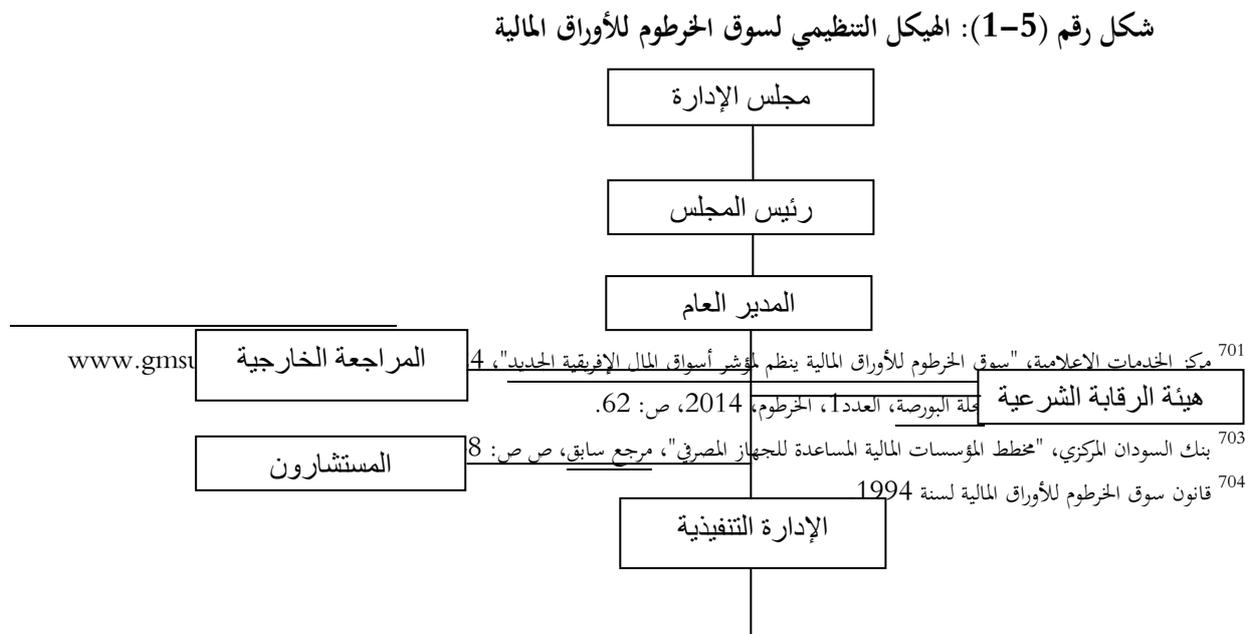
#### 4- أقسام سوق الخرطوم للأوراق المالية

ينقسم سوق الخرطوم للأوراق المالية إلى قسمين:<sup>703</sup>

- 1-4- السوق الأولية: والتي يتم فيها إصدار الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب العام في إطار القوانين واللوائح المنظمة لذلك.
- 2-4- السوق الثانوية: وتتم فيها عمليات شراء الأوراق المالية وبيعها مباشرة أو بالوكالة وتبادل ملكية الأوراق المالية في قاعة تداول الأوراق المالية أو في مكاتب السوق وتشمل:
  - أ- السوق النظامية: يتم من خلالها تنظيم التعامل في قاعة تداول الأوراق المالية بأسهم شركات تحكمها شروط إدراج خاصة بها.
  - ب- السوق الموازية: التي تتم من خلالها تنظيم التعامل في قاعة تداول الأوراق المالية بأسهم شركات حديثة التأسيس وأسهم شركات قائمة تحكمها شروط إدراج خاصة بها.
  - ج- السوق الثالثة: التي تتم من خلالها تنظيم التعامل خارج قاعة تداول الأوراق المالية بأسهم الشركات التي لا تنطبق عليها شروط إدراج محددة للتداول داخل قاعة تداول الأوراق المالية ولم يتم إدراج أوراقها المالية بعد.<sup>704</sup>

#### 5- الهيكل التنظيمي لسوق الخرطوم للأوراق المالية

يأخذ الهيكل التنظيمي لسوق الخرطوم للأوراق المالية الشكل التالي:



المصدر: التقرير السنوي 2010 لسوق الخرطوم للأوراق المالية.

#### 6- أهداف سوق الخرطوم للأوراق المالية

نص قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية على أنه تكون للسوق الأغراض الآتية:<sup>705</sup>

- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بيعاً وشراء.
- تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين المواطنين وتهيئة الظروف الملائمة لتوظيف المدخرات في الأوراق المالية بما يعود بالنفع على المواطن والاقتصاد الوطني.
- العمل على توسيع وتعزيز الملكية الخاصة للأصول الإنتاجية في الاقتصاد الوطني وعلى نقل الملكية العامة للأصول الرأسمالية للدولة إلى أوسع الفئات الوطنية.
- تطوير وتنمية سوق الإصدارات وذلك بتنظيم ومراقبة إصدارات الأوراق المالية وتحديد الشروط والمتطلبات الواجب توافرها في نشرات الإصدار عند طرح الأوراق المالية للاكتتاب العام من قبل الجمهور.
- تطوير وتشجيع الاستثمار بالأوراق المالية والعمل على تهيئة المناخ الاستثماري المناسب لها.
- توفير كافة العوامل التي تساعد على تسهيل وسرعة تسهيل الأموال المستثمرة في الأوراق المالية بما يخدم رغبات المستثمرين.
- ترسيخ أسس التعامل السليم والعادل بين فئات المستثمرين وضمان تكافؤ الفرص للمتعاملين في الأوراق المالية لحماية لصغار المستثمرين.
- جمع المعلومات والبيانات والإحصائيات وتوفيرها لكافة المستثمرين والمهتمين بذلك.
- دراسة التشريعات ذات العلاقة بالسوق واقتراح تعديلها بما يتناسب والتطورات التي تتطلبها السوق.
- اقتراح كيفية تنسيق السياسات المالية والنقدية وحركة رؤوس الأموال والإشراف على السياسة المتعلقة بتنمية مصادر التمويل المتوسط والطويل الأجل في السودان وذلك بما يحقق الاستقرار المالي والاقتصادي ومن ثم تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية.
- العمل على تبادل الخبرات وذلك بالاتصال بالأسواق المالية العالمية والإقليمية والعربية والانضمام لعضويتها.

<sup>705</sup> بنك السودان المركزي، "مخطط إدارة السياسة النقدية والتمويلية"، توثيق تجربة السودان في مجال المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، بنك السودان، الخرطوم،

- إنشاء جهاز موحد لتنظيم تحويل ملكية الأوراق المالية وإيداعها ومتابعة شؤون المساهمين وإدارة المركز أو الإشراف والرقابة عليه.
  - ترسيخ قواعد السلوك المهني والمراقبة الذاتية والانضباط بين الوكلاء والعاملين في مجال التعامل بالأوراق المالية.
  - تأهيل موظفي الوكلاء (الوسطاء) بما يتناسب والمستجدات التي تطرأ على صناعة الأوراق المالية بهدف رفع كفاءتهم العلمية والعملية.
- ومن الملاحظ في هذه الأهداف غياب الأهداف المتعلقة بالالتزام الشرعي والحرص على المصادقية الشرعية في التعامل، وتم الاكتفاء بذكر التعامل السليم والعدل دون إضافة أي عبارة تدل على أن هذه السوق تهدف إلى التعامل وفق ضوابط وأسس الشريعة الإسلامية.

## 7- نظام التداول المتبع في سوق الخرطوم للأوراق المالية

يتم تداول الأسهم بيعاً وشراءً في سوق الخرطوم للأوراق المالية عن طريق وكلاء مرخص لهم للقيام بعمليات البيع والشراء لصالح عملائهم المستثمرين، ووفقاً لتعليماتهم التي يتم بموجبها تفويض الوكيل من قبل المستثمر بالشراء أو البيع، بعد أن يحدد له عدد الأسهم المراد شرائها أو بيعها، والأسعار المراد تنفيذها وتواريخ تنفيذها. وعند إتمام عمليات البيع والشراء تتم عملية مقاصة بين الوكلاء في ذات اليوم وبالتالي يتسلم البائع قيمة أسهمه ويتسلم المشتري عقداً بأسهمه الجديدة ويسمى هذا النظام بنظام المزايمة المكتوبة. ولقد تم الاعتماد على النظام اليدوي في التداول منذ نشأة السوق إلى غاية 2011 أين تم التحول إلى النظام الإلكتروني. ويبدأ العمل عادة داخل قاعة التداول بالسوق من الساعة العاشرة حتى الساعة الحادية عشرة صباحاً يومياً ما عدا أيام الخميس والجمعة والعطلات الرسمية.<sup>706</sup>

## 8- عضوية سوق الخرطوم للأوراق المالية

نص قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية على أن تكون عضوية السوق إلزامية للجهات الآتية:<sup>707</sup>

- بنك السودان (البنك المركزي).
- البنوك المرخصة ومؤسسات التمويل المتخصصة القائمة أو التي تنشأ في المستقبل.
- الوكلاء المرخصين وفقاً لأحكام قانون قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية في السوق.
- أية جهة أو هيئة أو مؤسسة عامة أو سلطة محلية مدرجة لأوراقها المالية في السوق.
- أية جهة حكومية ذات شخصية اعتبارية تطرح صكوكاً للاكتتاب العام.
- شركات المساهمة العامة المسجلة القائمة أو التي ستنشأ مستقبلاً.

## 9- أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية

تعد الصكوك الحكومية السودانية عماد سوق الخرطوم للأوراق المالية، فهي الأكثر تداولاً فيها مقارنة بالأسهم، فإن الاتجاه العام لتداولها في تزايد مستمر مقارنة بتداول الأسهم، مما جعل سوق الخرطوم أكثر الأسواق المالية العربية تداولاً للصكوك الإسلامية.\*

<sup>706</sup> بنك السودان المركزي، "مخطط المؤسسات المالية المساعدة للجهاز المصرفي"، مرجع سابق، ص: 51.

<sup>707</sup> نفس المرجع السابق، ص: 49.

\* يعرض الملحق رقم (1-2): نشاط السوق الأولية والثانوية للفترة من 2004 إلى 2013.

ويظهر الجدول الموالي تطور أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية منذ سنة 2013 إلى غاية 2014، وذلك من خلال عرض كل من المؤشرات المبينة فيه.

جدول رقم (5-1): أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (2003-2014)

العالم	قيمة الإصدارات (مليار جنيه)	حجم التداول (مليار جنيه)	عدد الشركات المدرجة	رأس المال السوقي (مليار جنيه)
2003	1.26	2.44	47	1.93
2004	2.17	0.45	48	3.69
2005	1.05	1.22	49	7.47
2006	4.13	2.07	51	9.31
2007	4.23	1.80	53	10.31
2008	5.89	0.92	53	8.54
2009	7.50	0.58	55	7.59
2010	11.58	2.42	55	6.39
2011	13.23	2.56	56	7.06
2012	15.28	3.07	59	9.63
2013	15.17	3.89	60	11.19
2014	-*	4.58*	60	12.82*

المصدر: تم إعداد الجدول اعتماداً على التقارير السنوية لسوق الخرطوم للأوراق المالية.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية في تطور إيجابي على العموم. لكل من قيمة الإصدارات، حجم التداول، وعدد الشركات المدرجة، أما بالنسبة لرأس المال السوقي فهناك نوع من التذبذب بين الزيادة والنقصان، حيث كان التزايد في السنوات من سنة 2003 إلى غاية 2007 حيث نلاحظ انخفاض رأس المال السوقي من 10.31 مليار جنيه إلى 8.54 جنيه سوداني الذي تزامن معه انخفاض في حجم التداول رغم أن قيمة الإصدارات استمرت في الإرتفاع، بينما استمر رأس المال السوقي في الانخفاض إلى غاية سنة 2010 حيث وصل إلى 6.39 ليعاود الارتفاع مجدداً في السنوات التالية ليصل إلى 12.82 بأكتمبر 2014.

#### المطلب الثاني: أدوات سوق الخرطوم للأوراق المالية

تستخدم سوق الخرطوم للأوراق المالية العديد من الأدوات المالية من الأسهم العادية والصكوك التي تصدر وفق أحكام الشريعة الإسلامية. حيث يلتزم سوق الخرطوم للأوراق المالية وفقاً لنص المادة (15) من قانون السوق بالتعامل بالأوراق المالية المجازة

\* تم الحصول على البيانات حتى أكتوبر 2014، أما بالنسبة لقيمة الصادرات لسنة 2014 لم يتم توفرها في فترة إعداد البحث.

شريعاً بواسطة مجلس الجمع الفقهي الإسلامي وذلك تحت مراقبة هيئة الرقابة الشرعية التي تم تكوينها من ثلاثة شخصيات من أئمة علماء الشريعة الإسلامية والاقتصاد والمال بالسودان.<sup>708</sup>

ومن أهم أدوات سوق الخرطوم للأوراق المالية نذكر التالية:

- أسهم شركات المساهمة العامة.
  - شهادات المشاركة الحكومية والصكوك الأخرى التي تصدرها وزارة المالية نيابة عن الحكومة.
  - صكوك صناديق الاستثمار.
- وسيتم فيما يلي تفصيل هذه الأدوات كل على حدى وذلك من خلال النقاط الموالية.

## 1- أسهم شركات المساهمة العامة

عرف قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية الأسهم التي يمكن إصدارها وتداولها فيه كالتالي: "الأسهم هي أوراق مالية تمثل حق ملكية في الشركة أو المؤسسة أو المنشأة التي أصدرتها وتتساوي في الحقوق حيث أنها تصدر بقيم متساوية".<sup>709</sup> وتشمل الاكتتابات لشركات المساهمة العامة القائمة عند رفعها لرأس مالها، وحديثة التكوين عند جمعها لرأس مالها الجديد، ويحق للشركات التجارية والعقارية والصناعية في طور التأسيس أو القائمة طرح أسهمها للاكتتاب العام أول مرة لزيادة رأس مالها ويتم التعامل في شراء هذه الأسهم بالاتصال المباشر مع المراكز المنظمة لعملية تسويق تلك الأسهم، حيث أن عملية الشراء تعتمد دائماً على الدعاية والإعلان والعلاقات الشخصية التي تتم عبر توجيهات من الشركة المصدرة للأسهم. أما التعامل غير المباشر فيعتمد على استخدام الوسطاء الذين يوقعون على عقود تنظيم الإصدارات وربما التغطية لبعض الاكتتابات ومن ثم إعادة بيعها للجماهير.

إن عمليات الأسهم في السوق الأولية لا بد أن تصحبها نشرة إصدار، ونشرة الإصدار هذه عبارة عن دراسة جدوى مختصرة لأسباب الطرح لتعنين المستثمرين بعد الإطلاع عليها لاتخاذ قراراتهم بالمساهمة في الأسهم المطروحة للاكتتاب أو عدمها، ومن المفترض أن تتضمن النشرة كل المعلومات والبيانات المالية والمعلومات اللازمة عن الأداء المالي لهذه الشركات. وتعتبر نشرة الإصدار ملزمة قانوناً ويمكن أن يتم التقاضي بسببها.

وهنا يتبين أنه طالما كانت المشروعات مشروعات لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية، وطالما أن الشركات المصدرة لتلك الأسهم هي شركات مساهمة عامة، وطالما أن نشاطها ليس حراماً (بمعنى أنها لا تتعاطى الصيرفة الربوية ولا تباع الخمر ولا الخنزير وأن تعاملها مع جهات الإقراض الربوية في حالة الضرورة فقط وبنسبة لا تزيد عن 5% فقط وأنها غير غارقة في الديون) فإن التعامل في أسهمها وسنداتها يكون شريعياً.

وفي هذا الصدد تجدر الإشارة إلى أن الأسهم المتداول في سوق الخرطوم هي لشركات موزعة على 6 قطاعات هي: البنوك، وقطاع التأمين، والقطاع الزراعي والصناعي، والقطاع التجاري، وبعض القطاعات الأخرى، إلا أن أكبر نسبة تحتلها أسهم قطاع البنوك والتي تقدر بـ 35% من مجموع الأسهم.

## 2- شهادات المشاركة والصكوك

شهادات المشاركة هي عبارة عن صكوك تمثل أنصبة في أصول استثمارية تمتلكها الدولة في أنجح الوحدات الإنتاجية السلعية والخدمية وأكثرها ربحية وأفضلها إدارة، وصممت هذه الشهادات وفق أحكام الشريعة الإسلامية وتصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني. إن إصدار شهادات مشاركة مقابل أصول يعتبر عملية توريق أصول وهذا يعني أن مالك هذه الأصول يمكنه

<sup>708</sup> نفس المرجع السابق، ص: 51.

<sup>709</sup> قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994م.

الحصول على موارد مالية دون بيعها، وإذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن للمؤسسات الاقتصادية في السودان التي تمتلك أصول أن تصدر شهادات مشاركة للحصول على موارد مالية حقيقية من الجمهور لتمويل مشاريعها الإنتاجية وتقوم بإعادة شراء هذه الشهادات بأسعار تعكس القيمة المحاسبية لهذه الأصول.<sup>710</sup>

ومن أنواعها شهادات المشاركة\* التي تم إصدارها وتداولها في سوق الخرطوم للأوراق المالية نذكر التالية:

## 2-1- شهادات مشاركة البنك المركزي "شمم 1998": تعتبر الصيغة التي أسست بها شهادة "شمم" الأولى من نوعها لم يسبق

استخدامها في العالم الإسلامي، وفيما يلي تعريفها وآلية العمل بها:

2-1-1- تعريف شهادة "شمم": تعرف شهادة "شمم" بأنها شهادة مشاركة تتيح لحاملها مشاركة بنك السودان ووزارة المالية في المنفعة التي تتحقق من الاستثمار في البنوك المملوكة لهما كلياً أو جزئياً.<sup>711</sup> وتنشأ هذه الشهادة بعد حصر مساهمات بنك السودان وتحديد قيمتها ومن ثم تجزئتها إلى شهادات مشاركة بقيم متساوية.<sup>712</sup> وهي شهادات تتسم بالآتي:

- لها قيمة إسمية محددة تكون مظهرة في الشهادات وقيمة محاسبية يتم إعلانها كل ثلاثة أشهر وتعكس الأرباح الحقيقية وجزء من الزيادة الرأسمالية في قيمة الشهادات، وسعر للتبادل يتحدد عن طريق التفاوض بين البائع والمشتري.
- ذات قيمة واحدة، وقابلة للتداول في السوق الثانوية (سوق الخرطوم للأوراق المالية)، فهي بذلك سهلة التسييل.
- مفتوحة الأجل أي ليس لها تاريخ استحقاق.

- يتم البيع والشراء أساساً من خلال مزادات؛ وتحكم عمليات المزاد أسس وضوابط محددة منها أن يحتوى الطلب على عروض لا تزيد عن خمسة وبأسعار مختلفة يتم ترتيبها بطريقة تنازلية، وأن لا يزيد مجموع العروض للمصرف عن 25% من جملة المزاد ولا يسمح لأي مصرف أن يتقدم بعرض نيابة عن مصرف آخر.

- لحامل الشهادة الحق في المشاركة في أرباح وخسائر البنوك المعنية، وليس لحامل الشهادة أرباح نقدية بل يحق له الحصول على أرباح رأسمالية عند بيعها، ويحق لحاملها بيعها مباشرة لبنك السودان في أي وقت يشاء. وتم تحديد القيمة المحاسبية للبنوك المكونة للصندوق من أصول وخصوم النقد الأجنبي لهذه البنوك. وهذه القيمة المحاسبية يتم تحديدها كل شهر من النواتج (Returns) التي تعدها البنوك التجارية وقد بلغت هذه القيمة الحاسبية في 30 أبريل 1998 لمجموعة البنوك 39.4 بليون جنية\*. بما أن القيمة الاسمية للشهادة تبلغ 10 مليون جنية فقد تم إصدار 3940 شهادة، وهذه القيمة الاسمية للشهادة لن تتغير وكذلك عدد الشهادات التي تم إصدارها.

- تتأثر القيمة المحاسبية شهرياً سلباً أو إيجاباً بأي تغيرات في سعر الصرف وكذلك في صافي أصول وخصوم النقد الأجنبي. وتضاف إلى هذه التغيرات ما يستحق من صافي أرباح لصالح بنك السودان ووزارة المالية. وكذلك زيادة حقوق المساهمين بزيادة رأس المال والأرباح غير الموزعة. وعليه فإن النمو في القيمة المحاسبية لمجموعة البنوك سينعكس على قيمة الشهادة عند بيعها. هذا وقد أقرت هذه الشهادات بواسطة الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية ووافقت عليها كأداة إسلامية مبرأة من الربا تستخدم في إدارة السيولة وعمليات السوق المفتوحة.

<sup>710</sup> بنك السودان، "مخطط هيئات الرقابة الشرعية: الكتاب الثاني من فتاوى الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية الصادرة في الفترة 1995-1999م"، توثيق تجربة السودان في مجال المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، بنك السودان، ط1، الخرطوم، 2006م، ص: 130.

\* الملحق رقم (1-3) يعرض نموذج لبعض النواع من هذه الشهادات.

<sup>711</sup> بنك السودان، "مخطط المؤسسات المالية المساعدة للجهاز المصرفي"، مرجع سابق، ص: 61.

<sup>712</sup> بنك السودان، مخطط هيئات الرقابة الشرعية: الكتاب الثاني من فتاوى الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية الصادرة في الفترة 1995-1999م، مرجع سابق، الفتوى رقم (97/2).

\* 1 دولار أمريكي = 2272.5 دينار سوداني في 31 جانفي 1999.

إن استخدام شهادات المشاركة في عمليات السوق المفتوحة تعتبر أكثر كفاءة في التأثير على السيولة بالمقارنة مع استخدام الاحتياطي القانوني، فإذا أراد بنك السودان تخفيض السيولة لدى البنوك التجارية يقوم ببيع شهادات بقدر المبلغ الذي يريد سحبه من البنوك والعكس إذا أراد زيادة السيولة في الاقتصاد الوطني.

بدأ العمل بهذه الشهادة في عام 1998 وانتهى العمل بها في عام 2004. وهدفت شهادات "شتم" إضافة إلى إدارة السيولة داخل الجهاز المصرفي، إلى منح البنوك فرصة لاستثمار فوائضها لأجل قصيرة.

**2-1-2- آلية عمل شهادات "شتم":** إن بنك السودان بحاجة ماسة لأداة مالية قائمة على أسس شرعية وعلى حد من المرونة تسمح له بتنظيم حجم السيولة النقدية بما يتلاءم مع أهداف السياسة العامة النقدية للدولة ولحماية أسعار الصرف من تقلبات العرض والطلب المفاجئة. وتحت مظلة النظام المالي الإسلامي المتبع في السودان لا يمكن لبنك السودان أن يصدر سندات مالية قائمة على أساس المدائنة وتحقق في نفس الوقت الأهداف المذكورة أعلاه. إن سندات الدين لا تدر ربحاً لحاملها (وإلا كانت ربوية) ولا يمكن خصمها في حالة تداولها بين عدة مالكيين، وبالتالي لا يوجد حافز مادي يشجع على اقتنائها. ولهذا كان لابد لأية أداة مالية يصدرها بنك السودان أن تكون ربحية (أي لا ربوية) بمعنى أنها لا تضمن لحاملها عدم الخسارة، وتتحقق فيها شروط العقود الشرعية، وتخدم في نفس الوقت الهدف الذي من أجله أنشئت. إن لبنك السودان ملكية قائمة بكامل أو ببعض حصص عدد من البنوك التجارية، وهذه الملكية تدر أرباحاً معلومة لبنك السودان بقدر مساهمته في ملكية هذه البنوك. وعليه فيمكن لهذه الملكية أن تكون أساساً لإصدار شهادة يمكن لبنك السودان أن يستخدمها لتحقيق أهدافه على النحو التالي: <sup>713</sup>

- يخصص بنك السودان ملكيته في البنوك التجارية ويقومها ثم يجعلها صندوقاً مستقلاً يكون عند إنشائه مملوكاً بالكامل لبنك السودان.
- يصدر بنك السودان عدداً معلوماً محدداً من الشهادات استناداً على قيمة الصندوق، وتكون قيمة كل شهادة عند إصدارها جزءاً من قيمة الصندوق الكلية.
- يعلن بنك السودان للجمهور عن إنشاء الصندوق ومحتواه وعدد الشهادات المصدرة عليه.
- يدعو بنك السودان الجمهور لمشاركته في ملكية الصندوق وأرباحه عن طريق بيع جزء من حصته في الصندوق مقدرة بعدد معلوم من الشهادات.
- يصبح مشتري الشهادات مالكاً مشاركاً لبنك السودان في الصندوق بنسبة قيمة شهادته للقيمة الكلية للصندوق (أو بنسبة عدد الشهادات المملوكة للمشتري لعدد الشهادات الكلية).
- يشارك مشتري الشهادات بنك السودان في إجمالي أرباح الصندوق المحولة من البنوك التجارية بنسبة حصته.
- يحق لمشتري الشهادات أن يحتفظ بملكية هذه الشهادات أو أن يبيعها إلى بنك السودان أو لأي مستثمر آخر.
- تكون الشهادات غير مؤقتة وعليه لا تكون مشاركة مشتري الشهادات مع بنك السودان في الصندوق مؤقتة.

وعليه تبنى العلاقة في شهادات "شتم" وفقاً للآتي:

- المستثمرون (المصارف، ومنها: مجموعة بنك النيلين للتنمية الصناعية، مجموعة بنك الخرطوم، البنك العقاري السوداني، بنك فيصل الإسلامي، بنك الغرب الإسلامي، البنك السوداني الفرنسي، بنك ايفوري، بنك الثروة الحيوانية، بنك المزارع التجاري).
- الشركة (مدير الصندوق): وهي شركة السودان للخدمات المالية التي تم إنشاؤها للقيام بالمتاجرة في الأوراق المالية عوضاً عن

<sup>713</sup> بنك السودان، " مخطط المؤسسات المالية المساعدة للجهاز المصرفي"، مرجع سابق، ص: 61-62.

- البنك المركزي لأنه لا يحق له قانونا المتاجرة فيها. أي أنها تقوم بدور المدير لمشروع شهادات "شهم".
- بنك السودان المركزي (المالك لمكون الشراكة والجهة المستفيدة من هذه الشهادات في إدارة السيولة).
  - تبنى العلاقة بين المستثمرين والشركة على قيام الشركة بتمليك المستثمرين المعلومات المرتبطة بالأداء المالي للأصول المكونة للشراكة .

- تنشئ الشركة الصندوق نيابة عن بنك السودان المركزي ويوضع تحت إدارتها بغرض إصدار الصكوك.
  - يمثل الصك بعد استثماره موجودات قائمة وحقيقية لمكون الشراكة .
  - يتحدد العائد على الصكوك وفق الأداء المالي لمكون الشراكة .
- إن شهادات المشاركة (شهم) لا تعني أن حاملها مالك لأسهم بنك السودان أو وزارة المالية في البنوك المشار إليها أعلاه، ولكن تعني أن حاملها يشارك في المنفعة التي تتحقق لبنك السودان ووزارة المالية. وأن المشاركة في المنفعة التي تتحقق من الاستثمار في مجموعة كبيرة من البنوك يقلل كثيراً من المخاطر. وبالطبع ستكون المخاطر أقل بكثير لو كانت هذه المحفظة تشمل شركات من قطاعات اقتصادية مختلفة.

**2-2- شهادات مشاركة الحكومة "شهادة 1999":** تعتبر شهادات "شهادة" الجيل الأول من الأوراق المالية في بورصة الخرطوم، وبعد نجاح شهادات مشاركة البنك المركزي، ي تقدم بنك السودان بمذكرة جديدة لأداة مالية تساعد على إدارة السيولة وتغطي عجز الموازنة العامة تحت مسمى "شهادات المشاركة لحكومة السودان". قامت الهيئة الشرعية العليا بدراسة المذكرة وعدلت فيها ووافقت بعد ذلك على إصدارها. وفيما يلي تعريفها وآلية عملها.

**2-2-1- تعريف "شهادة":** تعرف شهادة مشاركة حكومة السودان بأنها شهادة مشاركة تمكن حاملها من مشاركة حكومة السودان في ملكيتها لحصصها في مجموعة من الشركات المحددة. كما تعرف على أنها "عبارة عن صكوك أو شهادات مالية تصدرها وزارة المالية بصيغة المشاركة بواسطة شركة السودان للخدمات المالية في مقابل الأصول المملوكة جزئياً أو كلياً في بعض الهيئات والمؤسسات والشركات المنتقاة". وتنشأ الشهادة بعد حصر مساهمات الحكومة في هذه الشركات وتحديد قيمتها، ومن ثم تجزئتها إلى شهادات مشاركة لكل منها قيمة متساوية على النحو التالي:<sup>714</sup>

- تحصر الحكومة ملكيتها في الشركات المحددة في صندوق مستقل يوضع تحت إدارة الشركة السودانية للخدمات المالية.
- تقوم الشركة السودانية للخدمات المالية بتقويم حصص الحكومة في الشركات المحددة وتكون قيمة الصندوق معادلة للقيمة الكلية لحصص الحكومة.
- تصدر الشركة السودانية للخدمات المالية عدداً معلوماً محدداً من الشهادات استناداً على قيمة الصندوق، وتكون قيمة كل شهادة عند إصدارها جزءاً من قيمة الصندوق الكلية.
- تصدر الشهادات كمشاركة مؤقتة منتهية بانتهاء المدة المحددة لها والموضحة على الشهادة.
- تعلن الحكومة للجمهور عن إنشاء الصندوق ومحتواه وعدد الشهادات المصدرة عليه.
- تدعو الحكومة الجمهور لمشاركتها في ملكية الصندوق عن طريق بيع جزء من حصتها في الصندوق مقدرة بعدد معلوم من الشهادات.
- يصبح مشتري الشهادات مشاركاً للحكومة في الصندوق لمدة الشراكة الموضحة على الشهادة وبنسبة قيمة شهادته للقيمة الكلية للصندوق.

<sup>714</sup> بنك السودان، "مخطط هيئات الرقابة الشرعية"، مرجع سابق، ص: 158.

- يشارك مشتري الشهادات الحكومية في إجمالي أرباح الصندوق المحولة من الشركات خلال فترة ملكه للشهادة وبنسبة حصته.
- يحق لمالك الشهادة أن يبيعه في أثناء العام لأي مستثمر آخر، على أنه إذا أراد بيعها في نهاية العام فالحكومة أحق بشرائها من الغير.

وهي شهادات تتيح لحاملها المشاركة في الأرباح والخسائر التي تتحقق من أعمال مجموع الشركات والمؤسسات التي تكون الصندوق الذي أصدرت مقابله الشهادات، وتصفى هذه المشاركة بعد عام من شراء الشهادات وحينها يحصل حامل الشهادة على قيمتها ونصيبه من الأرباح التي تتحقق.<sup>715</sup> وتمتاز شهادات "شهادة" بالخصائص التالية:

- لها فترة سريان محددة بعام كامل؛
  - تسجل الشهادات بأسماء من يحملها في سجل خاص؛
  - سهولة التسييل وقابلة للتحويل ويتم تداولها في سوق الخرطوم للأوراق المالية؛
  - تعرض عن طريق مزادات في فترات محددة وتحكم عملية المزاد ضوابط محددة؛
  - ليس لها عائد ثابت، وإنما يتحدد وفقا للنجاحات التي تحقّقها تلك المؤسسات المكونة للصندوق.
- بدأ العمل بإصدار شهادات "شهادة" منذ العام 1999 ويجري العمل في إصدارها حتى تاريخ اليوم. وتهدف شهادات "شهادة" إلى تحقيق الأهداف التالية:<sup>716</sup>

- مساعدة البنك المركزي في تنظيم السيولة بغرض تحقيق أهداف السياسة النقدية والتمويلية، وفي ظل الشريعة الإسلامية، بحيث تمكنه من تخطيط وتنفيذ سياسة نقدية فعالة في إطار برنامج مالي ونقدي متكامل للتوازن الداخلي والخارجي.
  - تغطية عجز الموازنة والذي كان من المعتاد تغطيته بطباعة أوراق نقدية بواسطة بنك السودان أو ما يعرف بالإستدانة من الجهاز المصرفي أو الإستدانة عن طريق العجز. فأصبحت الإستدانة عبر موارد نقدية حقيقية وهذا ساعد في تخفيض معدلات التضخم.
  - تجميع المدخرات القومية وتشجيع الاستثمار عن طريق نشر الوعي الإدخاري بين الجمهور، وبالتالي تفعيل الأسواق المحلية.
  - خلق أوراق مالية إسلامية تكون بمثابة النواة للمساهمة في تطوير رأس المال وسوق الخرطوم للأوراق المالية واستخدامها في السوق المالي العالمي الإسلامي وهو سوق موازي لسوق المال العالمي التقليدي ولكنه يستخدم أدوات مالية إسلامية.
- 2-2-2- آلية عمل شهادات "شهادة":** تنبني العلاقة في شهادات "شهادة" بين كل من المستثمرين، الشركة، الوزارة وهي الجهة المالكة لمكون الشراكة، ويمكن تفصيل ذلك وفقا للآتي:

- تبنى العلاقة بين المستثمرين والشركة على قيام الشركة بتقديم المشورة المالية وتمليك المستثمرين المعلومات المرتبطة بالأداء للأصول المكونة للشراكة .
  - تنشئ الشركة الصندوق نيابة عن الوزارة ويوضح تحت إدارتها بغرض إصدار الصكوك مقابل عمولة قدرها 2% يتم تحصيلها من الوزارة.
  - يمثل الصك بعد استثماره موجودات قائمة وحقيقية لمكون الشراكة.
  - يتحدد العائد على الصكوك وفق الأداء المالي لمكون الشراكة.
  - لا يجوز للمستثمر سحب رأسماله أو أي جزء منه قبل تاريخ الاستحقاق ولكن له حق تداوله في السوق.
- وتتلخص آلية عمل شهادات "شهادة" في طرح الشهادات للشراء عندما تريد وزارة المالية سحب السيولة من الاقتصاد،

<sup>715</sup> بنك السودان، "مخطط المؤسسات المالية المساعدة للجهاز المصرفي"، مرجع سابق، ص: 65.

<sup>716</sup> بنك السودان، "مخطط الوثائق: الإجراءات والتعاميم المتعلقة بالتجربة"، توثيق تجربة السودان في مجال المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، ج 3، بنك السودان المركزي، ط1، الخرطوم، 2006، ص: 91.

أما عندما تريد ضخ السيولة في الاقتصاد فإذا توجه الشركة لشراء الشهادات أو خفض كمية الإصدار، وتصدر هذه الشهادات على فترات استحقاق متفاوتة هي: عام، تسعة أشهر، ستة أشهر وثلاثة أشهر، بفئات مختلفة هي: 100 ألف دينار، 200 ألف دينار و500 ألف دينار، وبذلك يتمكن كبار وصغار المستثمرين من الاستثمار فيها حسب المقدرة المالية لكل منهم والأجل الذي يرغب فيه. وتتفاوت نسبة مساهمات هذه الوحدات في الصندوق، فشركة "سوداتل" تمثل 28%، وشركة "أرياب" 31%، والشركة السودانية للمناطق والأسواق الحرة تمثل 16%، أي أن هذه الشركات الثلاث تمثل 75% من صندوق الشهادات والشركات الأخرى تمثل 25%.<sup>717</sup>

وتتسم هذه الوحدات بربحيتها العالية وهذا ما تعكسه ميزانيتها المتتالية لعدة أعوام سابقة. وتكوين الصندوق من عدة شركات في قطاعات اقتصادية مختلفة يقلل من المخاطر الاستثمارية وذلك أنه من غير المحتمل أن تنخفض إنتاجية كل الشركات في مختلف القطاعات الاقتصادية في وقت واحد.

**2-2-3- تطور نشاط شهادات المشاركة الحكومية "شهامه":** بدأت شركة السودان للخدمات المالية بإصدار شهادات المشاركة الحكومية (شهامه) منذ عام 1999، وتميزت الإصدارات الأولى من هذه الشهادات (من الإصدار 1 وحتى الإصدار 27) بنسب أرباح عالية مقارنة بالإصدارات اللاحقة حيث تراوح متوسط أرباح هذه الإصدارات بين 20.9% و33.2%. ولقد تم إدراج هذه الشهادات وتداولها في سوق الخرطوم للأوراق المالية. وفيما يلي جدول يوضح تطور نشاط شهادات المشاركة الحكومية (شهامه) خلال الفترة (2000-2012).

جدول رقم (5-2): تطور نشاط شهادات المشاركة الحكومية "شهامه" خلال الفترة (2000-2012)

السنة	عدد الإصدارات	عدد الشهادات المصدرة	القيمة الكلية للشهادات (مليون جنيه)	متوسط العائد السنوي	نسبة مساهمة "شهامه" في الناتج المحلي الإجمالي
2000	3	153.530	76.8	26.9%	0.2%

<sup>717</sup> بنك السودان، "مخطط المؤسسات المالية المساعدة للجهاز المصرفي"، مرجع سابق، ص: 65.

1.08%	%30.1	437.9	875.830	4	2001
1.35%	%29.1	644.02	1.288.040	4	2002
2.03%	%20.1	1131.1	2.262.270	4	2003
2.04%	%19.1	1681.1	3.362.197	4	2004
3.35%	%20.3	2787.6	5.575.274	4	2005
3.77%	%15.6	3644.1	7.288.217	4	2006
3.96%	%15.9	4223.1	8.446.201	4	2007
4.42%	%15.8	5511.33	11.022.653	4	2008
5.48%	%15.8	7432	14.765.179	4	2009
5.83%	%15	9452.3	18.904.640	4	2010
5.9%	%18	11139.8	22.279.547	4	2011
%6.8	%17.7	13025.83	26.015.660	4	2012
%3.55	%19.4	5092.5	10.173.809		المتوسط
%6.9	%30.1	13025.83	26.015.880		الحد الاعلى
%0.02	%15	437.9	875.830		الحد الادنى

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على التقارير السنوية لسوق الخرطوم للأوراق المالية.

ويتضح من الجدول ما يلي:

- بلغ متوسط عدد الشهادات المصدرة خلال الفترة (2000-2012) ما عدده 10.173.809 شهادة، بحد أعلى مقداره 26.015.880 شهادة في عام 2012، وحد أدنى مقداره 875.830 شهادة في عام 2001.
  - بلغ متوسط القيمة الكلية لصكوك الاستثمار الحكومية (شهادة) خلال الفترة (2000-2012) ما مقداره 5092.5 مليون جنية بحد أعلى 13.025.83 مليون جنية في عام 2012، وحد أدنى مقداره 437.9 مليون جنية في عام 2001.
  - بلغ متوسط العائد السنوي من صكوك الاستثمار الحكومية (شهادة) خلال الفترة (2000-2012) نسبة 19.4% بحد أعلى 30.1% وحد أدنى 15%.
  - بلغ متوسط نسبة مساهمة قطاع شهادات المشاركة الحكومية (شهادة) في الناتج المحلي الاجمالي لدولة السودان خلال الفترة (2000-2012) نسبة 3.6% بحد أعلى من المساهمة قدره 6.9% في عام 2012، وحد أدنى 0.02% في عام 2000.
- إن السودان يعتبر أول بلد ينتج هذا النوع من الأوراق المالية، وإن أرباح شهادة "شهادة" وصلت إلى 20% وهو معدل غير موجود في العالم، ورغم أن العائد في شهادات "شهادة" عالي جدا إلا أن المخاطر منخفضة لكون هذه الأخيرة مضمونة من البنك المركزي.

**2-3- شهادة إجازة البنك المركزي "شهاب":** استحدث بنك السودان المركزي شهادات إجازة البنك المركزي "شهاب" في سبتمبر 2005 بدلا عن شهادات مشاركة البنك المركزي "شهم" التي تمت تصفيتها في نوفمبر 2004 والتي كانت أداة من أدوات إدارة السيولة. في هذا الإطار سعى بنك السودان لتنويع وتطوير آليات إدارة السيولة في الاقتصاد، حيث أجازت الهيئة العليا للرقابة الشرعية صيغة الإجازة التي تتم عن طريق البيع الإيجاري، ببيع الأصول لجهة تصدر وفقا لها صكوك ذات عائد يتم بيعها للأفراد

والمؤسسات أو البنوك، وهي قابلة للتداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية. والتي يتم إصدارها على صيغة الإجارة الإسلامية ويتم تداولها بين بنك السودان المركزي والبنوك التجارية. وتهدف هذه الصكوك إلى تمكين البنك المركزي من إدارة السيولة، مع توفير فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الصكوك ويتحقق ذلك بتصكيك أصول البنك المركزي وعرضها للمستثمرين. ولقد تم في الواقع تداول هذه الشهادات في سوق ما بين البنوك فقط دون السوق الثانوية لبورصة الخرطوم.

**2-3-1- آلية عمل شهادات "شهاب":** تقوم العلاقات التعاقدية بين الأطراف الآتية: المستثمرون، الشركة (الوكيل المؤجر)، والبنك وهو البائع للأصل والمستأجر له. وفيما يلي تفصيل هذه العلاقة:

- تكيف العلاقة بين المستثمرين والشركة على أساس عقد الوكالة. وبين الشركة (الوكيل) والبنك على أساس شراء الأصل وتأجيرها له (إجارة العين لمن باعها المجازة من الهيئة العليا).
- تدعو الشركة المستثمرين للاكتتاب في الصندوق بغرض شراء أصول البنك وفق الجدول المرفق وذلك بقيم محددة وتصدر الشركة لكل مستثمر صكوكاً بقيمة استثماره.
- تكوّن الأموال المكتتب بها الصندوق ويوضع تحت إدارة الشركة بصفتها الوكيل.
- تقوم الشركة باستثمار أموال الصندوق بصفتها وكيلاً عن المستثمرين لشراء أصول البنك وتأجيرها له.
- يمثل الصك بعد استثماره موجودات قائمة وحقيقية هي الأصول المملوكة للصندوق.
- يجوز لحملة الصكوك تداول صكوكهم في السوق أو بيعها في سوق ما بين البنوك.
- تتمثل مستحقات حامل الصك في الأجرة الشهرية، وقيمة الصك في السوق.

**2-4- شهادات إجارة أصول مصفاة الخرطوم للبتروول "شامة":** شهادات إجارة أصول مصفاة الخرطوم للبتروول "عبارة عن شهادات استثمارية متوسطة الأجل بغرض حشد الموارد من المستثمرين عن طريق عقد الوكالة الشرعية لتوظيفها لشراء أصول المصفاة وتأجيرها لوزارة المالية إجارة تشغيلية لتحقيق عوائد مجزية للمستثمرين فيه". وتقوم العلاقات التعاقدية بين الأطراف الآتية: المستثمرون، الشركة، والوزارة وهي البائع للأصل والمستأجر له بإجارة تشغيلية.

يهدف إصدار هذه الشهادات إلى تحقيق ما يلي:

- إصدار أدوات مالية (صكوك) بغرض توفير فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الصكوك بتصكيك أصول المصفاة وعرضها للمستثمرين.
  - توسيع (زيادة) عرض الأوراق المالية المسجلة بسوق الخرطوم للأوراق المالية من خلال إضافة ورقة مالية جديدة.
  - توفير موارد مناسبة للدولة بجانب تطوير صناعة الصناديق الاستثمارية في البلاد.
- ولقد تم في الواقع العملي إدراج هذه الشهادات في سوق الخرطوم وتداولها من طرف جمهور المستثمرين.

**2-5- شهادات الاستثمار الجماعي بالعملة الأجنبية "شموخ":** وهي شهادات تمنح المستثمرين الفرصة في الاستثمار في صندوق تمويل استيراد سلع استراتيجية وفقاً لصيغ التمويل الإسلامي. تهدف شهادات شموخ إلى تمكين بنك السودان المركزي من إدارة موارد البلاد من النقد الأجنبي وتحقيق عائد مجزي للمستثمرين بالعملة الأجنبية. وتبني العلاقة في شهادات شموخ على الأطراف التالية: المستثمرون (حملة الشهادات الاستثمارية)، الشركة (المضارب)، الوحدات بالجهاز المصرفي وهي الجهة المستفيدة من التمويل. وتقوم العلاقة بين حملة الشهادات الاستثمارية والشركة على أساس المضاربة المقيدة بغرض تمويل استيراد سلع وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

بالرغم من النجاح الكبير الذي حققته شهادات المشاركة الحكومية (شهادة) وشهادات البنك المركزي (شم)، إلا أنه في ظل برنامج خصخصة المؤسسات الحكومية اعتبرت حكومة السودان أن هذه الشهادات محدودة من حيث القيمة والعدد، وبالتالي فإن الاستمرار في استخدامها كأداة للسياسة النقدية لإدارة السيولة في المستقبل قد تكتنفها بعض المصاعب. وعليه رأت السلطات النقدية بالسودان أن هناك حاجة ماسة لاستنباط واستحداث أوراق مالية إسلامية جديدة تتوفر فيها شروط العقود الشرعية وتتسم بالمرونة والتنوع وبآجال مختلفة بحيث تلبي رغبات كافة المستثمرين بما يتناسب مع مواردهم المالية واحتياجاتهم للسيولة، وتصلح في ذات الوقت أن تكون آليات تعين البنك المركزي في إدارة السياسة النقدية.<sup>718</sup>

تعتبر صكوك "صرح" الجيل الثاني من الأوراق المالية في بورصة الخرطوم، وهي عبارة عن صكوك يمكن لحاملها المساهمة في تمويل الانفاق الحكومي (الرأسمالي و التنموي) عن طريق عقود الإجارة والمراجعة والمقاولة والاستصناع والسلم.

**3-1- تعريف صكوك الاستثمار الحكومية "صرح":** يعرف بنك السودان المركزي صكوك الاستثمار الحكومية "صرح" على أنها عبارة عن صكوك مالية تقوم على مبدأ الشرع الإسلامي تصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني نيابة عن حكومة السودان، وتتم إدارتها وتسويقها في السوق الأولية عبر شركة السودان للخدمات المالية، وتستخدم إيرادات هذه الصكوك في تمويل مشروعات البنى التحتية وقطاعات الصحة والتعليم والمياه في ولايات السودان المختلفة.

تمثل صكوك الاستثمار الحكومية "صرح" وثيقة مالية بقيمة اسمية محددة عليها، تتيح لحاملها المشاركة في تمويل أصول حكومية على أساس عقد المضاربة بعقود شرعية مثل الإجارة والاستصناع والمراجعة، وغيرها. وتوجه الموارد المالية التي توفرها "صرح" لتمويل التنمية بشكل مباشر، حيث تقوم آليتها على جذب وحشد المدخرات وأموال المستثمرين بوساطة شركة ذات أغراض خاصة تقوم بدور المضارب في علاقتها التعاقدية مع المستثمرين الذين يمثلون رب المال. وتستطيع صكوك الاستثمار الحكومية تلبية الاحتياجات المختلفة للدولة (مشتريات الدولة من معدات وآليات بالإضافة إلى التمويل التنموي للمشتريات المختلفة ومشروعات البنى التحتية)، كما تعطي حاملها أرباح سنوية شبه معلومة طويلة فترة الإصدار.<sup>719</sup> وقد تم إصدار هذه الصكوك لأول مرة في ماي 2003.

### 3-2- أهداف صكوك "صرح": تسعى صكوك الاستثمار الحكومية إلى تحقيق الأهداف التالية:

- تجميع المدخرات القومية والإقليمية وتشجيع الاستثمار.
- إدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة.
- تطوير أسواق رأس المال المحلية الإقليمية.
- توظيف المدخرات في التمويل الحكومي لمقابلة الصرف على المشاريع التنموية ومشاريع البنية التحتية.
- تقليل الآثار التضخمية وذلك بتوفير تمويل مستقر وحقيقي للدولة في شكل سلع وخدمات.

### 3-3- مميزات وسمات صكوك صرح: إن من مميزات صكوك "صرح" ما يلي:

- يمثل الصك بعد استثمار أمواله موجودات قائمة وحقيقية مكونة من مجموعة من العقود (الإجارة والمراجعة والاستصناع والسلم).
- يحدد الربح على استثمارات الصندوق بمجموع عوائد عقود استثمارية ويتم توزيع الأرباح بين رب المال (المستثمر) بنسبة

<sup>718</sup> التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية للعام 2011.

\* الملحق رقم (1-3) يعرض نموذج لهذه الصكوك.

<sup>719</sup> عثمان خير، "تجربة السودان في مجال إصدار الصكوك الحكومية"، ورقة بحثية مقدمة لورشة عمل الصكوك الإسلامية "تحديات .. تنمية وممارسات دولية"، الأردن، 7 شعبان 1431 هـ، ص: 8.

92% والمضارب (الشركة) بنسبة 8%.

- يمكن تسهيلها عبر سوق الخرطوم للأوراق المالية في السوق الثانوية.
  - تدفع الأرباح دورية كل ثلاثة - ستة أشهر (بواقع 16% - 20% سنوياً).
  - يمكن استخدامها كضمان من الدرجة الأولى للحصول على التمويل الممنوح من المصاريف التجارية السودانية.
  - يحمل كل صك من صرح قيمة مالية إسمية تحسب بالعملة الوطنية ويمثل نصيباً من استثمارات الصندوق.
- 3-4- آلية عمل صكوك "صرح":** تقوم آلية الصكوك على ثلاثة أطراف:<sup>720</sup> حملة الصكوك (أرباب المال)، شركة السودان للخدمات المالية (المضارب)، وزارة المالية والاقتصاد الوطني (الجهة الطالبة لتمويل). وتقوم العلاقة بين حملة الصكوك والشركة على أساس عقد المضاربة الشرعي، وبين الوزارة والشركة على أساس عقود الإجارة والمراجعة والاستصناع. وفيما يلي تفصيل هذه العلاقة:
- تدعو الشركة المستثمرين للاكتتاب في الصندوق لآجال معينة وبقيم محددة للصكوك وتصدر الشركة لكل مستثمر صكوكاً بقيمة استثماره.
  - يتم الاستثمار في الصندوق على أساس المضاربة المقيدة بجميع ضوابطها الشرعية بحيث يكون التعامل مع الدولة فقط.
  - تنشئ الشركة الصندوق ويوضع تحت إدارتها بصفتها المضارب (المدير).
  - لا يجوز لرب المال سحب رأسماله أو أي جزء منه قبل تاريخ الاستحقاق وله حق تداوله في السوق.
  - يتم إدراج الصكوك في السوق بعد تحويل معظم موجودات الصندوق إلى أصول عينية بغرض تداولها في السوق وفقاً لآلية العرض والطلب.
  - يمثل الصك بعد استثماره موجودات قائمة وحقيقية مكونه من مجموعة من العقود هي الإجارة والمراجعة والاستصناع بحيث تكون الغلبة للإجارة (للأعيان والمنافع).
  - يتحدد الربح على استثمارات الصندوق بمجموع عوائد عقوده الاستثمارية ويتم توزيع صافي الأرباح بين المضارب ورب المال بنسبة 95% لرب المال و5% للمضارب.<sup>721</sup>
- 3-5- تطور نشاط شهادات المشاركة الحكومية "صرح":** شهدت الفترة من ماي 2003 إلى ديسمبر 2009 طرح أربعة عشر إصداراً لصكوك الاستثمار الحكومية تمت اكتتاباتها في فترات دورية في كل عام آخذة في الاعتبار احتياجات وزارة المالية لتمويل التنمية خلال العام، وقد بلغ حجم الموارد المحققة حوالي 2.237 مليون جنيه. ولقد تم إدراج صكوك "صرح" في سوق الخرطوم للأوراق المالية وتداولها.
- وفيما يلي جدول يوضح تطور نشاط إصدارات صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) للفترة من 2000-2012:

جدول رقم (3-5): تطور نشاط إصدارات صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) للفترة (2000-2012)

السنة	عدد الإصدارات	العدد الكلي للصكوك	القيمة الاجمالية للصكوك بملايين الجنيهات	العائد السنوي	الناتج المحلي الاجمالي (PIB)	نسبة مساهمة صرح في PIB
2003	1	600.000	60	20%	55,733.80	1%
2004	2	1.280.000	228	18%	68,721.40	3.31%

<sup>720</sup> بنك السودان، "مخطط المؤسسات المالية المساعدة للجهاز المصرفي"، مرجع سابق، ص: 88.

<sup>721</sup> لتفاصيل أكثر يمكن الرجوع لنشرة الإصدار لصكوك "صرح" بالملاحق رقم (1-5).

2005	3	6.194.908	619.5	%16	83,298.00	%7.43
2006	3	5.131.675	513	%16	96,611.50	%5.3
2007	5	4.250.102	425	%16	106,527.00	%3.98
2008	3	1.969.143	197	%16	124,609.10	%1.58
2009	1	3.000.000	300	%16	135,659.00	%2.21
2010	1	5.000.000	500	%16	162,203.09	%3.08
2011	1	4.962.501	496	%20	186,556.35	%2.66
2012	1	3.450.754	345	%20	197,425.05	%1.75
المتوسط		3.583.908	368.4	%17.4	198,103	%1.86
أدنى قيمة		600.000	60	%16	425,197	%1
أعلى قيمة		6.194.908	619.5	%20	35,792.5	%5.3

المصدر: تم إعداده بناء على تقارير شركة السودان للخدمات المالية 2003-2012.

ويتضح من الجدول أعلاه ما يلي:

- بلغ متوسط العدد الكلي لصكوك الاستثمار الحكومية (صرح) خلال الفترة (2012-2003) ما قدره 3.583.908 أعلى مقداره 6.194.908 شهادة سنة 2005 وحد أدنى مقداره 600.000 شهادة في سنة 2003.
- بلغ متوسط قيمة إصدارات صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) خلال الفترة (368.4) مليون جنيه بحد أعلى (619.5) مليون جنيه في عام 2005 وحد أدنى مقداره 60 سنة 2003.
- بلغ متوسط العائد السنوي من صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) خلال الفترة (2012-2003) نسبة 17.4% بحد أعلى 20% وحد أدنى 16%.

ونجد عند بداية مشروع صكوك الاستثمار الحكومية سنة 2003 أنه سمح للأجانب بالاستثمار في السوق الأولي وفق ضوابط محدودة. وذلك باعتبار أن الهدف الأساسي لهذه الصكوك هو تمويل مشروعات التنمية والبنية التحتية وتسترد على مدى زمن طويل مقارنه بالأوراق المالية الحكومية الأخرى .

ساهمت صكوك الاستثمار الحكومية في دعم العديد من الأنشطة في القطاعات الاقتصادية مثل الخدمات (مياه، صحة، تعليم) والبنيات التحتية الأساسية والمشروعات الإنتاجية.

#### 4- الصكوك الاجتماعية

أجاز قانون صكوك التمويل لسنة 1995 للحكومة الاتحادية وحكومة الولايات في السودان إصدار الصكوك الاجتماعية، وحدد أنواعها بـ "الخيرية" و"التبرع" و"القرض" لتمويل مشروعات التنمية الاجتماعية\*، وفيما يلي طرح موجز للتعرف على طبيعة هذه الأنواع:

\* للتعرف على هذه الأنواع أكثر يمكن الرجوع إلى قانون صكوك التمويل لسنة 1995 المدرج بالملحق رقم (1-4).

**4-1- صكوك القرض:** يمكن للحكومة الاتحادية وحكومات الولايات أن تصدر صكوك قرض تطرح على الجمهور بما في ذلك الصناديق الخيرية ومؤسسات الاستثمار للاكتتاب العام على أن تحدد نشرة الإصدار دواعي هذا الإصدار. وتتميز صكوك القرض بما يلي:

- طرح صكوك القرض لتمويل مشروعات الدولة بصفة عامة.
  - يجب على الجهة المصدرة أن تحدد تاريخ استرداد القرض بمثله في ميعاده.
  - قابلية صكوك القرض للتحويل إلى أسهم: يجوز إصدار صكوك قرض قابلة للتحويل إلى أسهم على أن تحدد نشرة الإصدار جميع القواعد والشروط الخاصة بإصدار هذه الصكوك وكيفية تحويلها.
  - يتم تحويل الصكوك إلى أسهم بناء على رغبة مالك الصك على أن يبدي رغبته في ذلك خلال المدة المحددة في نشرة الإصدار وإلا فقد حقه في التحويل بعد نهاية تلك المدة.
  - ضمان صكوك القرض: تقوم وزارة المالية بضمان صكوك القرض لأصحابها أو خلفهم عند تاريخ استرداد القرض.
- 4-2- الصكوك الخيرية:** يمكن للحكومة الاتحادية وحكومات الولايات بموافقة الوزير أن تطرح صكوكا خيرية بموجب نشرة إصدار متضمنة، حسبما يقتضي الحال المعلومات المنصوص عليها في المادة (17) بالإضافة إلى أي متطلبات أخرى تحددها اللوائح. وتتميز الصكوك الخيرية بما يلي:

- يتم طرح الصكوك الخيرية لتمويل مشروعات الدولة.
- جواز تكوين احتياطي للمخاطر بموافقة أرباب الأموال.
- من امتيازات صكوك التمويل لا تخضع الأرباح الناشئة من الصكوك الاستثمارية لضريبة الأرباح ما لم يقرر الوزير خلاف ذلك.
- تدفع زكاة صكوك القرض مرة واحدة عند الاسترداد.
- يخصم ما يقل عن 50% من قيمة الصكوك الخيرية من دخل المتبرع الخاضع للضريبة.

إلا أنه لا توجد إصدارات فعلية تمت في الواقع العملي، بل توجد بعض المحاولات لإصدار صكوك قرض وذلك بجعل المقرض هو الجمهور من الأفراد والمؤسسات، و المقترض هو "المؤسسة الاجتماعية"، ويتم تنفيذ العلاقة من خلال قيام "المؤسسة الاجتماعية" بتوكيل شركة استثمار لتسلم الأموال من الجمهور وفق صيغة القرض الحسن، وبالتالي يصبح الموكل هو المؤسسة الاجتماعية، والتوكيل شركة استثمار وتتقاضى أجرا عن هذه الوكالة وفق عقد اتفاق يبرم بينهما. وبالنسبة لموارد صكوك القرض واستخداماتها، فتمثل موارد الصكوك في قيمتها التي يتم الاكتتاب بها بواسطة الجمهور من الأفراد والمؤسسات، أما الاستخدامات فتمثل أساسا في الأوراق المالية الجيدة المدرجة في سوق الأوراق المالية، وتكون في شكل محفظة يذهب عائدها فقط للمؤسسة الاجتماعية (التوزيعات) بالإضافة إلى الربح (النمو الرأسمالي) المتحقق خلال فترة الاستثمار.

#### المطلب الثالث: تقييم تجربة سوق الخرطوم للأوراق المالية

من خلال عرض أغلب أنواع الصكوك الإسلامية المتعامل بها في السودان في المطلب السابق، يلاحظ أن التجربة السودانية في مجال إصدارات الصكوك الإسلامية تتميز بمحدودية المنتجات من حيث اقتصرها على الإصدارات الحكومية فقط، ولم يستفد القطاع الخاص السوداني من ميزات قانون صكوك التمويل لسنة 1995 في تمويل مشروعاته، بالإضافة إلى أن أغلب إصدارات

الصكوك محلية بالرغم من أن التجربة بدأت منذ سنة 1995، هذا من الناحية الاقتصادية. أما من الناحية الشرعية والنواحي المهنية والفنية فنستقوم في هذا المطلب بتقييم سوق الخرطوم للأوراق المالية من خلال دراسة مدى تحقق أهم الشروط المتعلقة بهذه النواحي و تم تحديدها في البحث والتي مست جميع أركان بورصة الأوراق المالية الإسلامية.

### 1- تقييم الشروط المتعلقة بأدوات سوق الخرطوم للأوراق المالية

ينص قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994 على أن الأوراق المالية المتعامل بها في السوق هي صكوك القرض والمقارضة وأي صكوك أخرى بموجب صيغ المعاملات الإسلامية التي تصدرها الحكومة ومؤسساتها العامة وشركات المساهمة العامة والأسهم التي تصدرها شركات المساهمة العامة وما في حكم ذلك من الصكوك والأوراق المالية.

ولقد تم تحديد الشروط الأساسية لإصدار الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية في نص قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994.<sup>722</sup> وعند دراسة نص هذه الشروط وتحليلها تبين أن سوق الخرطوم للأوراق المالية تحترم أغلب الشروط الشرعية والمهنية والفنية، في حين أنها تخالف أو تغفل بعضاً من هذه الشروط والتي سيتم عرضها فيما سيأتي.

أما بالنسبة للصكوك فلقد نص قانون صكوك التمويل لسنة 1995\* على أنه "تطبق أحكام الشريعة الإسلامية على كافة المعاملات والتصرفات بموجب أحكام هذا القانون وتفسر نصوصه ومدلولاته بما لا يخالف ذلك". ونص هذا القانون بشأن إصدار الصكوك على أن: "تقوم هيئة الرقابة الشرعية المنصوص عليها في المادة (15) من قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية 1994 مع لجنة تنظيم إصدارات صكوك التمويل ببيان الأحكام الفقهية وإعداد الشروط الخاصة بإصدار الصكوك". وخص كل نوع من هذه الصكوك بشروط معينة عرضت في نشرات الإصدار الخاصة بإصدار كل صك من هذه الصكوك، ولا مجال لعرضها كلها هنا ولقد قمنا بإدراج أهمها في الملحق رقم (1-5)، واكتفينا بإعطاء نتائج تحليلها في النقاط الموالية.

**1-1- تقييم الشروط المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية:** بعد دراسة عينة من نشرات الإصدار المرافقة لأدوات بورصة الخرطوم المذكورة سابقاً، قمنا بالتحقق من مدى مطابقتها للشروط الشرعية أولاً، ومن ثم للشروط المهنية والفنية المحددة في بحثنا هذا ثانياً، وتبين ما يلي:

● **مخالفات في شرط عدم ضمان رأس المال:** لقد نصت نشرة إصدار شهادات المشاركة "شتم" على أنه "ليس لحامل الشهادة أرباح نقدية، بل يحق له الحصول على أرباح عند بيعها، كما يحق لحاملها بيعها مباشرة لبنك السودان في أي وقت يشاء". ولقد بينا سابقاً أنه لا يجوز إصدار الصكوك مع وجود التزام من مصدرها بإعادة شرائها من حاملها وإنما الجائز شرعاً هو الوعد بالشراء (بينما في السندات يمكن للمصدر أن يتعهد بإعادة شراء السندات مستقبلاً).

وعليه إن إلتزام الحكومة وتعهداها بشراء شهادات المشاركة الحكومية "شتم" عند الطلب في حالة رغبة حاملها في بيعها متى ما شاء يحتوي في مضمونه على شبهة الربا، فالتعهد بضمان رأس المال المدفوع ورده في نهاية العقد لصاحبه لا يختلف عن القرض الذي يمثل ربا النسئية، حيث يتحقق فيه تبادل المثليين وهما النقود بالنقود، هذا بجانب إمكانية الوقوع في بيع العينة المحرمة شرعاً، والتي تتحقق في حالة شراء الحكومة لهذه الشهادات عند طلب العميل بأقل من قيمتها الاسمية في حالة انخفاض قيمتها السوقية دون قيمتها الاسمية وهي التي قامت ببيعها له في المرة الأولى وبيع العينة كما هو معروف من البيوع التي تم تحريمها لاشتمالها على الربا أيضاً.

● **مخالفة شرط تصرف المالك بحرية:** إن تقييد حق حامل شهادة "شتم" في تصفيتها قبل أجلها، وعدم قدرته لبيعها إلا من خلال سوق الخرطوم للأوراق المالية يعتبر تقييداً غير شرعياً يتنافى مع مبدأ حق المالك في التصرف بملكه متى وكيف شاء، ويعرضه كذلك

<sup>722</sup> للإطلاع على نص القانون انظر الملحق رقم (1-1).

\* انظر الملحق (1-4).

لمخاطر تقلبات أسعار الشهادات في البورصة والتي قد تنخفض إلى أقل من قيمتها الاسمية أو القيمة التي استثمرها فيها، الأمر الذي يعرضه لخسارة جزء كبير من مدخراته بجانب الخسائر التي يتحملها من خلال دفع عمولات لشركة السودان للخدمات المالية (أي الحكومة) ولشركات الوساطة في سوق الخرطوم للأوراق المالية التي لا يستطيع بيع الشهادات إلا عن طريقها.

● **مخالفة في شرط التوثيق:** يجب في الحالات التي تقوم فيها العلاقة بين مصدر الصكوك وحاملها على أساس المضاربة، أن يكون هناك عقد مضاربة فعلي موقع بين الطرفين يحدد شروط المضاربة وحقوق كل طرف ويحدد الحالات التي تكون فيها الخسارة ناتجة عن تقصير أو إهمال المضارب (ويكون في هذه الحالة ملزماً بسداد مستحقات المستثمرين كاملة)، والحالات التي تكون فيها الخسارة ناتجة عن ظروف وأسباب قاهرة خارجة عن سيطرته وإرادته. وذلك لكون كتابة العقد تحقق شرط التوثيق.

● **مخالفة بعض الشروط المهنية والفنية:** تحصر سوق الخرطوم للأوراق المالية على تحقق أغلب الشروط المهنية والفنية التي يجب أن يخضع لها إصدار وتداول الأدوات المالية في بورصة أوراق مالية إسلامية والتي تم تحديدها في الجزء النظري من هذا البحث، إلا أنها تغفل بعضاً من هذه الشروط كشرط خضوع الصكوك للتصنيف الإسلامي، وتعيين مستشار شرعي مستقل معتمد من طرف هيئة الرقابة الشرعية لغرض إرشاد المصدر وتوجيهه في كل الإجراءات التي تتعلق بإصدار الصكوك الإسلامية والتأكد من أن جميع هذه الإجراءات متوافقة مع الشريعة الإسلامية. بالإضافة إلى عدم الفصل بين دور الوكيل والمروج والتي تقوم بهما شركة السودان للخدمات المالية في أغلب الأحيان.

● **شبهة الربا وجدل فقهي حول شرعية بعض الصكوك:** قامت حكومة السودان بإصدار صكوك مبنية على فكرة إجارة العين لبائعها إجارة منتهية بالتمليك مع وعد المستاجر بشراء هذه العين في نهاية مدة الإجارة بمثل الثمن الذي باعها به منها شهادة إجارة البنك المركزي "شهاب". ولقد دار جدل كثيف حول هذه الصيغة فاعتبرت قرضاً بفائدة وأخرون اعتبروها عينة وقد جوزها البعض بضوابط صارمة. إن إصدار بعض الصكوك مع اشتراط شرطين أحدهما أن تقوم الجهة المالكة له بعد الشراء بتأجيله على الحكومة مدة معينة تقارب عشر سنوات، وبأجرة سنوية متغيرة يحكمها مؤشر مالي معين كمؤشر "لايبر" مثلاً. والشرط الثاني بعد انتهاء مدة العقد يلتزم المالك -إدارة حملة الصكوك- بإعادته إلى الحكومة على سبيل بيعه عليها بالثمن الذي باعته به الدولة ثم قام البنك المركزي بعد شراء المرفق من الحكومة بتصكيكه وبيع الصكوك على الراغبين في شرائها برأسمال مشتري البنك المركزي من الحكومة علاوة على رسم إصدار لصالح البنك على كل صك، والأجرة الدورية هي عائد الصكوك يوزع منه على حملة الصكوك وفق مؤشر "لايبر"، وما زاد عن المؤشر يستحقه المدير بدعوى أنه حافظ حسن أداء. ويستمر الأمر حتى يتم إطفائها ببيعها. ويقوم البنك المركزي بإدارة هذه الصكوك نيابة عن حملتها بأجر معين. وهذه الصكوك بعد تملكها من قبل ملاكها مهياً لتداولها في الأسواق المالية بيعاً وشراءً.

ولقد ثار جدل فقهي كبير حول شرعية مثل هذه الصكوك، حيث شكك كثير من علماء فقه المعاملات الإسلامية في صحة انطباق هذه القاعدة على الصكوك الإسلامية ومن بينها حكومة السودان. ولعل أول أهم تشكيك في مدى انطباق قاعدة حرمة الربا عليها قدمه فضيلة الشيخ عبد الله بن سليمان المنيع عضو هيئة كبار العلماء وعضو الفاعل بعدد مقدر من الهيئات الشرعية للعديد من المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في دراسة نقدية متكاملة لواقع مثل تلك الصكوك والتي خلص فيها إلى أن هذه الصكوك غير متوافقة مع القواعد والمعايير الشرعية المعتمدة وأن الصيرفة الإسلامية منها "براء" مستشهداً في ذلك بواقع عاشه بنفسه كعضو فاعل بأحد الهيئات الشرعية لأحد أبرز المصارف الإسلامية في العالم (إلى جانب الشيخان محمد تقي العثماني والدكتور عبد الستار أبوغدة وثلاثتهم يعتبرون من أعلام فقه المعاملات الإسلامية وأبرز علماء الصيرفة الإسلامية) مبيناً كيف أنه اكتشف الصيغة الربوية "المظلمة" (على حد قوله) أو المغلفة لتقديم منتجات على أنها ذات صبغة شرعية وهي في حقيقة الأمر لا تنطبق عليها أحكام المعاملات المالية الإسلامية.<sup>723</sup>

**1-2- تقييم الشروط المتعلقة بالعقود المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية:** يتم تداول الأوراق المالية في سوق الخرطوم للأوراق المالية وفق العقود والشروط التالية:

- ينص قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية على أنه "يتم التعامل الوكلاء بالسوق على أساس التسليم الفوري للأوراق المالية، كما يتم تسوية قيمها فيما بين الوكلاء وعملائهم بقبض قيمة هذه الأوراق على أساس نقدي فوري، وذلك ما لم يوجد اتفاق بخلاف ذلك موافق عليه المجلس".
- لا يجوز لأي شخص أن يبيع ما لا يملكه كله في وقت المالية، أو ما لا يملكه في وقت البيع، أو الأوراق المالية المشتراة عن طريق وكيل (وسيط) آخر إلا بعد تسجيلها في سجلات المساهمين بالشركة.
- تعامل بيوعات الأوراق المالية المحجوزة والتي لم ترفع إشارة الحجز عنها بناءً على أمر صادر عن الجهة التي أصدرت الحجز، معاملة بيوعات الأوراق المالية غير المملوكة.
- تعامل بيوعات الأوراق المالية المرهونة معاملة بيوع الأوراق المالية غير المملوكة، ويجوز لمن دفع المديونية أن يأمر وكيله ببيع هذه الأوراق المالية شريطة القيام بإجراءات فك الرهن خلال ثلاثة أيام من تاريخ إبرام العقد.
- من خلال نص القانون يستنتج أن سوق الخرطوم للأوراق المالية خال من العقود الآجلة المحرمة وغيرها من البيع على المكشوف وعلى الهامش.

## 2- تقييم الشروط المتعلقة بإدارة سوق الخرطوم للأوراق المالية

تتبع دولة السودان نموذج اتخاذ مؤسسة عمومية لإدارة بورصة الأوراق المالية، وتدار هذه الأخيرة بإشراف الدولة بطريقة مباشرة. حيث تقوم إدارة السوق من خلال القوانين واللوائح التي تنظم أعمالها بالإشراف والرقابة على سير العمليات في السوقين الأولي والثانوي، ويتكون هيكلها الإداري من الجمعية العمومية، مجلس الإدارة التنفيذية، هيئة الرقابة الشرعية، وشركات الوكالة (الوساطة) المعتمدة. وسيتم فيما يلي التحقق من تطبيق بعض الشروط الجوهرية التي يجب أن تلتزم بها هذه الإدارة:

● **تحقق شرط إعلان التزامها بالشرعية الإسلامية:** ينص قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994 صراحة على التزام سوق الخرطوم للأوراق المالية بأحكام الشريعة الإسلامية حيث ينص على أنه "تلتزم السوق في كل تصرفاتها ومزاولة جميع مناسبتها بأحكام الشريعة الإسلامية وهدايا ويفسر هذا القانون واللوائح الصادرة بموجبه وفقاً لذلك ويعتبر باطلاً كل تفسير أو تصرف بخلاف ذلك".

● **تحقق شرط توفر هيئة رقابة شرعية داخلية:** بينت المادة (15) من الفصل الثاني وتحت عنوان هيئة الرقابة الشرعية واختصاصاتها، بأن تكون للسوق هيئة للرقابة الشرعية وتشكل من ثلاثة أعضاء من علماء الشريعة الإسلامية ممن لهم إلمام بالمعاملات المالية تختارهم الجمعية العمومية. وتختص هيئة الرقابة الشرعية بالرقابة على أعمال السوق والتأكد من التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية.

وتراقب الهيئة أنشطة السوق عن طريق المراجعات، والزيارات المفاجئة المنتظمة، وذلك عبر الإطلاع على المستندات الخاصة بكل الأنشطة، ومتابعة عمليات تنفيذ العقود داخل القاعة من وقت لآخر، وتصدر مع التقرير السنوي الخاص بميزانية وحسابات السوق تقريراً خاصاً بملاحظاتها الشرعية، يوضح مدى إلتزام السوق بأحكام الشريعة الإسلامية، وذلك اعتماداً على رقابته الشرعية المستمرة خلال العام.<sup>724</sup>

● **مخالفات في شرط الإلتزام بتوفير شروط الحماية للمستثمرين:** وذلك من خلال عدم نشر دراسة جدوى للاستثمارات التي أنشأت من أجلها الصكوك ليسترشد ويستدل بها المستثمر حول جدوى هذه الاستثمارات، والأرباح المتوقعة منها قبل الدخول

<sup>724</sup> بنك السودان، " مخطط المؤسسات المالية المساعدة للجهاز المصرفي"، مرجع سابق، ص: 47.

فيها. في حين أن دراسة الجدوى للمشروع محل المضاربة لا يمكن الإستغناء عنها فهي تمثل أساس مهم جدا في إنشاء عقد المضاربة وبدونها لا يمكن إحتساب نصيب أطراف المضاربة في الأرباح المتوقعة. فبموجبها يتم إعداد بيان بالتدفقات النقدية المتوقعة خلال فترة المضاربة تمهيدا لإحتساب تكلفة الأموال (الأرباح) ومن ثم تحديد نصيب كل من طرفي عقد المضاربة من الأرباح المتوقعة، وبالتالي تحديد إجمالي الدين المستحق في نهاية مدة المضاربة أو عند تنضيضها (أي تصنيفها تصفية شرعية) في نهاية مدتها بشفافية ووفقا لبيانات مالية واضحة لا لبس فيها. وهذا ما تم ملاحظته في حالة صكوك "صرح"، حيث أنه لم يتم إعلام المستثمرين بأوعية الاستثمارات التي يتم استثمار أموالهم فيها.

● **مخالفات في شرطي الإفصاح والشفافية:** اتضح ذلك من خلال عدم توفر معلومات كافية عن صكوك "صرح" من حيث البيانات المالية وغير المالية عن الشركات والمؤسسات وغيرها من الأصول التي يتم استثمار أموال المكتتبين فيها. بالإضافة إلى عدم إلتزام إدارة سوق الخرطوم للأوراق المالية بكافة الشروط المتعلقة بالإفصاح والشفافية، ومن ذلك عدم نشر كافة البيانات المالية لتلك المؤسسات والأصول التي يتم فيها استثمار مدخرات المستثمرين في هذه الصكوك.

● **مخالفات في شرط الإلتزام بالحوكمة:** إن غياب هيئة رقابية إشرافية مستقلة على السوق أدى إلى عدم تطبيق إدارة السوق لنظام الحوكمة، مما أدى إلى عدم الفصل بين عمل السوق والإشراف والتنظيم والرقابة عليه.

● **مخالفات في تطبيق شرط الإلتزام بقواعد تكفل المرونة في تعديل الأنظمة والقوانين:** لم تشهد القوانين المتعلقة بسوق الخرطوم والأوراق المالية الكثير من التعديلات، وفي هذا الصدد يلاحظ أن قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية ومنذ صدوره في العام 1994م يشهد أي تعديلات لاستيعاب الأمور التالية:

- مقتضيات أسلمة الإقتصاد السوداني.
  - المستجدات الدستورية التي حدثت في السودان منذ تاريخ إجازة القانون.
  - متطلبات التداول الإلكتروني.
  - يفتقر القانون إلى وجود جزاءات مالية وإدارية رادعة ضد الجهات التي تخالف نصوص قانون السوق.
  - نقص عدداً من اللوائح التي تنظم عمل السوق ولوائح أخرى تحتاج إلى تعديلات.
- بالإضافة إلى ما سبق نجد أن قانون صكوك التمويل الحالي لا يغطي عمليات تصكيك الأصول من حيث تكييف الشركة ذات الغرض الخاص، وضوابط المنشئ وعمليات البيع الفعلي للأصول وجوانب حالات إدارة فائض وعجز السيولة والرجوع للمنشئ وغيرها.

إلا أن السلطات السودانية المختصة نفظنت مؤخراً لذلك فقد قامت الإدارة التنفيذية بإعداد مسودة جديدة لقانون السوق إضافة لقانون هيئة أسواق المال والتي ستتولى عملية الرقابة والإشراف والتطوير للسوق، ويتوقع رفع القانونين للجهات ذات الصلة بعد موافقة مجلس إدارة السوق على المسودة. هذا بجانب إجازة عدد كبير من اللوائح المنظمة لنشاط السوق والتي تمت إجازتها بواسطة مجلسه.

● **مخالفات في تطبيق شرط الإلتزام بتوفير نظام كفاء للاتصالات واستخدام الأساليب التقنية الحديثة:** لقد ظل التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية يدويا منذ نشأتها إلى غاية سنة 2011 التي تم فيها جعل نظام التداول إلكترونيا. كما يلاحظ من الناحية الإعلامية ضعف وقلة المعلومات التي يتم نشرها في موقع سوق الخرطوم للأوراق المالية.

● **مخالفة في شرط التوعية الكافية للمستثمرين:** إن الصكوك المطروحة في سوق الخرطوم للأوراق المالية تتم على أساس عقود المضاربة، وهذه العقود تمثل عقود مشاركة في الربح فقط وليس في الربح والخسارة حيث أنه في حالة الربح يتم إقتسامه وفقا للنسبة المتفق عليها بين صاحب رأس المال (أو حملة الصكوك) والمضارب (أو شركة السودان للخدمات المالية) (وهي كما هو معلن في

موقع الشركة 92% لحملة الصكوك و8% للمضارب). أما في حالة الخسارة فيتحملها صاحب رأس المال لوحده بالكامل وأن المضارب لا يخسر إلا الجهد الذي قام به ما لم يثبت أن الخسارة ناتجة عن إهماله وتقصيره وهذه هي القاعدة الشرعية المفصلية التي يقوم عليها عقد المضاربة وبدون تحققها يصبح العقد باطلا. وعلى ذلك فإن الخسارة يتحملها حملة الصكوك وتتحمل الدولة ممثلة في شركة السودان للخدمات المالية الجهد الذي بذلته في إدارة هذه الصكوك. ومن الصعوبة في حالة النزاع إثبات تقصير الحكومة وإهمالها (خاصة وأن خبرة وكفاءة العاملين بشركة السودان للخدمات المالية غير مثبتة وغير معروفة للمستثمرين). وتحقق هنا شبهة الغرر في عقود المضاربة في عدم الإشارة لهذه القاعدة الشرعية الجوهرية في شروط عقد المضاربة سواء في موقع الشركة أو في مطبوعاتها المعلنة. وبالتالي فإن عدم نشر شروط عقد المضاربة لجمهور المستثمرين قد يضيف على هذه الصكوك صبغة الغرر.<sup>725</sup>

### 3- تقييم الشروط المتعلقة بالجهات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية

إن أغلب الجهات المصدرة للأوراق المالية في سوق الخرطوم هي شركات مساهمة عامة، وهي شركات ذات مشروعات لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية. ولقد بلغ عدد شركات المساهمة العامة في السودان ما يقارب 600 شركة المدرج منها في سوق الخرطوم للأوراق المالية حتى عام 2015 عدد 60 شركة أي ما نسبته 10%، والموزعة على 6 قطاعات هي: البنوك، وقطاع التأمين، والقطاع الزراعي والصناعي، والقطاع التجاري، والقطاعات الأخرى، وتعتبر دولة السودان أن عملها يتم وفق النشاط الاقتصادي الإسلامي. والجدول الموالي يوضح عدد الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية حسب كل قطاع:

#### جدول رقم (4-5): عدد الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية حسب القطاع سنة 2015

النسبة	عدد الشركات المدرجة	القطاع
35%	21	البنوك وشركات الاستثمار
11.67%	7	التأمين
0.33%	2	الصناعة
11.67%	7	التجارة
16.67%	10	الاستثمار والتنمية
5%	3	الزراعة
6.67%	4	الاتصالات والوسائط
8.33%	5	شركات الوساطة
1.67%	1	الصكوك وصناديق الاستثمار
100%	60	مجموع الشركات المدرجة

**المصدر:** تم إعداده اعتماداً على موقع سوق الخرطوم للأوراق المالية: [www.kse.com.sd](http://www.kse.com.sd)، تاريخ الإطلاع: 2015/11/12. من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن البنوك تحتل أكبر نسبة من الشركات المدرجة في بورصة الخرطوم بنسبة 35%، تليها مؤسسات الاستثمار والتنمية بنسبة 16.67%، وتحتل شركات التأمين والشركات المنتمية للقطاع التجاري نفس المرتبة الثالثة بنسبة 11.67%، أما شركات قطاع الزراعة والصناعة فتعد قليلة جداً فهي تحتل المراتب الأخيرة. وعليه فإن نسبة الشركات الاقتصادية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية ضئيلة مقارنة بالبنوك وشركات الاستثمار وشركات التأمين، ومن الأنسب أن يكون العكس أي أن يفوق عدد الشركات الاقتصادية عدد البنوك وشركات الاستثمار لأن هذه الأخيرة تعتبر مؤسسات وسيطة في الاقتصاد ومُسخره لخدمة الشركات الاقتصادية.

<sup>725</sup> الهادي هباني، "فقاعة صكوك الاستثمار الحكومية... شهامة ونحوها"، موقع نداء الوطن: [www.yncsudan.com](http://www.yncsudan.com)، 2014/02/06.

تشترط سوق الخرطوم للأوراق المالية أن لا تتعامل الشركات المصدرة للأسهم والصكوك والصناديق الاستثمارية الصيرفة الربوية ولا تباع الخمر ولا الخنزير، وأن تعاملها مع جهات الإقراض الربوية لا يكون إلا في حالة الضرورة فقط وبنسبة لا تزيد عن 5% فقط وأنها غير غارقة في الديون.<sup>726</sup> هذا بالنسبة للشروط الشرعية المفروضة على هذه الجهات، أما بالنسبة للشروط المهنية والفنية فيحدد أغلبها نص المادة (15) من قانون 1994 لسوق الخرطوم للأوراق المالية، ونظرا لطولها وتعددتها تم إدراجها في الملاحق (الملحق رقم (1)). وقمنا هنا بتحليلها ومقارنتها مع الشروط المحددة في البحث واستخراج أهم المخالفات فيها والتي نعرضها في النقاط التالية:

● **مخالفة في عدم اشتراط خلو التعاملات من الربا:** إن السماح للشركات المصدرة لأوراقها المالية في سوق الخرطوم للأوراق المالية بالتعامل مع جهات الإقراض الربوي بنسبة 5% مخالف لشروط خلو تعاملات الشركة المصدرة من الربا قلت نسبته أو كثرت، خاصة أن النظام المالي السوداني يعتبر إسلامي وأن أغلب - إن لم نقل كل - المصارف في السودان تعتبر لاربية وتعمل وفق أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية. وعليه فإننا نرى أن يتم تعديل هذا الشرط وعدم السماح للجهات المصدرة لأوراقها المالية في سوق الخرطوم بأي نسبة من الإقراض الربوي مهما قلت.

● **مخالفات في شرطي الإفصاح والشفافية:** رغم أن إدارة سوق الخرطوم للأوراق المالية تضع الشروط التي تستوجب الإفصاح والشفافية، إلا أن الواقع أثبت أن بعض الجهات المصدرة خالفت هذه الشروط، وعند دراستنا لعينة من إصدارات الصكوك، قمنا برصد بعض المخالفات التالية:

- عدم وجود نشرة إصدار لكل طرح من إصدارات صكوك "شهامة": رغم أنه تم احترام هذا الشرط في حالة طرح صكوك "صرح" وذلك من خلال وجود نشرة إصدار عند كل طرح، تم إغفال ذلك بالنسبة لصكوك "شهامة".
- ضعف الإفصاح عن أداء مكونات الإصدار وأسس حسابه.
- عدم الإفصاح عن تفاصيل المجالات التي تم من خلالها توظيف حصيلة الاكتتاب حيث يتم ذكر مشروعات عامة فقط. كما أنه لا توجد تقارير دورية عن حالة الموجودات محل الشهادات المصرفية المصدرة (حالة شهامة) أو في المشروعات الممولة (حالة صرح)، حيث يمكن الاعتماد عليها للتنبؤ بالعائد بجانب التخارج عند حالات توقع ضعف الأداء. كما لاحظنا قلة التقارير والفتاوى الشرعية الصادرة حول الشهادات (حول حساب المكون وحساب الأرباح).
- لا توجد شفافية في الإفصاح عن أداء مكونات الإصدار ولو نصف سنوي (حيث يتم الإعلان عن أسماء الشركات المكونة فقط لا غير).
- تداخل الأدوار بين المصدر والمروج بصورة تقلل من شفافية الإصدارات الحكومية السودانية.
- لا توجد تقارير دورية عن حالة الموجودات محل الشهادات المصدرة "شهامة" (أو في المشروعات الممولة في حالة "صرح")، حيث أنها مفيدة للتنبؤ بالعائد بجانب التخارج خاصة عند حالات توقع ضعف الأداء.
- ضعف الشفافية في عملية بيع الأصول من الحكومة إلى الشركة، ثم إعادة الشراء من قبل الحكومة للأصول عند التصفية للورقة المالية (حالة "شهامة") مما يؤثر على الكفاءة التنظيمية للإصدار.
- الجمع بين وظائف المحاسبة والمراجعة والتقييم للأصول في أيدي ديوان المراجعة العامة، وهو جهة حكومية وقد لا يضمن ذلك مصداقية أكبر على هيكل الإصدارات الحكومية فيما لو تمت من قبل مراجع خاص أو خارجي.
- هناك تأخر في تقديم القوائم المالية.
- عدم وجود معلومات كافية تثبت أن قيمة المؤسسات الحكومية المصدرة للصكوك والصناديق أو أصولها التي يتم فيها توظيف

إيرادات هذه الصكوك تغطي إجمالي حجم الإكتتابات في هذه الصكوك من قبل المستثمرين خاصة وأن حجم هذه الإكتتابات ضخم جداً، فضلاً عن طرحها أربعة مرات خلال السنة الواحدة.

- عدم التوضيح في نشرات الإصدار لطبيعة العقود ومجالات الاستثمارات التي تحققت منها الأرباح المعلن عنها والتي تتأني من مجموع العوائد التي يتم الحصول عليها من خلال العقود الاستثمارية.

- مخالفة شرط الإفصاح المثبت للملكية: على الرغم من أن شهادات "شهادة" حسبما هو معلن ومصرح به في نشرات الإصدار الخاصة بها هي صكوك مالية أو شهادات مسنودة بأصول حقيقية تصدرها وزارة المالية بصيغة المشاركة بواسطة شركة السودان للخدمات المالية، ويتكون الصندوق الذي أنشئ لإصدار الشهادات من الأصول المملوكة جزئياً أو كلياً للدولة في بعض الهيئات والمؤسسات والشركات التي يتم انتقائها على افتراض أنها شركات تتميز برحمتها العالية وإدارتها المتميزة وتخصصها في قطاعات اقتصادية رائجة مثل سوداتل، شركة النيل للزيوت، فندق هيلتون، شركة أرياب للتعددين، الشركة السودانية للمناطق والأسواق الحرة، الشركة السودانية لخطوط أنابيب البترول، شركة جياذ وغيرها. إلا أن ملكية حملة الصكوك في أصول هذه الشركات ليس لديها ما يثبتها في البيانات المالية المعلنة لهذه الشركات المذكورة أعلاه. وبفحص البيانات المالية لشركة "سوداتل" للسنوات 2007 و2008\*، على سبيل المثال، والمنشورة في موقعها الإلكتروني لا يوجد أي إثبات لشهادات "شهادة" وحصص حاملها في أسهم الشركة لا في جانب الخصوم (المطلوبات) أو في حساب رأس المال، كما لا يوجد أي إشارة لها في الإيضاحات المتممة للبيانات المالية.<sup>727</sup>

• **مخالفات في تطبيق نظام حوكمة الشركات:** لقد تأخرت كثيراً بورصة الخرطوم في تبني نظام حوكمة الشركات، وتعتبر تجربة السودان ضعيفة نوعاً ما في تطبيق مبادئ الحوكمة على الشركات المدرجة في البورصة، إلا أنه تم إجازة لائحة جديدة لحوكمة شركات المساهمة العامة لعام 2014،<sup>728</sup> مما سيسمح بسد بعض الثغرات التي كانت موجودة من قبل.

#### 4- تقييم الشروط المتعلقة بالوسطاء في سوق الخرطوم للأوراق المالية

بلغ عدد شركات الوساطة العاملة في سوق الخرطوم حتى نهاية عام 2015 عدد 41 شركة، منها 27 شركة وكالة قائمة بذاتها و11 شركة تابعة لمصارف تجارية عاملة في السودان، حيث يعتمد نشاطها أساساً على رأس المال المصرح به والمدفوع من حيث القيام بأعمال بيع وشراء الأوراق المالية وإدارة محافظ استثمارية وإصدار صناديق استثمارية.

تطلق سوق الخرطوم للأوراق المالية مصطلح "الوكيل" على شركة الوساطة العاملة فيها، وتعرفها على أنها الشركة المرخص لها القيام بأعمال الوكالة في السوق وفقاً لأحكام قانون السوق،<sup>729</sup> وتضع لهم شروط معينة لقبول ترخيص عملهم في السوق، كما تفرض عليهم واجبات وتمنحهم حقوق خلال ممارستهم لأعمال الوساطة في السوق. ولقد تم تحديد هذه الشروط في نصوص قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994. ولقد قمنا بتحليل هذه الشروط\* خلال مقارنتها بالشروط النظرية الواجب الالتزام بها

\* تم إدراجها في الملحق رقم (1-6).

<sup>727</sup> القوائم المالية المقارنة للفترة المالية المنتهية في 2008/2007/12/31 المدققة والمعتمدة من قبل مكتب مبارك للمحاسبة والاستشارات المالية، موقع شركة سوداتل الإلكتروني: [www.sudatel.sd](http://www.sudatel.sd).

<sup>728</sup> سوق الخرطوم للأوراق المالية، مجلة البورصة، مرجع سابق، ص: 7.

<sup>729</sup> قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994.

\* تم إصدار لائحة جديدة تتعلق بقواعد الكفاءة والنزاهة لشركات الوساطة المالية المعتمدة لدى سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 2014، يمكن الإطلاع عليها من خلال الموقع الإلكتروني لسوق الخرطوم للأوراق المالية.

واستخراج بعض المخالفات لهذه الشروط، ويمكن عرض نتائج التحليل فيما يلي:

- مخالفة شرط إعلان إلزامها بأحكام الشريعة الإسلامية: لم تشترط إدارة سوق الخرطوم للأوراق المالية أن ينص عقد تأسيس شركة الوساطة المرخص لها بالعمل في سوقها أو نظامها الأساسي على إلزامها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.
  - مخالفة في شرط عدم الإلزام بنوع عقدي واحد: تم تحديد علاقة الوسيط بالمعاملين في سوق الخرطوم للأوراق المالية من خلال عقد "الوكالة بالعمولة"، وتقوم شركات الوكالة العاملة بسوق الخرطوم للأوراق المالية بالأعمال التالية:<sup>730</sup>
    - الوكالة بالعمولة وهي شراء وبيع الأوراق المالية لصالح العملاء.
    - الوكالة بالشراء والبيع لصالح محفظة الوكيل.
    - الوكالة في تغطية إصدارات الأوراق المالية، شريطة أن لا يقل رأسمالها المدفوع عن 35.000.000 دينار سوداني.
    - الوكالة في تسويق وبيع إصدارات الأوراق المالية.
    - العمل كمستشار مالي وإدارة محافظ الغير وإستثماراتها في الأوراق المالية.
- من الملاحظ هنا أن سوق الخرطوم للأوراق المالية تلزم المتعاملين فيها بنوع عقدي واحد وهو الوكالة بأجر، إلا أنه سبق وأن أشرنا أنه يفضل في إطار بورصة إسلامية عدم إلزام المتعاملين فيها بنوع عقدي واحد، فإن الفقه الإسلامي يتيح عدة خيارات (عقد إجارة، أو جعالة، أو وكالة)، ويمكن للمتعاملين أن يحددوا طبيعة العلاقة مع الوسطاء الراغبين في التعامل معهم.
- مخالفة شرط عدم تحديد العمولة: سبق وأن أشرنا إلى أنه من الشروط الشرعية التي يجب أن تتوفر في وسطاء بورصة الأوراق المالية الإسلامية عدم تحديد العمولة التي يحصل عليها هؤلاء من قبل السلطات المشرفة عليها، والواجب أن يترك تقدير ذلك إلى الوسطاء أنفسهم، إلا أن عمولة الوسطاء في سوق الخرطوم للأوراق المالية يتم تحديدها من طرف إدارة السوق.
  - مخالفة شرط إلزام الوسيط بنظام رقابة شرعية: لا يشترط سوق الخرطوم للأوراق المالية على شركات الوساطة المرخص لها العمل فيها أن تتوفر على نظام رقابة شرعية يجعلها تتسم بالمصداقية الشرعية، ومنعها من الوقوع في أي من المحظورات الشرعية.

## 5- تقييم الشروط المتعلقة بالمستثمرين في سوق الخرطوم للأوراق المالية

- لقد تم تحديد الشروط المتعلقة بالمستثمرين في سوق الخرطوم للأوراق المالية من خلال نص قانون 1994 والمادة (23) من لائحة التسوية والتفصيص لسوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 2010، وبعد تحليل هذه الشروط ومقارنتها بتلك المحددة في الجزء النظري تبين التالي:
- عدم توفر شرط حصول المستثمر على التأهيل: لا يوجد في نص القانون ما يجبر المتعامل المنتظم الحصول على تأهيل يتعلم من خلاله التعامل في بورصة الخرطوم لمواجهة تقلبات الأسعار وتقليل المخاطر التي قد تؤدي به إلى خسائر فادحة وإلى اختلال توازن السوق.
  - عدم توفر شرط الاحتفاظ بالورقة المالية لمدة زمنية محددة: لا يوجد ما ينص على أن المستثمر في سوق الخرطوم يجب عليه الاحتفاظ بالورقة المالية بعد شرائها لفترة زمنية معينة قبل بيعها تفادياً للمضاربة غير الشرعية في بورصة الخرطوم للأوراق المالية.
  - مخالفة في شرط الإفصاح عن نسبة المصلحة: لا تشترط سوق الخرطوم للأوراق المالية على أن المستثمر فيها مطالب بأن يبلغ إدارة البورصة والمصدر على أنه شخص ذو مصلحة، أي أنه يملك نسبة من الأسهم تمنحه الحق في التصويت في شركة مدرجة في بورصة الخرطوم خلال مدة محددة من تحقق المصلحة.

## 6- تقييم الشروط المتعلقة بهيئات الرقابة والإشراف على سوق الخرطوم

<sup>730</sup> يعقوب السيد، ومشاهد إبراهيم، سوق الأوراق المالية في السودان: النشأة والتطور والرؤى المستقبلية، بنك السودان المركزي، 2011، ص: 66.

يشرف على سوق الخرطوم للأوراق المالية من الناحية الشرعية الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية، ومن الناحية المهنية والفنية البنك المركزي، وعند دراسة العلاقة بين كل من هاتين الهيئتين والسوق تبين الآتي:

**6-1- الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية:** كان للسودان فضل سبق في إنشاء أول هيئة عليا للرقابة الشرعية في العالم الإسلامي بحيث يكون مقرها بالبنك المركزي منذ 1992. أنشأ بنك السودان المركزي الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية المصرفية كأول هيئة رقابة شرعية عليا. ويهدف البنك المركزي من وراء ذلك إلى تكامل الجهود بينه وبين هيئة الرقابة الشرعية العليا إلى تطوير العمل المصرفي الإسلامي.

وهي هيئة مستقلة في أدائها للمهام الموكلة إليها، ولكنها تعمل بالتنسيق والتعاون مع بنك السودان المركزي، كما أن إدارات البنك المتخصصة هي الذراع التنفيذي الفعال لإنزال فتاوى الهيئة وقراراتها إلى واقع التنفيذ العملي.<sup>731</sup>

وتضم في عضويتها أشخاص من علماء الشريعة مع مراعاة الخبرة في المعاملات المصرفية، وعلماء الاقتصاد مع الخبرة والإلمام بالاقتصاد الإسلامي، وخبراء في العمل المصرفي. وتكون الفتوى الصادرة من الهيئة في المسائل الشرعية ملزمة.<sup>732</sup> وبذلك يمكن أن تكون العلاقة بين هيئة الرقابة الشرعية بالمصارف السودانية والهيئة العليا للرقابة الشرعية بالبنك المركزي علاقة تنسيقية واستشارية والزامية. وفي حالة انتاج أي منتج جديد لا بد من الموافقة المسبقة من قبل هيئة الرقابة الشرعية بالمصرف ومن ثم اعتمادها من الهيئة العليا للرقابة الشرعية بالبنك المركزي، وفي حالة مخالفة المصرف المعني يعاقب بنص القانون، أي مخالفة لوائح البنك المركزي السوداني، وأن ذلك ينطبق على سوق الخرطوم للأوراق المالية حيث لا يعتمد أي منتج (صندوق) غير مصدق من هيئة الرقابة الشرعية بسوق الخرطوم للأوراق المالية.

وتقوم الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية بالمهام التالية:

- إصدار الفتاوى الشرعية والتوصيات والمشورة وذلك لتوحيد الأسس والأحكام الشرعية التي ينبنى عليها النشاط المصرفي والمالي.
- متابعة سياسات وأداء البنك المركزي ونشاط المصارف والمؤسسات المالية بغرض إخضاعها لأحكام وقيم الشريعة الإسلامية.
- تنقية قوانين ولوائح ومرشد البنك المركزي والمصارف والمؤسسات المالية ونشاطها من المعاملات الربوية وحيلها الظاهرة والخفية، وكل ما من شأنه أن يؤدي إلى أكل أموال الناس بالباطل.
- العمل مع جهات الاختصاص لوضع صيغ المعاملات الإسلامية موضع التنفيذ واستنباط صيغ تلائم كل احتياجات وأدوات التمويل وتطويرها لتناسب السوق الأولية والثانوية للأوراق المالية.

إن الهيئة العليا جعلت من الإدارة العامة للرقابة علي المصارف والإدارة العامة للتفتيش ذراعها التنفيذي لدى الجهاز المصرفي والمؤسسات المالية ومن خلال هذين الإدارتين تبلغ فتاواها وقراراتها لأي مصرف ومؤسسة مالية كما أنها من خلالها تتحصل على أية معلومة مطلوبة.<sup>733</sup>

ولقد تضمنت لائحة تنظيم أعمال الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية الصادرة في 10 أفريل 1994، أغلب الشروط المهنية والفنية المنظمة لعملها، ومن خلال الإطلاع على الشروط التي يجب أن تلتزم بها الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية في السودان تبين أنها متوافقة مع أغلب الشروط المحددة في الجزء النظري، إلا أنه لوحظ ما

<sup>731</sup> 731 صاير الحسن، "دور الجهات الرقابية في الضبط الشرعي للصكوك، والأدوات المالية الأخرى"، تجربة بنك السودان المركزي في إصدار وضبط الصكوك، ص: 23-24، [www.kantakji.com/media/4601/527.docx](http://www.kantakji.com/media/4601/527.docx)، 4-5، تاريخ الاطلاع: 05/05/2014.

<sup>732</sup> بنك السودان المركزي، "مخطط هيئات الرقابة الشرعية"، مرجع سابق، ص: 154.

<sup>733</sup> بنك السودان المركزي، توثيق تجربة السودان في مجال المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، مخطط هيئات الرقابة الشرعية: نشأة وتطور وتقوم هيئات الرقابة الشرعية في الجهاز المصرفي السوداني، الطبعة الأولى، 2006، ص: 56.

يلي:

- عدم الإشارة إلى الشروط التي تنظم العلاقة بين هيئة الرقابة العليا وسوق الخرطوم للأوراق المالية (لم يأت ذكر سوق الخرطوم في اللائحة المذكورة أعلاه سوى في موضع واحد أو اثنين على الأكثر)، فلقد تم التركيز على علاقة هذه الهيئة بالمؤسسات المالية خاصة المصارف وشركات التأمين.

- عدم توفر معايير شرعية خاصة ببعض الأركان الأساسية لبورصة الخرطوم كالوسطاء والمستثمرين، والمعايير الشرعية الواجب توافرها في المديرين التنفيذيين ومن في حكمهم القائمين على إدارة الأشخاص المرخص لهم بالعمل كوسطاء في بورصة أوراق مالية إسلامية.

**6-2- غياب الهيئة القانونية للإشراف والرقابة على سوق الخرطوم:** على الرغم من مرور ما يقرب من العشرين عاماً على إنشاء سوق الخرطوم للأوراق المالية ومباشرة عملياته في السوقين الأولية والثانوية ونموها بمستويات متزايدة، فضلاً عن تطوره وبخاصة في المجال التقني وعلاقاته مع الأسواق الإقليمية النظيرة وغيرها إلا أن مجالات متعددة مثل الرقابة والإشراف والحوكمة والمؤسسية في عملياته تحتاج للمزيد من التجويد بما يعزز من فرص تطوره مستقبلاً. أحد جوانب التطوير فيما يتعلق بالرقابة والإشراف على عمليات السوق هو مقترح تبني السوق لحزم وضوابط الإشراف المطبقة في بنك السودان المركزي مع مراعاة طبيعة وخصوصية الاستثمار بالأوراق المالية.<sup>734</sup>

وعليه فإن دولة السودان لا تعتمد في الرقابة على أسواق المال على هيئة مستقلة تتولى الإشراف والرقابة على عمليات السوق مثل ما هو معمول به في أغلب الدول المتقدمة وحتى النامية، إنما اختارت نظام الإشراف الوحيد والذي بموجبه يتولى البنك المركزي مهام الرقابة على أسواق المال بجانب رقابته على الجهاز المصرفي.<sup>735</sup>

ولذلك نرى أنه يجب أن تقوم هيئة قانونية مشرفة على البورصة بالرقابة وتنظيم سوق الخرطوم للأوراق المالية بدلاً عن مجلس إدارة السوق حالياً، وذلك بغية تحقيق الفصل بين عمل السوق (البورصة) والإشراف والتنظيم والرقابة عليه. إن غياب هذا الفصل أسهم في تأخر تطبيق السوق لكثير من الضوابط وجوانب الرقابة الفعالة على أنشطة السوق التشغيلية.

## المبحث الثاني: تجربة سوق دبي المالي بالإمارات العربية المتحدة.

تعتبر دبي إمارة من إمارات دولة الإمارات العربية المتحدة، وتعتبر إمارة دبي ثاني أكبر إمارة في الاتحاد بعد إمارة أبوظبي حيث تبلغ مساحتها 4.114 كم<sup>2</sup> وهو ما يعادل 5% تقريباً من مساحة الإمارات. يبلغ عدد سكان الإمارة 2.262.000 كأكبر إمارة تعداداً للسكان في الاتحاد الإماراتي منهم 214.000 مواطنين والباقي من الأجانب أي ما يعادل 9.5% من إجمالي السكان. تحد دبي كل من إمارة أبوظبي في الغرب وإمارة الشارقة في الشرق، وتعتبر دبي العاصمة الاقتصادية للإمارات العربية المتحدة، وقد تطورت تطوراً كبيراً خلال السنوات الأخيرة. ويلعب الاقتصاد الحر والنشط في الإمارة وعدم وجود نظام ضريبي دوراً

<sup>734</sup> يعقوب السيد، ومشاهد ابراهيم، مرجع سابق، ص: 11.

<sup>735</sup> نفس المرجع السابق.

كبيراً في جذب المستثمرين من جميع أنحاء العالم.

ومن خلال هذا المبحث سيتم التعريف بسوق دبي المالي في مطلبه الأول، وبأدوات سوق دبي المالي في مطلبه الثاني، أما المطلب الثالث فيتم من خلاله تقييم تجربة دبي في إنشاء سوق مالي إسلامي.

## المطلب الأول: نبذة عن سوق دبي المالي وأدائه

تتميز إمارة دبي بأن دخلها الاقتصادي لا يعتمد على الإيرادات النفطية بشكل أساسي على عكس باقي دول الخليج العربي حيث يعتمد اقتصاد دبي على التجارة والعقارات والخدمات المالية وأيضاً على السياحة، حيث يشكل النفط والغاز 6% من إجمالي الاقتصاد. جلبت النهضة الاقتصادية والعمراية الكبيرة في دبي شهرة عالمية للإمارة لتحتل مكانة مرموقة عالمياً. تم تصنيف دبي مدينة عالمية منذ 2010 تحت الفاء\*، حيث تعتبر أهميتها بعد الفاء++ (نيويورك ولندن) مع سنغافورة وطوكيو وهونج كونج وباريس وشيكاغو وسيدني وشنغهاي. ولذلك اهتمت دولة الإمارات بتطوير أسواقها المالية، وعلى رأسها سوق دبي المالي. وسيتم من خلال هذا المبحث التعريف بمهبط السوق من خلال عرض نشأته، أهدافه وغاياته، القوانين والتشريعات المؤسسة له، واللوائح المنظمة لعمله.

### 1- التعريف بسوق دبي المالي

تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة لديها الشخصية الاعتبارية المستقلة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم (14) لعام 2000\*. ويعمل سوق دبي المالي كسوق ثانوي للتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة والسندات الصادرة عن الحكومة الاتحادية أو أية حكومات محلية والمؤسسات العامة في الدولة ووحدات صناديق الاستثمار وأية أدوات مالية أخرى سواء كانت محلية أو أجنبية والتي تكون معتمدة لدى سوق دبي المالي.

بدأ سوق دبي المالي مزاوله نشاطه بتاريخ 26 مارس 2000، ويطلق على هذا السوق اسم "سوق دبي المالي (DFM)" شركة مساهمة عامة، وتعتبر أول بورصة أوراق مالية خاصة في العالم العربي، حيث تم خصصتها بطرح نسبة 20% للاكتتاب العام قدرت قيمتها بحوالي 8 مليارات درهم\*. ولقد تم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق بتاريخ 7 مارس 2007 برمز تداول (DFM). وبذلك يعتبر سوق دبي المالي هو أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط وبهذا تكون حكومة دبي رائدة في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في المنطقة. وتعتبر حكومة دبي بمثابة الشركة الأم المطلقة والطرف المسيطر حيث تمتلك نسبة 79.63% من شركة سوق دبي المالي من خلال بورصة دبي المحدودة (الشركة الأم)، وهي شركة تابعة لحكومة دبي. ويعتبر مؤسس الشركة أن كونها تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية في إدارتها لسوق دبي المالي يجعله أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها في العالم\*. كما اعتبرها بعض الباحثين\* أول بورصة إسلامية للأوراق المالية في العالم، إلا أننا نرى أن سوق الخرطوم للأوراق المالية قد سبقتها في إعلان كونها أول بورصة تعمل وفق أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

ولقد شرعت إدارة سوق دبي المالي في إجراءات تحويل سوق دبي المالي إلى سوق مالي إسلامي عالمي ابتداءً من سنة 2007، وذلك بعد أن حصلت على موافقة لجنة التنسيق بين هيئات الفتوى والرقابة الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية في دولة الإمارات العربية المتحدة. وقد أعلنت إدارة السوق عن هدفها من هذا التحول ممثلاً في إيجاد سوق مال إسلامي عالمي يستقطب

\* وهو معيار عالمي لتصنيف المدن حسب خصائصها الاقتصادية، السياسية، الثقافية، والبنى التحتية.

\* يعرض الملحق رقم (1-2) نسخة من عقد التأسيس لسوق دبي المالي.

\* دولار أمريكي = 3.65 دراهم إماراتية.

\* يعرض الملحق رقم (2-5) نسخة من إعلان سوق دبي المالي عن توافقه مع الشريعة الإسلامية.

\* ولد عالي، مرجع سابق، ص: 245.

الاستثمارات المحلية والعالمية الراغبة في الالتزام في استثماراتها بأحكام الشريعة. وقد جاء ضمن مبررات هذا التحول أن 98% من إيرادات سوق دبي المالي متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، و2% فقط هي رسوم لخدمات تقليدية، بالإضافة إلى أنه في الأساس يتم استثمار كافة السيولة الزائدة المتوفرة لدى سوق دبي في أوجه استثمار متفقة مع الشريعة الإسلامية، وأن التحول إلى سوق إسلامي هو قرار منطقي وإستراتيجي في ظل الاهتمام العالمي المتزايد بالاقتصاد الإسلامي والاستثمارات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وأن ذلك في إطار سعي مدينة دبي إلى أن تكون قبلة للاقتصاد الإسلامي في المنطقة والعالم.<sup>736</sup>

## 2- الهيكل التنظيمي العام لسوق دبي المالي

يأخذ الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي الشكل التالي:

شكل رقم (5-2): الهيكل التنظيمي العام لسوق دبي المالي



المصدر: موقع سوق دبي المالي ([www.dfm.ae](http://www.dfm.ae))، تاريخ الإطلاع: 2015/10/28

ولقد تم وضع هذا الهيكل التنظيمي الجديد سنة 2008 وهو بشكل مماثل للبورصات الدولية، وذلك لزيادة الشفافية على نطاق الأعمال. ومن خلال الهيكل التنظيمي أعلاه يسعى سوق دبي المالي إلى القيام بمجموعة من الوظائف والمهام التي سنتناولها في النقاط الموالية.

### 3- مهام ووظائف سوق دبي المالي

تم النص في عقد التأسيس على أن تمارس شركة سوق دبي المالي أغراضها وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، وأن تؤدي المهام التالية:<sup>737</sup>

- القيام بدور سوق الأوراق المالية في إمارة دبي وما يستلزم ذلك من القيام بأعمال التنظيم والإشراف على تداولات الأوراق المالية المدرجة بالسوق طبقاً للقوانين والأنظمة في هذا الشأن وبما يضمن العدالة بين المتعاملين في السوق.
- إدراج الأسهم، السندات وغيرها من الأوراق المالية المرخص لها بالإدراج من قبل هيئة الأوراق المالية والسلع.

<sup>737</sup> سوق دبي المالي، عقد التأسيس، المادة (4). انظر الملحق رقم (1-2).

- القيام بأعمال الإيداع والتقابض والتسوية للأوراق المالية المدرجة في السوق وفقاً للقوانين والقواعد المنظمة في هذا الشأن.
- إصدار التراخيص الخاصة بالوسطاء المعتمدين، والتنظيم والإشراف على أنشطتهم في السوق والقيام بالإجراءات التأديبية وفرض رسوم وغرامات على الوسطاء والشركات المدرجة.
- فرض الإجراءات اللازمة للرقابة على التداول في السوق والتفتيش على شركات الوساطة وتطبيق متطلبات الإفصاح والشفافية وذلك طبقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها في هذا الشأن.
- حل المنازعات الناشئة من أي عملية تداول في السوق.
- مراقبة عملية التداول على الأوراق المالية بالسوق المنفذة وفقاً للأنظمة والقوانين المرجعية وتزويد السلطات المختصة بالتقارير والمعلومات.
- وضع القواعد الداخلية المتعلقة بتنظيم أعمال السوق وكذلك القواعد المتعلقة بالشؤون المالية والإدارية.
- إنشاء اللجان المتخصصة وتحديد اختصاصاتها ومكافأاتها.
- فرض الرسوم السنوية على الشركات المدرجة والوسطاء وفرض رسوم التداول وغيرها من الرسوم نظير الخدمات التي يقدمها السوق.
- التقدم بطلبات للحصول من أية حكومة أو سلطة أخرى على أية قوانين أو مراسيم أو أوامر أو تراخيص أو تفويضات أخرى تمكنها من تحقيق أغراضها، والدخول في أية تدابير، مع الحكومات أو السلطات أو المؤسسات أو الأشخاص، مما من شأنه أن يؤدي إلى تحقيق أي من أغراض السوق.
- القيام بأعمال الاستثمار وفق أحكام الشريعة الإسلامية وعلى وجه الخصوص شراء وحياسة الأسهم، السندات، الصكوك الإسلامية، الأوراق المالية والاستثمارات المصدرة في جميع أنحاء العالم، وكذلك صناديق الاستثمار والأوراق المالية الأخرى التي تصدرها أي حكومة، قطاع عام، مؤسسة أو شركة عامة تعمل في الإمارات العربية المتحدة أو أي مكان آخر خارجها، بشرط عدم وجود أي تعارض في المصالح في تلك الاستثمارات.
- القيام بجميع الأنشطة التي تتوخى الربح وتتفق مع الشريعة الإسلامية والمتصلة بالنشاط التجاري للقانوني للشركة، والتي تتضمن (على سبيل المثال لا الحصر) منتجات وخدمات متصلة بخدمات الشركة، معلومات عن الخدمات، خدمات الإمداد بالمعلومات، خدمات علاقات المستثمرين، والتدريب والاستشارات، التزويد بالاحصائيات وحلول النظم المعلوماتية والأبحاث المتخصصة، واحتساب مؤشرات الأسعار ونشر المعلومات المتعلقة به.

#### 4- مراحل تطور سوق دبي المالي

- مر سوق دبي المالي بمراحل عدة ليصل إلى ما هو عليه اليوم من التطورات التي يمكن إنجازها فيما يلي:
- سنة 2000: افتتاح سوق دبي المالي في 26 مارس 2000.
- سنة 2001: سار سوق دبي المالي في عام 2001 على طريق النمو بوتيرة سريعة، وحقق نمواً غير مسبوق بلغت نسبته 173% في قيمة التداول في غضون الأشهر الاثني عشر الأولى، من خلال الاستجابة الإيجابية الكبيرة من القطاع المالي العالمي، وقد وقع سوق دبي المالي أول اتفاقية وصاية مع بنك "إتش إس بي سي" في عام 2001، إضافة إلى ذلك فقد تم تكريمه من خلال الحصول على جائزة الآيزو لنظام إدارة الجودة.<sup>738</sup>

<sup>738</sup> أنور داوود، "سوق دبي المالي.. سهم صاعد منذ 15 عاماً"، يومية الإقتصادي، تاريخ النشر: 2015/03/26.

- سنة 2002: اكتسب نمو سوق دبي المالي في قيمة التداول زخماً كبيراً في عام 2002، حيث شهد السوق مزيداً من النمو في قيمة التداول للعام الثاني على التوالي بلغت نسبته 135%، ويعود سبب ذلك بشكل عام إلى الإدراجات الجديدة والتوسع في المنتجات والخدمات.

- سنة 2003: أطلق سوق دبي المالي في عام 2003 أول خدمة الإبلاغ الإلكتروني في المنطقة من خلال الاستفادة من التطورات التكنولوجية الجديدة التي وفرت للمستثمرين سهولة ومرونة إعداد التقارير، كما قدم سوق دبي المالي في عام 2003 مسابقة الأسهم التفاعلية الأولى في المنطقة للطلاب، وتمثل هذه المسابقة برنامجاً تعليمياً سنوياً.

- سنة 2004: شهد سوق دبي المالي في عام 2004 نمواً سريعاً نظراً لارتفاع الطلب وازدياد متطلبات القدرة، كما قام سوق دبي المالي بتجديد بنيته التحتية التقنية لتوفير أعلى قدرة للتداول وتطوير المؤشر العام لسوق دبي المالي. وقد ارتفع مؤشر السوق خلال عام 2004 بمعدلات مذهلة، بزيادة سنوية أكثر من 152% كما شهدت القيمة السوقية نمواً سنوياً بنسبة تزيد على 147%.

- سنة 2005: بحلول عام 2005 أصبح سوق دبي البورصة الأسرع نمواً في العالم، مسجلاً بذلك نمواً غير مسبوق في القيمة السوقية بلغت 208% إضافة إلى نمو سنوي بلغ 60% في الأوراق المالية الجديدة خلال 12 شهراً فقط، وقد واصل سوق دبي المالي خلال عام 2005 تقديم حلول مبتكرة للمستثمرين من خلال توفير نظام البوابة الصوتية الإلكترونية لأسعار الأسهم، وهي المبادرة الأولى من نوعها التي طرحها بورصة في الشرق الأوسط.

- سنة 2006: أطلق سوق دبي المالي في عام 2006 عدداً كبيراً من المبادرات والبرامج ومن ذلك إطلاق برنامج نظام التجارة الإلكترونية لأول مرة في المنطقة، إضافة إلى مجموعة من البرامج التجريبية لتطوير كفاءات المواطنين في الوساطة (برنامج كفاءات) وزيادة عدد اتفاقات الوصاية، والإدراج المزدوج ومذكرات التفاهم، الأمر الذي أدى إلى عام مزدوج في الإدراج المزدوج. وقد تمت إعادة إطلاق موقع سوق دبي المالي مع تحسين قدرات التداول الخاصة بالموقع والذي حصل على جائزة الموقع الإلكتروني العربي في عام 2006.

- سنة 2007: أصبح سوق دبي المالي في فترة وجيزة خامس أكبر بورصة في العالم من حيث رسملة سوق الشركات، من خلال إضافة 16 ورقة مالية أخرى. وقد كان سوق دبي المالي أول بورصة تتجه للاكتتاب العام في المنطقة، فضلاً عن إعلانه التحول إليه أول بورصة في العالم تتبنى الالتزام بمبادئ الشريعة.

- سنة 2008: ازدادت سرعة نمو سوق دبي المالي في عام 2008 وذلك من خلال وضع هيكل تنظيمي جديد مماثل للبورصات الدولية وزيادة الشفافية على نطاق الأعمال، وهو ما تم تعزيزه من خلال مشاركة سوق دبي المالي في نظام الشكاوى الحكومية.

- سنة 2009: شملت الابتكارات التقنية التي تهدف لدفع التميز على المستوى الدولي وزيادة الشفافية وإطلاق منصة تداول جديدة ذات قدرة عالية "إكستريم" (X-Stream) ونظام مراقبة جديد "سمارت" (SMARTS). ونتيجة للترويج الفاعل لأفضل الممارسات التجارية في سوق دبي المالي، أقام السوق أول ورشة عمل حول علاقات المستثمرين في سوق دبي المالي والشراكات الاستراتيجية مع "جمعية علاقات المستثمرين- الشرق الأوسط" ومعهد الحوكمة لحوكمة الشركات. وقد حصل سوق دبي المالي على جائزة "أفضل بورصة لعلاقات المستثمرين" في حفل توزيع جوائز هذه الجمعية. وقد انتهى العام عند أعلى نقطة لسوق دبي المالي حيث قدم عرضاً بشراء بورصة ناسداك دبي، والذي من شأنه أن يوجد محور أسواق رأس مالية قوية في المنطقة.

- سنة 2010: منح شراء بورصة "ناسداك دبي" سوق دبي المالي كفاءة وسهولة في التداول حيث أدى ذلك إلى توحيد الوصاية والمقاصة وتوسيع محفظة الشركات المدرجة وفتحات الأصول المعروضة على المستثمرين. وقد أطلقت بورصة دبي في هذا العام أول خدمة عالمية من نوعها من خلال بطاقة "آيفستر"، وهي بطاقة إلكترونية مشحونة مسبقاً لتسديد أرباح الأسهم. كما أطلق سوق دبي المالي نظام صوتي هو الأول من نوعه في المنطقة للخدمات الآلية لحساب المساهمين. وتجدر الإشارة إلى أن سوق دبي المالي استطاع في غضون عشر سنوات فقط وهي فترة زمنية قصيرة احتراف تعاملات التداول في القرن 21 ليصبح واحداً من أسرع

البورصات نمواً في العالم.

- سنة 2011: تم إطلاق هوية مؤسسية جديدة لسوق دبي المالي تتماشى مع خطته وتوجهاته الاستراتيجية والاستعداد لمرحلة جديدة من النمو المستدام. وتم تطبيق آلية "التسليم مقابل الدفع" في مايو 2011، كما تم إطلاق قطاع الخدمات المالية المتخصص في تقديم خدمات متميزة وفريدة للمتعاملين مع السوق بما في ذلك إدارة توزيع أرباح الشركات المساهمة، وكذلك توقيع اتفاقيات مع أكثر من 20 شركة مزودة للبيانات، وإطلاق الخدمة الهاتفية للاستعلام عن محفظة الأسهم. وحصل سوق دبي المالي على شهادة الأيزو 27001 عن سرية المعلومات لقسم التقنية.

- سنة 2012: جاء سوق دبي المالي في صدارة الأسواق الإقليمية الأفضل أداءً في عام 2012 وبلغ معدل نمو المؤشر العام 20%، في حين ارتفع إجمالي قيمة تداولات السوق بنسبة 52% ليصل إلى 48.7 مليار درهم. وفي إطار توفير خدمات عالية القيمة للمتعاملين، وقع السوق 27 عقداً لبث البيانات خلال العام 2012 مع عدة أطراف (+35%)، وقد بلغ إجمالي قيمة الأرباح الموزعة للشركات المدرجة 1.35 مليار درهم (+21%). ووفر السوق أيضاً خدمة التداول بالهامش عبر شركات الوساطة العاملة في السوق. في إطار حرص السوق على تحقيق أعلى مستويات الإفصاح والشفافية قام سوق دبي المالي خلال العام 2012 بإطلاق نظام الإفصاح الإلكتروني "إفصاح" ويمثل النظام الجديد نقلة نوعية أسهمت في الوصول بمعدلات الالتزام بالإفصاح عن البيانات الفصلية والسبوعية إلى 100%. كما قام السوق بتطوير بطاقة "آيفستر شباب" الجديدة في خطوة هي الأولى من نوعها بين أسواق المال على الصعيد العالمي.

- سنة 2013: في هذه السنة بلغ معدل نمو المؤشر العام لسوق دبي المالي 107.7% مما وضعه بين أفضل الأسواق العالمية أداءً، وارتفع المتوسط اليومي لقيمة التداول بنسبة 231.8%. في إطار التزام سوق دبي المالي باتخاذ الخطوات الكفيلة بمواكبة جهود إمارة دبي للتحويل إلى عاصمة الاقتصاد الإسلامي، وتعزيز مكانة الإمارة كمركز عالمي للصكوك فقد عمل السوق من أجل تشجيع عمليات إصدار وإدراج وتداول الصكوك في أسواق المال بإمارة دبي الأمر الذي أسهم في استقطاب العديد من الإدراجات، بحيث ارتفع إجمالي قيمة الصكوك المدرجة في أسواق الإمارة بنسبة 44.5% إلى 48.8 مليار درهم. كما أطلق سوق دبي المالي تطبيقه الأول للهواتف الذكية في معرض "جيتكس 2013".

- سنة 2014: شهد عام 2014 عودة نشطة لحركة الإصدارات الأولية للأسهم من خلال طرح الأسهم للاكتتاب العام، حيث تم طرح وإدراج أسهم أربع شركات. وقد بلغ إجمالي رؤوس أموال هذه الشركات الأربع 3,22 مليار درهم، تم طرح 12,6 مليار درهم للاكتتاب العام. كما أطلقت دبي في نهاية شهر مارس 2014 منصة متكاملة لعمليات المرابحة وفق الشريعة الإسلامية عبر شبكة ناسداك لترسيخ وضعها في صناعة الاقتصاد الإسلامي.

## 5- أنظمة سوق دبي المالي

ركزت إستراتيجية سوق دبي المالي منذ تأسيسه في مارس 2000 على الاستثمار في تطوير الأنظمة المعلوماتية. وقد لعبت عمليات التطوير المستمرة دوراً رئيسياً في ترسيخ مكانة سوق دبي المالي الرائدة وجعله الوجهة الرئيسية للمستثمرين المحليين والعرب والدوليين على المستوى الإقليمي. وفي ضوء القيم الأساسية المتمثلة في الابتكارات التكنولوجية والشفافية والسرية والكفاءة، يقدم سوق دبي المالي العديد من الخدمات المتطورة لخدمة المستثمرين والمتعاملين على حد سواء. وكان سوق دبي المالي أول سوق مالي في المنطقة يتحول لنظام التداول المتطور "أكستريم" سنة 2009، وهو أحد أفضل أنظمة التداول المستخدمة في الأسواق المالية العالمية.<sup>739</sup> وفيما يلي نسلط الضوء الأنظمة المستخدمة لتسهيل عملية التداول في سوق دبي المالي من حيث التداول والرقابة

<sup>739</sup> سوق دبي المالي، الكتيب التعريفي للمستثمرين: نظرة عامة على سوق دبي المالي، ص: 10.

والتفاصيل:

**5-1- نظام التداول في سوق دبي المالي:** يعمل سوق دبي المالي اعتماداً على نظام تداول إلكتروني يظهر البيانات أوتوماتيكياً على شاشات العرض، وقد اتجهت معظم الأسواق المالية العالمية مؤخراً إلى استخدام نظم تداول إلكترونية مماثلة، وذلك بالنظر لمزايا الجهاز العديدة مقارنة بأنظمة التداول التقليدية من ناحية الشفافية والسيولة وعرض أسعار التداول.

إن نظام التداول عبارة عن برنامج تشغيل حاسوبي يتولى معالجة الإجراءات والعمليات التي تشكل مع بعضها البعض عملية التداول. وتتضمن شاشات الأجهزة الطرفية كافة المعلومات والبيانات التي يحتاجها الوسيط لإدخال الأوامر. وباستطاعة نظام التداول الإلكتروني الارتباط بعدد كبير من الأجهزة الطرفية، وعلى الوسيط إدخال الأوامر التي ترد إليهم من عملائهم ويتولى النظام مهمة تنفيذ الأوامر حسب القواعد والأنظمة التي تحكم هذه العمليات.<sup>740</sup> ويقوم نظام التشغيل بالتوفيق بين أوامر الشراء وأوامر البيع التي يتلقاها، فبعد أن يعطي المستثمر أوامره للوسيط المعتمد، يقوم الأخير بإدخال الأوامر إلى نظام التداول الذي يقوم إلكترونياً بمطابقة أوامر البيع والشراء بالنسبة للورقة المالية المحددة بالكمية المطلوبة والسعر المعين. ويقوم الجهاز بعرض تفصيل أنشطة التداول الحديثة والسابقة مشتملة على الأسعار وكميات التداول وأوامر البيع والشراء قيد التنفيذ مما يضمن للمستثمر الحصول على المعلومات اللازمة والمواتية لاتخاذ قراراته الاستثمارية.

ومن أجل حماية فعالية وسلامة التداول في السوق يحرص سوق دبي المالي على الاضطلاع بمهامه الرقابية والإشرافية، حيث يتولى قسم رقابة السوق بمراقبة عمليات التداول والتأكد من تنفيذها على النحو الصحيح طبقاً للوائح وأنظمة السوق، بينما يقوم قسم ترخيص ورقابة الوسيط بالإشراف على تعاملات الوسيط لتحقيق النزاهة التامة وتقديم أعلى مستويات الخدمة للعملاء، أما قسم إدراج ورقابة الشركات فتتجلى مهامه في ضمان تقديم كافة المعلومات المتوفرة عن الجهات المدرجة وأوراقها المالية لجميع المستثمرين في الوقت المناسب، كما يقوم بالتنسيق مع قسم المتابعة والتدقيق لمنع استغلال المعلومات الداخلية التي قد تكون متاحة في الشركات.

يوفر سوق دبي المالي مكاتب خاصة للوسطاء المعتمدين في قاعة التداول في السوق، مزودة بأجهزة التداول وتسهيلات عديدة مثل أجهزة الهاتف والفاكس والبريد الإلكتروني والتي تمكنهم من الاتصال بعملائهم وإنجاز تعاملاتهم بسهولة وسرعة. ويتم تسجيل جميع المكالمات التي تتم عن طريق أجهزة الهاتف الخاصة بسوق دبي المالي، وذلك لضمان الرجوع إليها في حال المنازعات التي قد تنشأ بين الوسيط وعملائهم أو أي أطراف أخرى في السوق.<sup>741</sup>

**5-2- نظام رقابة السوق الإلكتروني:** يراقب سوق دبي المالي عمليات التداول بشكل مستمر لحماية المستثمرين للتأكد من التزام جميع المتعاملين بالقوانين والأنظمة والتعليمات بما يعزز المناخ الاستثماري على النحو الأمثل ويحقق أعلى مستويات الشفافية. ويعد نظام رقابة التداول "سمارتس" المعمول به في السوق أحد أكثر نظم الرقابة تطوراً حيث يستخدم من جانب العديد من الأسواق المالية العالمية الرائدة، ويتيح هذا النظام اكتشاف أية عمليات تلاعب أو إساءة استغلال للسوق المالي مع إشعار القائمين على رقابة التداول بمثل هذه الحالات بصورة فورية.

يعتبر نظام رقابة التداول منصة تقنية متكاملة لرقابة التداول تعتمد على تلقي البيانات من نظام التداول ومعالجتها بصورة فورية، واكتشاف أية حالات محل اشتباه وإشعار المستخدمين بذلك في الحال. ويقوم النظام باكتشاف وتحليل أية حالات تلاعب أو إساءة استغلال في التداول، إضافة إلى تقديم معلومات تحليلية مفصلة عن أنشطة التداول.<sup>742</sup>

**5-3- نظام التفاصيل والتسوية والإيداع (المقاصة):** يتم إنجاز عملية المقاصة في سوق دبي المالي من خلال نظام المقاصة

<sup>740</sup> نفس المرجع السابق.

<sup>741</sup> الموقع الإلكتروني لسوق دبي المالي : www.dfm.ae.

<sup>742</sup> سوق دبي المالي، الكتيب التعريفي للمستثمرين، مرجع سابق، ص: 12.

الإلكتروني والذي يرتبط بشكل متكامل مع نظام التداول. وبمجرد إدخال أمر بيع يتحقق نظام المقاصة الإلكتروني من ملكية البائع للأوراق المالية المراد بيعها وفي حالة عدم تملكه لها يبلغ الأمر ولا يضاف لنظام التداول، مما يمنع التلاعب في إدخال أكثر من أمر بيع على نفس الملكية. ويتيح الترابط الوثيق بين نظامي التداول والمقاصة إمكانية إنجاز عمليات التداول والتحصيل بصورة فورية وبدقة كاملة.<sup>743</sup>

**5-4- التداول عبر الهواتف الذكية<sup>744</sup>:** يسعى سوق دبي المالي إلى توفير كافة السبل الكفيلة بقيام المستثمر بإنجاز تداولاته أينما كان دونما حاجة إلى الحضور إلى مقر السوق أو شركات الوساطة أو إجراء اتصال هاتفي، وفر السوق بنية تحتية متطورة لدعم خدمات التداول عبر الهاتف. ويأتي توفير سوق دبي المالي لكافة أشكال الدعم المطلوبة لتلك الشركات للتوسع في تقديم خدمات التداول الإلكتروني بوجه عام والتداول عبر الهواتف الذكية على وجه الخصوص.

وقد سجلت تداولات الأسهم عبر الهواتف الذكية في سوق دبي المالي نمواً مضطرباً خلال السنوات الأخيرة، وتكتسب أهمية متزايدة بين جمهور المستثمرين في السوق، وذلك في ظل تعاون واسع النطاق بين سوق دبي المالي وشركات الوساطة بهدف توفير تلك الخدمة لعملائها من خلال تطبيقات سلسلة وفعالة.

وتتيح باقة خدمات سوق دبي المالي للهاتف الجوال عبر الموقع الإلكتروني للمستثمرين متابعة حركة التداول اليومية لكافة الشركات والمؤشر العام للسوق ومتابعة إفصاحات الشركات اليومية ومتابعة أخبار السوق الأخرى المتعلقة بالشركات. بالإضافة إلى ما سبق يقوم سوق دبي المالي ببرنامج التدريب الصيفي، وتأهيل الخريجين المواطنين للعمل في مجال علاقات المستثمرين. كما يتمتع سوق دبي المالي بعضوية هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية التي تقوم بصياغة المعايير على المستوى العالمي والرقابة على المؤسسات المالية الإسلامية.

## 6- أداء سوق دبي المالي

شهد سوق دبي المالي منذ تأسيسه نمواً ملحوظاً في عمليات الطرح والقيمة السوقية وحجم وقيمة التداول، وجاء في صدارة الأسواق الإقليمية الأفضل أداءً في العام 2012 وبلغ معدل نمو المؤشر العام 20%، في حين ارتفع إجمالي قيمة تداولات السوق بنسبة 52% ليصل إلى 7.48 مليار درهم\*. وفيما يخص أداء الأسهم فقد سجل مؤشر سوق دبي المالي نمواً قياسياً نسبته 107.7% خلال العام 2013 ليحتل المرتبة الثانية بين البورصات الأفضل أداءً على المستوى العالمي. وفيما يلي جدول يبين تطور أداء سوق دبي المالي خلال السنوات من 2011 إلى غاية 2014:

### جدول رقم (5-5): أداء سوق دبي للأوراق المالية خلال الفترة (2011-2014).

2014	2013	2012	2011	
105.614,06	43.529,01	13.245,55	8.693,29	القيمة المتداولة (مليون دولار)
158.898,20	12.718.036	40.462,90	25.018,05	الأسهم المتداولة (مليون)
87.863,73	70.713,08	50.050,85	49.548,92	القيمة السوقية (مليون دولار)
2.388.581	1.337.857	621.421	442.069	عدد المعاملات
249	249	252	250	عدد أيام التداول

<sup>743</sup> نفس المرجع السابق.

<sup>744</sup> سوق دبي المالي، التقرير السنوي 2013، ص: 11-12.

\* درهم هي الوحدة النقدية الرسمية المتعامل بها في دولة الإمارات العربية المتحدة.

**المصدر:** تم إعداد الجدول بالاعتماد على قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، موقع صندوق النقد العربي: [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae)، تاريخ الإطلاع: 2015/11/15.

من الجدول أعلاه نلاحظ ارتفاع نسبي للقيمة المتداولة لسنة 2012 مقارنة مع 2011 إذ بلغت 13245,55 مليون دولار، وفي 2013 ارتفعت أكثر إذ بلغت القيمة المتداولة 43529,01 مليون دولار، لتصل إلى 105614,06 مليون دولار سنة 2014، كما ارتفعت الأسهم المتداولة كذلك بنفس الوتيرة ارتفاع نسبي بين 2011 و2014 ثم قفزة كبيرة في 2013 و2014 حيث بلغت 158898,20 م, سهم في 2014.

أما فيما يخص القيمة السوقية فنلاحظ ارتفاع تدريجي في جميع السنوات حيث بلغت 87863,73 مليون دولار سنة 2014، أما عدد المعاملات فقد ارتفع نسبياً في 2012 مقارنة مع 2011 إذ بلغ 621421 معاملة بعدما كان 442069 معاملة في 2011، ثم قفز إلى 1.337.857 معاملة سنة 2013، ثم إلى 2.388.581 معاملة سنة 2014.

### المطلب الثاني: أدوات سوق دبي المالي وتقييم شروطها

يوفر سوق دبي المالي أدوات مالية إسلامية تتمثل في الأسهم والصكوك الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية، إلا أنه بجانب هذه الأدوات المالية الإسلامية لازال يسمح بإصدار وتداول سندات الدين الربوية، بالإضافة إلى صناديق الاستثمار التي لا يعلن عن كونها إسلامية أو غير إسلامية. ومن خلال هذا المطلب سيتم التعرف على شروط إصدار وتداول الأسهم والصكوك الإسلامية في سوق دبي المالي وتقييم مدى تطابقها مع الشروط المحددة في الجزء النظري من هذا البحث. ونظراً لكون الشروط الشرعية هي أساس بناء أدوات مالية إسلامية وكون أغلب الشروط المهنية والفنية تابعة لها، سيتم التركيز على الشروط الشرعية بشيء من التفصيل بينما الشروط المهنية والفنية سيتم إدراجها في الملاحق نظراً لكثرتها وتشعبها، ونقوم هنا بتقييمها دون عرضها بالتفصيل.

### 1- الأسهم المتوافقة مع الشريعة في سوق دبي المالي

تعتبر سنة 2007 السنة التي أعلن فيها سوق دبي المالي التحول للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وبحسب آخر مراجعة أجرتها لجنة المصارف الإسلامية الموحدة للتقييم الشرعي للأسهم في الإمارات، فإن قوائم الأسهم المتوافقة مع الشريعة تضم 33 شركة مدرجة في سوق دبي المالي. ولقد تم تصنيفها وفق المعيار الشرعي لإصدار وتملك وتداول الأسهم الذي صدر عن هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لسوق دبي المالي سنة 2008 ولقد تم تنقيحه سنة 2013\*. ونعرض فيما يلي أهم ما جاء به هذا المعيار من شروط:

**1-1- شروط إصدار وتداول الأسهم حسب معيار سوق دبي المالي:** حسب ما جاء به معيار سوق دبي لإصدار وتملك وتداول الأسهم يشترط لمشروعية تملك وتداول أسهم الشركات، سواء أكان بالاككتاب فيها، أو بشراء أسهمها للاستثمار أو للمتاجرة، كما يشترط لمشروعية تقبل الاككتاب فيها أو تمويل شرائها، أو إدارة صناديقها أو محافظتها، أو التوكل عن الغير فيما سبق، ما يلي<sup>745</sup>:

أ- **الشروط المتعلقة بنشاط الشركة المصدرة للأسهم وغرضها الأساسي:** يشترط لإصدار وتداول أسهم الشركة ما يلي:

- أن يكون نظام الشركة الأساس ينص على أن أغراضها ونشاطها الأساس مشروع، وأن وسائل وعقود وآليات ممارسة هذا النشاط مشروعة.

\* يعرض الملحق رقم (2-2) نسخة كاملة لمعيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الأسهم.

<sup>745</sup> هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، "معيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الأسهم"، [www.dfm.ae](http://www.dfm.ae)، تاريخ التحميل: 2015/06/11.

- أن لا يخلو نظام الشركة من النص على طبيعة غرضها ونشاطها الأساس، وكانت لها هيئة شرعية ذات قرارات نهائية وملزمة.

- أن لا يشتمل نظام الشركة على أهداف وأنشطة وآليات غير مشروعة، وتم التأكد من ثبوت تعطيل هذا النص، وعدم ممارسة الشركة لأية أنشطة محرمة في الواقع، وتأكد ذلك من قوائمها المالية. وتشمل الأغراض والأنشطة الأساسية غير المشروعة جميع المنتجات والمعاملات والعقود والخدمات المحرمة، سواء بالصنع والإنتاج أو التسويق أو الترويج، أو النقل، أو البيع والشراء للسلعة أو الخدمة، أو التوسط في ذلك. ومن الأغراض والأنشطة غير المشروعة التي لا يجوز إدخالها في غرض الشركة أو نشاطها الأساس، وذلك على سبيل المثال لا الحصر: الإقراض والاقتراض بفائدة، والتمويل التقليدي، والاستثمار التقليدي، والتأمين التقليدي، التعاملات الآجلة في الذهب والفضة والعملات، لحم الخنزير ومنتجاته، الهندسة الوراثية أو الجينية التي يتم فيها تغيير الفطرة أو تغيير الخلقة ما لم تكن التدخلات الجراحية للعلاج أو استعادة الوظيفة الأصلية للعضو المصاب أو المعاق، القمار، الصور والمواد الإباحية التي تنافي القيم والأخلاق والسلوك الإسلامي، التعامل بالعقود المتعارضة مع أحكام الشريعة، التعامل غير المشروع في الديون مثل خصم أدوات الدين وتحصيل الأجر على مجرد الضمان، التعامل مع الإنسان بما يمس كرامته وإنسانيته مثل الاتجار بالبشر وأعضائهم والدعارة، الأسلحة المصنعة أو الموزعة خلافا لقوانين البلاد، الفنادق والمنتجعات السياحية والمؤسسات المماثلة التي تقوم بتوفير أو التعامل مع المنتجات والخدمات المحرمة شرعا أو تسويقها أو التوسط في تقديمها.

- يشترط لإصدار وتداول أسهم الشركات المختلطة التي غرضها ونشاطها الأساس مشروعين ولكنها تتعامل بالربا أو تمارس في أعمالها أنشطة محرمة ما يلي:

○ أن لا يزيد متوسط جميع الإقراض الربوي للشركة نسبة ثلاثين في المائة من إجمالي موجودات الشركة خلال فترة مالية سابقة (ثلاثة أشهر)، مع التأكيد على حرمة الإقراض بفائدة مهما قل، ووجوب التخلص من الفائدة مهما قل.

○ أن لا يزيد متوسط جميع الاقتراض الربوي للشركة نسبة ثلاثين في المائة من إجمالي موجودات الشركة خلال فترة مالية سابقة، مع التأكيد على حرمة الاقتراض بفائدة أو دفع الفائدة مهما قلت.

○ إذا كانت الشركة تمتلك حصصاً في شركات أو صناديق أو محافظ أو مشروعات لها ذمم مالية مستقلة وتقوم بالإقراض أو الاقتراض الربوي، تحتسب متوسط نسب الإقراض والاقتراض لتلك الشركات والصناديق مرجحة بنسبة مساهمة الشركة الأصلية في كل من تلك الشركات، بحيث تجمع ديون الشركة الأصلية وحصصها في ديون هذه الشركات، وتقسم على مجموع موجودات هذه الشركة والصناديق وغيرها بالإضافة إلى حصصها في موجودات تلك الشركات، على أن لا يزيد ناتج القسمة عن 30%، وتتبع نفس الطريقة بالنسبة للإقراض بفائدة.

○ تحتسب متوسطات الإقراض والاقتراض الربوي مرجحة بمدد القروض، وذلك بضرب مبلغ كل قرض في مدته، وجمع نواتج الضرب لجميع مبالغ الاقتراض أو الإقراض خلال الفترة، ثم بقسمة حصيلة الجمع على مجموع أيام الفترة المالية.

○ إذا كان متوسط دخل الشركة التي يكون غرضها ونشاطها الأساس مشروعين، ولكنها تمارس في أعمالها أنشطة محرمة، غير الإقراض والاقتراض العرضيين بالفائدة، (إذا عرف دخلها المحرم من القوائم المالية أو غيرها) يزيد عن عشرة في المائة من مجمل الدخل خلال الفترة المالية السابقة، وجب التخلص من عائد ذلك النشاط مهما قل، مع التأكيد على حرمة الدخول في نشاط محرم مهما قل مقداره.

○ إذا كان لدى الشركة استثمار (مثل الاستثمار في الأوراق المالية) أو إيراد لم تفصح الشركة عن طبيعته أو مصدره، واكتفت في قوائمها المالية بذكره تحت بند استثمارات أخرى أو إيرادات أخرى، فإنه يطلب من الشركة الإفصاح عن ذلك، وإلا عرض الأمر على الهيئة الشرعية.

○ طريقة احتساب النسب المالية المذكورة في هذا المعيار: يرجع في تحديد النسب المذكورة إلى آخر ميزانية أو مركز مالي مدقق أو قوائم مالية مدققة وقت صدورها. ويعاد تحليل وضع الشركة كلما صدرت ميزانيات أو قوائم مالية جديدة مدققة، بشكل

ربع سنوي. أما القوائم المالية غير المدققة، فإنه لا اعتبار لها. وإذا لم تصدر قوائم مالية مدققة جديدة فإنه يستمر العمل بما تم التوصل إليه بناء على تحليل القوائم المالية المدققة السابقة حتى تصدر قوائم أخرى.

**ب- الشروط المتعلقة بإصدار الأسهم المتوافقة مع الشريعة<sup>746</sup>:** يتوجب لإصدار الأسهم الخاضعة لما تم اشتراطه أعلاه ما يلي:

- الإشهار عند تحديد مسؤولية الشركة برأسماله، ومسؤولية الشريك بقيمة أسهمه بحيث يكون معلوما للمتعاملين مع الشركة، فينتفي التغير بهم.

- أن تكون علاوة الاكتتاب التي تضاف إلى قيمة الأسهم عند إصدارها مقدرة تقديرا مناسباً.

- عند إصدار أسهم جديدة لزيادة رأسمال الشركة أن تصدر بالقيمة العادلة للأسهم القديمة، حسب تقويم الخبراء لموجودات الشركة، أي بعلاوة إصدار أو حسم إصدار، أو بالقيمة السوقية.

- أن يكون التقسيط شاملاً لجميع الأسهم في حال تقسيط قيمة السهم عند الاكتتاب بأداء قسط وتأجيل بقية الأقساط.

- تحديد مسؤولية الشركة برأسمالها، ومسؤولية الشريك بقيمة أسهمه، إذا تم إشهار ذلك بحيث يكون معلوما للمتعاملين مع الشركة، فينتفي التغير بهم.

- يجب في بيع الأسهم مراعاة ما يقضي به نظام الشركة مما لا يخالف أحكام الشريعة، مثل أولوية المساهمين في الشراء.

- يجب عند إغارة الأسهم لغرض رهنها أو لغرض منح أرباحها للمستعير أن لا يقوم المستعير ببيعها إلا عند تنفيذ الرهن.

- يتم بيع الأسهم بإصدار الإيجاب والقبول الناقل للملك، ووقوع القبض الحكمي، ولو لم تتم التسوية النهائية.

**ج- الشروط المتعلقة بتداول الأسهم في سوق دبي المالي:** يشترط لتداول الأسهم حسب معيار سوق دبي تحقق ما يلي:

- أن تتنوع موجودات الشركة المصدرة للأسهم بين الأعبان والمنافع والديون والنقود والحقوق المالية، إذا كان غرض الشركة ونشاطها الأساس مشروعين، وكانت طبيعة نشاط الشركة تقتضي ذلك التنوع، وكان متوسط موجوداتها من غير النقود والديون خلال الفترة المالية السابقة لا يقل عن عشرة في المائة من مجموع الموجودات من الأعبان والمنافع والديون والنقود والحقوق المالية. أما إذا كان نشاط الشركة قاصراً على التعامل في الديون وحدها أو النقود وحدها أو مجموعهما فقط، فيحرم تداول أسهمها.

- أن لا يتم تملك أو تداول أسهم الشركات الجديدة المسجلة في سوق دبي المالي قبل بدء نشاطها وتحويل ما لا يقل عن عشرة في المائة من رأسمالها إلى موجودات غير نقدية تضم أعياناً ومنافع وحقوقاً مالية.

- **استصحاب أصل مشروعية التملك أو التداول:** إذا أجازت الهيئة الشرعية تملك وتداول أسهم شركة معينة، فإنه يستمر العمل بهذا الجواز، ولو زادت الشركة رأسمالها بإصدار أسهم جديدة أو جزأت أسهمها القائمة، أو اندمجت في شركة أخرى، حتى تصدر الشركة قوائم مالية جديدة مدققة، يظهر منها اختلال الضوابط الشرعية، وذلك استصحاباً لأصل الحل.

- **عدم اختلال الضوابط الشرعية:** إذا اختلت الضوابط الشرعية لتملك وتداول أسهم الشركة، فإنه يجب على المتعامل في أسهمها بيعها فوراً، إذا لم تكن هناك خسارة بالبيع بأقل مما اشترت به. فإذا كان البيع يؤدي إلى مثل هذه الخسارة، فيجوز للمتعامل الانتظار مدة لا تتجاوز ثلاثين يوماً من تاريخ العلم باختلال الضوابط. وإذا تم البيع، فإنه لا يلزم المتعامل التخلص من عائد البيع (ربحه).

- إذا استوفت الشركة الضوابط الشرعية، ثم صدر قرار الهيئة، بناءً على القوائم المالية الجديدة للشركة، أن هذه الضوابط قد اختلت، فإنه يجب على الشركة التصحيح خلال فترة لا تزيد عن ثلاثة أشهر من تاريخ انتهاء الفترة التي صدر عنها قرار الهيئة. ويجوز تملك وتداول أسهم هذه الشركة خلال فترة التصحيح. فإذا لم تقم بالتصحيح اللازم، فإنه يجب على إدارة السوق الإعلان عن تغيير تصنيفها. وتمنح مهلة التصحيح مرة واحدة فقط في العام.

- يجب في بيع الأسهم مراعاة ما يقضي به نظام الشركة مما لا يخالف أحكام الشريعة، مثل أولوية المساهمين في الشراء.

- يتم بيع الأسهم بإصدار الإيجاب والقبول الناقل للملك، ووقوع القبض الحكمي، ولو لم تتم التسوية النهائية.

**1-2- شروط تداول أسهم الشركات غير المستوفية للضوابط الشرعية بقصد تحويلها، أو تصحيح مسارها شرعاً:** يمكن تملك أسهم الشركة التي لا تتوافر فيها جميع الضوابط الشرعية أو بعضها، إذا كان ذلك بقصد تحويلها إلى شركة تلتزم بالضوابط الشرعية المبينة في هذا المعيار، وذلك لمن كانت له القدرة على التحويل، من خلال شراء حصة مؤثرة تمكنه من الاستحواذ على الشركة وتحويلها بمفرده، أو بالتنسيق مع غيره، وذلك بناء على خطة مدروسة تحدد أسباب وعوامل القدرة، ويكون من شأنها أن تقود إلى التحويل خلال مدة معقولة لا تزيد عن عامين. ويصدر قرار من الهيئة بذلك، وتفصح عنه إدارة السوق للمتعاملين في أسهم هذه الشركات. ولذلك يجب ما يلي:

- التخلص من العائد المحرم خلال فترة التحويل، والذي يتضمن الفوائد والدخل من الأنشطة والعقود المحرمة.

- إذا لم يتم التحويل خلال الفترة التي حددتها الهيئة، وجب التخلص من الأسهم ببيعها.

**1-3- تقييم شروط إصدار وتداول الأسهم حسب معيار سوق دبي المالي:** من خلال عرضنا لشروط إصدار وتداول الأسهم حسب معيار سوق دبي المذكورة أعلاه، تبين لنا أن أغلبها متطابق مع الشروط التي تم تحديدها في الجزء النظري من البحث، باستثناء ما يلي:

● مخالفة شرط عدم ممارسة الشركة المصدرة للأسهم أي نوع من أنواع التعامل المحرم كالأقراض والاقتراض الربوي مهما كانت نسبته ضئيلة أو المشاركة في أية أنشطة محرمة مهما قلت نسبة الدخل الناتج عنها. بينما نجد معيار سوق دبي يضع نسب معينة لقبول إصدار وتداول أسهم مثل هذه الشركات كما هو محدد أعلاه.

● مخالفة في شرط تعليق تداول أسهم الشركات التي اختلت ضوابطها الشرعية وتحميل المتعامل مسؤولية بيعها. وهذا من شأنه أن يوقع المتعامل في الحرام دون أن يدري باختلال هذه الضوابط إذا لم يكن من المتابعين لأحوال الشركة التي اختلت ضوابطها الشرعية، والذي نراه هنا هو أن تقوم إدارة سوق دبي المالي بتعليق تداول أسهم هذه الشركة بمجرد العلم باختلال الضوابط الشرعية الواجب الالتزام فهي أول من يعلم بذلك ولها سلطة اتخاذ قرار التعليق، فتمنع بذلك وقوع المتعاملين في تداول أسهم محرمة من جهة وتكون قد وجهت عقاب ردعي للشركة المخالفة من جهة أخرى. بالإضافة إلى ذلك يجب على إدارة السوق أن تعلم جميع المتعاملين بأسباب تعليق التداول مما سيجعل الشركة المخالفة تحرص على عدم اختلال ضوابطها الشرعية مستقبلاً.

## 2- الصكوك الإسلامية في سوق دبي المالي

يوفر سوق دبي المالي منصة موحدة لإدراج وتداول مجموعة من الصكوك، بما في ذلك الصكوك المدرجة من قبل مصدري الأسهم والهيئات الحكومية والشركات المرتبطة بالحكومة. يعرف سوق دبي المالي الصكوك على أنها "عبارة عن سندات متوافقة مع قواعد الشريعة الإسلامية، وهي تختلف عن السندات التقليدية بعدم خضوعها لمعدل فائدة مضمونة ومحددة سلفاً. وتعتمد الصكوك على مبدأ الاستثمار المشترك حيث يقوم مصدر الصكوك بجمع الأموال من أصحابها ومن ثم استثمارها بموجب عقود تمويل أو استثمار مناسبة. ولا يتم تقديم المال لمصدري الصكوك وقت الشراء مقابل الحصول على مبلغ مالي في وقت لاحق، وإنما يتم تقديمه ليوظف في أصول معينة أو للإنفاق بمنافع معينة وللحصول على حقوق مالية".<sup>747</sup>

ولقد بلغ عدد الصكوك في سوق دبي المالي 31 صك أواخر سنة 2015، حيث بلغت قيمتها 135 مليار درهم أي ما يعادل 36.71 مليار دولار، وتحتل بذلك دبي المرتبة الأولى عالمياً في إدراج الصكوك متفوقة على مراكز لندن وماليزيا وإيرلندا. وبعدها طرح سوق دبي المالي خلال العام 2013 مسودة معيار خاص بإصدار وتملك وتداول الصكوك الذي أعدته هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لسوق دبي المالي بعد دراسة مستفيضة لمعايير الصكوك المتاحة، والفتاوى الصادرة بشأنها من جهات الفتوى

المختصة، دعى السوق الخبراء والناشطين في مجال الخدمات المالية الإسلامية لتقديم مقترحاتهم، والتي كان أبرزها دراسة إمكانية إصدار معيار مستقل خاص بحوكمة الصكوك للارتقاء بمستوى جودة الإصدارات، أو إضافة ما يحقق ذلك إلى المعيار الحالي، والتأكيد على استقلالية الشركات ذات الغرض الخاص التي تنوب عن حملة الصكوك لتلافي تضارب المصالح مع الجهة المصدرة، والتحديد الدقيق والتفصيلي لبعض نقاط المعيار كالجوائز المرتبطة بصكوك الاستثمار، والإفصاح في نشرة إصدار الصكوك عن المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر.<sup>748</sup> وعندما تم تنقيح هذا المعيار والأخذ برأي الخبراء أصدر سوق دبي المالي سنة 2014 المعيار النهائي لإصدار وتملك وتداول الصكوك.\*

ولقد تضمن المعيار تعاريف عامة حول الصكوك، وتلتها المبادئ العامة والضوابط الشرعية لإصدارها، ثم تناول المعيار أحكام الصكوك لأغلب أنواعها (صكوك الإجارة، صكوك ملكية الأعيان المؤجرة أو القابلة للتأجير، صكوك المنافع، صكوك ملكية منافع الأعيان المعينة، صكوك إجارة الخدمات، صكوك المشاركات، صكوك المضاربة، صكوك المشاركة في الربح، وصكوك التمويل)، بالإضافة إلى تناوله للأحكام المتعلقة بضمان الصكوك كالوعد بالبراءة، وضمان ربها معيناً وغيرها. وفيما يلي أهم الشروط التي جاء بها هذا المعيار: 749

**2-1- شروط إصدار الصكوك حسب معيار سوق دبي المالي لإصدار وتداول الصكوك:** ويمكن تصنيف أهم شروط إصدار الصكوك الإسلامية في سوق دبي المالي كالتالي:

**2-1-1- الشروط العامة لإصدار الصكوك:** وتمثل فيما يلي:

- عقد الصكوك: يجب أن تصدر الصكوك على أساس عقد شرعي تتوافر فيه: أركان وشروط هذا العقد، وأن تترتب عليه أحكامه وآثاره الشرعية، وأن يقصد به في التطبيق العملي ما قصده الشارع من شرعه، كما يجب أن ألا يشترط فيه ما ينافي مقتضاه أو يناقض قصد الشارع من شرعه.
- النشاط: لا يجوز إصدار الصكوك أو تداولها إذا كانت حصيلة إصدارها تستخدم في نشاط محرم أو كان بعض موجوداتها محرماً.
- يجب ألا يؤول إصدار الصكوك أو تداولها أو استردادها إلى تبادل نقد عاجل بنقد أجل أكثر منه مقابل الأجل، ويترتب على ذلك:
- لا يجوز أن يكون نقل الملكية في صكوك الأعيان ومنافع الأعيان من بائعي الأعيان والمنافع سوريا، فلا ينتقل الملك إلى حملة الصكوك واقعا وقانونا.
- لا يجوز أن تكون الأصول المباعة في صكوك الأعيان المؤجرة أو القابلة للتأجير (أو غيرها من الصكوك المشتملة على الأعيان) غير قابلة للبيع من الناحية القانونية أصلاً أو المحاسبية بأن بقيت في ملك البائع من الناحية القانونية أو المحاسبية، وأدرجت في ميزانيته ولم تظهر خارج الميزانية.
- لا يجوز أن تنص مستندات صكوك الاستثمار على أن يكون منشئ الصكوك (المضارب أو الشريك المدير أو وكيل الاستثمار) مديناً بحصيلة إصدارها أو بقيمة موجوداتها، وليس أميناً عليها.
- لا يجوز أن ينص في نشرة إصدار الصكوك أو عقودها على أنه ليس لحملة الصكوك حق الرجوع، ولو مجتمعين على موجودات الصكوك أو التصرف فيها تصرف الملاك شرعاً وقانوناً، بل يجب النص على أن هذا الحق ثابت لهم.

<sup>748</sup> سوق دبي المالي، التقرير السنوي 2013، ص: 11.

\* تم إدراج النص الكامل للمعيار في الملحق رقم (2-4).

<sup>749</sup> هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، "معيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك"، مرجع سابق، ص: 10، [www.dfm.ae](http://www.dfm.ae)، تاريخ التحميل:

- يجب أن يكون العائد على الصكوك ناتجاً عن استثمار موجوداتها، وليس ديناً في ذمة منشئ الصكوك ولا التزاماً عليه.
- يجب أن تستخدم حصيلة إصدار الصكوك حسب الغرض الذي صدرت من أجله وفق الضوابط الشرعية طوال مدة الاستثمار.
- يمكن للصكوك أن تكون إسمية، بمعنى أنها تحمل اسم حامل الصك، ويتم انتقال ملكيتها بالقيود في سجل معين، أو بكتابة اسم حاملها الجديد عليها، كلما تغيرت ملكيتها، كما يمكن أن تكون صكوكاً لحاملها، بحيث تنتقل الملكية فيها بالتسليم.
- يشترط في المشروع الذي تصدر الصكوك لتمويل إنشائه أو تطويره ما يأتي:
  - أن يكون هدف المشروع ونشاطه مشروعاً وفقاً للضوابط الشرعية.
  - أن يدار مالياً باعتباره وحدة مستقلة، بحيث يتضح في نهاية الفترة الاستثمارية مركزه المالي ونتائج أعماله.
  - أن يكون مستقلاً في حساباته عن المشروعات الأخرى التي تدخل في الذمة المالية لمنشئ الصكوك المستفيد من حصيلة إصدارها.
  - أن يكون من شأنه أن يدر عائداً وفقاً لدراسة جدوى اقتصادية تعد عنه.
  - أن تعد القوائم المالية للمشروع وفقاً للمعايير المحاسبية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بالبحرين (أيوبي).
  - أن يتولى مراقبة حسابات المشروع مراقب أو أكثر يتمتع بكفاءة وخبرة تعينه الشركة ذات الغرض الخاص.
  - أن تتولى لجنة الصكوك الشرعية التدقيق الشرعي على المشروع للتأكد من التزامه بأحكام الشريعة الإسلامية من حيث نشاطه وتوزيع أرباحه أو تحمل خسائره.
- أن يكون منشئ الصكوك مسؤول عن صحة البيانات والمعلومات والمستندات والإقرارات التي تتضمنها نشرة إصدار الصكوك، ودقتها وشموليتها، حماية لحملة الصكوك. ويعد تعمد إخفاء شيء من ذلك أو عدم صحته تقصير يوجب الضمان.
- لا يجوز النص في صكوك الاستثمار على تحمل المضارب أو الشريك أو الوكيل للضرائب المفروضة على عوائد الصكوك أو فروق صرف العملات.
- يجب الالتزام في الصكوك بالمعايير الشرعية والمحاسبية (أيوبي) فيما لم يتضمنه هذا المعيار من مبادئ وأحكام عامة.
- 2-1-2- الشروط المتعلقة بمدير الإصدار:** يجب أن يتحمل حملة الصكوك الغرم ويحصلون على الغنم الناتج عن الموجودات التي استثمرت فيها حصيلة إصدار صكوكهم. وعليه يجب أن لا يضمن لا مصدر الصكوك أو مدير الصكوك أو المستخدم لحصيلة إصدار الصكوك بعقد من عقود الاستثمار الشرعية كالمضاربة والمشاركة والوكالة بالاستثمار لحملة الصكوك القيمة الاسمية لهذه الصكوك ولا عائداً محددًا وإلا كان الإصدار والعقد الذي بني عليه باطلاً. ويعد مدير الصكوك ضامناً لهذه القيمة إذا ادعى الهلاك أو التلف أو نقص القيمة أو الخسارة حتى يثبت أن ذلك كان بسبب لا يد له فيه ولا قدرة له على توقعه أو دفعه أو تلافي آثاره.
- يجب على مدير الصكوك أن لا يعد بشاء موجوداتها بالقيمة الإسمية، ويمكنه ذلك بغيرها، ولا يلزمه هذا الوعد بالبراء في حالات الهلاك الكلي أو التلف الجزئي.
- يجب أن يلتزم مدير صكوك الاستثمار بتنضيف موجودات الصكوك في نهاية مدة الصكوك حسب السوق، تنضيفاً فعلياً أو حكماً، وردّ رأس المال والربح المتحقق ما لم يثبت أن هذه الموجودات قد هلكت أو نقصت قيمتها بسبب لا يد له فيه.
- يجب أن لا يكون منشئ الصكوك (المستخدم لحصيلة إصدارها) مالئاً للشركة ذات الغرض الخاص ولا مديراً لها إذا ترتب على ذلك مخطور شرعي كالبيع للنفس، والاستتجار منها أو تضارب المصالح، مثل أن يبيع منشئ صكوك الإجارة هذه الشركة الأصول القابلة للتأجير أو منافعتها ثم يعيد استتجارها منها على أن لا يتم إعادة تملكها له قبل مضي مدة تحصل فيها حوالة الأسواق (تغير الأسعار).
- عدم توزيع مدير الصكوك (المضارب والشريك ووكيل الاستثمار) جوائز على حملة الصكوك بطريق القرعة من الأرباح المستحقة لهم، لأنهم شركاء في هذه الأرباح فلا يجوز أن يحتص بها بعضهم. ويمكن له توزيع هذه الجوائز من ماله الخاص على سبيل التبرع إذا

لم يظهر أنَّ القصد الأساسي من إصدار الصكوك هو توزيع هذه الجوائز من أرباح حملة الصكوك.

- عدم تعهد مدير الصكوك (مضاربا أو شريكا أو وكيلًا) بإقراض حملة صكوك الاستثمار في حالة نقص عائدات موجودات الصكوك عن العائد المتوقع توزيعه لأنه من باب اجتماع المعاوضة والسلف، ولكن يمكن له أن يحصل على سد العجز بصيغة تمويل شرعية أو تبرعا بقرض حسن مع استرداده من أرباح الموجودات أو من ثمنها عند بيعها.
- يجب أن لا يضمن مدير صكوك الاستثمار لحملة الصكوك ربحاً محددًا سواء كان هذا التحديد بمبلغ معين أو بنسبة أو بمؤشر معين من رأس المال، ولو كان هذا الضمان بالشرط، لأن هذا شرط يقطع الشركة في الربح.

### 2-1-2- الشروط المتعلقة بالشركة ذات الغرض الخاص: وتتمثل فيما يلي:

- ويجب على كل شركة نشأت لأغراض إصدار الصكوك (الشركة ذات الغرض الخاص) أن تمسك حسابات منتظمة عن عملياتها، وأن تعد ميزانية سنوية مدققة، ويتولى تدقيق حساباتها محاسب قانوني أو أكثر.

- يجب أن تلتزم الشركة ذات الغرض الخاص بإرسال نسخة من بيانها المالية، سواء المتعلقة بالقوائم المالية الدورية، أو الميزانية السنوية، أو الأحداث الجوهرية التي تلتزم بالإفصاح عنها للمالكى الصكوك والجهة المنشئة للصكوك، ولجنة الصكوك الشرعية.
- 2-1-3- الشروط المتعلقة بالرقابة الشرعية: يجب أن يكون لكل إصدار لجنة شرعية تتكون من عضوين على الأقل يحملون شهادة الدكتوراة في الشريعة، ويجوز أن يكون أحدهم ممن يحمل شهادة الدكتوراة في الاقتصاد أو المال يختارهم المنشئ للصكوك، ويجوز له اختيار هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لسوق دبي المالي لتولي مهام هذه اللجنة. وتختص اللجنة الشرعية للصكوك بما يأتي:

- إبداء الرأي الشرعي في شأن الصكوك المزمع إصدارها واعتمادها وعودها ونشرها اكتتابها.
- التحقق من أن إصدار وتداول واسترداد الصكوك قد تم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.
- التحقق من أن استخدام حصيلة الصكوك فيما صدرت من أجله وتوزيع عوائدها منذ إصدارها وحتى استردادها قد تم وفق أحكام الشريعة الإسلامية.
- الرقابة والتدقيق على الجهات ذات الصلة بإصدار الصكوك بما فيها الشركة ذات الغرض الخاص وعلى الأنشطة والمشاريع والصفقات التي تمولها حصيلة إصدار الصكوك للتأكد من التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية، وتقديم تقرير دورى إلى جمعية مالكي الصكوك إن وجدت.

- للجنة الصكوك الشرعية تكليف مدقق شرعى أو أكثر لأداء الدور الرقابي ورفع تقريره لها.
- على لجنة الصكوك الشرعية إخطار هيئة الأوراق المالية في الدولة بما يتضح لها لدى أداء دورها الرقابي من مخالفات لأحكام الشريعة الإسلامية.

- 2-1-4- الشروط المتعلقة بنشرة الإصدار: يجب أن تعد نشرة الإصدار بالتنسيق مع اللجنة الشرعية والجهات ذات العلاقة ويجب أن تتضمن ما يأتي:

- اسم منشئ الصكوك ومصدرها والبيانات المتعلقة بهما وحقوقهما والتزاماتهما، ووجه استخدام حصيلة الاكتتاب في الصكوك،
- دراسة جدوى المشروع أو النشاط الذى يمول بحصيلة الصكوك طبقاً للأسس الفنية المقررة، تتضمن:
  - وصفاً كافياً للمشروع، أو النشاط.
  - تحديد تكاليف إنشاء المشروع أو النشاط أو تطويره وإدارته ومكوناته ومراحل تنفيذه حسب ما يتم الاكتتاب فيه، ومخاطره المحتملة، وطرق التحوط من هذه المخاطر، والضمانات وفقاً للضوابط الشرعية، وأرباحه المتوقعة،
- ويجب أن تكون هذه الدراسة معتمدة من مستشار مالى مستقل معتمد لدى هيئة الأوراق المالية في الدولة، ويضمن منشئ الصكوك صحة البيانات والمعلومات المتضمنة في نشرة الإصدار .

- تحديد العقد الخاص بالإصدار من عقود فقه المعاملات الشرعية، وبيان شروط وأحكام كل منها والآثار المترتبة عليها.
  - النص في نشرة إصدار الصكوك وعقودها الناقلة للملك على أن هذا الملك قد انتقل شرعاً وقانوناً إلى حملة الصكوك أو من يمثلهم.
  - فتوى شرعية مفصلة صادرة عن لجنة الصكوك الشرعية باعتماد هيكله الصكوك ومستنداتها، وتكون هذه الفتوى جزءاً من المستندات القانونية للصكوك، بحيث تفسر جميع المستندات في ضوءها وتكون مرجعاً في فهمها، والنص على الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية في جميع الإجراءات اللاحقة، طبقاً لما تقرره لجنة الصكوك الشرعية.
  - يجب أن تتضمن نشرة إصدار الصكوك ومستنداتها بيان للجنة الصكوك الشرعية التي اعتمدت للإصدار والرقابة والتدقيق على المشروع أو النشاط الذي استثمرت فيه حصيلتها، على أن تقدم تقارير دورية ربع سنوية لحملة الصكوك، تنشر في السوق. ويكون للجنة الصكوك الشرعية حق دعوتهم أو دعوة من يمثلهم لاتخاذ القرار اللازم في حالة ثبوت مخالفات لأحكام الشريعة ورفض أو تقاعس مدير المشروع أو النشاط أو المنشئ للصكوك عن مراعاة ملاحظات لجنة الصكوك الشرعية وإصلاح المخالفات.
  - النص على مشاركة مالك الصك في الربح والخسارة، بحسب نوع وطبيعة الصك (وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية)، وذلك بنسبة ما يملكه من صكوك .
  - القيمة الإسمية للصك، وقيمة الاكتتاب، ومدته .
  - في حالة إصدار الصكوك مقابل موجودات قائمة يجب تقديم تقرير من أحد المستشارين الماليين المقيدين بسجلات هيئة الأوراق المالية في الدولة بالقيمة العادلة لموجودات الصكوك.
  - شهادة بالتصنيف الائتماني للإصدار من إحدى وكالات التصنيف المعتمدة لدى هيئة الأوراق المالية في الدولة، بحيث لا يقل عن الحد المطلوب للوفاء بالالتزامات الواردة في نشرة الإصدار العام، وذلك في الحالات التي يتطلب فيها طبيعة الصك ذلك .
  - بيان بالإتفاقيات الموقعة بين منشئ الصكوك والمشاركين في الإصدار .
  - طريقة توزيع الأرباح المتوقعة وتحمل الخسائر للمشروع أو النشاط .
  - مواعيد الطرح للاكتتاب وإقفاله والقواعد الحاكمة لعدم اكتمال التغطية للنسبة المحددة في نشرة الإصدار وبما لا يتعارض مع تعليمات هيئة الأوراق المالية في الدولة.
  - أسلوب تخصيص الصكوك المصدرة بين المكتتبين في حالة زيادة قيمة الاكتتاب عن قيمة الإصدار.
  - القواعد الشرعية الحاكمة لتداول واسترداد الصكوك محل الإصدار، بحسب طبيعة ونوعية كل صك، وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية وعقد الإصدار .
  - الأسباب التي تستوجب الاستحقاق المبكر للصكوك ومعالجة التعثر في حالة وقوعه، وكيفية تسوية حقوق مالكي الصكوك.
  - اسم الشركة ذات الغرض الخاص إذا كانت هي المصدرة للصكوك، وتحديد وظائفها وسلطاتها وعلاقتها بالمشاركين في الإصدار أية بيانات أخرى تطلبها هيئة الأوراق المالية في الدولة، أو لجنة الصكوك الشرعية.
  - لا يجوز تضمين نشرة الإصدار أى نص يخالف مقتضى عقد الإصدار والأحكام التي يربتها الشرع عليه.
- 2-2- شروط تداول الصكوك:** إن شروط تداول الصكوك الإسلامية في سوق دبي المالي تختلف باختلاف نوعية الصك (صك إجارة، صك منفعة، صك مضاربة...)، ولقد تم تفصيل ذلك في معيار إصدار وتملك وتداول الصكوك لسوق دبي المالي الذي قمنا بإدراجه في الملاحق، وبعد الاطلاع على هذا المعيار تبين أنه تم وضع أغلب الشروط الضرورية لشرعية تداول الصكوك الإسلامية في

سوق دبي المالي. ويمكن ذكر بعض الشروط العامة فيما يلي:

- أن تكون الصكوك الإسلامية مجازة من قبل الهيئة الشرعية الخاصة بالجهة المصدرة إذا كانت الجهة المصدرة إحدى المؤسسات المالية أو المصارف الإسلامية المعترف بها من قبل الهيئة.
- وإذا لم يكن لدى الجهة المصدرة هيئة شرعية خاصة بها وجب إجازة هذه الصكوك الإسلامية من قبل هيئة شرعية معتمدة من قبل هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لسوق دبي المالي على أن لا تتعارض مع أحكام عقد التأسيس والنظام الأساسي والمستندات التأسيسية الخاصة بالجهة المصدرة.
- ما لم يقرر المجلس خلاف ذلك، يجب ألا تقل القيمة الإجمالية لجميع الصكوك الإسلامية المراد إدراجها عن (50) خمسين مليون درهم أو ما يعادلها بعملة أجنبية مقبولة لدى الهيئة وقابلة للتحويل إلى عملة الدولة.
- ما لم يقرر المجلس خلاف ذلك، تلتزم الجهة المصدرة بأن تكون قد حصلت على تصنيف ائتماني لصكوكها الإسلامية من قبل جهة تصنيف معتمدة من قبل الهيئة وذلك قبل التقدم بطلب للحصول على موافقة الهيئة على إدراج تلك الصكوك، ويستثنى من ذلك الصكوك الإسلامية التي تصدرها أو تضمن إصدارها الحكومة.
- إذا كانت الصكوك الإسلامية المراد إدراجها لدى السوق صكوك مضمونة بموجودات وجب على هيئة مالكي الصكوك الإسلامية للإصدار المعني تعيين أو المصادقة على تعيين ممثل مستقل لتمثيل مصالح مالكي الصكوك الإسلامية تلك، ويتمتع هذا الممثل بالحق في مراجعة أية معلومات أو بيانات خاصة بالموجودات.
- تلتزم الجهة المصدرة بتعيين مصرف مرخص له بالعمل في الدولة كوكيل سداد لها في الدولة ويجوز لوكيل السداد أن يقوم بمهمة تمثيل مالكي الصكوك الإسلامية.

**2-3- تقييم الشروط المتعلقة بالصكوك الإسلامية في سوق دبي المالي:** إن الشروط المتعلقة بالصكوك الإسلامية\* في سوق دبي المالي تتطابق في مجملها مع الشروط الشرعية والمهنية والفنية المحددة في البحث. إلا أننا لا نوافق على اعتبار سوق دبي المالي الصكوك الإسلامية من أدوات الافتراض وليس من أدوات الملكية، فهو يطلق عليها اسم "السندات الإسلامية"، ويعتبرها مثل السندات التقليدية إلا أنها لا تتضمن دفع فائدة -حسب تعريفه المدرج سابقاً-، في حين أن هناك اختلافات جوهرية بين السندات التقليدية والصكوك الإسلامية وليس الاختلاف الوحيد هو دفع الفائدة فقط، ولقد أجمع خبراء المالية الإسلامية على جعل الصكوك الإسلامية من أدوات الملكية وليس من أدوات الدين. كما أن اعتبار الصكوك الإسلامية من أدوات الدين قد يوهم المستثمر بأنه لا يملك الأصول التي تم تصكيكها وبالتالي قد لا يطالب ببعض حقوقه إذا دعي الأمر لذلك.

### 3- السندات

رغم أن سوق دبي المالي يسعى إلى التحول إلى بورصة أوراق مالية إسلامية منذ سنة 2007 إلا أنه لا زال يسمح بإصدار وتداول سندات ربوية، فلقد تم إصدار سندات حكومة دبي سنة 2008، 2010، 2011، و2013، بالإضافة إلى إصدار سندات تجارية لشركة "المشاركة العقارية الاستثمارية" سنة 2011.

إن أغلب السندات المصدرة والمتداولة في سوق دبي المالي هي سندات حكومية، حيث تم إصدار خلال فترة 2004 إلى أواخر 2015 تسعة سندات حكومية (تم استحقاق خمسة منها)، وثلاث سندات تجارية فقط (تم استحقاق اثنان منها). بالإضافة إلى ثلاثة عشر من السندات المصدرة في ناسداك دبي (أربعة منها حكومية) والتي يسمح بتداولها في سوق دبي المالي.

\* يمكن الإطلاع على الشروط المهنية والفنية من خلال النظام الداخلي لإدراج الصكوك الإسلامية وتحميله من خلال الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية.

#### 4- صناديق الاستثمار

يعرف سوق دبي المالي صندوق الاستثمار على أنه "عقد بين مدير الصندوق والمشاركين فيه، يدفع فيه المشتركون مبالغ نقدية معينة مقابل حصولهم على وحدات أو أجزاء ملكية مشاعة في أصول هذا الصندوق تحدد نصيب كل مشترك بعدد الوحدات المملوكة. ويقوم مدير الصندوق بإدارة هذه الأموال باستثمارها في الأسواق والأدوات المحددة حسب نظام الصندوق المتفق عليه مع المشاركين مقابل رسوم إدارية. وتحسب أرباح أو خسائر المشاركين بناء على التغير في قيمة الوحدات التي بحوزتهم.

تداول في سوق دبي المالي إحد عشر (11) صندوق استثمار حتى أواخر سنة 2015، وعند إطلاعنا على هذه الصناديق تبين أنها ليست جميعها متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، فمنها صناديق تتضمن أوراق مالية لبنوك ربوية.

كما تبين لنا أن سوق دبي المالي لا يلتزم بأن تكون جميع صناديق الاستثمار إسلامية، ولا يضع شروطاً شرعية يجب أن تتوفر في صناديق الاستثمار لتكون متوافقة مع الشريعة، ولكنه يسمح للصندوق الذي يرغب في الالتزام بتطبيق أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية في جميع أنشطته وأعماله بالعمل في السوق من خلال النظام الخاص بصناديق الاستثمار (قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (37) لسنة 2012م)، في حين يضع شروطاً مهنية وفنية فقط يتضمنها النظام الخاص بصناديق الاستثمار (قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (37) لسنة 2012م). ويضع شروطاً إضافية فقط لمن اختار هذا التوجه منها:

– إذا كان صندوق الاستثمار صندوق استثمار إسلامي فإنه يتعين على مجلس إدارة الصندوق وضع الأنظمة والضوابط المناسبة ومتابعة تنفيذها للتأكد مما يلي :

- امتثال الصندوق للقرارات والفتاوى والتوجيهات الشرعية الصادرة عن اللجنة الشرعية للصندوق.
- عدم القيام بأي نشاط أو الدخول في أي استثمار أو عمل من أعمال الصندوق قبل اعتماده من اللجنة الشرعية للصندوق .
- إتاحة كافة البيانات والمعلومات بصفة دورية وعند الطلب لتمكين اللجنة الشرعية من القيام بمهامها في المراجعة والتدقيق الشرعي الكافية أعمال الصندوق للتأكد من توافقها مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.
- توافر مقومات الاستقلالية للجنة الشرعية للصندوق، من خلال لائحة داخلية تضمن لها ذلك وتنظم أداءها لأعمالها واجتماعاتها.

– تقديم أسماء أعضاء اللجنة الشرعية للصندوق وكافة الأحكام المتعلقة بهم في حال كان الصندوق صندوق استثمار إسلامي وذلك وفقاً للضوابط التي تصدرها الهيئة بأحكام اللجان الشرعية.

- اعتماد اللجنة الشرعية للسياسة الاستثمارية لصندوق الاستثمار الإسلامي.
- الاحتفاظ بالدفاتر والسجلات اللازمة لمزاولة مهامها، وإعداد التقارير المالية الدورية لها وللصندوق وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية أو وفقاً لمعايير المحاسبة هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بالنسبة لصناديق الاستثمار الإسلامية، وموافاة الهيئة بنسخة معتمدة من قبل مدققي الحسابات عن تلك التقارير.

#### 5- العقود في سوق دبي المالي

إن معيار سوق دبي لتملك وإصدار وتداول الأسهم ينص على أنه يحرم استخدام العقود غير الشرعية، وهي العقود التي لم تستوف أركانها وشروطها الشرعية، أو التي ورد النهي عنها، ويدخل في هذه العقود ما يلي:<sup>750</sup>

<sup>750</sup> هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، معيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الأسهم"، مرجع سابق، ص: 9

- بيع العينة، وهو بيع السلعة، بعد شرائها نقداً، إلى بائعها الأول بثمن مؤجل أكبر منه أو بالعكس، فإن بيعت لغيره كانت تورقا.
- التعامل بالمشتقات غير المتوافقة مع الشريعة: وهي أدوات مالية مبنية على عقود لم تستوف ضوابطها الشرعية، يتم بموجبها تثبيت سعر سلعة ما في الوقت الحاضر على أن يتم شراؤها وتسليمها بهذا السعر الثابت في المستقبل، و تشمل:
- التعامل بالمستقبليات، وهي البيع مع تحديد الثمن، وتأجيل تسليم كل من الثمن والبضاعة إلى أجل معلوم.
- التعامل بالاختيارات، وهي عقود بيع يكون المبيع فيها هو خيار البيع أو خيار الشراء في وقت محدد سلفاً. أي أن البائع (مصدر الخيار) يقدم للمشتري (المكتتب بالخيار) الحق، وليس الالتزام، في بيع أو شراء عملة أو بضاعة أو أداة مالية، بسعر محدد سلفاً في تاريخ مستقبلي محدد أو في أي وقت خلال الفترة الزمنية المنتهية في ذلك التاريخ. والثمن المنجز في هذا العقد هو ثمن الخيار وليس ثمن العملة أو البضاعة أو الأداة المالية. وتنقسم الاختيارات إلى اختيارات حقوق الشراء واختيارات حقوق البيع.
- التعامل بالأدوات المالية المبنية على المؤشرات، والتي يتعهد مُصدرها بدفع معدل العائد عليها وفقاً لمؤشر (أو رقم قياسي) لمجموعة معينة من الأدوات المالية. ولا يرتبط العائد المدفوع على الأداة باستخدام حصيلتها في استثمار معين، وإنما بمعدل العائد المعلن على المؤشر.
- التعامل بالمبادلات المؤقتة التي تمثل التزامات لتبادل مجموعة من التدفقات النقدية بأخرى.
- يحرم البيع التأجيري الذي تنتقل فيه العين لملك المستأجر في نهاية الإيجار تلقائياً، وتتداخل فيه أحكام البيع مع أحكام الإجارة.
- يحرم البيع القصير.
- لا يجوز إصدار أسهم الامتياز ولا إصدار أسهم التمتع ولا التعامل فيها.
- يحرم تمويل شراء الأسهم بالقروض الربوية.
- يحرم الشراء على الهامش المتضمن قرضاً بفائدة، صراحة أو ضمناً، بأن يتقاضى الوسيط عمولة أعلى من العمولة على التداول النقدي، ولو كانت العمولة في الحدود التي تقرها هيئة السوق المالية. و لا يمنع الشراء إذا تم بتمويل مشروع. عن طريق المراجعة أو المساومة، مع تعجيل الثمن أو تأجيله أو تقسيطه.
- يحرم تأجير الأسهم وإقراضها.
- يحرم بيع الأسهم سلماً.
- يحرم رهن الأسهم ضمناً لقرض ربوي.
- يحرم القيام بأية نشاطات تحوط مبنية على عملية الشراء بالهامش أو البيع القصير، أو غيرها من العمليات المحرمة.

● **تقييم عقود سوق دبي المالي:** رغم أن معيار سوق دبي المالي يحرم التداول من خلال العقود المذكورة أعلاه، إلا أنه يسمح بما يلي:

- التعامل بالهامش، بل وإنه يشجع على ذلك، حيث نص تقريره السنوي لسنة 2014 على أنه قام بمنح الاعتماد لثمان شركات وساطة إضافية لممارسة نشاط التداول بالهامش ليصل عددها إلى 24 شركة وساطة.<sup>751</sup> وعوضاً أن يسعى السوق إلى تقليص التعامل بهذا النوع من العقود التي أجمع الفقهاء على تحريمها، زاد التعامل بها، إذ كانت قيمة التداولات التي تتم من خلال سنة 2013 تبلغ 18.3 مليار دولار أو ما نسبته 5.7% من قيمة الأسهم المتداولة، وتضاعفت سنة 2014 بشكل كبير لتبلغ 153.4 مليار درهم تمثل ما نسبته 20.6% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة بالسوق.<sup>752</sup>

<sup>751</sup> نفس المرجع السابق، ص: 8.

<sup>752</sup> التقرير السنوي لسوق دبي المالي، 2014، ص: 13.

- البيع على المكشوف، حيث ينص تقريره السنوي لسنة 2014 على أنه "في إطار تحديث بنية السوق ومواكبة أفضل الممارسات العالمية قام السوق بإصدار وتنفيذ عدد من الإجراءات منها، إصدار الإجراءات المتعلقة بتسوية البيع على المكشوف لصناع السوق"، كما تبين من البيانات المالية لشركة سوق دبي المالي أنها تحتفظ بودائع استثمارية بقيمة 136.73 مليون درهم مرهونة كضمان مقابل تسهيلات سحب مصرفي على المكشوف.<sup>753</sup>

وعليه فإننا نرى أنه في إطار توجه سوق دبي المالي للتحويل إلى بورصة أوراق مالية إسلامية يجدر به تقليص التعامل بمثل هذه العقود المحرمة إلى حين إلغائها كلياً، وليس تزايد التعامل بها من سنة لأخرى كما هو مذكور أعلاه.

### المطلب الثالث: تقييم تجربة سوق دبي المالي

بعد عرض الأدوات المالية المتداولة في سوق دبي المالي وتقييم الشروط المتعلقة بها، سيتم في هذا المطلب عرض باقي أركان السوق وتقييم الشروط المتعلقة بكل منها على حدى من خلال مقارنتها مع الشروط الشرعية، المهنية والفنية التي تم تحديدها في الجزء النظري من هذا البحث.

#### 1- تقييم الشروط المتعلقة بإدارة سوق دبي المالي

لقد نص قانون سوق دبي المالي في المادة الرابعة (4) على ما يلي: "تمارس الشركة أغراضها وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية"، وبذلك يكون شرط إعلان التزام البورصة بأحكام الشريعة الإسلامية محققاً.

إن إدارة سوق دبي المالي تتم من خلال مؤسسة عامة محلية وتأخذ الشكل القانوني لشركة مساهمة عامة تحت إسم "شركة سوق دبي المالي"، ولقد تم خصصتها بطرح نسبة 20% للإكتتاب العام، وتم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق بتاريخ 7 مارس 2007 برمز تداول (DFM)\*.

تشغل إدارة سوق دبي المالي مبني ملائماً مجهزاً بالأدوات الفنية اللازمة وتباشر نشاطها إلكترونياً. وتتكون عضوية السوق من الجهات التالية: الوسطاء المرخصون لمزاولة مهنة الوساطة، الشركات المساهمة التي أدرجت أوراقها المالية في السوق، أية جهة أخرى أدرجت أوراقها المالية في السوق.

إن الشروط المفروضة على إدارة سوق دبي المالي تم تحديدها من خلال المواد المنصوص عليها في قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (3/ر) لسنة 2001، في شأن النظام الخاص بعمل السوق. ومن خلال مقارنة هذه الشروط بتلك الواجب فرضها على إدارة بورصة الأوراق المالية الإسلامية، تبين أن إدارة سوق دبي المالي تلتزم بأغلب الشروط المهنية والفنية إلا أننا لاحظنا عدم توفر بعضاً من الشروط الشرعية والتي نذكر منها ما يلي:

● **مخالفة في شرط الالتزام بتحقيق أهداف ومقاصد الاقتصاد الإسلامي:** إذ نجد أن سوق دبي المالي رغم إعلان توافقه مع أحكام الشريعة الإسلامية إلا أنه يسمح بإصدار وتداول السندات الربوية في سوقه، ويسمح بالتعامل ببعض العقود المحرمة. وعليه يجب على إدارة سوق دبي المالي التوقف عن ذلك والاكتفاء بما تقره الهيئة الشرعية المشرفة عليها من أدوات مالية إسلامية مشروعة. إذ أن السماح بإصدار وتداول السندات الربوية يشجع على التمسك بمبادئ الاقتصاد الرأسمالي الربوي، وينشط التحويل إلى اقتصاد

<sup>753</sup> نفس المرجع السابق، ص: 52.

إسلامي.

● **مخالفة في شرط الالتزام بتطبيق معايير المحاسبة المالية الإسلامية:** تلتزم إدارة سوق دبي المالي بتطبيق المعايير الدولية لإعداد تقاريرها المالية في حين أنه يجب عليها أن تلتزم بمعايير المحاسبة المالية الإسلامية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية.

● **مخالفة في شرط الإفصاح والشفافية المطلوبة من إدارة السوق:** لاحظنا ضعف في الإفصاح والشفافية المتعلقة بموافقة السوق لأحكام الشريعة الإسلامية، وذلك نظراً لصعوبة الحصول على قائمة أسهم الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، فعند إطلاعنا على موقع السوق الإلكتروني لم نجد هذه القائمة أو أية معلومات تشير إلى عدد هذه الشركات، بالإضافة إلى صعوبة الحصول على نشرات إصدار الصكوك للإطلاع على ما تحويه من شروط تهم المستثمر.

## 2- تقييم الشروط المتعلقة بمينات الرقابة والإشراف على سوق دبي المالي

سبق وأن أشرنا إلى أن البورصة الإسلامية تحتاج نوعين من الرقابة أولاهما شرعية والثانية قانونية تتولاها هيئتين مستقلتين عن بعضهما، وسيتم فيما يلي التأكد من وجود مثل هاتين الهيئتين في سوق دبي المالي ومدى تحقق الشروط الضرورية المتعلقة بهما:

**2-1- عدم وجود هيئة للرقابة الشرعية المركزية:** واقعياً لا توجد هيئة مركزية للرقابة الشرعية حسب النموذج الذي تم عرضه في الفصل الثاني من هذا البحث، إلا أن إمارة دبي تعزز إنشاء شرعية مركزية للرقابة على كل المنتجات المالية الإسلامية المستخدمة هناك. حيث أشار الأمين العام للجنة المسؤولة عن مبادرة الاقتصاد الإسلامي في دبي إلى أنه سيتم التنسيق بين جميع المعايير والصيغ والقواعد التنظيمية من خلال هيئة شرعية موحدة على مستوى الحكومة تشرف على القطاع.<sup>754</sup>

رغم أنه لا توجد هيئة رقابة شرعية مركزية تشرف على جميع المؤسسات والأسواق المالية الإسلامية بما فيها سوق دبي المالي، إلا أنه تم تأسيس هيئة الفتوى والرقابة الشرعية من قبل الجمعية العمومية لسوق دبي المالي بناءً على ترشيح من الإدارة، وتعتبر قرارات الهيئة ملزمة وتتكون من خمسة أعضاء\*، يتولى كل عضو من أعضاء الهيئة منصبه لمدة سنتين وفي نهاية هذه المدة يعاد تشكيل الهيئة، ويجوز إعادة تعيين الأعضاء الذين انتهت مدة عضويتهم.<sup>755</sup> حيث تتولى الهيئة الشرعية إصدار الفتاوى الخاصة بكافة أنشطة شركة سوق دبي المالي، فيما يعرضه عليها مجلس إدارة الشركة أو أجهزتها التنفيذية أو المراقب الشرعي\* أو فيما اطلعت عليه أثناء قيامها بواجب الرقابة، كما تتولى جميع النواحي الشرعية لنشاطات الشركة. وتراقب الهيئة كافة هذه الأنشطة للتأكد من مطابقتها لأحكام الشريعة الإسلامية والفتاوى الصادرة عنها، وللهيئة الشرعية حق الاعتراض على المخالف منها وطلب تصحيحه أو إيقافه وعدم تكراره وتقديم اعتراضها كتابة إلى مجلس الإدارة على الأنشطة غير المطابقة لأحكام الشريعة الإسلامية إن وجدت. كما تراجع الهيئة الشرعية جميع اللوائح ونماذج العقود والاتفاقيات المتعلقة بمعاملات الشركة للتثبت من مطابقتها لأحكام الشريعة الإسلامية. كما تدرس الهيئة الشرعية تقارير المراقب الشرعي بشأن تدقيق عمليات الشركة المنفذة، ومدى التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية وفتاوى الهيئة وقراراتها وترفع المخالفات إن وجدت إلى مجلس الإدارة لتوجيه الإدارات المختصة برفعها وعدم تكرارها. وتقوم بتحديد وتحديد مهام وحدة الرقابة الشرعية.<sup>756</sup>

<sup>754</sup> سكاي نيوز عربية، الأربعاء 27 فبراير، 2013، الموقع: <http://www.skynewsarabia.com/web/article/114645>

\* أعضاء الهيئة عند تأسيسها هم السادة: د. حسين حامد حسان، أ.د. عبد الستار عبد الكريم أبو غدة، د. عجيل جاسم النامشي، د. محمد داود بكر، د. محمد قاسم.

<sup>755</sup> المادة (50)، الباب السادس، قانون سوق دبي المالي.

\* يعين مجلس الإدارة مراقباً شرعياً للشركة تكون مهمته مراقبة كافة أعمال الشركة والتأكد من مطابقتها للفتاوى الصادرة عن هيئة الفتوى والرقابة الشرعية بالشركة، بالإضافة إلى تولية أعمال أمانة سر الهيئة ويقدم تقريره وملاحظاته لمجلس الإدارة.

<sup>756</sup> سوق دبي المالي، التقرير السنوي 2011.

من خلال اطلاعنا على مهام واختصاصات هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لسوق دبي المالي وجدنا أنها تتطابق مع بعض المهام المتصورة لهيئة الرقابة الشرعية المركزية كقيام الهيئة بإصدار معايير شرعية موحدة كمياري الأسهم والصكوك المشار إليهما سابقاً، إلا أننا نرى أن كون هيئة الفتوى والرقابة الشرعية تابعة لسوق دبي المالي وليست هيئة عليا لها سلطة أعلى من سلطة مجلس إدارة السوق يقلل من استقلاليتها وإلزامية قراراتها في الواقع العملي.

**2-3- المهية القانونية المشرفة على سوق دبي المالي:** يخضع سوق دبي المالي تنظيمياً لهيئة الأوراق المالية والسلع في الإمارات العربية المتحدة، والتي لديها السلطة لفرض قوانين ومعايير يجب تطبيقها من قبل سوق دبي المالي. يتعاون سوق دبي المالي بشكل وثيق مع هيئة الأوراق المالية والسلع لحماية المستثمرين وتوفير أفضل بيئة للتداول. ونقوم فيما يلي بتعريف هذه الهيئة والمهام التي تقوم بها:

**2-3-1- التعريف بهيئة الأوراق المالية والسلع وأهدافها:** هيئة الأوراق المالية والسلع عبارة عن هيئة عامة تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامها وتلحق بالوزير. تهدف الهيئة إلى إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية والسلع بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني ويكفل سلامة المعاملات ودقتها ويضمن تفاعل عوامل العرض والطلب بهدف تحديد الأسعار وحماية المستثمرين من خلال ترسيخ أسس التعامل السليم العادل بين مختلف المستثمرين. بالإضافة إلى تنمية الوعي الاستثماري عن طريق إجراء الدراسات وتقديم التوصيات والعمل على ضمان الاستقرار المالي والاقتصادي.

تعمل الهيئة منذ أن بدأت بممارسة أعمالها على تحقيق الأهداف التي أنشأت من أجلها والتي كان من أهمها حماية المستثمر، وتوفير المناخ الاستثماري الملائم في التعامل في الأوراق المالية. وفي سبيل تحقيق تلك الأهداف، فقد تم إصدار العديد من التشريعات المتعلقة بترخيص وتسجيل الأوراق المالية والإفصاح وغيرها، واتخاذ الإجراءات الضرورية والعمل بشكل مستمر على النهوض بسوق رأس المال الوطني ضمن أسس علمية ومهنية واضحة ومدروسة وضمن أحدث وأرقى المعايير والنظم في هذا المجال. ولقد دأبت الهيئة منذ نشأتها على تعزيز البنية التشريعية من خلال إصدار اللوائح والتعليمات التي تكفل تطوير الإطار التنظيمي والإشرافي للشركات المساهمة العامة المدرجة، والشركات العاملة في مجال الأوراق المالية علاوة على استحداث بعض الضوابط والمعايير التي من شأنها أن تساهم إيجابياً في دعم ثقة المستثمرين بهيئة الأوراق المالية والسلع.

### 2-3-2- مهام هيئة الأوراق المالية والسلع: تقوم الهيئة في سبيل تحقيق أهدافها ممارسة المهام التالية:

- اقتراح ووضع الأنظمة وفقاً لما هو منصوص عليه في القانون.
- الإشراف والرقابة على عمل الأسواق.
- الترخيص للأسواق وللوسطاء والترخيص بأدراج الأوراق المالية والسلع للتداول في السوق.
- وضع الرسوم المقتضاه لتنفيذ أحكام القانون والأنظمة الصادرة بموجبه وذلك بالتشاور مع الأسواق.
- شطب الوسطاء من سجلات الوسطاء المرخصين في السوق.
- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية.
- تشكيل اللجان الفنية المتخصصة وتحديد نطاق عملها ومقابل أتعابها.
- الاتصال بالأسواق العالمية بهدف الاطلاع وتبادل المعلومات والخبرات والانضمام لعضوية المنظمات والاتحادات العربية والدولية ذات العلاقة.
- تلقي تظلمات الوسطاء من قرارات مجلس إدارة السوق الخاصة بالإنذار والغرامة المالية وفقاً لأحكام القانون واتخاذ القرار

النهائي بشأنها.

- تلقى التصريحات الخطية من كافة أعضاء مجلس إدارة الهيئة ومدير عام كل سوق ونائبه وكافة أعضاء مجلس إدارة السوق فور استلام أي منهم لمهامه عن الأوراق المالية التي يملكها أو تملكها زوجته وأولاده القصر، وكذلك مساهماته ومساهمات زوجته وأولاده القصر لدى أي وسيط وعن أي تغيير يطرأ على ذلك خلال أسبوع على الأكثر من تاريخ علمه بالتغيير.
- القيام بجميع الأعمال الأخرى التي تُساعد في تحقيق أغراض الهيئة أو ممارسة صلاحياتها وفقاً للقانون.

### 2-3-3- تقييم الشروط المتعلقة بهيئة الأوراق المالية والسلع: من خلال إطلاعنا على التقارير السنوية للفترة 2007-2014

تبين أن هيئة الأوراق المالية والسلع تلتزم بأغلب الشروط الخاصة بالهيئة القانونية الواجب توفرها للإشراف على بورصة الأوراق المالية الإسلامية، والتي تم تحديدها في الجزء النظري من هذا البحث (الفصل الثاني). كما أنها قامت بإنجازات مهمة يمكن ذكر على بعض منها على سبيل المثال:<sup>757</sup>

- النجاح في عملية ترقية الأسواق المالية بالدولة إلى أسواق ناشئة على مؤشر، MSCI وكذلك على مؤشر "ستاندرد آند بورز داو جونز".
- تم - بالتنسيق مع مجلس الإمارات للتنافسية- تنفيذ واتخاذ الإجراءات اللازمة التي ساهمت في رفع ترتيب الدولة بمقدار 39 مرتبة في مؤشر حماية المستثمرين الصادر ضمن تقرير البنك الدولي لعام 2014 .
- تأهيل 107 من الوسطاء والعاملين في مجال الخدمات المالية بعد اجتياز البرنامج الذي تم تصميمه وفقاً للمعايير العالمية بالتعاون مع مركز هيئة الأوراق المالية والسلع للتدريب.
- إعداد مؤشر جديد واحتسابه داخليا "مؤشر الأسهم المتاحة للتداول" (Index Free Float) (بالتعاون مع لجنة متابعة مؤشر سوق الإمارات).
- إصدار ميثاق السلوك المهني للعاملين في مجال الخدمات المالية.
- بلغ عدد زيارات التفتيش الدوري على شركات الوساطة 74 زيارة؛ حيث تم تنفيذ زيارات تفتيشية مفاجئة على 31 شركة من شركات الوساطة في الأوراق المالية. وبلغ عدد زيارات التفتيش على شركات الخدمات المالية 10 زيارات.
- اكتشاف 5 حالات تنفيذ عمليات استباقية، و5 حالات تلاعب، و22 حالة تداول مطلعين.
- بلغ إجمالي الجزاءات الإدارية المتخذة بحق المخالفين كالتالي: توجيه 80 إنذاراً بحق المخالفين من المستثمرين والشركات المدرجة وشركات الوساطة والعاملين بها، إيقاف مؤقت لستة من المستثمرين وممثلي الوسطاء.
- بلغ عدد البرامج التدريبية التي وفرتها الهيئة 35 برنامجاً تدريبياً داخليا في الهيئة خاصة لموظفي الهيئة وقد تم دعوة بعض الجهات الحكومية للمشاركة فيها، وتنوعت بين برامج تخصصية في مجال الأسواق المالية وبرامج تنمية ذاتية ومهارات.

### 3- الشروط المتعلقة بالجهات المدرجة لأوراقها المالية في سوق دبي المالي

يتوجب على جميع الشركات المساهمة العامة المؤسسة في دولة الإمارات العربية المتحدة التقدم بطلبات بشأن إدراج أسهمها في الأسواق المالية المرخصة في الدولة، من خلال الحصول على ترخيص هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع أولاً، ومن ثم اختيار أحد الأسواق المالية المرخصة في الدولة والتقدم بطلب الإدراج لديه. ولقد بلغ عدد شركات المساهمة المدرجة في سوق دبي المالي 59 شركة حتى أواخر عام 2015 بالإضافة إلى 12 شركة مدرجة في بورصة "ناسداك دبي" ويسمح بتداولها في سوق دبي المالي، وهي موزعة على 6 قطاعات هي: البنوك، وقطاع التأمين، والقطاع الصناعي، والقطاع التجاري، وبعض القطاعات الأخرى. وفيما يلي

جدول يوضح القطاعات التي تنتمي إليها الشركات المدرجة في سوق دبي المالي:

**جدول رقم (5-6): عدد الشركات المدرجة في سوق دبي المالي حسب القطاع سنة 2015**

النسبة	عدد الشركات المدرجة	القطاع
18,64%	11	البنوك
32,2%	13	التأمين
13,56%	8	الاستثمار والخدمات المالية
15,2%	9	العقارات والانشاءات الهندسية
6,78%	4	النقل
3,39%	2	الصناعة
11,86%	7	السلع الاستهلاكية والكمالية
3.39%	2	الاتصالات
5,08%	3	الخدمات
100%	59	مجموع الشركات المدرجة

المصدر: تم إعداد الجدول اعتماداً على موقع سوق دبي المالي: [www.dfm.ae](http://www.dfm.ae)، تاريخ الإطلاع: 2015/11/17.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن شركات التأمين تحتل المرتبة الأولى بنسبة 32,2% من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي، تليها البنوك بنسبة 18,64%، أما بالنسبة للشركات التي تنتمي لقطاع الصناعة والاتصالات فتأخذ المرتبة الأخيرة بنسبة 3,39%. وعليه فإن نسبة الشركات الاقتصادية المدرجة في سوق دبي المالي ضئيلة مقارنة بشركات التأمين والبنوك وشركات الاستثمار والخدمات المالية، ومن الأنسب أن يكون العكس أي أن يفوق عدد الشركات الاقتصادية عدد البنوك وشركات الاستثمار لأن هذه الأخيرة تعتبر مؤسسات وسيطة في الاقتصاد ومُسخرة لخدمة الشركات الاقتصادية.

**3-1- التصنيف الشرعي للشركات المدرجة في سوق دبي المالي:** يتم تصنيف الشركات المتحدثة عنها أعلاه والمدرجة في سوق

دبي المالي في قائمتين وفقاً لما تعلن عنه لجنة المصارف الإسلامية الموحدة للتقييم الشرعي للأسهم بالإمارات العربية المتحدة كالتالي:

- القائمة الأولى تضم الشركات المستوفية للضوابط الشرعية للتملك والتداول وفقاً لمعيار إصدار الأسهم (الشركات المتوافقة)\*، وتعتبر البنوك وشركات التأمين الإسلامية التي لديها هيئة للفتوى والرقابة الشرعية من الفئة الأولى دون خضوعها للتقييم الشرعي من قبل اللجنة.

- القائمة الثانية تضم الشركات الأخرى غير المتوافقة.

وبحسب آخر مراجعة أجرتها لجنة المصارف الإسلامية الموحدة للتقييم الشرعي للأسهم في الإمارات، فإن قوائم الأسهم المتوافقة مع الشريعة تضم 33 شركة مدرجة في سوق دبي المالي<sup>758</sup> من أصل 59 شركة مدرجة. إلا أن هذا العدد غير ثابت، وقد يتغير كل ثلاث أشهر، حيث تقوم لجنة المصارف الإسلامية الموحدة للتقييم الشرعي للأسهم بمراجعة دورية للقوائم المالية للشركات

\* يعرض الملحق رقم (2-3) قائمة الشركات المتوافقة مع الشريعة لسوق دبي المالي بتاريخ 2012/06/30.

<sup>758</sup> حسام عبدالنبي، "مستثمرون يواجهون صعوبات في الحكم على توافق الأسهم مع الشريعة الإسلامية"، مجلة الاتحاد، العدد، تاريخ النشر: الأحد 26 أبريل 2015.

التي تميز بين الأنشطة المباحة والمحرمة أو شركات تكون أنشطتها حلالاً، ولكنها تحقق جزءاً من الإيرادات أو تحصل على تمويلات من بنوك ربوية وفي هذه الحالة قد يعاد تصنيف تلك الشركات من الفئة الأولى (المستوفية للضوابط الشرعية) إلى الفئة الثانية (غير المستوفية للضوابط الشرعية). وبما أن هذه الشركات تحتل إيراداتها بجزء محرم فإن اللجنة العليا تصدر أيضاً حملة الأسهم في الشركات المدرجة في أسواق الأسهم «قائمة التطهير» بشكل سنوي عن النسبة من الأموال التي يجب إخراجها من مدخول السنة لتطهير المال المستثمر في كل سهم من قيام الشركة بتحقيق إيرادات من عناصر محرمة، وعادة تكون النسبة ضئيلة عبارة عن عدة كسور عشرية.

إن هناك أربعة (4) معايير رئيسة مطلوبة لتوافق الأسهم مع الشريعة حسب لجنة المصارف الإسلامية الموحدة للتقييم الشرعي للأسهم وهي:

- ألا ينص النظام الأساسي للشركة على أن من أهدافها التعامل بالربا أو بالمحرمات،  
- ألا يبلغ المبلغ الإجمالي المقترض بالربا (سواء كان القرض قصير أو طويل الاجل) 30% من القيمة السوقية لمجموع أسهم الشركة،

- ألا يبلغ المبلغ الإجمالي المدوع من قبل الشركة بالربا (سواء كان القرض قصير أو طويل الاجل) 30% من القيمة السوقية لمجموع أسهم الشركة،

- ألا يتجاوز مقدار الإيراد الناتج عن عنصر محرم نسبة 5% من إجمالي إيرادات الشركة.

أ- تتحمل المؤسسات مسؤولية استبعاد الدخل المحرم في الحالات التالية:

a. إذا كانت تقوم بالتداول لحسابها.

b. إذا كانت تقوم بإدارة العمليات، مثل إدارة الصناديق والمحافظة المالية.

وفي حالة وجود إدراج جديد من الأسهم فإن المصارف الإسلامية تطلب من اللجنة العليا إصدار تقرير بشأن توافق الأسهم مع الشريعة، وذلك من أجل إضافة أسهم الشركة إلى قائمة الأسهم التي يمكن إتمام عملية مراجعة الأسهم من خلالها.

**3-2- التصنيف الفني للشركات المدرجة في سوق دبي المالي:** إضافة إلى التصنيف الشرعي يقوم سوق دبي المالي بتصنيف الشركات المدرجة تصنيفاً فنياً إلى فئتين وفقاً لخضوعها لشروط الإدراج، على أن يقرن اسم الشركة المدرجة بفئة تصنيفها في كافة الأحوال:

\* **الفئة الأولى:** ويشترط لتصنيف الشركة من هذه الفئة ما يلي:

- أن تكون الشركة مقيدة لدى وزارة الاقتصاد والتجارة.

- أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة مدة لا تقل عن عامين وقد صدرت عنها ميزانيتان مدققتان من قبل مدقق حسابات مقيد في جدول مدققي الحسابات المشتغلين ومحول بتدقيق حسابات الشركات المساهمة.

- ألا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن (25) خمسين مليون درهم أو (35%) من رأس المال المكتتب فيه أيهما أعلى.

- أن تكون حقوق المساهمين بالنسبة لكل فئة من فئات الأسهم التي تصدرها الشركة متساوية.

- ألا تقل حقوق المساهمين في الشركة عند تقديم طلب الإدراج عن رأس المال المدفوع.

- أن يثبت انعقاد الجمعية العمومية العادية للشركة مرة واحدة على الأقل في السنة.

- أن تتعهد الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها في وسائل النشر اليومية وذلك قبل السماح بتداول أسهمها في السوق.

- أية شروط أخرى يقرها مجلس إدارة الهيئة من حين لآخر.

\* **الفئة الثانية:** وتصنف الشركة من هذه الفئة عندما لا يتوافر فيها شرط أو أكثر من الشروط المقررة في الفئة الأولى أو من الشروط الأخرى التي يقرها المجلس من حين لآخر.

ويتم نقل الشركات من الفئة الثانية إلى الفئة الأولى عندما تتوافر لدى الشركة المنقولة شروط إدراج الفئة المنقولة إليها، كما يتم نقل الشركات من الفئة الأولى إلى الفئة الثانية عند الإخلال بشروط إدراج فئتها الحالية وتوافر شروط إدراج الفئة المنقولة إليها. وللمجلس نقل أية شركة من الفئة الأولى إلى الفئة الثانية في حال امتناع الشركة عن التقيد بأحكام الإفصاح والشفافية المعمول بها أو إخلال الشركة بتلك الأحكام.

**3-3- تقييم الشروط المتعلقة بالجهات المدرجة في سوق دبي المالي:** يتطلب إدراج الجهات المصدرة للأوراق المالية في أي سوق من أسواق الإمارات بما في ذلك سوق دبي المالي حصول هذه الجهات على ترخيص من قبل هيئة الأوراق المالية والسلع المشرفة على هذه الأسواق، وعليه فإن هذه الجهات مطالبة بشروط مهنية وفنية تفرضها الهيئة بالإضافة إلى شروط مهنية وفنية يفرضها سوق دبي المالي، ونظرا لكثرة هذه الشروط وتشعبها تم إدراجها في ملاحق البحث، وسيتم هنا تقييمها من خلال مقارنتها مع الشروط النظرية التي يجب أن تتوفر في الجهات المدرجة في بورصة أوراق مالية إسلامية، وعليه يمكن استنتاج ما يلي:

- يحرص سوق دبي المالي بالتنسيق مع هيئة الأوراق المالية والسلع على وضع أغلب الشروط المهنية والفنية الضرورية لتحقيق الشروط الشرعية التي يجب أن تلتزم بها الجهات المدرجة فيه، فهي تضع نظاما خاصا بالإفصاح والشفافية، ونظاما خاصة بحوكمة الشركات، ويتبع كلاهما مدى تطبيق الجهات المدرجة لهذه الأنظمة.

- صعوبة الحصول على قائمة الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية يقلل من شفافية سوق دبي المالي من ناحية التزامه بأحكام ومبادئ الشريعة، فإن المستثمر الراغب في شراء أسهم الشركات المتوافقة مع الشريعة لا يجد ما يرشده في ذلك عند دخول موقع السوق أو موقع الهيئة.

كما أن تحليلنا للشروط الشرعية المتعلقة بالجهات المدرجة لأوراقها المالية في سوق دبي المالي جعلنا نستنتج ما يلي:

● **عدم توفر شرط خلو التعاملات من الربا أو الاستثمار في مجالات أو شركات غير متوافقة مع الشريعة:** إن نسبة 56% من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي متوافقة مع الشريعة الإسلامية حسب المعيار المذكور أعلاه تعد نسبة ضئيلة بالنسبة لبورصة أوراق مالية تعلن عن نفسها أنها إسلامية ومتوافقة مع الشريعة الإسلامية وأحكامها. إن نسبة الشركات المتوافقة مع الشريعة تجاوزت الشركات غير المتوافقة بنسبة 6% فقط، وهذا مع تعدد الشركات المختلطة والتي تم تصنيفها حسب الشروط المذكورة أعلاه على أنها متوافقة مع الشريعة. وفي حالة ما أخذ برأي الباحثة في رفض إدراج مثل هذه الشركات في بورصة أوراق مالية إسلامية، فإن هذه النسبة ستتضاءل إلى أقل من 20%، وعليه يجب على سوق دبي المالي أن يعيد النظر في قبوله إدراج الشركات المختلطة والتي يتبين أنها تمارس أنشطة محرمة أو أن جزء من إيراداتها محرم مهما كانت النسبة ضئيلة (فما حرم كثيره فقليله حرام).

● **مخالفة شرط استمرارية احترام الشروط الشرعية طول فترة الإدراج:** إن عدم قيام السوق بتعليق الإدراج في حالة مخالفة الشركة للضوابط الشرعية من شأنه أن يسمح بتداول أسهم غير متوافقة مع الشريعة الإسلامية في حين يعتقد المتداولون لها أنها شرعية، ويقعون في الحرام دون علمهم بذلك.

● **عدم توفر شرط الحاجة لقبول إدراج أسهم الشركات المختلطة:** لم يشترط سوق دبي المالي أن تكون هناك حاجة ملحة لقبول الشركات المختلطة، والتي حددت فيها نسبة الحرام الناتج عن الاقتراض والاقتراض بـ 30% كأقصى حد، ونسبة 10% للدخل المحرم من غير الفوائد الربوية. حيث نرى أن فتح المجال لمثل هذا النوع من الشركات دون توفر شرط الحاجة لا يخدم الاقتصاد الإسلامي، ولا يدفع مثل هذه الشركات على التخلي عن التعاملات الربوية والمحرمة. وعليه فإننا نرى أن لا يسمح لمثل هذه الشركات بقبول إصدار أو تداول أسهمها في بورصة أوراق مالية إسلامية. ولذلك يجب مراقبة تعاملات الشركات المدرجة في مثل هذه البورصة وعند اكتشاف أي تعامل بالربا أو تعامل ينتج عنه دخل محرم مهما كانت نسبته، يوجه إنذار لهذه الشركة بتصحيح هذا الإنحراف والتخلص من الإيراد المحرم، مع تحديد فترة معينة وتحديد عدد الإنذارات التي تجعل الشركة تخرج من البورصة وتوقف أسهمها عن التداول.

#### 4- الشروط المتعلقة بالوسطاء في سوق دبي المالي

قبل تقييم الشروط المتعلقة بالوسطاء في سوق دبي المالي سيتم أولاً التعريف بهم فيما يلي:

**4-1- التعريف بوسطاء سوق دبي المالي:** الوسيط في سوق دبي المالي هو شركة مرخصة من قبل هيئة الأوراق المالية والسلع لدولة الإمارات العربية المتحدة للقيام بأعمال الوساطة في هذا السوق. وعقب تكامل العمليات مع ناسداك دبي في عام 2010، أصبح بمقدور المستثمرين الاعتماد على شركات الوساطة المشتركة لتداول الأوراق المالية في البورصتين باستخدام نفس رقم المستثمر للسوق. حيث أن المستثمر لا يقوم بالتداول في السوق بنفسه بل من خلال أحد الوسطاء المعتمدين من قبل سوق دبي المالي الذين يقومون بتنفيذ عمليات التداول بأوامر من عملائهم. ويتم اعتماد الوسطاء في سوق دبي المالي بموجب أنظمة ولوائح وقواعد سلوك صارمة تم إقرارها لضمان سلامة عمليات التداول وحماية حقوق المستثمرين وضمان أعلى درجات الدقة والشفافية والكفاءة في إدارة عمليات السوق.<sup>759</sup>

وإلى جانب تنفيذ أوامر البيع والشراء وفق تعليمات العملاء، يتولى الوسطاء أيضاً مهمة تسوية الأموال بين البائعين والمشتريين مع دائرة التقاص والتسوية والإيداع (المقاصة) التابعة للسوق. فالسوق لا يتعامل مع الأفراد المستثمرين مباشرة بل من خلال وسطائهم. وتتم تسوية الأموال بين الوسيط والسوق من خلال حساب تسوية خاص يحتفظ به كل الذي يعينه السوق. وتتم عمليات التسوية بين الوسيط وعملائه (بنك التسوية) وسيط في حسب الاتفاقيات المبرمة بينهما في هذا الشأن. ويتولى مدير التداول الذي يعينه الوسيط مهمة إدارة عمليات التداول التي تتم عبر شركة الوساطة، كما تعين شركة الوساطة ممثلين معتمدين يتولون إدخال الأوامر في نظام التداول الإلكتروني حسب تعليمات مدير التداول.

تلزم أنظمة السوق كافة الوسطاء المعتمدين ممن لديهم مكاتب في قاعة التداول بالتحقق من وجود ممثلهم للإستجابة لطلبات المستثمرين في القاعة في كل أوقات التداول. ويعمل 50 وسيط في سوق دبي المالي حتى أواخر سنة 2015.

**4-2- تقييم الشروط المتعلقة بالوسطاء في سوق دبي المالي:** تضع هيئة الأوراق المالية والسلع مجموعة من الشروط المهنية والفنية المفروضة على الوسطاء في أسواق الإمارات المالية بما فيها سوق دبي المالي مجسدة في مجموعة من الأنظمة التالية: النظام الخاص بالوسطاء (قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (1) لسنة 2000)، ضوابط وآلية فصل الحسابات لدى الوسطاء (قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (66/ر) لسنة 2007)، معايير الملاءة لشركات الوساطة في الأوراق المالية وعقود السلع (قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (12/ر) لسنة 2010)، نظام التداول عبر الأنترنت (قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (67/ر) لسنة 2007)، النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية (قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (2) لسنة 2001)، نظام التداول بالهامش (قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (25/ر) لسنة 2008)، قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (17) لسنة 2011 بشأن نظام التسوية على أساس التسليم مقابل الدفع (DVP)، الضوابط والمتطلبات الفنية الخاصة بنظام التسجيل الهاتفي لدى شركات الوساطة.

ومن خلال إطلاعنا على هذه الأنظمة تبين أنها تشتمل على أغلب الشروط المهنية والفنية التي يجب أن يلتزم بها الوسطاء في البورصة، إلا أن هذه الأنظمة لا تتضمن في فحواها الشروط الشرعية التي تعطي نوعاً من الخصوصية للوسطاء في بورصة أوراق مالية إسلامية. فإن هذه الأنظمة لا تميز بين الوسيط الذي يعلن التزامه بالأحكام والشرعية وغيره من الوسطاء، وعليه فإن سوق دبي المالي يقبل التعامل مع كلا الفئتين من الوسطاء ولا يشترط أن يلتزم الوسيط بضوابط شرعية معينة كأن لا يتعامل بالهامش مثلاً، بل

<sup>759</sup> سوق دبي المالي، الكتيب التعريفي للمستثمرين، مرجع سابق، ص: 7-8.

\* يمكن الإطلاع على هذه الأنظمة من خلال الموقع الإلكتروني لسوق دبي المالي وموقع هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية.

إنه يترك لهم حرية الخيار في جعل أنشطتهم متوافقة مع الشريعة الإسلامية أم لا، وينص على ذلك في الأنظمة المذكورة أعلاه. ففي نظام التداول بالهامش مثلاً تنص المادة (11) منه على أن التمويل المتفق مع الشريعة الإسلامية يعتبر مقبولاً بما يتماشى مع مضمون قرار التداول بالهامش. بالإضافة إلى عدم خضوعهم للرقابة الشرعية.

## 5- الشروط المتعلقة بالمستثمرين في سوق دبي المالي

قبل تقييم الشروط المتعلقة بالمستثمرين في سوق دبي المالي سيتم أولاً التعريف بهم فيما يلي:

**5-1- التعريف بالمستثمرين في سوق دبي المالي:** يتوزع الاستثمار في سوق دبي المالي بين الاستثمار طويل الأجل والمضاربات. وسواء كان فرداً أو مؤسسة، فالمستثمر الذي يشتري أوراقاً مالية ويحتفظ بها لمدة طويلة بهدف الحصول على أرباح نقدية أو عينية يسمى مستثمراً طويل الأجل. بالإضافة إلى هذا الأخير يوجد المستثمر قصير الأجل أو المضارب، ويعرف سوق دبي المالي المضاربة على أنها عملية شراء وبيع يقوم بها مستثمرون في السوق للاستفادة من فروق الأسعار، ويعتبرها ضرورية لسوق الأسهم لأنها تعمل على تحقيق التوازن بين العرض والطلب، فعندما تنخفض الأسعار يتدخل المضاربون بالشراء ويؤدي ذلك إلى الحد من استمرار الانخفاض نظراً لزيادة الطلب، ويقوم المضاربون بعكس ذلك عندما ترتفع الأسعار حيث يقومون ببيع ما لديهم من أوراق مالية وتؤدي تلك العملية إلى الحد من ارتفاع الأسعار نتيجة زيادة العرض.

يملك سوق دبي المالي قاعدة مستثمرين محليين، وإقليميين، ودوليين تزيد على 550000 مستثمر، يتنوعون بين مستثمرين أفراد ومؤسسات. يقوم سوق دبي المالي بتزويد كل هؤلاء بدفق معلوماتي متواصل يساعدهم على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بأحدث البيانات والتطورات في الشركات ذات الصلة. ولقد تحصل سوق دبي المالي في هذا المجال على جائزة "أفضل بورصة في الشرق الأوسط لعلاقات المستثمرين في عام 2009 من جمعية الشرق الأوسط لعلاقات المستثمرين (MEIRS)، حيث يقوم سوق دبي بإعداد دليل علاقات المستثمرين الذي يعتبر الأول من نوعه بين البورصات الإقليمية، بالإضافة إلى قيامه بورش العمل والندوات التثقيفية حول علاقات المستثمرين، كما يوفر سوق دبي المالي عدداً من الخدمات الالكترونية التي تدعم أنشطة علاقات المستثمرين في الشركة منها: الخدمة الالكترونية لتحليل أداء المساهمين (eSAR)\*، توزيع الأرباح على المساهمين عن طريق بطاقة "آيفستر" أو الحوالة المصرفية أو الشيكات.<sup>760</sup> كما يقوم سوق دبي المالي بجمع مقترحات المستثمرين وآرائهم من أجل تحسين وتطوير الخدمات المقدمة لهم من خلال الاستبيانات السنوية.

**5-2- تقييم الشروط المتعلقة بالمستثمرين في سوق دبي المالي:** إن المستثمر في الأدوات المالية الإسلامية التي يوفرها سوق دبي المالي يجعله يواجه صعوبات عدة ناتجة عن مخالفة بعض الشروط المحددة في البحث والتي نذكرها فيما يلي:

- إن كون سوق دبي المالي يقبل إدراج أسهم الشركات المختلطة، يجعل المستثمر المتداول لأسهم إحداهما والراغب في تحري الحلال أمام مسؤولية استبعاد الدخل المحرم الذي لم تقم الشركة المختلطة باستبعاده، وهذا يفرض عليه الشروط الشرعية التالية:<sup>761</sup>
- تقع مسؤولية استبعاد الدخل المحرم على مالك السهم في الوقت الذي تخصص الشركة فيه العوائد لحملة الأسهم فإذا باع قبل ذلك لم يلزمه التخلص.
- يجب أن يحتسب نصيب السهم من الدخل المحرم الذي اختلط بإيرادات الشركة بعناية.
- الدخل المحرم الواجب على المتداول استبعاده يساوي: "إجمالي الدخل المحرم للشركة مقسوماً على عدد أسهمها وضرب ناتج القسمة في عدد الأسهم التي يملكها المساهم."
- إن محل الاستبعاد هو حصة السهم من الدخل المحرم سواء ربحته الشركة أم خسرت، وسواء وزعت أرباحاً أو لم توزع، وسواء كان

\* وهي أداة الكترونية تحليلية تفاعلية تتيح للمستخدمين قياس ومتابعة وتحليل الأداء الإستثماري للمساهمين وتحركات أسعار الأسهم وأداء شركات الوساطة بما يسهم في زيادة الفعالية والعوائد، كما تسمح بالحصول على تقارير حسب الطلب لسجل المساهمين.

<sup>760</sup> سوق دبي المالي، "خدمات سوق دبي المالي للشركات المصدرة للأوراق المالية"، ص: 5.

<sup>761</sup> هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، معيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الأسهم، مرجع سابق.

التوزيع نقداً أو في شكل أسهم منحة.

- يجب استبعاد الدخل المحرم، سواء كان تملك تلك الأسهم بغرض الاستثمار أو المتاجرة.
- تحرم استفادة الشركة أو مالك السهم من العنصر المحرم بأية طريقة كانت، مثل دفع الضرائب أو دفع مبالغ الفوائد المترتبة على الشركة، أو تسوية التزامات المديونية عليها.
- لا تخضع لاستبعاد الدخل المحرم، العمولة أو الأجرة التي تكتسبها جهة تقوم بدور وسيط أو وكيل أو مدير للأسهم التي يجوز تداولها وفقاً لهذا المعيار.
- يجب تطبيق تلك الأحكام طوال فترة التعامل.

● صعوبة الحصول القوائم المستحدثة للشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية حيث أن هذه القائمة تتغير كل ثلاث أشهر بناء على قرار هيئة الفتوى والرقابة الشرعية بعد مراجعة التقارير المالية الخاصة بالفترة المعنية.

● يواجه المستثمرون الحاصلون على تمويلات من المصارف الإسلامية بنظام مراجعة الأسهم صعوبات في الحكم على مدى توافق الأسهم مع الشريعة الإسلامية في ظل تغير أسماء بعض الشركات في قوائم الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، فقد يطلب المستثمر تمويل من مصرف إسلامي ويختار سهم ما يعتقد أنه متوافق مع الشريعة فيفاجأ بأن المصرف يرفض التمويل، لأن الشركة غير متوافقة مع الشريعة، عازياً ذلك إلى أن قائمة الأسهم الشرعية قد تتغير بحسب مراجعة القوائم المالية للشركات من فترة مالية لتالية.

● **مخالفة في شرط حصول المتعامل على التأهيل:** لا يقوم سوق دبي المالي باشتراط تأهيل المتعامل بشكل رسمي لقبوله كمستثمر في السوق، ولكنه يقوم ببرامج توعية وتنقيف تتمثل في: مسابقة سوق دبي المالي السنوية للأسهم التي يقوم بها السوق في أوساط الطلاب حيث يتم تعريف الطلاب بمختلف جوانب المسابقة التي تتيح لهم التداول الافتراضي في الأوراق المالية المدرجة في سوق دبي المالي وفق الأسعار الفورية أثناء ساعات التداول الرسمي من خلال موقع السوق على شبكة الإنترنت وقاعات التداول التعليمية والمحاضرات وورش العمل التدريبية، بالإضافة إلى الأدلة والمطبوعات الإلكترونية والنشرات التي تتضمن معلومات هامة تساعد المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية. كما يوفر السوق إصدارات وكتب توعية تساعد على فهم السوق والشركات المدرجة فيه، ومن أهمها "دليل الشركات المساهمة العامة" الذي يحتوي على البيانات المالية لهذه الشركات لعدة سنوات، بالإضافة إلى العديد من الكتيبات التي يمكن الإطلاع عليها من خلال موقع السوق على شبكة الانترنت، ومنها على سبيل المثال لا الحصر الأدلة الموجهة لخدمة المتعاملين مع السوق من شركات ومستثمرين، مثل "دليل التحول إلى مساهمة عامة"، و"دليل سوق دبي المالي حول علاقات المستثمرين".<sup>762</sup>

● **مخالفة في شرط الاحتفاظ بالورقة المالية لمدة زمنية محددة:** لا يشترط سوق دبي المالي مدة زمنية معينة للاحتفاظ بالورقة المالية المشتراة قبل بيعها وذلك لتخليص السوق من المضاربات غير الشرعية، بل إن المجال مفتوح للمستثمرين أن يتداولوا كيفما شاؤوا، وهذا ما قد يزيد من المضاربات المحمومة التي قد تؤدي إلى اختلال توازن السوق.

## المبحث الرابع: إمكانية إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية في الجزائر

بعد ما تم عرضه من تجارب لدول حاولت إنشاء أو تحويل بورصتها للعمل وفق مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية، يأتي هذا المبحث ليدرس بصفة وجيزة إمكانية إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية في الجزائر اعتباراً من كونها موطن الباحثة. رغم أن الجزائر كانت من أوائل الدول العربية الأفريقية التي اهتمت بالتوجه نحو الخدمات المالية الإسلامية منذ أن سمحت

<sup>762</sup> سوق دبي المالي، الكتيب التعريفي للمستثمرين، مرجع سابق، ص: 13-14.

لبنك البركة بالعمل في السوق الجزائرية سنة 1990، إلا أنها لم توفر المحيط المناسب لتنمية وتطوير العمل المصرفي الإسلامي أو لإدراج أدوات مالية إسلامية. ومن خلال هذا المبحث سيتم التعرف على المحيط المالي والقانوني في الجزائر ومدى جاهزيته لإنشاء أو تحويل بورصة الجزائر إلى بورصة إسلامية، وذلك من خلال المطالب الثلاثة الآتية.

### المطلب الأول: مدى جاهزية المحيط المالي والقانوني لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية

سيتم في هذا المطلب دراسة مدى جاهزية المحيط المالي والقانوني لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية وذلك من خلال التعرف على تركيبة الجهاز المصرفي الجزائري من بنوك ومؤسسات مالية مساعدة، ومدى توفر التشريعات والقوانين المناسبة لاحتضان مثل هذه البورصة.

#### 1- نظرة عامة عن الجهاز المصرفي الجزائري

يتكون الجهاز المصرفي الجزائري من العناصر الرئيسية التالية:

**1-1- بنك الجزائر:** يمثل قمة هرم النظام المصرفي الجزائري، فهو البنك المركزي الذي تخضع له بقية البنوك ومؤسسات الوساطة المالية الأخرى، ويتكون من الهيئات الآتية:

- مجلس إدارة بنك الجزائر: يقوم باتخاذ كافة الإجراءات التنظيمية وإصدار القوانين واللوائح التي تنظم عمليات بنك الجزائر.
- مجلس النقد والقرض: يعتبر السلطة النقدية في الدولة، ويقوم بكل ما يتعلق بتنظيم وإشراف ورقابة على النظام المصرفي والنقدي في الجزائر.

○ اللجنة المصرفية: تقوم بمراقبة مدى احترام البنوك والمؤسسات المالية للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليها، ومن ثم تحديد المخالفات وإصدار العقوبات المناسبة لذلك.

**1-2- البنوك:** يعمل حاليا في النظام المصرفي الجزائري 20 مصرفا موزعة على 6 بنوك عمومية بالإضافة إلى 14 بنك خاص هي إما ملكية أجنبية مطلقة (وهي الأغلبية) أو ملكية جزائرية مختلطة مع الملكية الأجنبية (حالة بنك البركة). بالرغم من تجاوز عدد البنوك الخاصة لعدد البنوك العمومية إلا أن النظام المصرفي الجزائري يتميز باستحواذ البنوك العمومية على أكثر من 90% من إجمالي الموارد والاستخدامات. ولقد سمح قانون النقد والقرض للبنوك الجزائرية بتمويل مختلف القطاعات الاقتصادية وتقديم القروض لمختلف الأجل طبقا لمبدأ الشمولية، حيث يتم تقديم أكبر حجم من المنتجات الإقراضية في مجال التمويل قصير الأجل، وكان التركيز في الأعوام الأخيرة على قروض الاستغلال للمؤسسات وقروض الإستهلاك للأفراد، لكن مؤخرا تم إعادة توجيه الموارد المالية باتجاه قروض العقار والسكن. وتتكون شبكة البنوك الجزائرية من 1350 فرع مصرفي موزعة على مختلف ولايات الجزائر، ولكن مستوى التغطية ما يزال محدودا (فرع بنكي لكل 28000 نسمة في حين المعيار العالمي يجعل لكل 500 شخص فرع بنكي)، مما يؤدي إلى تكثيف العمل وضغط الطلب على البنوك العاملة من قبل مختلف العملاء.

كما يتميز النظام المصرفي الجزائري بضعف استخدام التكنولوجيا المصرفية، حيث لازال العمل المصرفي عبر الانترنت بعيد عن البنوك الجزائرية.<sup>763</sup>

لقد بدأ اهتمام الجزائر بالتوجه نحو الخدمات المالية الإسلامية منذ أوائل تسعينيات القرن الماضي عندما سمحت لبنك البركة

<sup>763</sup> عبد الحليم غربي، "تقييم تجربة الخدمات المالية الإسلامية في السوق الجزائرية وآفاقها المستقبلية"، ورقة بحثية مقدمة للندوة العلمية الدولية حول الخدمات المالية وإدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، خلال الفترة 18-20 أبريل 2010، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، ص: 5-6.

بالعمل في السوق المصرفية الجزائرية في إطار سعيها لصلاح منظومتها المصرفية والمالية كجزء من عملية الإصلاح الاقتصادي الشامل من أجل إعطاء هذه المنظومة دورها الأساسي في التنمية المستدامة، وفي هذا الصدد أصدرت الجزائر قانون النقد والقرض رقم 10/90 الصادر في 14/04/1990، والذي يُعتبر أهم تحول في النظام المصرفي الجزائري، فهو يُمثل حد فاصل بين مرحلتين مختلفتين لا سيما من خلال فتح القطاع أمام الاستثمار الخاص المحلي والأجنبي بعدما كان حكرا على الدولة.

يقتصر تقديم الخدمات المالية الإسلامية بالجزائر على بنكين إسلاميين وهما بنك البركة الجزائري ومصرف السلام، إلا أن هذه البنوك الإسلامية تواجه إشكالية في التعامل مع البنك المركزي الجزائري، إذ من المعلوم أنه توجد ثلاثة نماذج من البيئات التي تعمل بها البنوك الإسلامية في العالم من الناحية القانونية وهي:

- أ - نموذج نظام مصرفي إسلامي كامل: وهي حالة إيران، باكستان، والسودان.
  - ب - نموذج نظام ذي قوانين خاصة لمراقبة أعمال البنوك الإسلامية: مثل ماليزيا، تركيا، الإمارات، اليمن، الكويت، ولبنان.
  - ج - نموذج نظام تخضع فيه البنوك الإسلامية للقوانين المنظمة للبنوك الأخرى: وهي حالة بقية البلدان الإسلامية والعربية.
- والجزائر تدخل ضمن النموذج الأخير حيث أن القانون رقم (10/90) وتعديلاته، ينظم النقد والائتمان لعمليات جميع البنوك العاملة في الدولة، وذلك رغم الاختلاف في طبيعة العمل بين البنوك الإسلامية والبنوك التقليدية الأخرى.

## 2- المؤسسات المالية المساعدة

تتمثل المؤسسات المالية المساعدة في المؤسسات التالية:

**2-1- المؤسسات المالية الوسيطة:** يبلغ حاليا عدد المؤسسات المالية العاملة بالجزائر تسعة (9) مؤسسات موزعة بين مؤسسات مالية متخصصة وشركات تمويل تأجيري، منها: شركة إعادة التمويل الرهني، الشركة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف، الشركة العربية للإيجار المالي، المغاربية للإيجار المالي-الجزائر، سيتيلام الجزائر.<sup>764</sup>

**2-2- شركات التأمين:** يبلغ عدد الشركات التي تمارس نشاط التأمين وإعادة التأمين 16 شركة، موزعة على 7 شركات عمومية و 7 شركات خاصة وشركتين تعاونيتين (تعاضدية). يتميز قطاع التأمين في الجزائر بالاحتكار من قبل شركات التأمين العمومية (حوالي 80%)، بحيث تغيب المنافسة التي من شأنها إثراء السوق الجزائرية بمنتجات وخدمات وأساليب إدارية حديثة ومتطورة.<sup>765</sup> ومن بين الشركات الست عشر شركة واحدة فقط تسعى للعمل وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية أو ما يسمى بالتأمين التكافلي، وهي شركة "سلامة للتأمينات" إحدى فروع الشركة العربية الإسلامية للتأمين "إياك" الإماراتية ومقرها السعودية، والتي تم اعتمادها في الجزائر بتاريخ 02/07/2006، حيث استحوذت على الشركة السعودية "البركة والأمان" المنشأة في 26/03/2000. وتعتبر حاليا الشركة الوحيدة من بين شركات التأمين المتواجدة في السوق الجزائرية التي تنفرد بطرح خدمات التأمين التكافلي. وتعاني شركة "سلامة للتأمينات" من مشاكل عدة في عملها نظرا لكون قانون التأمينات الحالي لا يسمح بتقديم خدمات ومنتجات التأمين التكافلي بشكل صريح، كما أنه لا يقدم أية خصوصية لشركات التأمين التكافلي وتعامل كسائر شركات التأمين التقليدي.

<sup>764</sup> الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 13، 9 مارس 2014، الملحق الثاني: قائمة المؤسسات المالية المعتمدة إلى غاية 2 يناير 2014.

<sup>765</sup> عبد الحليم غربي، مرجع سابق، ص: 18.

### 3- المحيط القانوني الجزائري

بالنظر إلى تجربة البنوك الإسلامية في الجزائر بعد أكثر من عقدين من الإصلاحات -إذا ما اعتبرنا أن قانون النقد والقرض 90-10، والذي كان نقطة الإنطلاق للسماح للعديد من البنوك الأجنبية ومنها الإسلامية للعمل في البيئة المصرفية الجزائرية - نجد أنها متواضعة ومحدودة جدا، بحيث تقتصر إلى حد الآن على مصرفين فقط. وهذا رغم التوجه العالمي لمثل هذه الصناعة والمطالبة الدائمة من قبل الاقتصاديين والخبراء وحتى الجمهور بتجربة البديل الإسلامي ورفض التعامل بالربا. ولعل من أبرز المعوقات التي تعرقل قيام المؤسسات المالية الإسلامية في الجزائر هو افتقارها لنظام تشريعي وتنظيمي مناسب يستوعب خصوصيتها وينظم عملها. وعليه فإن هناك قصور في الجانب القانوني المتعلق بالتشريعات الخاصة بالبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، وحتى من ناحية الأدوات المالية الإسلامية، وذلك بعدم اصدار قانون خاص بالصكوك الإسلامية، حيث رفضت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)\* في تقريرها السنوي لسنة 2010 إدراج الصكوك الإسلامية (تحت مسمى السندات الإسلامية) ضمن القيم المنقولة المتداولة في السوق الجزائرية مبررة ذلك بعدم وجود سند قانوني مدني أو تجاري يحكم فكرة الملكية المقيدة (دون حق الإستعمال) وعدم وجود نظام الشركة ذات الغرض الخاص التي تقوم عليها هذه الأدوات المالية.<sup>766</sup> فإذا كانت القوانين الأنجلوساكسونية قد اعتمدت على نظام الترسد لتجسيد فكرة الصكوك ثم انتقلت إلى فكرة صناديق الاستثمار بالمشاركة في حين اعتمدت القوانين الجرمانية واللاتينية على نظام "الفيديوسي"، فإن احتجاج لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بعدم وجود نظام الملكية الجزئية بعيد جدا عن الصواب لأنّ الصكوك صدرت ومازالت تصدر في البورصة الفرنسية رغم إلغاء قانون العقود القائمة على الثقة، أما لو طبقنا المادة الأولى من القانون المدني التي تعتبر الشريعة الإسلامية مصدرا رسميا ثانيا بعد التشريع فلن نحتاج لأيّ أساس قانون لإصدار الصكوك.<sup>767</sup> وعليه فإن على السلطات المختصة في الجزائر أن تقوم بتأصيل قانون خاص من خلال مراقبة التجارب الدولية وإصدار قوانين جزائرية أصيلة.

إنّ المنظومة المالية الجزائرية المقتبسة من النظام الفرنسي تبرز بعض المفارقات حيث تمّ إدراج الصكوك الإسلامية في السوق المالية الفرنسية في حين تمّ رفضها في السوق المالية الجزائرية بحجة أنّ القانون الجزائري لا يعترف بالملكية المقيدة. أما بالنسبة لاعتراف القانون الجزائري بالشركة ذات الغرض الخاص، فحسب القانون رقم 05/06 المتضمن توريق القروض الرهنية الذي ينص على ما يلي: "تسمى "مؤسسة التوريق" وهي هيئة لها صفة مالية تقوم بعمليات التوريق في سوق الأوراق المالية"، حيث تضمّن الفصل الثاني من القانون المذكور أحكام إصدار الأوراق المالية عن طريق هذه المؤسسة (المواد 3-7)، كما تعرّض الفصل الثانیلی تنازل المؤسسة المتنازلة عن القروض على هيئة التوريق (المواد 8-21)، وأخيرا العقوبات المفروضة على مسؤولي هيئة التوريق (المادة 25). فإنّ مؤسسة التوريق ما هي إلا شركة ذات غرض خاص أنشئت في إطار توريق القروض الرهنية، ممّا يعني الاعتراف الرسمي للقانون الجزائري بوجود مثل هذا النوع من الشركات.

بناء على ما سبق يمكن القول أن المحيط المالي والقانوني الجزائري غير مهيب حاليا بشكل مناسب لاحتضان بورصة أوراق مالية إسلامية، وهذا يحتاج إلى توافر مجموعة من المتطلبات تتمثل فيما يلي:

- تقنين العمل المالي الإسلامي:<sup>768</sup> وذلك من خلال سن قانون مصرفي خاص وقانون التكافل الإسلامي، يتناول كل منهما ما يتعلق بالبنوك الإسلامية وشركات التكافل من أحكام إنشائها والرقابة عليها، مما سيوفر الإطار التشريعي المناسب لتنظيم عملها بما

\* اختصار لكلمة: Commission d'Organisation et de Surveillances des Opérations de Bourse

<sup>766</sup> لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها السنوي 2010، ص: 25.

<sup>767</sup> برحاييلة بدر الدين، "إدراج الصكوك الإسلامية في القانون الجزائري"، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية: آليات ترشيد الصناعة

المالية الإسلامية، يومي 8 و9 ديسمبر 2013، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بعنابة، الجزائر، ص: 27.

<sup>768</sup> عبد الحليم غربي، مرجع سابق، ص: 30-31.

يتفق ومتطلبات الإقتصاد الوطني، ولتحقق ذلك يجب القيام بمجموعة من الإجراءات أهمها ما يلي:

○ إدراج ملف العمل المالي الإسلامي ضمن ملفات إصلاح المنضومة المصرفية والمالية، ومنحه الأولوية ضمن برنامج إصلاح الإقتصاد الجزائري.

○ تأسيس لجنة مكونة من خبراء في الاقتصاد وفقه المعاملات المالية وقانونيين ومصرفيين، لإعداد قانون العمل المصرفي الإسلامي وقانون التكافل أو التأمين الإسلامي وقانون سوق الأوراق المالية الإسلامية.

- تأهيل الموارد البشرية: إن تهيئة المحيط المالي لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية يتطلب زيادة عدد المؤسسات المالية الإسلامية في الجزائر، وهذا يعني الحاجة إلى مزيد من الموارد البشرية المؤهلة للقيام بأعمال الخدمات المالية الإسلامية، وهذا يتحقق من خلال إنشاء مدارس ومعاهد متخصصة لتكوين الإطارات المؤهلة للعمل في مثل هذه المؤسسات، وفتح تخصصات في المالية الإسلامية في الجامعات، وكذا من خلال البرامج التدريبية والدورات التأهيلية.

- تأسيس الهيئات المحلية الداعمة:<sup>769</sup> بعد أن تقوم المؤسسات المالية الإسلامية بتنشيطها في الجزائر، يمكنها أن تتعاون فيما بينها ومع الحكومة الجزائرية والوزارات القطاعية ذات الصلة على استكمال دورها بإنشاء هيئات أخرى لها مهام محددة، بهدف توفير الدعم اللازم للمالية الإسلامية في الجزائر، وزيادة حجم سوق خدماتها، بما يعزز قدرتها التفاوضية تجاه الهيئات الرسمية، ومن أهم هذه الهيئات: هيئة عليا للفتوى والرقابة الشرعية، محكمة مالية، مجلس أعلى للمالية الإسلامية، هيئة للحكومة وإدارة المخاطر، مركز للهندسة المالية الإسلامية.

#### المطلب الثاني: التعريف ببورصة الجزائر وأدائها

في ظل انتقال الجزائر إلى اقتصاد السوق، أصبحت البورصة أداة ضرورية، فهي تعتبر وسيلة جديدة من وسائل تمويل الاقتصاد وبذلك يتدعم نظام التمويل دون التقليص من أهمية التمويل المصرفي. عن بورصة الجزائر تعمل وفق أسس مالية تقليدية وهي بذلك لا تعمل وفق أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وإن الأدوات المالية المتداولة فيها تقليدية وغير خاضعة لأية ضوابط شرعية. وسيتم في هذا المطلب التعرف على بورصة الجزائر من خلال التطرق إلى نشأتها، الأدوات المتداولة فيها، وأدائها خلال الفترة (2010-2014).

#### 4- نشأة بورصة الجزائر

برزت فكرة السوق المالية في الجزائر إثر الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها عام 1987 و دخلت حيز التطبيق عام 1988 وفي نفس السنة صدرت عدت قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة وبعدها صدر القانون المتعلق بالنقد والقرض سنة 1990 ليرسخ أهمية إنشاء السوق المالية وفي سنة 1993 صدر المرسوم الشرعي رقم 10/93 المؤرخ في 23-05-1993 يقضي بإنشاء بورصة القيم المنقولة بالجزائر، لتتولى بعدها عدة مراسيم تنفيذية وتشريعية تتعلق كلها بتنظيم بورصة القيم المنقولة، فقد صدر عام 1996، مرسوم تنفيذي تضمن تعيين رئيس لجنة تنظيم عملية البورصة مراقبتهم، وفي نفس السنة صدر من طرف اللجنة السابقة نظام متعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، و واجباتهم و مراقبتهم لتظهر البورصة سنة 1997 وسبب تأخير مشروع إنشائها رغم صدور قانون إنشائها دعم صدور قانون إنشاء البورصة في 1993 يعود إلى الظروف الدقيقة التي كانت تمر بها الجزائر، إضافة إلى إن الجزائر كانت ملزمة بتطبيق برنامج البنك الدولي وذلك حسب ما أكده المدير العام

<sup>769</sup> نفس المرجع السابق، ص: 31.

للبورصة إسماعيل نور الدين وفي عام 1998 ظهرت مؤشرات إيجابية عن الأوضاع المالية في الجزائر، إذ تمكنت الحكومة من تحقيق التوازنات الكبرى لاسيما على صعيد المديونية وميزان المدفوعات الخارجية خرجت من فوهة الفوائد و التقلبات الحادة في سعر صرف الدينار، وشهدت الأوضاع حالة مستقرة في هذين المجالين، هذا المناخ المواتي سمع بوضع الأمور في نصابها فبدأت الخطوات الأولى لقيام البورصة وتحدد المتدخلين في السوق المالية، على خط مواز شكلت الحكومة في بداية 1997 لجنة مراقبة البورصة وتأسيس شركة بورصة الجزائر في منتصف 1997 بمساهمة من البنوك الحكومية وشركات التأمين إضافة إلى مصرف خاص واحد هو البنك المتحد وفي نوفمبر 1997 انجز القانون العام للبورصة وتحددت آليات قبول الشركات و عمليات التسجيل وذلك بالتعامل مع شركة كندية. وقد باشرت بورصة الجزائر نشاطها في 13 سبتمبر 1999، حيث تقوم حصة واحدة للتسعير كل يوم اثنين من الساعة 9 إلى 10 وذلك لمحدودية نشاط البورصة بقلّة عدد الشركات المسجلة فيها .

وبالتالي يمكن أن نميز ثلاثة مراحل أساسية وحاسمة في تاريخ البورصة الجزائرية وهي:

- المرحلة الأولى 1990-1992: في هذه المرحلة اتخذت الحكومة عدة إجراءات بعد أن حصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلالها وكذلك إنشاء صناديق المساهمة وأنشئت شركة القيم المنقولة ومهمتها تشبه إلى حد بعيد مهمة البورصة في الدول العظمى. لقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق الاستثمار الثمانية. أما رأسمالها يقدر بـ 320000 دينار يدير الشركة مجلس إدارة تتكون من 8 أعضاء . كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة.

- المرحلة الثانية 1992: لقد مرت الشركة بفترة حرجة ناجمة عن ضعف رأسمالها الاجتماعي والدور الغير واضح الذي يجب أن تلعبه في فبراير 1992 رفع رأسمال الشركة إلى 932000 دينار كما أن اسم الشركة تغير وأصبحت بورصة الأوراق المالية عوض شركة القيم المنقولة.

- المرحلة الحالية: يتميز بوجود نص قانوني ينظم البورصة وهو المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413هـ الموافق لـ 23 مايو سنة 1993 المؤسس لبورصة القيم المنقولة. وبعد أن كانت صناديق المساهمة هي التي تمتلك أسهم الشركات، دخلت الجزائر مرحلة الخوصصة وأصبح الأفراد بإمكانهم اقتناء أسهم المؤسسات.

## 5- الأدوات المالية المتداولة في بورصة الجزائر

تقبل في بورصة الجزائر صنفين من الأوراق المالية في جدول التسعيرة وهما:<sup>770</sup>

1-2- أوراق رأس المال: أسهم عادية، وأسهم التمتع، أسهم مجزأة إلى شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت.  
2-2- أوراق الاقتراض: أوراق المساهمة، السندات العادية، والأوراق المهجينة وهي السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، والسندات المرفقة بأذن الاكتتاب.

وحاليا تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة الجزائرية سوقاً لسندات رأس المال وسوقاً لسندات الدين، وفقا لما يلي:<sup>771</sup>

أ- تتكون سوق سندات رأس المال من:

- السوق الرئيسية: الموجهة للشركات الكبرى. ويوجد حالياً أربع (04) شركات مُدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، وهي:
- مجمع صيدال: الناشط في القطاع الصيدلاني.
- مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي: الناشطة في قطاع السياحة،
- أليانس للتأمينات، الناشطة في قطاع التأمينات،

<sup>770</sup> الأمر رقم 75-79 المؤرخ في 26-09-1975 المعدل والمتمم من القانون التجاري الجزائري.

<sup>771</sup> موقع بورصة الجزائر : SGBV.DZ، تاريخ الإطلاع : 2015/07/16.

- أن - سي - روية: الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية.

- **سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة**، وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 يناير 2012، المعدل والمتّم للتّظام رقم 03-97 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلّق بالتّظام العام لبورصة القيم المنقولة.<sup>772</sup> ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدراً بديلاً للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق مُحكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم.

ب- تتكون سوق سندات الدين من:

- **سوق سندات الدين** التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهياكل الحكومية والدولة. ويوجد سند واحد مدرج في تسعيرة هذه السوق، و هو خاص بمجموعة "دهلي" التي من المقرر أن يجل تاريخ استحقاق سندها في سنة 2016.

- **سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT)** المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. وتأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حالياً 26 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي أكثر من 400 مليار دينار جزائري. ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات إستحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاماً، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

**6- أداء بورصة الجزائر**

تعد بورصة الجزائر منذ إنشائها سنة 1997 أصغر بورصة في منطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا برأس مال لا يتعدى 13 مليار دينار جزائري أي أقل من 0.01% من الناتج الداخلي الخام للبلاد من خلال 4 مؤسسات مدرجة فيها، وهو رقم ضئيل جداً رغم السيولة النقدية الهائلة. فمنذ فترة طويلة تتشابه سوق الأسهم في الجزائر مع اقتصاد البلاد، من حيث كثرة القيود التنظيمية وضعف القدرات التنافسية وتراجع الأداء بالنسبة للإمكانيات الاقتصادية، حيث تذبذب الجزائر الترتيب العالمي لمقياس كفاءة أسواق المال، الذي يندرج في إطار تقرير المنافسة الدولية، الصادر عن المنتدى الاقتصادي العالمي لعامي 2013-2014، حيث تحتل المرتبة 143 من أصل 148 دولة نظراً للغيب شبه التام للبورصة الجزائرية في تمويل نشاطات الاقتصاد الوطني.<sup>773</sup>

ويمكن عرض نشاط بورصة الجزائر خلال السنوات الأخيرة في الجدول التالي:

**جدول رقم (5-7): نشاط بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2014**

2014	2013	2012	2011	2010	
81.411.969	49.120.038	36.147.993	185.133.042	12.035.448	قيمة التداول (دج)
90111	120681	49471	231997	27420	حجم التداول
14.79	13.82	13.03	14.96	7.9	الرسملة (مليار دج)
4	4	2	2	2	عدد الشركات المدرجة

**المصدر:** تم إعداد الجدول بناء على الوثائق التالية: COSOB, Rapports Annuels des années de 2010 à 2014. من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أنه حدثت قفزة نوعية سنة 2011 في كل من قيمة التداول، حجم التداول، والرسملة، حيث ارتفعت قيمة التداول من 12 مليون دج إلى ما يفوق 185 مليون دج، بينما تنخفض بشكل كبير سنة 2012 لتصل إلى حوالي 36 مليون دج، ثم تستمر على وتيرة متزايدة لتصل سنة 2004 إلى 81 مليون دج. أما بالنسبة للشركات المدرجة في بورصة

<sup>772</sup> صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012، موقع بورصة الجزائر : SGBV.DZ.

<sup>773</sup> محمد سيدمو، "البورصة الجزائرية في آخر الترتيب العالمي"، جريدة الخبر، 2013/10/29.

الجزائر فإن عدها بقي منخفضاً منذ نشأتها إلى اليوم فحو لم يتجاوز الأربعة.

### المطلب الثالث: سيناريوهات إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية في الجزائر

إن ضعف نشاط بورصة الجزائر الملاحظ في المطلب السابق قد يكون حافزاً للتوجه نحو الأدوات المالية الإسلامية لاستقطاب المستثمرين الممتنعين عنها لأسباب دينية، وهذا يضع أمام السلطات المعنية سيناريوهات متعددة سيتم طرحها في هذا المطلب مع الإشارة إلى السيناريو الأنسب حسب رأي الباحثة. وعليه سيتم عرض ثلاث سيناريوهات رئيسية تتمثل أولاً في إنشاء نافذة إسلامية في بورصة الجزائر التقليدية، وثانياً في تحويل هذه الأخيرة إلى بورصة إسلامية بشكل كلي، وثالثها في إنشاء بورصة إسلامية منفصلة عن بورصة الجزائر الحالية.

#### 1- إنشاء نافذة إسلامية في بورصة الجزائر

يمكن أن تتخذ السلطات المشرفة على بورصة الجزائر قرار تقديم بعض المنتجات والخدمات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، من خلال تصميم نافذة بهذا الخصوص، مع استمرارها في تقديم الأعمال والأنشطة المعتادة، ومن أبرز دوافع هذا الشكل من التحول هو المحافظة على العملاء الحاليين وجذب المزيد من العملاء، ويمكن للبورصة التقليدية أن تقدم منتجاتها الإسلامي الجديد على عدة أشكال :

**1-1- نافذة إسلامية (شكلية) دون فصل:** وذلك بعدم تخصيص بورصة الجزائر الحالية، حيزاً مكانياً للنافذة الإسلامية داخل البورصة المتحولة، بتقديمها للخدمات والمنتجات المالية الإسلامية جنباً إلى جنب مع الخدمات والمنتجات المالية التقليدية ودون الفصل الحقيقي بينهما، سواء كان في الحيز الجغرافي، أو في الهيكل الوظيفي أو الإداري أو المالي، وبذلك تعود إيرادات الخدمات الإسلامية إلى ميزانية بورصة الجزائر، وهذا الشكل من أسوأ الأشكال ولا تنصح به الباحثة، لأن الرغبة فيه للمحافظة على الحصة السوقية وتوسيعها وتحقيق المزيد من الأرباح، هي ما يقف خلف هذا الشكل من التحول دون الجدية في إلزام أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، الأمر الذي لن يكتسب مصداقية المستثمرين في البورصة.

**1-2- نافذة إسلامية مع فصل نسبي:** وذلك بتخصيص بورصة الجزائر الحالية، حيزاً مكانياً للنافذة الإسلامية داخل البورصة المتحولة، لتقديم الخدمات والمنتجات الإسلامية، مع استمرارها في تقديم الخدمات والمنتجات التقليدية وتوابعها، مع الفصل الوظيفي دون الفصل الإداري والمالي، وقد يشكل لذلك هيئة رقابة شرعية لها مهامها الخاصة، وهذا الشكل سيء أيضاً لكنه دون الشكل السابق، لتمييزه بالفصل المكاني والوظيفي.

**1-3- نافذة إسلامية مع فصل شبه كلي:** وذلك بتخصيص بورصة الجزائر الحالية، حيزاً مكانياً للنافذة الإسلامية خارج البورصة المتحولة، وهذا الشكل يعني الفصل في الحيز المكاني، والوظيفي، دون الفصل المالي والإداري، ولا يتصور الفصل المالي في هذه الحالة لأن عوائد البورصة الإسلامية لا يشوبها مخالفات شرعية، وتتبع النافذة الإسلامية في ذلك لإدارة وملكية لبورصة الجزائر الحالية، وهذا يعني أن إدارة البورصة قد إتخذت قرار تقديم الخدمات والمنتجات الإسلامية خارج المقصورة، مع تحويل عوائدها لميزانية البورصة التقليدية، ولعل ذلك في تأسيس (فرع أو بورصة مصغرة) جديدة تقوم هي بإنشائها لهذا الغرض، مع تشكيل هيئة رقابة شرعية لها مهامها الخاصة، وهذا الشكل أفضل من سابقه، لكنه يبقى دون التحول الكلي، لأنه يتبع ملكية وإدارة بورصة الجزائر التقليدية.

#### 2- تحويل بورصة الأوراق المالية التقليدية إلى إسلامية كبديل عن الإنشاء

إن بورصة الجزائر تعمل تحت إدارة وملكية القطاع العام، وعليه فإن قرار تحويلها إلى بورصة إسلامية يتوقف على الجهات

الرسمية القائمة عليها وهي، ولا يملك ذلك أحد من المسؤولين والإداريين داخل البورصة. ويمكن أن يتخذ قرار التحول في هذه الحالة بالشكلين التاليين:

**2-1- الشكل الأول:** التحول التبعي لقرار تحول النظام السياسي بأكمله للعمل وفق أحكام الشريعة، ومثال ذلك: تحول الإقتصاد ككل للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية مثل ما حدث بقرارات سيادية في كل من إيران عام 1980، وباكستان عام 1981، والسودان عام 1990. ويحدث هذا عندما تكون هناك رغبة جادة في التزام أحكام الشريعة الإسلامية، وتعد الخلفية الدينية من أبرز دوافع هذا التحول.

**2-2- الشكل الثاني:** التحول الجزئي للبورصة وحدها دون تحول كامل النظام، وذلك لأسباب إقتصادية صادرة عن دراسات جدوى عملية التحول ومساهمتها في رفع معدلات التنمية بشكل عام، وتحقيقها مزيداً من الأرباح بشكل خاص. وفي هذه الحالة تُعد فرص تحول بورصة الجزائر إلى بورصة إسلامية محدودة جداً بسبب محدودية مصدر التحول المرتبط عضويًا بالقطاع العام وحده، إلا إذا قررت الجهات الرسمية إنشاء عدد من البورصات أو خصخصة البورصة.

إن الشكل الشرعي السليم للتحول النهائي هو الشكل الكلي، ولا يجوز العدول عنه للعمل وفق أحد أشكال التحول الجزئي النهائي إلا في إطار الضرورة القانونية، وليس في إطار الإرادة الذاتية، لأنه مشتمل على المخالفات الشرعية، والمفاسد والسلبات التي قد تسيء إلى الإسلام أكثر مما تحسن إليه.

إن سيناريو تحويل بورصة الجزائر إلى بورصة إسلامية قد تواجهه عدة معوقات تتمثل أهمها في عدم قناعة الجهات الرسمية بجدوى التحويل من الناحية الإقتصادية، وذلك أن من أهم شروط التحول الشرعية هو منع إدراج وتداول السندات (العامة والخاصة) في البورصة، وهذا يعني بالنسبة للجهات الرسمية إلغاء أو صعوبة إصدار وتداول مثل هذه السندات، وبالتالي عدم الإستفادة من وظائفها الهامة، المتمثلة في توفير السيولة المطلوبة، والتحكم الكمي بالإئتمان في سوق النقد. كما أن منع إدراج الأسهم غير المتوافقة شرعياً في البورصة الإسلامية يعني بالنسبة للجهات الرسمية إلغاء أو صعوبة إصدار وتداول هذه الأوراق، أي تحجيم عمل الشركات الحيوية وعلى رأسها البنوك التجارية وشركات التأمين.

بالإضافة إلى ما سبق فإن خيار التحويل تترتب عنه عدة مشاكل مهنية وفنية منها:

- إمكانية التطهير أي التخلص من الموارد غير المشروعة.  
- التخلي عن الشركات التي أنشطتها غير متوافقة مع أحكام الشريعة والتي كانت مدرجة قبل التحول، والتي لا تريد الخضوع للمعايير الشرعية الجديدة.

- سحب الرخص من الوسطاء غير الملتزمين بالمعايير الشرعية، إن لم يوافقوا على المعايير الجديدة.

#### **4- إنشاء بورصة إسلامية منفصلة عن بورصة الجزائر الحالية**

يرى بعض الخبراء أن فصل البورصة الإسلامية عن التقليدية لما تحتاجه من معايير خاصة وكوادر مؤهلة بطريقة تحدم هذا التوجه، يجعل الفصل هو الخيار الأفضل، مع إمكانية عمل البورصتين تحت سقف واحد مع فصل التعاملات، وهذا يمنح للمستثمرين مزيداً من الطمأنينة. إلا أننا نرى أن إنشاء بورصة إسلامية تعمل جنباً إلى جنب مع بورصة الجزائر التقليدية يستدعي مواجهة العديد من المعوقات التي يمكن أن تؤخر من إنجازها، والتي يمكن ذكر أهمها فيما يلي:

- رفض طلب الترخيص لإنشاء بورصة إسلامية: إن النظام الرسمي الحاكم في الجزائر يتمسك ببعض المؤسسات المالية، فلا يسمح بخصصتها، مثل البنك المركزي وبورصة الأوراق المالية، نظراً لأهميتها وحساسية الدور الذي تؤديه، ولكون هذه المؤسسات تمثل مداخل حقيقية لتغيير عناوين أدبية للنظام الإقتصادي المعمول به. وتتمثل الأسباب المبدئية في رفض فكرة الإنشاء من أساسها، على اعتبار عدم رغبة الجهات الرسمية بأية نشاطات إقتصادية أو غير إقتصادية، تحمل الصبغة الدينية أو الإسلامية.

- إن عدم توفر أكثر من بورصة واحدة في كل دولة من أنحاء العالم العربي والإسلامي، وبعضها لا يوجد فيها بورصة حتى اللحظة،

مما يصعب على أصحاب الأصول المالية الاختيار بين أكثر من بورصة.

ويمكن في هذه الحالات من الرفض اقتراح الحلول التالي:

- تخصيص السوق الرسمية لبورصة الأوراق المالية المنظمة للخدمات والمنتجات المالية الإسلامية، وجعل السوق غير المنظمة للخدمات والمنتجات المالية التقليدية خاصة، وبذلك يمكن السماح لجميع أنواع الأدوات المالية (التقليدية والإسلامية) بالإصدار والتداول، وكل في سوقه.

- السماح بفتح نافذة تقليدية داخل البورصة الإسلامية المنشأة، أو الأشكال الأخرى ضمن الممكن، على اعتبار أن أي شكل من أشكال التحول الجزئي سيبقي على النوعين من الخدمات والمنتجات المالية (التقليدية والإسلامية) بما يؤدي إلى تعايش بين سوقين، الأمر الذي لن يؤدي إلى رفض الفكرة كاملة من الجهات الرسمية.

وأخيراً على الجهات الساعية لاستصدار الترخيص القانوني أن تتمتع بالمرونة الكافية لتوفير المظلة القانونية لإنشاء البورصة الإسلامية، وإن الموافقة على إصدار قانون يقضي بجواز إنشاء بورصة تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية بأي شكل من الأشكال، قد يعد إنجازاً وخطوة على طريق التغيير المحلي، نظراً لعلاقة البورصة تاريخياً بالقطاع العام، ولوحدانية البورصة في معظم بلاد العالم، بدلاً من استمرار البورصة بالعمل المخالف لأحكام الشريعة وابتكار المزيد من أدوات الهندسة المالية التقليدية التي تحتوي على الكثير من المخالفات التي تحرف البورصة عن وظيفتها الأساس، وبهذه الخطوة يمكن تحجيم كل ما هو مخالف لأحكام الشريعة الإسلامية، وترشيد الإستثمار والمستثمرين بثقافة إستثمارية حقيقية، وتغليب ما هو متفق وأحكام الشريعة الإسلامية، فضلاً عن اكتساب الخبرات العملية الهامة لتأسيس بورصة أوراق مالية إسلامية مستقبلية.

#### خلاصة الفصل الخامس

استفاد السودان من تجارب الدول التي سبقته في مجال تحويل نظامه الاقتصادي من الاقتصاد الربوي إلى الاقتصاد الإسلامي، إلا أنه امتاز على تلك الدول بأنه الدولة الأولى والوحيدة التي نص قانونها على أن تعمل البورصة فيها وفق أحكام الشريعة الإسلامية، فهي لا تسمح بأي نوع من التبادل لا يتفق مع الصيغ الإسلامية كالبيع الآجل، وعقود الخيارات، والعقود الأخرى التي تتسم بالغرر والجهالة. وللسوق هيئة رقابة شرعية عليا تختص بالرقابة على أعمال السوق والتأكد من التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية.

تميزت سوق الخرطوم للأوراق المالية بابتكار أدوات مالية إسلامية متمثلة أساساً في الصكوك الحكومية (أهمها شهامة، شمم، صرح، شهاب)، والتي ساهمت بشكل كبير في دعم الاقتصاد السوداني. إلا أن عدم توفر بعض الشروط الضرورية الواجب تحقيقها عند إصدار وتداول هذه الأدوات جعلها محل انتقادات عديدة أبرزها عدم تحقق شرطي الإفصاح والشفافية المتعلقة ببعض الجهات المصدرة للصكوك والمشاريع التي تضمنتها، بالإضافة إلى الجدل الفقهي حول شبهة الربا التي مست بعض الصكوك. أما بالنسبة لباقي أركان سوق الخرطوم للأوراق المالية فلكل ركن سجلنا بعض المخالفات التي نوصي بتصويبها، ولعل أهمها إنشاء هيئة قانونية للإشراف على السوق من الناحية المهنية والفنية.

أما بالنسبة لدولة الإمارات العربية المتحدة فتسعى إلى جعل إمارة دبي عاصمة الاقتصاد الإسلامي عالمياً، ولهذا الغرض شرعت في إصدار معايير شرعية لإصدار وتداول الأسهم والصكوك، وتسعى إلى إعداد معيار للتحوط كذلك، مما سمح بفتح نافذة إسلامية على مستوى سوق دبي المالي. حيث يعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي يطرح للاكتتاب العام إقليمياً، كما أنه يعلن عن كونه أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية<sup>\*</sup>، إلا أنه ثبت من خلال هذا الفصل أنه يسمح بتداول أدوات مالية تقليدية غير مشروعة كالسندات الربوية وأسهم البنوك الربوية والتمويل بالهامش، مما جعلنا نعتبره فتح نافذة للراغبين في الاستثمار الحلال من

\* وذلك من خلال الكيبيات التعريفية بسوق دبي المالي، وفي الملحق رقم (2-5) أدرجنا نسخة عن الصفحة التي تم فيها هذا الإعلان.

خلال توفير أدوات مالية إسلامية منضبطة مع المعايير الشرعية التي حددتها هيئة الفتوى والرقابة الشرعية للسوق، ولكن المستثمرين غالبا ما يجدون صعوبات في إيجاد الاستثمارات المشروعة ومن ذلك تغير قائمة الشركات المتوافقة مع الشريعة كل ثلاثة أشهر نظرا لمراجعة قوائمها المالية دوريا وإقصاء أو إدراج شركات أخرى.

وفي آخر الفصل تمت دراسة مدى جاهزية المحيط المالي والقانوني لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية في الجزائر، وبينت الدراسة أنه هناك تأخر كبير في سن القوانين والتشريعات الخاصة بالأدوات المالية الإسلامية ناهيك عن البنوك الإسلامية. إلا أن ضعف نشاط بورصة الجزائر وعدم فاعليتها الإقتصادية قد يضع الجزائر أمام بعض السيناريوهات التي قد تكون المنقذ لبورصة الجزائر ووسيلة لإنعاشها، وهذا يتطلب اقتناع السلطات المعنية بهذا التوجه الإسلامي.

## الخاتمة العامة

## الخاتمة العامة

لقد تم من خلال هذا البحث تحديد شروط إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية، معتمدين في هذه الدراسة على نظريات الأسواق المالية التقليدية من جهة ونظريات الاقتصاد الإسلامي من جهة أخرى، وعلى الجانب التطبيقي لبورصة الخرطوم للأوراق المالية في السودان وسوق دبي المالي في الإمارات، مع الإشارة إلى إمكانية تطبيق هذه التجارب على بورصة الجزائر.

لقد تم التعرف على طبيعة الأسواق المالية التقليدية منذ نشأتها إلى غاية ظهور الأسواق المالية الإسلامية، حيث تمت المقارنة بينهما من كل الجوانب (الأدوات، المؤسسات، السياسات)، والتي بينت أن السوق المالي التقليدي قد يشترك مع السوق المالي الإسلامي في بعض الأهداف والأسس التنظيمية، ولكنه يختلف عنه في المبادئ والأسس الشرعية. كما تم التوصل إلى أن السوق المالي الإسلامي لازال تنقصه بعض الأسس التنظيمية وعلى رأسها بورصة الأوراق المالية الإسلامية التي نحاول دراسة شروط إنشائها من خلال هذا البحث. ولعل أول ما يجب الاهتمام به هو تحقق الشروط الاقتصادية والقانونية والاجتماعية الضرورية لتهيئة المحيط المناسب لاحتضان مثل هذه البورصة الإسلامية.

لذلك حاولنا وضع تصور لمهية بورصة الأوراق المالية الإسلامية وآلية عملها في الفصل الأول من هذا البحث، من خلال وضع مبادئ خاصة ببورصة الأوراق المالية الإسلامية تميزها عن نظيرتها التقليدية، حيث تستمد هذه المبادئ من قيم الاقتصاد الإسلامي، وهذا ما يجعلها تمتاز بوظائف ذات أهمية بالغة من أبرزها تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية التي تسعى إليها جل دول العالم. ولكي تؤدي هذه البورصة الوظائف المنوطة بها يجب تسيير عملها وفق آليات محكمة التنظيم ومؤشرات تسمح بقياس

آدائها وكفاءتها. ومن أبرز ما جاء به هذا الفصل هو ضرورة قياس الكفاءة الشرعية لبورصة الأوراق المالية الإسلامية إضافة على ما اعتدنا على قياسه من كفاءة تشغيلية وكفاءة تسعيرية.

وبعدما تم التعرف على المبادئ العامة التي يجب أن تقوم عليها بورصة الأوراق المالية الإسلامية، عرض الفصل الثاني النماذج التي يمكن أن تقوم عليها إدارة هذه البورصة مع اعتبارنا أن إسناد إدارة وتسيير البورصة إلى شركة مساهمة خاصة تحت إشراف حكومي، فيه من الضمانات ما يتلاءم والمحافظة على المصلحة العامة بما يساهم ومواكبة بورصة الأوراق المالية الإسلامية للتحويلات الاقتصادية والمالية التي تعرفها عبر العالم. بالإضافة إلى ذلك قمنا بوضع الشروط الضرورية التي يجب أن تتحقق في إدارة هذه البورصة، والتي تم تصنيفها إلى ثلاثة أنواع (شرعية، مهنية، وفنية)، كما تم التوصل من خلال هذا الفصل إلى أن إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية يتطلب توفر هيئة رقابة شرعية مركزية مستقلة عن البورصة وذات قرارات ملزمة لها تشرف عليها في جميع أعمالها، وتعمل بالتنسيق مع هيئة رقابة قانونية التي تعتبر بدورها ضرورية لمراقبة سير عمل البورصة ومدى تطبيقها للقوانين التي تخضع لها.

ومن خلال الفصل الثالث تم تحديد مجموعة من الأدوات المالية التي يمكن إصدارها وتداولها في بورصة الأوراق المالية الإسلامية المراد إنشاؤها، وتمثل أهمها في أسهم الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وصكوك الاستثمار الإسلامية، بالإضافة إلى العقود التي يتم من خلالها تداول هذه الأدوات، مع الإشارة إلى إمكانية الإفادة من الأدوات المالية غير المشروعة والتي يتم تداولها في بورصة الأوراق المالية التقليدية من خلال إعادة تكييفها فقها أو إنشاء البدائل التي يمكن أن تؤدي وظيفتها، كما هو الحال بالنسبة للسندات الربوية والعقود الآجلة. وبما أن المضاربة في البورصة ضرورية لتنشيطها إذا تمت بوسائل مشروعة، قد تكون مسببة لهدمها إذا تمت بوسائل غير مشروعة، ولذلك تم من خلال هذا الفصل وضع شروط المضاربة المشروعة التي يمكن السماح بها في بورصة أوراق مالية إسلامية، والتي من أهمها جعل فاصل زمني بين عملية البيع والشراء لنفس الأداة من نفس المتعامل قد يكون يومين أو ثلاثة، وتبني أنظمة رقابة متطورة تكشف التلاعبات غير الشرعية للمضاربين.

إن إصدار وتداول الأدوات المالية الإسلامية التي تم عرضها في الفصل الثالث يتطلب خضوعها لشروط شرعية تجعلها منضبطة مع أحكام الشريعة الإسلامية، ولتحقق هذه الشروط يجب إخضاع هذه الأدوات لشروط مهنية وفنية تحول الشروط الشرعية إلى إجراءات عملية.

وفي الفصل الرابع تبين أن إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية يتطلب انضباط جميع الأطراف المتدخلة فيها بشروط شرعية تتبعها شروط مهنية وفنية أغلبها ضرورية لتحقيق الشروط الشرعية. إن أهم طرف متدخل في هذه البورصة هي الجهات المصدرة للأوراق المالية الإسلامية وعلى رأسها شركات المساهمة، والتي يشترط أن تكون أنشطتها الأساسية والغرض من إنشائها مباحا. ولقد ثار الجدل حول قبول الشركات المختلطة -أي التي تكون أنشطتها الأساسية والغرض من إنشائها مباحا ولكنها تمارس في أنشطتها عمليات غير مشروعة كالإقراض والافتراض الربوي- في بورصة الأوراق المالية الإسلامية، حيث وضع بعض الخبراء نسب قصوى يعتمد عليها في تحديد الشركات المختلطة المقبولة في مثل هذه البورصة مع إلزامية تطهير الجزء المحرم من الدخل الذي تم الحصول عليه نتيجة هذه العمليات غير المشروعة. إلا أن الباحثة قامت بالتفصيل في هذا الشرط بحيث أضافت شرط توفر الحاجة لمثل هذه الشركات لقبولها، وهذا في حالة ما إذا كان الاقتصاد الذي تعمل فيه البورصة الإسلامية غير إسلاميا، ومع ذلك وجب وضع نسبة معينة لعدد الشركات المختلطة لا يمكن تجاوزها بحيث لو تعدتها تنتفي الحاجة وتزول، أما في حالة كون البورصة الإسلامية تعمل في ظل اقتصاد إسلامي فإن مثل هذه الشركات غير مقبولة بتاتا فيها.

وبالنسبة للطرف الثاني المتدخل في بورصة الأوراق المالية الإسلامية فيتمثل في الوسطاء الذين ينظمون عمليات تداول الأدوات المدرجة في هذه البورصة بواسطة أوامر يوجهها المستثمرون لهم بيعا وشراء مقابل عمولة، حيث يجب أن تكيف العلاقة فقها بين الوسطاء والمستثمرين في البورصة الإسلامية كعقد وكالة بأجر أو جعالة أو إجارة مع عدم إلزامهم بنوع عقدي معين وعدم تحديد

العمولة (إلا للضرورة) وفتح المجال للمنافسة بين الوسطاء، بالإضافة إلى التزامهم بممارسة أعمالهم وفق أحكام ومبادئ الشريعة من خلال تطبيقهم لشروط شرعية معينة من جهة، وشروط مهنية وفنية تؤهلهم للقيام بالأدوار المنوطة بهم.

أما الطرف الثالث فهم المستثمرون الذين بدوهم لا تنشط بورصة الأوراق المالية الإسلامية ولا يمكن لها أن تؤدي وظائفها التي أنشئت من أجلها، إلا أن توازن هذه البورصة وتحقيق أهدافها مرتبط بسلوك هؤلاء المستثمرين، الذين قد تتنوع تدخلاتهم في البورصة ما بين مستثمرين مؤسسين، مستثمرين مضاربين، ومستثمرين مطلعين وغير مطلعين، لذلك وجب تأهيل المستثمرين النظاميين فيها، وضبط سلوك هؤلاء من خلال إلزامهم بمجموعة من الشروط التي يجب أن يخضعوا لها تتمثل أهمها في تحليهم بالسلوك الراشد والابتعاد عن الغبن والاحتكار والنجش والخلافة والتغريب وغيرها من المخالفات الشرعية المفسدة للعقود. ولضبط هذه المخالفات وتجنب وقوعها في بورصة إسلامية وجب تحقق شروط مهنية وفنية تحقق ذلك من مثل وضع برامج إلكترونية لمراقبة ورصد هذه المخالفات، مع وضع قوانين رادعة لممارسي هذه المخالفات.

وكان الهدف من الفصل الخامس دراسة تجارب بعض الدول العربية في مجال إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية مع الإشارة إلى إمكانية إنشاء هذه الأخيرة في الجزائر. ونظرا لقلّة هذه التجارب خصت الدراسة تجربة سوق الخرطوم للأوراق المالية في دولة السودان، وتجربة سوق دبي المالي في دولة الإمارات العربية المتحدة، على اعتبار أنهما السوقان العربيان الوحيدان اللذان يعلنان في قانونيهما الأساسيين أنهما يعملان وفقا لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، حيث قمنا في هذا الفصل بتقييم كل من السوقين من خلال مدى توافق الشروط المحددة في الجزء النظري مع ما يتبناه هاذان السوقان.

ويمكن إنجاز أهم النتائج المتوصل إليها في هذه الدراسة كالتالي:

**1- سوق الخرطوم للأوراق المالية:** من خلال تحليل مختلف الشروط المتعلقة بجميع أركان سوق الخرطوم للأوراق المالية والأطراف المتدخلة فيها تبين ما يلي:

● **الأدوات المالية المصدرة والمتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية:** تتنوع أدوات سوق الخرطوم للأوراق المالية ما بين أسهم لشركات مساهمة عامة، وصكوك إسلامية مبتكرة تتمثل أساسا في شهادات صناديق الاستثمار الحكومية (أهمها شهادة مشاركة الحكومة "شهادة"، صكوك الاستثمار الحكومية "صرح"، شهادة مشاركة البنك المركزي "شتم"، شهادة إجازة البنك المركزي "شهاب")، والتي تبين من خلال تحليل أداء عينة منها ("شهادة" و"صرح" خلال الفترة 2000-2012)، وتحليل الشروط القائمة عليها، ما يلي:

- تعتبر التجربة السودانية في مجال إصدار الصكوك رائدة ومميزة، وهي بذلك محاولة جادة لتطوير الصناعة المالية الإسلامية فقد امتدت لأكثر من عقد من الزمن، وأسهمت في تثبيت دعائم سوق الخرطوم للأوراق المالية مما انعكس إيجابا على حركة الاقتصاد السوداني.

- إن التجربة السودانية في مجال إصدارات الصكوك الإسلامية تتميز بمحدودية الأدوات من حيث اقتصرها على الإصدارات الحكومية فقط، ولم يستفد القطاع الخاص السوداني منها.

- إن أغلب الأدوات المالية المصدرة في سوق الخرطوم للأوراق المالية ذات أجل متوسط أو قصير المدى، بالإضافة إلى قلة الأدوات المالية الإسلامية المستخدم فيها صيغ السلم.

- رغم ما حققته سوق الخرطوم للأوراق المالية من نجاحات في ابتكار أدوات مالية إسلامية، فقد أغفلت بعض الشروط الضرورية للمحافظة على مصداقية هذه الأدوات خاصة من الناحية الشرعية، ومن أهمها:

- مخالفة شرط عدم ضمان رأس المال، وذلك من خلال التزام البنك المركزي بإعادة شراء الصكوك المصدرة من طرفه.
- شرط تصرف المالك بحرية، وذلك باشتراط عدم بيع الصكوك إلا من خلال سوق الخرطوم للأوراق المالية.
- مخالفة شرط التوثيق من خلال عدم وجود عقد مضاربة فعلي بالنسبة للصكوك التي تقوم على أساس المضاربة.
- شبهة مخالفة شرط الخلو من الربا في بعض الصكوك (حالة صكوك إجارة البنك المركزي "شهاب") والجدل الفقهي الذيثار حول مشروعيتها.
- تحصر سوق الخرطوم على توفر العديد من الشروط المهنية والفنية لإصدار وتداول الأدوات المالية إلا أنها تغفل البعض منها، ونذكر منها:
  - عدم إخضاع الصكوك الإسلامية المصدرة للتصنيف الإسلامي.
  - عدم تعيين مستشار شرعي مستقل لإرشاد المصدر وتوجيهه حول شرعية إجراءات إصدار الصكوك.
  - عدم الفصل بين دور الوكيل والمروج والتي تقوم بهما شركة السودان للخدمات المالية في أغلب الأحيان.
- **العقود المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية:** إن سوق الخرطوم للأوراق المالية خال من العقود الآجلة المحرمة وغيرها من العقود المحرمة كالبيع على المكشوف وعلى الهامش.
- **إدارة سوق الخرطوم للأوراق المالية:** تتبع إدارة سوق الخرطوم نموذج مؤسسة عمومية تعمل تحت إشراف الدولة مباشرة، تتحقق في هذه الإدارة العديد من الشروط الشرعية والمهنية والفنية المحددة في الفصل الثاني من هذا البحث، خاصة ما يتعلق بشرط إعلان التزامها بالشفافية الإسلامية فهي تنص صراحة على ذلك في قانونها، بينما نجد إخلالا لبعض الشروط التالية:
  - مخالفات في شرط الالتزام بتوفير شروط الحماية للمستثمرين، وذلك لعدم الحرص على نشر العديد من المعلومات الضرورية للمستثمرين.
  - مخالفات في الشروط المتعلقة بالإفصاح والشفافية من خلال عدم توفر معلومات كافية عن بعض الصكوك.
  - مخالفات في تطبيق شرط الالتزام بقواعد تكفل المرونة في تعديل الأنظمة والقوانين، وذلك لعدم تعديل وتطوير القوانين بصفة مستحدثة.
  - مخالفات في تطبيق شرط الالتزام بتوفير نظام كفاء للاتصالات واستخدام الأساليب التقنية الحديثة، وذلك نظرا للتأخر الذي شهده السوق للتحويل إلى التداول الإلكتروني.
  - مخالفة في شرط التوعية الكافية للمستثمرين، وذلك لعدم نشر شروط عقد المضاربة لجمهور المستثمرين مما قد يضفي على هذه الصكوك صبغة الغرر.
  - مخالفات في شرط الالتزام بالحوكمة، و ذلك لعدم الفصل بين عمل السوق والإشراف والتنظيم والرقابة عليه نظرا لغياب هيئة رقابية قانونية مستقلة تشرف على السوق.
- **الجهات المصدرة للأوراق المالية في بورصة الخرطوم:** بلغ عدد الجهات المصدرة للأوراق المالية في بورصة الخرطوم ستون (60) شركة مدرجة أغلبها هي شركات مساهمة عامة، وهي شركات ذات مشروعات لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية، وتتطابق الشروط التي تخضع لها مع العديد من الشروط الشرعية والمهنية والفنية المحددة في بحثنا هذا، إلا أن هناك بعض المخالفات المتمثلة أساسا في:
  - مخالفة في عدم اشتراط شرط خلو التعاملات الجهات المصدرة لأوراقها المالية من الربا، وذلك لقبول السوق للشركات التي لا يزيد تعاملها مع جهات الإقراض الربوية على 5%.
  - الإخلال بشروط الإفصاح والشفافية خاصة فيما يتعلق بأداء مكونات الإصدار وأسس حسابه، غياب بعض نشرات الإصدار، التأخر في تقديم القوائم المالية، عدم وجود بعض التقارير الدورية للإفصاح عن حالة الموجودات محل الشهادات

المصدرة، ضعف الشفافية في عملية بيع الأصول من الحكومة إلى الشركة ثم إعادة الشراء من قبل الحكومة للأصول عند التصفية للورقة المالية.

- مخالفات في تطبيق نظام حوكمة الشركات، وذلك نظرا لتأخر بورصة الخرطوم في تبني نظام حوكمة الشركات.

● **الوسطاء في سوق الخرطوم للأوراق المالية:** يأخذ الوسطاء في سوق الخرطوم شكل شركة وكالة قائمة بذاتها، أو شركة تابعة لمصارف تجارية إسلامية عاملة في السودان. ولقد تم تحديد علاقة الوسيط بالمتعاملين في سوق الخرطوم للأوراق المالية من خلال عقد "الوكالة بالعمولة"، وهذا يخالف الشرط الشرعي الذي وضع في هذا البحث الذي يفيد بعدم الإلزام بنوع عقدي واحد، بالإضافة إلى تسجيل بعض المخالفات التالية:

- مخالفة شرط إعلان شركة الوساطة عن التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية، والنص على ذلك في عقد تأسيسها ونظامها الأساسي.

- مخالفة شرط عدم تحديد العمولة من طرف السلطات المشرفة على السوق إلا للضرورة، وذلك لأنه يتم تحديد هذه العمولة من طرف السلطة المختصة.

- مخالفة شرط التزام الوسيط بنظام رقابة شرعية لقبول ترخيصه للعمل في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

● **المستثمرون في سوق الخرطوم للأوراق المالية:** يتنوع المستثمرون في سوق الخرطوم للأوراق المالية بين مستثمرين أفراد ومؤسسات، ويخضعون للعديد من الشروط المحددة في البحث، كما أنهم لا يخضعون للشروط التالية:

- شرط حصول المستثمر المنتظم على التأهيل، وذلك لمواجهة تقلبات الأسعار وتقليل المخاطر التي قد تؤدي به إلى خسائر فادحة وإلى اختلال توازن السوق.

- شرط احتفاظ المستثمر بالورقة المالية المشتراة لمدة زمنية محددة تفاديا للمضاربة المضرة بالسوق.

● **الهيئات المشرفة على سوق الخرطوم للأوراق المالية:** تشرف على سوق الخرطوم الهيئة العليا للرقابة الشرعية والتي تعمل بالتنسيق مع هيئة الرقابة الشرعية الداخلية لهذه السوق، أما الرقابة القانونية فيتولاها البنك المركزي السوداني وذلك لغياب هيئة رقابة قانونية مستقلة تقوم بهذا الدور، مما أدى إلى تداخل وظائف الإشراف والتنظيم والرقابة. أما فيما يخص الشروط المتعلقة بهيئة الرقابة الشرعية العليا المشرفة على السوق فنجدها تتوافق في كثير من الشروط مع هيئة الرقابة الشرعية المركزية المقترحة في الفصل الثاني من هذا البحث، إلا أن هناك إخلالا في عدم التركيز على العلاقة التي تربط بين هذه الهيئة وسوق الخرطوم للأوراق المالية في اللائحة الخاصة بها، بالإضافة إلى عدم قيام الهيئة بإعداد معايير شرعية تشمل مختلف أطراف السوق.

**2- سوق دبي المالي:** يعلن سوق دبي المالي على أنه أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها، وينص في عقد تأسيسه على أنه شركة مساهمة تمارس أغراضها وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، إلا أنه من خلال دراستنا لهذا السوق ومختلف الأطراف المتدخلة فيه، تبين أنه يفتح نافذة إسلامية للراغبين في الاستثمار في الأدوات المالية الإسلامية بطريقة مشروعة في سوقه مع الاستمرار في تقديم المنتجات التقليدية، فهو بذلك لم يتحول بعد إلى سوق مالي إسلامي بحت كما يعلن، وإنما يسعى إلى تحقيق ذلك، وهذا ما سيبين من خلال ما يلي:

● **الأدوات المالية المصدرة والمتداولة في سوق دبي المالي:** تتنوع الأدوات المالية في سوق دبي المالي بين الأسهم والصكوك الإسلامية، إلا أنه لازال يسمح بإصدار وتداول بعض الأدوات المالية التقليدية كأسهم البنوك الربوية والسندات الربوية. ويعتمد للتمييز بين الأدوات المالية الإسلامية ونظيرتها التقليدية على معيارين شرعيين، الأول لإصدار وتملك وتداول الأسهم، والثاني لإصدار

وتملك وتداول الصكوك الإسلامية. ولقد بينت نتائج المقارنة بين الشروط المحددة في هاذين المعيارين مع الشروط المحددة في البحث أن أغلبها متوافقة باستثناء بعض المخالفات المتمثلة أساساً في:

- قبول أسهم الشركات التي تتعامل بالإقراض والإقتراض الربوي (مع تحديد نسب قصوى لا تتجاوزها).
- عدم تعليق تداول أسهم الشركات التي اختلت ضوابطها الشرعية وتحميل المتعامل مسؤولية بيعها.
- عدم توفر شرط الحاجة لقبول أسهم الشركات المختلطة.
- اعتبار الصكوك الإسلامية من أدوات الإقتراض وليس من أدوات الملكية، وإطلاق عليها اسم "السندات الإسلامية".
- التعامل بالعقود المحرمة كالتداول بالهامش والبيع على المكشوف.

● **العقود المتداولة في سوق دبي المالي:** رغم أن معيار سوق دبي المالي لتملك وإصدار وتداول الأسهم يحرم استخدام العقود غير الشرعية وكافة العقود التقليدية التي أجمع الفقهاء على تحريمها، إلا أنها في الواقع لازالت تسمح بالتعامل بالهامش ومشتقات الأسهم، بل تشجع على ذلك حسب ما تنص عليه في تقاريرها.

- **إدارة سوق دبي المالي:** تأخذ إدارة سوق دبي المالي شكل شركة مساهمة عامة، وهي بدورها مدرجة في سوق دبي المالي وتعلن عن التزامها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية. وأسفرت نتائج تحليل الشروط المتعلقة بها عن بعض المخالفات المتمثلة أساساً في:
  - مخالفة في شرط الالتزام بتحقيق أهداف ومقاصد الاقتصاد الإسلامي لكونه يسمح بإصدار وتداول السندات الربوية وبعض الأدوات المالية غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.
  - مخالفة في شرط الالتزام بتطبيق معايير المحاسبة المالية الإسلامية، فهي تلتزم بتطبيق المعايير الدولية لإعداد تقاريرها المالية.
  - مخالفة في شرط الإفصاح والشفافية المطلوبة من إدارة السوق، والمتمثلة خصوصاً في عرض قائمة أسهم الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وتحديثها بشكل سريع وآني.

● **هيئات الرقابة والإشراف على سوق دبي المالي:** لا توجد هيئة مركزية للرقابة الشرعية حسب النموذج الذي تم عرضه في الفصل الثاني من هذا البحث، إلا أن إمارة دبي تعتمد إنشاء مثل هذه الهيئة ضمن مسعى دبي للتحويل إلى عاصمة الإقتصاد الإسلامي. ولكن وجود هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لسوق دبي المالي تقوم بكثير من المهام المتصور أن تقوم بها هيئة الرقابة الشرعية المشرفة على بورصة أوراق مالية إسلامية، إلا أن كون هذه الهيئة تابعة لسوق دبي المالي وليست هيئة مشرفة عليه لها سلطة أعلى من سلطة مجلس إدارة السوق يقلل من استقلاليتها وإلزامية قراراتها في الواقع العملي.

أما بالنسبة للهيئة القانونية المشرفة على سوق دبي المالي، فإن سوق دبي المالي يخضع تنظيمياً لهيئة الأوراق المالية والسلع في الإمارات العربية المتحدة، والتي لديها السلطة لفرض قوانين ومعايير يجب تطبيقها من قبل سوق دبي المالي. ومن خلال تحليلنا للشروط المتعلقة بما تبين أنها تلتزم بأغلب الشروط المهنية والفنية الضرورية للإشراف على بورصة الأوراق المالية الإسلامية.

● **الشركات المدرجة في سوق دبي المالي:** بلغ عدد شركات المساهمة المدرجة في سوق دبي المالي 59 شركة، أغلبها تنتمي لقطاع البنوك وشركات التأمين والخدمات المالية. يقوم السوق بتصنيفها تصنيفاً شرعياً وآخر فنياً، وبحسب آخر مراجعة أجرتها لجنة المصارف الإسلامية الموحدة للتقييم الشرعي للأسهم في الإمارات، فإن عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة بلغ 33 شركة، إلا أن هذا العدد غير ثابت، وقد يتغير بإخلاق أي من الشركات لأحد الضوابط الشرعية. وتحليل الشروط المفروضة على الشركات المصنفة على أنها متوافقة مع الشريعة الإسلامية تبين ما يلي:

- عدم توفر شرط خلو التعاملات من الربا بل تحدد نسبة الربا المقبولة في مثل هذه الشركات.
- عدم قيام السوق بتعليق الإدراج في حالة مخالفة الشركة للضوابط الشرعية وتحميل المستثمر مسؤولية بيعها.

- عدم توفر شرط الحاجة لقبول إدراج أسهم الشركات المختلطة.

• **الوسطاء في سوق دبي المالي:** يعمل خمسون (50) وسيط في سوق دبي المالي، وهو لا يقوم بإلزامهم بأن تكون أعمالهم متوافقة مع الشريعة الإسلامية ولا تضع شروطاً شرعية يجب أن يلتزم بها من يعلن من الوسطاء على أنه يعمل وفقاً لأحكام الشريعة، فهو يسمح لهم بالتداول بالهامش مثلاً. بالإضافة إلى عدم خضوعهم للرقابة الشرعية.

• **المستثمرون في سوق دبي المالي:** يمتلك سوق دبي المالي قاعدة مستثمرين محليين، وإقليميين، ودوليين تزيد على 550000 مستثمر، يتنوعون بين مستثمرين أفراد ومؤسسات. إن المستثمر في الأدوات المالية الإسلامية التي يوفرها سوق دبي المالي يجعله يواجه صعوبات عدة ناجمة عن مخالفة بعض الشروط المحددة في البحث والتي نذكرها منها ما يلي:

- لا يتم توفير التوجيه المناسب للمستثمر الراغب في الاستثمار الشرعي، فهو يواجه صعوبة في تحري الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وفي استبعاد الدخل المحرم للشركات المختلطة.

- عدم حصول المستثمر النظامي في السوق على تأهيل رسمي من السوق يمكنه من القيام بعمليات التداول فيه.

- مخالفة شرط الاحتفاظ بالورقة المالية لمدة زمنية محددة الذي من شأنه المساهمة في تخليص السوق من المضاربات غير الشرعية. وعليه، يمكن القول أنه إلى الآن لم يكتمل إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية منضبطة بالكامل في جميع أركانها بمبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية، وخاضعة لجميع الشروط المحددة في هذا البحث، إلا أنه هناك مساع جادة لتحقيق ذلك من طرف كل من سوق الخرطوم للأوراق المالية والتي تعتبر تجربتها جريئة وفريدة من نوعها، وهناك جهود لتحويل سوق دبي المالي إلى سوق مالي متوافق مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، فلقد استطاع وضع معايير شرعية دقيقة وذات مصداقية معتبرة.

ومن خلال نتائج الدراسة النظرية والتطبيقية يمكن مناقشة فرضيات البحث كما يلي:

بالنسبة للفرضية الأولى والمتعلقة بالفرق بين بورصة الأوراق المالية الإسلامية ونظيرتها التقليدية والأسباب التي تدعو إلى إنشائها، تبين من خلال دراسة ماهية هذه البورصة في الفصل الأول أنها تتفق معها في المفهوم ولكن تختلف عنها في المبادئ، ويمكن تعريفها على أنها ذلك الإطار القانوني المنظم للسوق التي يتم فيها تداول الأدوات المالية الإسلامية، والتي يجب أن تنضبط جميع أركانها مع مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية. وإن الأسباب التي تؤدي إلى إنشائها عديدة من أهمها إيجاد بديل إسلامي لبورصة الأوراق المالية التقليدية يجعل النظام المالي الإسلامي أكثر استقلالية عن النظام المالي التقليدي، ومحققاً للمصداقية الشرعية، ويساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية للدول العربية، مما يؤكد صحة الفرضية الأولى.

أما بالنسبة للفرضية الثانية والمتعلقة بتهيئة المحيط المناسب لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية، فمن خلال الفصل التمهيدي تم التوصل إلى أنه يجب تهيئة كل من المحيط الاقتصادي والقانوني فضلاً عن المحيط الاجتماعي، وذلك عن طريق تحقيق جملة من الشروط الاقتصادية والقانونية والاجتماعية. وعليه فإن تهيئة المحيطين الاقتصادي والقانوني دون الاجتماعي غير كاف لنجاح إنشاء مثل هذه البورصة، وذلك أن تهيئة المحيط الاجتماعي مهم كذلك نظراً لضرورة اقتناع الرأي العام ونضج الوعي العقدي والثقافي الإسلامي للمجتمع الحاضن لهذه البورصة، الأمر الذي يؤكد صحة الفرضية الثانية.

وفيما يخص الفرضية الثالثة المرتبطة بالشروط التي يجب تحقيقها لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية وفيما يجب أن تتحقق، فإن الفصول الأربعة النظرية بينت أن كل الأركان المكونة لبورصة الأوراق المالية الإسلامية يجب أن تخضع لشروط شرعية أساسية، وشروط مهنية وفنية ضرورية لتحقيق الشروط الشرعية من جهة ولتنظيم عمل هذه البورصة من جهة أخرى.

ولقد بحثت الفرضية الرابعة في تجارب الدول العربية في مجال إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية، والتي تبين أنها قليلة جداً، حيث شملت الدراسة التطبيقية الدولتين الوحيدتين اللتان تعلنا أن بورصتهما للأوراق المالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. ولقد تبين من خلال نتائج هذه الدراسة أن هناك مساع جادة لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية في دولة السودان تجسدت في

سوق الخرطوم للأوراق المالية، وأن هذه هناك توافقاً كبيراً بين الشروط المتعلقة بأركانها والشروط المحددة في البحث، إلا أننا لمسنا عدداً من المخالفات في بعض الشروط يرجى تصحيحها. أما بالنسبة لدولة الإمارات العربية المتحدة فهي تخالف العديد من الشروط الضرورية لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية، وبذلك تبين أنها أنشأت نافذة إسلامية في سوق دبي المالي كمرحلة أولية لتحويل سوق دبي المالي إلى بورصة أوراق مالية إسلامية، وبالتالي لا يمكن إثبات صحة الفرضية الرابعة.

وخصت الفرضية الخامسة والأخيرة بورصة الجزائر للتعرف على واقعها وإمكانية احتضان الجزائر لبورصة أوراق مالية إسلامية، وتبين أن المحيط الجزائري غير مهياً بعد لإنشاء مثل هذه البورصة، وإن ذلك يتطلب مناقشة عدة سيناريوهات قبل اتخاذ قرار الإنشاء، وبذلك ثبتت صحة هذه الفرضية.

بعد الإجابة على الأسئلة الفرعية يمكن الإجابة على إشكالية الدراسة والمتمثلة في شروط إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية ومدى تحقق هذه الشروط في تجارب الدول العربية، وذلك من خلال وضع نموذج لبورصة أوراق مالية إسلامية خاضعة لشروط شرعية ومهنية وفنية تتوفر في جميع الأركان الرئيسية المكونة لها، ولكن ذلك لم يتحقق بعد في تجارب الدول العربية.

على ضوء الدراسة التطبيقية لتجربتي كل من سوق الخرطوم للأوراق المالية وسوق دبي المالي يمكن العمل بالتوصيات المرتبطة بنتائج هذه الدراسة، والتي يمكن تلخيصها كما يلي:

1- التزام سوق الخرطوم للأوراق المالية بالشروط التي ثبت عدم تحققها خاصة الشرعية منها لحصولها على المصادقية الشرعية المرجوة من بورصة الأوراق المالية الإسلامية، وضرورة تنوع أدواتها المالية وتخفيف شركات القطاع الخاص للمساهمة في تنشيط سوقها بغية تحقيق تنمية اقتصادية فعالة. بالإضافة إلى الاعتماد على قياس الكفاءة الشرعية للسوق باستعمال المؤشرات التي اقترحناها في البحث لإضفاء مزيد من المصادقية الشرعية وكسب ثقة المستثمرين فيها.

2- على سوق دبي المالي الإسراع في تحويل كافة السوق إلى بورصة أوراق مالية إسلامية خاضعة لجميع الشروط المحددة في هذا البحث وعدم الاكتفاء بنافذة إسلامية في سوق تقليدي، كما عليها توضيح ذلك للمستثمرين وتعديل الإعلان الذي ينص على أن "سوق دبي المالي أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها" واستبدالها بعبارة "سوق دبي المالي يسعى للتحويل إلى سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها" مثلاً، إلى حين التحويل الفعلي لكافة السوق. وأن تكون مسيرة التحول متزامنة مع مواصلة السوق جهوده في إصدار معايير شرعية تضبط كافة أركان السوق المشار إليها في هذا البحث.

3- على دولة الجزائر الإسراع في سن القوانين والتشريعات الضرورية لتدارك التأخر في تبنى الأدوات المالية الإسلامية، وسيكون ذلك بمثابة خطوة أولى لاحتضان بورصة أوراق مالية إسلامية، عليها تنشيط بورصة الجزائر التي لازالت تعد من أقل البورصات نشاطاً في العالم منذ نشأتها. وعلى السلطات المعنية الاقتناع بأن التوجه نحو الصناعة المالية الإسلامية أصبح ضرورة عصرية وحاجة اقتصادية قبل أن يكون اعتقاداً دينياً.

4- على الدول الإسلامية تكثيف جهودها لإنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية مشتركة تكون ملاذاً آمناً للمستثمرين الراغبين في الاستثمار الحلال من جهة، ووسيلة لتنمية اقتصاديات الدول المنشئة لها وجعلها مستقلة عن التبعية الأجنبية لأسواقها المالية من جهة أخرى.

5- إعداد معايير وضوابط شرعية ومهنية موحدة وشاملة لكافة أركان البورصة تلتزم بها الدول الراغبة في إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية تفادياً لاختلاف الفتاوى وأراء الفقهاء في مجال المعاملات المالية الإسلامية.

6- أن تسعى كل دولة إسلامية على إنشاء أو تحويل أسواقها المالية التقليدية إلى أسواق مالية إسلامية، أو على الأقل فتح نوافذ إسلامية كخطوة مرحلية لجعل أسواقها المالية متوافقة مع مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية، وعملية تحضيرية لتبني اقتصاد إسلامي نابع من ثقافة شعوبها المسلمة مما قد يساهم في النهوض باقتصاداتها وتحقيق التنمية المستدامة فيها.

7- تعتبر الدول التي تنشط فيها مصارف إسلامية أكثر حاجة إلى إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية لسد حاجة هذه المصارف التي تعاني أغلبها من مشكل السيولة، فإن تواجد مثل هذه البورصة يعد بمثابة الحل الأمثل لجعلها أكثر فاعلية وخدمة لاقتصاديات دولها.

8- أن يحرص المستثمر المسلم على الاستثمار في الأدوات المالية الإسلامية لتشجيع هذا النوع من الاستثمار، وبالتالي دفع الدول إلى الاتجاه نحو الأسواق المالية الإسلامية.

وفي الأخير يمكن القول أنه بحكم حداثة موضوع إنشاء بورصة أوراق مالية إسلامية وتشعبه، لم يتم استيفاءه بالتحليل المطلوب في هذا العمل الذي يمثل خطوة أولية تمهد السبيل لدراسات مستقبلية أوفى وأشمل تهتم بكل ركن من أركان بورصة الأوراق المالية الإسلامية على حدى، ليحضى كل ركن بدراسة أكثر تفصيلا وتدقيقا. وعليه يمكن اعتبار موضوع الشروط الضرورية لتوافق كل ركن مع الشريعة الإسلامية كموضوع بحث مقترح هذا من جهة، ومن جهة أخرى نجد أن البحث خص بورصة الأوراق المالية بالدراسة دون بورصة السلع والمعادن والتي يمكن اقتراح البحث في شروط جعل هذا النوع من البورصات متوافقا مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

## قائمة المصادر والمراجع

## قائمة المصادر والمراجع

### قائمة المراجع والمصادر باللغة العربية:

أولاً: القرآن الكريم.

ثانياً: الكتب

1. ابن رشد محمد، بداية المجتهد ونهاية المقتصد، دار ابن حزم، 1231/3، 1995.
2. أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.
3. أحمد شعبان محمد علي، البنوك الإسلامية في مواجهة الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية- مصر، الطبعة الأولى، 2010.
4. أحمد محيي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الإقتصاد الإسلامي، الكتاب الثاني، مجموعة دلة البركة، جدة، الطبعة الأولى، 1995.
5. إسماعيل محمد، تطوير سوق مالي إسلامي: بحوث مختارة من المؤتمر العام الأول للبنوك الإسلامية المنعقد بتركيا في الفترة من 14-17 أكتوبر 1986، الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، القاهرة، الطبعة الأولى، 1987.

6. آل سليمان مبارك بن سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، دار كنوز إشبيلية، السعودية، 2005.
7. البرواري شعبان، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، الطبعة الأولى، 2002.
8. البنا محمد، أسواق النقد والمال، زهراء الشرق، مصر، 1996.
9. التميمي أرشد فؤاد، الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
10. الجميعي مقبل، الأسواق والبورصات، مدينة النشر والطباعة، الإسكندرية، 1996.
11. الحافظ ثناء، فقه المحبة وبواعثها في المعاملات المالية، دار الفكر، دمشق، 2010.
12. الحكيم جاك، الشركات التجارية، منشورات جامعة دمشق، دمشق، 1992.
13. الحناوي محمد صالح وجلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
14. الحناوي محمد، و نحال فريد مصطفى، وجلال إبراهيم العبد، أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2004.
15. الحناوي محمد، والسيدة عبد السلام، المؤسسات المالية "البورصة والبنوك التجارية"، الدار الجامعية، مصر، 1998.
16. الخضيرى محسن، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك، القاهرة، الطبعة الثانية، 1999.
17. الخفيف علي، الشركات في الفقه الاسلامي: بحوث مقارنة، معهد الدراسات العربية العالمية، القاهرة، 1962.
18. الخياط عبد العزيز، الشركات في الشريعة الاسلامية والقانون الوضعي، مؤسسة الرسالة، بيروت، ط 2، 1983.
19. \_\_\_\_\_، الشركات في الشريعة والقانون، طبعة المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، 1995.
20. الرححي عبد الكريم، الأصول العلمية والعملية لتدقيق الحسابات، بدون دار نشر، عمان، الطبعة الأولى، 1983.
21. الزحيلي وهبه، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، دمشق، 2002.
22. السالوس علي أحمد، المعاملات المالية المعاصرة في ميزان الفقه الإسلامي، مكتبة الفلاح للنشر والتوزيع، الكويت، الطبعة الثانية، 1996.
23. أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة: دراسة فقهية، دار الكتاب الثقافي، عمان، 2008.
24. سلطان صالح، الأسهم حكمها وآثارها، ابن الجوزي، الرياض، 2006.
25. الشبلي طارق ابراهيم، الشبلي محمد ابراهيم، مقدمة في الأسواق المالية والنقدية، بدون دار نشر، الأردن، 2000.
26. الشنقيطي ولد عالي الغلاوي، محمد الأمين، الاجتهاد وتطبيقاته المعاصرة في مجال الأسواق المالية، دار ابن حزم، بيروت، 2008.
27. الشواورة فيصل محمود، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2008.
28. الصيرفي محمد، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2006.
29. الصيفي عبد الله، الجهالة وأثرها في عقود المعاوضات، دار النفائس، عمان، 2006.
30. العبادي عبد السلام، "مفهوم التنمية في الاسلام وأهدافها وأطرها"، ندوة التنمية من منظور إسلامي، منشورات المجمع الملكي لبحوث الحضارة الاسلامية، الجزء الثاني، 1991، عمان.
31. العكيلي عزيز، القانون التجاري، مكتبة دار الثقافة، عمان، 1997.
32. القرة داغي علي محيي الدين، بحوث في فقه المعاملات المالية المعاصرة، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2007.
33. \_\_\_\_\_، بحوث في الاقتصاد في الاسلامي، دار البشائر الإسلامية، بيروت، 2002.
34. القرى محمد، الأسواق المالية، دار حافظ، جدة، 1995.

35. القضاة زكريا، الإدارة والتنمية من منظور اسلامي: ندوة التنمية من منظور اسلامي، منشورات المجمع الملكي لبحوث الحضارة الاسلامية، الجزء الثاني، 1991، عمان.
36. القليوبي سميحة، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، ط 3، 1993.
37. الكساسبة حمد، الأسواق المالية في الإقتصاد الإسلامي : ماهية السوق الإسلامية المالية لرأس المال وإمكانية تطويرها، مؤسسة آل البيت، الأردن، 1991.
38. الكفراوي عوف محمود، البنوك الاسلامية: النقود والبنوك في النظام الاسلامي، مركز الاسكندرية للكتاب، مصر، 2001.
39. الكندي ماجد، أسواق الأوراق المالية وضوابطها في النظر الفقهي، مكتب الإفتاء، وزارة الأوقاف والشؤون الدينية، سلطنة عُمان، 2009.
40. الموسوي حيدر يونس، المصارف الإسلامية : أدائها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية، دار البازوري، عمان، الأردن، 2011.
41. الناقبة أحمد أبو الفتوح، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 1998.
42. التجار فريد، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2004.
43. الهندي منير ابراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1997.
44. برايايل كويل، ترجمة: قسم الترجمة بدار الفاروق ، نظرة عامة على الأسواق المالية، فاينشيل ورلد بيلشينج ( Financial Word Publishing)، مصر، الطبعة الأجنبية الأولى: 2002، الطبعة العربية الأولى، 2006.
45. بلتاجي حسن، الملكية الفردية في نظام الإقتصاد الإسلامي، مكتبة الشباب، القاهرة، 1988.
46. توماس ماير، جيمس إسدوستيري، روبرت زدالير، ترجمة: السيد أحمد عبد الخالق، النقود والبنوك والإقتصاد، دار المريخ للنشر، القاهرة، 2002.
47. جبر هشام، المؤسسات المالية، جامعة القدس المفتوحة، القدس، 1998.
48. حسن أحمد محيي الدين، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية، بنك البركة الاسلامي للاستثمار، البحرين، 1986.
49. حسين بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها- تنظيمها - أدواتها المشتقة)، دار الكندي، عمان، الطبعة الأولى، 2002.
50. حشيش عادل، أساسيات الإقتصاد النقدي والمصري، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2004.
51. حلمى عبد التواب محمد، "البورصة المصرية والبورصات العالمية"، مؤسسة الطوبجي للتجارة والطباعة والنشر، القاهرة، 2004.
52. حماد حمزة، الرقابة الشرعية في المصارف الاسلامية، دار النفائس، عمان-الأردن، الطبعة الأولى، 2006.
53. حماد طارق عبد العال، المشتقات المالية المفاهيم-إدارة المخاطر المحاسبية، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2001.
54. \_\_\_\_\_، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
55. \_\_\_\_\_، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر، بدون سنة النشر.
56. حميش عبد الحق، و الحسين شواط، فقه العقود المالية، دار البيارق، بيروت، الطبعة الاولى، 2001.
57. حنفي عبد الغفار، قرياقص رسمية، الأسواق و المؤسسات المالية (بنوك تجارية-أسواق الأوراق المالية-شركات التأمين-شركات الاستثمار)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
58. حنيبي محمد وحيه، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، دار النفائس، الأردن، 2010.

59. خريوش حسني علي، أرشيد عبد المعطي رضا، وجودة محفوظ أحمد، الأسواق المالية، بدون دار النشر، 1998.
60. خريوش حسني، و عبد المعطي أرشيد، الأسواق المالية، دار زهران، عمان، الأردن، 1998.
61. خورشيد إقبال، سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم الوضعية، مكتبة الرشد، الرياض، الطبعة الأولى، 2006.
62. دوابة أشرف، "صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، دار السلام، القاهرة، الطبعة الأولى، 2004.
63. \_\_\_\_\_، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، دار السلام، مصر، 2006.
64. رشوان هدى، مقدمة في الأسواق المالية، مكتبة عين شمس، مصر، 1998.
65. رضوان أبو زيد، شركات المساهمة، دار الفكر العربي، 1983.
66. رضوان سمير عبد الحميد، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية: دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، الطبعة الأولى، 1996.
67. \_\_\_\_\_، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005.
68. زكي أحمد صيام، مبادئ الاستثمار، دار المناهج، عمان، الطبعة الأولى، 1997.
69. زناكي فتحي، شركة المساهمة في القانون الوضعي والفقهاء الإسلامي، دار النفائس، عمان، 2012.
70. زويل محمود أمين، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق - أحوالها و مستقبلها، دار الوفاء لندنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000.
71. زياد رمضان، مبادئ الإستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 1988.
72. سراج محمد، النظام المصرفي الإسلامي، دار الثقافة، القاهرة، 1989.
73. سعيد يحيى، الوجيز في النظام التجاري السعودي، المكتب المصري الحديث، الإسكندرية، الطبعة الثانية، 1976.
74. سفر أحمد، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006.
75. سليمان يوسف، رأي التشريع الإسلامي في مسائل البورصة، الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، الإتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، الجزء الخامس، المجلد الأول، 1982.
76. سوبرة أنور، شركات استثمار الأموال من منظور إسلامي، مؤسسة الرسالة ناشرون، بيروت، 2004.
77. شابرا عمر، ترجمة: سيد محمد سكر، نحو نظام نقدي عادل، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، دار البشير، عمان، الأردن، 1990.
78. شبير محمد عثمان، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، دار النفائس، الأردن، 2001.
79. \_\_\_\_\_، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، دار النفائس، عمان، الطبعة السادسة، 2007.
80. شطناوي زكريا سلامة عيسى، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس، عمان، الطبعة الأولى، 2009.
81. شيحة مصطفى رشدي، زينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، القاهرة، الطبعة الأولى، 1993.
82. \_\_\_\_\_، اقتصاديات النقود والمصارف والمال، دار المعرفة الجامعية، مصر، الطبعة السادسة، 1996.
83. عاطف وليم أندروس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2007.
84. عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية، مجموعة دلة البركة، ج 2.

85. عبد الفتاح عبد السلام، و الحناوي محمد صالح، المؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001.
86. عبد اللطيف أحمد سعد، بورصة الأوراق المالية، جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، 1998.
87. عبد اللطيف أحمد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.
88. عبد المطلب عبد الحميد، العولة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003/2002.
89. عبد النبي محمد أحمد، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
90. عبد الوهاب علي، وشحاتة شحاتة، مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
91. عصام أبو النصر، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2006.
92. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية ((البورصة))، دار أسامة للنشر، الأردن، 2008.
93. عطون مروان، الأسواق النقدية والمالية، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.
94. عفيفي عبد الرزاق، بورصة الأوراق المالية والضرائب، دار الصمعي، الرياض، السعودية، الطبعة الأولى، 2001.
95. عماد سالم، سوق الإمارات للأوراق المالية وتطوير البيئة الاستثمارية، بدون دار نشر، أبو ظبي، 2006.
96. عماد صالح سلام، سوق الإمارات للأوراق المالية وتطوير البيئة الاستثمارية، شركة "ست أب للطباعة"، أبو ظبي، 2006.
97. فتاحي أيمن عبد الرحمان، البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، دار البشائر، سورية، الطبعة الأولى، 2009.
98. قاسم منى، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين: دليل الاستثمار في البورصة المصرية و البورصات العربية، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2006.
99. قلعجي محمد رواس، المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الفقه والشريعة، دار النفائس، عمان، 1999.
100. كاظم مراد، وشركائه، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية، مطبعة كرساتوماش، مصر، الطبعة الثانية، 1967.
101. كافي مصطفى يوسف، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان، سوريا، 2009.
102. متر آدم، الحضارة الإسلامية في القرن الرابع الهجري، مطبعة لجنة التأليف والترجمة والنشر، المعهد الخليفي للأبحاث المغربية، بيت المغرب، ج 2.
103. محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، ذات السلاسل، الكويت، 1994.
104. محمد أبو بكر، قانون الشركات الأردني لسنة 1997، دار الثقافة لنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2005.
105. مرسي فؤاد، التمويل المصري للتنمية الاقتصادية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1980.
106. مطاوع سعد، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية، مصر، 2005.
107. نادية أبو فخر، وآخرون، "الأسواق والمؤسسات المالية"، دار الحري، مصر، بدون سنة النشر.
108. ناصر سليمان، علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية في ظل التغيرات الدولية حديثة، دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2006.
109. نصار سمير، الشركات التجارية، المكتبة القانونية، دمشق، الطبعة الأولى، 2004.
110. نصيف إلياس، الشركات التجارية، طبع على نفقة المؤلف، بدون دار نشر، 2000.
111. هارون محمد صبري، أحكام الأسواق المالية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 1999.
112. \_\_\_\_\_، أحكام الأسواق المالية : الأسهم والسندات، دار النفائس، عمان، الطبعة الثانية، 2009.
113. ولد عالي محمد الأمين، التنظيم الفقهي والتنظيم القانوني لسوق المالية الإسلامية، دار ابن حزم، لبنان، 2011.

114. ياسين محمد يوسف عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2006.
115. يسري عبد الرحمان، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
116. يوسف كمال محمد، فقه الاقتصاد الإسلامي، دار القلم، الكويت، الطبعة الأولى، 1988.
117. يونس محمد، عبد النعيم مبارك، مقدمة في أعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.

### ثانيا: المذكرات والرسائل الجامعية

- 1- الجبالي محمود علي، "الأسواق المالية في الإسلام"، رسالة ماجستير في الاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 1991.
- 2- الجورية أسامة، "صكوك الإستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"، رسالة ماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، 2009.
- 3- المزني إبراهيم بن عبد العزيز بن ناصر، "تقييم أداء صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية والعوامل المؤثرة عليها في المملكة العربية السعودية، دراسة قياسية 92-02"، رسالة ماجستير، قسم الاقتصاد، جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، 1424هـ، 2004.
- 4- المسعودي أحمد، "متطلبات إنشاء سوق مالية إسلامية في ليبيا: دراسة ميدانية"، أطروحة دكتوراه في التمويل والمصارف، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، كانون أول، 2009.
- 5- النصافي سعد، "الجانب القانوني للوسيط المالي: دراسة مقارنة بين التشريعين الأردني والكويتي"، رسالة ماجستير، كلية الدراسات الفقهية والقانونية، جامعة آل البيت، الأردن، 2010.
- 6- براق محمد، "بورصة القيم المنقولة ودورها في تحقيق التنمية"، أطروحة دكتوراه دولة، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر الجزء I، 1999.
- 7- كانوريتش هاكيا، "التطبيقات الفقهية لقاعدة اليسير مغتفر في البيوع"، رسالة ماجستير بقسم الفقه المقارن، الإشراف العلمي، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، السعودية، 1429هـ.

### ثالثا: المجلات العلمية

1. أحمد عبد الملك، "إطار مقترح للتقارير المالية المنشورة في ظل تحقيق الشفافية المنشودة ببورصة الأوراق المالية"، المجلة العلمية للبحوث التجارية، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، عدد 2006.
2. البعلي عبد الحميد، "الرقابة الشرعية الفعالة في المؤسسات المالية الإسلامية"، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العالمي للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، 1426هـ/2005م. عبد الفتاح إدريس، مجلة الوعي الإسلامي، وزارة الشؤون الدينية والأوقاف، العدد 532، تاريخ العدد 2010/09/03، الكويت.
3. الخطيب حازم بدر، دور وأهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية، مجلة العلوم الإنسانية - جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الحادي عشر، 2007.
4. الزرقا محمد أنس، "التمييز بين مفاهيم الوساطة المالية والتمويل والمتاجرة"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد 10، 1998.
5. الساعاتي عبد الرحيم عبد الحميد، "المضاربة والقمار في الأسواق المالية المعاصرة: تحليل اقتصادي وشرعي"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، م20، ع1، السعودية، 2007.

6. \_\_\_\_\_، "مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، السعودية، 2003.
7. السلمي عبد الله، "التغير في المضاربات في بورصة الأوراق المالية"، بحث محكم، مجلة العدل، 1430هـ العدد 41، السعودية.
8. الشريف محمد عبد الغفار، "أحكام السوق المالية"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي في دورة مؤتمره السادس بجدة في المملكة العربية السعودية، العدد السادس، الجزء الثاني، 1990.
9. القرضاوي يوسف، "تفعيل آليات الرقابة"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، العدد 238.
10. حسين زين الدين، "المركز" ينجز هيكله عقود الشراء بالعربون البديل الشرعي للخيارات"، مجلة النهار، العدد 231، 2008/04/23.
11. حميش عبد الحق، "تفعيل دور هيئات الفتوى والرقابة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية"، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والإنسانية، مج 4، ع 1، شباط 2007.
12. زايد أحمد و الخشروم عبد الله، "المسؤولية المدنية للتعامل المحظور بأسهم الشركات المساهمة العامة- دراسة مقارنة بين القانون الأردني والقانون البريطاني -"، مجلة المنارة، المجلد 13، العدد 9، 2007.
13. سليمان عبد الله صالح محمد، "المشتقات المالية الإسلامية بين التنظير والتطبيق"، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، أغسطس 2013.
14. سيف الدين إبراهيم تاج الدين، "نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم"، مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي، م 3، ع 1، السعودية، 1985.
15. شحاتة شوقي، سوق المال في إطار الفكر الإسلامي، مجلة البنوك الإسلامية، العدد 65، مارس 1989، القاهرة.
16. شنبور توفيق، "واقع الصناعة المالية الإسلامية: آفاق، نموها"، مجلة اتحاد المصارف العربية، أكتوبر 2003، العدد 284.
17. عتر عمر، وعتر عثمان، "تباين القرارات الاستثمارية للمتعاملين في أسواق المال باختلاف نوعية هذه الأسواق (متقدمة- ناشئة)"، مجلة علوم انسانية، العدد 45، شتاء 2010، سوريا.
18. كامل صالح عبد الله، "دور المصارف الإسلامية في دعم وتطوير أسواق رأس المال"، مجلة اتحاد المصارف العربية، 2000.
19. ناصر سليمان، "السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المالي المصرفي الإسلامي؟"، مجلة مركز صالح كامل للإقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، السنة السابعة، العدد 21، مصر، 2003.

#### رابعاً: الأبحاث والمدخلات في المؤتمرات والملتقيات

1. أحمد محي الدين أحمد، "حدود الهيئات الشرعية وإدارات المؤسسات المالية الإسلامية في التأكد من الالتزام بالأحكام الشرعية"، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر الثاني للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية المنعقد، 29-30 أكتوبر 2003، البحرين.
2. الأنصاري علي فيصل علي، بحث بعنوان الفروق الجوهرية بين الاقتصاد الإسلامي والرأسمالية، جامعة الكويت، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، 2009/2008.
3. البربري صالح أحمد، "المضاربة والتلاعب في سوق الأوراق المالية - دراسة قانونية-"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007.
4. البعلي عبد الحميد، "استقلالية الهيئة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية"، بحوث اللجنة الاستشارية العليا لاستكمال تطبيق الشريعة، الديوان الأميري، الكويت، 2002.

5. البيرقدار محمد، "نحو تطوير عقود اختيارات في ضوء مقررات الشريعة الإسلامية"، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 18-19/05/2009، البحرين.
6. السحيباني محمد بن إبراهيم، "آليات نقل حقوق الملكية في الأسواق المالية"، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، (طبعة تمهيدية)، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية بجامعة أم القرى بمكة المكرمة، خلال شهر محرم 1424 هـ.
7. \_\_\_\_\_، "تصميم آلية التعامل في ظل نظام إلكتروني لتداول الأسهم"، ورقة بحثية مقدمة إلى مؤتمر القانون وتحديات المستقبل في العالم العربي، كلية الحقوق، جامعة الكويت، 25-27/10/1999.
8. \_\_\_\_\_، "التلاعب في الأسواق المالية: البعد الاقتصادي"، ورقة عمل مقدمة لندوة المضاربة والتلاعب في الأسواق المالية: الأبعاد الاقتصادية والقانونية والشرعية، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، الرياض، الأربعاء 27 صفر 1429 هـ (الموافق 5 مارس 2008م).
9. السعد أحمد، "نموذج الرقابة الشرعية وأثرها في المصارف الإسلامية"، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي جامعة أم القرى، 2005.
10. السلمي عبد الله، "حكم المضاربة في أسواق المال"، ورقة بحثية مقدمة لندوة المضاربة والتلاعب في الأسواق المالية، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل.
11. السيد يعقوب، ومشاهد إبراهيم، "سوق الأوراق المالية في السودان : النشأة والتطور والرؤى المستقبلية"، بنك السودان المركزي، 2011.
12. الشريف محمد عبد الغفار، "الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك"، ورقة بحثية مقدمة إلى ندوة البركة للاقتصاد الإسلامي، 2002، المنامة - مملكة البحرين.
13. \_\_\_\_\_، الرقابة الشرعية على المصارف والشركات المالية الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، 2005.
14. الطنجي إبراهيم، "الضوابط والمعايير الحاكمة للشركات المختلطة في ضوء الشريعة الإسلامية"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون.
15. العبيدي إبراهيم، "دراسة لهيئات الفتوى والرقابة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية واقعا وتقييما"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 مايو-3 يونيو 2009.
16. العقلا محمد بن علي، "الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، كلية الشريعة و القانون، جامعة أم القرى، السعودية، 2007.
17. العمراني عبد الله، التلاعب في الأسواق المالية - دراسة فقهية-، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي المنعقدة في مكة المكرمة في الفترة من 25-29/12/2010، السعودية.
18. العوضي رفعت، "الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر والاقتصاد الإسلامي"، ورقة بحثية مقدمة للمجمع الفقهي الإسلامي، الدورة العشرون، 25-29/12/2010، مكة.
19. القرني محمد، نحو سوق مالية إسلامية، دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد الأول، العدد 1.
20. القرني محمد، "كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية"، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية البحرين.
21. القطان محمد، "أثر الغرر على الوفاء في العقود والآثار المترتبة على عدم تسليم المعقود"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، (26-27/05/2010).

22. المرطان سعيد بن سعد، "ضوابط تقديم الخدمات المصرفية في البنوك التقليدية تجربة البنك الأهلي التجاري"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر الاقتصاد الإسلامي، السعودية، 2010.
23. المنصور عبد الله، "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة"، ورقة بحثية مقدمة إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 ماي-2 جويلية 2009.
24. النشمي عجل جاسم، "تطوير آيات وآلية الهيئات الشرعية لمواآبة احتياجات المؤسسات المالية الإسلامية"، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر الثاني للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 1423هـ.
25. برحايلية بدر الدين، "إدراج الصكوك الإسلامية في القانون الجزائري"، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي 8 و9 ديسمبر 2013، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بعنابة، الجزائر.
26. حسان حامد حسين، "صكوك الاستثمار"، ورقة بحثية مقدمة لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين، 2003.
27. حسن عبد الله سيد، الأسواق المالية والبورصات من المنظور الشرعي والقانوني، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة، جامعة الإمارات، 2006.
28. حطاب سامي، ملخص تقرير أثر الأزمة المالية على الأسواق الناشئة (Effectiveness of Market Interventions in Emerging Markets) الصادر عن المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية في سبتمبر 2010، الإمارات العربية المتحدة.
29. حطاب كمال توفيق، "نحو سوق مالية إسلامية"، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، السعودية، 2005.
30. خير عثمان، "تجربة السودان في مجال اصدار الصكوك الحكومية"، ورقة بحثية مقدمة إلى ورشة عمل الصكوك الإسلامية: تحديات .. تنمية وممارسات دولية، الأردن، 7 شعبان 1431 هـ.
31. دنيا شوقي، الأدوات المالية المستخدمة في تمويل المشروعات، ورقة بحثية مقدمة لندوة الصناعة المالية الإسلامية، البنك الإسلامي للتنمية، 5004/2، 2000.
32. دواية أشرف، "الضوابط الشرعية للأسواق المالية"، ورقة بحثية مقدمة لندوة السوق المالية الإسلامية الواقع والمأمول، جامعة الأزهر: مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، 2006، مصر.
33. زيدان محمد أحمد "أهمية إرساء وتعزيز مبادئ الحوكمة في شركات التأمين التعاوني"، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الثالث للتأمين التعاوني، 7 ديسمبر 2011، الرياض، السعودية.
34. صالح فتح الرحمان، "التجربة السودانية في مجال الصكوك الإسلامية"، ورقة بحثية مقدمة لورشة عمل الصكوك الإسلامية: تحديات.. تنمية وممارسات دولية، 6-7 شعبان 1431هـ، الأردن.
35. عبد الستار أبو غدة، "ضوابط وتطوير المشتقات المالية في العمل المالي (العربون - السلم - تداول الديون)"، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية 18-19 مايو 2009 .
36. عتر عمر، وعتر عثمان، "دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية"، ورقة بحثية مقدمة لمنتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، يوليو 2008.

37. عيسى موسى آدم، "تعارض المصالح في أعمال هيئات الرقابة الشرعية"، ورقة بحثية مقدمة إلى مؤتمر الهيئات الشرعية الثامن، البحرين، 18-19/05/2009.
38. غربي عبد الحليم، "تقييم تجربة الخدمات المالية الإسلامية في السوق الجزائرية وآفاقها المستقبلية"، ورقة بحثية مقدمة لندوة العلمية الدولية حول الخدمات المالية وإدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، خلال الفترة 18-20 أبريل 2010، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر.
39. مخلوف أحمد، "الأزمة المالية العالمية واستشراف الحل باستخدام مبادئ الإفصاح والشفافية وحوكمة الشركات من منظور إسلامي"، ورقة بحثية مقدمة للملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية والحوكمة العالمية، سطيف: جامعة فرحات عباس، 2009.
40. مشعل عبد الباري، "تقييم تطبيقات وتجارب التأمين التعاوني"، ورقة بحثية مقدمة لرابطة العالم الإسلامي الهيئة العالمية للاقتصاد والتمويل، ندوة التأمين التعاوني المنعقدة في 20-22 جانفي 2009، الرياض، السعودية.
41. \_\_\_\_\_، "سلامة تطبيق قرارات الهيئة الشرعية"، ورقة عمل مقدمة لندوة مستقبل العمل المصرفي الإسلامي، مجموعة تطوير العمل المصرفي الإسلامي، البنك الأهلي التجاري، جدة، 16-17 نوفمبر 2008.
42. \_\_\_\_\_، "حوكمة هيئات الرقابة الشرعية"، ورقة بحثية مقدمة لملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، مركز بيان للهندسة المالية، الخرطوم، السودان، 6-7 أبريل 2011.
43. نصري رائد، وشوشان خديجة، "الشروط المهنية والفنية لإنشاء سوق مالية إسلامية"، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي، 09-10/09/2013، إسطنبول، تركيا.

#### رابعاً: المنظمات والهيئات، التقارير والوثائق

1. قرار مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، جدة، 9-14/5/1992.
2. قرار المجمع الفقهي الإسلامي حول سوق الأوراق المالية والبضائع (البورصة)، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، رابطة العالم الإسلامي، السنة الثامنة، العدد العاشر، 1417هـ.
3. قرار مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الرابعة عشر، مكة، 21/1/1995.
4. قرار رقم 74(8/5) بشأن تطبيقات شرعية لإقامة السوق الإسلامية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، العدد الثامن، الجزء الثاني.
5. صندوق النقد العربي، الأسواق المالية العربية المشاركة في القاعدة: نشأتها وتطورها، عدد أبريل 1997.
6. تقرير البنك الإسلامي للتنمية، مجلة الإقتصاد الإسلامي، دبي، الإمارات العربية المتحدة، عدد 0294، أكتوبر 2005.
7. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، البحرين، 2006.
8. بنك السودان المركزي، توثيق تجربة السودان في مجال المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، ج3، مخطط الوثائق: الإجراءات والتعاميم المتعلقة بالتجربة، بنك السودان المركزي، ط1، الخرطوم، 2006.
9. بنك السودان المركزي، توثيق تجربة السودان في مجال المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، مخطط هيئات الرقابة الشرعية: الكتاب الثاني من فتاوى الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية الصادرة في الفترة 1995-1999م، بنك السودان، ط1، الخرطوم، 2006.

10. بنك السودان المركزي، توثيق تجربة السودان في مجال المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية: مخطط إدارة السياسة النقدية والتمويلية، بنك السودان، الخرطوم، 2006.
11. بنك السودان المركزي، توثيق تجربة السودان في مجال المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية: مخطط هيئات الرقابة الشرعية، الكتاب الثالث من فتاوى الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية، الطبعة الأولى، الخرطوم، 2006.
12. بنك السودان المركزي، توثيق تجربة السودان في مجال المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، مخطط المؤسسات المالية المساعدة للجهاز المصرفي، بنك السودان المركزي للتنمية الزراعية، ط1، ج3، لخرطوم، 2006.
13. بنك السودان المركزي، توثيق تجربة السودان في مجال المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، مخطط هيئات الرقابة الشرعية: نشأة وتطور وتقوم هيئات الرقابة الشرعية في الجهاز المصرفي السوداني، الطبعة الأولى، 2006.
14. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، معايير المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2008.
15. مجلس الخدمات المالية الإسلامية، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية، يناير 2009.
16. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، البحرين، 2010.
17. هيئة الأوراق المالية، دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان، 2013/03/15.
18. التشريعات النازمة للصكوك الإسلامية في القانون الأردني، بحث مقدم لاجتماع خبراء (آليات ومتطلبات إصدار الصكوك الإسلامية) الذي نظّمته الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، في عمان - الأردن، جمادى الأولى (1434هـ) - آذار (2013م).
19. لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها السنوي 2010.
20. التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية للعام 2011.
21. هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، معيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الأسهم، 2013.
22. سوق دبي المالي، التقرير السنوي 2013.
23. هيئة الأوراق المالية والسلع، التقرير السنوي 2013.
24. يومية الخبر، 2013/10/29.
25. سوق دبي المالي، و بورصة ناسداك دبي المحدودة، الكتيب التعريفي للمستثمرين: المنتجات والخدمات، 2013.
26. هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، معيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك، 2014.

### خامساً: النصوص التشريعية والتنظيمية

1. قرار مجلس الوزراء رقم (11) في شأن النظام الخاص بترخيص السوق والرقابة عليه، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات، 2000.
2. سوق دبي المالي: شركة مساهمة عامة، عقد التأسيس.
3. قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (3/ر) لسنة 2001، في شأن النظام الخاص بعمل السوق.
4. قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (1) لسنة 2000 في شأن النظام الخاص بالوسطاء، وقرار رقم (176/ر) لسنة 2006، هيئة الأوراق المالية والسلع لدولة الإمارات العربية المتحدة.
5. قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (1) لسنة 2000 في شأن النظام الخاص بالوسطاء، وقرار رقم (30/ر) لسنة 2009، هيئة الأوراق المالية والسلع لدولة الإمارات العربية المتحدة.

6. هيئة الأوراق المالية الأردنية، قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002.
7. الأمر رقم 75-79 المؤرخ في 26-09-1975 المعدل والمتمم من القانون التجاري الجزائري.
8. قانون سوق رأس المال، رقم 95 لسنة 1992، السعودية.
9. المقتضيات الزجرية الواردة بالظهير الشريف المعتبر بمثابة قانون رقم 1.93.211 صادر في 4 ربيع الآخر 21 سبتمبر 1993 يتعلق ببورصة القيم، المغرب.
10. قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية 1994.
11. قانون سوق دبي المالي لسنة 2000.
12. قانون رقم : 23 لسنة 2002، قانون سوق ماليزيا والبحرين.
13. قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002، هيئة الأوراق المالية الأردنية.
14. اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، هيئة أسواق المال، الكويت.
15. قانون الصكوك الأردني، 2013.
16. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 13، 9 مارس 2014، الملحق الثاني : قائمة المؤسسات المالية المعتمدة إلى غاية 2 يناير 2014.
17. قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (66/ر) لسنة 2007 بشأن ضوابط وآلية فصل الحسابات لدى الوسطاء، هيئة الأوراق المالية والسلع لدولة الإمارات.

### سادسا: المواقع الالكترونية

1. موقع سوق الخرطوم للأوراق المالية: [www.kse.com.sd](http://www.kse.com.sd)
2. موقع بورصة الجزائر : [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)
3. موقع صحيفة الوطن البحرينية: [www.alwatannews.net](http://www.alwatannews.net)
4. الموقع الالكتروني لسوق دبي المالي: [www.dfm.ae](http://www.dfm.ae)
5. موقع المركز العالمي للوسطية : [www.wasatiaonline.net](http://www.wasatiaonline.net)
6. موقع شركة سوداتل الإلكتروني: [www.sudatel.sd](http://www.sudatel.sd)
7. موقع نداء الوطن : [www.yncsudan.com](http://www.yncsudan.com)
8. مجلة السودانية: [www.alsudaniya-sd.com](http://www.alsudaniya-sd.com)
9. موقع مركز الخدمات الاعلامية- السودان: [www.gmsudan.sd](http://www.gmsudan.sd)
10. موقع الغرفة الإسلامية للتجارة والصناعة: [www.comcer.org](http://www.comcer.org)
11. موقع جمعية الإرشاد والإصلاح: [www.irched.org](http://www.irched.org)
12. موقع هيئة الأوراق المالية الأردنية: [www.jsc.gov.jo](http://www.jsc.gov.jo)
13. المجموعة العالمية الإلكترونية للباحثين في الاقتصاد الإسلامي : Islamic Economics
14. موقع الدكتور يوسف بن عبد الله الشبيلي: [www.shubily.com](http://www.shubily.com)

15. موقع الفقه الاسلامي: [www.islamfeqh.com](http://www.islamfeqh.com).
16. موقع شركة الراجحي المصرفية : [www.alrajhibank.com.sa](http://www.alrajhibank.com.sa)
17. موقع الدكتور سامر قنطقجي : [www.kantakji.org](http://www.kantakji.org)
18. موقع الدكتور علي القره داغي : [www.qaradaghi.com](http://www.qaradaghi.com)
19. موقع الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي : [www.eifa.co](http://www.eifa.co)
20. موقع الجزيرة نت : [www.aljazeera.net](http://www.aljazeera.net)
21. موقع هيئة السوق المالية السعودية : [www.cma.org.sa](http://www.cma.org.sa)
22. موقع الإسلام مباشر : [www.islamonline.net](http://www.islamonline.net)
23. موقع المجلة الاقتصادية : [www.aleqt.com](http://www.aleqt.com)
24. موقع مجمع الفقه الإسلامي : [www.fiqhacademy.org.sa](http://www.fiqhacademy.org.sa)
25. موقع موسوعة الإقتصاد والتمويل الإسلامي : [www.iefpedia.com](http://www.iefpedia.com)
26. موقع دار المشورة : [www.darelmashora.com](http://www.darelmashora.com)
27. موقع هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية : [www.sca.ae](http://www.sca.ae)
28. موقع الإمام : [www.e-imamm.com](http://www.e-imamm.com)

### قائمة المراجع باللغات الأجنبية:

1. Adam. N, and Thomas. A, Islamic Bonds : Your guide to investing, structuring and investing in Sukuk, Economy Books, London-UK, 2004.
2. Jacquillat. B, et Solnik. B, Marchés financiers : gestion de portefeuille et des risques, Dunod, première édition , Paris, 1994.
3. Belletante. B, La bourse : temple de la spéculation ou marché financier?, Hatier, Paris, cinquième édition, 1987.
4. BERGER .P, Le marché monétaire, Presse universitaire de France, Paris, 1973
5. Baillie, R., (1989), "Econometric tests of rationality and market efficiency", Econometric Reviews, 8.
6. Commission d'Organisation et de Surveillance des Opération de Bourse, Guide des valeurs mobilières, les guides COSOB, impression ANEP-Algérie-, 199
7. Cornelius, P., (1994), "A Note on the informational efficiency of emerging stock Markets", Weltwirtschaftliches Archiv, 24.
8. Fama, E., "Efficient capital market", The Journal of Finance, N°5, 1991.
9. Frank,b.g., & Thomas ,H., (December 2004),on the value of transparency in agencies with renegotiation , Journal of Accounting research, vol.4 , n°5.
10. French. D; Security qnd Portfolio Analysis Concepts and Management; CH Merle Pub; 1989.
11. Gastineau and Jarrow. R, Large Trader Impact and Market Regulation; Financial Analyses Journal; July-August 1991.

- V, L'école pratique de la bourse : en 600 mots, Le journal des finances, Paris, .Haderer .12  
1996.
- Hervé. J, Les marchés financiers, éditions d'organisation, Paris, 2004. .13
- P, Le marché financier français, Edition Economica, Paris, 1991..J.Latreyte .14
- Lamiri. A, Gérer l'entreprise algérienne en économie de marché, Prestcomm éditions, .15  
.Algérie, 1997
- LEHMAN .P.J, Le financement de l'économie, éd Seuil, France, 1998. .16
- LEHMAN S. D, Introduction à la finance de marché, Economica, Paris, 1998. .17
- C and Brue. S, Economic : Principales, Problems & Policies, Mcgraw-Hill, .Mcomell .18  
13th ed, New York, 1996.
- Peyrard. J, La bourse, Vuibert, Paris, 8<sup>me</sup> éd, 1999. .19
- Robert, M.B & others, what determines corporate transparency?, Journal of Accounting .20  
Research , vol. 42, n°2, may 2004.
- Rotonson. R, and Wrightsmn. D, Financial Markets: The accumulation and .21  
Allocation of Wealth, McGraw – Hill, Series in Finance Library of Congress  
Cataloging Publication data, Second Edition.. New York, U.S.A; 1981.

الملاحق

الملحق رقم (1)

### الملحق رقم (1-1): قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994م

- عملاً بأحكام المرسوم الدستوري الخامس لسنة 1991م، أجاز المجلس الوطني الانتقالي و وافق رئيس الجمهورية على القانون الآتي نصه: الفصل الأول أحكام تمهيدية
- اسم القانون وبدء العمل به
- إلغاء
- تفسير
- 1- يسمى هذا القانون "قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994م" ويعمل به من تاريخ التوقيع عليه.
- 2- يلغى قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1982م.
- 3- في هذا القانون ما لم يقتض السياق معني آخر.
- الأوراق المالية: يقصد بها صكوك القرض والمقارضة وأي صكوك أخرى بموجب صيغ المعاملات الإسلامية التي تصدرها الحكومة ومؤسساتها العامة وشركات المساهمة العامة والأسهم التي تصدرها شركات المساهمة العامة وما في حكم ذلك من الصكوك والأوراق المالية.
- التعامل بالأوراق المالية: يقصد بها عمليات شراء وبيع الأوراق المالية مباشرة أو بالوكالة وانتقال ملكيتها وتثبيت هذه الملكية في سجلات السوق وفقاً لأحكام هذا القانون.
- الجمعية العمومية: يقصد بها الجمعية التي تضم جميع أعضاء السوق المنصوص عليهم في المادة 10.
- الرئيس : يقصد به رئيس المجلس
- السوق: يقصد بها سوق الخرطوم للأوراق المالية المنشأة بموجب أحكام المادة 8، التي تنظم وتحكم الأوراق المالية والتي تتم من خلالها إصدار وطرح الأوراق المالية (السوق الأولية)، وتداول الأوراق المالية والتعامل بها داخل السودان (السوق الثانوية).
- السوق الأولية: يقصد بها السوق التي تجري فيها إصدار الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب العام في إطار القوانين واللوائح والتعليمات والأعراف السائدة.
- السوق الثانوية: يقصد بها السوق التي تتم فيها عمليات شراء الأوراق المالية وبيعها مباشرة أو بالوكالة وتبادل

ملكية الأوراق المالية في قاعة تداول الأوراق المالية أو في مكاتب السوق وتشمل:

أولاً: السوق النظامية: التي تتم من خلالها تنظيم التعامل في قاعة تداول الأوراق المالية بأسهم شركات تحكمها شروط إدراج خاصة بها. ثانياً: السوق الموازية: التي تتم من خلالها تنظيم التعامل في قاعة تداول الأوراق المالية بأسهم شركات حديثة التأسيس وأسهم شركات قائمة تحكمها شروط إدراج خاصة بها. ثالثاً: السوق الثالثة: التي تتم من خلالها تنظيم التعامل خارج قاعة تداول الأوراق المالية بأسهم الشركات التي لا تنطبق عليها شروط إدراج محددة للتداول داخل قاعة تداول الأوراق المالية ولم يتم إدراج أوراقها المالية بعد. شركات الوكالة المتخصصة: يقصد بها الشركات التي تنحصر أغراضها في القيام بالأعمال التي رخصها لها المجلس والوارد ذكرها في المادة 34 من هذا القانون. العضو: يقصد به أي من الأعضاء المنصوص عليهم في المادة 10. قاعة تداول الأوراق المالية: يقصد بها المكان المخصص في مبني السوق لتنفيذ عمليات تداول الأوراق المالية (بيعاً وشراءً) وفقاً لأحكام هذا القانون واللوائح والقواعد الصادرة بموجبه. المجلس: يقصد به مجلس إدارة السوق. ممثل الوكيل: يقصد به الشخص الذي يمثل الوكيل في تسلم أوامر البيع والشراء تحت إشراف الوكيل ومسؤوليته. المدير العام: يقصد به مدير عام السوق المعين بموجب أحكام المادة 21. الوزير: يقصد به وزير المالية. الوكيل: يقصد به الشركة المرخص لها القيام بأعمال الوكالة في السوق وفقاً لأحكام هذا القانون.

4- تسود أحكام هذا القانون في حالة التعارض مع أحكام أي قانون آخر إلى المدى الذي يزيل التعارض بينهما.

5- تلتزم السوق في كل تصرفاته ومزاولة جميع مناشطها بأحكام الشريعة الإسلامية وهديتها ويفسر هذا القانون واللوائح الصادرة بموجبه وفقاً لذلك ويعتبر باطلاً كل تفسير أو تصرف يخالف ذلك.

6- يخضع لأحكام هذا القانون إصدار الأوراق المالية وطرحها للجمهور في السودان وعمليات تداول الأوراق المالية.

7- (1) الأوراق المالية التي تطرح للاكتتاب العام في السودان أو التي يتم التعامل بها في السوق يجب أن تكون مقصورة على الأوراق المالية السودانية. (2) على الرغم من أحكام البند (1) يجوز لمجلس الوزراء بناءً على توصية المجلس الموافقة على طرح الأوراق المالية للاكتتاب العام في السودان أو التعامل بها في السوق والمصدرة من قبل شركات المساهمة العامة العربية والأجنبية.

#### الفصل الثاني إنشاء السوق وأغراضها وعضويتها

8- (1) تنشأ في السودان سوق للأوراق المالية تسمى "سوق الخرطوم للأوراق المالية"، ذات شخصية اعتبارية وصفة تعاقبية مستدامة وخاتم عام ولها الحق في التقاضي باسمها. (2) المقر الرئيس للسوق في مدينة الخرطوم وبحق لها فتح فروع في ولايات السودان الأخرى.

9- تكون للسوق الأغراض الآتية: (أ) تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بيعاً وشراءً. (ب) تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين المواطنين وتهيئة الظروف الملائمة لتوظيف المدخرات في الأوراق المالية بما يعود بالنفع على المواطن والاقتصاد الوطني. (ج) تطوير وتنمية سوق الإصدارات وذلك بتنظيم ومراقبة إصدارات الأوراق المالية وتحديد الشروط والمتطلبات الواجب توافرها في نشرات الإصدار عند طرح الأوراق المالية للاكتتاب العام من قبل الجمهور. (د) تطوير وتشجيع الاستثمار بالأوراق المالية والعمل على تهيئة المناخ الاستثماري المناسب لها. (هـ) توفير كافة العوامل التي تساعد على تسهيل وسرعة تسهيل الأموال المستثمرة في الأوراق المالية بما يخدم رغبات المستثمرين. (و) ترسيخ أسس التعامل السليم والعادل بين فئات المستثمرين وضمان تكافؤ الفرص للمتعاملين في الأوراق المالية حماية لصغار المستثمرين. (ز) جمع المعلومات والبيانات والإحصائيات وتوفيرها لكافة المستثمرين والمهتمين بذلك. (ح) دراسة التشريعات ذات العلاقة بالسوق واقتراح تعديلها بما يتناسب والتطورات التي تتطلبها السوق. (ط) اقتراح كيفية تنسيق السياسات المالية والنقدية وحركة رؤوس الأموال والإشراف على السياسة المتعلقة بتنمية مصادر التمويل المتوسط والطويل الأجل في السودان وذلك بما يحقق الاستقرار المالي والاقتصادي ومن ثم تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية. (ي) العمل على تبادل الخبرات وذلك بالاتصال بالأسواق المالية العالمية والإقليمية والعربية والانضمام لعضويتها. (ك) إنشاء جهاز موحد لتنظيم تحويل ملكية الأوراق المالية

سيادة أحكام هذا القانون

الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية

التعامل بالأوراق المالية

تداول الأوراق المالية

إنشاء السوق

أغراض السوق

وإيداعها ومتابعة شؤون المساهمين وإدارة المركز أو الإشراف والرقابة عليه. (ل) ترسيخ قواعد السلوك المهني والمراقبة الذاتية والانضباط بين الوكلاء والعاملين في مجال التعامل بالأوراق المالية. (م) تأهيل موظفي الوكلاء بما يتناسب والمستجدات التي تطرأ على صناعة الأوراق المالية بهدف رفع كفاءتهم العلمية والعملية.

10- (1) تكون عضوية السوق إلزامية و تتكون من: (أ) بنك السودان. (ب) البنوك المرخصة ومؤسسات التمويل المتخصصة القائمة أو التي تنشأ في المستقبل. (ج) شركات المساهمة العامة المسجلة القائمة أو التي تنشأ في المستقبل. (د) الوكلاء المرخصين وفقاً لأحكام هذا القانون. (هـ) أية هيئة أو مؤسسة عامة أو سلطة محلية مدرج قيد أوراقها المالية في السوق. (و) أية جهة حكومية ذات شخصية اعتبارية تطرح صكوكاً للاكتتاب العام. (2) تسقط العضوية في السوق إذا تقرر إسقاطها وفقاً لأحكام هذا القانون.

عضوية السوق

11- تتكون الجمعية العمومية من أعضاء السوق المذكورين في المادة 10 من هذا القانون.  
12- تكون للجمعية العمومية الاختصاصات والسلطات الآتية: (أ) إقرار وقائع الاجتماع السنوي السابق للجمعية العمومية. (ب) مناقشة التقرير السنوي للسوق وتقرير هيئة الرقابة الشرعية. (ج) اختيار أعضاء هيئة الرقابة الشرعية. (د) اختيار المراجع القانوني للسوق. (هـ) سماع اقتراحات الأعضاء المتعلقة بنشاطات السوق ومناقشتها وتبني المناسب منها. (و) أية أمور أخرى تقرر الجمعية العمومية إدراجها في جدول الأعمال وفقاً لأحكام هذا القانون. (ز) إصدار لائحة داخلية لتنظيم إجراءات اجتماعاتها.

تكوين الجمعية العمومية

اختصاصات الجمعية

العمومية وسلطاتها

13- يكون للأعضاء الذين سددوا الالتزامات المالية المترتبة عليهم للسوق، الحق في حضور اجتماعات الجمعية العمومية.

حضور اجتماعات الجمعية

العمومية

14- تتم دعوة الجمعية العمومية لأول مرة بواسطة الوزير وتحدد اللائحة الداخلية الإجراءات المتعلقة بدعوة الجمعية العمومية بعد ذلك للاجتماع ومكان انعقاده ونصابه وكيفية اتخاذ قراراته وما في حكم ذلك من موضوعات.

دعوة الجمعية العمومية

15- (1) تكون للسوق هيئة للرقابة الشرعية وتتشكل من ثلاثة أعضاء من علماء الشريعة الإسلامية ممن لهم إلمام بالمعاملات المالية تختارهم الجمعية العمومية. (2) تختص هيئة الرقابة الشرعية بالرقابة على أعمال السوق والتأكد من التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية.

هيئة الرقابة الشرعية

واختصاصاتها

الفصل الثالث إدارة السوق

16- ينشأ مجلس لإدارة السوق يتولى مسؤوليتها ويؤدي نيابة عنها الواجبات ويمارس السلطات التي تمكنه من تحقيق أغراضها. (1) يشكل المجلس بقرار من مجلس الوزراء بناءً على توصية الوزير وذلك على الوجه الآتي : (أ)

إنشاء المجلس وتشكيله

ومسؤوليته

وزير المالية رئيساً  
محافظة بنك السودان (ب) محافظ بنك السودان  
نائباً للرئيس (ج) المدير العام للسوق

عضواً ومقررراً (د) ممثل عن وزارة المالية  
عضواً (هـ) المسجل التجاري العام  
عضواً (و) ممثل عن البنوك المرخصة  
عضواً (ز) ممثل عن شركات التأمين

عضواً (ح) ممثل عن شركات المساهمة العامة  
غير الواردة في الفقرتين (و) و (ز).  
عضواً (ط) ممثل عن اتحاد الغرف التجارية  
عضواً (ي) ممثل عن اتحاد أصحاب الصناعات  
عضواً (ك) ممثل عن شركات الوكالة العاملة في السوق. عضواً

17- تكون مدة العضوية لغير الأعضاء بحكم مناصبهم لمدة ثلاثة سنوات ويجوز إعادة تعيينهم لفترة أخرى فحسب.

مدة العضوية

18- (1) يكون المجلس مسئولاً مسئولية كاملة عن إدارة وتصريف شؤون السوق وتحقيق أغراضها ووضع السياسة العامة لها في إطار السياسات المالية والاقتصادية العامة والخطط لتسيير أعمالها وتنفيذها، ومع عدم الإخلال

اختصاصات المجلس

وسلطاته

بعموم ما تقدم يكون للمجلس السلطات التالية: (أ) إجراء الدراسات عن السوق في ظل الظروف السياسية والمالية والاقتصادية السائدة، وتقديم التوصيات للجهات الحكومية ذات العلاقة بكل الأمور التي تساعد على تنمية السوق وحماية أموال المدخرين. (ب) تحديد متطلبات نشرة الإصدار في السوق الأولية والإشراف على إصدارات الأوراق المالية والموافقة عليها وطرحها للاكتتاب العام. (ج) إيقاف التعامل بأي ورقة مالية مدرجه وفقاً لأحكام هذا القانون واللوائح الصادرة بموجبه للمدة التي يراها مناسبة. (د) إيقاف نشاط السوق، لمدة محددة لا

تتجاوز ثلاثة أيام عمل يحظر خلالها التعامل، ولمدة أسبوع بموافقة الوزير لأي مدة تتجاوز ذلك بموافقة مجلس الوزراء. (هـ) تنظيم شؤون السوق الإدارية والمالية وفقاً لما تحدده اللوائح والأوامر. (و) وضع شروط تداول الأوراق المالية في السوق الثانوية. (ز) وضع الشروط المتعلقة بالتسوية والتقصص فيما بين الوكلاء وفيما بين الوكلاء وعملائهم، وفيما بين الوكلاء والسوق. (ح) وضع الشروط الخاصة بإيرادات السوق ونفقاتها والمصادقة على الميزانية السنوية. (ط) وضع شروط إدراج وإيقاف تداول الأوراق المالية في السوق الثانوية. (ي) وضع شروط خدمة العاملين بالسوق. (ك) وضع الهيكل التنظيمي للسوق وتحديد الإدارات والأقسام والشعب ووظائفها العامة. (ل) ترخيص الوكلاء وتحديد عددهم وطبيعة أعمالهم وعدد ممثليهم. (م) تعيين المستشارين والخبراء في السوق وتحديد شروط استخدامهم. (ن) تحديد تعريف أجور الوكلاء من حين لآخر. (س) تحديد عمولات السوق عن كافة عمليات تداول وتحويل وانتقال الأوراق المالية. (ع) تحديد رسوم العضوية ورسوم ممارسة عمل الوكالة ورسوم دراسة ومراجعة نشرات الإصدار، ورسوم قيد إدراج الأوراق المالية وبدلات الخدمات. (ف) فرض جزاء الشطب النهائي على الأعضاء والوكلاء وممثليهم المخالفين لأحكام هذا القانون واللوائح. (ص) الموافقة على الاقتراض والتمويل وتحديد حجمه وشروطه. (ق) إجازة الموازنة السنوية التقديرية لإيرادات السوق ونفقاتها قبل بداية السنة المالية وتصبح نافذة المفعول بعد إجازة الوزير لها. (ر) امتلاك الأراضي والعقارات والآلات اللازمة لمزاولة نشاطات السوق. (ش) وضع لائحة داخلية لتنظيم إجراءات اجتماعاته. (ض) أية سلطات أخرى تقتضيها طبيعة عمل السوق. (2) يجوز للمجلس أن يفوض بعض سلطاته المنصوص عليها في البند (1) إلى المدير العام أو إلى أي لجنة يشكلها من أعضائه.

- 19- تسقط العضوية في المجلس في الحالات التالية: (أ) عدم اللياقة الطبية. (ب) الغياب عن حضور ثلاث اجتماعات متتالية دون عذر مقبول لدى المجلس. (ج) الإدانة بجرمة تخل بالشرف والأمانة أو إذا أعلن إفلاسه. (د) الاستقالة وتم قبولها بواسطة المجلس. (هـ) فقدان ثقة الجهة التي يمثلها. (و) فقدان الأهلية. (ز) الوفاة.
- 20- (1) يجتمع المجلس اجتماعاً عادياً مرة كل شهر على الأقل بناءً على دعوة من رئيسه ويجوز له أن يعقد اجتماعاً طارئاً إذا رأى رئيس المجلس أو أكثر من نصف أعضائه أن ذلك ضرورياً. (2) يترأس المجلس الاجتماعات وفي حالة غيابه لأي سبب من الأسباب يتولى نائب الرئيس إدارة ذلك الاجتماع. (3) يكتمل النصاب القانوني لاجتماعات المجلس بحضور أغلبية الأعضاء. (4) تتخذ القرارات بالأغلبية البسيطة للأعضاء الحاضرين.
- 21- (1) يكون للسوق مدير عام من ذوي المؤهلات المناسبة والخبرة ويتم تعيينه لمدة ثلاث سنوات بقرار من المجلس وموافقة الوزير على أن يحدد ذلك القرار شروط خدمته. (2) المدير العام هو المسئول التنفيذي الأول عن تنفيذ سياسات المجلس وقراراته، ومع عدم الإخلال بعموم ما تقدم يختص المدير العام بالآتي: (أ) ممارسة الصلاحيات الممنوحة له بموجب أحكام هذا القانون واللوائح والأوامر الصادرة بموجبه. (ب) تصحيح أية عمليات تداول أو إيقافها أو إلغائها أو تقرير بطلانها في حالة مخالفتها لأحكام هذا القانون، ولا يترتب ذلك أية مسئولية مالية على السوق من جراء ذلك. (ج) الأمر بالصرف داخل السوق وفقاً للإعتمادات المرصودة في الميزانية التقديرية التي يوافق عليها المجلس. (د) الاستعانة بأجهزة الشرطة المختصة للمحافظة على النظام داخل مبنى السوق. (3) على الرغم من أحكام البند (2) لا يجوز سحب أية مبالغ من أموال السوق إلا وفقاً للأوامر التي يصدرها المجلس بما في ذلك حق التوقيع نيابة عن السوق. (4) يجوز للمدير العام تفويض أي من سلطاته أو اختصاصاته لأي من موظفيه وفقاً للشروط والضوابط التي يراها.

#### الفصل الرابع المالى والحسابات والمراجعة

- 22- يجب دفع الرسوم التالية حسبما تحددها اللوائح : (أ) رسوم العضوية من قبل كافة الأعضاء في السوق. (ب) رسوم الإدراج من قبل شركات المساهمة العامة والهيئات والمؤسسات العامة. (ج) رسوم الوكالة من قبل شركات الوكالة المرخصة للعمل داخل قاعة التداول بالسوق. (د) أجور الخدمات المقدمة للوكلاء. (هـ) رسوم دراسة وتوثيق واعتماد نشرات الإصدار.
- 23- تتكون موارد السوق المالية من الآتي: (أ) رسوم العضوية السنوية. (ب) الرسوم السنوية لإدراج الأوراق المالية. (ج) الرسوم السنوية لممارسة أعمال الوكالة. (د) العمولات التي تستوفىها السوق لقاء عمليات البيع والشراء بمقتضى أحكام المادة 26 من هذا القانون. (هـ) أجور الخدمات التي تقدمها السوق للوكلاء. (و) الجزاءات التي يفرضها المجلس على المخالفين لأحكام هذا القانون. (ز)

- إيراد النشرات الدورية الصادرة عن السوق. (ح) المنح والهبات من أي جهة يوافق عليها المجلس. (ط) العائد من إيرادات استثمارات أموال السوق الخاصة. (ى) القروض التي تحصل عليها السوق بموافقة المجلس. (ك) رسوم دراسة ومراجعة واعتماد نشرات الإصدار.
- 24- على الرغم من أحكام قانون رسم الدمغة لسنة 1986م: (أ) تستوفى رسوم دمغة عن عقود تحويل الأوراق المالية حسبما تحدده اللوائح. (ب) إعفاء عقود البيع المبرمة في قاعة التداول بمبنى السوق. (ج) إعفاء عقود التفويض بالبيع أو بالشراء التي يبرمها الوكلاء مع العملاء. (د) إعفاء شهادات تملك الأوراق المالية.
- 25- بالرغم مما ورد في قانون الشركات لسنة 1925 أو في عقود تأسيس شركات المساهمة العامة ونظمها الأساسية فإنه لا يجوز للشركات المقبولة أوراقها المالية للتداول استيفاء أية رسوم على عقود تحويل الأوراق المالية ونقل ملكيتها، أو أي بدل لإصدار شهادات أسهمها أو صكوك القرض والمقارضة.
- رسم الدمغة
- عدم استيفاء الرسوم بواسطة الشركات

الملحق رقم (1-2):

نشاط السوق الأولية والثانوية للفترة من ٢٠١٣ إلى ٢٠١٣

نشاط	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤
سوق الأولية	١,٥٧٨,٩٥٠,١٧٤,٩	٧,٤٩٨,٤٦٩,٥٨٧,٠	٥,٨٨٧,٤٨٤,٣٢٥,٠٠	٤,٣٥٠,٣٥٠,٣٢٥	٤,١٣٠,٠٠٠,٠٠٠	١,٠٤٩,٤٦٩,٤٥١,٠	٢,١٧٠,٠٠٠,٠٠٠
قيمة الإصدارات							
سوق الثانوية	٥٥,٠٠٠	٥٢,٠٠٠	٥٢,٠٠٠	٥٢,٠٠٠	٥١,٠٠٠	٤٩,٠٠٠	٤٨
عدد التبرعات المدرجة							
عدد التبرعات المدرجة	٢٥	٢٤	٢٨	١٩	١٦	٩	٦
عدد التبرعات المدرجة	٤٥,٠٠٠	٢٤,٠٠٠	٢٨,٠٠٠	٢١,٠٠٠	٣٢,٠٠٠	٤٢,٠٠٠	٤٢
رأس مال مسوغي	١١,١٨٨,٧٧٩,٩١٣	٩,٣٢٤,٨٨٤,٤٥٥	٧,٠٢٤,٨٤٦,٦٥٩	٧,٥٨٩,٣١٤,٩٥٠	٩,٣١٢,٤١٨,٩٧٧	٧,٤٧٣,٢٣٨,٦٥١	٢,٧٨٩,٨٨١,٥٩٦
عدد الأسهم المدرجة	٨٠,٨٥٤,٤١٩	١٧٢,٥٤٨,٥١٢,٠٠	١٤٤,٧٢٤,٨٣٤,٠٠	١٤٤,٧٢٤,٨٣٤,٠٠	١٤٤,٧٢٤,٨٣٤,٠٠	١,٥٣١,٦٧٠,٤٠٠	٢,٧٨٩,٨٨١,٥٩٦
عدد المسوك المدرجة	١,٤٤٧,٧٤١	٥,١٧٢,٤٤٥,٠٠	٤,٨٧٧,٨٠٧,٠٠	٤,١٧٧,١٧٢	١,٤٣٣,٤٠٠	٨٤٥,٨٢٠	٢٠,٣٩٠
عدد التبرعات المدرجة	٧,٨١٢,٣٢٤	٤,٠٠٤,٩٠٧,٠٠	٢,٤٢١,٥٥٥,٠٠	٢,٠١٦,٥٢٠	١,٤٧٢,٦٥١	٢,٠٨٠,٨٢٠	١٠,٤١٠,٨
عدد التبرعات المدرجة	٨,٤٢٠,٣٥٥	١٠,٩١٠,١٩٨	١١,٣٢٥,٥١١	٧,٢٩٤,٨٢٢	٢,٩٠٥,٥٥١	١,١٥٢,٤١٣	١٣٢,٨٨٨
عدد التبرعات المدرجة	٢,٨٨٥,٤٠٠,٦٥٨	٢,٥٢٣,٣١٥,٠٠٠,٩٤	٢,٤٢٤,٣١٥,٠٠٠,٩٤	١,٨٧٩,١٤٥,٥٥٤,٩٢	٢,٠٦٨,٠٥٤,٠٢١,٤٤	١,٢١٦,٨٣٢,٠٠٠,٢١	٤٤٧,٢٢٤,٤٧٧
عدد التبرعات المدرجة	١٧,٤٢٥	١٤,٧١٩	٧,٨٧٠	٨,٠٦٩	٥,٨٤٢	٢,١٧٣	٢,٥٢٤
التبرعات خارج القائمة							
عدد الأسهم	٢٤,١٣٣,٢٥٩	٢٥٤,٤٧٤,٤٤٠	٤١٢,٠٧٢,٤١٢	٢,٤٣٧,٤١٩	١٤٢,٠٧٤,١٢٠	٢٤٤,٣٦٦,٤٠٨	٧٩١,٤٢٢,٣٧٠
قيمة السوقية	٧,٢٢٢,٧٨٥,٢٤٤	١٠,٧٨٢,٨١٥,٠	١٤,٧٢٤,٨٣٤,٠٠	٤,٤٢٥,٤٠٣,٠	١٨,٤٤٩,٥٠٩	٣٢,٠٨٠,٢٤٠,٠	٩,٨٢٢,٢٠٥

شهادة الرهن الرسمي

الملحق رقم (3)

شركة السودان للاستشارات المالية المتكاملة  
SUDAN FINANCIAL SERVICES Co. LTD

شهادة صكوك إجازة بنك السودان

[شباب]

رقم الوثيقة

التاريخ

الدفعة الأسمدة للسند

بمذا تعهد بان المسادة

هو المالك المسجل

لعدد صك بقبضة

من صكوك إجازة بنك السودان، والتي تشمل خدمة ضمان في التوسيع الاستثماري

لصكوك وفق نضرة الإصدار رقم (١) بتاريخ ٢٠٠٥/٨/٣٠ م

تكون قيمة الصكوك مستحقة الدفع بالتنازل عند تقديمها وتسي قايمة للسداد في

السوق الثانوية وسوق ما بين البنوك. ويتم توزيع عائد الإجازة شحريا

هذه الشهادة خاصة لقانون صكوك التمويل لسنة ١٩٩٥ م

صدرت هذه الشهادة بتاريخ

لا تدفع الشركة الزكاة على هذه الصكوك وعلى المستثمرين إخراج زكاة أموالهم من هذه الصكوك بأنفسهم

المدير المالي للشركة

الاسم: \_\_\_\_\_

التوقيع: \_\_\_\_\_

مدير عام الشركة

الاسم: \_\_\_\_\_

التوقيع: \_\_\_\_\_

أي كسب أو تعديل في محتويات هذه الشهادة يفسا

الملحق رقم (3-1): نماذج من الشهادات والصكوك المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية



الملحق رقم (1-4): قانون صكوك التمويل لسنة 1995.



## قانون صكوك التمويل لسنة ١٩٩٥

عملا بأحكام المرسوم الدستوري الخامس لسنة ١٩٩١ ، أجاز المجلس الوطني الانتقالي ووافق رئيس الجمهورية على القانون الآتي نصه :

### الفصل الأول احكام تمهيدية

اسم القانون وبدء العمل به

١- يسمى هذا القانون «قانون صكوك التمويل لسنة ١٩٩٥» ويعمل به من تاريخ التوقيع عليه.

تفسير

٢- في هذا القانون مالم يقتض السياق معنى آخر :

«صكوك الاستثمار»: يقصد بها الصكوك التي تصدر وفق صيغ التمويل الاسلامي وتستخدم في أغراض استثمارية.

«الربح»: يقصد به ما زاد من الإيرادات بعد سلامة راس المال فما زاد عن راس المال عند التنضيد (التصفية) أو التقويم الصحيح للمشروع ، هو الربح الذي يوزع بين رب المال والمضارب وفقا لشروط العقد.

«المضاربة المطلقة»: يقصد بها المضاربة التي يفوض فيها رب المال للمضارب استثمار راس مال المضاربة على الوجه الذي يرى انه يحقق مصلحة الطرفين.

«المضاربة المقيدة»: يقصد بها المضاربة التي يقيد فيها رب المال المضارب من حيث نوع النشاط الاستثماري ومكانه وغير ذلك من الشروط المقيدة دون ان يؤدي هذا إلى اغلال يد المضارب.

«صك المضاربة»: يقصد به الوثيقة محددة القيمة التي تصدر بأسماء مالكيها مقابل الاموال التي قدموها بقصد تنفيذ مشروع استثماري ويكون قابل للتداول وفق احكام هذا القانون.

«صك القرض»: يقصد به الوثيقة التي يدفع بموجبها المكتتب المال المتبرع بمنفعته

### تمويل المشاريع عن طريق صكوك المضاربة

هـ. يجب ان تتوافر في المشروع الذى يمول بواسطة صكوك المضاربة ما يلي :

أ/ ان يكون ذا جدوى اقتصادية

ب/ ان يكون مستقلا عن المشروعات الاخرى الخاصة بالجهة المصدرة

ج/ ان يدار المشروع ماليا كوحدة مستقلة بحيث يتضح لاقى النهاية السنة المالية موقفه المالى بما يشمل سداد الصكوك وتوزيع الارباح بين أرباب المال والمضارب حسب النسبة المقررة في نشرة الإصدار.

د/ أن يكون من المشروعات الاستثمارية المنصوص عليها في المادة ٨

### الجهات التي تصدر صكوك المضاربة وصكوك الاستثمار

٦- يجوز للجهات الاتية اصدار صكوك المضاربة وصكوك الاستثمار:-

أ- الحكومة الاتحادية وحكومات الولايات.

ب- المجالس المحلية المنشأة وفقا لاحكام قانون الحكم المحلى لسنة ١٩٩١م.

ج- الهيئات والمؤسسات العامة المنشأ بقانون.

د- شركات المساهمة العامة.

هـ- اية جهة اخرى يوافق لها مجلس الوزراء بناء على توصية الوزير.

### شروط اصدار صكوك المضاربة

٧- يجب ان تتوافر في صكوك المضاربة الشروط الاتية وهي ان :

(أ) يمثل الصك حصة شائعة في المشروع الذى اصدر لانشائه أو تمويل وتستمر هذه الملكية طيلة عمر المشروع من بدايته إلى نهايته وتترتب عليها جميع الحقوق والالتزامات والتصرفات المقررة شرعا للمالك في ملكه من بيع ورهن وارث وغيرها.

(ب) يقوم العقد في صكوك المضاربة على اساس ان شروط التعاقد تحددتها نشرة الإصدار وأن الإيجاب يعبر عنه الاكتتاب في هذه الصكوك وان القبول تعبر عنه موافقة الجهة المصدرة.

(ج) تكون الصكوك المضاربة قابلة للتداول بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب مع مراعاة الضوابط الاتية:

(اولا) إذا كان مال المضاربة المتجمع بعد الاكتتاب مازال نقودا فان تداول صكوك المضارب يعتبر مبادلة نقد بنقد وتطبق عليه احكام الصرف.  
 (ثانيا) إذا أصبح مال المضاربة ديونا تطبق على تداول صكوك المضاربة احكام التعامل بالديون.  
 (ثالثا) إذا صار مال المضاربة موجودات مختلطة من النقود والديون والمنافع فإنه يجوز تداول صكوك المضاربة وفقا للسعر المتراضي عليه.  
 (د) (اولا) يقوم المضارب بالعمل ولا يملك من المشروع شيئا إذا كانت حصيلة الاكتتاب كافية لتمويل المشروع.  
 (ثانيا) إذا لم تكن حصيلة الاكتتاب كافية وساهم المضارب في شراء بعض الصكوك فيمتلك من المشروع بمقدار ما ساهم به فيكون شريكا بحصته ومضاربا بأموال غيره.

#### كيفية الاكتتاب

٨- (١) يجوز ان يكون الاكتتاب في صكوك المضاربة عن طريق المضاربة المطلقة أو المقيدة ويجب توضيح ذلك بنشرة الإصدار.  
 (٢) إذا اضطر المضارب لشراء بعض الصكوك لإكمال القيمة الاسمية للإصدار فيكون مضاربا وشريكا في ان واحد على ان يكون مفوضا في ذلك وفي هذه الحالة تكون يد المضارب والشريك في اموال وموجودات المضاربة يد أمانة فلا يضمن الا في حالات التعدي والتقصير.

#### دفع قيمة صكوك المضاربة

٩- (١) الأصل ان تدفع القيمة الاسمية لصكوك المضاربة عند الاكتتاب كاملة على أنه يجوز وبصفة استثنائية ان يكون الدفع مقسطا بشرط ان يحدد ذلك في نشرة الإصدار.  
 (٢) إذا نقص الاكتتاب عن القيمة الاسمية للإصدار وكان هناك مغطى فيجب عليه شراء الصكوك التي لم يكتب فيها بحسب الاتفاق المبرم بينه وبين الجهة المصدرة، فإذا لم يكن هناك مغطى فللجهة المصدرة ان تعيد اصدار الصكوك أو تدخل شريكا بالصكوك المتبقية.

(٣) إذا زاد الاكتتاب عن القيمة الاسمية في الصكوك الاستثمارية وأمكن استثمار الزيادة بما يحقق مصلحة أصحاب الصكوك استثمر الزائد بنسبة كل وإلا أعيدت لأصحابها في ظرف شهرين من تاريخ الإقفال.  
(٤) لا تعترف الجهة المصدرة إلا بمالك واحد للصك الواحد.

#### إدارة صكوك المضاربة

١٠- يجوز للجهة المصدرة الاتفاق مع البنوك الاستثمارية والمؤسسات المالية المتخصصة على إدارة صكوك المضاربة وتغطيتها وتسويقها لقاء رسوم مقررة تدفع من حصيلة الإصدار.

#### الفرع الثاني

##### صكوك الاستثمار الأخرى

١١- (١) بالإضافة إلى صكوك المضاربة يجوز تمويل مشروعات الاستثمار بكل أنواع صكوك الاستثمار.

(٢) تتبع كلما كان ذلك ممكناً ذات الخطوات المبينة في صكوك المضاربة عند إصدار صكوك الاستثمار الأخرى.

(٣) تقوم هيئة الرقابة الشرعية المنصوص عليها في المادة (١٥) من قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة ١٩٩٤ م مع اللجنة ببيان الأحكام الفقهية وإعداد الشروط الخاصة بإصدار هذه الصكوك.

#### الفرع الثالث

##### صكوك القرض

##### إصدار صكوك القرض

١٢- (١) يجوز للحكومة الاتحادية وحكومات الولايات ان تصدر صكوك قرض تطرح علي الجمهور بما في ذلك الصناديق الخيرية ومؤسسات الاستثمار للاكتتاب العام علي ان تحدد نشرة الإصدار دواعي هذا الإصدار.

(٢) تطرح صكوك القرض لتمويل مشروعات الدولة بصفة عامة.

(٣) إذا زاد الاكتتاب عن القيمة الاسمية في الصكوك الاستثمارية وأمكن استثمار الزيادة بما يحقق مصلحة أصحاب الصكوك استثمر الزائد بنسبة كل وإلا أعيدت لأصحابها في ظرف شهرين من تاريخ الإقفال.  
(٤) لا تعترف الجهة المصدرة إلا بمالك واحد للصك الواحد.

#### إدارة صكوك المضاربة

١٠- يجوز للجهة المصدرة الاتفاق مع البنوك الاستثمارية والمؤسسات المالية المتخصصة على إدارة صكوك المضاربة وتغطيتها وتسويقها لقاء رسوم مقررة تدفع من حصيلة الإصدار.

#### الفرع الثاني

##### صكوك الاستثمار الأخرى

١١- (١) بالإضافة إلى صكوك المضاربة يجوز تمويل مشروعات الاستثمار بكل أنواع صكوك الاستثمار.

(٢) تتبع كلما كان ذلك ممكناً ذات الخطوات المبينة في صكوك المضاربة عند إصدار صكوك الاستثمار الأخرى.

(٣) تقوم هيئة الرقابة الشرعية المنصوص عليها في المادة (١٥) من قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة ١٩٩٤ م مع اللجنة ببيان الأحكام الفقهية وإعداد الشروط الخاصة بإصدار هذه الصكوك.

#### الفرع الثالث

##### صكوك القرض

##### إصدار صكوك القرض

١٢- (١) يجوز للحكومة الاتحادية وحكومات الولايات ان تصدر صكوك قرض تطرح علي الجمهور بما في ذلك الصناديق الخيرية ومؤسسات الاستثمار للاكتتاب العام علي ان تحدد نشرة الإصدار دواعي هذا الإصدار.

(٢) تطرح صكوك القرض لتمويل مشروعات الدولة بصفة عامة.

(٣) يجب علي الجهة المصدرة ان تحدد تاريخ استرداد القرض بمثله في ميعاده.

#### قابلية صكوك القرض للتحويل إلى اسهم

١٣- (١) علي الرغم أحكام المادة ١٢ (٣) يجوز إصدار صكوك قرض قابلة للتحويل إلى أسهم علي ان تحدد نشرة الإصدار جميع القواعد والشروط الخاصة باصدار هذه الصكوك وكيفية تحويلها.

(٢) يتم تحويل الصكوك إلى اسهم بناءا علي رغبته مالك الصك علي ان يبدي رغبة في ذلك بتحويل خلال المدة المحددة في نشرة الإصدار في البند (١) وإلا فقد حقه في التحويل بعد نهاية تلك المدة.

#### ضمان صكوك القرض

١٤- تقوم وزارة المالية بضمان صكوك القرض لأصحابها أو خلفهم عند تاريخ استرداد القرض.

### الفرع الرابع

#### الصكوك الخيرية

١٥- (١) يجوز للجهات المذكورة في المادة ١٢ بموافقة الوزير، ان تطرح صكوكا بموجب نشرة اصدار متضمنة، حسبما تقتضي الحال المعلومات المنصوص عليها في المادة ١٧ بالاضافة إلى أي متطلبات اخري تحددها اللوائح.

(٢) يتم طرح الصكوك الخيرية لتمويل مشروعات الدولة.

### الفصل الثالث

#### تكوين لجنة تنظيم إصدارات صكوك التمويل واختصاصاتها

١٦- (١) تنشأ لجنة لتنظيم إصدارات صكوك التمويل وتشكل علي الوجه الآتي:

رئيسا	(أ) نائب محافظ بنك السودان
عضوا	(ب) ممثل وزارة المالية
عضوا	(ج) ممثل النائب العام
عضوا	(د) رئيس اتحاد المصارف

- (د) مدير سوق الأوراق المالية  
 (د) ممثل لهيئة الرقابة الشرعية لسوق الأوراق المالية  
 (ز) شخصان يمثلان القطاع الخاص يختارهم اتحاد  
 أصحاب العمل بموافقة الوزير  
 [٢] تختص اللجنة بالاتي:

- (أ) دراسة نشرة الإصدار ورفع توصيات بشأنها للوزير.  
 (ب) وضع لائحة داخلية لتنظيم اجراءات اجتماعاتها وكيفية ادارة قراراتها.  
 (ج) أي اختصاصات اخرى ينص عليها في القانون أو تقتضيها طبيعة عملها.

#### نشرة الإصدار

- ١٧- يتم طرح صكوك التمويل بواسطة الجهة المصدرة بموجب نشرة اصدار ويجب ان تشمل هذه النشرة إلى جانب متطلبات اخرى حسبما تحدده اللوائح، المعلومات الآتية:
- (أ) القيمة الاسمية للإصدار.  
 (ب) وصفا وافيا للمشروع الذي تستخدم فيه حصيلة الإصدار.  
 (ج) بيان الجدوى الاقتصادية أو الاجتماعية أو الدوافع أو المصلحة من وراء إنشاء المشروع أو تطوير بحسب الحال.  
 (د) مواعيد فتح باب الاكتتاب العام وقفلة.  
 (هـ) فئة الصكوك وقابليتها للتجزئة.  
 (و) أسماء المديرين والمغطين ووكلاء البيع (ان وجدوا).  
 (ز) اسم الشخص المفوض الذي يرعى مصالح أصحاب الصكوك ووكلاء الدفع.  
 (ح) نسبة توزيع الارباح بالنسبة لصكوك المضاربة وصكوك الاستثمار الاخرى.  
 (ط) اية معلومات اخرى ترى اللجنة ضرورة إضافتها لطانة المستثمر وحفظ حقوقه.

## الفصل الرابع احكام عامة

### ارباح تحت التسوية

١٨- يجوز للمضارب ان يدفع بحسب مؤشرات النجاح وقبل التصفية للمشاريع الاستثمارية نسبة من الارباح المتوقعة لكل من رب المال والمضارب وتكون هذه النسبة خاضعة للتسوية عند ظهور الموقف المالي الصحيح للمؤسسة أو عند التصفية.

### احتياطي المخاطر

١٩- (١) لا يجوز للجهة المصدرة ان تقطع جزءا من الربح الا باذن مسبق من أرباب الاموال لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال على إلا يشمل ذلك المخاطر الناتجة عن الإهمال أو التقصير من المضارب.

(٢) يجوز للجهات المصدرة ان تتكافل وتتعاون فيما بينها ومع غيرها لإنشاء صندوق لجبر المخاطر التي يتعرضون لها، ويجوز للجهة الواحدة ان تنشئ صندوقا من إصدارتها المختلفة على سبيل التبرع والتكافل.

### امتياز صكوك التمويل

٢٠- (١) لا تخضع الارباح الناشئة من الصكوك الاستثمارية لضريبة الارباح ما لم يقرر الوزير خلاف ذلك.

(٢) تدفع زكاة صكوك القرض مرة واحدة عند الاسترداد.

(٣) يخضم ما يقل عن ٥٠٪ من قيمة الصكوك الخيرية من دخل المتبرع الخاضع للضريبة.

### مسك الحسابات

٢١- يجب على الجهة المصدرة ان تمسك حسابات مستقلة وخاصة وتتم مراجعتها بواسطة المراجع القانوني لتوضيح المركز المالي للمشروع.

### العقوبات

٢٢- كل من يخالف احكام هذا القانون أو اللوائح الصادرة بموجبه يعاقب بالسجن

مدة لا تزيد عن سنة أو بالغرامة أو بالعقوبتين معا.

سلطة اصدار اللوائح

٢٣- يجوز للوزير ان يصدر اللوائح اللازمة لتنفيذ احكام هذا القانون.

### شهادة

بهذا اشهد بان القانون اعلاه هو صورة صحيحة لقانون سكوك التمويل لسنة ١٩٩٥م،  
والذي أجازته المجلس الوطني الانتقالي في جلسة رقم (٢٤) بتاريخ ١٤ شوال ١٤١٥هـ  
الموافق ١٥ مارس ١٩٩٥م.

د. محمد الأمين البصير

نائب رئيس المجلس الوطني الانتقالي

أوافق

الفريق / عمر حسن أحمد البشير

رئيس الجمهورية

التاريخ: ٢٧ شوال ١٤١٥ هـ

الوثيقة رقم (١٩)

بسم الله الرحمن الرحيم

**لائحة تنظيم عمل المؤسسات المالية  
للإجارة لسنة ٢٠٠٤م**

عملا بأحكام المادة ٦٠ (١) آخر مادة من قانون تنظيم العمل المصرفي لسنة ٢٠٠٣ أصدر مجلس ادارة بنك السودان اللائحة التي نصها:-

**الباب الأول  
الفصل الأول**

اسم اللائحة وبدء العمل بها

تسمى هذه اللائحة ((لائحة تنظيم عمل والمؤسسات المالية للإجارة لسنة ٢٠٠٤م)) ويعمل بها من تاريخ التوقيع عليها.

**تفسير**

هذه اللائحة وما لم يقتض السياق معنى آخر:-

البنك: يقصد به بنك السودان

المؤسسة المالية للإجارة: يقصد بها أى مؤسسة مالية حسب تعريفها في المادة (٤) من قانون تنظيم العمل المصرفي لسنة ٢٠٠٣ تعمل في مجال الإجارة كغرض من أغراض الاستثمار المالى.

الإجارة: يقصد بها تمليك المؤسسة المالية للإجارة كمؤجر للمستأجر منفعة مقصودة من عقار أو منقول أو أى شيء آخر لدة معينة يجوز أن تنتهي بالتمليك وذلك لقاء مقابل معلوم.

الإجارة التشغيلية: يقصد بها الإجارة لدة معلومة تنتهى بتمليك المستأجر المنفعة المؤجرة.

## الفصل الثاني

### مجالات عمل المؤسسات المالية للإجارة

- ٢- يجوز للمؤسسات المالية بتصديق مكتوب من البنك العمل في السودان في مجال الإجارة لأغراض الاستثمار وتقديم نوعين من عقود الإجارة هما:-  
أ/ الإجارة التشغيلية.  
ب/ الإجارة المنتهية بالتمليك.  
أو أى صيغة إجارة تجيزها هيئة الرقابة الشرعية بالشركة وتوافق عليها الهيئة العليا للرقابة الشرعية.

### تنظيم عمل المؤسسات المالية للإجارة

- ٤- يجوز للمؤسسات المالية للإجارة تملك الأصول المحموسة كالا راضى والعربات والمعدات بغرض التعاقد على اجارتها وفقا للشروط المقررة قانونا على أن يتم موافاة البنك بتمونج من عقود الإجارة التي تيرمها لدراستها.  
٥- تقوم المؤسسات المالية للإجارة باصدار وتعميم نشرة تعريفية ربع سنوية تتضمن الموارد والاستخدامات وكيفية إدارتها.  
٦- يجوز للمؤسسات المالية للإجارة الحصول على تمويل طويل الأجل وإصدار صكوك التمويل لأغراض عمليات الإجارة وذلك وفقا لقانون صكوك التمويل لسنة ١٩٩٥.  
٧- لا يجوز للمؤسسات المالية للإجارة قبول أى نوع من الودائع أو الأموال سواء من الداخل أو الخارج.  
٨- تلتزم المؤسسات المالية للإجارة بكافة القوانين واللوائح والتشريعات الفرعية والتوجيهات والسياسات التي تحكم العمل المصرفى بالسودان.  
٩- يتولى ادارة المؤسسات المالية للإجارة أشخاص من ذوى الأمانة والكفاءة والخبرة والمؤهلات العلمية في المجالات الاقتصادية والمصرفية.  
١٠- تلتزم المؤسسات المالية للإجارة بالاحكام الشرعية في ممارسة أعمالها ونشاطاتها، وتكون لكل مؤسسة هيئة رقابة شرعية من شخصين على الأقل من أصحاب المعرفة

بالجوانب الشرعية والمالية للإجارة.

١١- تلتزم المؤسسات المالية للإجارة بالمعيار الشرعي رقم (٩) الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

١٢- يجب ألا يقل رأس مال المؤسسة المالية للإجارة المدفوع عند بداية العمل عن خمسمائة مليون دينار سوداني أو ما يعادله بالعملة الأجنبية القابلة للتحويل ويجوز للبنك طلب المستندات والبيانات عن هذه المبالغ.

١٣- لا يجوز أن تزيد نسبة المساهم الواحد في رأس المال المدفوع للمؤسسة المالية للإجارة عن ١٥٪ إلا بموافقة البنك.

١٤- يصدر عقد تأسيس ولائحة المؤسسة المالية للإجارة وفقاً للأحكام والشروط الواردة في هذه اللائحة ويتم تقديمها للبنك للموافقة عليها، وتقوم المؤسسات المالية الأجنبية للإجارة بتقديم عقد ولائحة تأسيس المؤسسة الأم في بلد المنشأ في حالة طلب التصديق بغرض لها للعمل في السودان.

١٥- على المؤسسات المالية الأجنبية للإجارة أو فروعها المزمع تأسيسها في السودان أن توضح للبنك أي علاقة مباشرة أو غير مباشرة بينها وبين أي مؤسسة مالية أو مجموعة مؤسسات مالية سودانية أو أجنبية.

### الفصل الثالث

#### شروط منح الترخيص

١٦- دون مساس بالأحكام والشروط التي تنظم عمل المؤسسات المالية للإجارة الواردة في الفصل الثاني من هذه اللائحة تكون الشروط المبديّة للحصول على الترخيص كالتالي:-  
(١) يقدم طلب الترخيص للبنك موقعا من المؤسسين أو المؤسسة الأم في حالة طلب الترخيص للفروع الأجنبية على أن يرفق مع الطلب النسخة الأصلية وثلاثة صور من المستندات الآتية:-

- (أ) إثبات الهوية مع سيرة ذاتية مختصرة لكل من المؤسسين أو ممثل المؤسسة المالية الأجنبية والأشخاص المتوقع تكليفهم بالمهام الإدارية العليا.  
(ب) بيانات موقعة بواسطة المؤسسين تتضمن الالتزامات المالية لكل من المؤسسين

- أو ممثل المؤسسة الاجنبية.
- (ج) نسبة مساهمة كل من المؤسسين في رأس مال المؤسسة المالية على أن يتضمن ذلك فئة الأسهم وكيفية توزيعه.
- (٢) تقديم دراسة جدوى تغطي فترة ثلاث سنوات مقبلات وتشتمل الآتي :-
- (أ) مصادر التمويل وأوجه الاستثمار.
- (ب) بيانات الأرباح والخسائر المتوقعة.
- (ج) الميزانيات المرتقبة.
- (د) التدفق النقدي المرتقب.
- (هـ) الهياكل الادارية المزمع اعتمادها.
- (و) أسس وضوابط الرقابة الداخلية.
- (٣) أن تكون المؤسسة المالية طالبة الترخيص شركة مساهمة عامة أو فرع لشركة أجنبية.
- (٤) أن تكون المراكز المالية للمؤسسة المالية المحلية أو المؤسسة الأم في حالة الفروع الأجنبية سليمة.
- ١٧- في حالة فروع المؤسسات المالية للإجارة يجب تقديم شهادة تسجيل المؤسسة في بلد المنشأ أو الترخيص الممنوح لها من السلطات الأجنبية المختصة لممارسة عمليات الإجارة بصورة أساسية بالإضافة لقرار مجلس الادارة بالموافقة على فتح فرع لها مع تحديد ممثلها في السودان.
- ١٨- على فروع المؤسسات المالية الأجنبية للإجارة تقديم تعهد من رئاستها بتحمل كافة الالتزامات في حالة تصفية الفرع أو في حالة حدوث اندماج تقوم به رئاسة الفرع.
- ١٩- تقديم ثلاثة تقارير سنوية مع الميزانيات المراجعة وحساب الأرباح والخسائر لكل سنة للمؤسسة الأم.

## الفصل الرابع

### الشروط العامة

- ٢٠- يجوز للبنك أن يطلب من أي مؤسسة مالية للإجارة أن تثبت في أي وقت بأن

- موجوداتها تفوق بالفعل المطلوبات تجاه الغير بمبلغ يساوى على الأقل قيمة رأسماله.
- ٢١- على المؤسسات المالية للإجارة وضع السياسات والاجراءات والرقابة الفعالة بما فيها ادارة المخاطر.
- ٢٢- أن يكون عمل المؤسسات المالية للإجارة في مكان مناسب وواضح للجمهور، مع وضع لائحة ترخيص عملها عليه.
- ٢٣- لا يتم فتح أو قفل أو نقل أى فرع للمؤسسة المالية للإجارة داخل البلاد أو خارجها إلا بموافقة البنك المسبقة بعد التأكد من قرار مجلس الادارة والمقدرة المالية للمؤسسة ومدى التزامها بالأسس والضوابط المنظمة لعملها بالسودان.
- ٢٤- الاحتفاظ بكافة البيانات والقوائم المالية بمقر المؤسسة المالية للإجارة وتكون متاحة للتفتيش في أي وقت بواسطة البنك أو أى شخص يعينه البنك ويجب أن تعكس البيانات أنشطة المؤسسة بدقة.
- ٢٥- على المؤسسة المالية للإجارة مد البنك بالبيانات والعليمات عن أنشطتها وذلك في الوقت وبالكيفية التي يحددها.
- ٢٦- على المؤسسة المالية للإجارة تعيين مراجع خارجي يوافق عليه البنك ولا يتم تغييره خلال الفترة التي يحددها القانون إلا بموافقتة.
- ٢٧- تعد الحسابات وفقا لمعايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية AAOIFI ومعايير المحاسبة الدولية (ISA) في المجالات غير المغطاة بمعايير (AAOIFI). كما يجب مد البنك بعدد ثلاثة نسخ من الحسابات الختامية وتقرير المراجع القانوني خلال فترة لا تتجاوز اربعة أشهر من نهاية السنة المالية للمؤسسة للإجارة ونشرها في احدى الصحف المحلية.
- ٢٨- على المؤسسات المالية للإجارة أو الفروع الالتزام بقوانين مكافحة غسل الأموال وأي ضوابط دولية أو محلية صادرة بهذا الخصوص.
- ٢٩- يجوز للبنك أن يتقاضى رسوما لا تسترد على طلبات الترخيص لتأسيس المؤسسات المالية للإجارة.

٣٠- تعقد الجمعية العمومية للمؤسسة المالية للإجارة اجتماعا سنويا لا يتعدى تاريخه النصف الأول من العام الذى يلي العام المنتهى ، على أن يشمل جدول الأعمال ما يلي :-

- أ- تقرير مجلس الادارة السنوى للجمعية العمومية.
- ب- تقرير المراجع القانونى حول الوضع المالى للمؤسسة.
- ج- تقرير هيئة الرقابة الشرعية.
- د- تقرير من مجلس الادارة بالاضافة إلى الاتفاقيات المطلوب التصديق عليها.
- ٣١- موافاة البنك بمحضر اجتماع الجمعية العمومية المذكور أعلاه.
- ٣٢- على المؤسسات المالية للإجارة مد البنك بثلاثة نسخ احدها أصلية لكل من المستندات التالية :-

- أ- تقرير مجلس الادارة المقدم لجمعية المساهمين.
- ب- تقرير المراجع القانونى.
- ج- تقرير المراجعة الداخلية.
- د- محضر الجمعية العمومية.
- هـ- لائحة مجلس الادارة.
- و- أسماء كبار المساهمين.
- ٣٣- يطلب من فروع المؤسسات المالية الأجنبية للإجارة مد البنك بنسختين من المستندات الآتية :-

- أ- النشرة السنوية الصادرة عن المركز الرئيسى والتي تتضمن تقرير مجلس الادارة وقرارات الجمعية العمومية.
- ب- نسختين من قرار المراجع القانونى للفرع بالسودان.
- ج- مستند يثبت عدم إدانة أى من ممثليها ومدراها ومراجعيها في أى جريمة تخل بالشرف والأمانة (على إلا يكون قد تم استخراجها قبل ثلاثة أشهر).
- ٣٤- يلغى الترخيص الممنوح للمؤسسة المالية للإجارة إذا لم تباشر عملها خلال ستة أشهر من تاريخ منح الترخيص ما لم تمدد هذه المهلة بقرار من البنك.

٣٥- يجوز للبنك إلغاء الترخيص الممنوح للمؤسسة المالية للإجارة إذا مارست عملاً غير مسموح به، أو يضر بالصلحة العامة، أو إذا تكبدت خسائر ولم تعمل على تصحيح وضعها المالي أو إذا لم ترفع رأس مالها إلى الحد الذي يحدده البنك، أو إذا وضعت تحت التصفية. أو إذا أعلنت إفلاسها.

أشهد بأن مجلس إدارة بنك السودان قد قام بإصدار هذه اللائحة والتوقيع عليها في اليوم الخامس عشر من شهر أغسطس سنة ٢٠٠٤ م.

د. صابر محمد حسن

رئيس مجلس إدارة

بنك السودان

الملحق رقم (1-5): نشرة إصدار "صرح"

# صكوك الاستثمار الحكومية

## الإصدار الثاني عشر

قيمة الإصدار :- 400.000.000 جنيه

تاريخ الإصدار :- 01/سبتمبر/2007م - 15/سبتمبر/2007م

فترة الإصدار :- سنتان

توزيع الأرباح :- كل ستة أشهر

نسبة الأرباح المتوقعة :- في حدود الـ 15% - 17%

## بيان هام

يرجى من جميع المستثمرين قراءة هذه النشرة قراءة دقيقة وذلك لأهمية المعلومات الواردة فيها، إن الهدف الرئيسي من إعداد هذه النشرة هو عرض المعلومات الأساسية عن صكوك الاستثمار الحكومية على نحو يساعد المستثمر على اتخاذ قراره الاستثماري. والاككتاب في هذه الصكوك يُعد موافقة من المستثمر على ما ورد في هذه النشرة.

### تعريفات

- الأمين :** يقصد به المراجع العام وهو الجهة التي تقوم بواجب مراقبة أداء الصندوق المالي وذلك بنص المادة 17(ز) من القانون.
- التنضيق :** وهو تحويل أصول الصندوق إلى نقود حقيقة أو حكماً.
- السوق :** يقصد به سوق الخرطوم للأوراق المالية.
- الشركة :** يقصد بها شركة السودان للخدمات المالية المحدودة وهي التي تقوم بدور المضارب ( المدير).
- صكوك :** يقصد بها صكوك الاستثمار الحكومية ( 12) وهي الوثيقة ذات القيمة الاسمية المحددة في هذه النشرة والتي تتيح لحاملها المشاركة في التمويل الحكومي بأي من صيغ التمويل الإسلامية
- الصندوق :** يقصد به الوعاء الاستثماري الذي يحتوي على الأصول المكونة للصندوق.
- القانون :** يقصد به قانون صكوك التمويل لعام 1995م.
- المستثمر :** هو المالك لأي عدد من صكوك الاستثمار الحكومية (رب المال).
- الهيئة :** هيئة الرقابة الشرعية للشركة .
- الوزارة :** يقصد بها وزارة المالية والاقتصاد الوطني وهي الجهة الممثلة لحكومة السودان.
- الأجهزة الحكومية :** كل الجهات التي تقوم الوزارة باعتماد موازنتها.
- الوزير:** يقصد به وزير المالية والاقتصاد الوطني.

تنويهات عامة

- يجب الأخذ في الاعتبار أن أسعار وعائدات الصكوك الحكومية قد تتعرض للانخفاض أو الارتفاع وفقاً للعوامل الاقتصادية التي تؤثر على أداء الصندوق.
- لا يحق لأي شخص إعطاء أية معلومات أو تقديم أية إقرارات بخلاف تلك التي تتضمنها نشرة الإصدار والمستندات المذكورة فيها وأي كتيبات أو نشرات تصدر من قبل المدير.
- لا تمثل نشرة الإصدار هذه عرضاً أو دعوة لأي شخص في أي بلد يكون فيها هذا العرض أو هذه الدعوة غير قانونية، أو يكون فيها الشخص الذي يقدم هذا العرض أو هذه الدعوة غير مؤهل للقيام بذلك، وهي لا تمثل عرضاً من أي شخص أو دعوة لأي شخص لا يجوز قانوناً قيامه بتقديم هذا العرض أو الدعوة إليه.

### آلية عمل الصكوك

- تقوم هذه الآلية على ثلاثة أطراف هم :-
- أولاً:- المستثمرون (أرباب المال).
- ثانياً:- الشركة (المضارب).
- ثالثاً:- الوزارة وهي الجهة المستفيدة من التمويل.
- وتقوم العلاقة بين المستثمرين والشركة على أساس عقد المضاربة الشرعي، وبين الوزارة والمضارب على أساس أي من صيغ التمويل الإسلامي وبشرط عرض الصيغ المختارة على الهيئة.
- تدعو الشركة المستثمرين للاكتتاب في الصندوق لأجل معينة وبقيم محددة للصكوك وتصدر الشركة لكل مستثمر صكوكاً بقيمة استثماره.
- يتم الاستثمار في الصندوق على أساس المضاربة المقيدة ويخضع لجميع ضوابطها الشرعية بحيث يكون التعامل مع الحكومة فقط.
- تنشئ الشركة الصندوق ويوضع تحت إدارتها بصفتها المضارب (المدير).
- لا يجوز لرب المال سحب رأسماله أو أي جزء منه قبل تاريخ الاستحقاق وله حق تداوله في السوق.
- تلتزم الشركة بأن تكون الغلبة لموجودات الصندوق للأعيان .
- يتحدد الربح على استثمارات الصندوق بمجموع عوائد عقوده الاستثمارية ويتم توزيع صافي الأرباح بين المضارب ورب المال بنسبة 92% لرب المال و 8% للمضارب.

### الوفاء بالتزامات

تلتزم حكومة السودان ممثلة في وزارة المالية والاقتصاد الوطني بالوفاء بالتزاماتها الناشئة عن إصدار هذه الصكوك و ضماناتها في تواريخ استحقاقها وتقوض بنك

ان تفويضاً غير مشروط وغير قابل للنقض بخضم الاستحقاقات في تواريخها من حساب وزارة المالية لدى بنك السودان دون الرجوع إليها .  
تلتزم الوزارة في حالة الإجارة بضمان استمرارية إجارتها للأصول موضوع الإجارة طيلة مدة الإصدار حسب العقود الموقعة بينها وبين المضارب ما لم يطرأ عذر شرعي يمنع استمرار الإجارة.

### حجم الإصدار

400 مليون جنيه كحد أقصى مجزأة إلى 4.000.000 صك .

### فئات الصكوك

تصدر الصكوك بفئة (100 جنيه) كحد أدنى للصك أو بمضاعفاته.

### سعر الإصدار

تصدر الصكوك بسعر إصدار يبلغ 100% من القيمة الاسمية للصك.

### فترة الاكتتاب

تبدأ فترة الاكتتاب في يوم السبت الموافق 01/ سبتمبر/ 2007م. وتنتهي في يوم السبت الموافق 15/ سبتمبر/ 2007م وقابلة للتمديد.

### الربح المتوقع على الصكوك

تعتمد الأرباح على الناتج الفعلي لمحتويات الصندوق الذي تشير دراسة الجدوى فيه إلى الربح المتوقع في حدود 15% - 17% في العام.

### طريقة دفع الأرباح

يُدفع نصيب المستثمر من العائد كل ( 6 ) أشهر ويحسب هذا العائد اعتباراً من نهاية الاكتتاب بناء على التنضيف الحتمي للأصول التي تمثلها الصكوك.

### أجل الإصدار

عمر الصكوك عامان تبدأ من تاريخ قفل الاكتتاب ويسترد المستثمر قيمتها في نهاية الفترة المحددة بعامين حسب الفقرة (16) أدناه.

### التخصيص

في حالة طلب الاكتتاب بمبلغ أكبر من القيمة المحددة يجوز للشركة (بالتنسيق مع الوزارة) اتخاذ أي من الإجراءات الآتية :-

حجم الإصدار عن طريق تخصيص صكوك إضافية في حدود الزيادة وتوزيعها على المكتتبين بنسبة الزيادة لكل. إبقاء الإصدار على حاله وإرجاع المبالغ الإضافية مع تخصيص توزيع الصكوك على المكتتبين بنسب طلبات الاكتتاب، على أن يتم استرداد المبالغ الإضافية لمقدمي الطلبات خلال فترة لا تتجاوز أسبوعين من تاريخ تخصيص الصكوك. يتم إخطار المكتتبين بالخيار الذي تم الأخذ به. في حالة الاكتتاب بمبلغ أقل من مبلغ الإصدار تقوم مجموعة المغطيين بتغطية العجز.

### طريقة الإصدار والتداول

- (1) يكون هنالك سجل للمكتتبين وفق المعلومات الواردة في استمارة الاكتتاب وتقوم الشركة بإصدار شهادات الصكوك بعد اسبوعين من تاريخ التخصيص .
- (2) يتم تسجيل شهادات الصكوك التي تم تخصيصها باسم مقدم الطلب أو الشخص المحول له وذلك في سجل خاص يتم إعداده لهذا الغرض بواسطة الشركة.

### تداول الصكوك في السوق الثانوية

يتم إدراج الصكوك في السوق بعد تحويل غالب موجودات الصندوق إلى أصول عينية بغرض تداولها في السوق وفقاً لآلية العرض والطلب.

### استرداد قيمة الصكوك

عند انتهاء فترة الصكوك يتم استردادها بقيمتها بالجنيه حسب التنضيف الحقيقي لأصولها عند تاريخ الاستحقاق.

### إجراءات تقديم الطلبات

تعد الشركة استمارة تقديم الطلبات وبيان الإصدار وتوفرها للجمهور ويمكن الحصول عليها من الشركة. تقدم استمارة الطلبات بعد ملئها إلى الشركة. يتم تسليم الطلبات خلال الفترة المحددة للاكتتاب حسب ما هو موضح في فقرة فترة الاكتتاب من هذه النشرة. يمكن تسليم الطلبات بواسطة مقدم الطلب مباشرة أو عن طريق البريد. تقوم الشركة باستبعاد الطلبات التي لا تتماشى وشروط الإصدار.

## فقدان أو تلف الصكوك

في حالة فقد أو سرقة أو تلف شهادات الصكوك، يتعين على مالك هذه الصكوك إبلاغ الشركة بذلك على الفور إضافة لإجراءات البلاغ لدى السلطات المختصة. وسيتم إلغاء الشهادات السابقة وإصدار شهادات جديدة بديلة مقابل دفع رسوم إدارية بعد تقديم أدلة إثبات الفقدان أو السرقة أو التلف.

## المستثمرون المؤهلون للاكتتاب في الصكوك

يجوز لجميع الأفراد والشركات والمؤسسات المالية المقيمين وغير المقيمين الاكتتاب في هذه الصكوك.

## القانون المطبق

يخضع إصدار هذه الصكوك وكافة المستندات المتعلقة بها للقوانين السارية بحكومة السودان واللوائح التي يتم بموجبها إصدار هذه الصكوك.

## تأكيد شرعية الصكوك

فقد تم بيان شرعية هذا الإصدار وعدم تعارضه مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية في اجتماع الهيئة بتاريخ 7/ شعبان/ 1428 هـ الموافق 20/ أغسطس/ 2007م. كما أن الصكوك تخضع لمراقبة وإشراف الهيئة المستمر.

## عنوان جهة الاتصال

يمكن إرسال أي استفسارات خاصة بهذه النشرة للشركة بصفتها مضارباً للإجابة عليها وترسل تلك الاستفسارات على العنوان التالي :-

**شركة السودان للخدمات المالية المحدودة**

**ص ب : 313**

**هاتف : 784938 – 784947**

**فاكس : 784937**

**E. Mail : SUFISEC@.SUDANET.net**

**الخرطوم – السودان**

وبالله التوفيق

## الملحق رقم (1-6): الميزانية المالية لشركة "سوداتل" لسنة 2008.

معدلات عرضتها ٢٠٠٧ دولار أمريكي	٢٠٠٨ دولار أمريكي	إيضاحات	الموجودات
٥٦٧,٣٠٥,٣٢٣	٧١٩,٤٥٨,٠٣٠	٥	موجودات غير متداولة
٥٦٧,٨٤١,٢٢٨	٦٣٩,٨١٤,٣٨٨	٦	عقارات وألات ومعدات
١٥,٢١٧,٦١٣	٧٢,٩٠١,٧٦١	٧	موجودات غير ملموسة
٤٠٥,٢٤٠,٦٨٥	٣٢٥,٨٠١,٢٤٤	٨	إستثمارات في شركات زميلة
			إستثمارات محتفظ بها لغرض غير المتاجرة
١,٥٥٥,٦٠٤,٨٤٩	١,٧٥٧,٩٧٥,٤٢٣		
١١٨,٦٥٤,٠١٦	٨٠,١٢٨,١٦٤	٨	موجودات متداولة
٥٦,٩٤٠,٥٨١	٦٢,٦٥٩,١٠٧	١٠	إستثمارات محتفظ بها لغرض غير المتاجرة
٢٥٠,٥٤٢,١٦٢	٢٣٨,٣٤٨,٠٠٨	١١	مخزون
٣٠٤,٢٨٨,٢١٨	٣٤٠,٣٢٤,٧٣١	١٢	ذمم تجارية مندية وذمم أخرى
٥٠,٢٨٠,٣٣٨	٤٥,٧٤٣,٣٢٧		ودائع لأجل إسلامية
			أرصدة لدى البنوك ونقد
٧٨٠,٧٠٥,٣١٥	٧٦٧,٢٠٣,٣٣٧		
٢,٣٣٦,٣١٠,١٦٤	٢,٥٢٥,١٧٨,٧٦٠		مجموع الموجودات
			الحقوق والمطلوبات
٧٤٤,٩٢٩,٥٠٠	٨٩٣,٩١٥,٤٠٠	١٣	الحقوق
٢٩٢,٦٠١,٠٤٤	٢٩٢,٦٠١,٠٤٤	١٣	رأس المال
٢٨٩,٩٥٦,٠١٩	٣٣٣,٠٢٦,٩١١	١٣	علاوة إصدار أسهم
٥٨,٩١٥,٦٨٥	٦٢,٣٨٧,٠٨٦	١٣	احتياطي عام
-	(٢,٢١٦,٨٥٣)		احتياطي فروق تحويل العملات الأجنبية
١٥,٧٢٣,٥٧٧	٧,٦٩٠,٤٢١	١٣	تغيرات متراكمة في القيمة العادلة
١٤٨,٩٨٥,٩٠٠	٤٤,٦٩٥,٧٧٠	١٣	أرباح مبقاة
١٤٨,٩٨٥,٩٠٠	٨٩,٣٩١,٥٤٠	١٣	أرباح أسهم موصى بتوزيعها
			إصدار أسهم منحة موصى بتوزيعها
١,٧٠٠,٠٩٧,٦٢٥	١,٧٢١,٤٩١,٣١٩		
٨٨٣,٤٠٣	١,٧٩٠,٤٨٦		حقوق الأقلية
١,٧٠٠,٩٨١,٠٢٨	١,٧٢٣,٢٨١,٨٠٥		مجموع الحقوق
			مطلوبات غير متداولة
٣٣٥,٩٢٣,٠٧١	٤٢١,٤٨٥,١٢١	١٤	جزء غير متداول لتمويل إسلامي
٥,٦٣٨,٣٠٧	٧,٩٠١,٣٩٤	١٥	مكافآت نهاية الخدمة للموظفين
٣٤١,٥٦١,٣٧٨	٤٢٩,٣٨٦,٥١٥		
١٦٠,٨٢٨,٧٧٢	٢٦٤,٨١١,٣٨٢	١٦	مطلوبات متداولة
٤٠,١٤٩,٦٨٨	١٣,٣٠١,٤٨٦	١٧	ذمم تجارية دائنة ومستحقات
٩٢,٧٨٩,٢٩٨	٩٤,٣٩٧,٥٧٢	١٤	مخصص الزكاة
			جزء متداول لتمويل إسلامي
٢٩٣,٧٦٧,٧٥٨	٣٧٢,٥١٠,٤٤٠		
٦٣٥,٣٢٩,١٣٦	٨٠١,٨٩٦,٩٥٥		مجموع المطلوبات
٢,٣٣٦,٣١٠,١٦٤	٢,٥٢٥,١٧٨,٧٦٠		مجموع الحقوق والمطلوبات

لقد تم اعتماد إصدار هذه القوائم المالية بناءً على قرار مجلس الإدارة الصادر بتاريخ ٢٩ مارس ٢٠٠٩ وتوقيعها بالثبابة عنهم من قبل:

عماد الدين حميد أحمد  
الرئيس التنفيذي

سراج الدين عبدالغفار عمر  
عضو مجلس الإدارة

تشكل الإيضاحات المرفقة من ١ إلى ٢٦ جزءاً من هذه القوائم المالية الموحدة.

## مجموعة سوناق للاتصالات المحدودة

قائمة الدخل الموحدة

للمدة المنتهية في 31 ديسمبر 2008

معدلات عرضها 2008 نولار أمريكي	2008 نولار أمريكي	بيانات	الدخل
631,103,893	653,531,552	18	الإيرادات التشغيلية
(434,452,484)	(426,051,765)	19	مخصوما منها: المصروفات التشغيلية
196,651,408	227,479,787		إيراد لي أرباح
105,737,385	88,718,244	20	ربح من الاستثمارات والودائع
1,811,355	(1,789,924)	7	حصة المجموعة من (خسارة) ربح الشركات الزميمة
7,451,094	27,429,188	21	إيرادات أخرى
300,550,746	341,227,190		المصروفات
(110,005,325)	(141,894,623)	22	مصروفات عمومية وإدارية
(2,982,379)	(1,871,024)		تكاليف التسويق
186,563,042	188,461,550		الربح قبل الضرائب والزيادة
(32,198,000)	(1,512,785)	17	مخصص الزكاة
(7,269,521)	(6,916,635)	17	مخصص ضريبية متبعية الإحصائية
147,095,521	170,032,129		الربح بعد الضرائب والزيادة
3,794,502	(97,083)		(ربح) خسارة عائد إلى حقوق الأقلية
170,889,923	169,135,046		ربح عائد إلى حقوق مساهمي الشركة الأم
0.33	0.19	23	النصيب الأساسي والمخفض لتسهم في الأرباح

تشكل الإيضاحات شرفة من 1 إلى 26 جزء من هذه القوائم المالية الموحدة.

## الملحق رقم (2)

## الملحق رقم (2-1): عقد التأسيس لسوق دبي المالي.

	<b>DUBAI FINANCIAL MARKET (DFM)</b> <b>Public Joint Stock Company</b> <b>MEMORANDUM OF ASSOCIATION</b>	<b>سوق دبي المالي (DFM)</b> <b>شركة مساهمة عامة</b> <b>عقد التأسيس</b>
	<p>The undersigned agreed upon establishing a public joint stock company in accordance with the provisions of the Commercial Companies law of 1984 and its amendments and the Federal Law No. 6 of 1985 concerning Islamic banks, financial institutions and investment companies and the provisions of the ESCA law No. 4 of 2000 as amended by Law 25 of 2006 related to the UAE entity and market for financial deeds and products and its amendments, and the Articles of Association enclosed thereto.</p>	<p>إتفق الموقعون على هذا العقد على تأسيس شركة مساهمة عامة وفقاً لأحكام قانون الشركات التجارية لعام ١٩٨٤م والقوانين المعدلة له، والقانون الاتحادي رقم ٦ لسنة ١٩٨٥ في شأن المصارف والمؤسسات المالية والشركات الإستثمارية والإسلامية، والقانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠م المعدل بالقانون رقم ٢٥ لسنة ٢٠٠٦ في شأن هيئة وسوق الامارات للاوراق المالية والسلع وتعديلاته، والنظام الاساسي الملحق بهذا العقد.</p>
	<b>Article (1)</b>	<b>مادة (١)</b>
	<p>The name of the Company is DUBAI FINANCIAL MARKET (DFM) PUBLIC JOINT STOCK COMPANY (hereinafter called "the Company or the Market").</p>	<p>اسم الشركة هو سوق دبي المالي (DFM)، شركة مساهمة عامة، وتعرف فيما بعد بـ (»الشركة أو السوق«).</p>
	<b>Article (2)</b>	<b>مادة (٢)</b>
	<p>The Principal Office of the Company and its legal address is domiciled in the City of Dubai in the Emirate of Dubai in the United Arab Emirates. The Board of Directors may establish branches or offices or agencies in the United Arab Emirates or abroad.</p>	<p>يكون مركز الشركة الرئيسي ومحلها القانوني في مدينة دبي في إمارة دبي بدولة الإمارات العربية المتحدة، ويجوز لمجلس الإدارة أن يتشرف لها فروعاً أو مكاتب أو توكيلات في دولة الإمارات العربية المتحدة أو خارجها.</p>
	<b>Article (3)</b>	<b>مادة (٣)</b>
	<p>The duration of the Company is five hundred (500) Gregorian years commencing as from the date of issuance of the decision of the Minister of Economy announcing its incorporation. This duration may be extended or reduced by a Special Resolution passed at an Extraordinary General Meeting of the Company.</p>	<p>مدة الشركة (٥٠٠) خمسمائة سنة ميلادية تبدأ من تاريخ صدور قرار وزير الاقتصاد باعلان تأسيسها، ويجوز بقرار خاص من الجمعية العمومية غير العادية إطالة أو تقصير هذه المدة.</p>
	<b>Article (4)</b>	<b>مادة (٤)</b>
	<p>The Objects of the Company . The Company shall carry out its activities in compliance with Islamic Sharia :</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>To carry on the business of the securities that required controlling and supervising the trading activities on listed companies according to the related laws, rules and regulations that secure fairness among market participants ("The Market").</li> <li>To list shares, bonds and other instruments permitted to be listed by the Emirates Securities and Commodities Authority ("Securities").</li> </ol>	<p>أغراض الشركة. تمارس الشركة أغراضها وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية وهي:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>القيام بدور سوق الأوراق المالية في إمارة دبي وما يستلزم ذلك من القيام بأعمال التنظيم والإشراف على تداولات الأوراق المالية المدرجة بالسوق طبقاً للقوانين والأنظمة في هذا الشأن وبما يضمن العدالة بين المتعاملين في السوق، (»السوق«).</li> <li>إدراج الأسهم، السندات وغيرها من الأوراق المالية المرخص لها بالإدراج من قبل هيئة الأوراق المالية والسلع. (»الأوراق المالية«).</li> </ol>



<p><b>DUBAI FINANCIAL MARKET (DFM)</b> Public Joint Stock Company <b>MEMORANDUM OF ASSOCIATION</b></p>	<p><b>سوق دبي المالي (DFM)</b> شركة مساهمة عامة <b>مقتضى التأسيس</b></p>
<p>3. To carry on the business of clearing, settlement, and depository for the listed securities according to the related laws and regulations.</p> <p>4. To issue licenses to authorized brokers «The Brokers», supervise and regulate their activities in the Market and to conduct disciplinary proceedings, impose fines or penalties on brokers and listed companies.</p> <p>5. To impose procedures related to market control, brokers inspection, disclosure and transparency obligations in accordance with applicable laws and regulations.</p> <p>6. To arbitrate disputes arising with regard to any trading activities on the Market.</p> <p>7. To monitor trading activities in Securities that are executed in accordance with applicable laws and regulations and to provide reports and data to the relevant authorities.</p> <p>8. To establish the internal rules relating to the Market's operations and its financial and administrative affairs.</p> <p>9. To establish specialized committees and determining the scope of their work and their remuneration.</p> <p>10. To charge annual fees on listed companies and brokers and to charge trading fees and other fees for services provided by the Market.</p> <p>11. To apply for, promote and obtain from any Government or other authority any statute, decree, order or license or other authority for enabling the Company to carry out any of its objects and to enter into any arrangements with any Government, authority, company, firm or person that may seem conducive to the attainment of any of the objects of the Company.</p> <p>12. To acquire, hold, manage, develop, and dispose of property of all kinds, movable or immovable in UAE and elsewhere and any interest, right or privilege over or in respect of any such property.</p> <p>13. To carry on the business of investment holding in accordance with Islamic Sharia principles, and in particular to acquire and hold shares, bonds, sukuk, securities and investments issued by in any part of the world, and in the funds or other securities and other investments issued by any government, public body, authority or company carrying on business</p>	<p>٢. القيام بأعمال الإيداع والتقاص والتسوية للأوراق المالية المدرجة في السوق وفقاً للقوانين والقواعد المنظمة في هذا الشأن.</p> <p>٤. إصدار التراخيص الخاصة بالوسطاء المتمدنين «الوسطاء»، وتنظيم والإشراف على أنشطتهم في السوق والقيام بالإجراءات التأديبية وفرض رسوم أو غرامات على الوسطاء والشركات المدرجة.</p> <p>٥. فرض الإجراءات اللازمة للرقابة على التداول في السوق والتفتيش على شركات الوساطة وتطبيق متطلبات الإفصاح والشفافية وذلك طبقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها في هذا الشأن.</p> <p>٦. حل المنازعات الناشئة من أي عملية تداول في السوق.</p> <p>٧. مراقبة عملية التداول على الأوراق المالية بالسوق المتقدمة وفقاً للأنظمة والقوانين المرعية وتزويد السلطات المختصة بالتقارير والمعلومات.</p> <p>٨. وضع القواعد الداخلية المتعلقة بتنظيم أعمال السوق وكذلك القواعد المتعلقة بشؤونه المالية والإدارية.</p> <p>٩. إنشاء اللجان المتخصصة وتحديد اختصاصاتها ومكافأتها.</p> <p>١٠. فرض الرسوم السنوية على الشركات المدرجة والوسطاء وفرض رسوم التداول وغيرها من الرسوم نظير الخدمات التي يقدمها السوق.</p> <p>١١. التقدم بطلبات للحصول من أية حكومة أو سلطة أخرى، على أية قوانين أو مراسيم أو أوامر أو تراخيص أو تفويضات أخرى تمكن الشركة من تحقيق أغراضها، والدخول في أية تدابير، مع الحكومات أو السلطات أو المؤسسات أو الأشخاص، مما من شأنه أن يؤدي إلى تحقيق أي من أغراض الشركة.</p> <p>١٢. تملك وحياسة وإدارة وتتمية أي ممتلكات والتصرف بها وبيعها وأية حقوق أو امتيازات تتعلق بها، سواء كانت هذه الممتلكات منقولة أو غير منقولة، في دبي أو في أي مكان آخر.</p> <p>١٣. القيام بأعمال الاستثمار وفق أحكام الشريعة الإسلامية وعلى وجه الخصوص شراء وحياسة الأسهم، السندات، الصكوك الإسلامية، الأوراق المالية والاستثمارات المصدرة في جميع أنحاء العالم، وكذلك في صناديق الاستثمار والأوراق المالية الأخرى التي تصدرها أي حكومة، قطاع عام، مؤسسة أو شركة عامة تعمل في الإمارات العربية المتحدة أو أي مكان آخر خارجها، بشرط عدم وجود أي تناقض في المصالح في تلك الاستثمارات.</p>



**DUBAI FINANCIAL MARKET (DFM)**  
Public Joint Stock Company  
**MEMORANDUM OF ASSOCIATION**

**سوق دبي المالي (DFM)**  
شركة مساهمة عامة  
**هــمـكـد التأسيس**

in UAE or elsewhere, and subject to nonexistence of any conflict of interest with the companies main activities.

14. To procure the Company to be registered or recognized in any foreign state or country or dependency or place.

15. To pay for any property or rights acquired by the Company, either in cash, by installments or otherwise, or in shares, with or without preferred or deferred rights in respect of dividend or payment of capital or otherwise, or by any securities or obligations which the Company has power to issue, or partly in one mode and partly in another, and generally on such terms as the Board of Directors may approve.

16. To exercise and enforce all rights and powers conferred by the incident to the ownership of any investment in UAE or elsewhere.

17. To apply for, purchase, or otherwise acquire any patents, patent rights, copyrights, trademarks, licenses, and the like, conferring any exclusive or nonexclusive or limited right to use, which may seem capable of being used for any of the purposes of the Company, or acquisition of which may seem calculated directly or indirectly to benefit the Company.

18. To support or subscribe to any charitable or public object, and to give pensions, gratuities, donations and emoluments to any person in the employment of the Company, or formerly in their employment or engaged in any business acquired by the Company, and the wives, widows, families and dependants of any such persons; and to support and subscribe to any schools, hospitals, dispensaries, dining-rooms, places of recreation, and any educational, scientific, literary, religious, charitable, or other institutions, or objects or societies or any corporations or establishments calculated to advance the interests of the Company, or of the persons employed by the Company.

19. To act by delegate or otherwise upon any trade council, committees, chamber of commerce or any similar body and to make any donations, whether charitable or otherwise, which the Company may deem expedient for or in connection with its objects, or any of them.

١٤. العمل على تسجيل الشركة والاعتراف بها في أي من الدول والبلدان والتوايح والأماكن الأجنبية.

١٥. سداد قيمة أي ممتلكات أو حقوق تملكها الشركة سواء نقداً، بأقساط أو خلاف ذلك، أو بموجب أسهم، ذات أو دون حقوق أفضلية أو مؤجلة فيما يتعلق بتوزيعات الأرباح أو سداد رأس المال أو خلافة، أو بإصدار أي أوراق مالية أو تعهدات تكون الشركة مخولة بإصدارها، أو دفع بعض منها بطريقة والبعض الآخر بطريقة أخرى ويجب أن يتم ذلك وفقاً للشروط التي يوافق عليها مجلس الإدارة.

١٦. ممارسة جميع الحقوق أو الامتيازات التي تتعلق باستثماراتها، سواء كانت هذه الاستثمارات في دولة الإمارات أو خارجها.

١٧. شراء أو حيازة أية اختراعات، براءات اختراع، حقوق نشر، علامات تجارية، رخص استخدام، أو ما شابه ذلك، قد تمتع الشركة حق حصري، غير حصري أو محدود للاستخدام، والتي يتيح استخدامها تحقيق أي من أغراض الشركة، أو تحقيق منفعة مباشرة أو غير مباشرة للشركة.

١٨. تقديم الدعم أو الانضمام للهيئات الخيرية العامة، ودفع معاشات ومكافآت التقاعد والهيئات والمخصصات إلى أي من مستخدميها الحاليين أو السابقين أو العاملين في أية مؤسسات تملكها الشركة وإلى زوجات أولئك المستخدمين والعاملين وأراملهم وعائلاتهم ومن يعولونهم وتقديم الدعم للمدارس والمستشفيات والمستوصفات وأماكن الترفيه والطعام والمؤسسات والجمعيات والهيئات ذات الأهداف التربوية أو العلمية أو الأدبية أو الدينية أو الخيرية وغير ذلك من الأهداف والمؤسسات والهيئات والجمعيات التي ينتظر منها دعم مصالح الشركة ومصالح مستخدميها.

١٩. العمل من خلال مفوض أو غير ذلك في أي مجلس تجاري أو لجان أو غرفة تجارة أو أية هيئة مماثلة وتقديم الهبات إلى الهيئات الخيرية وغير الخيرية التي تراها الشركة ناهضة أو على صلة بكل أو بعض أهدافها.





<b>DUBAI FINANCIAL MARKET (DFM)</b> <b>Public Joint Stock Company</b> <b>MEMORANDUM OF ASSOCIATION</b>	<b>سوق دبي المالي (DFM)</b> <b>شركة مساهمة عامة</b> <b>هتهد التأسيس</b>
<p>20. To own in total or partially, and/or manage and/or carry out any of its activities with regard to financial markets or companies owning or managing financial markets in foreign jurisdictions.</p> <p>21. Performing any actions or matter that will aid the Market in meeting its objects in accordance with applicable laws and regulations.</p> <p>22. To pursue any activity that is compliant with the Islamic Sharia principles and that may be related to the lawful commercial operation of the Company, inclusive of (but not limited to) products and services related to company services, information products, market and data services, investor relation solutions, training and consulting, provision of statistics, information technology solutions, research information and calculation and publication of index related information.</p> <p>23. To invest into, enter into joint ventures or cooperate with other financial markets, commercial companies or other relevant entities locally or internationally, which may assist the Company in achieving any of its objects set out herein, and</p> <p>24. To Carry on any other business which may seem to the Company capable of being conveniently carried on in connection with any of the above objects.</p>	<p>٢٠. تملك بالكامل أو جزئياً و/أو إدارة و/أو القيام بأي من أنشطة الأسواق المالية أو شركة تملك أو تدير أسواق مالية في جميع الدول.</p> <p>٢١. القيام بأي عمل أو مسألة من شأنه مساعدة السوق في تحقيق أغراضه وفقاً للقوانين والأنظمة المرعية الإجراء.</p> <p>٢٢. القيام بجميع الأنشطة التي تتوخى الربح وتتفق مع الشريعة الإسلامية والمتصلة بالنشاط التجاري القانوني للشركة، والتي تتضمن (على سبيل المثال لا الحصر) منتجات وخدمات متصلة بخدمات الشركة، معلومات عن الخدمات، خدمات الإمداد بالمعلومات، خدمات علاقات المستثمرين، التدريب والاستشارات، التزويد بالإحصائيات وحلول التظم المعلوماتية والأبحاث المتخصصة، وإحساب مؤشرات الأسعار ونشر المعلومات المتعلقة به.</p> <p>٢٣. المساهمة والمشاركة في شراكة أو التعاون مع أسواق مالية مختلفة، أو شركات تجارية أو كيان محلي أو دولي والتي من شأنها مساعدة الشركة في تحقيق أي من أغراضها المذكورة.</p> <p>٢٤. ممارسة أية أعمال أخرى يبدو للشركة أنها قادرة على القيام بها فيما يتعلق بأي من الأغراض المذكورة أعلاه.</p>
<b>Article (5)</b>	<b>مادة (٥)</b>
<p>The liability of every Shareholder of the Company is hereby limited to the amount, if any, unpaid on the shares registered in the name of such shareholder and save to that extent, no shareholder shall incur any liability to any creditor or any other person claiming of or from the Company. No Director, officer or servant of the Company shall, in his capacity as such, incur any personal liability whatsoever to any creditor or any other person claiming of or from the Company for any debts properly incurred on behalf of the Company by such Director, officer or servant.</p>	<p>تحدد مسؤولية كل مساهم من مساهمي الشركة بالمبالغ غير المدفوعة « إن وجدت » عن الأسهم المسجلة باسمه، وفيما عدا ذلك فلا يتحمل المساهم أية مسؤولية تجاه الدائنين أو أي طرف آخر تكون له مطالبة لدى الشركة. كما لا يتحمل أي من أعضاء مجلس إدارة الشركة أو موظفيها أو العاملين بها من واقع مناصبهم، أية مسؤولية شخصية مهما كانت، تجاه الدائنين أو أي طرف آخر تكون له مطالبة ضد الشركة وذلك فيما يتعلق بأي ديون تم تكبدها بصورة صحيحة نيابة عن الشركة بمعرفة أي من أولئك الأعضاء أو الموظفين أو العاملين بالشركة.</p>
<b>Article (6)</b>	<b>مادة (٦)</b>
<p>The Capital of the Company is AED 8,000,000,000/- (Eight Billion Dirhams), divided into Eight Billion shares of AED 1/- (One Dirham) each, all the shares being shares against contributions in kind.</p>	<p>حدد رأس مال الشركة بمبلغ ٨,٠٠٠,٠٠٠,٠٠٠ درهم (ثمانية مليارات درهم) مقسم إلى ٨,٠٠٠,٠٠٠,٠٠٠ سهم بقيمة درهم واحد للسهم الواحد، جميعها أسهم مقابل حصص عينية.</p>



**DUBAI FINANCIAL MARKET (DFM)**  
Public Joint Stock Company  
**MEMORANDUM OF ASSOCIATION**

**سوق دبي المالي (DFM)**  
شركة مساهمة عامة  
**هــقـد التأسيس**

The Company may, subject to the applicable provisions of the law then in force, increase or reduce its capital from time to time by a Special Resolution passed at an Extra Ordinary General Meeting of the Company. All shares are equal and rank *pari-passu* in all respects.

ويحق للشركة زيادة أو تخفيض رأس المال حسبما تقرره الشركة من وقت لآخر بموجب قرار خاص تصدره الجمعية العمومية غير العادية للشركة وذلك وفقاً لأحكام القانون الساري في حينه، وتكون كافة هذه الأسهم متساوية ومتكافئة.

**Article (7)**

**مادة (٧)**

The founder Shareholders subscribed in kind all 8,000,000,000 shares of a total nominal value of AED 8,000,000,000/- (Eight Billion Dirhams) as follows:

Name of founder	Number of shares
Government of Dubai	8,000,000,000

اكتب المساهمون المؤسسون عينا في كامل الأسهم البالغ عددها الاجمالي ٨,٠٠٠,٠٠٠,٠٠٠ سهم قيمتهم الاسمية الاجمالية لمائة مليار درهم على الشكل التالي:

اسم المؤسس	عدد الاسهم
حكومة دبي	٨ ٠٠٠ ٠٠٠ ٠٠٠

The founders have paid 100% of the nominal value of each of the shares subscribed i.e. a total amount of AED 8,000,000,000/-, all the shares being shares against contributions in kind.

دفع المؤسسون كامل القيمة الاسمية لكل سهم من الاسهم المكتتب بها وتبلغ قيمتهم الاجمالية ٨,٠٠٠,٠٠٠,٠٠٠ درهم، جميعها أسهم مقابل حصص عينية.

**Article (8)**

**مادة (٨)**

The undersigned founders undertook to take all the measures for the purposes of incorporating the Company and to this effect have appointed Mr. Essa Abdel Fattah Kazem to represent them before competent authorities and file the petition of registration and proceed with all legal procedures and draft the relevant documents and make necessary amendments to this Memorandum of Association and to the Articles of Association attached thereto.

يتعهد المؤسسون الموقعون على هذا العقد بالقيام بجميع الاجراءات اللازمة لاتهام تأسيس الشركة ولهذا الغرض وكلوا عنهم السيد / عيسى عيد الفتح كاظم في التقدم بطلب الترخيص بتأسيس الشركة واتخاذ الاجراءات القانونية واستيفاء المستندات اللازمة وادخال التعديلات التي تراها الجهات المختصة لازمة سواء على هذا العقد أو على نظام الشركة المرفق به.

**Article (9)**

**مادة (٩)**

The Articles of Association of the Company are attached herewith and constitutes and integral part of the present Memorandum of Association.

A copy of the present Memorandum of Association and of the Articles of Association of the Company shall at all times be kept at the Principal Office of the Company and shall be open to inspection at any time by any person during normal business hours of the Company.

يعتبر النظام الاساسي المرفق بهذا العقد مكملاً له وجزءاً لا يتجزأ منه. تحتفظ الشركة على الدوام في مركزها الرئيسي بنسخة من عقد التأسيس ونظام الشركة الأساسي ويجوز لأي شخص الاطلاع عليهما في أي وقت خلال ساعات العمل الرسمية للشركة.

Executed in Dubai, United Arab Emirates, on

جرر هذا العقد في دبي، الامارات العربية المتحدة، بتاريخ

الملحق رقم (2-2):

سوق دبي المالي  
هيئة الفتوى والرقابة الشرعية



## معيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الأسهم

حيث ملتقى السيولة  
Connecting Liquidity

معيار سوق دبي المالي  
لإصدار وتملك وتداول الأسهم



## المحتويات

4.....	التقديم	
5.....	نص المعيار	
5.....	1. نطاق المعيار	
5.....	2. ضوابط تملك أسهم الشركات	
6.....	3. الاكتتاب أو التملك لاسهم الشركات المختلفة:	
7.....	4. ضوابط تداول أسهم الشركات:	
7.....	5. المساهمة في الشركات غير المستوفية للضوابط الشرعية بقصد تحويلها، أو تصحيح مسارها شرعاً:	
8.....	6. استبعاد الدخل المحرم	
8.....	7. الاصدار والاكتتاب بأسهم الشركات:	
9.....	8. التعاملات الممنوعة في تملك وتداول الأسهم:	
10.....	ملحق رقم ( 1 )	
10.....	9. التعريفات	
10.....	9.1. الاستثمار الإسلامي:	
10.....	9.2. الاستثمار التقليدي:	
10.....	9.3. الاستثمار في الأسهم:	
10.....	9.4. الإقتراض الربوي:	
10.....	9.5. الإقتراض غير الربوي:	
10.....	9.6. الإقتراض الربوي:	
11.....	9.7. البيع التأجيري:	
11.....	9.8. البيع القصير:	
11.....	9.9. التأمين التقليدي:	
11.....	9.10. التأمين التكافلي:	
11.....	9.11. التمويل التقليدي:	
11.....	9.12. التمويل الإسلامي:	
11.....	9.13. الدخل المحرم:	
11.....	9.14. السهم:	
12.....	9.15. الشراء بالهامش:	
12.....	9.16. الشركة:	
12.....	9.17. الشركات الشفقة:	
12.....	9.18. الشركة الأم:	
12.....	9.19. الفترة المالية:	
12.....	9.20. المتاجرة في الأسهم:	
12.....	9.21. التقود:	
12.....	9.22. شركة التأمين التقليدي:	
12.....	9.23. شركة التأمين التكافلي:	

معيار سوق دبي المالي  
إصدار وتملك وتداول الأسهم



13.....	ضمان الإصدار:	9.24.
13.....	عائوة الأكتتاب:	9.25.
13.....	عرض الشركة:	9.26.
13.....	نشاط الشركة الأساس:	9.27.
13.....	هيئة الفتوى والرقابة الشرعية (الهيئة الشرعية):	9.28.
13.....	تاريخ إصدار المعيار:	10.

## بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

### التقديم

الحمد لله رب العالمين، والصلاة والسلام على أشرف المرسلين، وعلى آله وصحبه أجمعين ومن تبعهم بإحسان إلى يوم الدين.

ولما كان التعامل في السوق المالية الإسلامية يحتاج إلى معايير للتمييز بين الأدوات المالية التي تتفق مع الشريعة وبين الأدوات الأخرى، فقد تصدت الهيئة الشرعية للسوق، مستعينة بالله سبحانه وتعالى لوضع المعايير اللازمة التي تحوي على الضوابط الشرعية لتملك وتداول الأدوات المالية. وكانت الخطوة الأولى هي البدء بمعيار خاص بالأسهم، يضم الضوابط الشرعية لهذه الأداة المالية المهمة.

وفي سبيل وضع هذا المعيار، قامت الهيئة الشرعية بمراجعة المعايير الشرعية لتملك وتداول الأسهم الصادرة عن عدد من المؤسسات العاملة في مجال المؤثرات والمعايير الإسلامية، وحصر القضايا المالية والفقهية التي تتصل بذلك، مع الاهتمام بالبيئة الاقتصادية المعاصرة، وحاجة المسلمين إلى المواءمة بين الالتزام بأحكام الشريعة من ناحية، والانفتاح على مجالات الاستثمار التي تحقق الرفاهة والتمكين الاقتصادي للمسلمين من ناحية أخرى. وكان الغرض من وراء ذلك، تقويم المعايير الموجودة من حيث وفائها بالغرض، وتمهيد الطريق لتطوير تلك المعايير وتحديثها بما يواكب المستجدات في الأسواق المالية العالمية. وذلك لخدمة الغاية التي نسعى إليها إدارة سوق دبي المالي، بصفتها سوقاً مالية إسلامية، تجذب المستثمرين الذين يرغبون في الاستثمار المتوافق مع الشريعة على مستوى العالم.

ولما كانت سوق دبي المالي تحترم تصنيف الشركات المدرجة لديها في قائمتين: الأولى تضم الشركات المستوفية للضوابط الشرعية لتملك والتداول وفقاً لهذا المعيار (الشركات المتوافقة)، والثانية تضم الشركات الأخرى غير المتوافقة، فإن هذا المعيار قد صمم لكي يستخدم في تصنيف الشركات بين القائمتين. وهذا هو نطاق استخدامه. ولقد وضع هذا المعيار في ظل ظروف موضوعية تحكم قطاع الأعمال، وتؤثر على سلوك كل من الشركات والمساهمين فيها، خاصة عموم البلوى بالتعامل بالربا والعقود المحرمة. ولذلك، فقد عمدت الهيئة إلى صياغة المعيار بما يحقق تحري الحلال، بقدر ما تسمح به الظروف الموضوعية، وبحيث لا يخلق الباب تماماً أمام المستثمرين دون الاستفادة من التعامل في أسهم الشركات. ولا شك أن الظروف الموضوعية ذاتها سوف لا تستمر كما هي، كما أن الهيئة تتوقع أن يؤدي تملك وتداول المستثمرين لأسهم الشركات إلى المساهمة في تغيير تلك الظروف. ولهذا، فسوف تقوم الهيئة بمراجعة هذا المعيار وغيره من المعايير التي سوف تصدرها، كلما وجدت ما يبرر المزيد من التطوير.

وبالله التوفيق

## نص المعيار

### 1. نطاق المعيار

يتناول هذا المعيار ضوابط تملك وتداول أسهم الشركات، من ناحية عرض ونشاط الشركة، والأغراض غير المتروعة، والإفراض والاقتراض العرضيان، وعناصر الموجودات، والدخل المحرم، وطريقة احتساب النسب المستخدمة في الضوابط والتعامل مع اختلاف الضوابط الشرعية، والمساهمة في الشركات غير المستوفية للضوابط الشرعية بقصد تحويلها أو تصحيح مسارها شرعاً، وقواعد استبعاد الدخل المحرم، والأحكام العامة.

### 2. ضوابط تملك أسهم الشركات

يشترط لمشروعية تملك أسهم الشركات، سواء أكان بالاكتتاب فيها، أو بشراء أسهمها للاستثمار أو للمتاجرة، كما يشترط لمشروعية الاكتتاب فيها أو تمويل ثرائها، أو إدارة صناديقها أو محافظها، أو التوكل عن الغير فيما سبق، ما يلي:

#### 2.1. عرض الشركة ونشاطها:

يجوز تملك وتداول أسهم الشركة بأن:

- 2.1.1. إذا كان نظام الشركة الأساسي ينص على أن غرضها ونشاطها الأساس مشروعان، وأن وسائل وعقود وآليات ممارسة هذا النشاط مشروعة.
- 2.1.2. إذا خلا نظام الشركة من النص على طبيعة غرضها ونشاطها الأساس، وكلفت لها هيئة شرعية ذات قرارات ملزمة.
- 2.1.3. إذا اشتمل نظام الشركة على أهداف وأنشطة وآليات غير مشروعة، وتم التأكيد من ثبوت تعطيل هذا النص، وعدم ممارسة الشركة لأية أنشطة محرمة في الواقع، وتُكَّد ذلك من قوائمها المالية.

#### 2.2. الأغراض غير المشروعة:

تشمل الأغراض والأنشطة الأساسية غير المشروعة جميع المنتجات والمعاملات والعقود والخدمات المحرمة، سواء بالصنع والإنتاج أو التسويق أو الترويج، أو النقل، أو البيع والشراء للسلعة أو الخدمة، أو التوسط في ذلك. ومن الأغراض والأنشطة غير المشروعة التي لا يجوز إدخالها في غرض الشركة أو نشاطها الأساس، وذلك على سبيل المثال لا الحصر:

- 2.2.1. الإفراض والاقتراض بفائدة.
- 2.2.2. التمويل التقليدي.
- 2.2.3. الاستثمار التقليدي.
- 2.2.4. التأمين التقليدي.
- 2.2.5. التعاملات الأجلة في الذهب والفضة والعملات.
- 2.2.6. لحم الخنزير ومنتجاته.
- 2.2.7. الخمر.
- 2.2.8. المخدرات، لغير الأغراض الطبية.
- 2.2.9. التبغ ومنتجاته.
- 2.2.10. القمار.
- 2.2.11. الصور والمواد الإباحية، التي تنافي القيم والأخلاق والسلوك الإسلامي.
- 2.2.12. التعامل بالعقود المتعارضة مع أحكام الشريعة.
- 2.2.13. التعامل غير المشروع في الديون، مثل خصم أدوات الدين وتحصيل الأجر على مجرد الضمان.
- 2.2.14. التعامل مع الإنسان بما يمس كرامته وإنسانيته، مثل الاتجار بالبشر وأعضائهم، والدعارة.
- 2.2.15. الأسلحة المصنعة أو الموزعة خلافاً لقوانين البلاد.
- 2.2.16. الفنادق ومنتجات السياحة، والمؤسسات المعاقلة التي تقوم بتوفير أو التعامل مع المنتجات والخدمات المحرمة شرعاً أو تسويقها أو التوسط في تقديمها.

- 2.2.17. الأنشطة التي تضر بالبيئة.
- 2.2.18. المواد التي تضر بصحة الكائنات الحية (الإنسان والحيوان والنبات)، سواء بمفردها أو مخلوطة  
بغيرها.
- 2.2.19. الأبحاث الأحيائية (البيولوجية) المناقبة لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، مثل الاستنساخ  
البشري، أو التحكم في نوع الجنين بوسائل غير مشروعة.
- 2.2.20. الهندسة الوراثية أو الجينية التي يتم فيها تغيير الفطرة أو تغيير الخلق، ما لم تكن التدخلات  
الجراحية للعلاج أو استعادة الوظيفة الأصلية للعضو المصاب أو المعاق.

### 3. الاكتتاب أو التملك لاسهم الشركات المختلطة:

- يحرم تملك وتداول أسهم الشركات التالية، ولو كان غرضها ونشاطها الأساس مشروعين:
- 3.1. الشركات التي يزيد متوسط جميع إقراضها الربوي نسبة ثلاثين في المائة من إجمالي موجودات الشركة  
خلال فترة مالية سابقة (3 أشهر)، مع التأكيد على حرمة الإقراض بفائدة مهما قل، ووجوب التخلص من  
الفائدة مهما قل.
- 3.2. الشركات التي يزيد متوسط جميع إقراضها الربوي نسبة ثلاثين في المائة من إجمالي موجودات الشركة  
خلال فترة مالية سابقة، مع التأكيد على حرمة الإقراض بفائدة أو دفع الفائدة مهما قلت.
- 3.3. إذا كانت الشركة تمتلك حصصاً في شركات أو صناديق أو محافظ أو مشروعات لها ذمم مالية مستقلة  
وتقوم بالإقراض أو الاقتراض الربوي، تحسب متوسط نسب الإقراض والاقتراض لتلك الشركات و  
الصناديق مرجحة بنسبة مساهمة الشركة الأصلية في كل من تلك الشركات، بحيث تجمع ديون الشركة  
الأصلية وحصصها في ديون هذه الشركات، وتقسّم على مجموع موجودات هذه الشركة والصناديق  
وغيرها بالإضافة إلى حصصها في موجودات تلك الشركات، على أن لا يزيد نقيع القسمة عن 30 %.  
وتتبع نفس الطريقة بالنسبة للإقراض بفائدة.
- 3.4. تحسب متوسطات الإقراض والاقتراض الربوي مرجحة بمدد القروض، وذلك بضرب مبلغ كل قرض  
في مدته، وجمع نواتج الضرب لجميع مبالغ الإقراض أو الاقتراض خلال الفترة، ثم بقسمة حصيلة الجمع  
على مجموع أيام الفترة المالية.
- 3.5. الدخل المحرم: يحرم تملك وتداول أسهم الشركات التي يكون غرضها ونشاطها الأساس مشروعين،  
ولكنها تمارس في أعمالها أنشطة محرمة، غير الإقراض والاقتراض العرضيين بالفائدة، إذا عرف دخلها  
المحرم من القوائم المالية أو غيرها، وكان متوسط هذا الدخل من غير القوائد يزيد عن عشرة في المائة  
من مجمل الدخل خلال الفترة المالية السابقة. ويجب التخلص من عائد ذلك النشاط مهما قل، مع التأكيد  
على حرمة الدخول في نشاط محرم مهما قل مقداره.
- 3.5.1. طريقة احتساب النسب: فيما يتعلق بالنسب المالية المذكورة في هذا المعيار:
- 3.5.1.1. يرجع في تحديد النسب المذكورة إلى آخر ميزانية أو مركز مالي مدقّق أو قوائم مالية  
مدقّقة وقت صدورهما. ويعاد تحليل وضع الشركة كلما صدرت ميزانيات أو قوائم مالية جديدة  
مدقّقة، بشكل ربع سنوي. أما القوائم المالية غير المدقّقة، فإنه لا اعتبار لها. وإذا لم تصدر  
قوائم مالية مدقّقة جديدة فإنه يستمر العمل بما تمّ التوصل إليه بناء على تحليل القوائم المالية  
المدقّقة السابقة حتى تصدر قوائم أخرى.
- 3.5.1.2. إذا كان لدى الشركة استثمار (مثل الاستثمار في الأوراق المالية) أو إيراد لم تنصح  
الشركة عن طبيعته أو مصدره، واكتفت في قوائمها المالية بذكره تحت بند استثمارات أخرى  
أو إيرادات أخرى، فإنه يطلب من الشركة الإفصاح عن ذلك، وإلا عرض الأمر على الهيئة  
الشريعة.

#### 4. ضوابط تداول أسهم الشركات:

- 4.1. يجوز تداول أسهم الشركة القائمة، التي تنتوع موجوداتها بين الأعيان والمنافع والديون والتقود وال حقوق المالية، إذا كان غرض الشركة ونشاطها الأساس مشروعين، وكانت طبيعة نشاط الشركة تقتضي ذلك التنوع، وكان متوسط موجوداتها من غير التقود والديون خلال الفترة المالية السابقة لا يقل عن عشرة في المائة من مجموع الموجودات من الأعيان والمنافع والديون والتقود وال حقوق المالية. أما إذا كان نشاط الشركة قاصراً على التعامل في الديون وحدها أو التقود وحدها أو مجموعهما فقط، فيحرم تداول أسهمها.
- 4.2. يحرم تملك أو تداول أسهم الشركات الجديدة المسجلة في سوق دبي المالي قبل بدء نشاطها وتحويل ما لا يقل عن عشرة في المائة من رأسمالها إلى موجودات غير نقدية تضم أعياناً ومنافع وحقوقاً مالية.
- 4.3. استصحاب أصل مشروعية التملك أو التداول: إذا أجازت الهيئة الشرعية تملك وتداول أسهم شركة معينة، فإنه يستمر العمل بهذا الجواز، ولو زادت الشركة رأسمالها بإصدار أسهم جديدة أو جزأت أسهمها القائمة، أو انتمجت في شركة أخرى، حتى تصدر الشركة قوائم مالية جديدة مدققة، يظهر منها اختلاف الضوابط الشرعية، وذلك استصحاباً لأصل الحل.

#### 4.4. اختلاف الضوابط الشرعية:

- 4.4.1. إذا اختلفت الضوابط الشرعية لتملك وتداول أسهم الشركة، فإنه يجب على المتعامل في أسهمها بيعها فوراً، إذا لم تكن هناك خسارة بالبيع بأقل مما اشترت به. فإذا كان البيع يؤدي إلى مثل هذه الخسارة، فيجوز للمتعامل الانتظار مدة لا تتجاوز ثلاثين يوماً من تاريخ العلم باختلاف الضوابط. وإذا تم البيع، فإنه لا يلزم المتعامل التخلص من عائد البيع (ربحه).
- 4.4.2. إذا استوفت الشركة الضوابط الشرعية، ثم صدر قرار الهيئة، بناءً على القوائم المالية الجديدة للشركة، أن هذه الضوابط قد اختلفت، فإنه يجب على الشركة التصحيح خلال فترة لا تزيد عن ثلاثة أشهر من تاريخ انتهاء الفترة التي صدر عنها قرار الهيئة. ويجوز تملك وتداول أسهم هذه الشركة خلال فترة التصحيح. فإذا لم يتم التصحيح اللازم، فإنه يجب على إدارة السوق الإعلان عن تغيير تصنيفها. وتمنح مهلة التصحيح مرة واحدة فقط في العام.

#### 5. المساهمة في الشركات غير المستوفية للضوابط الشرعية بقصد تحويلها، أو تصحيح مسارها شرعاً:

- 5.1. يجوز شرعاً تملك أسهم الشركة التي لا تتوافر فيها جميع الضوابط الشرعية أو بعضها، إذا كان ذلك بقصد تحويلها إلى شركة تلتزم بالضوابط الشرعية المبينة في هذا المعيار، وذلك لمن كانت له القدرة على التحويل، من خلال شراء حصة مؤثرة تمكنه من الاستحواذ على الشركة وتحويلها بمفرده، أو بالتنسيق مع غيره، وذلك بناء على خطة مدروسة تحدد أسباب القدرة، ويكون من شأنها أن تقود إلى التحويل خلال مدة معقولة لا تزيد عن عامين. ويصدر قرار من الهيئة بذلك، وتقصح عنه إدارة السوق للمتاملين في أسهم هذه الشركات.
- 5.2. يجب التخلص من العائد المحرم خلال فترة التحويل، والذي يتضمن الفوائد والدخل من الأنشطة والعقود المحرمة.
- 5.3. إذا لم يتم التحويل خلال الفترة التي حددتها الهيئة، وجب التخلص من الأسهم ببيعها.

## 6. استبعاد الدخل المحرم

- 6.1. تقع مسؤولية استبعاد الدخل المحرم الذي لم يتم الشركة باستبعاده، على مالك السهم في الوقت الذي تخصص الشركة فيه العوائد لحملة الأسهم فإذا باع قبل ذلك لم يلزمه التخلص<sup>1</sup>.
- 6.2. تتحمل المؤسسات مسؤولية استبعاد الدخل المحرم في الحالات التالية:
  - 6.2.1. إذا كانت تقوم بالتداول لحسابها.
  - 6.2.2. إذا كانت تقوم بإدارة العمليات، مثل إدارة الصناديق والمحافظ المالية.
- 6.3. يجب أن يحسب نصيب السهم من الدخل المحرم الذي اختلط بإيرادات الشركة بعناية.
- 6.4. الدخل المحرم الواجب على المتداول استبعاده يساوي:
 

"إجمالي الدخل المحرم للشركة مقسوماً على عدد أسهمها وضرب ناتج القسمة في عدد الأسهم التي يملكها المساهم".
- 6.5. إن محل الاستبعاد هو حصة السهم من الدخل المحرم سواء ربحت الشركة أم خسرت، وسواء وزعت أرباحاً أو لم توزع، وسواء كان التوزيع نقداً أو في شكل أسهم منحة.
- 6.6. يجب استبعاد الدخل المحرم، سواء كان تملك تلك الأسهم بغرض الاستثمار أو المتاجرة.
- 6.7. مع مراعاة البندين 5.1 ، 6.2، يجب استبعاد الدخل المحرم في نهاية الفترة المالية.
- 6.8. تحرم استفادة الشركة أو مالك السهم من العنصر المحرم بأي طريقة كانت، مثل دفع الضرائب أو دفع مبالغ الفوائد المترتبة على الشركة، أو تسوية التزامات المديونية عليها.
- 6.9. لا تخضع لاستبعاد الدخل المحرم، العمولة أو الأجرة التي تكتسبها جهة تقوم بدور وسيط أو وكيل أو مدير للأسهم التي يجوز تداولها وفقاً لهذا المعيار.
- 6.10. يحرم على الأفراد والشركات والأسواق المالية القيام بدور الوسيط أو الوكيل أو المدير للأسهم التي لا يجوز تداولها وفقاً لهذا المعيار، ويجب على الأفراد والشركات ومساهميها التخلص من العمولة التي يحصلون عليها من تلك الأعمال.
- 6.11. يجب تطبيق تلك الأحكام طوال فترة التعامل.

## 7. الإصدار والاكتتاب بأسهم الشركات:

- 7.1. يجوز تحديد مسؤولية الشركة برأس مالها، ومسؤولية الشريك بقيمة أسهمه، إذا تم إشهار ذلك بحيث يكون معلوماً للمتعاملين مع الشركة، فينتهي التقرير به.
- 7.2. يجوز إضافة علوة الاكتتاب إلى قيمة الأسهم عند إصدارها، ما دامت مقترنة بتقدير مناسب.
- 7.3. يجوز إصدار أسهم جديدة لزيادة رأسمال الشركة إذا أصدرت بالقيمة العادلة للأسهم القديمة، حسب تقويم الخبراء الموجودات الشركة، أي بعلوة إصدار أو حسم إصدار، أو بالقيمة السوقية.
- 7.4. يجوز شراء الأسهم عن طريق المرابحة أو المساومة، مع تعجيل الثمن أو تأجيله أو تقسيطه.
- 7.5. يجوز تقسيط قيمة السهم عند الاكتتاب ببدء قسط وتأجيل بقية الأقساط، شريطة أن يكون التقسيط شاملاً لجميع الأسهم.
- 7.6. يجوز ضمان الإصدار ويجوز تقاضي مصاريف الإصدار.
- 7.7. تجوز إعارة الأسهم لغرض رهنها أو لغرض منح أرباحها للمستعير، وليس للمستعير بيع الأسهم إلا عند تنفيذ الرهن.
- 7.8. يجوز للجهات الرسمية المختصة تنظيم تداول بعض الأسهم بالأبداً إلا بواسطة مسامرة مخصصين ومرخص لهم بذلك العمل، لتحقيق مصالح مشروعة.
- 7.9. مع مراعاة البند 4.1 أعلاه، يجوز شراء أسهم الشركات المساهمة وبيعها، بعد بدء نشاطها وقيل تصفيته، بتمن حالاً أو مؤجلاً، سواء أكان غرض المتعامل هو الاستثمار أم المتاجرة.
- 7.10. يجب في بيع الأسهم مراعاة ما يقضي به نظام الشركة مما لا يخالف أحكام الشريعة، مثل أولوية

<sup>1</sup> لقون هيئة الأوراق المالية في الإمارات يجعل استحقاق الربح بعد عشرة أيام من تاريخ انعقاد الجمعية العمومية التي تقرر التوزيع. والقانون له صفة الإلزام فيلتزم به فالمكلف بالاستبعاد هو من يكون مالك السهم في تلك الفترة وعليه ان يقوم بالاستبعاد في أقرب فرصة.

#### المساهمين في الشراء.

7.11. يتم بيع الأسهم بإصدار الإيجاب والقبول الناقل للملك، ووقوع القبض الحكمي، ولو لم تتم التسوية النهائية.

### 8. التعاملات الممنوعة في تملك وتداول الأسهم:

8.1. يحرم استخدام العقود غير الشرعية، وهي العقود التي لم تسوّف أركانها وشروطها الشرعية، أو التي ورد النهي عنها، ويدخل في هذه العقود ما يلي:

8.1.1. يحرم بيع العينة، وهو بيع السلعة، بعد شرائها نقداً، إلى بائعها الأول بتمن مؤجل أكبر منه أو بالعكس، فإن بيعت لغيره كانت تورقاً.

8.1.2. يحرم التعامل بالمستقات غير المتوافقة مع الشريعة: وهي أدوات مالية مبنية على عقود لم تسوّف ضوابطها الشرعية، يتم بموجبها تثبيت سعر سلعة ما في الوقت الحاضر على أن يتم شراؤها وتسليمها بهذا السعر الثابت في المستقبل، وتشمل:

8.1.2.1. يحرم التعامل بالمستقبليات، وهي البيع مع تحديد التمن، وتأجيل تسليم كل من التمن والبضاعة إلى أجل معلوم.

8.1.2.2. يحرم التعامل بالاختيارات، وهي عقود بيع يكون المبيع فيها هو خيار البيع أو خيار الشراء في وقت محدد سلفاً. أي أن البائع (مصدر الخيار) يقدم للمشتري (المكاتب بالخيار) الحق، وليس الالتزام، في بيع أو شراء عملة أو بضاعة أو أداة مالية، بسعر محدد سلفاً في تاريخ مستقبلي محدد أو في أي وقت خلال الفترة الزمنية المنتهية في ذلك التاريخ. والتمن المنجز في هذا العقد هو تمن الخيار وليس تمن العملة أو البضاعة أو الأداة المالية. وتتقسم الاختيارات إلى اختيارات حقوق الشراء واختيارات حقوق البيع.

8.1.2.3. يحرم التعامل بالأدوات المالية المبنية على المؤثرات، والتي يتعهد مصدرها بدفع معدل العائد عليها وفقاً لمؤشر (أو رقم قياسي) لمجموعة معينة من الأدوات المالية. ولا يرتبط العائد المدفوع على الأداة باستخدام حصيلتها في استثمار معين، وإنما بمعدل العائد المعلن على المؤشر.

8.1.2.4. يحرم التعامل بالمبادلات المؤقتة التي تمثل التزامات لتبادل مجموعة من التناقضات النقدية بأخرى.

8.1.3. يحرم البيع التأجيلي الذي تنتقل فيه الحين لملك المسئجر في نهاية الإيجار تلقائياً، وتتداخل فيه أحكام البيع مع أحكام الإجارة.

8.1.4. يحرم البيع التصيير.

8.1.5. لا يجوز إصدار أسهم الامتياز ولا إصدار أسهم التمتع ولا التعامل فيها.

8.1.6. يحرم تمويل شراء الأسهم بالقروض الربوية.

8.1.7. يحرم الشراء على الهامش المتضمن قرضاً بفائدة، صراحة أو ضمناً، بأن يتقاضى الوسيط عمولة أعلى من العمولة على التداول النقدي، ولو كانت العمولة في الحدود التي تقرها هيئة السوق المالية. ولا يمتنع الشراء إذا تم بتمويل مشروع.

8.1.8. يحرم تأجير الأسهم وإفراضها.

8.1.9. يحرم بيع الأسهم سلماً.

8.1.10. يحرم رهن الأسهم ضمناً لقرض ربوي.

8.1.11. يحرم القيام بنية نشاطات تحوط مبنية على عملية الشراء بالهامش أو البيع القصير، أو غيرها من العمليات المحرمة.

## ملحق رقم ( 1 )

### 9. التعريفات

تستخدم التعريفات التالية في المعاني التي تليها (مرتبة ألفبائياً):

#### 9.1 الاستثمار الإسلامي:

توظيف الأموال بأساليب و عقود وصيغ متوافقة مع الشريعة، ولا يشمل ذلك توظيف الأموال على أساس الفائدة الربوية.

#### 9.2 الاستثمار التقليدي:

توظيف الأموال بأساليب و عقود وصيغ مخالفة للشريعة.

#### 9.3 الاستثمار في الأسهم:

شراء الأسهم بقصد الاحتفاظ بها والحصول على حصة من الأرباح الدورية التي توزعها الشركة.

#### 9.4 الاقتراض الربوي:

9.4.1 الاقتراض الربوي يعني اقتراض الشركة من الغير بفائدة ربوية، بحيث تصير الشركة مدينة للغير.

9.4.2 يشمل الاقتراض الربوي جميع الديون قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل التي تحصل عليها الشركة بالاقتراض، أو بقبول الودائع الربوية، أو بإصدار أو بيع أدوات الدين، مثل السندات أو الأذون أو أسهم الامتياز أو ما يماثلها.

9.4.3 لا يدخل في الاقتراض الربوي الديون المطلوبة من الشركة للغير بمعاملات مشروعة مثل:

9.4.3.1 ثمن البيع المؤجل (مساومة أو مرايحة)، إذا كانت الشركة هي الممتددة.

9.4.3.2 ثمن الاستصناع المؤجل، إذا كانت الشركة هي المستصنعة.

9.4.3.3 الأجرة المؤجلة أو المقسطة، إذا كانت الشركة هي المستأجرة.

#### 9.5 الاقتراض غير الربوي:

9.5.1 يشمل الاقتراض غير الربوي:

9.5.2 الاقتراض بدون فائدة (القرض الحسن)، بحيث تصير الشركة مدينة للمقرض.

9.5.3 الاقتراض بين الشركات المملوكة بالكامل لشركة قابضة، أو بين فروع شركة ما، وبين الشركات الشقيقة، وبين الشركة الأم والشركات المملوكة لها، ولو بزيادة على أصل القرض، ما هو إلا إجراء صوري لضبط استخدام الموارد والسيولة ضمن الوعاء الواحد، وهذا من باب (إقراض النفس).

9.5.4 إقراض الشركة من مساهميها، ولو بزيادة على أصل القرض، إذا كان الإقراض من جميع المساهمين ونسبة ما يملكه كل منهم من أسهم الشركة، ليس من الاقتراض الربوي، لأن قيام الشركة بدفع الفائدة هو بمثابة توزيع للأرباح في حالة تحققها للربح، وبمماثلة تخفيض لحقوق المساهمين في حالة تحققها خسارة.

#### 9.6 الإقراض الربوي:

9.6.1 الإقراض الربوي يعني إقراض الشركة للغير بفائدة، بحيث تصير الشركة دائنة للغير.

9.6.2 يشمل الإقراض الربوي جميع القروض بفائدة قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل التي تقدمها الشركة إلى الغير، و المبالغ المودعة بفائدة لدى الغير، وشراء أدوات الدين ذات الفائدة مثل السندات

- والأذن أو ما يعادلها، و بعد شراء أسهم الامتياز والاكتتاب فيها إقراضا للشركة.  
9.6.3 لا يدخل فيه الديون المسحقة لدى الغير التي لا تأخذ الشركة عليها فوائد، مثل:
- 9.6.3.1 ثمن البيع المؤجل (مساومة أو مريحة)، إذا كانت الشركة هي البائعة
  - 9.6.3.2 ثمن الاستصناع المؤجل، إذا كانت الشركة هي البائعة استصناعاً
  - 9.6.3.3 بضاعة السلم (دين سلعي) إذا كانت الشركة هي المشترية سلماً
  - 9.6.3.4 الأجرة المؤجلة أو المقسطة، إذا كانت الشركة هي المؤجرة.

#### 9.7. البيع التأجيري:

هو تأجير عين مع تحميل المستأجر كافة تكاليف الصيانة والتأمين ومخاطر الملكية. وتنتقل فيه العين لملك المستأجر في نهاية الإيجار تلقائياً، أي تتداخل فيه أحكام البيع مع أحكام الإجارة.

#### 9.8. البيع القاصر:

هو بيع أسهم لا يملكها البائع وقت البيع، بل يقوم باقتراضها أو تأجيرها من غيره لفترة محددة، بغرض تسليمها للمشتري، ومن ثم يشتريها ويسلمها لملكها في نهاية الفترة.

#### 9.9. التأمين التقليدي:

عقد معاوضة تلتزم بمقتضاه الشركة بدفع التعويضات عن الأضرار عند وقوع الخطر المؤمن منه، للمؤمن له مقابل عوض (أقساط التأمين)، مع تملكها ألساط التأمين، واختصاصها بجميع الفائض.

#### 9.10. التأمين التكافلي:

اشترك المؤمنون في تكوين محفظة مستقلة على أساس الالتزام بالتبرع بالاشتراك وعائد استثماره لتعويض من يصيبه ضرر منهم نتيجة وقوع الخطر المؤمن منه، مع فصل هذه المحفظة عن حسابات الشركة المدبرة، واستحقاق المؤمنون للفائض. ويكون دور شركة التأمين هو إدارة عمليات التأمين مقابل أجر معلوم، بصفتها وكيلًا، واستثمار أموال المحفظة مقابل نسبة محددة من الربح بصفتها مضاربًا.

#### 9.11. التمويل التقليدي:

الإقراض والمدابنة على أساس الفائدة الربوية.

#### 9.12. التمويل الإسلامي:

هو التمويل يعقود أو صيغ شرعية.

#### 9.13. الدخل المحرم:

مجمل الإيرادات المحرمة، من غير الفوائد الربوية، قبل خصم المصروفات. ويشمل عوائد الأنشطة والعمليات والعقود غير المشروعة التي تظهر في القوائم المالية، أو يمكن إثباتها بأي طريقة أخرى.

#### 9.14. السهم:

ورقة مالية تثبت لملكها حصة شائعة في ملكية موجودات في شركة مساهمة، وهي ملكية نامية، رقية ومنفعة، ولا تقتصر على مجرد حقوق مالك السهم في الربح ونتائج التصفية. ويمكن أن يكون إسمياً، أو لحاملاً. وتنتصم الأسهم إلى الأنواع التالية:

- 9.14.1. الأسهم العادية، وهي الأصل، وتسمى أيضا أسهم رأس المال. وتكون متساوية في القيمة والحقوق، ويكون لكل مساهم نصيب من أصوات الجمعية العمومية والأرباح والخسائر ونتج

التصفية بنسبة ما يملكه من أسهم.  
9.14.2. أسهم الامتياز، هي الأسهم التي لها الأولوية في توزيع الربح، بأن يستحق أصحابها مبلغ محددة أو نسبة من قيمة أسهمهم متفقاً عليها سلفاً من أرباح الشركة، ولأو في ناتج التصفية.  
9.14.3. أسهم التمتع، هي الأسهم التي ترد قيمتها الاسمية لأصحابها خصماً من أرباح الشركة، ولكن يبقى أصحابها يتمتعون ببعض حقوق المساهمين، مثل الحق في الحصول على نصيب من الأرباح والتصويت في الجمعية العمومية للشركة.

9.15. **الشراء بالهامش:**  
هو شراء أسهم شركة مدرجة، حيث يدفع المشتري جزءاً من الثمن، ويقوم الوسيط بدفع الباقي، على سبيل القرض بفائدة. وفي المقابل، يكون مفوضاً ببيع الأسهم بعد فترة معينة، إذا لم يدفع المتعامل باقي الثمن. وتعتبر زيادة رسوم الشراء بالهامش عن رسوم التداول النقدي التي يتقاضاها الوسيط فائدة مستترة.

#### 9.16. الشركة:

يقصد بها الشركة المساهمة.

#### 9.17. الشركات الشقيقة:

هي الشركات التي يكون كامل أسهمها مملوكاً لشركة واحدة، وتتمتع كل منها بشخصية معنوية وذمة مالية مستقلة، أو التي يملك أسهم كل منها المساهمون أنفسهم.

#### 9.18. الشركة الأم:

يقصد بها الشركة التي تمتلك بنسبة مائة في المائة شركة تابعة أو أكثر تتمتع كل منها بشخصية معنوية وذمة مالية مستقلة.

#### 9.19. الفترة المالية:

هي الفترة التي تصدر عنها قوائم مالية مدققة ومدتها ثلاثة شهور.

#### 9.20. المتاجرة في الأسهم:

شراء الأسهم بقصد بيعها رجاء الربح المتمثل في الفرق بين ثمن الشراء وثمان البيع.

#### 9.21. النقود:

تعني جميع العملات المحتفظ بها لدى الشركة أو لدى أية جهة أمانة تحفظها لصالح الشركة، ولا تشمل أرصدة الحسابات لدى البنوك.

#### 9.22. شركة التأمين التقليدي:

هي التي تمارس عمليات التأمين التقليدي غير الملتمزم بالضوابط الشرعية.

#### 9.23. شركة التأمين التكافلي:

هي الشركة التي تدير عمليات التأمين التكافلي بصفتها وكيلًا، وتستثمر أمواله وفق أحكام الشريعة الإسلامية، بصفتها مضاربًا.

- 9.24. ضمان الإصدار:  
هو الالتزام، عند تأسيس الشركة، بشراء جميع الأسهم المصدرة التي لم يكتب فيها، أو جزء منها.
- 9.25. علاوة الاكتتاب:  
مبلغ محدد أو نسبة معينة من قيمة السهم الاسمية تضاف إلى قيمة السهم عند إصداره لتغطية مصروفات الإصدار.
- 9.26. غرض الشركة:  
هو الهدف الأساس من تأسيسها، الذي حصلت على الترخيص لمزاومته قانوناً.
- 9.27. نشاط الشركة الأساس:  
هو الأعمال والوسائل والآليات التي تستخدمها الشركة لتحقيق غرضها.
- 9.28. هيئة الفتوى والرقابة الشرعية (الهيئة الشرعية):
- 9.28.1. هي هيئة تعينها الجمعية العمومية للمساهمين في الشركة، تتولى الفتوى والرقابة الشرعية، وتكون مستقلة عن إدارة الشركة، وتكون قراراتها نهائية وملزمة لإدارة الشركة.
- 9.28.2. تتكون الهيئة من عدد لا يقل عن ثلاثة من علماء الشريعة المتخصصين في فقه المعاملات المالية والمؤهلين علمياً ولديهم خبرة في الصناعة المصرفية الإسلامية، ويمكن أن تضم خبيراً أو أكثر في الأنشطة المتعلقة بالصناعة المالية الإسلامية دون حق التصويت.
- 9.28.3. تختص الهيئة بما يلي:
- 9.28.3.1. إصدار القرارات والفتاوى الشرعية.
- 9.28.3.2. اعتماد هيكل التمويل ومستنداته والمنتجات الجديدة.
- 9.28.3.3. اعتماد النماذج والعقود قبل استخدامها.
- 9.28.3.4. الرقابة والتدقيق الشرعي على المعاملات المنفذة عن طريق جهاز الرقابة الشرعية الداخلية.

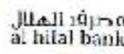
10. تاريخ إصدار المعيار:  
تم صدور المعيار في عام 2008 وتم مراجعته وتنقيحه في سبتمبر 2013.

الملحق رقم (2-3): قائمة الشركات المتوافقة مع الشريعة لسوق دبي المالي.

The Unified Committee of Islamic Banks  
for Shari'a Screening of Equities  
UAE



لجنة المصارف الإسلامية الموحدة  
للتقييم الشرعي للأسهم  
الإمارات العربية المتحدة



As on 30/06/2012

The List of Compliant Companies with Shari'a in  
Dubai Financial Market (DFM)

Symbol	Company Name	Remarks
1	DIB	Dubai Islamic Bank
2	EIB	Emirates Islamic Bank
3	GFH	Gulf Finance House
4	AMAN	Dubai Islamic Insurance & Reinsurance
5	IAIC	Islamic Arab Insurance Company
6	AMLAK	Amlak Finance
7	TAMWEEL	Tamweel PJSC
8	ALMADINA	Al Madina for Finance and Investment Co.
9	AJMANBANK	Ajman Bank
10	ALSALAMSUDAN	Al Salem Bank - Sudan
11	SALAMBAH	Al Salem Bank - Bahrain
12	DARTAKAFUL	Takaful House
13	TAKAFUL-EM	TAKAFUL-EMARAT
14	GRAND	Grand Real Estate Projects
15	MANASEK	ALFIRDOUS HOLDINGS Company
16	EKTTITAB	Ekttitab I holding Company
17	GPI	Gulf Petroleum Investment Group Co.
18	DFM	Dubai Financial Market
19	IIG	International Investment Group
20	DEYAAR	Deyaar Development Company
21	ARMX	Arab International Logistics Company
22	ARTC	Arab Technical Construction Company
23	ERC	Emirates Refreshments Company
24	DIC	Dubai Investment Company
25	GULFA	Gulfa Mineral Water & Processing Ind. Co.
26	MAZAYA	Al Mazaya Holding Company
27	EMAAR	EMAAR Properties
28	AIRARABIA	Air Arabia
29	UNIKAI	United Kaipara Dairies
30	DU	Emirates Intergrated Telecom. Co.
31	DSI	Drake and Scull International
32	HITSTELEC	Hits Telecom Holding Company
33	UFC	United Food Company
<b>Islamic Sukuk</b>		
34	AMLAKSK2010	Amlak Sukuk
35	DGSI09	Dubai Global Sukuk

Please note the followings:

- 1) Whenever Compliance with Shari'a is mentioned in this document, we refer to the screening criteria approved by the Board of Shari'a Coordination between the Fatwa & Shari'a Supervisory Boards of Islamic Financial Institutions in UAE.
- 2) The above list is valid until the release of the subsequent financial statements.
- 3) By the end of each quarter, the Unified Committee will announce the new List of Compliant Companies with Shari'a in DFM.
- 4) The above list, however, might be subject to revision if there is a major change in the activity of any one of those companies.
- 5) For any further inquiry, please do not hesitate to contact the Unified Committee for the needed assistance.

Head of the Unified Committee

Mohamed Bouya Dulf Mohamed Fall

معتمة من قبل رئيس هيئة التنسيق الشرعي  
بين هيئات الفتوى والرقابة الشرعية  
للمؤسسات المالية الإسلامية - الإمارات ع.م.  
الدكتور حسين حامد حسان

Dep. Head of the Unified Committee

Sadqat Ullah Khan

هيئة الفتوى والرقابة الشرعية  
أمانة الهيئة



## معيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك



حيث ملتقى السيولة  
Connecting Liquidity

## جدول المحتويات

<b>4</b>	<b>التقديم</b>
<b>5</b>	<b>نص المعيار</b>
<b>5</b>	<b>2. أنواع الصكوك</b>
5	2.1 صكوك التمويل
5	2.2 صكوك الإجارة
6	2.3 صكوك الاستثمار
6	2.4 صكوك المشاركة في الإنتاج
6	2.5 صكوك الصناديق والمحافظ الاستثمارية
<b>7</b>	<b>3. إصدار الصكوك</b>
7	3.1 ترتيبات إصدار الصكوك
7	3.2 نشرة الإصدار
8	3.3 تغطية الاكتتاب
8	3.4 الإدراج والتداول
8	3.5 حملة حقوق مالكي الصكوك
<b>9</b>	<b>المبادئ العامة والضوابط الشرعية</b>
<b>9</b>	<b>4. المبادئ العامة لإصدار الصكوك</b>
<b>10</b>	<b>5. الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك</b>
<b>10</b>	<b>6. ضمان الصكوك</b>
10	6.1 أحكام عامة
11	6.2 الضمان في صكوك التمويل والإجارة
11	6.3 الوعد بالشراء في المرابحة أو الاستصناع
11	6.4 التعهد بالشراء بباقي الاقساط الثابتة (تعهد المستأجر غير المدير)
11	6.5 الضمان في صكوك الاستثمار
11	6.6 الالتزام بالتضيض ورد رأس المال
11	6.7 التعهد بالإقراض من مدير صكوك الاستثمار
12	6.8 التعهد بالإقراض من مدير صكوك التمويل
12	6.9 ضمان مدير الصكوك ربحا معينا لحملة الصكوك
<b>13</b>	<b>ملحق رقم (1)</b>

## 7. تفصيل أحكام الصكوك ..... 13

- 7.1 صكوك الإجارة ..... 13
- 7.3 صكوك ملكية الأعيان المؤجرة أو القابلة للتأجير ..... 14
- 7.4 صكوك المنافع ..... 15
- 7.5 صكوك ملكية منافع الأعيان المجينة ..... 15
- 7.6 صكوك منافع الإنسان (صكوك إجارة الخدمات) ..... 16
- 7.7 صكوك المشاركات ..... 17
- 7.8 صكوك المشاركة في الربح ..... 18
- 7.9 صكوك التمويل ..... 19

## ملحق رقم (2) ..... 21

## 8. التعريفات ..... 21

- 8.1 أحكام الشريعة الإسلامية ..... 21
- 8.2 الصكوك ..... 21
- 8.3 السندات (للمقارنة) ..... 21
- 8.4 لجنة الصكوك الشرعية ..... 21
- 8.5 هيئة الأوراق المالية ..... 21
- 8.6 مدير الصكوك ..... 21
- 8.7 نشرة الإصدار ..... 21
- 8.8 موجودات الصكوك ..... 21
- 8.9 عقد الإصدار الشرعي ..... 22
- 8.10 تداول الصكوك ..... 22
- 8.11 الاسترداد ..... 22
- 8.12 السوق ..... 22
- 8.13 ضمان تغطية الاكتتاب ..... 22
- 8.14 المنتهى للصكوك ..... 22
- 8.15 المصدر ..... 22
- 8.16 مالكو الصكوك ( حملة الصكوك ) ..... 22
- 8.17 جمعية حملة الصكوك ..... 22
- 8.18 المقصورة ..... 22

## 7. تفصيل أحكام الصكوك ..... 13

- 7.1 صكوك الإجارة ..... 13
- 7.3 صكوك ملكية الأعيان المؤجرة أو القابلة للتأجير ..... 14
- 7.4 صكوك المنافع ..... 15
- 7.5 صكوك ملكية منافع الأعيان المجنحة ..... 15
- 7.6 صكوك منافع الإنسان (صكوك إجارة الخدمات) ..... 16
- 7.7 صكوك المشاركات ..... 17
- 7.8 صكوك المشاركة في الربح ..... 18
- 7.9 صكوك التمويل ..... 19

## ملحق رقم (2) ..... 21

## 8. التعريفات ..... 21

- 8.1 أحكام الشريعة الإسلامية ..... 21
- 8.2 الصكوك ..... 21
- 8.3 السندات (للمقارنة) ..... 21
- 8.4 لجنة الصكوك الشرعية ..... 21
- 8.5 هيئة الأوراق المالية ..... 21
- 8.6 مدير الصكوك ..... 21
- 8.7 نشرة الإصدار ..... 21
- 8.8 موجودات الصكوك ..... 21
- 8.9 عقد الإصدار الشرعي ..... 22
- 8.10 تداول الصكوك ..... 22
- 8.11 الاسترداد ..... 22
- 8.12 السوق ..... 22
- 8.13 ضمان تغطية الاكتتاب ..... 22
- 8.14 المنتهى للصكوك ..... 22
- 8.15 المصدر ..... 22
- 8.16 مالكو الصكوك ( حملة الصكوك ) ..... 22
- 8.17 جمعية حملة الصكوك ..... 22
- 8.18 المقصورة ..... 22

## 7. تفصيل أحكام الصكوك ..... 13

- 7.1 صكوك الإجارة ..... 13
- 7.3 صكوك ملكية الأعيان المؤجرة أو القابلة للتأجير ..... 14
- 7.4 صكوك المنافع ..... 15
- 7.5 صكوك ملكية منافع الأعيان المجنحة ..... 15
- 7.6 صكوك منافع الإنسان (صكوك إجارة الخدمات) ..... 16
- 7.7 صكوك المشاركات ..... 17
- 7.8 صكوك المشاركة في الربح ..... 18
- 7.9 صكوك التمويل ..... 19

## ملحق رقم (2) ..... 21

## 8. التعريفات ..... 21

- 8.1 أحكام الشريعة الإسلامية ..... 21
- 8.2 الصكوك ..... 21
- 8.3 السندات (للمقارنة) ..... 21
- 8.4 لجنة الصكوك الشرعية ..... 21
- 8.5 هيئة الأوراق المالية ..... 21
- 8.6 مدير الصكوك ..... 21
- 8.7 نشرة الإصدار ..... 21
- 8.8 موجودات الصكوك ..... 21
- 8.9 عقد الإصدار الشرعي ..... 22
- 8.10 تداول الصكوك ..... 22
- 8.11 الاسترداد ..... 22
- 8.12 السوق ..... 22
- 8.13 ضمان تغطية الاكتتاب ..... 22
- 8.14 المنتهى للصكوك ..... 22
- 8.15 المصدر ..... 22
- 8.16 مالكو الصكوك ( حملة الصكوك ) ..... 22
- 8.17 جمعية حملة الصكوك ..... 22
- 8.18 المقصورة ..... 22

## بسم الله الرحمن الرحيم

### التقديم

الحمد لله رب العالمين، والصلاة والسلام على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين، ومن تبعهم بإحسان إلى يوم الدين.

من أهم معالم التمويل الإسلامي أنه يقوم على جمع المال من أربابه على أساس المضاربة أو الوكالة بالاستثمار وغيرهما من الأساليب القائمة على تكامل التمويل مع النشاط الحقيقي الاستثماري، دون أن تتمحض لمبادلة النقد بالنقد، لا شكلاً ولا مضموناً، ويستثمره على أساس عقود وصيغ التمويل والاستثمار المتوافقة مع الشريعة<sup>1</sup>، مفردة أو مركبة. وفي كل هذه الأحوال، لا يقم المال الحال للمتمولين مقابل مال آجل، وإنما يجري التعامل في أعيان ومنافع وحقوق مالية. وقد بدأت الأدوات المالية لأول مرة بالتعامل في الأسهم، ثم بدأت مرحلة جديدة مع مطلع هذا القرن بالتعامل في أدوات مالية جديدة تحت مسمى الصكوك.

وقد بتور تساؤل حول الفرق بين الصك والسهم. وفي هذا الصدد، يلاحظ أن الأسهم تقتصر على كونها حقوقاً للملكية على المشاع في موجودات شركة قانونية بعينها، وتمتد حياتها مع حياة الشركة. أما الصكوك، فهي وإن كانت حقوقاً على المشاع في موجودات، إلا أنها ليست مقصورة بالضرورة على موجودات شركة بعينها، كما أنها قد تصدر لمدة محددة، تطفأ بعدها، أو دون تحديد مدة لإطفائها.

وعندما نشأت الصكوك في أوائل هذا القرن، شكلت بديلاً عن سندات الدين، ولذا استعارت منها بعض الآليات والإجراءات والتسميات التي لا تتعارض مع الشريعة. ويهدف هذا المعيار إلى تنظيم إصدار وتداول الصكوك، مع الحرص على أن تحتفظ بأصلها الشرعي، وتستخدم الآليات والقواعد والضوابط التي يقرها الفقه الإسلامي. وبذلك تصبح الصكوك - كما أرادت لها أصولها الشرعية - أداة مالية إسلامية لا غبار عليها.

ويحتاج تطوير قطاع الصكوك إلى جهود مخصصة من جميع علماء المسلمين وكل من يهتم بالفكر المالي الإسلامي، في سبيل استحداث أدوات تمويلية إسلامية حديثة لخدمة المجتمع الإسلامي والعالمي، وذلك للاستفادة مما يتميز به التمويل الإسلامي بصفة عامة من عدالة وقابلية واضحة في تحقيق التنمية المطردة والمتوازنة.

ومن هنا جاء اهتمام سوق دبي المالي باستصدار معيارها الخاص بتملك وتداول الصكوك. ولذلك، فقد عمدت هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لسوق دبي المالي إلى دراسة معايير الصكوك الموجودة حالياً، والفتاوى التي صدرت بشأنها من جهات الفتوى التي يعنى بها، ومن ثم أعدت الهيئة هذا المعيار الجديد. وتضع هيئة الفتوى والرقابة الشرعية هذا المعيار، بخرض ضبط توافق الصكوك مع مبادئ الشريعة السمحة، مما يطمئن حامليها من جهة، ويمكن صناعة التمويل الإسلامي من تحقيق المزيد من التطور والتقدم.

والله من وراء القصد، وبالله التوفيق.

<sup>1</sup> من أهم تلك الصيغ: المشاركة، والمشاركة المتفصصة، والمضاربة العطفة والمضاربة العقيدة، والوكالة بالاستثمار العطفة والوكالة بالاستثمار العقيدة، والبيع بثمن آجل، والمراحة لخبر بالشراء، والإجارة التشغيلية، والإجارة العتبية بالتعليك (التفويضية)، والإصناع، والسلم.

## نص المعيار

### 1. نطاق المعيار

يتناول هذا المعيار تعريف الصكوك وأنواعها وأحكامها وضوابطها الشرعية ومتطلبات إدراجها.

### 2. أنواع الصكوك<sup>2</sup>

#### 2.1 صكوك التمويل

##### 2.1.1 صكوك المرابحة

تصدر على أساس عقد المرابحة، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل شراء بضاعة المرابحة لبيعها للواعد بشرائها، بعد تملكها وقبضها، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية هذه البضاعة بعد شرائها، وقيل ببيعها وتسليمها لمشتريها، وفي ثمنها بعد بيعها للواعد بشرائها، وعائد هذه الصكوك هو الفرق بين ثمن شراء بضاعة المرابحة وثمن بيعها للواعد بشرائها.

##### 2.1.2 صكوك الاستصناع

تصدر على أساس عقد الاستصناع، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل تصنيع عين مبيعة استصناعاً لتسليمها إلى مشتريها استصناعاً، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية العين المصنعة، وفي ثمنها بعد تسليمها لمشتريها، وعائد هذه الصكوك هو الفرق بين تكلفة تصنيع العين وثمن بيعها.

##### 2.1.3 صكوك السلم

تصدر على أساس عقد السلم، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل شراء سلعة السلم، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية سلعة السلم قبل قبضها، وفي السلعة بعد قبضها، وفي ثمنها بعد بيعها، وعائد هذه الصكوك هو الفرق بين ثمن شراء سلعة السلم وثمن بيعها.

#### 2.2 صكوك الإجارة

##### 2.2.1 صكوك ملكية الأصول القابلة للتأجير

تصدر على أساس عقدي البيع والإجارة، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل شراء عين قابلة للتأجير رقباً ومنفعة موجودة في ملك المؤجر (إجارة عين) أو موصوفة في ثمنه (إجارة موصوفة في الثمن)، ثم تأجيرها مدة محددة لبايعها أو غيره، هي مدة الصكوك، بأجرة معلومة. ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية هذه العين، رقباً ومنفعة، وفي أجرتها بعد تأجيرها، وهذه الأجرة هي عائد هذه الصكوك.

##### 2.2.2 صكوك ملكية منافع الأصول القابلة للتأجير

تصدر على أساس عقد شراء منفعة عين أو استئجارها، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل شراء منفعة عين موجودة أو موصوفة في ثمنه بائع العين، ثم تأجيرها إجارة عين أو إجارة موصوفة في الثمن بأجرة معلومة، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية منفعة هذا الأصل، دون رقبته، وفي أجرته بعد إعادة تأجيرها، والفرق بين ثمن شراء المنفعة وبيعها هو عائد هذه الصكوك.

##### 2.2.3 صكوك إجارة الخدمات

تصدر على أساس عقد إجارة الخدمات، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل شراء خدمات من مقدم هذه الخدمات لإعادة بيعها لمتلقي هذه الخدمات، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية الخدمة، وهي التزام في ثمن مقدم الخدمة قبل بيعها، وفي ثمنها بعد بيعها، والفرق بين ثمن شراء الخدمة وثمن بيعها هو عائد هذه الصكوك.

##### 2.2.4 صكوك الإجارة التشغيلية

تصدر على أساس عقد إجارة عين بأجرة معلومة لمدة محددة تعود العين بعدها إلى مؤجرها، ويجوز للمستأجر أن يبد بشراء هذه العين في نهاية مدة الإجارة.

##### 2.2.5 صكوك الإجارة التمويلية

###### 2.2.5.1 صكوك الإجارة المعينة

تصدر على أساس عقد إجارة لعين مملوكة للمؤجر بأجرة معلومة تتكون من عنصر ثابت وآخر متغير بمؤشر خارجي منضبط لمدة محددة تنتقل ملكية العين بعدها إلى مستأجرها بعقد بيع أو هبة مستقل.

###### 2.2.5.2 صكوك الإجارة الموصوفة في الثمن

تصدر على أساس عقد إجارة عين موصوفة في الثمن غير موجودة في ملك المؤجر عند الدخول في عقد الإيجار، ويلتزم المؤجر بتحصيلها وتسليمها للمستأجر في تاريخ محدد.

<sup>2</sup> انظر تعريف الصكوك وتعيينها عن البنود في الملحق رقم (2) الخاص بالتعريفات.

## 2.3 صكوك الاستثمار

### 2.3.1 صكوك المضاربة

تصدر على أساس عقد المضاربة، وتستخدم حصيلة إصدارها لدفع رأس مال المضاربة للمضارب لاستثماره بحصة معلومة من ربحه، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المضاربة، وتشمل الأعيان والمنافع والديون والتفود والحقوق المالية الأخرى، وفي ثمنها بعد بيعها، ويستحق مالكو الصكوك حصة شائعة من عائد استثمار موجودات المضاربة ويتحملون مخاطر هذا الاستثمار بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك، وتحدد نشرة إكتتاب هذه الصكوك والعقود الشرعية الملحقة بها شروط وأحكام عقد المضاربة وحصة مالكي الصكوك من الربح.

### 2.3.2 صكوك الوكالة بالاستثمار

تصدر على أساس عقد الوكالة بالاستثمار، وتستخدم حصيلة إصدارها لدفع رأس مال الوكالة بالاستثمار إلى الوكيل لاستثماره بأجرة معلومة، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات الوكالة، وتشمل الأعيان والمنافع والديون والتفود والحقوق المالية الأخرى، وفي ثمنها بعد بيعها، ويستحق مالكو صكوك الوكالة عائد استثمار موجوداتها ويتحملون مخاطر هذا الاستثمار، بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك، ويستحق الوكيل أجراً معلوماً مضموناً على مالكي الصكوك، وقد يستحق مع الأجر حافزاً هو كل أو بعض ما زاد من العائد عن حد معين، وتحدد نشرة إكتتاب هذه الصكوك والعقود الشرعية الملحقة بها شروط وأحكام عقد الوكالة في الاستثمار وأجر الوكيل.

### 2.3.3 صكوك المشاركة في الربح

تصدر على أساس عقد المشاركة، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل حصة مالكي الصكوك في المشاركة مع منشئ الصكوك، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المشاركة وتشمل الأعيان والمنافع والديون والتفود والحقوق المالية الأخرى، ويستحق مالكو الصكوك حصة شائعة من عائد استثمار موجودات المشاركة ويتحملون مخاطر هذا الاستثمار، بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك، وتحدد نشرة إكتتاب هذه الصكوك والعقود الشرعية الملحقة بها شروط وأحكام عقد المشاركة وحصة مالكي الصكوك في ربح المشاركة.

## 2.4 صكوك المشاركة في الإنتاج

### 2.4.1 صكوك المزارعة

تصدر على أساس عقد المزارعة، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل زراعة أرض يقدمها مالكيها بناء على هذا العقد، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المزارعة غير الأرض، وفي الزرع بعد ظهوره، وفي ثمنه بعد بيعه، ويستحق مالكو الصكوك، بصفتهم المزارعين بأموالهم، حصة معلومة من الزرع، ويستحق مالك الأرض الباقي، وتحدد نشرة إكتتاب الصكوك والعقود الشرعية الملحقة بها شروط وأحكام عقد المزارعة، وحصة كل من مالكي الصكوك ومالك الأرض من ناتج البيع.

### 2.4.2 صكوك المساقاة

تصدر على أساس عقد المساقاة، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل رعاية أشجار قابلة للإثمار وتعهدها بالسقي والتهديب والتسميد ومعالجة الآفات حتى تثمر، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المساقاة غير الأرض والشجر، وفي الثمر بعد ظهوره، ويستحق مالكو الصكوك حصة معلومة من الثمر، ومن ثمنه بعد بيعه، ويستحق مالك الشجر الباقي، وتحدد نشرة إكتتاب الصكوك والعقود الشرعية الملحقة بها شروط وأحكام عقد المساقاة، وحصة كل من مالكي الصكوك بوصفهم المساقين ومالك الشجر في الثمر.

### 2.4.3 صكوك المغارسة

تصدر على أساس عقد المغارسة، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل غرس الأرض بأشجار الفاكهة، أو غيرها من الأشجار ذات القيمة الاقتصادية، وتعهدها حتى تصل إلى مرحلة الإثمار، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المغارسة من الشجر وتماره والأرض التي عليها الشجر، بحسب الحصة النسبية المحددة للمغارس، ويستحق مالكو الصكوك، بوصفهم المغارسين، حصة معلومة من الشجر وتماره، ويستحق المالك الأصلي للأرض الحصة الباقية بعد النسبة المحددة للمغارس، وتحدد نشرة إكتتاب الصكوك والعقود الشرعية الملحقة بها حصة كل من مالكي الصكوك ومالك الأرض في الشجر وتماره والأرض.

## 2.5 صكوك الصناديق والمحافظ الاستثمارية

تصدر على أساس عقد شراء صندوق أو محفظة استثمارية متوافقة مع الشريعة الإسلامية تتمتع بشخصية اعتبارية وذمة مالية مستقلة عن منشئ الصكوك، وتتكون من أعيان ومنافع وديون وتنفود وحقوق مالية، لا تقل فيها الأعيان والمنافع عن 10%، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية هذه المحفظة.

### 3. إصدار الصكوك

#### 3.1 ترتيبات إصدار الصكوك

- 3.1.1** يجوز إصدار الصكوك من جهة مؤهلة للإصدار أو عن طريق شركة ذات غرض خاص يكون لها الشخصية الاعتبارية والذمة المالية المستقلة، وتكون مهمتها تلقي حسيبة الاكتتاب في الصكوك، بصفتها أميناً لملك الصكوك في الاحتفاظ بملكية الموجودات، ووكيلاً عنهم في استثمارها واستخدامها فيما صدرت الصكوك من أجله، وتوزيع عوائدها وقيمة استردادها، وتدخل الشركة في جميع العقود مع الجهة المنشئة للصكوك وغيرها من المشاركين في الإصدار نيابة عن مالكي الصكوك.
- 3.1.2** يجوز للشركة ذات الغرض الخاص تعيين جهة متخصصة تتولى تنفيذ الأعمال الداخلة في اختصاصها، وعلى الشركة ذات الغرض الخاص بذل عناية الشخص الحريص في الحفاظ على حقوق ملك الصكوك.
- 3.1.3** ويجب على كل شركة نشأت لأغراض إصدار الصكوك أن تملك حسابات منتظمة عن عملياتها، ويتولى تدقيق حساباتها محاسب قانوني أو أكثر.
- 3.1.4** تلتزم الشركة ذات الغرض الخاص بإرسال نسخة من بياناتها المالية، سواء المتعلقة بالقوائم المالية الدورية، أو الميزانية السنوية، أو الأحداث الجوهرية التي تلتزم بالإفصاح عنها لملك الصكوك والجهة المنشئة للصكوك، و لجنة الصكوك الشرعية.
- 3.1.5** يجب أن يكون لكل إصدار لجنة شرعية تتكون من 3 أعضاء على الأقل يعملون شهادة الدكتوراة في الشريعة، ويجوز أن يكون أحدهم ممن يحمل شهادة الدكتوراة في الاقتصاد أو المال بخلافه المنشئ للصكوك، ويجوز له اختيار هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لسوق دبي المالي لتولي مهام هذه اللجنة.
- 3.1.6** تخصص اللجنة الشرعية للصكوك بما يأتي:
- 3.1.6.1** إبداء الرأي الشرعي في شأن الصكوك المزمع إصدارها واعتماد هيكلها وعقودها ونشرها اكتتابها.
- 3.1.6.2** التحقق من أن إصدار وتداول واسترداد الصكوك قد تم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.
- 3.1.6.3** التحقق من أن استخدام حسيبة الصكوك فيما صدرت من أجله وتوزيع عوائدها منذ إصدارها وحتى استردادها قد تم وفق أحكام الشريعة الإسلامية.
- 3.1.6.4** الرقابة والتدقيق على الجهات ذات الصلة بإصدار الصكوك بما فيها الشركة ذات الغرض الخاص وعلى الأنشطة والمشاريع والصفقات التي تعملها حسيبة إصدار الصكوك للتأكد من التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية، وتقديم تقرير دوري إلى جمعية مالكي الصكوك إن وجدت.
- 3.1.7** للجنة الصكوك الشرعية تكليف مدقق شرعي أو أكثر لأداء الدور الرقابي ورفع تقريره لها.
- 3.1.8** على لجنة الصكوك الشرعية إخطار هيئة الأوراق المالية في الدولة بما يتضح لها لدى أداء دورها الرقابي من مخالفات لأحكام الشريعة الإسلامية.

#### 3.2 نشرة الإصدار

تعد نشرة الإصدار بالتسويق مع اللجنة الشرعية والجهات ذات العلاقة وتتضمن ما يأتي:

- 3.2.1** اسم منشئ الصكوك ومصدرها والبيانات المتعلقة بهما وحقوقهما والتزامتهما، ووجه استخدام حسيبة الاكتتاب في الصكوك.
- 3.2.2** دراسة جدوى المشروع أو النشاط الذي يمول بحسيبة الصكوك طبقاً للأسس الفنية المقررة، تتضمن:
- 3.2.2.1** وصفاً كافياً للمشروع، أو النشاط.
- 3.2.2.2** تحديد تكاليف إنشاء المشروع أو النشاط أو تطويره وإدارته ومكوناته ومراحل تنفيذه حسب ما يتم الاكتتاب فيه، ومخاطره المحتملة، وطرق التحوط من هذه المخاطر، والضمانات وفقاً للضوابط الشرعية، وأرباحه المتوقعة.
- 3.2.2.3** ويجب أن تكون هذه الدراسة معتمدة من مستشار مالي مستقل معتمد لدى هيئة الأوراق المالية في الدولة، ويضمن منشئ الصكوك صحة البيانات والمعلومات المتضمنة في نشرة الإصدار.
- 3.2.3** تحديد العقد الخاص بالإصدار من عقود فقه المعاملات الشرعية، وبيان شروط وأحكام كل منها والآثار المترتبة عليها.
- 3.2.4** النص في نشرة إصدار الصكوك وعقودها النافذة للمالك على أن هذا المالك قد انتقل شرعاً وقانوناً إلى حملة الصكوك أو من يمثلهم.
- 3.2.5** فتوى شرعية مفصلة صادرة عن لجنة الصكوك الشرعية باعتماد هيكل الصكوك ومستنداتها، وتكون هذه الفتوى جزءاً من المستندات القانونية للصكوك، بحيث تقصر جميع المستندات في ضوئها وتكون مرجعاً في فهمها، والنص على الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية في جميع الإجراءات اللاحقة، طبقاً لما تقرره لجنة الصكوك الشرعية.
- 3.2.6** يجب أن تتضمن نشرة إصدار الصكوك ومستنداتها بيان للجنة الصكوك الشرعية التي اعتمدت للإصدار

## مخار سوق دبي المالي

### الإصدار وتملك وتداول الصكوك

والرقابة والتفتيش على المشروع أو النشاط الذي استثمرت فيه حصيلتها، على أن تقدم تقارير دورية ربع سنوية لحملة الصكوك، تنتشر في السوق. ويكون للجنة الصكوك الشرعية حق دعوتهم أو دعوة من يمثلهم لاتخاذ القرار اللازم في حالة ثبوت مخالفات لأحكام الشريعة ورفض أو تقاعس مدير المشروع أو النشاط أو المنتسب للصكوك عن مراعاة ملاحظات لجنة الصكوك الشرعية وإصلاح المخالفات.

**3.2.7.** النص على مشاركة مالك الصك في الربح والخسارة، بحسب نوع وطبيعة الصك (وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية)، وذلك بنسبة ما يملكه من صكوك.

**3.2.8.** القيمة الإسمية للصك، وقيمة الاكتتاب، ومنتهى.

**3.2.9.** في حالة إصدار الصكوك مقابل موجودات قائمة يجب تقديم تقرير من أحد المستشارين الماليين المعيّنين بسجلات هيئة الأوراق المالية في الدولة بالقيمة العادلة لموجودات الصكوك.

**3.2.10.** شهادة بالتصنيف الائتماني للإصدار من إحدى وكالات التصنيف المعتمدة لدى هيئة الأوراق المالية في الدولة، بحيث لا يقل عن الحد المطلوب للوفاء بالالتزامات الواردة في نشرة الإصدار العام، وذلك في الحالات التي يتطلب فيها طبيعة الصك ذلك.

**3.2.11.** بيان بالإتفاقيات الموقعة بين منتسب الصكوك والمشاركين في الإصدار.

**3.2.12.** طريقة توزيع الأرباح المتوقعة وتحمل الخسائر للمشروع أو النشاط.

**3.2.13.** مواعيد الطرح للاكتتاب وإقفاله والقواعد الحاكمة لعدم اكتمال التغطية للنسبة المحددة في نشرة الإصدار وبما لا يتعارض مع تعليمات هيئة الأوراق المالية في الدولة.

**3.2.14.** أسلوب تخصيص الصكوك المصدرة بين المكتتبين في حالة زيادة قيمة الاكتتاب عن قيمة الإصدار.

**3.2.15.** القواعد الشرعية الحاكمة لتداول واسترداد الصكوك محل الإصدار، بحسب طبيعة ونوعية كل صك، وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية وعقد الإصدار.

**3.2.16.** الأسباب التي تستوجب الاستحقاق المبكر للصكوك ومعالجة التعثر في حالة وقوعه، وكيفية تسوية حقوق مالكي الصكوك.

**3.2.17.** اسم الشركة ذات الغرض الخاص إذا كانت هي المصدرة للصكوك، وتحديد وظائفها وسلطاتها وعلاقتها بالمشاركين في الإصدار.

**3.2.18.** أية بيانات أخرى تطلبها هيئة الأوراق المالية في الدولة، أو لجنة الصكوك الشرعية.

**3.2.19.** لا يجوز تضمين نشرة الإصدار أي نص يخالف مقتضى عقد الإصدار والأحكام التي يربتها الشرع عليه.

### 3.3. تغطية الاكتتاب

**3.3.1.** يجوز أن يكون لكل إصدار أمين حفظ يتم تحديده في نشرة الإصدار تختاره الشركة ذات الغرض الخاص، من بين المرخص لهم من هيئة الأوراق المالية في الدولة، ليتولى، نيابة عن الشركة توزيع العوائد وأداء القيمة الاستردادية عند حلول أجل الصك، وفقاً للأحكام الواردة بنشرة الإصدار.

**3.3.2.** يجوز أن يكون للصكوك ضمان لتغطية الاكتتاب من بين المرخص لهم بذلك من هيئة الأوراق المالية في الدولة، ومتعهد استرداد، وذلك كله بما لا يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية.

**3.3.3.** يجب أن تستخدم حصيلة إصدار الصكوك في الغرض الذي صدرت من أجله، وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

**3.3.4.** إذا لم تتم التغطية وتقرر عدم الإصدار تُعاد للمكتتبين جميع المبالغ التي دفعوها خلال المدة التي تحددها نشرة الإصدار.

### 3.4. الإدراج والتداول

**3.4.1.** يجب قيد وتداول الصكوك التي تطرح للاكتتاب العام في السوق، كما يجوز إدراج الصكوك المدرجة وتداولها في الأسواق المالية في الخارج، ويحدد مجلس إدارة السوق قواعد وإجراءات الإدراج، وذلك بما لا يخالف أحكام الشريعة الإسلامية.

**3.4.2.** يجوز التقدم بطلب لقيد الصكوك التي تطرح للاكتتاب الخاص في السوق، وفي حالة عدم قيدها يكون بيعها خارج المقصورة، وفقاً للضوابط التي يصدرها السوق.

**3.4.3.** في جميع الأحوال يخضع قيد وتداول الصكوك لأحكام الشريعة الإسلامية وما تقره لجنة الصكوك الشرعية وهيئة الأوراق المالية في الدولة.

**3.4.4.** يجوز لمنتسب الصكوك التعهد باسترداد الصكوك في نهاية مهنتها بأداء قيمتها لمالكها، وذلك عن طريق التعهد بشراء موجوداتها القائمة وقت الاسترداد. ويجوز التعهد بشراء هذه الموجودات قبل نهاية مدة الصكوك، وتحدد هذه القيمة وفقاً للضوابط الشرعية التي تحددها نشرة الإصدار.

### 3.5. حماية حقوق مالكي الصكوك

**3.5.1.** يجوز لمالكي الصكوك من كل إصدار تكوين جمعية يكون غرضها حماية المصالح المشتركة لأعضائها،

## معايير سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك

- ويكون لها ممثل قانوني يتم اختياره وعزله وفقاً لنشرة الإصدار.
- 3.5.2** يباشر ممثل الجمعية ما تقتضيه حماية المصلح المشتركة لحملة الصكوك، سواء في مواجهة منتسبي الصكوك أو الشركة ذات الغرض الخاص أو الغير أو أمام القضاء، وذلك في حدود ما تتخذه الجمعية من قرارات في اجتماع صحيح لها، وتحدد نشرة الإصدار أوضاع وإجراءات دعوة الجمعية للاعتقاد، ومن له حق الحضور، وكيفية الاعتقاد ومكانه، والتصويت، وعلاقة الجمعية بالجهة المستفيدة والشركة ذات الغرض الخاص.
- 3.5.3** يجوز إنشاء احتياطي تراكمي لحملة الصكوك لمواجهة مخاطر الاستثمار يعول بنسبة معينة من حصنهم في الأرباح إلى أن يصل إلى سقف محدد خلال مدة الصكوك، وتحدد نشرة الإصدار كيفية تكوينه من حصة مالكي الصكوك في صافي العائد بعد اقتطاع حصة المضارب أو أجره الوكيل وطرق الصرف منه، وقواعد توزيع حصيلته في نهاية مدة الصكوك على مالكيها.

### المبادئ العامة والضوابط الشرعية<sup>3</sup>

#### 4. المبادئ العامة لإصدار الصكوك

- 4.1** عقد الصكوك: يجب أن تصدر الصكوك على أساس عقد شرعي تتوافر فيه:
- 4.1.1** أركان وشروط هذا العقد.
- 4.1.2** أن تترتب عليه أحكامه وآثاره الشرعية.
- 4.1.3** أن يقصد به في التطبيق العملي ما قصده الشارع من شرعه.
- 4.1.4** ألا يشترط فيه ما ينافي مقتضاه أو يناقض قصد الشارع من شرعه.
- 4.2** النشاط: لا يجوز إصدار الصكوك أو تداولها إذا كانت حصيلة إصدارها تستخدم في نشاط محرم أو كان بعض موجوداتها محرماً.
- 4.3** يجب ألا يؤول إصدار الصكوك أو تداولها أو استردادها إلى تبادل نقد عاجل بنقد أجل أكثر منه مقابل الأجل، ويترتب على ذلك:
- 4.3.1** لا يجوز أن يكون نقل الملكية في صكوك الأعيان ومنافع الأعيان من بئحي الأعيان والمنافع صورياً، فلا ينتقل الملك إلى حملة الصكوك وأفعالها وقانوناً.
- 4.3.2** لا يجوز أن تكون الأصول المبيعة في صكوك الأعيان المؤجرة أو القابلة للتأجير (أو غيرها من الصكوك المتمثلة على الأعيان) غير قابلة للبيع من الناحية القانونية أصلاً أو المحاسبية بأن بقيت في ملك البائع من الناحية القانونية أو المحاسبية، وأدرجت في ميزانيته ولم تظهر خارج الميزانية.
- 4.3.3** لا يجوز أن تنص مستندات صكوك الاستثمار على أن يكون منتسبي الصكوك (المضارب أو الشريك المدير أو وكيل الاستثمار) مدينياً بحصيلة إصدارها أو بقيمة موجوداتها، وليس أميناً عليها.
- 4.3.4** لا يجوز أن ينص في نشرة إصدار الصكوك أو عقودها على أنه ليس لحملة الصكوك حق الرجوع، ولو مجتمعين على موجودات الصكوك أو التصرف فيها تصرف المالك شرعاً وقانوناً، بل يجب النص على أن هذا الحق ثابت لهم.
- 4.4** يجب أن يكون العائد على الصكوك ناتجاً عن استثمار موجوداتها، وليس ديناً في ذمة منتسبي الصكوك ولا التزاماً عليه.
- 4.5** يجب أن تستخدم حصيلة إصدار الصكوك حسب الغرض الذي صدرت من أجله وفق الضوابط الشرعية طوال مدة الاستثمار.
- 4.6** يمكن للصكوك أن تكون إسمية، بمعنى أنها تحمل اسم حامل الصك، ويتم انتقال ملكيتها بالتقيد في سجل معين، أو بكتابة اسم حاملها الجديد عليها، كلما تغيرت ملكيتها، كما يمكن أن تكون صكوكاً لحاملها، بحيث تنتقل الملكية فيها بالتسليم.
- 4.7** يشترط في المشروع الذي تصدر الصكوك لتمويل إنتاجه أو تطويره ما يأتي:
- 4.7.1** أن يكون هدف المشروع ونشاطه مشروعاً وفقاً للضوابط الشرعية.
- 4.7.2** أن يدار مالياً باعتباره وحدة مستقلة، بحيث يتضح في نهاية الفترة الاستثمارية مركزه المالي ونتائج أعماله.

<sup>3</sup> منتسبي الصك هو المستخدم النهائي لحصيلة إصدار، مثل المضارب، والوكيل في الاستثمار، والشريك المدير، والبائع سلماً، والمستصنع، والمشتري مرابحة، وكذلك المزارع والمساقي والمغارم.

وقد يكون المنتسب هو المصدر بن بوجه الإيجاب المتمثل في نشرة الإصدار، ويكون لكتاب حامل الصك هو القبول لهذا الإيجاب، فيتعقد العقد الذي يصدر الصك على أساسه. وقد يكون مصدر الصك هو حملة الصكوك أنفسهم عن طريق وكيل عنهم، أو عن طريق شركة ذات غرض خاص (SPV) تكون أميناً لحملة الصكوك ووكيلاً عنهم، وتكون المستخدم لحصيلة إصدار الصكوك وهي القابل لهذا الإيجاب بتوقيع العقد الذي تقوم عليه الصكوك.

ومن الناحية الشرعية، لا مانع من أن يصدر الصكوك المضارب منات، ويعلن إيجاباً مستوفياً لأركان شروط عقد المضاربة، ويطلب من أرباب المال تقديم رأس المال. ولا مانع من أن يصدر رب المال الإيجاب، ويكون القبول من جانب المضارب، فيتعقد عقد المضاربة. وغاية الأمر أن رأس المال المضاربة يقسم إلى وحدات متساوية، وتصدر به شهادات متساوية القيمة، تثبت كل شهادة لحاملها حصة في رأس المال المشروع الذي صدرت الصكوك لتحويله أو في موجودات الصكوك بعد شرائها.

أما الآليات والإجراءات، فهي من صنع القانون، وفكرة (SPV) نبعث من القانون الإنجليزي، أما القوانين ذات الأصل اللاتيني، فهي لا تعرف هذه الشركة الخاصة، ويتحدث عن آلية أخرى لإصدار الصكوك.

- 4.7.3** أن يكون مستقلاً في حساباته عن المشروعات الأخرى التي تدخل في النعمة المالية لمنشئ الصكوك المستفيد من حصيلة إصدارها.
- 4.7.4** أن يكون من شأنه أن يدر عائداً وفقاً لدراسة جدوى اقتصادية تحد عنه.
- 4.7.5** أن تُعد القوائم المالية للمشروع وفقاً للمعيار المحاسبية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بالبحرين (أبوظبي).
- 4.7.6** أن يتولى مراقبة حسابات المشروع مراقب أو أكثر يتمتع بكفاءة وخبرة تعينه الشركة ذات الغرض الخاص.
- 4.7.7** أن تتولى لجنة الصكوك الشرعية التدقيق الشرعي على المشروع للتأكد من التزامه بأحكام الشريعة الإسلامية من حيث نشاطه وتوزيع أرباحه أو تحمل خسائره.
- 4.8** منشئ الصكوك مسئول عن صحة البيانات والمعلومات والمستندات والإقرارات التي تتضمنها نشرة إصدار الصكوك، ودقتها وتمويليتها، حماية لحملة الصكوك. وبعد تعمد إخفاء شيء من ذلك أو عدم صحته تقصير يوجب الضمان.
- 4.9** لا يجوز النص في صكوك الاستثمار على تحمل المضارب أو الشريك أو الوكيل للضرائب المفروضة على عوائد الصكوك أو فروق صرف العملات.
- 4.10** يجب الالتزام في الصكوك بالمعايير الشرعية والمحاسبية (أبوظبي) فيما لم يتضمنه هذا المعيار من مبادئ وأحكام عامة.

## 5. الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك

### 5.1. الشركة ذات الغرض الخاص

- 5.1.1** يجوز أن تتولى إصدار الصكوك شركة ذات غرض خاص، تتمتع بشخصية اعتبارية وبذمة مالية مستقلة عن ذمة منشئها ومالكها، وتكون أميناً لحملة الصكوك في الاحتفاظ بملكية موجودات الصكوك، ووكيلاً عنهم في استثمار حصيلتها فيما صدرت من أجله والدخول مع مستثمري هذه الحصيلة في عقد الإصدار.
- 5.1.2** ولا يجوز أن يكون منشئ الصكوك (المستخدم لحصيلة إصدارها) مالكاً لهذه الشركة ولا مديراً لها إذا ترتب على ذلك محذور شرعي كالبيع للنفس، والاستئجار منها أو تضارب المصلح، مثل أن يبيع منشئ صكوك الإجارة لهذه الشركة الأصول القابلة للتأجير أو منافعتها ثم يعيد استئجارها منها على أن لا يتم إعادة تملكها له قبل مضي مدة تحصل فيها حوالة الأسواق (تغير الأسعار).
- 5.1.3** يجب أن تُعد ميزانية سنوية مدققة للشركة ذات الغرض الخاص.

### 5.2. شرط الحافز لمدير الصكوك

- 5.2.1** يجوز النص في نشرة إصدار الصكوك وفي مستنداتها على استحقاق مدير الصكوك لكل أو بعض ما زاد من الربح عن حد معين، حافزاً لمدير الصكوك على حسن الأداء، وذلك بالإضافة إلى ما يستحقه من أجر أو حصة في الأرباح.
- 5.2.2** يتم احتساب الحافز الخاص بمدير الصكوك في نهاية فترة الصكوك وذلك على جميع الفترة، ويجوز أن يتسلم مدير الصكوك دفعات على حساب الحافز خلال فترة الصكوك وقيل إطفائها، ويتم تسوية صفاتي الحافز المستحق في نهاية الفترة ولا مانع أن يحسب الحافز ويندفع نهائياً بعد التتضيض الحكومي عن كل فترة توزيع ربح.

### 5.3. ارتباط صكوك الاستثمار بالجوائز

- 5.3.1** لا يجوز لمدير الصكوك (المضارب والشريك ووكيل الاستثمار) توزيع جوائز على حملة الصكوك بطريق القرعة من الأرباح المستحقة لهم، لأنهم شركاء في هذه الأرباح فلا يجوز أن يختص بها بعضهم.
- 5.3.2** ويجوز لمدير الصكوك توزيع هذه الجوائز من ماله الخاص على سبيل التبرع إذا لم يظهر أن القصد الأساسي من إصدار الصكوك هو توزيع هذه الجوائز من أرباح حملة الصكوك.

## 6. ضمان الصكوك

### 6.1. أحكام عامة

- 6.1.1** إن الاستثمار في الصكوك هو استثمار في ملكية حقيقية يتحمل فيه حملة الصكوك مخاطر الموجودات التي استثمرت فيها حصيلة إصدارات صكوكهم مثل الصناديق والمحافظ الاستثمارية والأسهم، وليس أدوات دين بفائدة في ذمة مصدرها لحاملها. ويترتب على ذلك:
- 6.1.1.1** أن حملة الصكوك يتحملون الغرم ويحصلون على العنم الناتج عن الموجودات التي استثمرت فيها حصيلة إصدار صكوكهم.
- 6.1.1.2** أنه لا يجوز لمصدر الصكوك أو مدير الصكوك أو المستخدم لحصيلة إصدار الصكوك يعقد من عقود الاستثمار الشرعية كالمضاربة والمشاركة والوكالة بالاستثمار أن يضمن لحملة الصكوك القيمة

الاسمية لهذه الصكوك ولا عائداً محدداً وإلا كان الإصدار والعقد الذي بني عليه باطلاً.  
**6.1.2.** يقصد بالضمان غرامة الضامن قيمة موجودات الصكوك إذا هلكت أو تلفت أو نقصت قيمتها أو خسرت دون تد منه ولا تفرط ولا مخالفة لشروط الإصدار. وبعد مدير الصكوك ضامناً لهذه القيمة إذا ادعى الهلاك أو التلف أو نقص القيمة أو الخسارة حتى يثبت أن ذلك كان بسبب لا يد له فيه ولا قدرة له على توفعه أو دفعه أو تلافي آثاره.

**6.1.3.** يجوز لمدير الصكوك أن يعد بشراء موجوداتها بأي قيمة ماعدا القيمة الإسمية، ولا يلزمة هذا الوعد بالشراء في حالات الهلاك الكلي والتلف الجزئي. ذلك أن الوعد بالشراء يلزم الواعد بالشراء في حالة وجود الموجودات الموعود بشرائها وقت تنفيذ وعده فإذا كانت هذه الموجودات قد هلكت أو تلفت فإنه لا يلزم بالشراء لأن شراء المعلوم لا يصح.

**6.1.4.** يلتزم مدير صكوك الاستثمار بتتضيض موجودات الصكوك في نهاية مدة الصكوك حسب السوق، وتتضيضا فعلياً أو حكماً، ورد رأس المال والربح المتحقق ما لم يثبت أن هذه الموجودات قد هلكت أو نقصت قيمتها بسبب لا يد له فيه.

**6.1.5.** يجوز لحملة صكوك الاستثمار الحصول على وعد ملزم بمستند مستقل بشراء موجودات الصكوك في وقت معين أو في نهاية مدتها من طرف ثالث، كما يجوز أن يصدر هذا الوعد من مدير الصكوك بأن يتعهد بشراء موجودات الصكوك المحددة في الوعد بالقيمة الجائزة الموعود بها، وهي إما القيمة السوقية أو بما يتم الاتفاق عليه وقت تنفيذ الوعد أو صافي قيمة الموجودات أو القيمة العادلة أو بما يحكم به أهل الخبرة عند تنفيذ هذا الوعد.

## 6.2. الضمان في صكوك التمويل والإجارة

**6.2.1.** منسئ صكوك التمويل (المرايحة والإستصناع والملم) ضامن لثمن بيع المرايحة والإستصناع ولسلعة السلم، لأنها دين مضمون في نعمته، وإذا اشترط عليه الضمان، فهو تأكيد لحكم الشرع، ويجوز أن يكفل المنسئ طرف ثالث في أداء هذا الدين.

**6.2.2.** منسئ صكوك الإجارة لا يضمن الأعيان ولا المنافع التي باعها لحملة الصكوك ثم استأجر العين أو اشترى المنفعة منهم، لا يضمن هلاكها ولا تلفها ولا نقص قيمتها بعد تسليمها لحملة الصكوك أو من يمتلكها، لأن الضمان ينتقل إلى حملة الصكوك بالملك.

**6.2.3.** يجوز أن يعين بائع الأعيان أو بائع المنافع وكيل خدمات لحملة الصكوك مقابل أجر محدد مع حافز.

## 6.3. الوعد بالشراء في المرايحة أو الإستصناع

**6.3.1.** هذا الوعد يلزم الواعد دون المستفيد، ولا يجوز تنفيذه عينا بإلزام الواعد بالشراء، ولكن يحق للمستفيد من الوعد أن يطالب الواعد بالتعويض عن الضرر الفعلي في حالة تكوّن الواعد عن تنفيذ وعده. والضرر الفعلي في هذه الحالة هو الفرق بين تكلفة البضاعة، وقيمتها عند بيعها لاحقاً إلى طرف ثالث.

**6.3.2.** لا يكون هذا الوعد ملزماً للواعد إلا إذا كان محله معلوماً عند صدوره، وموجوداً على الصفة المذكورة في الوعد عند تنفيذه، فإن هلك أو تم التصرف فيه، لم يلزم الواعد بالشراء، لأن شراء المعلوم لا يصح.

## 6.4. التعهد بالشراء بباقي الاقساط الثابتة (تعهد المستأجر غير المدير)

يجوز التعهد بشراء موجودات صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك ببقية أقساط الأجرة الثابتة (رصيد الأجرة الثابتة) التي لم يدفعها المستأجر، وذلك سواء كانت الموجودات المؤجرة قد اشترت من المستأجر أو من غيره. ولا يعد التعهد بالشراء برصيد الأجرة الثابتة ضماناً لرأس المال والربح لحملة الصكوك (ولا ضماناً من طرف غير مستقل إذا كان مدير الصكوك هو بائع العين المؤجرة لغيره).

## 6.5. الضمان في صكوك الاستثمار

يضمن مدير صكوك الاستثمار قيمة موجودات الصكوك في حالة الإخلال (تخديه عليها أو تفرطه في حفظها أو خطئه الجسيم الذي لا يصدر ولا يتوقع صدوره من خبير استثمار) أو خالف الالتزام بالمعايير التي اشترطها حملة الصكوك. ويحدد محل الضمان برأس المال، حسب القواعد العامة في الضمان.

## 6.6. الالتزام بالتتضيض ورد رأس المال

يلتزم مصدر الصكوك المستخدم لحصوله إصدارها بتتضيض موجودات المضاربة والمشاركة والوكالة في الاستثمار في نهاية مدة الصكوك ورد رأس المال والربح المتحقق لحملة الصكوك فإن ادعى هلاك هذه الموجودات أو نقص قيمتها السوقية أو خسارتها فعلياً هو عبء إثبات هذا الهلاك أو الخسارة أو نقص القيمة، وأنه لم يكن بسبب تخديه على هذه الموجودات أو التفرط في حفظها أو الخطأ في اتخاذ القرارات الاستثمارية بشأنها والذي لا يتوقع من أمثله بصفته خبير استثمار.

## 6.7. التعهد بالإفراض من مدير صكوك الاستثمار

لا يجوز التزام مدير الصكوك (مضارباً أو شريكاً أو وكيل) بإفراض حملة الصكوك في حالة نقص عائدات موجودات الصكوك عن العائد المتوقع توزيعه لأنه من باب اجتماع المعاوضة والسلف، ولكن يجوز له أن يحصل على سد العجز بصيغة تمويل

شريعة أو تيرعا بقرض حسن مع استرداده من أرباح الموجودات أو من ثمنها عند بيعها.

#### 6.8. التعهد بالإفراض من مدير صكوك التمويل

يجوز التزام مدير أو مصدر صكوك عقود التمويل (صكوك الأعيان وصكوك المنافع وصكوك حقوق الانتفاع) بالإفراض قرضاً حسناً لحملة الصكوك في حالة نقص عائدات موجودات الصكوك عن العائد المتوقع المقرر توزيعه، باعتباره طرفاً ثالثاً، بتعهد مستقل غير مشروط في العقود.

#### 6.9. ضمان مدير الصكوك ربحاً معيناً لحملة الصكوك

لا يجوز أن يضمن أو يتنشط مدير صكوك الاستثمار لحملة الصكوك ربحاً محدداً سواء كان هذا التحديد بمبلغ معين أو بنسبة أو بمؤشر معين من رأس المال، ولو كان هذا الضمان بالشرط، لأن هذا شرط يقطع الشركة في الربح.

## ملحق رقم (1)

### 7. تفصيل أحكام الصكوك

#### 7.1. صكوك الإجارة

- 7.1.1.** يجوز شراء حملة الصكوك لموجودات الصكوك القابلة للتأجير تمّ تأجيرها لباثعها إجارة منتهية بالتملك بأجرة ثابتة وأخرى متغيرة، ولا يعد ذلك بيع وفاء ولا عينة محرمة، إذا توفرت الشروط التالية:
- 7.1.1.1.** أن يكون البيع حقيقياً ينقل الملك والضمآن شرعاً وقانوناً.
- 7.1.1.2.** أن تقع مخاطر الملك على عاتق حملة الصكوك، بحيث تنتهي الإجارة بالهلاك الكلي للأعيان المؤجرة، وأن يكون للمستأجر الحق في طلب تخفيض الأجرة بالنسبة والتناسب بمقدار ما يلحق الأعيان من تلف جزئي محل بالمنفعة المقصودة منها بسبب لا يرجع إلى المستأجر.
- 7.1.1.3.** أن تقع تكاليف وأعباء الملك من أضرار التأمين ونقطة الصيانة الأساسية والضريبة على الملك على عاتق حملة الصكوك ويتحملونها بالفعل حقيقة، ولا تحمّل على المستأجر بالشرط بطريق مباشر أو غير مباشر.
- 7.1.1.4.** أن يكون لحملة الصكوك حق التصرف المطلق شرعاً وقانوناً في موجودات الصكوك، ولم تكن عليهم قيود تحد من هذا التصرف.
- 7.1.1.5.** أن تكون الموجودات مما يقبل البيع قانوناً.
- 7.1.1.6.** ألا يكون هناك ربط بين عقدي البيع والإجارة، وألا تكون الإجارة شرطاً في عقد البيع، وألا يكون دفع ثمن الشراء مشروطاً بدفع الأجرة أو بعدم وجود إخفاق في دفعها.
- 7.1.1.7.** أن تمر فترة بين تأجير الموجودات وتملك المستأجر لها، لا تقل عن سنة.

#### 7.2. عناصر الملكية

- 7.2.1.** تُعرّف الشريعة بالمملكة الكاملة رقية ومنفعة، والناقصة منقعة فقط، أو رقية فقط ويجوز الفصل بينهما في الشراء والوصية وغيرهما. فحمل البيع الملكية التامة رقية ومنفعة، ومحل الإيجار الملكية الناقصة أي للمنتفعة دون الرقية.
- 7.2.2.** يتحمل حملة الصكوك تبعات الأصول المؤجرة رقية ومنقعة أو منقعة فقط ويضمنونها بحكم أنهم مالكون لها.
- 7.2.3.** الغرض من صكوك الإجارة تحويل المنافع التي يتعلّق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية (صكوك) يمكن أن تجرى عليها عمليات التداول في سوق ثانوية.
- 7.2.4.** يمثل صك الإجارة حصة شائعة في ملكية منافع الأعيان قبل بيع هذه المنافع لطرف ثالث. أما بعد بيعها فإنها تمثل حيزاً الأجرة، وهي دين في ذمة المستأجر، تجرى عليه أحكام التصرف في الديون من حيث التداول وقبض العوض.
- 7.2.5.** لا يمثل صك الإجارة مبلغاً محدداً من النقود، ولا ديناً على جهة معينة، وإنما هو ورقة مالية تمثل جزءاً شائعاً من ملكية منقعة عين، كعقار أو طائرة أو باخرة.
- 7.2.6.** يجوز إصدار صكوك تمثل ملكية الأعيان المؤجرة أو القابلة للتأجير وتداولها، إذا توافرت فيها شروط الأعيان التي يصح أن تكون محلاً لعقد الإجارة، كعقار وطائرة وباحرة ونحو ذلك، ما دام الصك يمثل ملكية حقيقية لهذه الأعيان التي من شأنها أن تدرّ عائداً.
- 7.2.7.** يجوز لمالك الصك بيعه في السوق الثانوية أو خارجها لغير منسئه، ويجوز لمنسئه استرداده في نهاية منته أو قبلها وفقاً لأحكام الشريعة، بالتمن الذي يراضى عليه البائع والمشتري، سواء أكان مساوياً أم أقل أم أكثر من قيمته الاسمية أو الثمن الذي اشترى به، وذلك بالنظر إلى خضوع أثمان الأعيان لعوامل السوق (العرض والطلب).
- 7.2.8.** يستحق مالك الصك حصته من العائد، وهو الأجرة في الأجل المحددة في شروط الإصدار وعقد الإجارة، (منقوصاً منها مما يترتب على المؤجر من نفقة ومؤنة، وفق أحكام عقد الإجارة).
- 7.2.9.** يجوز لحملة صكوك الأعيان، ولحملة صكوك المنافع، بحكم أن كلا منهما يملك المنفعة، أن يصدروا صكوك إجارة تمثل حصصاً شائعة في المنافع التي ملكوها بملكية العين أو بالاستئجار بقصد إجارتها من الباطن مع إذن المؤجر، ويستتبط لجواز ذلك أن يتم إصدار الصكوك قبل إبرام العقود مع المستأجرين، سواء تمّ الإيجار بتمثل أجرة الإجارة الأولى أو أقل منها أو أكثر. أما إذا أبرمت العقود مع المستأجرين، فلا يجوز تداول الصكوك، إلا بشروط تداول الديون.
- 7.2.10.** لا يجوز أن يضمن بائع المنفعة أصل قيمة الصك أو عائده بعد تسليم العين المنتفع بها، وإذا هلكت الأعيان المؤجرة كلياً أو جزئياً فإن غرمها يكون على مالكيها المؤجرين لها.

## معيار سوق دبي المالي

### إصدار وتملك وتداول الصكوك

- 7.2.11.** ويمكن أن تكون الموجودات المؤجرة موجودة في ملك منتسب الصكوك عند إصدارها، أو أن تكون موصوفة في نمته، أي سوف يحصل عليها منتسب الصكوك عن طريق تملكها بشراء أو استئصال أو غيرها. ويصبح حاملو الصكوك ملاكاً لمنفعة تلك الموجودات منذ عقد الإجارة، وبالتالي لهم الحق في الأجرة التي تحقق من تأجيرها من الباطن. ولكن يمنع تداول صكوك الإجارة الموصوفة في النمة إلا بعد قبض الموجودات.
- 7.2.12.** تصدر صكوك الأعيان وصكوك منافع الأعيان على أساس عقد بيع صحيح ناقل لملك العين أو المنفعة شرعاً وقانوناً ويشترط في هذا العقد:
- 7.2.12.1.** أن يكون حقيقياً، ينقل الملك التام أو الناقص حقيقة، شرعاً وقانوناً، إلى حملة الصكوك وبمنحهم سلطات المالك كاملة في التصرف في العين أو المنفعة، بكل أنواع التصرف الجائزة شرعاً وقانوناً دون قيود على هذا التصرف، وليس ملكاً صورياً.
- 7.2.12.2.** أن يكون محل عقد البيع (موجودات الصكوك) مما يقبل حكمه بأن يكون من الأموال التي يجوز التصرف فيها ونقل ملكيتها شرعاً وقانوناً من ملكها إلى حملة الصكوك أو إلى الأمين الذي يملكهم ويتوب عنهم ويترتب على ذلك:
- 7.2.12.2.1.** أن تخرج الأعيان (الموجودات المبيعة) من ملك البائع قانونياً ومحاسبياً، وتفيد خارج ميزانيته.
- 7.2.12.2.2.** أن حق حملة الصكوك يتعلق بالأعيان (الموجودات) التي انتقلت ملكيتها إليهم (محل الصكوك) وليست بنمة منتسب الصكوك البائع لها.
- 7.2.12.2.3.** أن لحملة الصكوك حق التصرف في موجودات الصكوك المملوكة لهم بكل أنواع التصرف الجائزة شرعاً وقانوناً كالبيع والإجارة للبائع وغيره، دون قيود تمنعهم أو تقيدهم في هذا التصرف.
- 7.2.12.2.4.** أن الوعد بالشراء الصادر من مستأجر هذه الموجودات يلزم الواعد وحده ولا يلزم حملة الصكوك ببيع هذه الموجودات للواعد بشرائها. ولا يجوز إلزام الواعد بدفع الثمن إذا تخذ تنفيذ الوعد بسبب لا يرجع إليه، فإن كان بسببه فإنه يتحمل التعويض عن الضرر الفعلي.
- 7.2.12.2.5.** أن الوعد بالبيع الصادر من حملة الصكوك بصفتهم ملاك هذه الموجودات، يلزمهم ببيعها للمستأجر، ولا يلزمه هو بالشراء. ويجوز أن يكون الوعد بالبيع إلى المستأجر بالقيمة الاسمية.
- 7.2.13.** لا يجوز شرعاً وجود وعدين أحدهما من المستأجر بالشراء والثاني من حملة الصكوك بالبائع، إذا اتحد المحل والزمن وبقيّة الشروط.
- 7.2.14.** إذا كتبت الأعيان مؤجرة فلا يجوز تأجيرها ثانية إلا بإجارة مضافة لما بعد انتهاء الإجارة القائمة عليها، ويكون ما يدفع قبل سريان الإجارة الثانية أجرة مقدمة تحت الحساب. ويمكن أن يعالج ذلك بفسخ الإجارة القائمة وإبرام الإجارة الجديدة ثم يعاد إبرام تلك الإجارة من جديد.

## 7.3. صكوك ملكية الأعيان المؤجرة أو القابلة للتأجير

- 7.3.1.** تمثل صكوك الأعيان المؤجرة أو القابلة للتأجير حق حاملها في ملكية العين وتمنحه الحق في حصيلة بيعها أو بيع منافعها.
- 7.3.2.** يجب أن تكون الأعيان التي تمثلها صكوك ملكية الأعيان موجودة في ملك بالعهما عند بيعها لحملة الصكوك، أو أن تكون موصوفة في نمة البائع عند بيعها بعقد استئصال أو سلم.
- 7.3.3.** يجب أن تنتقل ملكية هذه الأعيان إلى حملة الصكوك بعقد صحيح شرعاً للملك شرعاً وقانوناً، وأن يجوزها حيازة حقيقية أو حكمية.
- 7.3.4.** يتحمل حملة هذه الصكوك وحدهم غرم الأعيان التي تمثلها الصكوك (هلاكها وتلفها وخسارتها) بنسبة ما يملكه كل منهم، ويستمتعون بغنمها (عوادها وغلثها وربيعها وأجرتها وأرباحها) حسب الشروط التي تتضمنها النشرة وعقود إصدارها.
- 7.3.5.** يجوز لحملة الصكوك تأجير هذه الأعيان إجارة عين بعد تملكها وقبضها، أو إجارة موصوفة في النمة قبل قبضها إلى بائعها أو غيره إجارة تشغيلية أو منتهية بالتمليك، مع مراعاة الضوابط والشروط السابقة.
- 7.3.6.** يجوز تعيين بائع الأعيان التي تمثلها الصكوك مضارباً بحصة من الربح، أو وكيلًا عن حملة الصكوك في إدارة هذه الأعيان بأجر معلوم وحافز على حسن الإدارة.
- 7.3.7.** يجوز لبائع الأعيان التي تمثلها الصكوك المستأجر لها إجارة تشغيلية أن يتعهد من جانب واحد بإطفاء هذه الصكوك في نهاية مدتها، بشراء هذه الأعيان (موجودات الصكوك) بالثمن المتفق عليه عند الشراء، أو بالقيمة السوقية أو العادلة، أو صافي قيمة الأصول أو القيمة الاسمية. وهذا التعهد يلزمه وحده دون حملة الصكوك. ويجوز أن يصدر هذا التعهد من طرف ثالث غير البائع بأي قيمة كانت.
- 7.3.8.** يجوز تداول هذه الصكوك، لأنها تمثل ملكية أعيان (مؤجرة أو قابلة للتأجير)، وتنتقل ملكية الأعيان التي تمثلها الصكوك من بائعها إلى مشتريها بما لها من حقوق وما عليها من التزامات شرعية.

## معيار سوق دبي المالي

### إصدار وتملك وتداول الصكوك

**7.3.9.** لحملة الصكوك بوصفهم المالكين للأعيان التي تمثلها الصكوك حق التصرف في هذه الأعيان وفق عقود الإصدار الشرعية، وبما لا يضر بحقوق الغير.

**7.3.10.** يجوز لمستأجر الأعيان التي تمثلها الصكوك أن يتعهد بمسئد مستقل بشراء هذه الأعيان في حالة تخلفه عن الوفاء بالتزاماته المترتبة على عقد الإيجار، وذلك بالتمن المتفق عليه عند الشراء، أو بالقيمة السوقية أو العادلة، أو صافي قيمة الأصول أو القيمة الاسمية.

## 7.4 صكوك المنافع

**7.4.1.** تمثل هذه الصكوك حق حاملها في ملكية منافع الأعيان القابلة للتأجير دون ملكية ربة هذه الأعيان. وتُعطى حاملها الحق في حصيله بيع منفعة العين.

**7.4.2.** يجب أن تكون المنفعة التي تمثلها الصكوك موجودة في ملك بائعها عند بيعها لحملة الصكوك، وذلك بأن يكون البائع مالكا للعين التي يبيع منفعتها أو يكون مالكا للمنفعة دون العين. فإن كان قد تصرف في المنفعة ببيع أو إجارة، فلا يجوز إصدار صكوك بمنافع هذه الأعيان، لأن المنفعة غير مملوكة لبائعها حينئذ.

**7.4.3.** يجوز أن تكون المنافع التي تمثلها الصكوك منافع أعيان موصوفة في النعمة، يلتزم البائع بتسليمها في الموعد المحدد في عقد الإجارة.

**7.4.4.** يجب أن تنتقل ملكية المنافع التي تمثلها الصكوك من بائعها إلى حملة الصكوك المتبرين لها بعد بيع أو إجارة.

**7.4.5.** يتحمل حملة الصكوك وحدهم غرم هلاك أو تلف أو خسارة هذه المنافع، بنسبة ما يملكه كل منهم فيها، ويستحقون غنمها (أجرتها) حسب الشروط التي تتضمنها نشرة الإصدار وعقود هذه الصكوك.

**7.4.6.** يجوز لحملة الصكوك بيع المنفعة التي تمثلها الصكوك كلها (كامل منافعها) بعد بيع منفعة أو بعضها (بعض منافعها).

**7.4.7.** يجوز تعيين بائع منافع الأعيان التي تمثلها الصكوك وكبلا عن حملة الصكوك في إدارة هذه المنافع بأجر معلوم مع حافظ يتمثل فيما زاد من الأجرة عن حد معين، أو مضاربا بحصة من الربح.

**7.4.8.** يجوز لبائع حق الانتفاع أن يتعهد من جانب واحد بشراء ما بقي من المنفعة (مدة المنفعة) بعد انتهاء مدة الصكوك، ويحدد التعهد الثمن الذي يتم به البيع.

**7.4.9.** يجوز تداول صكوك منافع الأعيان (بأن يتم قبل بيع المنافع) لأنها تمثل ملكية المنافع، وتنتقل ملكية المنافع التي تمثلها الصكوك من بائعها إلى متبريها، بما لها من حقوق وما عليها من التزامات.

**7.4.10.** لحملة صكوك منافع الأعيان حق التصرف في هذه المنافع ببيع أو إجارة، ولا يجوز تقييدهم في هذا التصرف إلا وفق عقد الإصدار وبما لا يضر بحق الغير.

**7.4.11.** يجوز لحملة هذه الصكوك التعهد بمسئد مستقل بهية أو ببيع منافع الأعيان التي تمثلها الصكوك لبائع هذه المنافع أو غيره. وينصب البيع على المدة الباقية من المنفعة، ويحدد التعهد الثمن الذي يتم به البيع. ولا يجوز هذا البيع إذا كانت المنفعة قد انتقلت عنهم بعد بيع أو إجارة، لأن شرط صحة البيع وجود المبيع في ملك البائع وقت البيع، ولأن الصكوك في هذه الحالة تمثل ثمن المنفعة أو الأجرة، وهي دين في ثمة المستأجر، فلا يتبع إلا بشروط بيع الديون.

## 7.5 صكوك ملكية منافع الأعيان المعينة

**7.5.1.** صكوك بنتؤها ملك عين معينة، بغرض تأجيرها أو بيع منافعها لمدة محددة و استيفاء الأجرة من حصيله الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين في تلك المدة مملوكة لحملة الصكوك.

**7.5.2.** صكوك بنتؤها ملك منفعة عين معينة عن طريق استئجار العين (مستأجر)، بغرض إعادة تأجيرها و استيفاء أجرتها من حصيله الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

**7.5.3.** تصدر هذه الصكوك على أسس عقد بيع منفعة العين دون ربتها لمدة محددة، وهو حق عيني يتعلق بالعين ولا يتعلق بئمة البائع منسئ الصك ويغيد الملك الناقص لحملة الصكوك.

**7.5.4.** يشترط في عقود البيع التي تنقل ملكية الأعيان ومنافع الأعيان وعقود الإجارة التي تمنح حق الانتفاع الشخصي لحملة الصكوك:

**7.5.4.1.** أن تكون حقيقية تنقل ملكية الأعيان والمنافع إلى حملة الصكوك، وتمنحهم حق التصرف فيها شرعا وقانونا، وألا تتضمن شروطا تنافي مقتضاها أو تقلص قصد الشارع منها بأن تكون حيلة إلى الربا أو العينة، أو أن تكون صورية.

**7.5.4.2.** أن يكون عقد البيع أو الإجارة قايلا لحكمه، بأن يكون محل العقد (العين المبيعة أو المؤجرة) مما يقبل التصرف فيه ونقل ملكيته شرعا وقانونا من بائعه إلى حملة الصكوك.

## 7.7 صكوك المشاركات

### 7.7.1 صكوك المضاربة

- 7.7.1.1 يقدم حملة الصكوك رأس المال ويقوم المضارب باستثماره.
- 7.7.1.2 المضارب ملتزم برد رأسمال المضاربة والريخ المتحقق، إلا إذا أثبت هلاك أو تلف موجودات المضاربة، أو خسارتها بسبب لا بد له فيه، ولا قدرة له على توفيقه أو تلاقي آثاره.
- 7.7.1.3 تقسم الأرباح بين حملة الصكوك والمضارب وفقاً لنسب متفق عليها سلفاً ومنصوص عليها في نشرة الإصدار وعقد المضاربة.
- 7.7.1.4 إذا حدثت خسائر لا بد للمضارب فيها، يتحملها حملة الصكوك، في حين يخسر المضارب جهده في العمل والإدارة.
- 7.7.1.5 إذا كانت المضاربة مقيدة وليست مطلقة، فإن المضارب يلتزم بالقيود الواردة في عقد المضاربة، وإلا كان متجدياً.
- 7.7.1.6 ينتهي هذه الصكوك مضارب بقصد استخدام حصيلة إصدارها في مشروع معين أو نشاط خاص، وتمثل هذه الصكوك حصة في ملكية رأسمال المضاربة عند إصدارها، ثم في ملكية موجودات المضاربة التي تستمر بحصيلة إصدارها. ولا تمثل ديناً في ذمة منتسبها (المضارب) لحاملها (رب المال).
- 7.7.1.7 تصدر هذه الصكوك على أساس عقد المضاربة الشرعية. ويجب أن تتوافر في هذا العقد أركان وشروط عقد المضاربة الشرعية، وأن تترتب عليه أحكامه، وألا يشترط فيه ما ينافي مقتضاه.
- 7.7.1.8 يجب أن تتضمن نشرة إصدار الصكوك وعقد المضاربة الذي تقوم على أساسه، تحديد حصة كل من المضارب وحملة الصكوك في الربح، ويجوز لكل منهما التنازل عن حصته من الربح أو بعضها عند القسمة، ولا يجوز الاتفاق على ذلك في عقد المضاربة ولا في نشرة إصدار الصكوك.
- 7.7.1.9 المضارب أمين على موجودات المضاربة، فلا يضمن هلاك هذه الموجودات أو تلفها أو خسارتها إلا إذا تعدى عليها أو فرط في حفظها أو أخطأ في اتخاذ القرارات الاستثمارية بشأنها، وفقاً لمعيار المضارب الخبير في نوع نشاط المضاربة. ويكون الضمان بالمثل أو بالقيمة، بشرط ألا تقل عن رأسمال المضاربة. وعند الاختلاف بين حملة الصكوك والمضارب في التحدي، يقع على المضارب عبء إثبات وقوع الهلاك أو التلف أو الخسارة وأنه كان بسبب لا بد له فيه ولا قدرة له على دفعه أو توفيقه أو تلاقي آثاره. وإلا كان ضامناً لرأسمال المضاربة والريخ المتحقق، قبل الهلاك أو التلف أو الخسارة.
- 7.7.1.10 يجوز للمضارب أن يتعهد بمسند مستقل بشراء موجودات المضاربة بما يتم الاتفاق عليه عند تنفيذ البيع أو بيعتها السوقية أو العادلة، أو بصافي قيمة الموجودات دون القيمة الاسمية. وفي حالات تحديه عليها أو تعريضه في حفظها، أو خطئه الجسيم في اتخاذ القرارات الاستثمارية بشأنها، فإنه لا مانع في هذه الحالة من أن يتعهد المضارب بالشراء بالقيمة الاسمية، لأنها تمثل رأس المال الذي يلتزم المضارب بضمانه في الحالات السابقة.
- 7.7.1.11 هذا التعهد في حالات التعدي أو التقصير أو سوء الإدارة يلزم المضارب وحده، دون حملة الصكوك. فإذا لم يوف المضارب بتعهدده، جاز لحملة الصكوك بيع موجودات المضاربة في السوق، وإلزام المضارب بالتعويض عن الضرر الفعلي المتمثل في الفرق بين ثمن بيع موجودات المضاربة ورأسمالها. وليس لحملة الصكوك إجبار المضارب على الدخول في عقد البيع (التنفيذ العيني).
- 7.7.1.12 يجوز للمضارب أن يتعهد بشراء موجودات المضاربة في نهاية مدتها، إذا كانت باقية على الصفة المحددة في هذا التعهد، ولو هبطت قيمتها، بما يتم الاتفاق عليه بين المضارب وحملة الصكوك عند تنفيذ البيع، أو بالقيمة السوقية أو العادلة أو صافي قيمة الموجودات التي يتم الاتفاق عليها أو تحديدها جهة محايدة يتم الاتفاق عليها في عقد المضاربة ونشرة إصدارها، فإن هلكت هذه الموجودات هلاكاً كلياً أو جزئياً أو اختلفت مواصفاتها بما يؤثر في الثمن، لم يكن الواعد ملزماً بشراؤها.
- 7.7.1.13 يلتزم المضارب بتضيض المضاربة في نهايتها ببيع موجوداتها في السوق وردد رأسمالها دون القيمة الاسمية، إن بقي سالماً، والريخ المتحقق. ولحملة الصكوك حق التصرف فيها لأنها مملوكة لهم، وعليهم للمضارب حصته من الربح المتحقق.
- 7.7.1.14 يكون على المضاربة جميع النفقات والمصروفات المباشرة المتعلقة بأعمالها. ولا يجوز النص على تحمل المضارب للضرائب المفروضة على أعمالها أو عوائدها أو تحمل فروق صرف العملة.

**7.5.5. ويتربط على ذلك:**

- 7.5.5.1. أن ملكية الأعيان والمنافع محل هذه الصكوك تخرج من ملك البائع (شريعاً وقانوناً) وتُقدّر خارج ميزانيتها وتدخل في ملك حملة الصكوك ويكون لهم حق التصرف فيها ولو لغير المنشئ للصكوك.
- 7.5.5.2. أن حق حملة الصكوك في الأعيان ومنافع الأعيان التي مولتها حصيلة إصدار صكوكهم يتعلّق بهذه الموجودات ولا يتعلّق بئمة منشئ الصكوك البائع أو المؤجر لهذه الموجودات.

**7.6. صكوك منافع الإنسان (صكوك إجازة الخدمات)**

تعطي صكوك إجازة الخدمات الحق لحاملها في امتلاك خدمة يقدمها منشئ الصكوك (مقدم الخدمة) مقابل حصيلة إصدار الصكوك، وفي استيفاء ثمن هذه الخدمة من مشتريها أو المستفيد الأخير. ويمكن أن تُتيح هذه الصكوك ملكية خدمات تستوفى من طرف معين، أو موصوف في الثمة.

**7.6.1. صكوك الخدمات التي تستوفى من طرف معين**

يتم إصدارها بغرض شراء خدمة معينة من طرف معين، كخدمة التطعيم في جامعة محددة، وكخدمة العلاج من طبيب معين، وتكون حصيلة إصدار الصكوك هي ثمن هذه الخدمة، وتُصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك، ولهم حق التصرف فيها لطرف ثالث (متلقي الخدمة) مقابل ثمن أو أجره يتم الاتفاق عليها.

**7.6.2. صكوك الخدمات التي تستوفى من طرف موصوف في الثمة**

7.6.2.1. يتم إصدارها بغرض شراء خدمة موصوفة في الثمة، دون تحديد شخص مقدم الخدمة، مقابل حصيلة إصدار الصكوك، وتُصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك، ويكون لهم بيع خدمة ذات مواصفات الخدمة التي اشتروها بعد إجازة موصوفة في الثمة موازية، مقابل ثمن أو أجره يتم الاتفاق عليها.

7.6.2.2. تنتقل ملكية هذه الخدمات من مقدمها إلى حملة الصكوك مباشرة بعد بيع أو إجازة، أو يبيعها مالكها قبل أن يستوفى لحملة الصكوك مقابل ثمن أو أجر معين، ويشترط في عقد بيع أو تأجير هذه الخدمات أن يكون مستوفياً أركانه وشروطه الشرعية.

7.6.2.3. يتحمل حملة صكوك الخدمات وحدهم مخاطرها بنسبة ما يملك كلٌ منهم منها، ويستحقون غنمها حسب تشرة وعقود إصدارها، لأنها تمثل ملكية للمنافع.

7.6.2.4. يجوز لبائع الخدمات أن يتعهد بمستقل براءة ما لم يستوف من هذه الخدمات أو للمدة الباقية من الخدمة، وذلك بالثمن العادل أو بسعر السوق، أو بما يتراضى عليه العاقدان، أو بقيمتها الاسمية. كما يجوز لحملة الصكوك التعهد بمستقل ببيع ما لم يستوف من هذه الخدمات أو للمدة الباقية منها لبائع الخدمة بالثمن المشار إليه أعلاه.

7.6.2.5. يجوز تداول صكوك الخدمات المعينة قبل بيع الخدمة أو استيفائها أو للمدة الباقية منها دون ما تم بيعه أو انتهت منته، لأنها تمثل ملكية كاملة لهذه الخدمات، وتنتقل المدة أو الباقي منها إلى مشتري هذه الصكوك، ويكون له غنمها وعليه غرمها. أما صكوك الخدمات الموصوفة في الثمة، فيطبق عليها ما سبق.

7.6.2.6. إذا بيعت أو استوفيت بعض الخدمات التي تمثلها الصكوك دون البعض الآخر، فيجب أن يراعى في تداول الصكوك نسبة ما تم بيعه إلى ما لم يبع منها. بحيث لا يكون ثمن البيع للمدة الباقية هو كامل القيمة الاسمية، لما يؤدي إليه ذلك من صورية المعاملة.

7.6.2.7. يكون لحملة صكوك المنافع حق التصرف فيما لم يستوف منها أو للمدة الباقية، ولا يجوز فرض قيود عليهم في هذا التصرف.

7.6.2.8. يجوز لحملة صكوك الخدمات التعهد بمستقل ببيعة أو بيع أو تأجير ما لم يستوف من هذه الخدمات لبائعها، ويتصّب البيع على الخدمات التي لم يتم استيفائها أو على المدة الباقية من هذه الخدمة، وذلك بالثمن الذي يحدده التعهد المشار إليه في الفقرة (4). ولا يجوز بيع هذه الخدمات إذا كانت قد استوفيت أو بيعت للغير، لأن ملك محل عقد البيع شرط في صحته، ولأن الصكوك تمثل في هذه الحالة ثمن أو أجره الخدمة، وهي دين في ثمة الغير.

7.6.2.9. يجوز لبائع الخدمة لمدّة معينة أن يتعهد بمستقل براءة ما بقي من هذه المدة، ويحدد ثمن البيع في هذا التعهد، شريطة أن يكون الثمن مناسباً لما بقي من المدة، حتى لا يكون البيع صورياً، كأن يُباع المنفعة لمدّة عشر سنوات بألف، ثم تُستردى لسنة واحدة باقية من المنفعة بألف.

## 7.8. صكوك المشاركة في الربح

### 7.8.1. صكوك شركة الملك

- 7.8.1.1 يجوز إصدار صكوك لشراء حصة شائعة في ملكية عين أو منفعة أو مشروع معين، مع بقاء الحصة الباقية على ملك صاحبها الشريك الآخر.
- 7.8.1.2 كل من حملة الصكوك والشريك أجنبي عن الآخر، فلا يتصرف أي منها في حصة الآخر دون إذن منه، وكل منهما يستحق عائد حصته لا يشاركه فيه غيره.
- 7.8.1.3 يجوز تعيين الشريك وكيلًا بالاستثمار، أو وكيلًا بالتصرفات مثل القبض أو الدفع دون أن يكون وكيلًا بالاستثمار، وذلك مقابل أجر معلوم. ويجوز الاتفاق على حافز للوكيل يتمثل فيما زاد من دخل أو عائد الحصة عن حد معين.
- 7.8.1.4 يجوز للشريك في شركة الملك أن يتعهد بشراء حصة شريكه، بما يتم الاتفاق عليه، بما في ذلك القيمة الاسمية للحصة.

### 7.8.2. صكوك شركة العقد

- 7.8.2.1 تصدر صكوك شركة العقد في صيغتين:
- 7.8.2.1.1 إحداهما، ينتسبها مالك أصل أو مشروع معين أو نشاط خاص بصرف النظر عن شكله القانوني، بقصد الحصول على حصة مشاركة نقدية يقدمها حملة الصكوك لتطوير المشروع أو إحلال وتجديد معداته، على أن تكون حصة منتسب هذه الصكوك في المشاركة عينية، تتمثل في صافي قيمة مشروع المعين أو نشاطه الخاص. ويكون مجموع الحصة النقدية وقيمة الحصة العينية هو رأسمال المشاركة، وتحدد حصة كل من منتسب الصكوك وحاملها في المشاركة بمقدار مساهمته.
- 7.8.2.1.2 الثانية، ينتسبها الراغب في الحصول على حصة مشاركة لاستثمارها مع حصته النقدية في مشروع خاص أو نشاط معين، بحيث يكون مديراً لهذه المشاركة. وقد تتمثل مشاركته في شراء بعض الصكوك المصدرة.
- 7.8.2.2 يمثل الصك حصة شائعة في موجودات المشاركة، ويكون لحامل الصك غنمها وعليه غرمها في حدود حصته في المشاركة.
- 7.8.2.3 لا يجوز لمنسب صكوك المشاركة ولا لمدير الصكوك أن يتعهد لحملة الصكوك بشراء حصصهم في موجودات المشاركة بقيمتها الاسمية. ويجوز بالقيمة التي يتم الاتفاق عليها عند تنفيذ البيع، أو بالقيمة العادلة أو صافي القيمة أو بالتمن الذي تحكم به جهة محايدة.
- 7.8.2.4 صكوك شركة العقد نوعان:
- 7.8.2.4.1 الأول: صكوك مشاركة في مشروع معين أو نشاط خاص قائم في ملكه تتوافر فيه الضوابط الشرعية، يملكه منتسب الصكوك، بقصد استخدام حصيلة الإصدار في توسعة نشاطه أو زيادة رأسماله.
- 7.8.2.4.1.1 تكون حصة حملة الصكوك في المشروع المعين أو النشاط الخاص هي حصيلة إصدار الصكوك، وتكون حصة منتسب الصكوك هي صافي قيمة مشروع أو نشاطه بناء على تقويم جهة متخصصة محايدة، ويشرط أن تتوافر في المشروع أو النشاط الضوابط الشرعية.
- 7.8.2.4.1.2 يجوز تعيين مالك المشروع (منتسب الصكوك) مديراً للمشاركة بعد إدارة مستقل عن عقد المشاركة مقابل أجر معين. كما يجوز لممثل حملة الصكوك أن يكون هو مديراً للمشروع مقابل هذا الأجر. ويجوز اشتراك كل من ممثل حملة الصكوك والشريك المصدر في الإدارة أو الاتفاق على تعيين طرف ثالث يتولى هذه الإدارة. وفي هذه الحالة يمكن أن يقوم المدير بالإدارة بصفته مضارباً مقابل حصة من الربح، أو بصفته وكيلًا بالاستثمار مقابل أجر معين، وقد يضاف إليه حافز يتمثل في نسبة من الربح المتحقق،
- 7.8.2.4.1.3 يتحمل كل من حملة الصكوك ومنتسب الصكوك (شريكهم) حصته في الخسارة بنسبة حصته في المشروع المعين أو النشاط الخاص محل المشاركة، ويتم توزيع الربح بينهما حسب الاتفاق.
- 7.8.2.4.1.4 يجوز للشريك التعهد بمسئول مستقل بشراء حصة حملة الصكوك في المشروع، بالتمن الذي يراضى عليه الطرفان عند تنفيذ البيع، أو بالقيمة السوقية، أو العادلة، أو صافي القيمة دون القيمة الاسمية.
- 7.8.2.4.1.5 ويجوز أن يتعهد مدير الصكوك بشراء موجوداتها بالقيمة الاسمية في حالة تحديه على موجودات المشاركة أو تقريطه في المحافظة عليها، أو مخالفتها لعقودها ونشره

## مخار سوق دبي المالي

### الإصدار وتملك وتداول الصكوك

- إصدارها ويجوز التعهد بالشراء بالقيمة الاسمية مما ليس مديراً للصكوك.
- 7.8.2.4.1.6 في كل الأحوال، بعد مدير المشروع أميناً على موجودات المشاركة لا يضمن إلا بالتعدي أو التقريط أو مخالفة شروط العقد، وإذا ادعى هاتك هذه الموجودات أو تلفها أو خسارتها، طوبى بالإتيان. ومحل الإتيان هو وقوع الهلاك أو التلف أو الخسارة، وأن ذلك كان بسبب لا يد له فيه، ولا قدرة له على توقيعه أو تلافي آثاره.
- 7.8.2.4.2 **التلقي:** صكوك مشاركة في تمويل مشروع معين أو نشاط خاص ينشأ بحصيلة إصدار الصكوك، ويكون المصدر شريكاً في حدود ما يكتتب فيه من صكوك.
- 7.8.2.4.2.1 تمثل هذه الصكوك حصة سائعة في ملكية المشروع، ويستحق حامل صكوك المشاركة حصة في الربح والخسارة بنسبة ما يحمله من صكوك.
- 7.8.2.4.2.2 يطبق في تعيين المدير ووعد الشريك بشراء حصة حاملي الصكوك في حالة الإخلال، وفي نهاية مدة الصكوك ما يطبق على النوع الأول (صكوك المشاركة في مشروع قائم).
- 7.8.2.5 يجوز أن يدخل منتسب الصكوك مع حملة الصكوك في مشاركة شرعية برأس مال محدد، وتحمل الخسائر حسب تلك النسبة، وتوزع الأرباح حسب الاتفاق.
- 7.8.2.6 الشريك المدير أمين على موجودات المشاركة، فلا يضمن هاتك هذه الموجودات أو تلفها أو خسارتها إلا إذا تعدى عليها أو فرط في حفظها، أو خالف شروط العقد. وعند الاختلاف بين حملة الصكوك والشريك المدير في التعدي، يقع على الشريك المدير عبء إثبات وقوع الهلاك أو التلف أو الخسارة بسبب لا يد له فيه ولا قدرة له على دفعه أو توقيه أو تلافي آثاره. وإلا كان ضامناً للموجودات والربح المتحقق.
- 7.8.2.7 صكوك الوكالة بالاستثمار: تصدر على أساس عقد الوكالة بالاستثمار، وتستخدم حصيلة إصدارها في دفع رأس مال الوكالة بالاستثمار إلى الوكيل لاستثماره بأجرة معلومة، ويمثل الصك حصة سائعة في ملكية موجودات الوكالة، وتشمل الأعيان والمنافع والديون والتقود والحقوق المالية الأخرى، وفي ثمنها بعد بيعها، ويستحق مالكو صكوك الوكالة عائد استثمار موجوداتها ويتحملون مخاطر هذا الاستثمار، بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك، ويستحق الوكيل أجراً معلوماً مضموناً على ملكي الصكوك، وقد يستحق مع الأجر حافزاً هو كل أو بعض ما زاد من العائد عن حد معين، وتحدد نشرة لكتتاب هذه الصكوك والعقود الشرعية الملحقة بها شروط وأحكام عقد الوكالة في الاستثمار وأجر الوكيل.

## 7.9 صكوك التمويل

### 7.9.1 صكوك السلم

- 7.9.1.1 يمثل الصك حصة سائعة في حصيلة الإصدار وهي رأس مال السلم، تم في سلعة السلم بعد ثرائها وهي دين سلعي في ذمة بائعها، ولحاميل صك السلم غنم هذه السلعة وعليه غرمها بنسبة ما يملكه من صكوك.
- 7.9.1.2 يجوز استرداد صكوك السلم قبل قبض سلعة السلم إذا لم تكن طعاماً بما لا يزيد عن قيمتها الاسمية. ويجوز تداولها بسعر السوق عند الملكية.

### 7.9.2 صكوك المرابحة والبيع بثمن أجل

- 7.9.2.1 يمثل الصك حصة سائعة في ملكية حصيلة الإصدار، وهي ثمن شراء بضاعة المرابحة، تم في بضاعة المرابحة بعد ثرائها، وقبل بيعها للواعد بثرائها، تم في ثمنها، وهو دين في ذمة مشتريها. ولحاميل صك المرابحة غنم هذه البضاعة وعليه غرمها بنسبة ما يملكه من صكوك.
- 7.9.2.2 لا يجوز تداول صكوك المرابحة بعد بيع بضاعة المرابحة للواعد بثرائها إلا بالقيمة الاسمية وبنمناً حل، لأنها تمثل ديناً في ذمة المشتري في هذه الحالة.
- 7.9.2.3 لا يجوز تداول صكوك المرابحة أو صكوك البيع بثمن أجل بمقابل نقدي أقل أو أكثر من قيمتها الاسمية، ولكن يجوز تداولها بمقابل سلعي.

### 7.9.3 صكوك الاستصناع

- 7.9.3.1 يمثل الصك حصة سائعة في حصيلة إصدارها تم في مواد التصنيع والسلعة المصنعة منها، تم في ثمنها بعد بيعها لمشتريها استصناعاً، ولحاميل الصك غنم سلعة الاستصناع وعليه غرمها، بنسبة ما يملكه من صكوك ويجوز أيضاً إصدار صكوك مقابل اصول تم التعاقد على ثرائها استصناعاً ويكون مصدرها قد تعاقد مع طرف آخر لبيعها له من خلال عقد استصناع مواز.
- 7.9.3.2 لا يجوز تداول صكوك الاستصناع بعد تسليم سلعة الاستصناع لمشتريها، إلا بالقيمة الاسمية، وبنمناً حل.
- 7.9.3.3 يجوز استرداد صكوك الاستصناع بأقل من القيمة الاسمية دون شرط سابق، وذلك لأن الصك يمثل

في هذه الحالة تبنا في ذمة المشتري.

#### 7.9.4 صكوك المحافظ المالية

7.9.4.1 يجوز إصدار صكوك تستخدم حصيلاتها في شراء محفظة مالية ذات شخصية اعتبارية وذمة مالية

مستقلة، تشمل الأعيان والمنافع والنقود والديون والحقوق المالية، بشرطين:

7.9.4.1.1 ألا تزيد نسبة النقود أو الديون أو هما معا عن 90% من جملة هذه الموجودات،

7.9.4.1.2 ألا يكون القصد من إنشاء هذه المحفظة هو الاحتيال على بيع الديون أو النقود دون التقيد

بالشروط الشرعية لبيعها، فإن قُلت الأعيان والمنافع وحقوق الانتفاع الشخصي والحقوق المالية

الأخرى عن 10% لم يجز شراء المحفظة إلا بشروط شراء الديون أو النقود أو هما معا.

## ملحق رقم (2)

### 8. التعريفات

#### 8.1 أحكام الشريعة الإسلامية

الأحكام المستنبطة من القرآن والسنة والمصادر الأخرى المستمدة منهما.

#### 8.2 الصكوك

جمع (صك) وهو لغة شهادة أو وثيقة أو سند<sup>4</sup> وتعرف الصكوك اصطلاحاً بأنها شهادات أو وثائق (أوراق مالية) إسمية أو لحاملها، متساوية القيمة، تمثل ملكية شائعة في أصول: أعيان أو منافع أو ديون أو نقود أو خدمات أو حقوق مالية، أو خليط من بعضها أو كلها، بشروط معينة (موجودات الصكوك)، عند إصدارها أو بعد استخدام حصيلتها بالاكتمال فيها،

والصكوك خصائص تميزها عن السندات

- 8.2.1. قابلة للتداول، ما لم تمثل نقداً أو ديناً محضاً.
- 8.2.2. لا تمثل ديناً لحاملها في ذمة مصدرها عند إصدارها،
- 8.2.3. يعتمد إصدارها على عقد من العقود الشرعية، وتقتل نشرة إصدارها وعقودها حقوق والتزامات أطرافها، وتتميز بأنها:
- 8.2.4. هي وثائق إسمية أو لحاملها، تصدر بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكيها في ملكية ما تمثله من موجودات إسمية أو لحاملها.
- 8.2.5. يشترك حاملها في أرباح الموجودات التي تمثّلها وفي نتائج التصفية بنسبة ما يملكه من صكوك، ويتحمل الخسائر إن وجدت بنسبة ما يملكه، طبقاً لقاعدة "الغنم بالغرم".
- 8.2.6. إن قابليتها للاسترداد والتداول تخضع لشروط تداول ما تمثله من موجودات.
- 8.2.7. تصدر لمدد محددة تسترد أو تطفأ بعدها أو في أثنائها، أو تصدر لمدد غير محددة.

#### 8.3 السندات (المقارنة)

- 8.3.1. جمع سند ويعني شهادة أو وثيقة (ورقة مالية) تمثل ديناً لحامل السند بفائدة مضمونة في ذمة مصدره (المدين)، فالسند يمثل حقاً لحامل السند (المقرض) في مبلغ محدد من النقود مضمونة في ذمة مصدر السند (المقرض) يدفع في أجل معين،
- 8.3.2. لا يعد بالتسميات، وإنما بحقيقة الأوراق المالية وطبيعتها، فإطلاق "شهادات الاستثمار" مثلاً على السندات لا يغير من حرمة امتلاكها وتداولها. كما إن إطلاق "السندات الإسلامية" على الصكوك التي تتوافر فيها الشروط الشرعية لا يجرمها، وإن كانت التسمية غير دقيقة من الناحية الاقتصادية.

#### 8.4 لجنة الصكوك الشرعية

هي اللجنة الشرعية التي يعتمدها مصدر الصكوك وتشرف من الناحية الشرعية على إصدار الصكوك واستخدام حصيلتها.

#### 8.5 هيئة الأوراق المالية

الهيئة الحكومية التي تشرف على إصدارات الصكوك في أي دولة.

#### 8.6 مدير الصكوك

المضارب أو الشريك المدير أو وكيل الاستثمار.

#### 8.7 نشرة الإصدار

وثيقة المعلومات التي تتضمن جميع بيانات وشروط ومواصفات وأحكام إصدار الصكوك واستردادها.

#### 8.8 موجودات الصكوك

هي حصيلة إصدار الصكوك وما تتحول إليه من أموال، وتشمل الأعيان والمنافع والخدمات والنقود والديون وغيرها من الحقوق

<sup>4</sup>استقيت منها كلمة (check) باللغة الإنجليزية، وكلمة (cheque) باللغة الفرنسية، وأشابهها في اللغات الأخرى.

## المالية.

**8.9. عقد الإصدار الشرعي**  
العقد الشرعي الذي تصدر على أسسه الصكوك.

**8.10. تداول الصكوك**  
بيع الصكوك لغير منتسبها بالتمن الذي يتراضى عليه البائع والمشتري<sup>5</sup>. ويخضع هذا التداول لأحكام وشروط تداول الموجودات التي تملكها الصكوك، على النحو الذي تنظمه نشرة الإصدار.

**8.11. الاسترداد**  
بيع الصكوك لمنتسبها، ويخضع هذا الاسترداد لأحكام وشروط شراء المنتسب لموجودات الصكوك، على النحو الذي تنظمه نشرة الإصدار.

**8.12. السوق**  
سوق الأوراق المالية والسلع المرخص في الدولة.

**8.13. ضمان تغطية الاكتتاب**  
هو تعهد جهة بالاكتتاب في مالم يكتب فيه من الصكوك بالقيمة التي يحددها التعهد، وهذا التعهد يلزم المتعهد وحده دون منتسب الصكوك.

**8.14. المنتسب للصكوك**  
الجهة الممولة التي تستفيد من حسيبة الاكتتاب في الصكوك، مثل المشتري مرابحة أو استصناعا، والبائع سلما، وبائع الأعيان والمنافع والخدمات، والمضارب والشريك ووكيل الاستثمار، ومالك الأرض والشجر.

**8.15. المصدر**  
تصدر الصكوك من قبل جهة مؤهلة للإصدار مقابل تلقي حسيبة الإصدار، وقد تصدرها شركة ذات غرض خاص تتمتع بشخصية اعتبارية ونمة مالية مستقلة عن منتسبها ومالك أسهمها، وتعمل أمينا لحملة الصكوك في الاحتفاظ بملكية موجودات الصكوك ووكيل عنهم في استخدام حصيلتها فيما صدرت الصكوك من أجله.

**8.16. مالكو الصكوك ( حملة الصكوك )**  
المكتسبون في الصكوك والمشترون لها الذين يملكون موجوداتها ويستحقون غنمها ويتحملون غرمها، كلٌ بنسبة ما يملكه من صكوك، مثل البائع مرابحة أو استصناعا، والمشتري سلما، والمشتري للأعيان القليلة للتأجير والمنافع والخدمات، ورب المال في المضاربة والمشاركة والوكالة بالاستثمار.

**8.17. جمعية حملة الصكوك**  
جمعية يكون غرضها حماية المصالح المشتركة لأعضائها، ويكون لها ممثل قانوني يتم اختياره وعزله، يباشر ما تقتضيه حماية المصالح المشتركة لحملة الصكوك، سواء في مواجهة الشركة ذات الغرض الخاص أو الغير أو أمام القضاء، وذلك في حدود ما تتخذه الجمعية من قرارات في اجتماع صحيح لها، وفقاً لما تنص عليه نشرة الإصدار.

**8.18. المقصورة**  
المكان المعتمد لتداول الصكوك.

<sup>5</sup> العينة شراء عين بنقد ثم بيعها ليانها الأول بنقد مؤجل أكثر منه مقابل الأجل، أو شراء عين بنقد مؤجل ثم بيعها ليانها الأول بنقد حال أقل منه.

## الملحق رقم (2-5): إعلان سوق دبي المالي عن توافقه مع الشريعة الإسلامية.

نظرة عامة على سوق دبي المالي

٢

### لمحة عامة عن سوق دبي المالي

لجح سوق دبي المالي سريعاً في الوصول إلى مكانة رائدة على المستوى الإقليمي، وقد عززت الجهود الإستراتيجية المتوالية للسوق عبر نشر أفضل الممارسات العالمية مكانة دبي كمركز للتميز على المستوى الإقليمي، ورسخت وضعيتها الرائدة في قطاع أسواق المال من خلال الحرص على تبني أفضل الممارسات بما يلبي الاحتياجات المتزايدة للمستثمرين المحليين والعالميين.

يعمل سوق دبي المالي كسوق ثلوي لتداول الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة، والسندات التي تصدرها الحكومة الاتحادية، أو أي من الحكومات المحلية والهيئات والمؤسسات العامة في الدولة وكذلك الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار المحلية، أو أية أدوات مالية أخرى محلية أو غير محلية يقبلها السوق.

#### أول سوق مالي في الإمارات العربية المتحدة

تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم ١٤ لعام ٢٠٠٧، وبدأ السوق نشاطه في ٢٦ مارس ٢٠٠٧، وفي ٢٧ ديسمبر ٢٠٠٥ قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي إلى شركة مساهمة عامة برأسمال قدره ٨ مليارات درهم مقسمة إلى ٨ مليارات سهم، وتم طرح نسبة ٤٠% من رأسمال السوق، أي ما يعادل ١,٦ مليار سهم للاكتتاب العام، وقد شهد الاكتتاب العام إقبالا كبيرا ومتميزاً فاق كل التوقعات حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب ٢,١ مليار درهم، وفي ٧ مارس ٢٠٠٧ تم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق برمز تداول (DFM).

#### أول سوق مالي يطرح للاكتتاب العام إقليمياً

يعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط، الأمر الذي يعكس زيادة حكومة دبي في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في المنطقة.

#### أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية

كما أن سوق دبي المالي متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها، وهو ما يعبر عن الرؤية الطموحة لصاحب السمو الشيخ محمد بن راشد آل مكتوم نائب رئيس الدولة، رئيس مجلس الوزراء، حاكم دبي.

التحليل التعريفي للمستثمرين