

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

République Algérienne Démocratique et Populaire

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

Université Mohamed Khidher- Biskra  
Faculté des Sciences Economiques , Et  
Sciences Commerciales et des Sciences  
des Gestion  
Département des Sciences Economiques



جامعة محمد خيضر بسكرة  
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية  
وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية  
الموضوع:

## نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال

### تجربة ماليزيا أنموذجاً

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وتمويل

إشراف الأستاذ الدكتور:

داودي الطيب

من إعداد الطالبة:

نصبة مسعودة

### لجنة المناقشة:

رايس حدة.....أستاذ محاضر أ- رئيساً - جامعة بسكرة  
داودي الطيب.....أستاذ التعليم العالي - مقررأ - جامعة بسكرة  
حساني رقية.....أستاذ محاضر أ- ممتحنأ - جامعة بسكرة  
قطاف ليلي.....أستاذ محاضر أ- ممتحنأ - جامعة سطيف  
عايشي كمال.....أستاذ محاضر أ- ممتحنأ - جامعة باتنة  
بن الطاهر حسين.....أستاذ محاضر أ- ممتحنأ - جامعة خنشلة

السنة الجامعية: 2012-2013

## ملخص البحث باللغة العربية:

لقد سعى البعض إلى اتهام الإسلام بالسلبية وعدم مواكبة الحضارة وتحلّفه عن ركب التطور الذي حصل في جميع مجالات الحياة، وخصوصاً في الجانب الاقتصادي، معتبرين الاقتصاد الإسلامي نظرياً ضعيف الصلة بالواقع ومستجداته المعاصرة، فنشأت المعاملات الحديثة بعيدة عن التقدير الشرعي لها، وظهرت أسواق غير منضبطة بالمعايير الشرعية، ومن تلك الأسواق سوق رأس المال الذي يمثل الجزء الأكبر من ثروات البلاد، فالجزء الأكبر من موارد البلاد يتجه إلى سوق رأس المال باعتباره الوعاء الذي عن طريقه يتم تصريف هذه الموارد، فإذا لم تكن أدوات وعقود ومعاملات هذه السوق خاضعة لنظم وضوابط شرعية، فإنها قد تتحول إلى مسرح للعبث بثروات المسلمين ومجالاً للتكسب الحرام.

وحيث يعتبر سوق رأس المال الإسلامي فرصة هامة جداً لكل مستثمر مسلم، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره، وزيادة عائداته من خلال محفظته المالية، واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحاً ومشروعية، كما يمثل سوق رأس المال الإسلامي محطة هامة لإعادة تنقية الأموال الحلال وتمويل المشروعات البناءة والناجحة، مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة إنتاج الطيبات في المجتمع.

إن فاعلية ونشاط سوق رأس المال الإسلامي من شأنه أن يضفي تغيرات نوعية ملحوظة، إذ يمكن من خلاله فتح أبواباً وأبعاداً تنافس فيها الأسواق المالية العالمية بل وتزيد من فاعليتها مع ما تضيفه خصائص منتجاته المالية والنقدية الإسلامية من تأثير إيجابي على استقرار الأسواق المالية العالمية وزيادة شموليتها وفاعلية أدوارها في تنمية الاقتصاديات العالمية ورفاهية المجتمعات الإنسانية.

من هذا المنطلق يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية لهذا البحث في السؤال الرئيسي التالي:

**هل لسوق رأس المال الإسلامي القدرة على توفير الآليات والأدوات المالية المعاصرة في إطار المعاملات الشرعية، بما يجعل منه نموذجاً بديلاً للتحقق، من شأنه المساهمة في تعزيز تنافسيته بين الأسواق المالية الدولية؟**

بغية حل الإشكال المطروح وإثبات صحة الفرضيات من عدمها والتوصل إلى نتائج معينة، تم اعتماد خطة توزعت فيها المادة العلمية للبحث على ستة فصول.

تتوالى **الفصل الأول منها والمعنون ب: الركائز الشرعية لقيام سوق رأس المال الإسلامي**، تم التطرق فيه إلى موقع سوق رأس المال على خريطة النشاط الاقتصادي من منظور الاقتصاد التقليدي، بالتطرق لماهية السوق المالية، ثم أنواع الأسواق المالية، وفي الشق الثاني مقومات سوق رأس المال الإسلامي، بتوضيح الحاجة إلى قيام سوق رأس مال إسلامي والرقابة الشرعية عليه، بالإضافة إلى سوق رأس المال الإسلامي من خلال الركائز الشرعية لقيامه، ثم صناعة الهندسة المالية الإسلامية لتطوير سوق رأس المال الإسلامي، وكذا واقع الصناعة المالية الإسلامية.

**أما الفصل الثاني والمعنون ب: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي،** تم التركيز في على إصدار وتداول الأسهم (أدوات الملكية) في سوق رأس المال الإسلامي من خلال دراسة الأسهم من منظور الاقتصاد التقليدي، ثم إصدار الأسهم والاكتتاب فيها من منظور الاقتصاد الإسلامي، ثم تداول الأسهم من منظور الاقتصاد الإسلامي، وفي الشق الثاني من هذا الفصل تم التطرق إلى إصدار وتداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي، من خلال السندات من منظور الاقتصاد التقليدي، ثم مفهوم الصكوك الاستثمارية الإسلامية وأنواعها، ثم ضوابط ومخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية، ثم تطور حجم الصكوك الإسلامية ودور التصكيك الإسلامي في تطوير سوق رأس المال الإسلامي.

**أما الفصل الثالث والمعنون ب: عقود المعاملات الحديثة في سوق رأس المال الإسلامي،** فقد ركز على العقود المستقبلية من منظور الاقتصاد الإسلامي، من خلال العقود المستقبلية والعقود الآجلة في سوق رأس المال التقليدي ثم التقدير الشرعي للعقود المستقبلية والدور التحوطي للعقود المستقبلية بعد تطويرها بما يتفق والشريعة الإسلامية، ثم عقود الاختيار وعقود المبادلات من منظور الاقتصاد الإسلامي، وذلك بدراسة عقود الخيارات في سوق رأس المال التقليدي، ثم التقدير الشرعي لعقود الخيارات والدور التحوطي لها بعد تطويرها بما يتفق والشريعة الإسلامية، ثم عقود المبادلات في سوق رأس المال التقليدي، وأخيرا المؤشرات في سوق رأس المال الإسلامي، من خلال مفهوم المؤشرات وأنواعها، ثم إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية كبديل لمؤشرات السوق العالمية التقليدية.

**أما الفصل الرابع والمعنون ب: إجراءات التعامل وشرعية المعاملات في سوق رأس المال الإسلامي،** تم التطرق فيه إلى إجراءات التعامل في سوق رأس المال الإسلامي، من خلال الوساطة المالية في سوق رأس المال الإسلامي، وأمر البيع والشراء في سوق رأس المال الإسلامي، تسعير الأوراق المالية في سوق رأس المال الإسلامي، ثم المعاملات العاجلة في سوق رأس المال الإسلامي، من خلال تعريف المعاملات العاجلة وأغراض المتعاملين بها، أنواع المعاملات العاجلة وتوصيفها الشرعي، ثم المعاملات الآجلة في سوق رأس المال الإسلامي، من خلال التعريف بالمعاملات الآجلة وأغراض المتعاملين بها وتوصيفها الشرعي، أنواع المعاملات الآجلة وتوصيفها الشرعي.

**أما الفصل الخامس والمعنون ب: مدخل لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا والرقابة الشرعية عليه،** حيث تضمن نظرة على اقتصاد ماليزيا وسوق رأس المال فيها، بالتعريف بدولة ماليزيا واقتصادها ثم سوق رأس المال في ماليزيا والجهات الرقابية فيه، ثم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا والرقابة الشرعية عليه، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في إطاره العام، ثم الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

**أما الفصل السادس والأخير والمعنون ب: واقع سوق سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا،** تم التطرق فيه إلى الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وهما نوعان أدوات الملكية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، والصكوك الاستثمارية الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا،

ثم المشتقات والمعاملات ممثلة في خدمات الوساطة والبيع القصير ثم المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

أخيرا وبعد دراسة مختلف جوانب البحث تم التوصل إلى جملة من النتائج ومجموعة من التوصيات تضمنتها خاتمة البحث.

## *Résumé :*

Certains ont cherché à accuser l'islam de négativité et de ne pas suivre le rythme de la civilisation, ainsi que d'être en retard par rapport aux développements qui ont eu lieu dans tous les domaines de la vie, surtout dans le côté économique, tout en considérant l'économie islamique théoriquement ayant un lien faible avec la réalité et ses nouveautés contemporaines. Ce qui a donné naissance à des transactions récentes qui échappent à l'appréciation de la Chariaa, et l'émergence des marchés non gouvernés par les normes rigoureuses de la Chariaa. Parmi ces marchés ceux des capitaux qui représentent une grande partie importante à la richesse du pays. La plus grande partie des ressources du pays se dirigent vers le marché des capitaux qui est considéré comme un réceptacle dans lequel s'effectue la gestion de ces ressources. Si les outils, les contrats et les transactions de ce marché ne sont pas soumis aux règles et aux normes de la Chariaa il peut se transformer à une scène à l'abus des ressources des musulmans et de faire des avoirs prohibés.

D'où le marché des capitaux islamiques est une occasion très importante à tout investisseur musulman ; qui lui permet de réduire ses pertes et ses risques, d'augmenter les revenus de son portefeuille et de choisir les outils, les plus puissants, les plus efficaces et conformes à la Chariaa. En plus le marché des capitaux islamiques représente une station importante pour purifier les fonds approuvés et de financer des projets pleins d'utilité et de bénéfices. Ce qui augmente le taux de croissance économique à travers la production élevée des biens dans la communauté.

Le caractère efficace et actif du marché des capitaux islamiques pourrait conférer des changements qualitatifs remarquables qui permettraient de concurrencer d'autres marchés à l'échelle internationale et même d'accroître l'efficacité grâce aux caractéristiques de ses produits islamiques, financiers et monétaires qui ont un impact positif sur la stabilité des marchés financiers internationaux et d'accroître l'exhaustivité et l'efficacité de leurs rôles dans le développement des économies mondiales et le bien-être des sociétés humaines.

De ce point, la problématique principale de cette recherche peut être formulée sous la question clé suivante: Est-ce le marché des capitaux islamiques est en mesure de fournir des mécanismes et des outils financiers contemporains dans le cadre des transactions conformes à la Chariaa, ce qui en fait un modèle alternatif serait face à la concurrence des marchés financiers internationaux? Afin de résoudre la confusion qui survient et de valider des

hypothèses ou non, et d'atteindre certains résultats, on a adopté un plan de recherche où la matière scientifique est répartie en six chapitres.

Le premier chapitre intitulé, intitulée **les bases de la Chariaa pour un marché islamique des capitaux**, aborde l'emplacement du marché des capitaux sur la carte de l'activité économique dans la perspective de l'économie traditionnelle, et en plus l'entité du marché des capitaux et ses différents types ; et dans le deuxième volet les critères du marché islamique des capitaux en mettant l'accent sur la nécessité d'un marché islamique des capitaux et le contrôle suivant la Chariaa. En outre un marché islamique des capitaux sur une base de Chariaa, puis la création d'un génie financier islamique pour le développement du marché islamique des capitaux, ainsi que la réalité de l'industrie financière islamique.

Dans le deuxième chapitre intitulé: **les instruments financiers utilisés dans le marché islamique des capitaux**, l'accent a été mis sur l'émission et la cotation des actions (instruments de capitaux propres) sur le marché de la capitale islamique à travers l'étude de l'équité dans la perspective de l'économie traditionnelle, puis l'émission d'actions et de leur offrir du point de vue de l'économie islamique, puis les opérations sur actions dans la perspective de l'économie islamique, et dans le deuxième volet de ce chapitre on a abordé l'émission et la cotation des Sukuk islamiques d'investissements dans le marché islamique des capitaux, à travers la titrisation selon la perspective de l'économie traditionnelle ; et le concept de Sukuk d'investissement islamiques et ses types, et puis le contrôle et les risques des Sukuk islamiques d'investissement, ainsi que la progression de la taille des Sukuk islamiques d'investissement et le rôle de la titrisation islamique dans le développement du marché islamique des capitaux.

Tandis que le troisième chapitre intitulé: **contrats de transactions modernes dans le marché islamique des capitaux**, est axées autour des contrats de futures en perspective de l'économie islamique, à travers les contrats de futures et les forwards dans le marché traditionnel des capitaux puis l'évaluation selon la Chariaa des contrats des futures et leur rôle de précaution après le développement des contrats des futures en conformité avec la Chariaa, puis les contrats d'options et des swaps dans la perspective de l'économie islamique, en étudiant les contrats d'options dans le marché traditionnel des capitaux et l'évaluation selon la Chariaa des contrats d'options et leur rôle de précaution après le développement de ces contrats en conformité avec la Chariaa, rôle de précaution pour le développement des contrats d'options, en conformité avec la Chariaa, puis les swaps dans le

marché traditionnel des capitaux, et enfin les indices du marché islamiques des capitaux , à travers la définition des indices et leur importance et leur types et l'émission des indices d'actions islamiques comme alternative aux indices du marché traditionnel international.

Le quatrième chapitre, intitulé : **procédures d'usage et la conformité avec la Chariaa des transactions dans le marché islamique des capitaux** , a abordé les procédures d'usages dans le marché islamique des capitaux, à travers des intermédiaires financiers dans le marché islamique des capitaux , et les ordres d'achat et de vente dans le marché islamique des capitaux acheter , et la mise des aux titres dans le marché islamique des capitaux , puis les transactions d'urgence dans le marché islamique des capitaux, à travers la définition des opérations d'urgence et leur raisons d'usage , les types de transactions urgentes et la caractérisation selon la Chariaa, ensuite les transactions de forwards dans le marché islamique des capitaux en définissant ces transactions et leur raison d'usage , leur types et leur caractérisation selon la Chariaa.

Le cinquième chapitre, intitulé : **Introduction au Marché Islamique des Capitaux et le contrôle de la conformité à la Chariaa en Malaisie**, contient une vision sur l'économie de la Malaisie et le marché des capitaux dans ce pays, en définissant l'état de la Malaisie , de son économie et son marché des capitaux ,et ses institutions de contrôle puis le marché islamique des capitaux en Malaisie le contrôle de la Chariaa et les autorités de réglementation, le marché des capitaux islamiques en Malaisie et de la Chariaa et le marché islamique des capitaux en Malaisie dans un cadre général et le contrôle de conformité à la Chariaa du marché islamique des capitaux en Malaisie.

Alors que le sixième et dernier chapitre intitulé : **la réalité du marché islamique des capitaux en Malaisie**, a abordé les instruments financier utilisés dans le marché islamique des capitaux en Malaisie qui sont deux types les instruments de propriété utilisé dans le marché islamique en Malaisie et les Sukuk islamiques d'investissement utilisés dans le marché islamique des capitaux en Malaisie ,ensuite les produits dérivés et les transactions comme les lesservices d'intermédiaires et la vente à court terme et les indices de la Chariaa dans le marché islamique des capitaux en Malaisie.

Enfin, après avoir étudié les divers aspects de la recherche a consisté à atteindre un certain nombre de résultats et un ensemble de recommandations contenues dans la conclusion de la recherche.

## ***ABSTRACT :***

Some have sought some to accuse Islam of negativity and not keep pace with civilization and failure behind the development which took place in all areas of life, especially in the economic side, considering the economy of the Islamic theoretically weak link with reality and Mostagdath contemporary, giving rise to the transactions of modern far from the appreciation of Forensic her, and emerged markets undisciplined standards legitimacy, and those markets of the capital market, which represents the bulk of the country's wealth, greater part of the resources of the country is heading to the capital market as a vessel which through him is the conduct of these resources, if were not tools, contracts and transactions of this market is subject to the systems and controls legitimacy, they may turn into a theater of the absurd wealth of Muslims and gain room for man's land.

And where the market is the capital of the Islamic very important opportunity for each investor, a Muslim, since they can reduce the losses and risks, and increase revenues through its portfolio of finance, the choice of instruments the strongest and the most successful and legitimacy, as a market capital of the Islamic important station for re-purification of funds for project financing constructive and successful , which leads to increase the rate of economic growth through increased production of good things in the community.

The effectiveness and market activity Islamic Capital would confer qualitative changes markedly, with which you can open doors and dimensions compete in the global financial markets and even increase the effectiveness with Tdfah characteristics of products, financial and monetary Islamic positive impact on the stability of global financial markets and increase the comprehensiveness and effectiveness of their roles in the development of global economies and welfare of human societies.

From this point the main problem can be formulated for this research in the following key question: Is the Islamic capital market is able to provide mechanisms and tools of financial transactions for the legitimacy of contemporary, making it an alternative model would face the competition posed by the international financial markets?

In order to resolve the confusion arises and validate hypotheses or not and to reach certain results, the adoption of the plan were distributed to the scientific research article on the five chapters. Chapter deals with the first of which, entitled B: Introduction to Capital Market Islamic, touched it to the location of the capital market on the map of economic activity from the perspective of traditional economics, in addition to market Islamic Capital through the



pillars of legitimacy to his, then the engineering industry Islamic finance for the development of capital market Islamic finance, as well as the reality of the Islamic financial industry.

The second chapter, entitled to: financial instruments traded in the market for Islamic Capital, emphasis was placed on the issuance and trading of shares (equity instruments) in the market for Islamic Capital through the study of equity from the perspective of traditional economics, then the issuance of shares and offering them from the perspective of Islamic Economics, then stock trading from the perspective of Islamic economics, and in the second part of this chapter is to address the issue and trading of bonds (debt instruments) in the market for Islamic Capital, through bonds from the perspective of traditional economics, then the concept of Sukuk Islamic investment types, and then controls and risk instruments, investment Islamic, then the size of the development of Islamic Sukuk and Islamic securitization role in the development of Islamic capital market.

The third chapter, entitled to: contracts and transactions in modern market Islamic Capital, focused on futures from the perspective of Islamic economy, then the role of the precautionary for the development of futures contracts in conformity with Islamic law, then decades of selection and swaps from the perspective of Islamic economics, as well as decades of choice, precautionary role for the development of options contracts in conformity with Islamic law, swaps, and finally the indicators in the Islamic capital market, through the definition of the index and its importance, the types of indicators and characterization legitimate.

The fourth chapter, entitled to: procedures for the handling and the legitimacy of transactions in the market for Islamic Capital, touched it to the procedures for dealing in the market for Islamic Capital, through financial intermediaries in the market for Islamic capital, buy and sell orders in the market for Islamic capital, pricing of securities in the market for Islamic Capital, then transactions urgent in the market for Islamic Capital, through the definition of transactions urgent and the purposes of dealing with, the types of transactions urgent and characterization of the legitimate, then the futures market in Islamic Capital, through the definition of transactions, futures and the purposes of dealing with and describing the legal, types of futures and characterization of the legitimate.

The fifth chapter, entitled to: Islamic Capital Market in Malaysia, as an input the Malaysian capital market, the definition of the state of Malaysia and its economy, then the capital market in Malaysia and the regulatory authorities, the Islamic capital market in Malaysia and Shariah it.

The sixth and final chapter entitled: The reality of the market the Islamic capital market in Malaysia, touched it to the financial instruments traded in the Islamic capital market in Malaysia, and two types of equity instruments traded in the Islamic capital market in Malaysia, the islamic investment instruments traded in the islamic capital market in malaysia, then derivatives transactions represented in brokerage services and short sales then indicators legitimacy in the islamic capital market in malaysia.

Finally, after studying the various aspects of the research has been to reach a number of results and a set of recommendations contained in the conclusion of the research.

## المصطلحات الهامة في البحث:

1. سوق رأس المال الإسلامي: سوق لا تتعامل بأدوات الدين، وإنما تشجع وتحفز على تداول أدوات الملكية بشكل واسع وتستحدث من الصيغ الاستثمارية، كل ما يخدم عملية التبادل الحقيقي والشرعي للسلع والخدمات.
2. الهندسة المالية تعني: التصميم والتطوير والتنفيذ لأدوات وآليات مالية مبتكرة، والصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل.
3. الهندسة المالية الإسلامية تعني: " مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل، وكل ذلك في إطار موجّهات الشرع الحنيف ".
4. شركة المساهمة: هي الشركة التي ينقسم رأس مالها إلى أسهم متساوية القيمة، وقابلة للتداول ولا يسأل الشركاء فيها إلا بقدر أسهمهم، ولا تعنون باسم أحد الشركاء.
5. الأسهم: صكوك متساوية القيمة، وقابلة للتداول بالطرق التجارية، والتي يتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها، وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة.
6. السند: هو تعهد مكتوب بدفع مبلغ معين في تاريخ معين في المستقبل بالإضافة إلى فائدة على القيمة الاسمية تدفع دورياً على أساس معدل فائدة معين.
7. الصكوك الاستثمارية الإسلامية: وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.
8. التصكيك: من أبرز أنواع التمويل المهيكل، حيث يتم من خلال التمويل المهيكل توزيع مخاطر التمويل على عدة أطراف من خلال استحداث شركة أو عدة شركات ترتبط فيما بينها ومع غيرها بمجموعة من الاتفاقيات.
9. التحوط: مصطلح يستخدم للدلالة على تجميع المخاطر وتقليصها، وقد عرف عموماً بأنه الوفاء والاحتماء من المخاطر.
10. المشتقات المالية: هي نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو السلع، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبلات، وعقود المبادلات، وعقود الخيارات، وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة.
11. المستقبلات: عقد يلتزم الطرفين المتعاقدين على تسليم أو استلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية بسعر متفق عليه في تاريخ محدد.

12. **الاختيارات:** اتفاق للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد، ولكن فقط إذا رغب مشتري العقد في حدوث هذا التعامل.
13. **المبادلات:** هي أحد العقود المصنفة ضمن عقود المشتقات المالية، يتم التعامل بها في الأسواق غير المنظمة، ولهذا لا تخضع لشروط نمطية محددة، كما هو الحال في العقود المتداولة في الأسواق المنظمة.
14. **المؤشرات:** المؤشر عبارة عن رقم قياسي يقيس التطورات السعرية الحاصلة في التعاملات العاجلة والآجلة في أسواق رأس المال.
15. **الوساطة المالية:** عمل يتضمن التقريب بين طرفين بقصد الربح ووظيفتها هي تخفيض تكلفة التبادل أو التعامل بين الوحدات الاقتصادية وما يترتب عن ذلك من تشجيع العمل والإنتاج والتجارة.
16. **أوامر البيع والشراء:** يراد بها في اصطلاح المتعاملين في الأسواق المالية: الطلب الصادر من شخص أو جهة ما إلى الوسيط، ببيع أو شراء أوراق مالية معينة.
17. **المعاملات العاجلة:** وهي المعاملات التي يتم فيها تسليم الأوراق المالية المباعة، وتسليم ثمنها بعد تنفيذ العقد مباشرة، أو خلال مدة قصيرة.
18. **العمليات الآجلة:** عمليات تنعقد في الحال، ولكن يتراخى تنفيذها لتاريخ تال، هو ما يعرف بيوم التصفية.

# المقدمة العامة

بسم الله، والحمد لله، والصلاة والسلام على أشرف خلق الله محمد بن عبد الله و على آله وصحبه ومن والاه.

### تمهيد:

المال عصب الحياة وضرورة من ضرورياتها، وقد أولاه الإسلام عناية فائقة، فقرر أنه زينة الحياة الدنيا وقدمه على الأولاد، اعترافاً بدوره في الحياة، وتنويهاً بأهميته، فقال تعالى ﴿الْمَالُ وَالْبَنُونَ زِينَةُ الْحَيَاةِ الدُّنْيَا﴾ [الكهف/46]، وحيث أن الإسلام قد حث على حفظ المال وتنميته واستثماره بأفضل وأكفأ الوسائل والأساليب المشروعة، ومن أجل ذلك فقد وضع العديد من الضوابط الشرعية التي تكفل حسن إدارة المال كسباً وتقليكاً وإنتاجاً وتنميةً واستهلاكاً، ومن ذلك مشروعية البيع والتجارة وحرمة الربا والاكتناز والاحتكار وكافة أشكال المقامرات والمراهنات التي تتضمن أكل أموال الناس بالباطل، ولم يكتفِ بذلك وإنما جعل السعي لكسبه والعمل على تنميته واجب لاستقرار الحياة وهناء العيش، حيث يقول الله تعالى: ﴿فَامْشُوا فِي مَنَاقِبِهَا وَكُلُوا مِن رِّزْقِهِ وَإِلَيْهِ النُّشُورُ﴾ [الملك 15].

انطلاقاً مما تقدم، وفي ظل تنامي الشعور الديني من قبل المسلمين بضرورة توفر منتجات تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية ولا تتعامل بالربا، يعتبر سوق رأس المال الإسلامي فرصة هامة جداً لكل مستثمر وخاصة المسلمين منهم، حيث يتمكن من خلاله تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته لما يتميز به من مرونة، وذلك من خلال تنوع محفظته المالية واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحاً ومشروعية، كما يمثل سوق رأس المال الإسلامي 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 سوق رأس المال الإسلامي بما يمكن أن يتضمنه من أدوات مالية بعد تطويرها بما يتفق والشريعة الإسلامية، يمكن أن يسهم في تطوير نوعية العمل المصرفي الإسلامي بما يؤدي إلى زيادة الكفاءة والعدالة، وبالتالي زيادة معدلات النمو والرفاهية.

### أولاً: إشكالية البحث

لقد سعى البعض إلى اتهام الإسلام بالسلبية وعدم مواكبة الحضارة وتخلفه عن ركب التطور الذي حصل في جميع مجالات الحياة، وخصوصاً في الجانب الاقتصادي، معتبرين الاقتصاد الإسلامي نظرياً ضعيف الصلة بالواقع ومستجداته المعاصرة، فنشأت المعاملات الحديثة بعيدة عن التقدير الشرعي لها، وظهرت أسواق غير منضبطة بالمعايير الشرعية، ومن تلك الأسواق سوق رأس المال الذي يمثل الجزء الأكبر من ثروات البلاد، فالجزء الأكبر من موارد البلاد يتجه إلى سوق رأس المال باعتباره الوعاء الذي عن طريقه يتم تصريف هذه الموارد، فإذا لم

تكن أدوات وعقود ومعاملات هذه السوق خاضعة لنظم وضوابط شرعية، فإنها قد تتحول إلى مسرح للعبث بشروات المسلمين ومجالاً للتكسب الحرام.

إن تفعيل وتنشيط سوق رأس المال الإسلامي من شأنه أن يضيفي تغيرات نوعية ملحوظة، إذ يمكن من خلاله فتح أبواباً وأبعادا تنافس فيها الأسواق المالية العالمية بل وتزيد من فاعليتها مع ما يمكن أن تضيفه خصائص منتجاته المالية والنقدية الإسلامية من تأثير إيجابي على استقرار الأسواق المالية العالمية وزيادة شموليتها وفاعلية أدوارها في تنمية الاقتصاديات العالمية ورفاهية المجتمعات الإنسانية.

من هذا المنطلق يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية لهذا البحث في السؤال الرئيسي التالي:

هل لسوق رأس المال الإسلامي القدرة على توفير الآليات والأدوات المالية المعاصرة في إطار المعاملات الشرعية، بما يجعل منه نموذجا بديلا للتحقق، من شأنه المساهمة في تعزيز تنافسيته بين الأسواق المالية الدولية ؟

وفي هذا الإطار يمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية والتي ستمحور حولها هذه الدراسة:

- 1- إلى أي مدى يختلف تنظيم سوق رأس المال الإسلامي عن تنظيم سوق رأس المال التقليدي؟
- 2- هل يمكن اعتبار جميع الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال التقليدي مشروعة ؟ علما أن بعضها يمثل حقوق ملكية، والبعض الآخر يعبر عن مديونية ؟
- 3- ما هي أهم العقود التي يجري التعامل بها في سوق رأس المال الإسلامي؟ وهل يمكن اعتماد نفس إجراءات التعامل السائدة في سوق رأس المال التقليدي، ضمن إطار سوق رأس مال إسلامي من بيع، شراء ووساطة ؟ أم أن بعضا منها بحاجة إلى تطوير وفقا للضوابط الشرعية؟
- 4- لقد سعت بعض الدول الإسلامية إلى إنشاء سوق رأس مال إسلامي، وحاولت ضبط أدواته ومعاملاته المالية، ليتسنى لجمهور المتعاملين المسلمين التعامل بهذه السوق بدلاً من حرمانهم من فوائدها ومميزاتها، فيتمكن أصحاب الأموال السائلة بالتالي من الاستثمار في تلك الأسواق دون الوقوع في الربا (أخذاً أو عطاءً)، فهل يوجد فرق بين نظرية عمل سوق رأس المال الإسلامي، وبين ما هو معمول به على أرض الواقع في هذه السوق؟

## ثانيا: فرضيات البحث

كمحاولة لتجسيد تصور معين للإجابة على التساؤلات السابقة، تصاغ الفرضيات التالية، والتي سيتم اختبارها في هذا البحث:

- 1- يختلف تنظيم سوق رأس المال الإسلامي عن تنظيم سوق رأس المال التقليدي اختلافا كبيرا في جوانب متنوعة.
- 2- تتنوع الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال التقليدي بين أدوات مقبولة شرعا، وأخرى بحاجة إلى تطوير بما يتفق والضوابط الشرعية، بالإضافة إلى استحداث أدوات مالية جديدة.
- 3- إن عقود وإجراءات التعامل في سوق رأس المال التقليدي بحاجة إلى إعادة ترتيب وتطوير، من أجل ضمان حقوق ومصالح المتعاملين بقواعد مشروعة.
- 4- يوجد اختلاف بين نظرية عمل سوق رأس المال الإسلامي والتطبيق الفعلي للنظرية على أرض الواقع، يعزى إلى عدم الالتزام بالمعايير والضوابط الشرعية التي تنظم عمل تلك الأسواق، إضافة إلى الاختلافات الفقهية بين المذاهب في تقييم مدى شرعية بعض المعاملات التي تتم في سوق رأس المال الإسلامي بين مبيح لها حسب حججه، وبين محرم لتلك المعاملات.

## ثالثا: أسباب اختيار موضوع البحث

تكمن مبررات اختيار موضوع: "نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال تجرية ماليزيا نموذجا" في النقاط التالية:

- 1- الرغبة في مواصلة البحث في الدراسات الاقتصادية والمالية الإسلامية.
- 2- وجوب تعدد البحوث وتنوعها في مختلف المجالات التي يشملها الاقتصاد الإسلامي، حتى لا تقتصر هذه الأبحاث على مجال معين، وقد أولى الاقتصاد الإسلامي عناية لهذا المجال من البحث.
- 3- حداثة موضوع سوق رأس المال الإسلامي وأهميته ما جعل البحث في هذا الموضوع حيويا ومثيرا لاهتمامنا.
- 4- دراسة بعض جوانب موضوع سوق رأس المال الإسلامي والمتعلق بمجال الاختصاص لإثراء وتنمية القدرة المعرفية للباحث.



## رابعاً: أهمية البحث

## 1- أهمية البحث بالنسبة للباحث:

- أ- تتجسد أهمية الدراسة بمحاولة المساهمة في إيجاد أرضية أكاديمية لسوق رأس مال إسلامي لا يغلب عليه العشوائية في التعامل مع وجود ضوابط وآليات وقواعد العمل المالي ضمن الضوابط والمعايير الشرعية، بالشكل الذي يخفف من مخاطر الاستثمار وزيادة البدائل الاستثمارية المتاحة، مما يترتب عليه إبراز الحاجة إلى التوظيف الأمثل للأموال، وفتح فرص وآفاق أوسع أمام البنوك الإسلامية والمؤسسات المالية الإسلامية.
- ب- محاولة التعرف على واقع الدول التي خاضت هذه التجربة، ومحاولة الاستفادة من خبراتها وتجنب الوقوع في أخطائها، والمساهمة في إثراء ما توصلت إليه.

## 2- أهمية البحث بالنسبة للمجتمع:

- أ- يمكن لهذا البحث أن يساهم في تطوير وتفعيل دور سوق رأس المال الإسلامي من خلال ما يقوم به في الحياة الاقتصادية من حماية للأموال والثروات الإسلامية واستثمارها وتنميتها والمحافظة على استقرار النظام المالي والاقتصادي للأمة الإسلامية، مما يساهم في تطوير سوق رأس مال تتقيد بالضوابط الشرعية، ثم الاستفادة من نتائجه عند نجاحه عالمياً.
- ب- يمكن أن يساهم هذا البحث في توضيح الرؤية حول المعاملات الشرعية التي تمارس في أسواق رأس المال، التي لا يحيط بأصولها وأساليبها شبهة الربا.

## 3- جدوى البحث بالنسبة لحقل المعارف الاقتصادية:

- أ- تفعيل القدرات والمعارف العلمية والفكرية في الدراسات الاقتصادية الإسلامية عامة والأسواق المالية الإسلامية خاصة من أجل تأصيل التجربة الإسلامية في إطار عمل الأسواق العالمية.
- ب- المساهمة في رفع الاتهام عن الأبحاث الاقتصادية الإسلامية بأنها متخلفة عن ركب الحضارة ومنعزلة عن الحياة الواقعية، وأنها غير قادرة على مواجهة تحديات العصر، وإثبات أن الفكر الإسلامي أدواته الخاصة به وفق رؤيته الشرعية.

## خامساً: أهداف البحث

يسعى البحث في موضوع "نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال تجربة ماليزيا نموذجاً" بلوغ الأهداف التالية:

- 1- المساهمة في التعريف بالمعايير والضوابط الشرعية التي تشكل إطار عمل سوق رأس المال الإسلامي، وبيان الصيغ الشرعية التي تكتمل بها سوق رأس المال الإسلامي في مسائل الأسهم والصكوك والعقود والمعاملات ثم تحليلها ونقدها من منظور إسلامي، مما يشجع المؤسسات المالية على دفع مدخراتها واستثمارها بشكل مشروع.
- 2- المساهمة في تطوير سوق رأس المال الإسلامي بما يجعل منه نموذج قادر على توفير البديل الإسلامي للمعاملات المالية الربوية السائدة في مجتمعاتنا الإسلامية.
- 3- تقييم تجربة ماليزيا في إقامة سوق رأس مال إسلامي من خلال الواقع العملي لهذه السوق مع إبراز أوجه الاختلاف بينها وبين نظرية سوق رأس المال الإسلامي، ومدى إمكانية الاستفادة من خبراتها.

## سادسا: منهجية البحث

### 1- منهج البحث:

سوف يجمع هذا البحث بطبيعته بين المنهج الوصفي التحليلي والمنهج الاستنباطي، حيث تقوم منهجية بناء نموذج سوق رأس المال الإسلامي على إستراتيجية متعددة المحاور، فهي تستفيد من تجربة عمل أسواق رأس المال العالمية التقليدية في كل جوانبها، باعتبارها رصيذا حضاريا إنسانيا مشتركا، وذلك من خلال تحديد العناصر التي لا يقوم سوق رأس المال إلا بها، من خلال وصف سوق رأس المال التقليدي، وما يجري فيه من معاملات وعمليات وما يعتمد عليه من أدوات ثم تحليل تلك الأدوات والعمليات والمعاملات في ضوء المنظور الإسلامي ونقدها، وبيان ما يوافق الشرع منها، ومن ثم السعي لبناء صيغه إسلامية بديلة لها، كلما كانت هذه العناصر تخالف أحكام الشريعة الإسلامية، وهذا من أجل تعميق الوعي بالأدوات والمعاملات المالية الشرعية، وذلك يستدعي تطوير الأوراق والمعاملات المالية المحرمة شرعا، واقتراح البدائل لها، واستحداث عناصر أخرى تقع كلها في دائرة الحلال.

وفي سبيل التوصل إلى ذلك، تهتم هذه الدراسة بالرجوع إلى المصادر والمراجع الأساسية في الاقتصاد الإسلامي وخاصة المتعلقة منها بسوق رأس المال الإسلامي، وكذلك الرجوع إلى الدراسات والأبحاث الحديثة حول الموضوع.

وعند اختيار سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ليكون عينة الدراسة ونموذج حالة دراسية للمقارنة بين النظرية والتطبيق الفعلي، تم الحصول على جميع البيانات والمعلومات اللازمة عن تلك الأسواق ذات العلاقة بموضوع البحث من خلال زيارة مواقعها الإلكترونية على شبكة الانترنت، بالإضافة إلى متابعة العديد من المنتقيات والأبحاث ذات الصلة بالموضوع.

## 2- مجتمع الدراسة:

لقد ركزت الدراسة في جانبها التطبيقي على سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، باعتبارها الحالة الأولى والرائدة في مجال سوق رأس المال الإسلامي، والقائمة فعليا على أرض الواقع، والتي تعمل وفق أحكام وقواعد الشريعة الإسلامية الغراء إلى حد ما، مقارنة بالتجارب الدولية الأخرى المتواضعة كتجربتي السودان والبحرين.

## سابعاً: الدراسات السابقة حول الموضوع

إن سوق رأس المال الإسلامي موضوع حديث النشأة نظريا وعمليا مقارنة ببعض المواضيع الأخرى، حيث أن كثير من الأدوات والمعاملات التي تجري في إطارها تعتبر من المستحدثات، لكن لا يمكن القول بأن الدراسات التي تطرقت إليه قليلة وإنما كانت مختلفة باختلاف الزوايا التي تم التركيز عليها، وهي في معظمها عبارة عن مقالات في مجلات اقتصادية إسلامية أو أوراق عمل لندوات أو مداخلات في مؤتمرات دولية تتمحور في الغالب على المنتجات المالية الإسلامية أو المؤسسات المالية الإسلامية، أما الدراسات المتعمقة في شكل كتب أو رسائل فقد تركزت في معظمها على سوق الأوراق المالية الإسلامية أكثر من سوق رأس المال الإسلامي الأشمل بطبيعة الحال.

وحسب اطلاع الباحثة في حدود الإمكانيات المتاحة فإن أهم الدراسات التي تناولت هذا الموضوع ما يلي:

## 1- دراسة سمير رضوان، 1996 بعنوان: "أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية":

تناولت الدراسة دور 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 فيه، 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 الأوراق المالية الإسلامية، ولا تبرز وجه الاختلاف بين النظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية والتطبيق التجريبي لتلك النظرية.

## 2- دراسة محمد صبري هارون بعنوان: أحكام الأسواق المالية: - الأسهم والسندات - ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي:

تناولت الدراسة الأسواق المالية المعاصرة في الشريعة الإسلامية، ببيان مفهومها، ونشأتها، وأنواعها وخواصها، ومبرراتها، وأهميتها للاقتصاد القومي وللأفراد والمؤسسات، ودورها في التنمية الاقتصادية من منظور إسلامي للتنمية، وتجربة البحرين في مجال شركات الأوراق المالية الإسلامية، وتجربة دار المال الإسلامي. ثم ركزت الدراسة على الضوابط الشرعية التي يجب أن تنضبط بها الأسواق المالية، وصنفتها إلى نصفين ضوابط عامة، وأخرى في مجال التداول، وكذلك ضوابط التعامل بالأسهم والسندات، وما يتعلق بها من ضوابط الاستثمار، والربح والتعامل بالأسهم، كما تناولت الدراسة رقابة الدولة للأسواق المالية. وتعرضت لأنواع البورصات، ولأدوات المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية " الأسهم والسندات " وما يتعلق بها من أحكام، مثل: ما يتعلق بها من حيث العقود المستحدثة، من أنواع العمليات العاجلة والآجلة، مع التركيز في الحكم عليها على أغراض المتعاملين بها، وأثر النية في صحة العقود، ثم عن حكم زكاة الأسهم والسندات وما يتعلق بها، وتناولت أيضاً أنواع الأدوات المالية وسبل إمكانات تطويرها، واختتمت بعدة نتائج أغلبها عن ملخص للأحكام الفقهية التي احتوتها الدراسة، وفي الحقيقة قد أغفلت هذه الدراسة الأدوات المالية السالمة والمشتقات المالية الأخرى كالخيارات والمستقبليات والعقود الآجلة وأسواق البضائع والعملات والمؤشرات وغيرها وكان التركيز فقط على الأسهم والسندات دون سواها.

## 3- دراسة شعبان محمد إسلام البرواري بعنوان: بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية، 2002:

هدفت الدراسة إلى التعرف على طبيعة العمل في بورصة الأوراق المالية من خلال بيان معناها ووظائفها ودورها الاقتصادي، وتحليلها من ناحية هيكلها الإداري وسير العمل فيها، والأوراق المالية المتداولة فيها (الأسهم والسندات)، والعمليات التي تجري فيها، وذلك بدراستها وتحليلها ونقدها من منظور إسلامي لتنمية المعاملات التي تتم وفقاً لأحكام شرع الله وبيان ما يمكن تعديله ليوافق شرع الله وما لا يمكن تعديله لإلغائه، وبذلك سيتضح معالم بورصة أوراق مالية إسلامية تعمل في خدمة التمويل والاستثمار، وخرجت الدراسة بجملة نتائج، منها أن البورصة أداة فعالة للتنمية من خلال الوظائف التي تقوم بها في مجال الاقتصاد الكلي والجزئي، وهي بهيكلها الإداري من لجان وعاملين وبلوائتها وقواعدها ونظمها تدخل في دائرة الإباحة الشرعية، فلا يوجد مانع من الأخذ بها، وأن إصدار الأسهم وتداولها بالبيع والشراء جائز شرعاً إذا لم تكن الجهة المصدرة لها مما يحرم التعامل معها كشركات إنتاج الخمور والبنوك الربوية.

#### 4- دراسة الدكتور مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان وهو بحث بعنوان: أحكام التعامل في الأسواق المالية:

وفيها إشارات إلى الحاجة لمعرفة التكييف الشرعي لأنواع المعاملات الحارية في الأسواق المالية، وقد تناول الباحث إجراءات التعامل في الأسواق المالية المعاصرة وتوصيفها الشرعي، وفيها أعضاء السوق (السماسة) و أوامر الشراء والبيع، إضافة إلى تطرقه إلى عقود المعاملات في الأسواق المالية المعاصرة وتوصيفها الشرعي، وتناول فيها: المعاملات العاجلة والآجلة، عقود المستقبلات، المبادلات والخيارات، وقد جاء كل هذا من أجل الاطلاع على نظم و إجراءات التعامل في سوق رأس المال الإسلامي.

#### 5- دراسة سحاسورياني صفر الدين جعفر، 2006 بعنوان "سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته":

تعرضت هذه الدراسة لإمكانيات سوق رأس المال الإسلامي في الصناعة المالية الإسلامية في ماليزيا وتطوير الأدوات المالية الإسلامية، كما تحدثت الدراسة عن هيئة الأوراق المالية الماليزية لاسيما اللجنة الاستثمارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية ودورها في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وركزت الدراسة على الأدوات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الماليزي، ومدى توافقها مع أحكام الشريعة الإسلامية، وناقشت الدراسة تأسيس وحدة سوق رأس المال الإسلامي في هيئة الأوراق المالية الماليزية ودورها في تنفيذ الدراسة المنظمة نحو الأدوات المالية الإسلامية، ودورها في تطوير النظام المالي الإسلامي في ماليزيا، وتطرقت الدراسة إلى بيان الدور الرقابي الشرعي في معاملات وأنشطة السوق، كما حاولت إبراز محاور الاختلاف بين سوق رأس المال الإسلامي والسوق التقليدي في ماليزيا، وبالرغم من أن هذه الدراسة بينت دور الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي إلا أنها لم تتطرق إلى دورها بشكل تفصيلي تجاه الأدوات المالية الإسلامية، ولم تفصل مدى شرعية وتوافق الأدوات المالية الإسلامية أو التقليدية المتداولة في السوق مع أحكام الشريعة الإسلامية الغراء، وعلى الرغم من أن هذه تعد دراسة تطبيقية إلا أنها لم تبرز محور الاختلاف بين ما تبنته النظرية الإسلامية لأسواق الأوراق المالية بين الواقع التجريبي لتلك النظرية.

#### 6- دراسة نورليامت سعيد جعفر، 2006 بعنوان: "سوق المشتقات الماليزية تقدير اقتصادي وشرعي":

ركزت الدراسة على مناقشة نظرية سوق المشتقات بشكل عام، وتنحصر المناقشة على عقود المستقبلات، وعقود الخيارات بالإشارة على وجه الخصوص إلى تجربة بورصة المشتقات الماليزية، وبيان التكليف الفقهي لمعاملاتها ودورها في تطوير الأسواق المالية، وتطرقت إلى بيان مفهوم سوق المشتقات الماليزية وتاريخ نشأتها وأهميتها في الحياة الاقتصادية، وركزت على دراسة وتحليل الواقع الفعلي للعمليات في بورصة المشتقات الماليزية وبيان الأحكام

الشرعية في عقود المستقبلية وعقود الخيارات والتكليف الفقهي لها ومدى توافقها مع الشرعية، ولكن لم يكن التركيز فيها على دور الرقابة الشرعية في هذا السوق على العقود المتداولة أو العمليات الجارية في السوق، كما لم تتطرق لجميع الأدوات المالية المتداولة في البورصة الماليزية وانحصرت الدراسة على سوق المشتقات.

## 7- دراسة بن الضيف محمد عدنان، 2007 بعنوان: "الاستثمار في سوق الأوراق المالية-دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية-":

ركزت الدراسة على الاستثمار من منظوره الوضعي والإسلامي بالتركيز على دوافعه وضوابطه الشرعية ثم التفصيل في عقود الاستثمار الشرعية حيث تم تصنيفها إلى عقود المشاركة وعقود البيع وعقود أخرى، ثم تناول الباحث سوق الأوراق المالية من المنظور الإسلامي، حيث تم التعريف بهذه السوق أولاً من المنظور الوضعي، ثم تحديد الركائز الشرعية لقيام سوق مالية إسلامية، ثم التطرق لنظم التعامل وأحكام العمليات في سوق الأوراق المالية الإسلامية من خلال الإشارة إلى إجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية وأحكام العمليات العاجلة والآجلة، وما يلاحظ على هذه الدراسة أن التركيز كان على أدوات الاستثمار التقليدية من أسهم وسندات في سوق الأوراق المالية الإسلامية أكثر من المعاملات والأدوات الاستثمارية الحديثة، ثم إسقاط هذه الدراسة النظرية على سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا.

### التعليق على الدراسات السابقة:

يلاحظ من عرض الدراسات والأبحاث السابقة وكذلك أغلب المراجع والمصادر التي استطاع الباحث الحصول عليها حول هذا الموضوع أن معظمها متقارب في الإطار النظري والفكرة العامة، وأن هذه الدراسات هي دراسات سوق الأوراق المالية الإسلامية من ناحية نظرية، حيث تعرض التصور أو الرؤية المستقبلية التي ينبغي أن تكون عليها تجربة سوق الأوراق المالية الإسلامية، ولم تناقش طبيعة الاختلاف بين نظرية العمل في سوق الأوراق المالية والإسلامية بخصوصيتها وشموليتها، وبرصد معالمها وواقعها بدقة وتفصيل، على الرغم من أن كثير من الدراسات قد تحدثت عن سوق الأوراق المالية الإسلامية دون سوق رأس المال الإسلامي، إلا أن معظمها لم تركز على الجانب العملي التطبيقي، عدا الرسائل العلمية.

### الإضافة التي تقدمها هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

لا يمكن اعتبار هذه الدراسة سوى عملاً مكملًا للجهود السابقة في نفس المجال ومتميزاً من حيث سعي هذه الدراسة إلى وضع تصور متكامل نظري وواقعي لتجربة سوق رأس المال الإسلامي، متخذاً من التجربة الماليزية النموذج الواقعي لبيان أهم معالم الاختلاف بين النظرية والتطبيق الفعلي لسوق رأس المال الإسلامي، مع محاولة الابتعاد عن مناقشة المسائل الفقهية، الأمر الذي يقتضي من الباحث مراجعة المصادر والمراجع الاقتصادية

الإسلامية الحديثة، ومن ثم دراسة وتحليل تلك الآراء بعد جمعها وتبويبها وتصنيفها، وذلك من أجل تعزيز ثقة المستثمر المسلم في تلك الأسواق، الأمر الذي يجعلها تخوض في مجال المنافسة الكاملة في الأسواق المالية العالمية بكفاءة وفاعلية.

### ثامنا: صعوبات البحث

لقد اعترض إعداد هذا البحث جملة من الصعوبات يمكن ذكر أهمها:

- 1- على الرغم من تنوع الأبحاث في الاقتصاد الإسلامي بصفة عامة في الوقت الحالي مقارنة بالسنوات الماضية، إلا أن قلة المواضيع المتخصصة الدقيقة في موضوع الأطروحة شكلت عائقا اعترض سبيل إعداد هذا البحث، والأمر الأكثر إعاقة هو صعوبة الحصول على للتوفر منها، خاصة داخل الوطن حيث تكاد تكون شبه منعدمة، وقد تم الحصول على معظم المراجع من خارج الوطن بطرق مختلفة وهو ما استغرق الوقت الأكبر.
- 2- إن الاقتصاد الإسلامي عموما وسوق رأس المال الإسلامي خاصة يعتبر مجال جديد يتطلب خلفية نظرية لا تركز عليها برامج التكوين في تخصص العلوم الاقتصادية في الجامعة الجزائرية.

### تاسعًا: خطة وهيكل البحث

بغية حل الإشكال المطروح وإثبات صحة الفرضيات من عدمها والتوصل إلى نتائج معينة، تم اعتماد خطة توزعت فيها المادة العلمية للبحث على ستة فصول.

تناول الفصل الأول منها والمعنون ب: الركائز الشرعية لقيام سوق رأس المال الإسلامي، تم التطرق فيه إلى موقع سوق رأس المال على خريطة النشاط الاقتصادي من منظور الاقتصاد التقليدي، بالتطرق لماهية السوق المالية، ثم أنواع الأسواق المالية، وفي الشق الثاني مقومات سوق رأس المال الإسلامي، بتوضيح الحاجة إلى قيام سوق رأس مال إسلامي والرقابة الشرعية عليه، بالإضافة إلى سوق رأس المال الإسلامي من خلال الركائز الشرعية لقيامه، ثم صناعة الهندسة المالية الإسلامية لتطوير سوق رأس المال الإسلامي، وكذا واقع الصناعة المالية الإسلامية.

أما الفصل الثاني والمعنون ب: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي، تم التركيز في على إصدار وتداول الأسهم (أدوات الملكية) في سوق رأس المال الإسلامي من خلال دراسة الأسهم من منظور الاقتصاد التقليدي، ثم إصدار الأسهم والاكتتاب فيها من منظور الاقتصاد الإسلامي، ثم تداول الأسهم من منظور الاقتصاد الإسلامي، وفي الشق الثاني من هذا الفصل تم التطرق إلى إصدار وتداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي، من خلال السندات من منظور الاقتصاد التقليدي، ثم مفهوم الصكوك الاستثمارية الإسلامية وأنواعها، ثم ضوابط ومخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية، ثم تطور حجم الصكوك الإسلامية ودور التصكيك الإسلامي في تطوير سوق رأس المال الإسلامي.

أما الفصل الثالث والمعنون ب: عقود المعاملات الحديثة في سوق رأس المال الإسلامي، فقد ركز على العقود المستقبلية من منظور الاقتصاد الإسلامي، من خلال العقود المستقبلية والعقود الآجلة في سوق رأس المال التقليدي ثم التقدير الشرعي للعقود المستقبلية والدور التحوطي للعقود المستقبلية بعد تطويرها بما يتفق والشريعة الإسلامية، ثم عقود الاختيار وعقود المبادلات من منظور الاقتصاد الإسلامي، وذلك بدراسة عقود الخيارات في سوق رأس المال التقليدي، ثم التقدير الشرعي لعقود الخيارات والدور التحوطي لها بعد تطويرها بما يتفق والشريعة الإسلامية، ثم عقود المبادلات في سوق رأس المال التقليدي، وأخيرا المؤشرات في سوق رأس المال الإسلامي، من خلال مفهوم المؤشرات وأنواعها، ثم إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية كبديل لمؤشرات السوق العالمية التقليدية.

أما الفصل الرابع والمعنون ب: إجراءات التعامل وشرعية المعاملات في سوق رأس المال الإسلامي، تم التطرق فيه إلى إجراءات التعامل في سوق رأس المال الإسلامي، من خلال الوساطة المالية في سوق رأس المال الإسلامي، أوامر البيع والشراء في سوق رأس المال الإسلامي، تسعير الأوراق المالية في سوق رأس المال الإسلامي، ثم المعاملات العاجلة في سوق رأس المال الإسلامي، من خلال تعريف المعاملات العاجلة وأغراض المتعاملين بها، أنواع المعاملات العاجلة وتوصيفها الشرعي، ثم المعاملات الآجلة في سوق رأس المال الإسلامي، من خلال التعريف بالمعاملات الآجلة وأغراض المتعاملين بها وتوصيفها الشرعي، أنواع المعاملات الآجلة وتوصيفها الشرعي.

أما الفصل الخامس والمعنون ب: مدخل لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا والرقابة الشرعية عليه، حيث تضمن نظرة على اقتصاد ماليزيا وسوق رأس المال فيها، بالتعريف بدولة ماليزيا واقتصادها ثم سوق رأس المال في ماليزيا والجهات الرقابية فيه، ثم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا والرقابة الشرعية عليه، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في إطاره العام، ثم الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

أما الفصل السادس والأخير والمعنون ب: واقع سوق سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، تم التطرق فيه إلى الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وهما نوعان أدوات الملكية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، والصكوك الاستثمارية الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، ثم المشتقات والمعاملات ممثلة في خدمات الوساطة والبيع القصير ثم المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

أخيرا وبعد دراسة مختلف جوانب البحث تم التوصل إلى جملة من النتائج ومجموعة من التوصيات تضمنتها خاتمة البحث.



# الفصل الأول

الركائز الشرعية لقيام سوق رأس المال الإسلامي

**تمهيد:**

نظراً للدور الكبير الذي يضطلع به سوق رأس المال في المجال الاقتصادي ، وبما أن الإسلام قد حث على حفظ المال وتنميته واستثماره بأفضل وأكفأ الوسائل والأساليب المشروعة، وقياساً عليه بات من الضروري إقامة سوق رأس مال إسلامي، لتحقيق مصالح المسلمين الاقتصادية المتوافقة مع شريعتهم، ويختلف هذا السوق اختلافاً كبيراً عن سوق رأس المال التقليدي في جوانب عديدة، كما زاد الاهتمام بالهندسة المالية الإسلامية وما تتضمنه من تصميم وتطوير وتنفيذ أدوات مالية مبتكرة، وإيجاد حلول إبداعية لمشاكل التمويل بطرق شرعية وهو ما يمثل تطوراً وازدهاراً لسوق رأس المال الإسلامي والمؤسسات المالية الإسلامية.

ورغبة منّا في تسليط الضوء على سوق رأس المال الإسلامي وأهم مقوماته كمدخل، بعد أخذ فكرة عن سوق رأس المال التقليدي، تم تقسيم الفصل الأول إلى مبحثين هما على التوالي:

المبحث الأول: موقع سوق رأس المال على خريطة النشاط الاقتصادي من منظور الاقتصاد التقليدي.

المبحث الثاني: مقومات سوق رأس المال الإسلامي.

## المبحث الأول: موقع سوق رأس المال على خريطة النشاط الاقتصادي من منظور الاقتصاد التقليدي

قبل التطرق إلى سوق رأس المال الإسلامي سيتم توضيح بعض الأمور التي تساعد في فهم حقيقة وطبيعة سوق رأس المال، وتحديد موقعه على خريطة النشاط الاقتصادي من منظور الاقتصاد التقليدي، علما أن المقصود من ذلك هو إعطاء صورة واقعية لسوق رأس المال بصرف النظر عن شرعية هذه السوق والأدوات المتداولة فيها.

### المطلب الأول: ماهية السوق المالية.

سنتطرق في هذا المطلب إلى نشأة ومفهوم الأسواق المالية، ثم أهميتها ووظائفها، وأخيرا شروط قيام السوق المالية وعملياتها.

### الفرع الأول: نشأة ومفهوم الأسواق المالية.

يعني هذا الفرع بتوضيح نشأة الأسواق المالية وتطورها التاريخي ثم مفهومها.

### أولا: نشأة الأسواق المالية وتطورها التاريخي.

يرجع تاريخ نشأة الأسواق المالية إلى الرومان، الذين كانوا أول من عرف الأسواق المالية في القرن الخامس عشر قبل الميلاد، وكذلك أنشأ اليونانيون متجر المقايضات في أثينا<sup>(1)</sup>، أما البورصات فقد ظهرت في نهاية القرن الثالث عشر ميلادي، حيث بدأت بيوت التجارة والصرافة الإيطالية في الهجرة، وأقاموا مستعمرات في واحدة من أشهر المدن والمراكز التجارية العالمية في ذلك الحين وهي مدينة "بروج" واحتفظت بمركز الصدارة في المال والتجارة ومقرها بلجيكا، حيث أقيمت البورصة فيها سنة 1300 واستمرت إلى سنة 1475، وأقيمت بعد ذلك بورصات في مختلف دول العالم فرنسا، هولندا، الوم وألمانيا... الخ<sup>(2)</sup>.

أما أهم الأسواق المالية التي أنشأت في العالم الإسلامي، فكانت بداياتها في مصر، حيث أنشأت بورصة الإسكندرية عام 1883م، وبورصة القاهرة عام 1890م، ثم سوق بيروت للأوراق المالية عام 1920م، وافتتحت في المغرب بورصة القيم عام 1967م بالدار البيضاء، ثم شهدت الكويت افتتاح بورصة الأوراق المالية عام 1977م، ثم تبعها إنشاء سوق عمان في الأردن عام 1978م، ثم في المملكة العربية السعودية سنة 1984م، ثم في دولة البحرين سنة 1988م، ثم في سلطنة عمان قام سوق مسقط للأوراق المالية عام 1989م، ثم في العراق عام 1993م.<sup>(3)</sup>

(1) - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية. مصر: دار الفكر الإسلامي، 1996، ص 30.

(2) - شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي - دراسة تحليلية نقدية. - مصر: دار الفكر المعاصر، الطبعة الأولى، 2002، ص ص 28، 29.

(3) - عبد الله بن محمد الرزين، سوق المال. السعودية: نشر جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الطبعة الأولى، 1427، ص ص 26، 27.

ولقد مرت نشأة السوق المالية بالعديد من المراحل، يمكن تقسيمها إلى أربعة مراحل وهي:

1- **مرحلة إنشاء سوق مالية للبضائع:** إن التطور والانتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية وما رافق ذلك من هجرة الأيدي العاملة إلى المدن الكبرى، حيث أصبح تموين هذه المدن منظماً بالأغذية والحبوب فأدى هذا إلى وجود سوق عالمي للتجار بالمحاصيل الزراعية، فنشأ فريق جديد من المتعاملين سموا بالمضاربين ليتحملوا خطر تقلبات الأسعار، فساهمت البنوك بمساعدة هؤلاء التجار، فنشأت البورصات في أماكن متعددة للتجار في هذه المحاصيل سميت بورصة البضائع، فقد أنشأت أول سوق للبضاعة في باريس عام 1304م.

2- **مرحلة التعامل بالأوراق المالية:** بدأ في فرنسا في القرن الثالث عشر تداول بعض الأوراق المالية حيث أوجد الملك "فليب الأشقر" مهنة سماسرة الصرف من أجل تنظيم هذا التداول، وفي إنجلترا سنة 1688 كان التعامل يتم في سندات الائتمان، وكذلك في أسهم شركة الهند الشرقية التي تأسست عام 1599.

3- **مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي:** إن التعامل في الأوراق المالية في بدايته كان يجري في سوق البضائع، وبعد أن خرج المتعاملون في الأوراق المالية في سوق البضائع صاروا يبحثون عن مكان لهم، فبدؤوا يجتمعون في المقاهي خاصة في الأيام الممطرة ومن أشهر المقاهي في تلك الفترة هي: مقهى "جوناتان" في لندن وفي أمريكا كانوا يتجهون إلى المقاهي للتعامل بصكوك الدين المصدرة سنة 1790، حيث كان السماسرة يجتمعون في شارع وول ستريت ثم انتقلوا إلى مقهى "نوتتين" وشهدت باريس نفس الظاهرة.

4- **مرحلة استقلال الأسواق المالية بمبانيها وأنظمتها:** لقد شهدت هذه المرحلة تطوراً صناعياً وذلك بنشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية، فبنمو الاقتصاد وتطور الصناعة وزيادة الدخل من ناحية ورواج التعامل في الأوراق المالية من ناحية أخرى، أدى إلى ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة وضرورة تطور نظمها وأساليب التعامل فيها، إلا أن مختلف الأسواق المالية لم تظهر بمكانتها المرموقة في الحياة الاقتصادية إلا منذ أواسط القرن 19، عندما نشطت حركة تقدم العلوم والاختراعات الجديدة فاستقلت بمبانيها ونظمها في وقت مبكر<sup>(1)</sup>، وقد أتاح ذلك التطور والتقدم العظيم انقلاباً اقتصادياً تمثل في<sup>(2)</sup>:

أ- تركز الأموال في المؤسسات المالية والتجارية الضخمة التي تحتاج إلى أموال.

ب- اتساع دائرة التبادل بين شعوب العالم وانسياب المنتجات الصناعية من الدول الاستعمارية إلى أسواق المستعمرات.

ج- نمو الإنتاج الزراعي والصناعي والتعدين نمواً هائلاً رافقه توسع في الاستهلاك لا مثيل له من قبل.

ومن أشهر البورصات العالمية بورصة باريس سنة 1724، وبورصة لندن سنة 1773، وبورصة

طوكيو... الخ.

(1) - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 30.

(2) - حسين بن هاني، الأسواق المالية. عمان: دار الكندي، دون سنة نشر، ص 7.

وبذلك نجد أن الأسواق المالية في الدول المتقدمة تطورت تاريخياً بصورة متزامنة مع التغيرات الاقتصادية والتطورات التكنولوجية وتنامي حجم الإنتاج ووحدة الأعمال الكبيرة بصورة أسرع من الوسائل المتاحة للتمويل الذي تحتاجه الاستثمارات من الثروات الخاصة، وبذلك تزايد عدد الأسواق المالية في العالم ليشمل حتى الدول السائرة في طريق النمو، وظهرت بذلك الأسواق المالية الدولية.

### ثانياً: مفهوم السوق المالية (Financial market)

السوق المالية مصطلح مركب من كلمتين، هما: السوق والمال، لذا يستحسن التعريف بالمصطلحين قبل التعريف بالسوق المالية.

#### 1- مفهوم السوق لغة واصطلاحاً :

أ- المفهوم اللغوي للسوق: يطلق لفظ السوق بضم السين لغة على معنى البياعات وموضع البيع والشراء للسلع والمنتجات المختلفة، وهو مؤنث ويذكر كذلك<sup>(1)</sup>.

ب- المفهوم الاصطلاحي للسوق: يطلق لفظ السوق في الاصطلاح على كل مكان وقع فيه تبادل بين بائع ومشتري<sup>(2)</sup>.

من خلال المقارنة بين المفهومين اللغوي والاصطلاحي يتبين أن المفهوم الاصطلاحي أعم وأشمل؛ إذ أن السوق بالمعنى الاصطلاحي يشمل كل موضع جرت فيه المبادلات التجارية، وإن لم يكن معروفاً عند الناس بأنه سوق، أما في المفهوم اللغوي فهو يخص فقط الموضع المخصص المعروف الذي يجمع الناس بقصد البيع والشراء.

ج- مفهوم السوق في الاصطلاح الاقتصادي<sup>(3)</sup>: إنَّ المتعارف عليه بين الاقتصاديين المعاصرين هو أنهم يرفضون التعريف التقليدي للسوق بأنه المكان الذي يتقابل فيه كل من البائعين والمشتريين لتبادل سلعة ما، ذلك لأنه يعاب على هذا التعريف بأنه يربط السوق بمكان معين لا يتعداه، وبأسلوب تقليدي هو المقابلة المباشرة بين جملة البائعين والمشتريين، والذي لا يمكن تجاهله هو أن أغلب السلع التي نعرفها في الوقت الحاضر يتم تبادلها في أسواق غير محددة بمكان معين، إذ تشمل العالم كله وبوسائل الاتصال الحديثة للبيع والشراء وتبادل المنافع المختلفة.

وصارت أغلب أسواق السلع لا تحددها الحدود السياسية ولا الجغرافية للدولة المنتجة لها، لذلك يلجأ الاقتصاديون المحدثون إلى عدم الأخذ بالتعريف السابق للسوق، وإنما يلجئون إلى تعريف محدد مفاده أن:

(1) - ابن منظور، لسان العرب. القاهرة: دار المعارف، 1981، المجلد الثالث، الجزء الرابع والعشرين، باب السين، ص 2154.

(2) - أحمد بن يوسف بن أحمد الدريوش، أحكام السوق في الإسلام وأثرها في الاقتصاد الإسلامي. الرياض: دار عالم الكتب للنشر والتوزيع الطبعة الأولى، 1989، ص 22.

(3) - محمد الأمين ولد عالي الغلاوي الشنقيطي، الاجتهاد وتطبيقاته المعاصرة في مجال الأسواق المالية. بيروت: دار ابن حزم للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 1429 هـ 2008 م، ص 216.

«السوق تعتبر قائمة إذا كانت هناك وسيلة للاتصال بين مجموعتين من البائعين والمشتريين لتبادل سلعة معينة بسعر معين وفي ظل ظروف معينة».

## 2- مفهوم المال لغةً واصطلاحاً:

أ- مفهوم المال في اللغة: يطلق المال في لغة العرب ويراد به معنى عام، وهو كل ما يقع عليه الملك من جميع الأشياء، فالمال معروف: ما ملكته من جميع الأشياء<sup>(1)</sup>.

والحاصل أن المال عام في كل ما يملك، وقد يطلق على شيء بعينه لاعتبار معين، والمال يذكر ويؤنث.

ب- مفهوم المال في الاصطلاح الاقتصادي: يطلق المال عند المتخصصين الاقتصاديين على كل ما ينتفع به على وجه من وجوه النفع، كما يعد كل ما يقوم بثمن مالا، أي كان نوعه أو قيمته، فكل شيء يمكن أن يعرض في السوق وتقدر له قيمة فهو مال<sup>(2)</sup>.

## 3- مفهوم السوق المالية:

يقصد بالسوق المالية بأنها: «السوق التي تشمل مجموعة من الترتيبات التي من خلالها تتداول الأوراق المالية طويلة الأجل، مثل الأسهم والسندات، بالإضافة إلى المشتقات المالية المتمثلة في عقود الخيارات المالية والعقود المستقبلية والآجلة، عقود المبادلة، وتوفر هذه الأسواق للشركات والحكومات والمؤسسات المختلفة فرصة الحصول على الأموال اللازمة للقيام بأنشطتها المختلفة، حيث يمكن اعتبارها الجهاز الذي يتم من خلاله الاتصال بين الوحدات ذات الفائض والوحدات ذات العجز، ونظرا لتباين أهداف الوحدات الاقتصادية فإن المنشآت المالية هي التي تتمكن من مقابلة تحقيق أهداف الوحدات الاقتصادية المختلفة»<sup>(3)</sup>.

كما يمكن تعريف السوق المالية بأنها: «تلك السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال، وهي تتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل حيث يتم تداولها في سوق منظمة (البورصة) وسوق غير منظمة أو ما يطلق عليها السوق الموازية، وعادة ما ينصرف سوق المال، إذا أطلق بدون تحديد إلى سوق الأوراق المالية أي الأسهم والسندات»، وهذا هو المفهوم الضيق لسوق المال.

وهناك مفهوم آخر يشمل المؤسسات المالية التي تتعامل في الإقراض طويل الأجل، غير أن هذا المفهوم هو المقبول لسوق المال والذي يتضمن أيضاً جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة<sup>(4)</sup>.

وبشكل عام يمكن تعريف السوق المالية بأنها: «إطار لتنظيم وتسيير العمليات المالية المتعلقة بالقيم المنقولة أو المتداولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخريين (أعوان اقتصادية)، ومختلف الشركات والمؤسسات العامة

(1)- ابن منظور، مرجع سابق، المجلد السادس، ص 4300.

(2)- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة. الرياض: دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الجزء الأول، 2005/1426م، ص 32.

(3)- سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة. مصر: مكتبة أم القرى، 2001، ص 17.

(4) - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال. مصر: دار الجامعة الجديدة، 2003، ص 11.

أو الخاصة، فيمكن القول بأنَّ السوق المالي هو المكان الذي يلتقي فيه دورياً أعوان مختصون ومعتدون، حيث يقومون بإبرام الصفقات بالبيع والشراء للقيم المنقولة المتداولة ممثلة في الأوراق المالية، أو أشياء غير موجودة (عقود الخيارات، العقود المستقبلية، عقود المبادلة) تتم برضا الأطراف المتعاقدة بأسعار متفاوض عليها، والتي إما أن تكون بالتقايض (عمليات عاجلة) أو بصفة آجلة (عمليات آجلة)، شريطة أن تتم كل العمليات في السوق تحت مراقبة السلطات العمومية بهدف توجيه واستخدام الموارد المتاحة للمجتمع بكفاءة عالية».

### الفرع الثاني: أهمية ووظائف السوق المالية

لقد ازداد الاهتمام بالأسواق المالية في السنوات القليلة الماضية لما لها من أهمية في الحياة الاقتصادية حيث تتطلب جميع الأموال وتوظيفها، إذ يتوقف هذا التجميع بدوره على الادخار والاستثمار، فالبنوك التجارية لا تستطيع أن تقوم بتمويل مثل هذا النوع من الاستثمار المتوسط وطويل الأجل، نظراً لقلّة الأموال المتاحة من جهة وزيادة مخاطر الاستثمار لتمويلها من جهة أخرى خصوصاً في البلدان النامية<sup>(1)</sup>.

#### أولاً: أهمية السوق المالية.

أصبحت الأسواق المالية في وقتنا الحاضر ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي، ودعامة قوية من دعوماته، لما تقوم به هذه الأسواق من دور واضح في دعم عملية النمو والتطور الاقتصادي.

وقد ازدادت أهمية الأسواق المالية إثر حدوث تطورات مهمة على المستوى العالمي، فقد وصل التطور العلمي والتكنولوجي مستوى متقدماً في ميادين الاتصالات المتنوعة، وكان حصاد ذلك ارتباط دول العالم مع بعضها البعض بشبكة واسعة من العلاقات المالية والتجارية، وأصبحت الكرة الأرضية كما لو كانت قرية صغيرة<sup>(2)</sup>.

ويمكن أن نقول أن أهمية الأسواق المالية ترجع إلى مجموعة من العوامل يمكن إيجازها على النحو التالي<sup>(3)</sup>:

1. تمويل خطط التنمية الاقتصادية، حيث تحتاج مشاريع التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوافر عند الدولة، وهنا بدلاً من لجوء الدولة إلى عمليات الاقتراض الخارجي، تقوم بطرح مشاريعها في الأسواق المالية المنظمة، وبواسطة هذه الأسواق تستطيع تمويل مشاريعها التنموية ويكون ذلك بإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب فيها.
2. عدم قدرة البنوك التجارية على التمويل المتوسط والطويل الأجل لأسباب متعددة، منها: مشاكل التضخم، مشاكل المخاطرة التي تتعرض لها البنوك عند منحها للقروض متوسطة وطويلة الأجل.

(1) - خليل هندي، أنطوان الكاشف، العمليات المصرفية والسوق المالية. لبنان: المؤسسة الحديثة للكتاب، 2000، ص 31.

(2) - حسين بن هاني، مرجع سابق، ص 9، 11.

(3) - رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص 12، 13.

3. تساعد الأسواق المالية على منح التمويل بشروط ميسرة، وتكاليف منخفضة مقارنة بقروض البنوك الدولية، أو القروض الخارجية.
4. كثيراً ما تتعامل الأسواق المالية بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملة القابلة للتحويل، ما يترتب على ذلك إمكانية تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية.
5. أنّ بعض الأفراد قد يتوفر لديهم فائض مالي، ويرغبون في استثماره بما يعود عليهم بالربح خلال فترة معينة، ونظراً لأن أصحاب ذلك الفائض تنقصهم الخبرة والمعرفة الجيدة بالأوجه التي يمكن أن يستثمر فيها هذا الفائض مثل هذه الفوائض وتشجيع الاستثمار في المشروعات المنتجة.
6. أنّ التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية تمكن حاملها من تحويل هذه الأوراق إلى أموال بسهولة وبدون تحمل أية خسائر.
7. أنّ السوق المالي يعمل على تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسرعته، وحماية صغار المستثمرين، وبالتالي فهو يحقق التكافؤ والتوازن للسوق من خلال انتقال ملكية الأوراق المالية من مستثمر لآخر.
8. تعتبر الأسواق المالية مؤشراً للحالة الاقتصادية؛ فالسوق المالي يساعد على تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، والتي تساعد المستثمرين في الاستثمار بالأوراق المالية الأكثر ربحاً وأقل مخاطرة.
9. زيادة فرص العمل من خلال إقامة مشروعات جديدة، أو توسيع المشروعات القائمة.
10. أنّها تسهم في اكتشاف الأسعار المعادلة للأسهم، وبالتالي قيم الشركات التي تمثلها، مما يؤدي إلى تخصيص أمثل لموارد المجتمع نحو أفضل الاستخدامات.

### ثانياً: وظائف السوق المالية.

لقد تناولت العديد من الدراسات تحديد وظائف السوق المالية من أكثر من زاوية، وبالرغم من تعدد وتنوع هذه الوظائف إلا أنه يمكن تجميعها في وظيفتين أساسيتين، وذلك إلى جانب بعض الوظائف الأخرى التي وجدت نتيجة التطور الاقتصادي الذي لحق بالأسواق المالية، وتتلخص هذه الوظائف فيما يلي:

#### 1- الوظائف الأساسية: وتتمثل فيما يلي<sup>(1)</sup>:

أ- الوظيفة الرئيسية الأولى للسوق المالية تتمثل في توجيه الأموال المدخرة وتعبئتها لخدمة الاقتصاد الوطني، وذلك عن طريق توظيفها لتدر عائداً، وذلك لتحسين كفاءة وحسن عمل الأسواق المالية والوسطاء الماليين

(1) - غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، اقتصاديات النقود والبنوك. الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع، 2002، ص ص 40، 41.



ب- أما الوظيفة الرئيسية الثانية فتتمثل في ضرورة إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية، وذلك لإمكان استرداد المستثمر لمدخراته، فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكن بيعها في أي وقت واستعادة قيمتها عند الحاجة إليها، وبصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج لمدخراته طبقاً لظروفه الطارئة.

فهي بذلك تسهل عملية بيع الأوراق المالية من أجل زيادة النقدية حيث تجعل من أدواتها أكثر سيولة.

## 2- الوظائف الثانوية<sup>(1)</sup>:

إلى جانب الوظائف الأساسية هناك وظائف أخرى للسوق المالي نذكر منها:

أ- تقوم الأسواق المالية بتوفير الحماية من أنواع عديدة من المخاطر من خلال توفير فرص شراء وبيع الأصول المالية لتغطية مخاطر تقلبات أسعار الصرف.

ب- أن الأسواق المالية هي القناة الرئيسية في الاقتصاد الحديث التي تستطيع الحكومات من خلاله تنفيذ سياستها النقدية حيث تقوم النقود بوظائفها الديناميكية في التأثير على الأنشطة الاقتصادية.

ج- تعكس أسعار الأوراق المالية التي يتم تحديدها ليوم توقعات المستثمرين بشأن النشاط الاقتصادي في الفترات القادمة<sup>(2)</sup>.

د- تعريف المستثمرين ورجال الأعمال، الشركات والمؤسسات المالية الوطنية ووضعها المالي.

ل- تنظيم ومراقبة عملية إصدار الأسهم والسندات وغيرها والتعامل بها بالشكل الذي يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته، بما يضمن سلامة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين.

م- المساهمة في تعبئة الموارد المالية المعطلة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار طويلة ومتوسطة الأجل والمساعدة في جذب رؤوس الأموال الأجنبية .

و- توفير التشكيلة المتنوعة من أدوات الاستثمار والمفاضلة بينها من حيث التكلفة والعائد والمخاطرة.

هـ- مساعدة المنشآت في الحصول على ما تحتاجه من تمويل طويل الأجل، حيث أن الإقبال على شراء الإصدارات الجديدة للمنشآت يعتبر نوعاً من الاعتراف بقدرتها هذه المنشآت وكفاءتها، بما يخلق درجة معينة من الاطمئنان والثقة، ويسهل توجيه المستثمرين لمدخراتهم نحو هذه الأوراق المالية وبالتالي تحصل المنشآت على ما تحتاجه من أموال لتمويل احتياجاتها الطويلة الأجل.

(1)- حسين بن هاني، مرجع سابق، ص 11.

(2) -عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين، النقود والمصارف والأسواق المالية، الأردن: دار حامد للنشر والتوزيع، 2004، ص 67.

ي- تعتبر الأسواق المالية مؤشرا للحالة الاقتصادية، فحجم التعاملات في السوق المالي يعبر عن الأموال السائلة المتداولة في البلاد، كذلك فان ما يستخلص من جداول الأسعار العامة يعبر عن ارتفاع أو هبوط الميل لدى المنتجين نحو الإنتاج.

### الفرع الثالث: شروط قيام السوق المالية وعملياتها

سيتناول هذا المبحث أهم الشروط الأساسية لقيام السوق المالية في دولة ما، ومختلف أنواع الأسواق المالية بالاعتماد في ذلك على درجة تصنيف هذه الأسواق.

#### أولاً: الشروط الأساسية لقيام سوق مالية.

لا تنشأ سوق مالية مجرد الرغبة في ذلك، ولا بصدور قرار من السلطات المختصة، ولكنها تتطلب مجموعة من الشروط الأساسية متمثلة فيما يلي:

- 1- وجود حجم كاف من المدخرات المعروضة أي ثروات الأفراد.
- 2- طاقة استيعابية مقبولة ومعقولة وقادرة على استيعاب رأس المال المعروض تتمثل في توفر مشاريع ذات جدوى اقتصادية وربحية مجزية.
- 3- وجود مؤسسات مالية ومصرفية من كافة التخصصات لتؤدي دورها في عدة اتجاهات، من أهمها تعبئة المدخرات وتوليد الفرص الاستثمارية وبلورتها في شكل مشاريع محددة والترويج لها والتوسط لتحقيق التقاء العرض والطلب<sup>(1)</sup>.
- 4- توافر مناخ استثماري مستقر يتمثل في حالة استقرار اقتصادي وسياسي واجتماعي بالإضافة إلى وجود سياسة اقتصادية رشيدة ومرنة وحالة انتعاش اقتصادي.
- 5- توافر الحرية الاقتصادية والوعي الاقتصادي حتى تتمكن سوق الأوراق المالية من القيام بدورها.
- 6- توافر التقنية المناسبة (شبكة اتصالات متقدمة، أو شبكة إلكترونيات متطورة) لربط الأسواق المالية ببعضها البعض، وذلك بهدف ضمان توافر المعلومات بدقة<sup>(2)</sup>.
- 7- توافر الإفصاح والعلانية، وذلك بنشر الأسعار اليومية للأوراق المالية المتعامل عليها في نشرة مكتوبة كما تلتزم الشركات بنشر ميزانياتها ونتائج أعمالها وبيانات كافة مشروعاتها، حتى يكون المستثمر على بينة من أمر نشاط وتطور هذه الشركات، ويبعث الثقة في الأوراق المالية والوصول إلى السعر الحقيقي لها بخضوعها لقوانين العرض وطلب في السوق.

(1) -أسامة الفولي، زينب عوض الله، اقتصاديات النقود والتمويل. مصر: دار الجامعة الجديدة، 2005، ص ص 264، 265.

(2) - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص 30.

- 8- الأوراق المالية لا بد أن تكون سليمة قابلة للتداول، بحيث يتم التأكد من إتمام التعامل على هذه الأوراق، وأن عقد العمليات بالسوق لا يشوبه غش أو نصب أو احتيال أو مضاربات وهمية ويتم التعامل بواسطة وسطاء.
- 9- السرعة والدقة حيث يجب سرعة إتمام الصفقات وعرض أوامر العملاء وتنفيذها خلال المدة وبالشروط المحددة بأوامرهم.
- 10- المرونة: حيث يجب أن تتسم الأوراق المالية بالمرونة الكافية لسهولة انتقال ملكية الأوراق المالية من مشروع لآخر.
- 11- الموقع الجغرافي للبلد ومدى قربه من الأسواق المالية الأخرى<sup>(1)</sup>.
- 12- عدم وجود أي قيود أو رقابة على الصرف.
- 13- ضرورة وجود نظام ضريبي مقبول وغير مبالغ في أسعاره ومعدلاته.
- 14- ضرورة استخدام كافة الأدوات المالية سواء التقليدية المتمثلة في الأسهم والسندات أو المستحدثة المتمثلة في عقود الخيرات المالية، عقود المبادلة، العقود المستقبلية والآجلة والتوريق.
- 15- ضرورة وجود مكاتب متخصصة في الإدارة الحديثة لمحافظ الأوراق المالية.
- 16- الانفتاح على الأسواق الدولية وهو ما يرتبط بتكنولوجيا اتصالات متقدمة من ناحية مع مواكبة التطورات الحديثة في تلك الأسواق من ناحية أخرى .
- والجدير بالذكر أيضا أن قيام أسواق مالية واستمرارها يتطلب توافر شرطين أساسيين هما:
- أ- توافر الملكية الخاصة لهذه الأوراق للمستثمرين، سواء كانوا أفرادا طبيعيين أو اعتباريين وهذه الملكية تمثل نصيبا في رأس مال المنشآت القائمة.
- ب- ضمان حرية التصرف في هذه الأوراق المالية بالبيع.
- إلى جانب كل هذا فهناك شروط أخرى يتعين اتخاذها تتمثل في طرح الأسهم، ضرورة قيد شركات المساهمة وأسهمها، رفع نسبة المصارف التجارية على الأوراق، تحريك محافظ الأوراق المالية... الخ<sup>(2)</sup>.

(1) - صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية. مصر: عالم الكتب للنشر والتوزيع، 2003، ص ص 21، 22.

(2) - عبد الغفار حنفي، أسواق المال وتمويل المشروعات. مصر: الدار الجامعية للنشر، 2005، ص ص 31، 30.

## ثانيا: عمليات السوق المالية.

ويقصد بعمليات السوق المالية "تلك العمليات المتعلقة بشراء أو بيع القيم المنقولة في البورصة"، حيث يمكن تقسيم العمليات حسب الالتزامات المترتبة في الصفقات المبرمة إلى عمليات عاجلة وعمليات آجلة.

### 1- العمليات العاجلة:

وتتميز هذه العمليات بأنها تتم فورا حيث يجرى دفع الثمن للبائع حالا، ويسلم الأوراق المالية محل الصفقة مباشرة للمشتري أو خلال فترة زمنية قصيرة لاتتعدى يوم أو يومين. وبصفة عامة فان العمليات العاجلة تمثل الجزء الأكبر من عمليات البورصة، ولأن المبادلات العاجلة عادة ما تحتاج إلى أموال سائلة ضخمة، فإنه عادة ما يكون اللجوء إلى هذا الأسلوب في شراء قيم متداولة غير مرغوب فيها لدى المضاربين المحترفين، حيث يعمدون إلى شراء أو بيع الأوراق المالية في السوق الآجلة لعدة أسباب نذكر منها<sup>(1)</sup>:

أ- من منظور العائد: الرغبة في الاحتفاظ بالقيم المتداولة المشتراة في محافظهم المالية، وذلك لفترة زمنية بغية الحصول على عوائد منتظمة خلال تلك الفترة.

ب- من منظور المضاربة: فإن المضاربة على ارتفاع الأسعار، حيث يتم القيام بالبيع عندما تتحسن ظروف السوق للحصول على العوائد الناتجة عن عملية البيع هذه بغية توفير السيولة المطلوبة وذلك ببيع القيم في السوق العاجلة<sup>(2)</sup>.

### 2- العمليات الآجلة:

ويتم عقدها مباشرة، ولكن تؤجل تصفيتها لموعد قادم، وبذلك لا يتم دفع الثمن أو تسليم الأوراق المالية في السوق الآجلة لدى عقد الصفقة، ولكن بعد فترة زمنية معينة حسب الاتفاق المبرم بين الطرفين. ولذلك فإن أنظمة السوق المالية تشترط على المتعاملين بالسوق الآجلة تقديم تأمين مالي (تغطية)، حتى يتم تنفيذ الصفقة نهائيا وتأخذ عملية التصفية أحد الأشكال التالية<sup>(3)</sup>:

أ- دفع الثمن وتسليم القيم المتداولة بصورة فعلية خلال الأيام اللاحقة لتاريخ التصفية.

(1) - صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سابق ص 16.

(2) - شعون شعون، البورصة وبورصة الجزائر. الجزائر: دار الأطلس للنشر، دون سنة نشر، ص ص 53،54.

(3) - صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سابق، ص 17.

ب- تسوية الفرق بين سعريّة القيم المتداولة موضوع الصفقة "السعر عند عقد الصفقة، والسعر عند موعد التصفية"

ج- إلى جانب هذا أيضا نجد الحد من درجة المخاطرة وذلك وفق مبدأ عدم إلحاق الضرر بأحد المتعاملين، فإنه يتعين على المتعاملين في السوق الآجلة (خاصة المشتري) بتسديد جزء من قيمة الصفقة فورا، على أن يتم دفع المتبقى حسب الاتفاق، ويعتبر الجزء المدفوع في البداية تأميناً مالياً ويعرف بـ "هامش التغطية" وتختلف هذه النسبة وفقاً لنوع العمليات المتعاقد عليها، والتي قد تكون نقداً أو قيماً متداولة<sup>(1)</sup>.

وتتميز الأوراق المالية التي يتم تداولها في الأسواق الآجلة (الخيارات المالية، المبادلات، العقود المستقبلية والآجلة)، بانها أوراق مسعرة أي لها سعر سوقي، حيث يمكن للمستثمر أن يعرف السعر الحالي للورقة المالية من خلال السماسرة أو النشرة اليومية للسوق، بل ويمكن معرفة أسعار التداول خلال يوم العمل داخل السوق من خلال الاشتراك في شبكات الاتصالات المحلية والعالمية.

وتأخذ العمليات الآجلة أحد الأشكال التالية:

- عمليات آجلة قطعية: يتم الالتزام بتنفيذها في تاريخ التصفية النهائي حيث يدفع للمشتري قيمة الأوراق المالية، ويسلم البائع موضوع العقد ولا يمكن التراجع عن تنفيذها، وهو ما يؤدي إلى تعريض أحد طرفي العقد إلى خسارة.
- عمليات آجلة بشرط: تنفيذ الصفقة في تاريخ التسوية باتفاق بين الطرفين، كما يمكن التراجع عن التنفيذ بشرط متفق عليه وقت إبرام الصفقة، ومن أشكال العمليات الآجلة بشرط نذكر<sup>(2)</sup>:
- ✓ عمليات آجلة بشرط التعويض: وهي العمليات التي تمكن المتعاقدين من تنفيذ الصفقة في موعد التسوية أو الامتناع عن التنفيذ، في مقابل دفع مكافأة (تعويض).
- ✓ عمليات آجلة بشرط الزيادة (عقود الخيار): تمكن هذه الصيغة المتعاقدين من تنفيذ الصفقة في موعد التسوية، أو إلغاء العقد من أحد الطرفين على أن يدفع تعويضا للطرف الآخر كحق اختيار.
- ✓ عمليات آجلة بشرط الانتفاع (عقد خيار مزدوج): يتضمن التعويض سعر خيارين (خيار شراء وخيار بيع) وللطرف المتعاقد حق الخيار في تنفيذ الصفقة على حسب تحركات الأسعار.

(1) - حدة رايس، محاضرات في مقياس الأسواق المالية. السنة الرابعة مالية نقود وبنوك، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2008، 2009، ص 43.

(2) - منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال. مصر: منشأة المعارف للنشر، 1997، ص 83.

## المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية.

إن تطور الأسواق المالية خلال العقود الأخيرة قد حمل تنوعاً متزايداً من حيث التنظيمات والوظائف والأدوات والمجالات مما أدى إلى تنوع الأسواق المالية واختلاف تقسيماتها حيث تمثلت فيما يلي:

## الفرع الأول: أنواع الأسواق المالية من حيث الإصدار والتداول.

تنقسم الأسواق المالية من حيث الإصدار والتداول إلى قسمين رئيسيين هما: السوق الأولية والسوق الثانوية، وهما الأكثر شيوعاً واستخداماً في مختلف الأسواق المالية.

أولاً: السوق الأولية (سوق الإصدار أو الاكتتاب): **Primary market**

1- تعريف السوق الأولية: عرفت السوق الأولية أو سوق الإصدار بأنها: «ذلك السوق الذي تخلقه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور أوراق مالية قامت بإصدارها لأول مرة لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية»<sup>(1)</sup>.

وعرفت أيضاً بأنها: «الأسواق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، وتختص بتأسيس الشركات الجديدة، أو التوسع في رأسمال الشركات في صورة أوراق مالية»<sup>(2)</sup>.

ويتم تداول الأوراق المالية في هذه الأسواق من خلال البنوك الاستثمارية، والبنوك التجارية، وبيوت السمسة. وتعتبر هذه المؤسسات المالية التي تتولى عملية الإصدار وسيطاً بين المستثمرين للأوراق المالية، وبين الجهة المقررة لإصدار الورقة المالية، وقد يتم تصريف الأوراق المالية في هذه السوق من الشركة المصدرة لها مباشرة، حيث تقوم بالاتصال مع المشتريين سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات مالية وتبيعهم تلك الأوراق المالية<sup>(3)</sup>.

وبالتالي فإنها تنشأ في هذه السوق علاقة مباشرة بين المؤسسة التي أصدرت الورقة المالية المتداولة والمكتب الأول لها (أي بين المقرض والمقترض)، فالأوراق المالية المتداولة في هذه السوق هي أوراق مالية جديدة لتمويل استثمارات جديدة.

2- طبيعة العمليات في السوق الأولية: من الجدير بالذكر أن السوق الأولية في غالبية الحالات لا تكون معروفة للجمهور، وتكون العمليات في هذه السوق على نوعين:

أ- العمليات المباشرة: وتتم هذه العمليات عندما تبيع الشركة المصدرة للأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى للجمهور من أفراد ومؤسسات مختصة مباشرة، دون أن يكون هناك أي وسيط، أي إنها تقوم

(1) - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية. مصر: منشأة المعارف للتوزيع، 1999، ص 76.

(2) - رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية. عمان: دار المعترف للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2005، ص 22.

(3) - عبد النافع الزرري، غازي توفيق فرح، الأسواق المالية. عمان: دار وائل للنشر، دون سنة نشر، ص 48.

بيوعها للمستثمرين الذين فضلوا أوراقها المالية، وعادة ما تمتاز العمليات المباشرة بارتفاع تكاليفها وذلك لأن البحث عن المشتري قد يطول مما يرفع تكاليف العملية<sup>(1)</sup>.

**ب- العمليات غير المباشرة:** وتتم هذه العمليات عن طريق بيع الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى إلى وسيط معين، عادة ما يكون مؤسسة مالية مختصة، حيث يقوم ذلك الوسيط ببيع الأوراق المالية مرة أخرى للجُمهور والمؤسسات التي ترغب في الاستثمار في تلك الأوراق، وتتميز بانخفاض تكاليفها مقارنة بالعمليات المباشرة<sup>(2)</sup>، ويقوم الوسطاء الماليون بدور كبير في إنجاز هذه الاتفاقيات غير المباشرة، وذلك باستخدام ثلاثة أنواع من العروض وهي:

- عروض الاكتتاب الكامل: وفيها يلتزم الوسيط المالي بضمان توفير المبلغ المطلوب في العملية بالكامل أيا كانت استحابة السوق، فمثلا إذا كانت هناك وحدة ذات عجز سواء كانت وحدة حكومية أو مصرف أو مؤسسة عامة وأرادت الحصول على قرض عن طريق إصدار سندات فإنها تلجأ إلى وسيط مالي (وليكن مصرف رائد مثلا)، ليتولى إدارة العملية ويقوم الوسيط بنفسه وبالاتفاق مع عدد من المصارف أو الوسطاء الآخرين (مصارف مشتركة) بالاكتتاب في هذه السندات بالكامل أي الحصول على المبلغ الذي يحتاجه بالكامل، ويسرى نفس المنطق بالطبع في حالة المساهمة في رؤوس الأموال أو طرح الأسهم.
- عروض بذل أقصى جهد: وفيها يلتزم الوسيط المتمثل في مجموعة الإدارة التي تشمل المصرف الرائد والمصارف المشتركة ببذل أقصى جهدها لتحقيق الاكتتاب 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 إجمال قيمة العملية والباقي تبذل فيه أقصى جهد<sup>(3)</sup>.

**3- أهمية السوق الأولية:** تعتبر السوق الأولية ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي، ودعامة قوية من دعاماته، حيث يصعب تحقيق التنمية بدونها في ظل النظم الاقتصادية المعاصرة، وبالتالي فان لهذه السوق أهمية كبرى يمكن إيجازها فيما يلي<sup>(4)</sup>:

**أ- تكوين ثروة المجتمع:** قد نذكر هنا بعض المفكرين الاقتصاديين مثل فورد، إديسون وآخرون الذين أوجدوا صناعات جديدة أدت إلى حالة استخدام كبيرة في القوة العاملة ورفع مستوى المعيشة، لأن

(1) - محمود بونس، عبد المنعم مبارك، النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية. مصر: الدار الجامعية، 2003، ص 131.

(2) - جبار محفوظ، البورصة. الجزائر: دار هومة للنشر، الجزء الأول، 2002، ص 56.

(3) - إسماعيل أحمد الشناوي، عبد المنعم مبارك، اقتصاديات البنوك والأسواق المالية. مصر: الدار الجامعية، 2005، ص ص 134، 135.

(4) - خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية. الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع، 1999، ص ص 86، 87.

كل منهم كانت له فكرة فريدة من نوعها نتجت عنها قيمة للمجتمع، ولكن لم يكن لأحدهم رأس المال الكافي لوضع فكرته موضع التنفيذ وحل مشكله السيولة لجؤوا إلى بيع الأوراق المالية وبذلك تمكنوا من الحصول على ما يحتاجون إليه من رأس المال لتنفيذ أفكارهم، وقد استفاد المجتمع من خلال تطوير الإنتاجية واستفاد هؤلاء المبدعون بزيادة ثروتهم، كذلك فإن مشتري الأوراق المالية قد استفادوا من زيادة قيمة الأوراق المالية هذه المشتراة، قد يكون لقصد هؤلاء نوع من التطرف ولكن النقطة الأساسية هي أن الأسواق المالية ساهمت في زيادة الثروة المستقبلية للمجتمع والحياة اليومية.

ب- بمرونة الاستثمار والاستهلاك: إن وجود الأسواق المالية يزيد من مرونة الاستهلاك والاستثمار، فإذا كانت سوق الأوراق المالية الأولية غير موجودة فإن ما يستهلكه الأفراد لا يزيد عن القيمة السوقية لأية أصول يملكها، ولكن بوجود السوق الأولية عندئذ يمكن للأفراد الاقتراض والإنفاق اليومي مستخدمين التعهد والوعد بالدفع بدخول مستقلة، أما من وجهة نظرا الاستثمار فبدون وجود الأوراق المالية التي خلقت في الأسواق الأولية، فإن الأفراد الذين لديهم إدخارات متراكمة سيضطرون إلى الادخار من خلال تملكهم أصول حقيقية حيث أن وجود الأوراق المالية المخلوقة في الأسواق الأولية تهيأ مثل هؤلاء المدخرين بطريقة سهلة وغير مكلفة لتراكم الثروة من خلال الاستثمار المالي.

ج- أن شركات المساهمة لا تستطيع أن تقوم في غياب الأسواق الأولية، التي تعتبر الوسيلة المثلى في تمويلها، ولم تقم هذه الأسواق إلا حينما عجز الأفراد عن تمويل المشروعات العملاقة، مما تشعر الفرد بالانتماء بمشاركته في تمويل التنمية الاقتصادية<sup>(1)</sup>.

## ثانيا- السوق الثانوية (سوق التداول) Secondary Market.

1- تعريف السوق الثانوية: وهي السوق التي يتم فيها تداول هذه الإصدارات بعد الاكتتاب فيها من قبل حامل هذه الأوراق وبين مستثمر آخر بالبيع أو الشراء، أي أن الأوراق المالية في هذه السوق متداولة من قبل، ومن الجدير بالذكر أن السوق الثانوية في أحيان كثيرة أهم بكثير من السوق الأولية، حيث انه إذا كانت السوق الأولية تتيح للمقرضين الحصول على النقود، فان السوق الثانوية هي التي تقوم بتوفير عامل السيولة للمقرضين حيث بدونها قد يضطر حملة الإصدارات بشكل عام إلى الاحتفاظ بها حتى ميعاد استحقاقها<sup>(2)</sup>.

(1) - فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية. عمان: جداد للكتاب العلمي، 2006، ص ص 41، 40.

(2) - نعمة الله نجيب وآخرون، مقدمة في اقتصاديات النقود والصرف والسياسات النقدية. مصر: الدار الجامعية للنشر، 2001، ص 123.



كما يمكن تعريفها أيضا بأنها: «السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها ويتم تداولها للمرة الثانية وهذه الأوراق تخص استثمارات قائمة، وتكتسب هذه السوق أهمية كبيرة ذلك أنها توفر لحائزها فرصة لإعادة بيعها»<sup>(1)</sup>.

وهذا النوع من الأسواق عادة ما يطلق عليها "سوق التداول" أو "البورصة"، حيث يتم فيها تداول الأوراق المالية والتعامل بها بيعا وشراءً.

## 2- وظائف السوق الثانوية: يمكن القول أن السوق الثانوية تقوم بوظيفتين هامتين هما:

أ- تسهيل عملية بيع الأوراق المالية من أجل زيادة النقدية، حيث تجعل الأدوات المالية أكثر سيولة، وهذا يساعد ويرغب الشركات المساهمة لإصدار الأوراق المالية وبيعها بالأسواق الثانوية.

ب- تحدد الأسواق الثانوية أسعار الأوراق المالية التي أصدرتها الشركات المساهمة لبيعها في الأسواق الثانوية، وترتفع أسعار الأوراق المالية في الأسواق الثانوية، كلما ارتفعت أسعار الأوراق المالية للشركات المساهمة التي يتم إصدارها حديثا في الأسواق الأساسية، وهذا يؤدي إلى زيادة مرتفعة في رأس المال.

مما سبق تظهر أهمية الأسواق الثانوية للشركات المساهمة عند إصدارها للأوراق المالية، ولهذا السبب عندما يتم التعامل مع الأسواق المالية فيتم التركيز على سلوك الأسواق الثانوية أكثر من الأسواق الأولية.

## 3- تنظيم السوق الثانوية: يتم تنظيم الأسواق الثانوية عن طريق<sup>(2)</sup>:

أ- التبادل المنظم: حيث يتم اللقاء بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية في مكان مركزي محدد لإدارة التجارة بينها.

ب- أسواق ما بين الوسطاء: يقوم الوسطاء والوكلاء الذين لديهم حجم كبير من الأوراق المالية وفي أماكن مختلفة بشراء وبيع الأوراق المالية لأي شخص يأتي لهم ولديه الرغبة في قبول أسعارهم، ويعتبر السوق ما بين الوسطاء أكثر الأسواق منافسة ولا يختلف كثيرا عن سوق التبادل المنظم.

## 4- أهمية السوق الثانوية: تعتبر الأسواق الثانوية من أهم وأوسع الأسواق الثانوية وذلك لأمر عدة<sup>(3)</sup>:

أ- اكتشاف الأسعار: وبالتالي قيم الشركات التي تمثلها، حيث يمكن استنتاج معدل العائد المطلوب للأوراق المالية، التي يمتلكها المستثمرون، فعلى سبيل المثال معدل العائد المطلوب على سند أصدرته منشأة معينة يمكن احتسابه بمعرفة موعد استحقاق السند والفائدة المقدر دفعها وسعر السوق الجاري،

(1) - عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية المحلية والعالمية والتنمية المتواصلة. أبو ظبي: شركة أبو ظبي للنشر، 2002، ص 231.

(2) - غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، مرجع سابق، ص 41.

(3) - خالد وهيب الراوي، مرجع سابق، ص ص 88، 89.

وبنفس المعنى فإن معرفة السعر الجاري للسهم لنفس المنشأة يساعد في تقرير العائد المطلوب على السهم العادي للمنشأة، حيث يساعد المدير المالي في قراره فيما إذا كانت المشاريع الجديدة من المحتمل أن تغطي التكاليف المالية المطلوبة، وهذه قيمة كبيرة للمجتمع مادامت مصدرا لتخصيص الأموال لمخاطر الأعمال والمتوقعة لخلق ثروة المجتمع.

ب- تخفيف تكاليف المعاملة: يمكن خلق شبكة تجمع بين المشترين والبائعين المحتملين نظرا لاتساع الاقتصاد بشكل كبير، فمثلا إذا كان هناك مجمع مركزي لتداول عدد كبير من سندات مختلفة، فإن ذلك يحقق تكلفة أقل للبائعين والمشترين.

ج- تحقيق التنوع: يشمل التنوع امتلاك أعداد كبيرة من أوراق مالية مختلفة، حيث يساهم في تخفيف مخاطر المحفظة الاستثمارية، كما أن تحقيق التنوع يمكن أن يتم من خلال الشراء من الأسواق الأولية، ولكن بالنسبة لبعض المستثمرين الصغار فإنه من السهل عليهم تحقيق مستويات معقولة من التنوع، عند التعامل بأحجام صغيرة من الأوراق المالية.

د- السيولة: تعتبر السيولة أحد الأسباب الشائعة في وجود الأسواق الثانوية، فالورقة المالية التي تتصف بالسيولة العالية قد تباع فورا، وبدون تكلفة عمولة، ضرائب، تأثيرات على السعر، إن المنافع من وجود سوق سائلة أي ذات سيولة عالية واضحة للعيان فهي تسمح للشخص بالتداول أو التعامل بالسوق عندما تظهر الحاجة للنقد أو هناك فائض متاح من الأصول.

**5- أنواع الأسواق الثانوية:** من الجدير بالذكر الأسواق الثانوية تتنوع حسب طبيعة تنظيمها إلى أربعة أنواع: النوع الأول: السوق المنظمة (البورصة).

يطلق على السوق المنظمة اصطلاح بورصة الأوراق المالية، ويسمى هذا النوع أيضا السوق الرسمية<sup>(1)</sup> ويمكن تعريف البورصة بأنها مكان محدد يلتقي فيه البائعون والمشترين من خلال السماسرة، لتداول الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، كما أنها تعرف بسوق المال طويل الأجل، وهي أقرب ما يكون من السوق الكاملة، إذ يتحدد فيها سعر واحد للصفقة الواحدة للسهم أو السند مع سهولة نقلها أو سهولة الاتصال بينهم وتدار بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق<sup>(2)</sup>.

هذا ويترتب على تسجيل الأوراق المالية بالبورصات المنظمة تحقيق العديد من المزايا، حيث يمكن للمستثمرين الحصول على معلومات كاملة وفي الحال عن الشركة وأسعار الأوراق المالية، بالإضافة إلى الحماية

(1) - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 49.

(2) - محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية. مصر: دار الوفاء للطباعة والنشر، 2000، ص 36.

المرتبة على استمرار التسجيل بالبورصة، والشهرة التي تحظى بها الشركات المسجلة بالبورصة المنظمة، مما يؤثر ذلك على المستقبل المالي للشركة وعلى منتجاتها<sup>(1)</sup>.

ومن الأمثلة على ذلك: سوق نيويورك للأسهم الذي ظهر عام 1792م، واستمر السوق في التطور حتى سجل رسمياً عام 1934م<sup>(2)</sup>.

أ- أعضاء البورصة: ويمكن تصنيف أعضاء البورصة طبقاً للوظائف التي يقومون بها:

- سماسة العمولة: وتمثل الوظيفة الرئيسية التي يقوم بها هؤلاء السماسرة في تلقي الأوامر المختلفة لبيع أو شراء الأوراق المالية من مختلف فئات العملاء وذلك من أجل تنفيذها بالبورصة.
- سماسة الأرضية: وتمثل الوظيفة الرئيسية التي يقوم بها هؤلاء السماسرة هي مساعدة سماسة العمولة في تنفيذ الأوامر كبيرة الحجم التي يصعب عليهم تنفيذها.
- تجار الأرضية: تشمل مجموعة من تجار الأوراق المالية الذين يقومون بالانتجار لحسابهم الخاص بهدف تحقيق الربح، ويتحقق الربح لهؤلاء التجار عند اختلال هيكل الأسعار ارتفاعاً أو انخفاضاً إلى مستويات غير طبيعية، حيث يقوم هؤلاء التجار بشراء الأوراق المالية التي يعتقدون إنها مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية وبيع تلك الأوراق التي يعتقدون أنها مقومة بأعلى من قيمتها الحقيقية<sup>(3)</sup>.

ب- أنواع البورصة: إن التطور المادي الذي رافق مرحلة الإنتاج الصناعي أدى إلى زيادة الأنشطة التجارية والاقتصادية، وبالتالي نشوء شركات المساهمة الكبيرة وازدياد عددها، فأصبحت الحاجة ملحة إلى وجود بورصات متعددة و منظمة للسلع والأوراق المالية والصراف الأجنبي، حيث أنه في بداية نشأة البورصات لم يكن هناك فصل بين إدارتها وأعمالها، حيث كان التجار يبيعون الأوراق المالية في بورصة البضائع وبمرور الزمن تطور جهاز البورصات وعملياتها وحصل تنوع وتعدد في أنواعها، ليمتد نشاطها ليشمل مختلف مجالات الحياة الاقتصادية، ويمكن تصنيف البورصات إلى أنواع متعددة<sup>(4)</sup>.

- أنواع البورصات من حيث ما يتداول فيها: تنقسم البورصات من حيث ما يتداول فيها من قيم ومنتجات إلى ما يلي :

✓ بورصة البضائع الحاضرة : وهي سوق منظمة يجرى فيها التعامل على منتجات ذات طبيعة خاصة وذات أهمية عالمية كالقطن والسكر، والبن والقمح، المطاط... الخ، وتعرف ببورصة البضائع بالبورصة

(1) - أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية. القاهرة: نشر جامعة القاهرة، دون سنة نشر، ص ص 8,9.

(2) - فهد الحوياني، المال والاستثمار في الأسواق المالية. الرياض: الطبعة الثانية، 2006، ص 62.

(3) - سعد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق، ص 192.

(4) - أحمد بن يوسف الدريوش، أحكام السوق في الإسلام وأثرها في الاقتصاد الإسلامي. الرياض: دار عالم الكتب، 1989، ص 568.

التجارية، وفي مثل هذه البورصات لا يشترط في السلعة أي قيد أو شرط بل ينظر إلى النوع، إذ يمكن إحلال كمية من نوع معين مكان كمية أخرى من نفس النوع، وهذا النوع الأخير المتعارف عليه هو النوع الوسط الذي هو الشرط الأساسي لوجود بورصات السلع.

✓ بورصة العقود: هي البورصة التي يكون موضوعها عقود ثنائية ومضمونها التزامات قائمة على بضائع نموذجية غير موجودة فعلياً، ويمكن التحلل منها بدفع فرق السعر المتحقق لدى تصفية العملية، ويتم تسليمها أجلاً حيث يحدد تاريخ التسليم<sup>(1)</sup>.

✓ بورصة الذهب والعملات: يتم فيها عمليات شراء وبيع الوسائل التي بموجبها يمكن تسوية المدفوعات بين الدول وتمثل عموماً في تداول العملات الأجنبية والسلع النفيسة من ذهب وبلاتين وفضة وألماس.

✓ بورصة القيم المتداولة: وهي سوق منظمة يتم فيها تبادل الأوراق المالية الأساسية منها والمشتقة، والتي هي عبارة عن ممتلكات للمؤسسات من الأموال الموظفة في مختلف الأصول الثابتة ومختلف معدات الإنتاج التي تمتلكها هذه الشركات نذكر منها الأسهم والسندات، عقود الخيار والعقود المستقبلية، وتتم عملية التداول في هذه السوق لمختلف الأوراق المالية بصفة عاجلة، وذلك بتسليم الأوراق للمشتري ودفع الثمن للبائع أو بصفة آجلة، فتقتصر بورصة القيم المنقولة على تلك القيم المسجلة في جدول التسعيرة بطلب من مصدرها، وذلك بعد إجراء تحقيق معمق قبل قبولها .

وبصفة عامة يمكن تعريف البورصة على أنها عبارة عن سوق ثابتة المكان وتقوم باستمرار في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة حيث يلتقي فيها أصحاب رؤوس الأموال والوسطاء المختصون في هذا النوع من المعاملات على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع<sup>(2)</sup>.

• أنواع البورصات من حيث مدى التعامل الجغرافي: وتنقسم البورصات من حيث التعامل الجغرافي إلى<sup>(3)</sup>:

✓ بورصات محلية: وهي التي لا تمتد معاملاتها دولياً، ونشاطها محدود للغاية أي في حدودها الجغرافية.

✓ بورصات دولية: وهي التي تمتد نشاط معاملاتها إلى الدولة المختلفة وهي بورصات ضخمة ومتوسطة الحجم.

(1) - جبار محفوظ، مرجع سابق، ص ص 74، 75.

(2) - حدة رايس، المرجع السابق، ص 65.

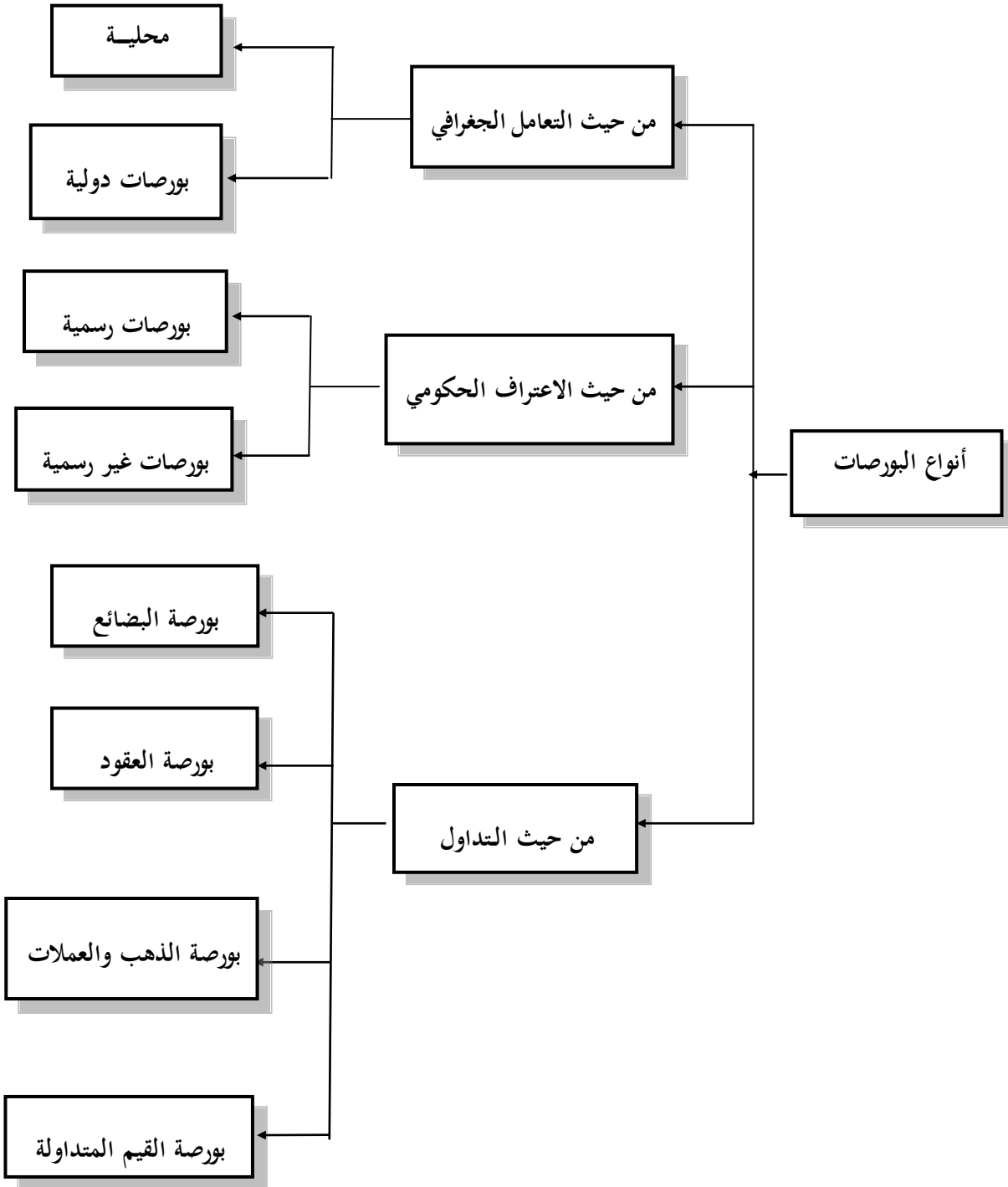
(3) - محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة. القاهرة: دار إيتراك للنشر، 1996، ص 25.

- أنواع البورصات من حيث التسجيل والاعتراف الحكومي: وتنقسم إلى<sup>(1)</sup>:
  - ✓ بورصات رسمية: وهي بورصات تعمل بشكل رسمي، وتتمارس فيها المعاملات في ضوء قواعد ونظم محددة وتحت رقابة حكومية.
  - ✓ بورصات غير رسمية: وهي بورصات تعمل في ضوء قواعد خاصة بها تعمل بشكل غير رسمي، ولا تعترف بها الحكومة ولا تتعامل فيها من جهاتها الرسمية، وبالتالي فإنها تتضمن مخاطر حتمية.

---

(1) - المرجع السابق، ص26.

شكل رقم 01: أنواع البورصات



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على المعلومات السابقة.

## النوع الثاني: السوق غير المنظمة (السوق الموازية).

يسمى هذا النوع بالسوق غير الرسمية، والسوق الموازية<sup>(1)</sup>.

السوق غير المنظمة هي سوق العمليات التي تتم خارج نطاق البورصة من خلال بيوت السمسرة، لذلك لا يشترط لاتمامها مكان محدد بل يكفي عقدها من خلال وسائل الاتصال الحديثة ممثلة بالكمبيوتر والهاتف بشكل رسمي، ويكثر تداول السندات في هذه الأسواق وكافة الأوراق المالية التي لا يتم تداولها في البورصة (لا تتوافر فيها شروط التسجيل في البورصة)، ولذلك يقل تداول الأسهم في الغالب، كما لا يتعدى التعامل بها الشركات الصغيرة، من هنا نجد عدم وجود آليات محددة لتحديد الأسعار والتأثير على ارتفاعها أو انخفاضها، وهذا ما يفسر وجود السوق الثالث والرابع في سياق الحديث عن الأسواق الثانوية غير المنظمة<sup>(2)</sup>.

كما تتميز هذه السوق بعدم وجود مكان محدد للتداول، أو ساعات عمل محددة، بل يقوم بعقد الصفقات فيها عدد من شركات السمسرة، وتجار الأوراق المالية، عبر شبكة كبيرة من الاتصالات المتطورة التي تربط السماسرة بالمستثمرين، مما جعل هذا النوع من الأسواق يتميز بالمرونة العالية<sup>(3)</sup>.

ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار من يقدم له أفضل الأسعار، ويتم تحديد سعر الورقة المالية عادة بالتفاوض، بعد أن يقوم المستثمر بالتعرف على الأسعار المختلفة التي تعرض عليه بواسطة السماسرة أو التجار عبر شبكات الحاسب الآلي التي توفر لحظة بلحظة الأسعار السوقية لكل ورقة مالية يتم التداول فيها.

ومن الأمثلة على ذلك: سوق نازداك الذي ظهر عام 1971م، والذي كان يعرض بشكل أوتوماتيكي أسعار البيع والشراء لأسهم أكثر من 4000 شركة، يتم التعامل بها من خلال شاشات عرض الكترونية موجودة لدى المشتركين، ومربوطة بجهاز كمبيوتر مركزي، وتغطي هذه الشبكة جميع مناطق الولايات المتحدة<sup>(4)</sup>.

ومن الجدير بالذكر أن الأسواق غير المنظمة يؤخذ عليها أنه لا توجد آليات للحد من الارتفاع أو الانخفاض الحاد في الأسعار، الذي قد يحدث نتيجة لعدم التوازن بين العرض والطلب، بخلاف ما هو عليه في الأسواق المنظمة<sup>(5)</sup>.

(1) - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 52.

(2) - ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، مرجع سابق، ص 191.

(3) - زياد رمضان، مرجع سابق، ص 126.

(4) - فهد الجويماني، مرجع سابق، ص 71.

(5) - منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية. الإسكندرية: منشأة المعارف، الطبعة الثانية، 2006، ص 44.

## النوع الثالث: السوق الثالث

ويرمز لها بالرمز (M3) وتتكون من بيوت السمسرة لغير أعضاء السوق المنظمة، حيث تستمر فيها عملية بيع وشراء الأوراق بكميات مختلفة، مما يجعلها منافسا حقيقيا للسوق المنظمة، وما يفسر وجود هذه السوق عدم القدرة على التفاوض في العمولة لدى الأسواق الأخرى، مما يتيح الفرصة لخفض معدلات العمولة من طرف بيوت السمسرة، لكون العمليات التي تتم تكون محدودة والسماسرة غير ملزمين بعمولة محدودة ناهيك عن ميزة عدم خضوع بيوت السمسرة للرسوم كما هو الحال في البورصات ومن يعمل فيها بالتزام<sup>(1)</sup>.

## النوع الرابع: السوق الرابع

يرمز للسوق الرابع (M4) حيث يتكون من يبيعون ويشترون الأوراق المالية بكميات كبيرة كالمؤسسات الاستثمارية وكبار المستثمرين الأفراد حتى يتجنبوا دفع العمولات للسماسرة، فيتوقف الأمر على وسيط يسوي العملية من خلال الهاتف والكمبيوتر ووسائل الاتصال المتاحة، الأمر الذي يسمح بإتمام الصفقة بالسرعة الفائقة وبتكلفة أقل بكثير من غيرها، ولذلك فهذه السوق تشكل منافسا حقيقيا، حيث ستفرض على السماسرة والوسطاء تخفيض عمولاتهم والمصاريف المقبوضة ضمن السوق المنظمة للحد من المنافسة<sup>(2)</sup>.

وخلاصة القول فكل من السوق الثالث والرابع هما جزء من السوق الثانوية، وكل من هذه الأسواق سابقة الذكر تشكل أجزاء من سوق رأس المال، حيث أن لكل سوق دوره في التمويل الاقتصادي بشكل عام.

## ثالثا: العلاقة بين الأسواق الأولية والأسواق الثانوية

هناك علاقة وثيقة بين السوق الأولية والسوق الثانوية، فلا يمكن أن يكون هناك سوق للتداول دون أن تكون هناك إصدارات واسعة من خلال السوق الأولية، وكذلك لا يمكن أن يكون هناك سوق أولي (إصدار) ما لم يكن هناك سوق ثانوي، إلا أن تأثير عمل الأسواق الثانوية على عمل الأسواق الأولية يتمثل في أمور منها:

1. إن مشتري الأوراق المالية من السوق الأولية يستطيع تحويلها إلى نقود عن طريق بيعها في السوق الثانوية عند حاجته للسيولة النقدية، وهذا يشجع من لديهم فائض في الأموال على استخدام مدخراتهم في شراء الأوراق المالية من السوق الأولية، وعندما يحتاجون لهذه الأموال فإنهم يقومون ببيع الأوراق المالية في هذه السوق الثانوية، وبذلك يزداد الإقبال على شراء الأوراق المالية من السوق الأولية، والتي يمكن بيعها في السوق الثانوية عند الحاجة لقيمتها.

(1) - خالد وهيب الراوي، الاستثمار في الأوراق المالية. الأردن: دار المسيرة للطباعة والنشر، 1999، ص 91.

(2) - منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 46.



2. إنَّ تحديد السعر للأوراق المالية التي يتعامل بها في السوق الأولية يتم من خلال السوق الثانوية، إذ أنَّ مشتري الورقة المالية في السوق الأولية يعتمد في شرائه لها على سعرها المتوقع في السوق الثانوية، فالورقة المالية التي يتوقع لها سعر أعلى في السوق الثانوية يتم طلبها بكمية أكبر ويكون مستعداً لدفع أعلى سعر لها في السوق الأولية، في حين أنَّ الورقة المالية التي يتوقع لها سعر متدنٍ في السوق الثانوية، فإنَّ المشتري لها لا يطلبها بكمية كبيرة ولا يدفع لها سعراً مرتفعاً.

وبذلك فإنَّ تحديد سعر الورقة المالية في السوق الأولية يعتمد وبدرجة كبيرة على الأرباح المستقبلية للشركة، والتي يتحدّد بناءً عليها سعر الورقة في السوق الثانوية.

### الفرع الثاني: أنواع الأسواق المالية من حيث نوع الأدوات المتداولة فيها.

تنوع الأسواق المالية من حيث نوع الأدوات المتداولة فيها إلى سوق النقد وسوق رأس المال.

#### أولاً: سوق النقد (money market)

**1- تعريف سوق النقد:** عرفت السوق النقدية بأنها: «السوق الذي يتم فيه تداول أدوات الاستثمار قصيرة الأجل»<sup>(1)</sup>، وعرفت أيضاً بأنها: «أسواق الاستثمار قصيرة الأجل الذي لا يتجاوز أجل استحقاق الأوراق المالية فيها سنة واحدة»، وهذا النوع من الأسواق المالية ليس له مكان خاص ومحدد لإبرام الصفقات، وإنما يتم بواسطة السماسرة أو البنوك التجارية، إمّا مباشرة أو من خلال وسائل الاتصال المختلفة، والهدف الأساس من وجود هذا النوع من الأسواق هو تمويل الحكومة والمشروعات الإنتاجية ومدّها بالقروض.

ومن أهم الأوراق المتداولة في سوق النقد: شهادات الإيداع، الأوراق التجارية أذونات الخزنة، والقبولات المصرفية، ومن أهم مزايا سوق التّقد مرونته العالية، حيث أنَّ معظم الصفقات التي تتم تحدث بإجراءات مبسطة وبتكاليف منخفضة، بالإضافة إلى تدني درجة المخاطرة فيه، حيث أنَّ الأوراق المتداولة فيه قصيرة الأجل (سنة واحدة فأقل)، وبالتالي فإنَّ التغيرات الحادثة في الأسعار السوقية لهذه الأوراق محدودة، كما أنَّ هذه الأوراق المتداولة فيه تكون صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية؛ كالبنك المركزي للدولة، أو البنوك التجارية، ولذا فإنَّ احتمالات عدم الوفاء بالدين مستبعدة.

**2- أهمية سوق النقد:** تؤدّي السوق التّقدية دوراً هاماً على مستوى الاقتصاد المحلي، وذلك من جهتين:

- الأولى: أنَّ سوق التّقد يقوم بدور مهم في تخطيط السياسات النقدية للدولة، إذ بواسطته يتمكّن البنك المركزي من ممارسة دور فعّال في تغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل، وذلك عن طريق بيع وشراء السّنّدات قصيرة الأجل فيما يعرف بعمليات السوق المفتوحة.

- الثانية: توفر سوق التّقد على سيولة مرتفعة للأصول المالية قصيرة الأجل، وهذا يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل قصيرة الأجل، وبالتالي يزيد من سرعة دوران رؤوس الأموال للمشروعات الاقتصادية المختلفة.

(1) - طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار. عمان: دار المستقبل للنشر والتوزيع، 1997، ص 31.

## ثانيا: سوق رأس المال (Capital Market)

**1- تعريف سوق رأس المال:** عرفت سوق رأس المال بأنها: «السوق الذي يتم فيها تداول أدوات الاستثمار طويلة الأجل (أكثر من سنة)»، وعرفت أيضاً بأنها: «سوق الصفقات المالية طويلة الأجل، والتي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في شكل إصدارات طويلة الأجل». وسميت بهذا الاسم لأنها تعتبر مصدر الأموال لتمويل المشروعات المختلفة، ويعتبر هذا السوق أقل اتساعاً من السوق النقدي، لكنه في الوقت نفسه أكثر تنظيماً، حيث يتواجد فيه الوكلاء المتخصصون في الصفقات الكبيرة، مما جعل البعض يطلق عليها اسم "سوق الصفقات الكبيرة"، وإن كان يمكن أن تتم فيه صفقات صغيرة.

ومن أهم المؤسسات المالية التي تستثمر في هذا النوع من الأسواق: البنوك العقارية، البنوك التجارية، بنوك التنمية الصناعية، صناديق التأمين والشركات الاستثمارية وصناديق الاستثمار. ومن الجدير بالذكر أن الاستثمار في سوق رأس المال أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، نظراً لأن أدوات الاستثمار فيه طويلة الأجل، الأمر الذي يحتمل تغييراً في الأسعار السوقية، ومن أهم الأدوات المتداولة في سوق رأس المال: الأسهم، السندات، الصكوك الاستثمارية، الخيارات وغيرها.

**2- خصائص سوق رأس المال:** لقد تمت الإشارة سابقاً إلى أن سوق رأس المال هو سوق الأدوات المالية التي يحين استحقاقها بعد أجل طويل مما يحملها عبئاً ثقيلاً ومخاطرة كبيرة لاسيما عندما نتحدث عن الأسهم والسندات والظروف الاقتصادية ومن هنا يمكن إجمال خصائص سوق رأس المال فيما يلي<sup>(1)</sup>:

أ- من حيث العائد: يمتاز الاستثمار في سوق رأس المال بالوفرة، مما يدفع بالمستثمرين للتفكير والاهتمام بالدخل أكثر من اهتمامهم بالسيولة، ولذلك يجب أن تتوفر الأدوات الاستثمارية الأكثر عائداً وبأقل تكلفة ممكنة.

ب- من حيث التنظيم: فالتعامل في السوق المالي أكثر انتظاماً من التعامل في السوق النقدي نظراً لمحدوديته فضلاً عن كون المتعاملين فيه على درجة كبيرة من التخصص والمهارة في عقدهم.

ج- من حيث الأجل: يمتاز الاستثمار في سوق رأس المال بكونه يتعامل بالأوراق المالية ذات الأجل الطويلة، مما يتيح فرصة التمويل لكثير من المشروعات لاسيما إذا علمنا أن بعض المشروعات تتكلف في بداية عمرها الإنتاجي بكثير من المصاريف التأسيسية مما يجعل إمكانية التسديد الفوري ضعيفة الاحتمال وبالتالي تحتاج تلك المشروعات لأموال يتم سدادها بعد طول أجل .

(1)- ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي. الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع، 1999، صص 188، 189.

د- درجة المخاطرة: إذا كان العائد مرتفع فالمخاطرة كذلك ستكون عالية نظرا لقلّة السيولة عما كانت عليه في السوق النقدي، فهذا بديهي كون السندات والأسهم يتغير سعرها السوقي من زمن لآخر مما يجعل مخاطرة الأسهم تحديدا كبيرة.

ه- من حيث درجة السيولة: لنجاح سوق رأس المال لابد من توافر سوق ثانوي نشط لتوفير السيولة اللازمة وزيادة سرعة الدوران، حتى يتمكن حامل الورقة المالية من بيعها متى شاء ولو قبل تاريخ استحقاقها بزمن، وهذا بدوره يعتمد على نشاط السوق الأولي وتعدد الإصدارات الجديدة من أسهم وسندات على حد سواء.

### الفرع الثالث: أنواع الأسواق المالية من حيث فترات التعاقد (الزمن).

تنقسم الأسواق المالية من حيث فترات التعاقد إلى أسواق فورية (حالية) وأسواق مستقبلية، ويمكن توضيح ذلك فيما يلي:

#### أولا: الأسواق الفورية (الحالية).

هي تلك الأسواق التي يتم فيها عرض وتداول وتسجيل الأدوات المالية المختلفة وتعقد فيها الصفقات لتنفذ عادة بشكل فوري، كما يقصد بها أيضا تلك الأسواق التي تتعامل في أوراق مالية متوسطة وطويلة الأجل ويتم فيها تسليم وتسلم الورقة المالية محل الصفقة في نفس اليوم أو خلال فترة وجيزة لا تتعدى 48 ساعة (لا تتعدى يومين)<sup>(1)</sup>.

#### ثانيا: الأسواق المستقبلية.

وتعرف هذه الأسواق أيضا بأسواق المشتقات المالية وذلك لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات من أدوات الأسواق المالية الرئيسية (أسهم وسندات)، على أن يتم تسليم وتسلم الصفقة محل التعاقد في تاريخ لاحق (مستقبلي)، ومن أهم المشتقات المتداولة في هذه السوق هي عقود الخيارات المالية، عقود المبادلة، العقود المستقبلية والآجلة.

يوجد نوع آخر من الأسواق يسمى الأسواق الاحتكارية وتمثل هذه الأسواق في وزارة الخزانة أو البنك المركزي للدول المعنية، حيث يحتكر التعامل في أنواع معينة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة<sup>(2)</sup> وتكون هذه السوق عندما يتوفر في السوق وجود بائع وحيد يؤثر في سعر السوق ويشترط تحقيق ركنين<sup>(3)</sup>:

#### 1- وجود منتج أو بائع واحد.

(1) - هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية. الأردن: دار الصفاء للنشر والتوزيع، 2003، ص ص 84، 85.

(2) - نوزاد الهيتي، مقدمة في الأسواق المالية. طرابلس: أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية، 1998، ص 29.

(3) - محمود أمين زويل، مرجع سابق، ص 31.

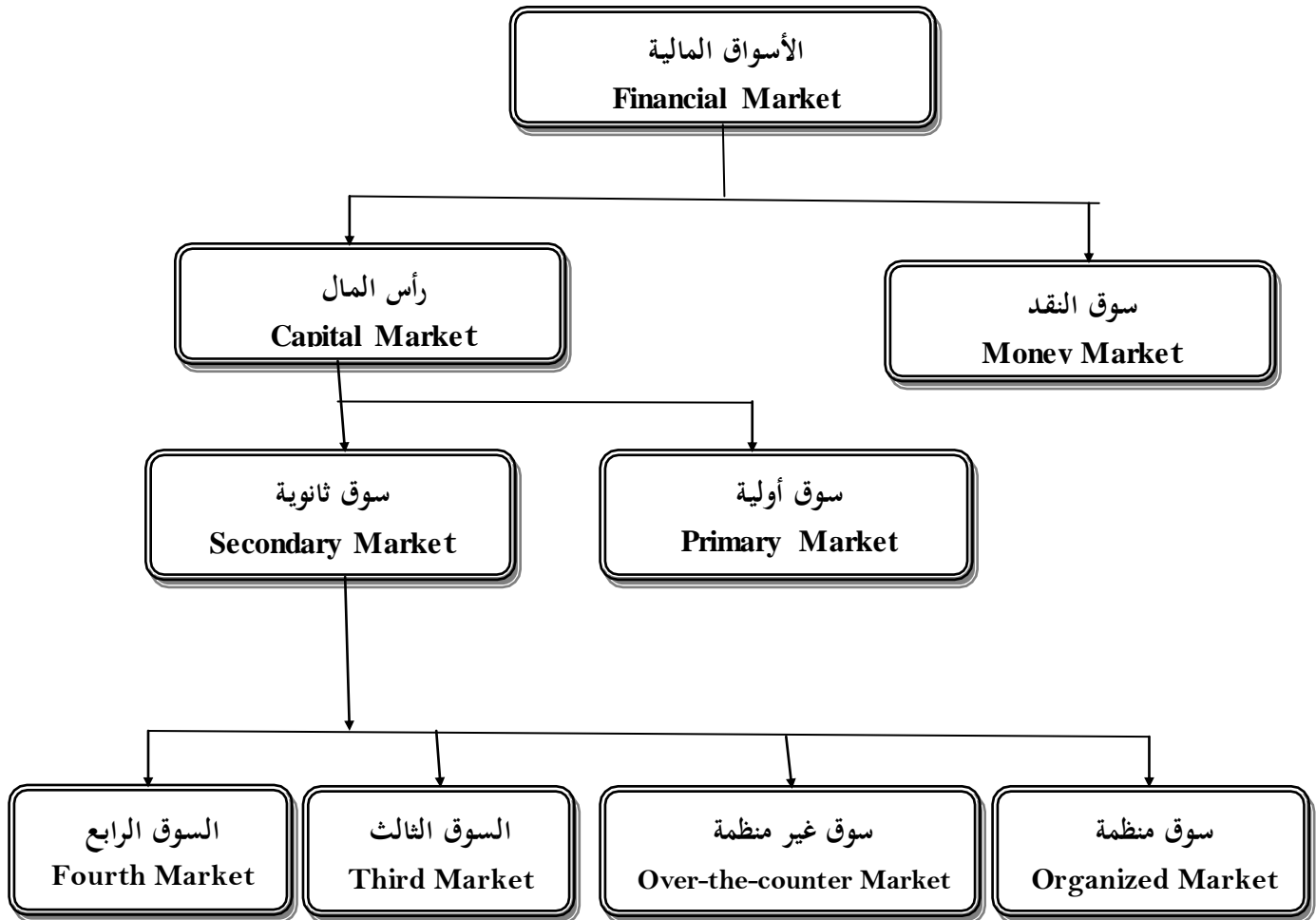
2- لا يوجد للسلعة المعروضة للبيع بديل كامل يحل محلها.

ومع توافر هذين الشرطين يسيطر المحتكر تماما على السوق من حيث سيطرته على الكمية المعروضة حيث يستطيع أن يغرق السوق بها وتسمى "سياسة الاغراق"، كما يحدث أحيانا من دول الشرق الأقصى الصناعية (تايوان، هونغ كونغ)، من إغراق الأسواق لها، رغم أن لديها بديل كامل وبأسعار لا يمكن منافستها وبالتالي تتجه الأسعار إلى الانخفاض حتى في السلع المنافسة البديلة.

وعن طريق سياسة الاغراق يسيطر البائع على السوق ويستحوذ على جميع المشتريات لمنتجاته، كما يستطيع المحتكر أن يقبض يده ويقتر في المعروض من السلعة فتتجه الأسعار إلى الارتفاع الشديد بافتراض وجود طلب عليها .

ومما يجدر ملاحظته أن المحتكر يستطيع أن يؤثر إما في الكمية أو السعر ولا يمكن أن يؤثر في الاثنين معا، ومن أمثلة سوق الاحتكار التام الكهرباء والمياه، والاتصالات.

شكل رقم 2: أنواع الأسواق المالية وموقع سوق رأس المال منها.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على المعلومات السابقة.

## المبحث الثاني: مقومات سوق رأس المال الإسلامي

نظراً للممارسات غير الأخلاقية التي تميز سوق رأس المال التقليدي، فالحاجة ماسة إلى إيجاد سوق رأس مال إسلامي كبديل شرعي للسوق الربوي ودعمه بالأدوات الاستثمارية الشرعية وخضوعه للرقابة الشرعية، والدور الهام الذي تلعبه الهندسة المالية الإسلامية في إقامة سوق رأس المال الإسلامي وتطوير أدواته.

### المطلب الأول: الحاجة إلى قيام سوق رأس مال إسلامي والرقابة الشرعية عليه.

يتطرق هذا المطلب إلى أهم الممارسات غير الأخلاقية التي تميز سوق رأس المال التقليدي، والحاجة الماسة إلى إيجاد البديل الشرعي الذي يحقق مصالح المسلمين الاقتصادية المشروعة من خلال سوق رأس مال إسلامي مدعوم بأدوات استثمارية شرعية.

**الفرع الأول: الممارسات غير الأخلاقية في سوق رأس المال التقليدي وأهمية إيجاد سوق رأس مال إسلامي ودعمه بالأدوات الاستثمارية الشرعية.**

يعنى هذا الفرع بتوضيح الممارسات غير الأخلاقية في سوق رأس المال التقليدي وأهمية إيجاد سوق رأس مال إسلامي ودعمه بالأدوات الاستثمارية الشرعية.

### أولاً: الممارسات غير الأخلاقية في سوق رأس المال التقليدي.

يعتبر سوق رأس المال سوقاً مثالياً تتحقق فيه المنافسة الحرة وتحدد فيه الأسعار وفقاً لقانون الطلب والعرض، ولكن لجوء بعض الأطراف إلى نوع مشبوه من الممارسات قصد الربح السريع أو قصد إزاحة الأطراف المنافسة في سوق رأس المال التقليدي، وهي تصرفات غير مقبولة شرعاً وقد لاقت جدلاً واسعاً، يمكن حصر أهمها فيما يلي<sup>(1)</sup>:

**1- البيع الصوري أو المظهري:** 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 أوراقاً مالية صورياً لابنه أو أحد أفراد أسرته، ومن صورته 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 للأسهم التي يمتلكها فيقوم بالاتفاق مع أشخاص آخرين لبيعها صورياً لهم بسعر أعلى من السعر الجاري، ثم يقوم هؤلاء الأشخاص في نفس اليوم بإعادة بيعها له، مثل هذه الممارسات من شأنها أن توهي بتزايد التعامل على تلك الأسهم، وهو ما قد يعتبره بعض المستثمرين مؤشراً على تحسين في 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

(1) - حسين شحاتة، عطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية (البورصة). مصر: مكتبة التقوى، الطبعة الأولى، 2001، ص 54.

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 صورياً إلى شخص آخر بسعر أقل من السعر المحدد الذي سبق أن اشتراها به، محققاً خسائر دفترية تخصم من إيراداته قبل حساب الضريبة، ولمواجهة هذا النوع من الغش والتدليس صدرت تشريعات تقتضي باعتبار التلاعب في الأسعار بصورة مختلفة - ومن بينها البيع المظهري - جريمة يعاقب مرتكبها بالغرامة أو السجن أو هما معاً.

**2- الشراء بغرض الاحتكار:** يقصد بالشراء لغرض الاحتكار قيام شخص ما بالعمل على شراء كل الكميات المعروضة من الورقة المالية، 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 الورقية يحقق ربحاً مضموناً.

**3- استغلال ثقة العملاء:** يقصد باستغلال ثقة العملاء الممارسات غير الأخلاقية من قبل السمسار تجاه أحد عملائه وذلك بإبرام صفقات نيابة عنه، أو تشجيعه على إبرام الصفقات دون أن يكون في ذلك مصلحة له، حيث يحصل السمسار على عمولة السمسرة من صفقات البيع والشراء التي يبرمها لعملائه سواء كانت تلك الصفقات مربحة أو غير مربحة، وكلما زادت الصفقات عدداً وقيمة كلما زادت حصيلة السمسرة باختصار يهدف السمسار من تلك الممارسات غير الأخلاقية إلى ابتزاز العميل لا أكثر ولا أقل.

**4- اتفاقيات التلاعب:** اتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق المالية تتم بواسطة شخصين أو أكثر، وتهدف أحداث 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 الآخرون برأس المال، وقد يعين مدير يتولى تنفيذ الاتفاقية ويوجد نوعين من الاتفاقيات: اتفاقيات المتاجرة، واتفاقيات الاختيار.

ثانياً: أهمية إيجاد سوق رأس مال إسلامي ودعمه بالأدوات الاستثمارية الشرعية<sup>(1)</sup>:

إن وجود سوق رأس مال إسلامي تتمتع بكافة العناصر والأدوات الاستثمارية التي يمكن تسهيلها بشكل سريع يعد ضرورة حيوية هامة في الحديث عن الأفاق المستقبلية للعمل المالي والمصرفي الإسلامي، حيث أن توافر أدوات استثمارية شرعية لاستثمار فوائض الأموال وسد الفجوات في سوق رأس المال الإسلامي قد أصبح ضرورة ملحة.

ويكمن نجاح أي سوق في أسواق المال في قدرته على تخصيص الموارد المالية بكفاءة عالية وتوجيهها لتمويل مشروعات القطاع العام طويلة الأمد ومشروعات القطاع الخاص في مجالي الإنتاج والخدمات، ولهذا السبب تلعب أسواق رأس المال النشطة دوراً مهماً في تقليل المخاطر وحفز النمو الاقتصادي، ولما كانت البنوك

(1) - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق. بيروت: مؤسسة الرسالة ناشرون، الطبعة الأولى، 1429هـ/2008م، ص223.

والمؤسسات المالية الإسلامية لا تستطيع ولوج سوق رأس المال التقليدي، وذلك لعدم انضباط ذلك السوق بالضوابط الشرعية، فإن وجود سوق رأس مال خاص بها يصبح في غاية الأهمية، والمحاولات القليلة نسبياً لإصدار صكوك (سندات) إسلامية، رغم نجاحها، فإنها واجهت معضلة غياب السوق الثانوية التي تسمح بتداول تلك الأوراق المالية<sup>(1)</sup>.

ومما يؤكد أهمية إيجاد سوق رأس مال إسلامي ما انتهى إليه المشاركون من قرارات وتوصيات في الندوة الأولى للسوق المالية المعقدة بالرباط سنة 1986 بين البنك الإسلامي للتنمية وجمع الفقه الإسلامي<sup>(2)</sup>:

1. في ضوء ما هو مقرر في الشريعة الإسلامية من الحث على الكسب الحلال واستثمار المال وتنمية المدخرات، ولما لأسواق رأس المال من دور في تداول الأموال وتنشيط استثمارها، فإن العناية بأمر هذه الأسواق هي من تمام إقامة الواجب في حفظ المال وتنميته، باعتبار ذلك أحد مقاصد الشريعة، وباعتبار ما يستتبعه هذا من التعاون لسد الحاجات العامة وأداء ما في المال من حقوق دينية أو دنيوية.

2. ترجع أهمية سوق رأس المال الإسلامي إلى أنها تمثل فرصة هامة جداً لكل مستثمر مسلم، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته، وذلك من خلال تنوع محفظته المالية، واختبار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحاً ومشروعية. كما يمثل سوق رأس المال الإسلامي محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال وتمويل المشروعات البناء والناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة إنتاج الطيبات في المجتمع<sup>(3)</sup>.

3. إن الاهتمام بدراسة أسواق رأس المال في العصر الحاضر والبحث في أحكامها يلي حاجة ماسة لتعريف الناس بفقه دينهم في المستجدات العصرية، ويتلاقى مع الجهود الأصيلة لفقهاء الشريعة الإسلامية في بيان أحكام المعاملات المالية وبخاصة أحكام السوق ونظام الحسبة على الأسواق.

4. إن أهمية سوق رأس المال لا تقتصر على السوق الأولية (سوق الإصدارات) بل تشمل الأسواق الثانوية أيضاً، لأنها تتيح للمستثمرين المتعاملين فيها أن يعاودوا دخول السوق الأولية، كما أن وجودها يشكل فرصة للحصول على السيولة وهو بدوره يشجع على الإقدام على توظيف المال في الأسواق الأولية ثقة بإمكان الخروج منها عند الحاجة.

(1) - بشير عمر محمد فضل الله، تجربة البنك الإسلامي للتنمية في دعم التنمية في الدول الإسلامية والتحديات المستقبلية التي تواجه الصناعة المصرفية الإسلامية، منتدى الفكر الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي، جدة، المملكة العربية السعودية، 13 ربيع الأول 1427هـ/ 11 أبريل 2006م، ص22.

(2) - عبد الكريم قندوز، مرجع سابق، ص223.

(3) - جاسم علي سالم الشامسي، سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجامع الفقهية الإسلامية بين الأمل والواقع، المؤتمر الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص5.

5. إن أسس الاستثمار الإسلامي تقوم على المشاركة في الأعباء وتحمل المخاطر، ونظام المشاركة لا تنتج عنه مديونية، وإن المديونية العالمية التي تعاني منها الشعوب والأفراد هي نتيجة ما هو غالب في التعامل المالي والأسواق المالية من نظام الاقتراض الربوي للحصول على المال، وإن تحمل المخاطر وإلغاء فوائد الديون (الربا) لأن الالتزام بتحريم الفوائد يوجه المدخرات كلها إلى أوراق مالية تمثل حقوق ملكية مشتركة.

### الفرع الثاني: مفهوم سوق رأس المال الإسلامي وضوابطه الشرعية.

أولاً: مفهوم سوق رأس المال الإسلامي.

**1- تعريف سوق رأس المال الإسلامي:** يطلق مصطلح سوق رأس المال بمعناه الضيق على سوق أو بورصة الأوراق المالية، كما يطلق بمعناه الواسع على مجموع التدفقات المالية في المجتمع سواء كانت لآجال قصيرة أو متوسطة أو طويلة بين أفرادهم ومؤسساتهم وقطاعاتهم، وفي ضوء هذا المعنى الواسع فإن سوق رأس المال لا تنحصر في مكان محدد وإنما في معاملات محددة، ومن هنا فإن مصطلح سوق رأس المال الإسلامي، يمكن أن يتضمن المعاملات المالية المنضبطة بالضوابط الشرعية<sup>(1)</sup>.

ومن المعلوم أن تحقق المعنى الضيق يرتبط بتحقيق المعنى الواسع، فلن توجد أسواق رأس مال إسلامية ما لم توجد أوراق مالية إسلامية، ولن توجد هذه الأوراق ما لم توجد مؤسسات مالية إسلامية تصدرها، وبنك مركزي إسلامي أو جهاز مركزي إسلامي يمنح ترخيصاً بإصدارها، وهكذا يمكن القول أن سوق رأس المال تشمل على البنك المركزي والبنوك التجارية وشركات التأمين وشركات الاستثمار المالي والمؤسسات المالية وبورصات الأوراق المالية وكافة المؤسسات التي تتعامل مع التدفقات المالية، ولكي تكون سوق رأس المال إسلامية فينبغي أن تخضع هذه المؤسسات والبنوك للضوابط الشرعية<sup>(2)</sup>.

إن سوق رأس المال الإسلامي بما يمكن أن تتضمنه من أدوات إسلامية متقدمة مثل عقود الخيارات والمستقبلات والعقود الآجلة بعد تطويرها بما يتفق والشريعة الإسلامية، سوف تسهم في تطوير نوعية العمل المصرفي الإسلامي، بما يؤدي إلى زيادة الكفاءة والعدالة، وبالتالي زيادة معدلات النمو والرفاهية.

**2- مبادئ سوق رأس المال الإسلامي:** سوق رأس المال هي إحدى أجهزة الوساطة المالية المهمة في الاقتصاديات المعاصرة، لأنها توفر للمستثمر الضمان والسيولة والربحية والتوازن بين هذه الأهداف وهو طموح أي مستثمر، ولهذا السبب اهتم الباحثون في الاقتصاد الإسلامي بهذه الأسواق، وذلك باستحداث أدوات

(1) - كمال توفيق خطاب، نحو سوق مالية إسلامية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الثالث / للاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، 2005 ص3.

(2) - المرجع السابق، ص3.



متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، لكي يتسنى لجمهور المتعاملين المسلمين التعامل مع سوق رأس المال بدلا من حرمانهم من فوائدها ومميزاتها، وفيما يلي أهم مبادئ سوق رأس المال الإسلامي<sup>(1)</sup>:

1. الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية: عنى الإسلام بالسوق ووضع لها ضوابط تشريعية وأخلاقية منها منع كل عقد يؤدي إلى الربا والظلم والغرز والغبن والتدليس، وفلسفة الإسلام في ذلك أنها شروط أساسية للمنافسة الكفؤة الشريفة، وبطبيعة الحال ينطبق هذا المبدأ على سوق رأس المال الإسلامي، أي السوق المنضبطة بالضوابط الشرعية، ولم يتدخل الإسلام بآلية السوق (العرض والطلب) لأنها من الحريات الطبيعية التي أقرتها الشريعة الإسلامية كشرط مكمل لأداء السوق بكفاءة.

ب- الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي: في أسواق رأس المال التقليدية تكثر المضاربات غير الأخلاقية من بعض المتعاملين بسوق رأس المال التقليدي، فيقومون بشراء الأوراق المالية وبيعها ليس بغرض الاستثمار، ولكن بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم، وهذا ما يؤدي إلى ظهور ميول احتكارية في هذه الأسواق، لكن في سوق رأس المال الإسلامي لا توجد مثل هذه المضاربات لأن الناظر في العقود الإسلامية يرى أنها عقود تهدف إلى الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي مثل المشاركات والبيوع والإجازات وغيرها من العقود، بالإضافة إلى ذلك فإن الإسلام قد حرم الاحتكار.

ج- المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية: إن من شروط تحقيق قيمة مضافة في الاقتصاد أن تكون الاستثمارات فيه حقيقية، وهذا ما تتميز به سوق رأس المال الإسلامي، وهو مبدأ مهم من مبادئ الاقتصاد الإسلامي، حيث أنه لا يوجد تناقض بين الأهداف الكلية للمجتمع في التنمية الاقتصادية وآلية تعامل الأفراد في السوق الإسلامية.

### ثانيا: الضوابط الشرعية لسوق رأس المال الإسلامي.

يهتم الإسلام بأن يكون الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي بعيدا عن الممارسات غير الأخلاقية لذلك فقد وضع من الموازين ما يحقق لها الاستقرار، والنماء عن طريق ضوابط شرعية مجتمعة فيما يلي<sup>(2)</sup>:

- 1- أن تكون الأدوات المالية الاستثمارية المتداولة في السوق جائزة شرعا.
  - 2- أن تكون عمليات السوق خالية من المحظورات الشرعية.
  - 3- أن تكون كفاءة التشغيل في سوق رأس المال الإسلامي عالية بما يحقق المصالح المرجوة وذلك عن طريق<sup>(3)</sup>:
- أ- وجود مكان معلوم.

(1)- أحمد محمد محمود نصار، الأسواق المالية الإسلامية: مبادئها وأدواتها،

http://www.kantakji.com/figh/files/market/135.com تاريخ الاطلاع: 2010/11/04.

(2) - أحمد أسعد أحمد المسعودي، متطلبات إنشاء سوق إسلامية في ليبيا- دراسة ميدانية - أطروحة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة دكتوراه الفلسفة في التمويل والمصارف، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، الأردن، 2009، ص 48 .

(3) - أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية إسلامية. مصر: دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، الطبعة الأولى، 1427/2006، ص33.

ب- اتصال البائعين والمشتريين بسهولة ويسر.

ج- اتجاه الأدوات المالية المتداولة نحو التساوي أو اتخاذ وضعها السليم بسرعة وسهولة.

4- حرية المنافسة: وتظهر هذه الحرية في أسواق المال عن طريق التقاء قوى العرض والطلب، لاتخاذ أسعار الأوراق المالية المتداولة بها والتنافس المشروع بين المتعاملين في سوق رأس المال، فالأصل في الشريعة الإسلامية، عدم التدخل بفرض سعر معين للسلع المتداولة في الأسواق، حيث إن التعامل في الشريعة الإسلامية مبني على الحرية، وعلى صحة ما يتراضى عليه المتعاقدان، وفي هذا منع للضرر الذي يعيق حركة التعامل في الأسواق، فضلا عن الضرر الذي يتعرض له أصحاب السلع والمنتجات، قال الله تعالى: ﴿ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُم بَيْنَكُم بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ بِيحَارَةً مِّنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ <sup>(1)</sup> .

5- الإفصاح Disclosur: نظرا لاتساع نطاق الشركات وانفصال ملكيتها عن إدارتها، أصبح الإفصاح الدوري عن مركزها المالي ضرورة من ضرورات العصر في العلاقات المالية ومن وسائل الإفصاح: نشر القوائم المالية للشركة وإرسالها للمساهمين، والرقابة الخارجية عليها عن طريق مكاتب المحاسبة، وبيان حجم المبيعات، الطلب الكلي ودراسة توقعات السوق، ومشكلات التسويق، وكذلك بيان هيكل الإدارة وصلاحياتها، وأساليب اتخاذ القرار وملائمة المشروع، ونسب ربحيته أو خسارته إلى رأس المال الحقيقي، فضلا عن اتخاذ المسؤولية والجزاء على إخفاء أو تحريف المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها مع حماية أصحاب الأموال واسترداد حقوقهم عند ظهور التقصير أو التعدي، وقد حرص الإسلام حرصا بالغا على الإفصاح والدليل على ذلك قوله صلى الله عليه وسلم: «البيعان بالخيار ما لم يتفرقا، أو قال حتى يتفرقا، فإن صدقا وبينا بورك لهما في بيعهما، وإن كتما وكذبا محقت بركة بيعهم»<sup>(2)</sup>، كما يقصد بالإفصاح بيان المعاملات التي يمكن أن تؤديها الأدوات المالية الإسلامية التي يتم ابتكارها أو حتى تطويرها، وذلك لسد الثغرات التي يمكن أن ينفذ منها المتلاعبون أو المضاربون لاستخدام تلك الأدوات لتحقيق غايات لم تكن تهدف إليها أصلا أو التحايل على الربا أو القمار<sup>(3)</sup>.

6- تحريم المقامرة (الميسر): فالنشاط الرئيس لسوق رأس المال يتحول بفعل سلوك المقامرين على ارتفاع أو هبوط الأسعار من الاستثمار الحقيقي إلى عمليات صورية، يؤجل فيها كلا طرفي المعوضة، وهي الثمن والسلعة سعيا وراء انتهاز الفرص الناشئة عن تغيرات الأسعار، فإن صحت توقعاتهم ربحوا وإن لم تصح انتكسوا، وهذا فقد قادت المقامرة إلى سلوكات ضارة لكسب فروق الأسعار بالإشاعات الكاذبة، اعتمادا على حساسية السوق تجاه هذه الإشاعات، وأيضا من خلال عمليات الإحراج التي تعتمد على حبس الأوراق المالية من نوع واحد في يد واحدة، ثم التحكم في السوق بعد ذلك، ومن ثم لا يجد المتعاملون في هذه النوعية من الأوراق

(1) - سورة النساء، الآية 29.

(2) - رواه مسلم.

(3) - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية. المملكة العربية السعودية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد 20، العدد2، 1428هـ/2008م، ص34.

المالية ما يوفون به التزاماتهم التي حان أجلها، وبالتالي يخضعون لتحكم هؤلاء المحتكرين ويشترون هذه الأوراق بالأسعار التي يفرضونها<sup>(1)</sup>، وعلى حد قول كينز تحول سوق رأس المال من سوق حرة تحسن تخصيص الموارد إلى ناد للقمار يلعب فيه المقامرون بمقدرات الأمم الاقتصادية<sup>(2)</sup>، فمن أجل ذلك منعت الشريعة الإسلامية المقامرة، يقول الله تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِنَّمَا الْخَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَامُ رِجْسٌ مِّنْ عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ﴾<sup>(3)</sup>.

7- تحريم الربا: يظهر الربا واضحا في سوق رأس المال التقليدي عن طريق الشراء في هذه السوق بالاقتراض من البنوك، وعادة ما يكون القرض نسبة من قيمة الأوراق المالية، وهو ما يسمى بالشراء الهامشي أو الحدي فإذا كان الهامش المطلوب للاقتراض على الأوراق المالية 70%، فإن البنوك التي تمويل شراء الأوراق المالية تقرض 30% من سعر الشراء والمشتري يدفع نقدا 70% من هذا السعر، والمستثمر هنا يتوقع أن ترتفع أسعار الأوراق المالية حتى يقوم ببيع الأوراق المالية التي اشتراها محققا من وراء ذلك ربحا، وإذا لم تصدق توقعاته سيتحمل خسائر فادحة، ولم يبلغ أمر أراد الإسلام إبطاله من أمور الجاهلية ما بلغ الربا من تفضيع، ولا بلغ من التهديد في اللفظ والمعنى ما بلغ أمر الربا، فقال تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنتُمْ مُؤْمِنِينَ فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ﴾<sup>(4)</sup>.

8- تحريم النجش\*: يظهر النجش في سوق رأس المال التقليدي عن طريق الإشاعات الكاذبة، والأوامر المتقابلة التي تهدف إلى إيجاد حركة مصطنعة في الطلب والعرض على الأوراق المالية في السوق واستغلال الظواهر النفسية لجماهير المتعاملين في السوق، الذي يتحركون بغريزة الخوف لا بدافع العقل، والشريعة الإسلامية ترفض هذا الخداع.

9- تحريم الاحتكار<sup>(5)</sup>: فالاحتكار في سوق رأس المال يظهر بما يسمى عمليات الإحراج، والتي يسعى عن طريقها المضاربون لجمع وحبس الصكوك ذات النوع الواحد في يد واحدة، ثم التحكم في السوق واستغلال حاجة المتعاملين في السوق تعاملًا آجلا للوفاء بالتزامهم، عن طريق فرض سعر معين عليهم بالنسبة لهذه الصكوك، وقد منعت الشريعة الإسلامية الاحتكار وجعلته محرما.

(1) - أشرف محمد دوابه، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية. مصر: دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، الطبعة الأولى، 1427/2006، ص279.

(2) - يوسف كمال محمد، المصرفية الإسلامية الأزمة والمخارج. القاهرة: دار القلم للنشر والتوزيع، 1422هـ/2005م، صص 234، 235.

(3) - سورة المائدة، آية 90.

(4) - سورة البقرة، آية 278، 279.

\* يكون بيع النجش عن طريق طرف ثالث غير البائع والمشتري، يسمى "الناجش" وهو الذي يزيد في ثمن السلعة، ليخدع غيره بزيادته دون قصد الشراء، وقصد الناجش هو تعزيز المشتري وإيهامه بأن السلعة تساوي مبلغا معينا للإضرار به.

(5) - أشرف محمد دوابه، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص283.

10- تحريم الغرر: الغرر يطلق على البيوع التي تحتوي على جهالة وخذاع، والتي لا يوثق في الوجود أو الحصول أو الأجل وتؤدي إلى الغبن، فقد يكون المبيع محتمل الحصول وعدمه، وفي بعض الصور غير محدد في نوعه ومقداره، وفي بعضها مجهول الحالة والصفة جريا وراء ربح يزيد عن الحد في مقابل خسارة تفوق المعتاد تتوقف على تحديد النتيجة<sup>(1)</sup>، وقد حرمته الشريعة الإسلامية أيضا، ويظهر الغرر في سوق رأس المال في العمليات التي تتم فيه دون إحضار الأوراق المالية موضوع التعامل، ويتم التعامل بغرض فروق الأسعار، فلا البائع يستلم ما باعه ولا المشتري يستلم ما اشتراه، كما أن الثمن في العقود الأصلية يؤجل إلى موعد التصفية، ولا يدفع في مجلس العقد.

فمن طريق هذه الضوابط تسهم سوق رأس المال الإسلامي في تحقيق مقاصد الشريعة وأهدافها بشكل عام، عن طريق معاملاتها المتداولة، كجزء من النشاط التمويلي الذي تقوم به والاستثمارات التي تدعو إليها.

**الفرع الثالث: خصائص، وظائف وكفاءة سوق رأس المال الإسلامي.**

يعنى هذا الفرع بتوضيح خصائص، وظائف وكفاءة سوق رأس المال الإسلامي.

**أولاً: خصائص سوق رأس المال الإسلامي<sup>(2)</sup>:** من أهم خصائص سوق رأس المال الإسلامي ما يلي:

- 1- إنها سوق تنعدم فيها المضاربة في الأوراق المالية، وذلك بسبب المنع الشرعي لكثير من المعاملات التي تعد مجالا لعمليات المضاربة، وبسبب تدخل السياسة المالية والعملة، بينما تفرض عبئا بسيطا على الامتلاك طويل الأجل للأدوات المالية بدافع الاستثمار.
- 2- إنها سوق تهتم بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ، وتعد أن معيار كفاءة الأسواق المالية هو مدى تمويلها للمشروعات المنتجة الجديدة.
- 3- إنها 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.
- 4- إنها سوق خالية من الاحتكارات والمعلومات المضللة، التي تؤثر في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها.

**ثانياً: وظائف سوق رأس المال الإسلامي:**

يمكن لسوق رأس المال الإسلامي أن يؤدي الوظائف التالية<sup>(3)</sup>:

- 1- تنويع مصادر التمويل طويلة الأجل أمام البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية وبالتالي المساهمة في تصحيح تجربة المصرفية الإسلامية، مما يمكنها من استثمار أموالها استثمارا طويلا الأجل، وبما يساهم في تحقيق أهدافها لتنمية، ورغبتها في الموازنة بين الربحية والسيولة والأمان<sup>(4)</sup>.

(1) - يوسف كمال محمد، فقه الاقتصاد النقدي - النقود - المصارف - البورصات. القاهرة: دار القلم للنشر والتوزيع، 2002، ص ص 278، 279.

(2) - أحمد أسعد أحمد المسعودي، المرجع السابق، ص 53.

(3) - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 227.

(4) - أشرف محمد دوابه، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 290.

- 2- تدعيم الاستثمار طويل الأجل عن طريق تطوير أساليب الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية من خلال الاعتماد على سوق الإصدار وسوق التداول في أسواق رأس المال.
- 3- من خلال سوق الإصدار يسعى سوق رأس المال الإسلامي إلى الاستثمار المادي بطرح العديد من الأدوات المالية للاكتتاب العام، والمتمثلة في: شهادات الاستثمار القابلة للتداول، وثائق صناديق الاستثمار، أسهم شركات التأجير التمويلي، أسهم شركات رأس المال المخاطر.
- 4- من خلال سوق التداول يسعى سوق رأس المال الإسلامي إلى:
  - أ- تداول الأدوات المالية التي يتم إصدارها في سوق الإصدار.
  - ب- الاستثمار المالي من خلال:
  - ج- إنشاء صناديق استثمار القيم المنقولة
  - د- إدارة وتكوين محفظة أوراق مالية
- 5- تنوع الخيارات الاستثمارية أمام المدخرين للاستثمار الشرعي الخالي من شبهة الربا، وبما يتناسب مع حاجتهم لتحقيق الربحية والسيولة والأمان.
- 6- الحرص على سلامة عقود الخيارات والعقود الآجلة والمستقبلية من الناحية الشرعية، وبعدها عن المخالفات الشرعية أو الشبهات.<sup>(1)</sup>

### ثالثاً: كفاءة سوق رأس المال الإسلامي.

إن مفهوم الكفاءة في سوق رأس المال له العديد من التعريفات، أهمها بأن الكفاءة في سوق رأس المال يعني بما مدى توفر المعلومات للمستثمرين من سرعة وجودها وسهولة الحصول عليها وقلة تكلفتها، بحيث تعكس الأوراق المالية المتبادلة القيم الحقيقية للأصول المالية، وأن تكون حركة الأموال بسهولة وسرعة ودقة<sup>2</sup>. وللكفاءة نوعان هما:

أ- الكفاءة الخارجية: وتعني بتوفر المعلومات للمتعاملين وسهولة الحصول عليها وقلة تكلفتها، وإلى أي مدى تنعكس تلك المعلومات على الأسعار، وتقرب قيم الأوراق المالية من قيمتها الحقيقية، بحيث يصعب الحصول على أرباح غير عادية.

ب- الكفاءة الداخلية: وتعني بخفض تكاليف التبادل للحد الأدنى، وحرية الدخول إلى الأسواق وارتفاع أعداد المتعاملين والوسطاء مما يؤدي إلى ارتفاع مستوى المنافسة.

كيف تتحقق الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال في الاقتصاد الإسلامي<sup>(3)</sup>:

(1)- كمال توفيق حطاب، مرجع سابق، ص31.

(2)- هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية. الإسكندرية: منشأة المعارف للتوزيع، 1999ص05.

(3)- عبد الله بن محمد الرزين - <http://www.darululoom> 2010-04-05

إن القواعد العامة التي جاءت بها تعاليم الإسلام والضوابط الشرعية العامة التي لا بد من وجودها ومراعاتها عند إجراء العمليات المالية كفيلة جميعها بوجود سوق رأس مال منضبطة اقتصاديا واجتماعيا. وإذا ما أريد توضيح ذلك على نوعي الكفاءة سنجد أن الاقتصاد الإسلامي يسعى لتحقيقهما اعتمادا على مبادئه الرئيسية في التعاملات، ويمكن إجمال القول في ذلك كما يلي:

#### أ- على مستوى الكفاءة الخارجية:

يتجلى ذلك في عناية الاقتصاد الإسلامي بمنع الربا والعمل على تطبيق نظام المشتريات النقدية، كما أن إشهار المعلومات، والإفصاح المالي عن الشركات المساهمة سيكون لها الأثر البارز في عمل سوق رأس المال في الاقتصاد الإسلامي، كما أن سعي الاقتصاد الإسلامي إلى العمل على إتاحة التفاعل بين قوى العرض والطلب - كما سيلاحظ في الكفاءة الداخلية - يعمل على الاقتراب أو الحصول على الأسعار العادلة والتي تعبر إلى حد كبير عن الأسعار الحقيقية.

#### ب- على مستوى الكفاءة الداخلية:

من المبادئ الأساسية في الاقتصاد الإسلامي في تنظيم الأسواق مبدأ كفاءة دخول السوق ببسر وسهولة، وكذلك النهي عن الاحتكار والتحذير منه، وكلا المبدئين يتيح التفاعل المباشر بين قوى العرض والطلب في سوق السلع العينية، الأمر الذي يعمل على الاقتراب أو الحصول على الأسعار العادلة، كما أن وجود عدد كبير من المتعاملين يعمل على خفض تكاليف التبادل الناتج عن التنافس بين الوسطاء في الأسواق.

ويجب التنبيه أن تطبيق مبدأ حرية دخول السوق قد يترتب عليه مقدار من الغرر والجهالة في التبادل بين المتعاملين بسبب عدم اتصاف الكثير من المتعاملين بالرشد الاقتصادي، مما يتطلب تقييد عملية التداول ووجود هيئة استشارية تقدم خدماتها مجانا أو بأسعار رمزية .

ويقترح أحد الاقتصاديين بعض الخصائص التي ينبغي أن تتصف بها سوق رأس المال الإسلامي حتى تتمكن من أداء دورها بكفاءة وفاعلية<sup>(1)</sup>:

1- تبعية سوق رأس المال للسوق الحقيقية، وذلك حتى تسود المعرفة الاقتصادية الحقيقية في توجيه تحركات الأسهم.

2- استناد القيم السوقية على توقعات المدى البعيد، بدلا من تقلبات المدى القريب، وفي ذلك تقليل لالتجاهات المضاربة البحتة وتشجيع للاستثمارات ذات الأجل الطويل.

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

(1) - المرجع السابق.

مع الإشارة أخيراً إلى أن سوق رأس المال الإسلامي بما يمكن أن تشتمل عليه من أدوات مالية إسلامية ستبقى دوماً بحاجة إلى الابتكار والإبداع من أجل أن تقوم بالدور الاقتصادي المؤمل منها، وهذا يعني ضمناً أن يبقى الدور الأساسي للهندسة المالية الإسلامية والذي يمكن أن يسهم في ضمان فعالية سوق رأس المال الإسلامي ومنافستها للأسواق المالية في الدول المتطورة.

**الفرع الرابع: الرقابة الشرعية على سوق رأس المال الإسلامي.**

**أولاً: مشروعية مراقبة الدولة لسوق رأس المال الإسلامي.**

**1- مفهوم مراقبة الدولة لسوق رأس المال الإسلامي.**

يراد بمراقبة سوق رأس المال الإشراف على السوق وما يصدر فيها من أدوات مالية، وما يجري فيها من معاملات على تلك الأدوات، من حيث اتفاقها مع أحكام الشريعة الإسلامية والتزام المتعاملين فيها بما تصدره الجهات المختصة من إجراءات تنظيمية تكفل الحقوق واستقرار الأسعار.

والمراقبة بهذا المعنى هي نوع من أنواع الحسبة\* على الأسواق، حيث تعتبر هذه الأخيرة رقابة إدارية تقوم بها الدولة عن طريق موظفين خاصين على نشاط الأفراد في مجال الأخلاق والدين والاقتصاد، أي في المجال الاجتماعي بوجه عام، تحقيقاً للعدل والفضيلة وفقاً للمبادئ المقررة في الشرع الإسلامي وللأعراف المألوفة في كل بيئة وزمن<sup>(1)</sup>.

وهي ولاية من الولايات الشرعية ووظيفة من وظائف الدولة المسلمة، يجب على إمام المسلمين أن ينصب لها من أهل العلم والخبرة والصلاح من يقوم بها ويتولى وظائفها ومهامها، إذ بذلك حفظ للدين الذي هو أهم ما يلزم الإمام من أمور الأمة، ومما يدل على لزوم الحسبة على الأسواق والإشراف عليها في حق الدولة ممثلة في الإمام ونوابه قوله صلى الله عليه وسلم: «ألا كلكم راع وكلكم مسؤول عن رعيته، فالإمام الذي على الناس راع وهو مسؤول عن رعيته، والرجل راع على أهل بيته وهو مسؤول عن رعيته، والمرأة راعية على أهل بيت زوجها وولده وهي مسؤولة عنهم، وعبد الرجل راع على مال سيده وهو مسؤول عنه، ألا فكلكم راع وكلكم مسؤول عن رعيته».

**2- مشروعية مراقبة الدولة لسوق رأس المال الإسلامي.**

ونظراً لأهمية الحسبة والمراقبة على الأسواق، وما يترتب على ذلك من إشاعة التعامل بالمعاملات الشرعية الصحيحة ومنع التعامل بالمعاملات المحرمة، فقد باشرها النبي صلى الله عليه وسلم بنفسه، حيث مر

\* لقد عرفها شيخ الإسلام ابن تيمية في مؤلفه الحسبة بأنها: الأمر بالمعروف إذا ظهر تركه، والنهي عن المنكر إذا ظهر فعله، وزاد بعضهم: وإصلاح بين الناس.

(1) - د. محمود محمد بابلي، ولاية الحسبة في الإسلام،

<http://www.darululoom-deoband.com/arabic/magazine/1182076366/fix4sub3file.htm>

تاريخ الإطلاع: 2010/07/19.

على صبرة طعام فأدخل يده فيها فنالت أصابعه بللا، فقال: ما هذا يا صاحب الطعام، قال: أصابته السماء يا رسول الله، قال: أفلا جعلته فوق الطعام كي يراه الناس، من غش فليس مني<sup>(1)</sup>.

هنا تظهر مشروعية المراقبة والإشراف على أسواق رأس المال المعاصرة من قبل الدولة، إذ هي سوق من الأسواق وإن لم تتقيد بمكان، وذلك أن المقصود بالإشراف على ما يجري فيها من معاملات، لا المكان الذي تجري فيه تلك المعاملات.

والمقصود من الإشراف عليها ضبط التعامل فيها بما يحقق العدل بين المتعاملين، ويوصل إليهم حقوقهم وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية الغراء، وتستند مهمة الرقابة والإشراف على أسواق رأس المال في العصر الحاضر إلى هيئات مستقلة أو جهات حكومية، وكل ذلك سائغ شرعا إذا روعي في ذلك أن يكون القائمون عليها من أهل الكفاية في دينهم وعلمهم وخبرتهم، وأن تنطلق فيما يصدر عنها من تنظيمات أو قرارات من أحكام الشريعة الإسلامية<sup>(2)</sup>.

**ثانيا: جوانب الرقابة الشرعية على سوق رأس المال الإسلامي.**

ينقسم سوق رأس المال إلى عدة أقسام أهمها: السوق الأولية التي يتم من خلالها إصدار الأدوات المالية الجديدة، والسوق الثانوية التي يتم فيها تداول بيع وشراء تلك الأدوات، وعلى ذلك فإن الرقابة الشرعية على سوق رأس المال تكون في جانبين<sup>(3)</sup>:

- الجانب الأول: مراقبة إصدار الأدوات المالية.

- الجانب الثاني: مراقبة تداول الأدوات المالية.

أما في الجانب الأول فإن الرقابة تكون بالنظر في سلامة الأدوات المالية التي يتم إصدارها من المحاذير الشرعية كالربا وأكل أموال الناس بالباطل، وحيث يصدر في سوق رأس المال أدوات الملكية كالأسهم وأدوات الدين كالسندات وأدوات أخرى مستحدثة، فإنه يشترط في الأسهم التي هي حصص شائعة في موجودات شركات المساهمة، أن تكون شروط إصدارها متفقة مع أحكام وقواعد الشركة المقررة في الاقتصاد الإسلامي ومن ذلك أن يكون لها نصيبا شائعا في الربح، لا مبلغا معيناً ولا نسبة محددة من رأس مال الشركة، كما يشترط في أدوات الاقتراض أن لا تتضمن شروط إصدارها رد القرض بأكثر منه، أو نحو ذلك مما فيه منفعة للمقرض، لأن ذلك من الربا المحرم\*.

أما في الجانب الثاني وهو مراقبة تداول الأدوات المالية فيراد بذلك مراقبة المعاملات التي تتم في سوق رأس المال الإسلامي من حيث مشروعية تلك المعاملات وخلوها من الربا والقمار والجهالة والغرر وبيع الدين بالدين، وغير ذلك من المحاذير الشرعية، كذلك مراقبة الأسعار واتخاذ الإجراءات التي تحول دون الارتفاع أو

(1) - أخرجه مسلم في صحيحه عن أبي هريرة.

(2) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص98.

(3) - المرجع السابق، ص99.

\* سيأتي مزيد من التفصيل عن الأدوات المالية التي يتم إصدارها وتداولها في سوق رأس المال الإسلامي في الفصل التالي.



الانخفاض غير المبرر في الأسعار، مثل نشر المعلومات عن الشركات لعموم المتعاملين بعد التأكد من صحتها وتكذيب الشائعات عنها قبل انتشارها، ومنع المعاملات غير الحقيقية التي يراد بها التأثير على الأسعار، ومن ذلك تحديد ساعات التداول في اليوم تسهيلا للمراقبة، ووضع حدود سعرية لانخفاض وارتفاع أسعار التداول في اليوم الواحد.

### المطلب الثاني: صناعة الهندسة المالية الإسلامية لتطوير سوق رأس المال الإسلامي.

إن الحاجة ماسة لما يسمى بالهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي، حيث يتخصص مجموعة من الباحثين والتمرسين في تصميم وابتكار أدوات مالية تجمع ما بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية العملية، والناظر في واقع التغيرات الاقتصادية اليوم يجد أن الاقتصاد العالمي يبحث عن بدائل وحلول جديدة ونماذج مغايرة لما اعتاد عليها، والفرصة مهيأة الآن أكثر من ذي قبل لتقدم النموذج البديل لسوق رأس المال التقليدي المضطرب ودور الهندسة المالية الإسلامية في إقامته وتطوير أدواته.

### الفرع الأول: دور الهندسة المالية الإسلامية في إقامة سوق رأس المال الإسلامي وتطوير أدواته.

سيتم التطرق في هذا الفرع إلى دور الهندسة المالية الإسلامية في إقامة سوق رأس المال الإسلامي وتطوير أدواته.

### أولاً: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية Islamic Financial Engineering

يمكن تعريف الهندسة المالية الإسلامية على أنها: «مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، إضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل، وكل ذلك في إطار توجيهات الشرع الإسلامي»<sup>(1)</sup>.

هذا التعريف مطابق لتعريف الهندسة المالية التقليدية، إلا أنه أضاف عنصراً جديداً هو أنه يأخذ بعين الاعتبار ضرورة أن يكون موافقاً للشريعة الإسلامية، هذا التعريف يشير إلى أن الهندسة المالية الإسلامية تتضمن العناصر التالية:

- 1- ابتكار أدوات مالية جديدة.
- 2- ابتكار آليات تمويلية جديدة.
- 3- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع.
- 4- أن تكون الابتكارات المشار إليها سابقاً، سواء في الأدوات أو العمليات التمويلية موافقة للشرع مع الابتعاد بأكبر قدر ممكن عن الاختلافات الفقهية، مما يميزها بالمصداقية الشرعية.

(1) - فتح الرحمان علي محمد صالح، أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل الهندسة المالية الإسلامية. مجلة المصرفي، العدد 26 بنك السودان، الخرطوم، ديسمبر 2002. ص 06.

ثانياً: أهمية الهندسة المالية الإسلامية<sup>(1)</sup>:

تحتاج المؤسسات المالية الإسلامية دوماً إلى الاحتفاظ بتشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية تمكنها من إدارة سيولتها بصورة مريحة، بالإضافة إلى توفيرها للمرونة المناسبة للاستجابة لمتغيرات البيئة الاقتصادية، ومن هنا تبرز أهمية الهندسة المالية كأداة مناسبة لإيجاد حلول مبتكرة وأدوات مالية جديدة تجمع بين موجهات الشرع الحنيف واعتبارات الكفاءة الاقتصادية، وفي هذه الفترة بالذات والتي شهد فيها تغيرات جذرية هائلة تمثلت في تغير أسلوب إدارة الموارد الاقتصادية إلى النمط الاقتصادي الحر، إلى جانب ترابط أسواق التمويل الدولية بفعل ثورة الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات، فإن ذلك يفرض ضغوطاً تنافسية حادة تكون غير متكافئة بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، وبالذات في أسواق التمويل، ويستدعي ذلك بالضرورة تطوير منتجات مالية إسلامية مستحدثة تضمن للمؤسسات قدراً من المرونة ونصيبياً سوقياً وافراً يساعدها على الاستمرار بفعالية.

ثالثاً: دور الهندسة المالية الإسلامية في إقامة سوق رأس المال الإسلامي وتطوير أدواته:

يمكن توضيح دور الهندسة المالية الإسلامية في إقامة سوق رأس المال الإسلامي وتطويرها، وذلك من خلال الجوانب التالية<sup>(2)</sup>:

- 1- يحتاج سوق رأس المال الإسلامي إلى تنوع في الأوراق المالية المتداولة: دور الهندسة المالية الإسلامية هنا هو ابتكار الأدوات التي تسهل التعاملات من جهة كما تطور وتبتكر أوراق مالية تحقق الكفاءة الاقتصادية من جهة وتتوافق مع الشريعة الإسلامية.
- 2- يحتاج سوق رأس المال إلى مؤسسات مالية متطورة ودور الهندسة المالية الإسلامية سيكون هو ابتكار الطرق والعمليات التمويلية التي تضمن لهذه المؤسسات المالية القدرة التنافسية من جهة، ومن جهة أخرى ضمان تدخل فعال لهذه المؤسسات في هذه الأسواق، سواء من خلال التحوط أو إدارة المخاطر.
- 3- تطوير مؤشر إسلامي.

رابعاً: محددات الهندسة المالية الإسلامية في تطوير أدوات سوق رأس المال الإسلامي:

لا بد من الإشارة إلى أنه لا يمكن اعتبار الأداة أو الآلية التي يتم ابتكارها أو تطويرها من خلال الهندسة المالية الإسلامية إسلامية إلا في حال توفر ثلاثة شروط هي<sup>(3)</sup>:

(1)-محمد كريم قروف، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، 23/24 فيفري 2011، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، ص12/11.

(2) -عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص226.

(3)-عبد الرحمن يسري أحمد، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل. الإسكندرية: الدار الجامعية، 2001م، ص426.

1. الالتزام بشرط المشاركة في الربح والخسارة في نص واضح كامل لا يقبل التأويل وذلك على أساس القواعد الشرعية المعمول بها في عقود المضاربة والشركات، وهذا الشرط يعتبر ضرورياً لكنه غير كاف، بمعنى أن الالتزام به ضرورة إسلامية لا تقبل الجدل، ولكنه لا يكفي في حد ذاته لكي تصبح الورقة أو الأداة المالية المبتكرة إسلامية فعلاً في مجال التطبيق.
2. أن لا يعاد دفع الموارد المعبأة عن طريق الأوراق والأدوات المالية (التي أصدرت على أساس التخلي عن شرط الفائدة) إلى مؤسسات لا تعمل وفق الشريعة الإسلامية، أو شركات تتعامل بنظام الفائدة في كل تعاملاتها، كما لا يجب استثمار الموارد النقدية للأوراق والأدوات المالية الإسلامية في مشروعات تدر عوائد متفق عليها مقدماً على سبيل التأكيد مع عدم المشاركة في مخاطرة النشاط الذي يدر هذه العوائد، فمثل هذه العوائد لا تختلف عن الفوائد وإن سميت أرباحاً.
3. ضرورة استثمار الموارد التمويلية للأوراق في مشروعات لها أوليات واضحة في مجال المصلحة العامة للمجتمع الإسلامي.

الفرع الثاني: مؤسسات البنية التحتية الداعمة للصناعة المالية الإسلامية والعمل المصرفي الإسلامي  
أولاً: مؤسسات البنية التحتية الداعمة للصناعة المالية الإسلامية<sup>(1)</sup>:

شهدت الصناعة المالية الإسلامية في السنوات الأخيرة تأسيس العديد من المؤسسات الدولية الداعمة التي تعكس عالمية هذه الصناعة، ومن أهمها في الوقت الحالي:

1. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (Accounting And Auditing Organisation For Islamic Financial Institutions) (AAOIFI)<sup>(2)</sup>: تم تأسيسها في أول صفر 1410 هـ الموافق لـ 26 فيفري 1990م في الجزائر، وتم تسجيلها في دولة البحرين في 11 رمضان 1411 هـ الموافق لـ 27 مارس 1991م، بصفتها هيئة مالية ذات شخصية معنوية مستقلة لا تسعى للربح، ومن أهدافها تطوير معايير الصناعة المالية والمصرفية الإسلامية، وكذا تطوير فكر المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، عن طريق التدريب وعقد الندوات وإصدار النشرات وإعداد البحوث والمعايير الشرعية لجهات الرقابة الإشرافية، ولها مجلس شرعي عدد أعضائه عشرون عضواً من أشهر علماء وفقهاء العالم الإسلامي، وتتجاوز عضوية الهيئة 155 مؤسسة مالية من أكثر من 40 دولة، وقد أصدرت الهيئة ثلاثين معياراً شرعياً لجميع المنتجات الإسلامية، بالإضافة إلى معايير محاسبية إسلامية.

مجلس الخدمات المالية الإسلامية (Islamic Financial Services Board) (IFSB): هو هيئة دولية تضع معايير لتطوير وتعزيز صناعة الخدمات المالية الإسلامية وذلك بإصدار معايير رقابية ومبادئ إرشادية لهذه الصناعة التي تضم بصفة عامة قطاع البنوك، سوق المال، والتكافل (التأمين الإسلامي)، ويعد مجلس الخدمات

(1) - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 146.

(2) - موقع هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، تاريخ الإطلاع: 2010/07/17 <http://www.aaofi.com>

المالية الإسلامية أبحاثاً تتعلق بهذه الصناعة، وينظم ندوات ومؤتمرات علمية للسلطات الرقابية وأصحاب الاهتمام بهذه الصناعة، وقد صدر قانون عام 2002م في ماليزيا بإنشائه كمنظمة دولية ذات امتيازات خاصة، وافتتحت أعماله في نوفمبر 2002م<sup>(1)</sup>، ركّز هذا المجلس أيضاً على تنمية وتطوير أدوات وصكوك إدارة المخاطر الإسلامية من خلال التدريب على البحوث والمساعدة التقنية<sup>(2)</sup>.

2. السوق المالي الإسلامي الدولي (International Islamic Financial Market) (IIFM)<sup>(3)</sup>: هذا الجهاز إداري مهمته تطوير وتنمية وتوجيه السوق المالي الإسلامي الدولي واعتماد الأدوات المالية المتداولة والترويج للفكرة في المحافل الدولية والمصرفية، صدر مرسوم ملكي في مملكة البحرين برقم 23 لسنة 2002 بتأسيسه كشخصية اعتبارية في 1423 /06/02 هـ الموافق 2002/08/11م.

3. المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية (General Council For Islamic Banks And Financial Institutions) (CIBAFI)<sup>(4)</sup>: هذا الجهاز هو بمثابة اتحاد مهني للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية يستهدف التعريف والتوثيق للعمل المصرفي الإسلامي وتمثيل مصالح مؤسساته علمياً، وقد انبثق كتطور طبيعي لاجتماعات البنك الإسلامي للتنمية مع البنوك الإسلامية خلال (17 عاماً)، وصدر المرسوم الملكي في مملكة البحرين برقم 23 لسنة 2001م الموافق 6 محرم 1422 هـ بالموافقة على الاتفاق بشأن المقر بين حكومة دولة البحرين والمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية.

4. مركز إدارة السيولة المالية (Liquidity Management Center)<sup>(5)</sup>: أنشأت كشركة مساهمة بحرينية رأس مالها المدفوع (20) عشرون مليون دولار أمريكي والمصرح به 200 مليون دولار أمريكي وسجلت في وزارة التجارة بمملكة البحرين في 1423/05/19 هـ الموافق 2002/07/29م، يعمل هذا المركز كذراع تشغيل للسوق المالية الإسلامية الدولية في سعيها لإيجاد سوق بينية تجعل باستطاعة المؤسسات المالية الإسلامية إدارة موجوداتها والتزاماتها بفعالية، ويوجد مركز إدارة السيولة المالية فرص استثمار قصيرة الأجل تتماشى مع الشريعة من خلال توفير أدوات تمويل تقوم على الموجودات وتتمتع بالسيولة والتداول والتي ستستخدم فيها المؤسسات المالية الإسلامية فوائض سيولتها، كما سيساعد في استقطاب وتصكيك الموجودات والمتاجرة في الصكوك من خلال عر أسعار البيع والشراء لهذه الصكوك.

(1) - موقع مجلس الخدمات المالية الإسلامية، تاريخ الإطلاع: 2010/07/17 <http://www.ifs.org>

(2) - zeti akhtar aziz, **islamic banking and finance progress and prospects**, collected speeches : 2000-2005, (kuala lampur : Bank Negara Malaysia), 2005, p 61-63

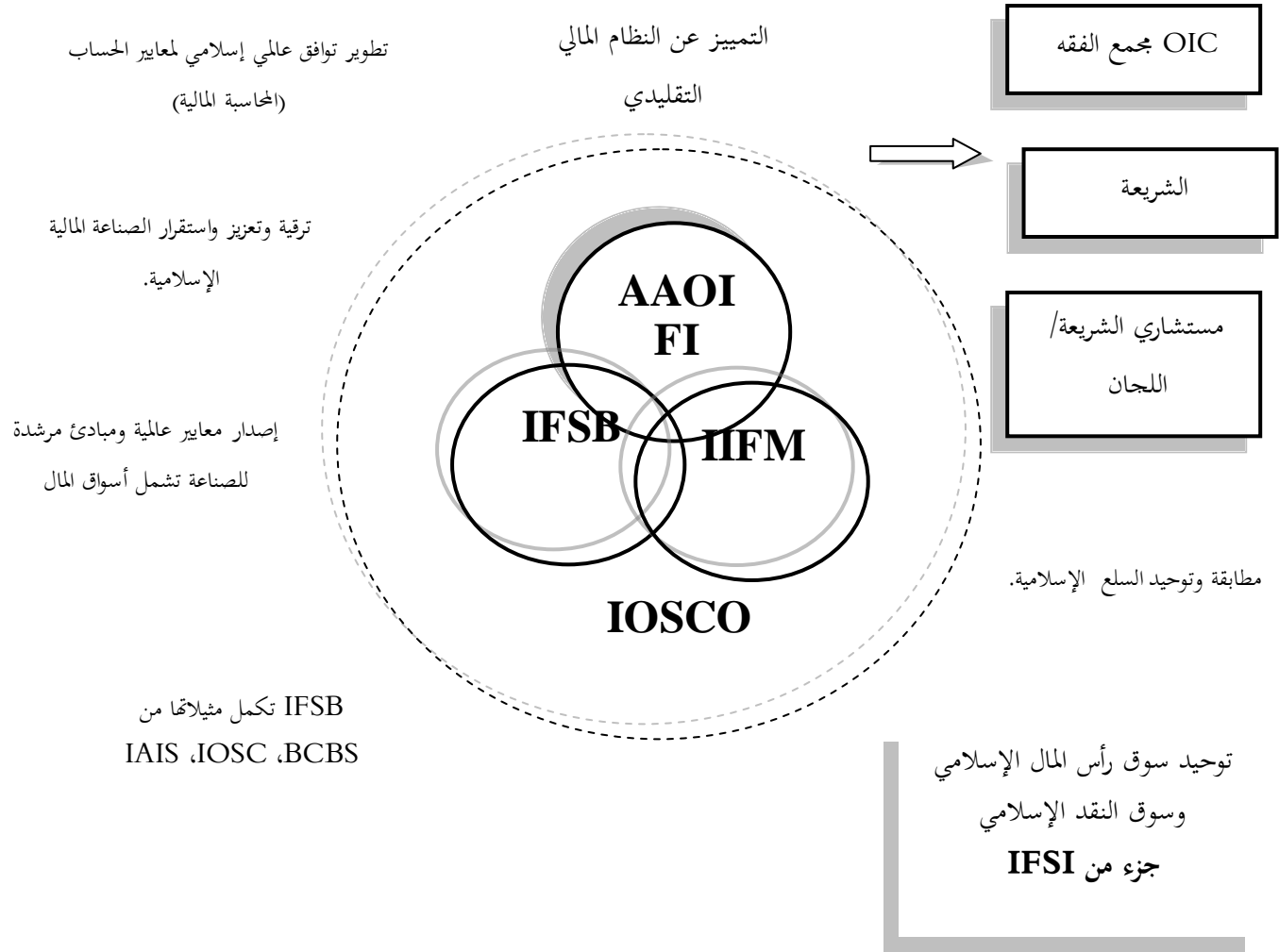
(3) - موقع السوق المالي الإسلامي الدولي - <http://www.iifm.net> تاريخ الإطلاع: 2010/07/17

(4) - موقع المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية / <http://www.ci bafi.org> تاريخ الإطلاع: 2010/07/17

(5) - محمد عمر شابرا وحبيب أحمد، الإدارة المؤسسية في المؤسسات المالية الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب - عضو مجموعة البنك الإسلامي للتنمية -، ورقة مناسبات (6)، الطبعة الأولى، 1427هـ/2006م، ص 93.

5. الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف الائتماني: اقتضت الطبيعة الخاصة للمؤسسات المالية الإسلامية أن تتضافر جهودها لإنشاء هذه الوكالة للقيام بمهام التصنيف الائتماني لهذه المؤسسات ولا يخفى أن التصنيف يعتبر مؤشرا ضروريا للحكم على أداء وكفاءة المؤسسات المالية، وقد وثق عقد تأسيس الوكالة كشركة مساهمة بحرينية لدى كاتب العدل في 18/08/1423 هـ الموافق 21/10/2001م برأس مال مصرح به قدر بتسعة ملايين دولار أمريكي والمدفوع 945,000 دولار فقط.

الشكل رقم 3: الإطار التنظيمي العالمي (الدولي) لسوق رأس المال الإسلامي<sup>(1)</sup>:



(1)- Wan rizaidy wan M saufi. **Regulating the Islamic capital market**. Bursa Malaysia. 2010, p08

ثانيا: مؤسسات البنية التحتية الداعمة للعمل المصرفي الإسلامي<sup>(1)</sup>:

1. المركز الإسلامي الدولي للتحكيم التجاري\*: لاستكمال منظومة مؤسسات العمل التمويلي الإسلامي، قام البنك الإسلامي للتنمية بالتعاون مع دولة الإمارات العربية المتحدة والمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية في إنشاء المركز المشار إليه وقد تم ذلك في عام 2003م ومقره دبي بدولة الإمارات العربية المتحدة، وكما يشير الاسم فإن الهدف الرئيس للمركز هو التوسط وحل المنازعات المالية والتجارية التي تطرأ بين مؤسسات التمويل الإسلامي، أو بينها وبين أطراف أخرى، والتي يجب أن تضبطها الأحكام الشرعية، وقد اتخذت الجمعية العمومية للمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية في اجتماعها السنوي في عاصمة كازاخستان في 1424/07/04هـ الموافق 2003/09/01م قرار بالموافقة على إنشائه.

2- المركز الدولي للجودة والتطهير المالي.

3- المركز الدولي للتدريب والبحوث والدراسات المالية الإسلامية.

4- المركز الدولي للفتوى والرقابة الشرعية.

الفرع الثالث: الجوانب المتعلقة بتصنيف المؤسسات المالية الإسلامية والتحديات التي تواجهها.

أولاً: الجوانب المتعلقة بتصنيف المؤسسات المالية الإسلامية (شركات التأمين، وشركات الوساطة المالية الإسلامية، وصناديق الاستثمار).

إن عدد مؤسسات الأسهم المتخصصة، والمؤسسات التي تقوم بتقديم أسهم رأسمالية من خلال سوق رأس المال قليل جدا في الدول الإسلامية، وتوجه كثير من المؤسسات المالية في الدول الإسلامية جزءا كبيرا من مواردها إلى الأسواق المالية في البلدان الصناعية، ونظرا لأهمية رأس المال في المدى الطويل لتحقيق النمو الاقتصادي فإن إنشاء مؤسسات توفر أسهما - رأسمالية - يعتبر شرطا أساسيا لنجاح التمويل الإسلامي، إن على المؤسسات المالية الإسلامية أن تضع في اعتبارها التطورات التي حدثت في الأسواق المالية الدولية، ففي جميع أرجاء العالم يهجر آلاف المدخرين حسابات البنوك التقليدية والسندات الحكومية ذات العائد المنخفض ونتيجة لذلك تشهد أسواق الأسهم معدلات مرتفعة من النمو، لأن التحدي الذي تمثله هذه التطورات للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية يقتضي منها إعداد نفسها بسرعة للدخول في أسواق الأسهم التي يتزايد نشاطها وينمو بسرعة<sup>(2)</sup>.

(1) - بشير عمر محمد فضل الله، مرجع سابق، ص 21.

\* طرح البنك الإسلامي للتنمية بالتعاون مع المجلس العام للمؤسسات المالية الإسلامية فكرة إنشاء المركز الدولي الإسلامي للمصالحة والتحكيم التجاري على الاجتماع الذي عقد في الجزائر عام 2002م

(2) - منور إقبال وأوصاف أحمد وطارق الله خان، التحديات التي تواجه العمل المصرفي الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، الطبعة الثانية، 2001م، ص ص 44،45.

كما أن هناك بعض الجوانب التي يجب النظر إليها عند التحقق من الجودة الشرعية لهذه المؤسسات كشركات التأمين، وشركات الوساطة المالية الإسلامية وصناديق الاستثمار.

### 1- ما يراعى بشأن الجوانب الشرعية لشركات التأمين الإسلامية<sup>(1)</sup>:

- أ - وجود هيئة شرعية، عدد أعضائها، جهة تعيينها، دورية اجتماعاتها، الوقت المخصص لذلك ومحاضرها.
  - ب - علاقة الهيئة بإدارة المؤسسة، وجهة تلقي تقاريرها وعلاقتها بكل من مجلس الإدارة والجمعية العمومية.
  - ج - عملية المراجعة الشرعية من حيث مواعيدها، الخطط والوسائل المصممة لاكتشاف المخالفات، وتصحيحها وطرح البدائل الشرعية.
  - د - الرقابة الشرعية الداخلية: وجودها وعدد المراقبين، مؤهلاتهم، وتقاريرهم.
  - هـ - التدريب وبرامجه ومستواه وكميته وجدواه.
  - و - دور الهيئة في حساب الزكاة أو إخراجها.
  - ز - تجسيد الهوية الإسلامية للمؤسسة.
  - ح - إجراءات تطهير المكاسب مما يشوبها.
  - ط - كيفية استثمار أموال محفظة التأمين.
  - ي - طريقة معالجة الفائض التأميني.
  - ك - طريقة معالجة العجز في التعويضات.
- ### 2- ما يراعى بشأن شركات الوساطة المالية<sup>(2)</sup>:

- أ - وجود هيئة شرعية، عدد أعضائها، جهة تعيينها، دورية اجتماعاتها، الوقت المخصص لذلك ومحاضرها.
- ب - علاقة هيئة إدارة المؤسسة، وجهة تلقي تقاريرها وعلاقتها بكل من مجلس الإدارة والجمعية العمومية.
- ج - عملية المراجعة الشرعية من حيث مواعيدها، الخطط والوسائل المصممة لاكتشاف المخالفات، تصحيحها وطرح البدائل الشرعية.
- د - معايير وضوابط تصنيف الشركات المساهمة المختلطة بالحرام والتي تتبعها الشركة إذا ما أرادت الاستثمار في شركات مختلطة.
- هـ - معايير وضوابط التخلص من الحرام.
- و - معايير وضوابط تداول أسهم الشركات ووحدات الصناديق والصكوك الاستثمارية.

(1) - منصور علي القضاة، التصنيف الشرعي لمنتجات المؤسسات المالية الإسلامية ودوره في تطوير أدائها. أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن، 2009م، ص 75.

(2) - المرجع السابق، ص 76.



- ز - نطاق هذه الضوابط\*، والمرجعية المعتمدة\*\*، للضوابط والذي تعتمد عليه هيئة الرقابة الشرعية للشركة.
- ح - المعايير المستخدمة سواء في مجال المحاسبة أو الضبط الشرعي.
- ط - التدريب وبرامجه ومستواه وكميته وجدواه.
- ي - دور الهيئة في حساب الزكاة أو إخراجها.
- 3- ما يراعى بشأن صناديق الاستثمار<sup>(1)</sup>:
- أ - وجود هيئة شرعية، وعدد أعضائها، وجهة تعيينها، ودورية اجتماعاتها، والوقت المخصص لذلك ومحاضرها، ومراعاة الضوابط الشرعية التي تضعها الهيئة لتداول أسهم الشركات و وحدات الصناديق الاستثمارية<sup>(2)</sup>.
- ب - الرقابة الشرعية الداخلية، وجودها وعدد المراقبين، مؤهلاتهم، تقاريرهم، والأدلة المعتمدة لإجراءات الرقابة، والمستوى النوعي لها.
- ج - التحقق من الالتزام بتجنب النشاطات الممنوعة، بعد تكوين قائمة يعدها القائمون على الصندوق لاستثمارات ليس في نشاطها الأساسي ما هو محرم، وضالة عنصر الحرام في الاقتراض والإيداع، والعبرة بما تقرر الهيئة الشرعية في تلك القائمة.
- د - دور الهيئة في حساب الزكاة أو إخراجها، والنظر في وجوه الصرف أيضا.
- هـ - المصلحة الاجتماعية مثل العناية بالمؤسسات الصغيرة و المستهلكين.
- و - إجراءات تطهير المكاسب مما يشوبها.
- ز - قيام مدير الصندوق بإجراءات تطهير المكاسب.
- ح - إبراز الهوية الإسلامية في التسويق والتنويه بقرارات الهيئة.
- ط - مستوى نشرة الصندوق ووثائق الإصدار ووضوح شروط الإصدار للمكاتبين إضافة إلى الضوابط الشرعية الصادرة عن الهيئة.
- وتتمثل النقاط السابقة إجراءات عمل المصنف الشرعي، ويجب عدم إغفال أي منها لأهميتها في التأثير في درجة التصنيف الشرعي للمؤسسة أو الصندوق.

\* المقصود هنا مثلا الاستثمار والتجارة بالأسهم هل تقوم به الشركة بنفسها أو بواسطة غيرها أو وكالة لغيرها كوكالة بأجر أو مضاربة أو غير ذلك.

\*\* يقصد بذلك ما هي المرجعية المعتمدة في تحديد مثلا نسبة النشاط المحرم هل هي قوائم مالية مدققة أم غير مدققة والتكرار المعتمد (سنوية، نصف سنوية، ربع سنوية، آخر ثلاث سنوات مالية).

(1) - منصور علي القضاة، مرجع سابق، ص77.

(2) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، الضوابط الشرعية لتداول أسهم الشركات و وحدات الصناديق المشتملة على ديون ونقود، الملتقى الفقهي الأول لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، الأردن، 27 جوان 2002م، ص33.

ثانيا: التحديات التي تواجه المؤسسات المالية الإسلامية وسوق رأس المال الإسلامي

1. التحديات التي تواجه المؤسسات المالية الإسلامية: انتشرت المؤسسات المالية الإسلامية علميا حتى صارت واقعا فرض نفسه في ساحة الاقتصاد العالمي، وقد واجهت هذه المؤسسات في مسيرتها تحديات ومعوقات حالت دون تحقيقها لأهدافها التنموية بالقدر المأمول<sup>(1)</sup>، ومن هذه التحديات التي تواجه الصناعة المالية الإسلامية بشكل عام ما يلي<sup>(2)</sup>:

2. باستثناء مجموعة من المؤسسات الإسلامية خاصة الحديثة، فإن معظمها يعاني من صغر ومحدودية حجم رأسمالها، ولما كان حجم رأس المال يمثل عنصرا أساسيا في القدرة على المنافسة مع مؤسسات التمويل الأخرى، فإنه يتوجب على المؤسسات المالية الإسلامية أن تسعى حثيثا إلى زيادة رأسمالها أو الدخول في عملية الاندماجات لتكون مؤسسات مالية قادرة على المنافسة والثبات علميا، ويزداد الوضع إلحاحا في ظل الإقبال الكبير للبنوك التقليدية لفتح فروع إسلامية أو بنوك كاملة تابعة لها.

ب- للسبب أعلاه ولكون معظم موارد المؤسسات الإسلامية التجارية هي موارد قصيرة الأجل، فإنها تنجح إلى التمويل قصير الأجل في مجالات تمويل التجارة ونحوها، ويبقى الطلب على التمويل متوسطا وطويل الأجل لصالح المشروعات الإنتاجية والخدمية غير مغطى من قبل هذه المؤسسات، مما يضعف قدرته على التنافس في هذه السوق، فإن التحدي يكمل في قدرة هذه المؤسسات على ابتكار أدوات مالية لسد هذه الفجوة، تستعمل لتعبئة موارد من السوق لهذا الغرض، ونجاحها في إيجاد وسائل كفؤة لإدارة السيولة.

ج- ضعف قدرة إدارات البحوث التابعة للمؤسسات الإسلامية على تطوير أدوات مالية وفق أحكام الشريعة الإسلامية، تمثل أوعية لاستيعاب السيولة، وتستجيب للطلب المتزايد على التمويل الإسلامي، فالمنتجات المالية الإسلامية المتداولة حاليا للتمويل قصير الأجل المتمثلة في المراجعة ومشترقاتها، وتلك التي تعنى بالتمويل متوسط وطويل الأجل كالمشاركة والإجارة والبيع لأجل والاستصناع وبيع السلم ونحو ذلك، لا تفي بالحاجة المتزايدة لمثل هذا النوع من التمويل ولعجز مؤسسات التمويل الإسلامي عن القيام بهذا الدور، وقد اتجهت بعض البنوك التقليدية إلى فتح نوافذ ومنتجات إسلامية تحتاج إلى كثير من المراجعة في الجوانب الشرعية.

د- ضعف دور هيئات الرقابة الشرعية في مواكبة التطورات المتسارعة في الصناعة المالية الإسلامية وانتشار البنوك، والأسواق والمؤسسات المالية الإسلامية بمعدل لم يسبق له مثيل في العالم.

1. تعاني البنوك والأسواق والمؤسسات المالية الإسلامية من نقص في الكوادر المؤهلة والمدربة في مجال الصيرفة والتمويل الإسلامي ومجهودات التدريب، التي تتم سواء على مستوى معاهدة التدريب وإدارات التدريب لتلك البنوك لا تفي إلا بالقليل، وعليه فإنه من المناسب أن تضع هذه المؤسسات

(1) - أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص 03.

(2) - بشير عمر محمد فضل الله، مرجع سابق، ص 21.

برنامجا موحدًا للتدريب، تشترك كلها في تمويله لتطوير الكوادر البشرية بطريقة علمية، وفي هذا الخصوص فإنه من الأهمية بمكان أن تتبادل هذه المؤسسات خبراتها، وتجاربها مع بعضها بعضًا لاسيما الناشئة منها، عن طريق نظام انتداب الموظفين بما من شأنه نقل الخبرات وتبادلها بين تلك المؤسسات، إضافة إلى ضرورة توحيد الفتاوى والمعايير المحاسبية لتلبية لمقتضيات التعامل في سوق رأس المال الإسلامي للخروج بتلك المؤسسات إلى فضاء العالمية.

2. تحديات تواجه سوق رأس المال الإسلامي: يمكن إيجاز أهم التحديات التي تواجه نشاط سوق رأس المال الإسلامي فيما يلي<sup>(1)</sup>:

أ- ضعف الروابط القانونية والفنية والتكنولوجية بين أسواق رأس المال الإسلامية.  
ب- محدودية المنتجات الإسلامية المبتكرة والمجازة شرعًا، وعدم تغيير الأنظمة الضريبية وقوانين الاستثمار غير المناسبة لنشاطها، وبطء معالجة التفاوت في هذه الأنظمة والقوانين من بلد إلى آخر.  
ج- فقدان الإطار الذي يتلاقى في عرض الأموال المتوافرة لدى العالم الإسلامي مع عنصر الطلب على تلك الأموال، ضمن نطاق الأرضية المشتركة للتلاقي المباشر بين المستثمرين وطالبي التمويل.  
د- غياب عملة موحدة للتعامل المباشر دون الحاجة إلى وسطاء الدفع والتغطية، والتحويل والتداول في معظم البلدان العربية والإسلامية.

د- يكمن نجاح أي سوق من أسواق المال في قدرته على تخصيص الموارد المالية بكفاءة عالية، وتوجيهها لتمويل مشروعات القطاع العام طويلة الأمد ومشروعات القطاع الخاص في مجالي الإنتاج والخدمات، ولهذا السبب يمارس سوق رأس المال النشط دورًا مهمًا في تقليل المخاطر وحفز النمو الاقتصادي، ولما كانت البنوك الإسلامية لا تستطيع ولوج سوق رأس المال التقليدي، وذلك لعدم انضباط ذلك السوق بالضوابط الشرعية، فإن وجود سوق رأس المال الإسلامي في غاية الأهمية، والمحاولات القليلة نسبيًا لإصدار صكوك إسلامية رغم نجاحها، فإنها واجهت معضلة غياب السوق الثانوية التي تسمح بتداول الأدوات المالية الإسلامية<sup>(2)</sup>.

ويشهد القرن الحادي والعشرون دراسات وبحوثًا لتوحيد نشاطات أسواق رأس المال الإسلامية من قبل بعض الدول العربية والإسلامية، لأن في توحيد الأسواق مصلحة عامة بحيث تسهل التقاء عرض الأموال مع الطلب عليها، الأمر الذي قد يؤدي إلى زوال مديونية العالم العربي للعالم الغربي، حيث إن الموجودات الأجنبية للعالم العربي في الخارج تفوق ما على العالم العربي من ديون هائلة للعالم الغربي، فبوجود سوق مالية إسلامية نشطة موحدة الإجراءات والقوانين يسهل انتقال هذه الموجودات إلى العالم العربي على شكل استثمارات عن

(1) - أحمد أسعد أحمد المسعودي، مرجع سابق، ص 85.

(2) - بشير عمر محمد فضل الله، مرجع سابق، ص 21.

طريق الأدوات المالية الإسلامية، ومن أهم الأمور التي تساعد على التغلب على التحديات التي تواجه أسواق رأس المال الإسلامية ما يلي<sup>(1)</sup>:

- أ- إيجاد عملة موحدة مثل الدينار الإسلامي، وهو وحدة حسابية تسهل تسويق الإصدارات من الأدوات المستحدثة، بحيث لا يتأثر الاستثمار في هذه الأوراق بالتقلبات الحادة في أسعار صرف العملات.
- ب- إصدار تشريعات وقوانين من قبل الدول الإسلامية والعربية للتعامل مع الأدوات المالية الإسلامية المستحدثة.

### المطلب الثالث: واقع الصناعة المالية الإسلامية.

#### الفرع الأول: مؤشرات حول صناعة المال الإسلامي<sup>(2)</sup>:

إن حجم الموجودات للمؤسسات المالية الإسلامية وصل عام 2008 حسب البيانات الصادرة عن المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية إلى 74.5 بليون دولار أمريكي مقارنة بـ 583.1 بليون دولار أمريكي عام 2007.

وتشير التقديرات الأولية لأسواق رأس المال الإسلامية أن هناك أكثر من 300 مؤسسة مالية إسلامية منتشرة في أكثر من 75 بلداً، وأن حجم هذه الموجودات (أصول المؤسسات المالية الإسلامية) بلغ حوالي 823 بليون دولار أمريكي في عام 2009، ليرتفع إلى 895 بليون دولار في عام 2010 بنسبة 8.85%، توقع أن يتضاعف هذا الحجم في عام 2015 ليصل إلى 1.5 ترليون دولار، أما معدلات النمو فقد حققت زيادة بمقدار 28.4 عام 2008، وقد كان متوسط معدل النمو خلال الفترة من 2002 إلى 2008 في حدود 32%، ومن المتوقع أن تستمر هذه الصناعة في النمو بمعدلات تتراوح بين 10-15% خلال الثلاث سنوات المقبلة<sup>(3)</sup>.

إن التحديات التي تواجهها صناعة المال الإسلامي تمثلت في عدم كفاية الكوادر المدربة، بالإضافة إلى نقص في أعداد أعضاء الهيئات الشرعية، وتضارب الفتاوى في بعض الأدوات المالية الإسلامية.

إن عدد المؤسسات المالية الإسلامية في العالم والذي بلغ 426 مؤسسة، وتشكل البنوك الإسلامية منها ما نسبته 41% وهي مقيدة بحكم الجهات الإشرافية والرقابية في غالب الدول بوجود هيئة شرعية تابعة لها، وذلك يشكل أهمية خاصة وعبء على هذه الهيئات الشرعية، ويلفت النظر لجدوى الاهتمام بتوفير معايير تحاكي أفضل ممارسات قواعد الحكومة والمؤسساتية.

1- أحمد أسعد أحمد المسعودي، مرجع سابق، ص 86.

(2)- تقرير أصول المؤسسات المالية الإسلامية :

<http://www.islamfeqh.com/News/NewsItem.aspx?NewsItemID=38342010/07/30>

(3)- عبد الرزاق الخريجي، حجم أصول المؤسسات المالية الإسلامية عام 2010 -

[http://www.alet.com/2011/05/08/article\\_535749.html](http://www.alet.com/2011/05/08/article_535749.html) ، تاريخ الإطلاع: 2010/07/30

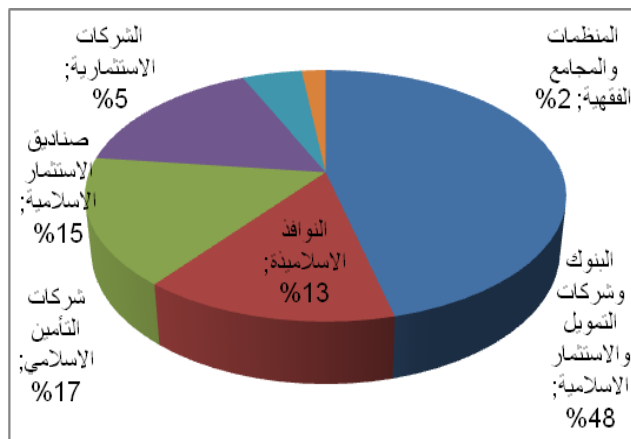
إن استشراف المستقبل بالاعتماد على معدلات النمو المرتفعة بالرغم من قلة حجم الموجودات التابعة للمؤسسات المالية الإسلامية مقارنة مع حجم الموجودات للمؤسسات المالية التقليدية، وتنامي رؤوس الأموال المستثمرة في هذا الاتجاه مع وجود تركيز لهذه الصناعة في الدول الناشئة خاصة ومع الأزمة المالية العالمية التي أعطت الضوء الأخضر لنداء البدائل يقودنا إلى استشراف المستقبل في صناعة المال الإسلامي مع الأخذ بعين الاعتبار حجم المسؤولية المترتبة على قيادة العمل المالي الإسلامي.

إن الاسترشاد بمقاصد التشريع وفقه المصالح والأولويات من شأنه أن يضعنا في دائرة المسؤولية لرسم معالم الطريق المستقبلي والتحفيز على البناء المتكامل للقواعد التي من شأنها أن توجه الصناعة بما يحفظ إنجازاتها ويؤهلها للمرحلة القادمة.

### الفرع الثاني: التحليل العام للهيئات الشرعية<sup>(1)</sup>:

قاعدة البيانات التالية متوفرة لدى المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية حتى نهاية عام 2009 ، يدرس الواقع الحالي للهيئات الشرعية، حيث تحصي هذه البيانات 621 عالماً موزعين في 40 دولة حول العالم، ويشغلون 1767 منصباً في الهيئات الشرعية التابعة لحوالي 478 من المؤسسات الإسلامية بمختلف أنواعها (مصارف إسلامية، شركات تمويل واستثمار إسلامية، نوافذ إسلامية، شركات تكافل، صناديق استثمارية، شركات استشارية شرعية، ومنظمات ومجامع فقهية ..)، وتشكل البنوك الإسلامية وشركات التمويل الإسلامية طبقاً للشكل رقم (1) نسبة 48% من إجمالي المؤسسات المالية الإسلامية، ويليهما شركات التأمين الإسلامي بنسبة 17%، ثم صناديق الاستثمار الإسلامية بنسبة 15% والنوافذ الإسلامية بنسبة 12%، أما الشركات الاستشارية وأيضاً المنظمات والمجامع الفقهية فهما يشكلان نسبة بسيطة هي 5% و 2% على التوالي.

شكل رقم (4): أنواع المؤسسات المالية الإسلامية



المصدر: الاستشارات المالية الإسلامية - BDO JORDAN المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية تقرير حول

الهيئات الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون مع تحليل الواقع وآفاق المستقبل، 2010

(1)-الاستشارات المالية الإسلامية - BDO JORDAN المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية تقرير حول الهيئات الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون مع تحليل الواقع وآفاق المستقبل، 2010.

وبناء على ذلك تم تقسيم البيانات المتاحة إلى أربع مجموعات كما يلي:

- 1- المجموعة الأولى: البنوك الإسلامية وشركات التمويل والاستثمار الإسلامي والنوافذ الإسلامية.
- 2- المجموعة الثانية: شركات التأمين الإسلامي.
- 3- المجموعة الثالثة: صناديق الاستثمار.
- 4- المجموعة الرابعة: مؤسسات أخرى (الشركات الاستثمارية الشرعية والمنظمات والجامع الفقهية).

ويظهر الجدول رقم (1) أن 59% من مناصب أعضاء الهيئات الشرعية تتركز في المجموعة الأولى المتعلقة بالبنوك والنوافذ وشركات التمويل والاستثمار الإسلامية، يليها 16% من المناصب تتركز في المجموعة الثانية المتعلقة بشركات التأمين الإسلامي (التكافل) أما مناصب أعضاء الهيئات الشرعية في مجموعة صناديق الاستثمار فهي بنسبة 12%.

جدول رقم (1): عدد العلماء والمناصب حسب المجموعات

المجموعة	عدد العلماء	عدد المناصب	النسبة	عدد الدول
البيانات الإجمالية	621	1767		40
المجموعة 1: البنوك والنوافذ وشركات التمويل والاستثمار الإسلامية	434	1040	59%	38
المجموعة 2: شركات التأمين الإسلامي (التكافل)	184	276	16%	19
المجموعة 3: صناديق الاستثمار الإسلامية	57	213	12%	12
المجموعة 4: أخرى	144	238	13%	16

المصدر: المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، 2010

يلاحظ وجود تكرار العالم الواحد في أكثر من مجموعة، ويلاحظ تكرار المؤسسات المالية الإسلامية

بحسب المجموعة في الدول.

لقد بينت النتائج أنَّ أعضاء الهيئات الشرعية العشرين الأوائل في الصناعة الإسلامية بمجموع مؤسساتها يشكلون 3% من المجموع الكلي البالغ عددهم 621 عضو، يشغلون 708 منصباً في الهيئات الشرعية من أصل 1767 منصباً أي ما نسبته 40%، وذلك من خلال تواجدهم في 26 دولة من أصل 40 دولة 487 مؤسسة أي ما نسبته 60%، ويشغل أعضاء الهيئات الشرعية العشرين الأوائل في الصناعة 510 منصباً، أي ما نسبته 73% من مجموع العشرين الأوائل البالغ عددهم 708، كما يشغل أعضاء الهيئات الشرعية الخمس الأوائل 271 منصباً أي ما نسبته 52%.

وتتنفق مجموعات البنوك والنوافذ وشركات التمويل والاستثمار الإسلامية (المجموعة الأولى)، وكذلك مجموعة شركات التأمين الإسلامي (المجموعة الثانية)، في اتجاههما العام مع النسب المذكورة أعلاه في الصناعة المالية الإسلامية عموماً.

الجدول رقم (2): توزيع الأوائل من العلماء ومناصبهم حسب المجموعات

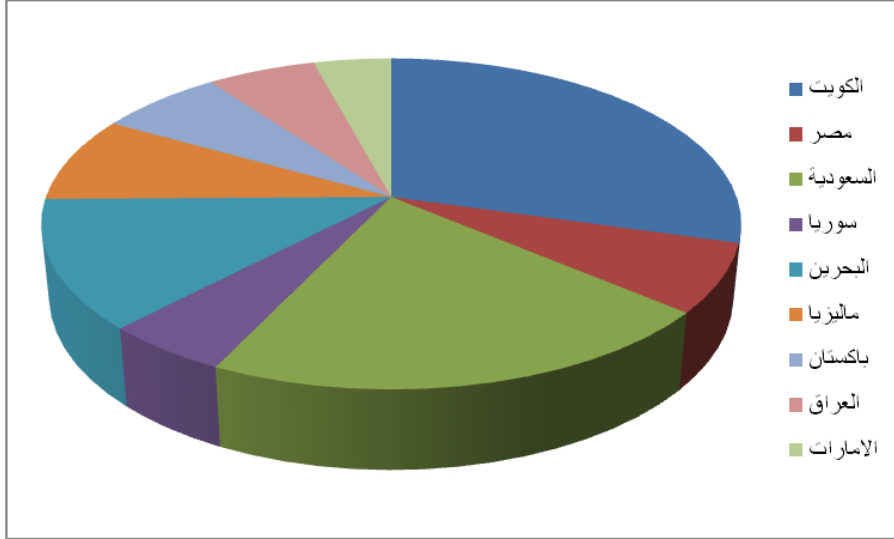
المجموعة 4: أخرى	المجموعة 3: صناديق الاستثمار الإسلامية	المجموعة 2: شركات التأمين الإسلامي	المجموعة 1: البنوك والنوافذ وشركات التمويل والاستثمار الإسلامية	كامل الصناعة	
144	57	184	434	621	عدد العلماء الإجمالي
138	213	276	1040	1767	عدد المناصب الإجمالي
109	165	90	430	708	العشرون الأوائل: عدد مناصب العشرين الأوائل
%46	%77	%23	%41	%40	نسبة مناصب العشرين الأوائل
81	125	60	318	510	العشرة الأوائل: عدد مناصب العشرة الأوائل
%74	%76	%67	%74	%76	نسبة المناصب من العشرة الأوائل
%34	%59	%22	%31	%29	نسبة المناصب من إجمالي المجموعة
54	80	40	229	371	الخمس الأوائل: عدد مناصب الخمسة الأوائل
%50	%48	%44	53%	%52	نسبة المناصب من الخمسة الأوائل
%23	%38	%14	%22	21%	نسبة المناصب من إجمالي المجموعة

المصدر: المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، 2010.

وقد تم التركيز على العينة المكونة من عشرين عالماً هم الأكثر تبيؤاً للمناصب في الهيئات الشرعية، كما تم استعراض المناصب التي يشغلها هؤلاء العلماء في هذه المؤسسات باختلاف أنواعها. ويظهر الجدول رقم (2) توزيع أعضاء الهيئات الشرعية العشرين الأوائل في المجموعات الثلاثة المكونة من البنوك وشركات التمويل والاستثمار الإسلامية وشركات التأمين وشركات الاستشارات الشرعية والمجامع الفقهية، أي باستثناء صناديق الاستثمار الإسلامية نظراً لأن العضوية في هذه الصناديق قد تكون أحياناً عضوية مباشرة مستقلة، كما قد تكون أحياناً أخرى عضوية غير مباشرة تابعة لعضوية المؤسسة المالية المنشئة للصناديق، كما يبين الجدول السابق أيضاً نسبة مشاركات العشرين الأوائل في مختلف هذه المجموعات. ومن حيث جنسية العلماء العشرين الأوائل في الهيئات الشرعية يتضح من الشكل رقم (2) أن علماء الشريعة من الكويت يتصدرون قائمة العشرين الأوائل بواقع سبعة علماء نظراً لتوسع قاعدة المؤسسات العامة في الكويت، وتأتي السعودية في المرتبة الثانية، حيث تضم أربعة أعضاء من العشرين الأوائل، وتساهم البحرين

وباكستان بعالمين اثنين في كل منها ضمن قائمة العشرين الأوائل، في حين تضم القائمة عالم واحد من كل الدول الخمس التالية: الإمارات، سوريا، مصر، العراق وماليزيا.

شكل رقم (5): جنسيات العشرين الأوائل.



المصدر: الاستشارات المالية الإسلامية - BDO JORDAN المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية تقرير حول الهيئات الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون مع تحليل الواقع وآفاق المستقبل، 2010

وبناء على ما سبق يسجل النقص الكبير في عدد العلماء المفروض تواجدهم على رأس المؤسسات الإسلامية القائمة، حيث أن عددهم الحالي ينحصر في 621 عالماً يشغلون منصباً شرعياً في 478 مؤسسة مالية، بينما الاحتياجات الفعلية للصناعة في الوقت الراهن يرتفع إلى 2290 عضواً شرعياً بافتراض توافر خمسة أعضاء في كل هيئة شرعية وكذلك افتراض عدم تكرار العضوية في أكثر من مؤسسة، أما بافتراض الحد الأدنى ثلاثة أعضاء فقط لكل مؤسسة فإن احتياجات الصناعة من العلماء تصل إلى 1434 عضواً.

وبهذا يتضح أن هناك نقص في عدد أعضاء الهيئات الشرعية يتراوح بين 812 و1729 عضواً، أي أن عدد أعضاء الهيئات يجب أن يتضاعف مرة واحدة في حده الأدنى ومرتين في الحد الأعلى لتلبية الاحتياجات الحالية من العلماء في الصناعة، وذلك دون الأخذ بعين الاعتبار الاحتياجات الإضافية المتوقعة نتيجة النمو الطبيعي لعدد المؤسسات المالية الإسلامية.

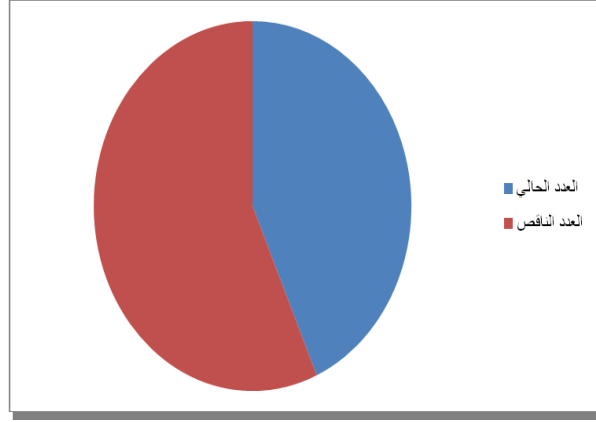
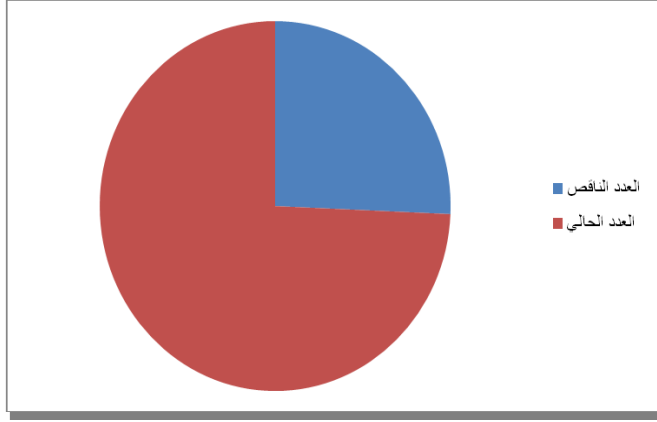
وتحتاج الصناعة المالية الإسلامية بمختلف مؤسساتها إلى حوالي 2000 عالم خلال السنوات الخمس القادمة بافتراض نسبة نمو عدد المؤسسات بواقع 5%.



شكل رقم (6): سيناريوهات الاحتياج الفعلي من العلماء في عام 2010.

سيناريو 1: إقراض 5 أعضاء لكل هيئة

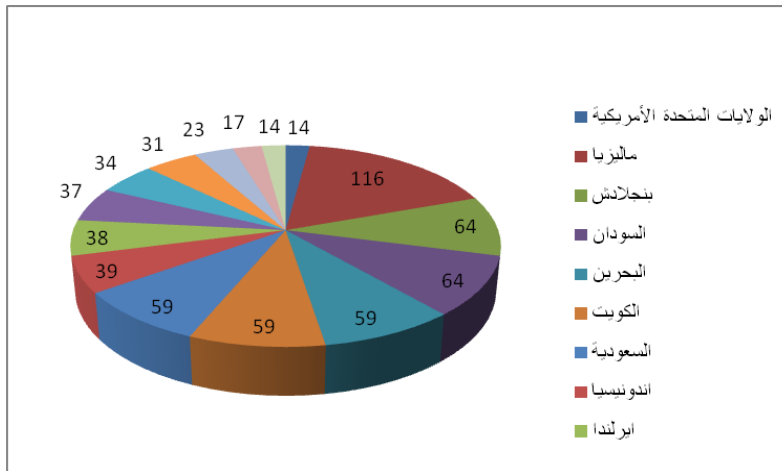
سيناريو 2: إقراض 3 أعضاء لكل هيئة



الفرع الثالث: التحليل الجغرافي<sup>(1)</sup>:

يقدم العلماء أعضاء الهيئات الشرعية خدماتهم في العديد من الدول وتستقطب دولة ماليزيا بمختلف مؤسساتها حوالي 116 عالماً، وتليها بنغلادش والسودان بواقع 64 عالم، ثم كل من السعودية والكويت والبحرين بواقع 59 عالم، ويبين الرسم رقم (5) أدناه العلماء الذين يقدمون خدماتهم في الدول الخمس عشر الأولى من حيث استقطاب العلماء.

الشكل رقم (7): عدد العلماء الذين يقدمون خدماتهم حسب الدول



المصدر: الاستشارات المالية الإسلامية - BDO JORDAN المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية تقرير حول

الهيئات الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون مع تحليل الواقع وآفاق المستقبل، 2010

ومن حيث المناصب التي يشغلها العلماء أعضاء الهيئات الشرعية يظهر الجدول رقم (4) تحليلاً مفصلاً لعدد هذه المناصب موزعة حسب الدول، ففي المجموعة الأولى الخاصة بالبنوك والنوفاذ وشركات

(1) - المرجع السابق.

التمويل والاستثمار الإسلامية تتصدر الكويت القائمة بإجمالي عدد 174 منصب ويليهما ثلاثة دول خليجية هي السعودية (112 منصب)، البحرين (107 منصب)، والإمارات (84 منصب)، ثم تليها ماليزيا (84 منصب)، والسودان (70 منصب).

ويختلف ترتيب المناصب في المجموعة الثانية الخاصة بشركات التأمين والمجموعة الثالثة الخاصة بالصناديق، حيث تتصدر دولة ماليزيا القائمة بإجمالي عدد 44 منصب في شركات التأمين و17 منصب في صناديق الاستثمار، بينما تأتي دول الخليج في مراتب تالية.

الجدول رقم (3): عدد مناصب العلماء حسب الدول (المجموعة 1).

المجموعة الأولى: البنوك وشركات التمويل والاستثمار الإسلامي والنوافذ الإسلامية.

الدولة	عدد المناصب الإجمالي	عدد العلماء	عدد مناصب العلماء الثلاثة	نسبة المناصب للعلماء الثلاثة الأوائل
الكويت	174	53	44	25%
السعودية	113	43	49	43%
البحرين	107	32	39	43%
الإمارات	84	26	29	35%
ماليزيا	84	78	11	13%
السودان	70	47	18	26%
بنغلادش	56	21	28	59%
المملكة المتحدة	52	21	28	59%
قطر	49	22	15	31%
اندونيسيا	32	28	8	25%

المصدر: المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، 2010.

الجدول رقم (4): عدد مناصب العلماء حسب الدول (المجموعة 2).

المجموعة الثانية: شركات التأمين الإسلامي.

الدولة	عدد المناصب	عدد العلماء	عدد مناصب العلماء الثلاثة	نسبة المناصب للعلماء الثلاثة الأوائل
ماليزيا	44	40	8	18%
الإمارات	23	18	15	45%
السعودية	29	15	15	56%
بنغلادش	27	24	6	22%
اندونيسيا	27	17	16	44%
السودان	26	21	9	35%
الكويت	23	16	10	43%
البحرين	17	9	10	59%
بروناي	15	10	9	60%
باكستان	11	7	7	64%

المصدر: المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، 2010.

وفيما يلي تفصيلاً لما ورد سابقاً، وبالتركيز على دول الخليج العربي:

1. الكويت: تعد الكويت الدولة الأولى من حيث إجمالي عدد المناصب في الهيئات الشرعية لمجموعة البنوك والنوافذ وشركات التمويل والاستثمار الإسلامية وذلك بواقع 174 منصب، ي بنسبة 77%، ويبلغ عدد العلماء الأعضاء في الهيئات الشرعية 52 عالم.
2. المملكة العربية السعودية: تسجل السعودية على مستوى الخليج أعلى نسبة للكثافة على مستوى المجموعة الأولى (البنوك والنوافذ وشركات التمويل والاستثمار الإسلامية)، حيث أن العلماء الثلاثة الأوائل يشغلون 49 منصب من إجمالي 112 منصب بنسبة 43%.
3. البحرين: تحتل البحرين المرتبة الثالثة من حيث إجمالي عدد المناصب في مجموعة البنوك وشركات التمويل والاستثمار بواقع 107 منصب، كما تحقق المرتبة الثالثة من حيث معدل الكثافة، إذ يشغل العلماء الثلاثة الأوائل 39 منصب بنسبة 36%.
4. الإمارات: تتميز الإمارات بأنها تحتل المرتبة الثانية عالمياً بعد ماليزيا المرتبة الأولى خليجياً على مستوى إجمالي عدد المناصب في شركات التأمين الإسلامية بواقع 22 منصب، ويشغل العلماء الثلاث الأوائل 15 منصب من إجمالي 22 منصب أي بنسبة 45%.
5. ماليزيا: بالرغم من حصول ماليزيا على المرتبة الخامسة عالمياً على مستوى عدد المناصب الإجمالي في مجموعة البنوك وشركات التمويل والاستثمار الإسلامي، وذلك بعدد 74 منصب إلا أنها تتميز بانخفاض معدل الكثافة، حيث يحتل ثلاثة من علماء ماليزيا المرتبة الثانية بواقع منصبين لكل منهم، ويحافظ باقي العلماء على منصب واحد لا غير، ونجد هذا الاتجاه المنخفض في الكثافة قائماً كذلك في كل من اندونيسيا وبنغلادش والدول الآسيوية، ومن ناحية ثانية تتصدر ماليزيا قائمة الدول من حيث إجمالي عدد المناصب على مستوى شركات التأمين بواقع 44 منصب، ويحتل 4 علماء ماليزيين الصدارة بواقع منصبين لكل منهم، في حين يشغل باقي العلماء منصباً واحداً فقط.
6. السودان: يرتفع عدد العلماء الأعضاء في الهيئات الشرعية في مجموعة البنوك وشركات التمويل والاستثمار الإسلامي في دولة السودان إلى 57 عالم منهم 36 عالم يشغل منصب واحد فقط.
7. قطر: تأتي دولة قطر في المرتبة التاسعة من حيث العدد الإجمالي للمناصب في عضوية البنوك وشركات التمويل الإسلامية بواقع 49 منصب وعدد العلماء الإجمالي يبلغ 22 عالماً، هذا ولا تتدرج دولة قطر ضمن الدول العشر الأوائل في مجموعة شركات التأمين حيث أنها تحتل المرتبة الخامسة عشر حسب الهيئات المتوفرة في قاعدة البيانات.

الفرع الرابع: التحليل القطاعي<sup>(1)</sup>:

يعرض الجدول رقم (5) تحليلاً تفصيلياً لعدد المناصب والهيئات الشرعية موزعة بين مختلف القطاعات والدول، وتتصدر دولة ماليزيا القائمة بواقع 236 منصب لكل منهما من إجمالي 1767 منصب، ويليهما السعودية (205 منصب)، البحرين (175 منصب) ثم الإمارات (140 منصب).

الجدول رقم (5): توزيع المناصب حسب القطاعات والدول

المجموعة 4: أخرى		المجموعة 3: صناديق الاستثمار الإسلامية		المجموعة 2: شركات التأمين الإسلامي		المجموعة 1: البنوك والنوافذ وشركات التمويل والاستثمار الإسلامية		كل الصناعة	
57	البحرين	77	ماليزيا	44	ماليزيا	174	الكويت	236	ماليزيا
28	ايرلندا	54	السعودية	33	الإمارات	113	السعودية	236	الكويت
21	ماليزيا	64	الكويت	29	السعودية	107	البحرين	205	السعودية
25	المملكة المتحدة	21	باكستان	67	بنغلادش	84	الإمارات	185	البحرين
20	الولايات الأمريكية	6	جنوب إفريقيا	67	اندونيسيا	84	ماليزيا	140	الإمارات
17	الإمارات	6	الإمارات	62	السودان	70	السودان	98	السودان
15	الكويت	6	فرنسا	63	الكويت	65	بنغلادش	96	بنغلادش
9	السعودية	4	البحرين	17	البحرين	56	المملكة م	85	المملكة المتحدة
5	باكستان	4	سويسرا	14	بروناي	49	قطر	66	باكستان
5	الأردن	4	المملكة المتحدة	11	باكستان	32	اندونيسيا	59	اندونيسيا
16	بقية الدول	7	بقية الدول	24	بقية الدول	206	بقية الدول	325	بقية الدول
138		112		176		1040		1767	المجموع

المصدر: المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية.

يلاحظ من الجدول أعلاه أن غالبية المناصب في الهيئات الشرعية للعلماء العشر الأوائل تتركز في قلة البنوك والمؤسسات المالية الاستثمارية بنسبة 45%، يليها في المرتبة الثانية فئة النوافذ البنكية بنسبة 16%، ثم فئة الصناديق الاستثمارية بنسبة 15%، أما المرتبة الرابعة فتمثلها فئة المنظمات بنسبة 7%، يليها فئة المؤسسات الاستشارية بنسبة 6%، ثم فئات أخرى بنسبة 2%، وأخيراً فئة النوافذ التكافلية بنسبة 1%.

(1) - المرجع السابق.

## خلاصة الفصل الأول:

السوق المالي هو المكان الذي يلتقى فيه دوريا أعوان مختصون ومعتمدون، حيث يقومون بإبرام الصفقات بالبيع والشراء لقيم منقولة متداولة ممثلة بالأوراق المالية وعقود الخيار، عقود المبادلة، والعقود المستقبلية والتي تتم برضا الأطراف المتعاقدة، وهو يعمل على توجيه الأموال المدخرة وتعبئتها لخدمة الاقتصاد الوطني، توفير الحماية من أنواع عديدة من المخاطر من خلال توفير فرص شراء وبيع الأصول المالية لتغطية مخاطر تقلبات اسعار الصرف.

لكن ولقيام سوق مالي يجب توفر عدة شروط نذكر من بينها وجود حجم كافي من المدخرات المعروضة، ووجود طاقة استيعابية مقبولة وقادرة على استيعاب رأس المال المعروض وتوفر مؤسسات مالية ومصرفية من كافة التخصصات لتؤدي دورها بالاضافة إلى توافر مناخ استثماري مستقر، الحرية الاقتصادية والوعي الاقتصادي وتوافر عدد كبير من الأوراق المالية وحرية التصرف فيها.

للسوق المالي عدة أنواع فمنها السوق الفوري والسوق المستقبلي، السوق الأولي والسوق الثانوي، السوق المنظمة والسوق الموازية بالاضافة إلى السوق الاحتكارية حيث تختلف هذه الأسواق فيما بينها من حيث طبيعة ونوع العمليات التي تتم بداخلها، فهناك عمليات عاجلة تتم فورا حيث يتم فيها دفع الثمن للبائع حالا وتسلم الأوراق المالية محل الصفقة مباشرة للمشتري، وهي تمثل الجزء الأكبر من عمليات البورصة، والنوع الثاني من هذه العمليات هي العمليات الآجلة والتي يتم عقدها مباشرة ولكن تؤجل تصفيتهاموعد قادم، وبذلك لا يتم دفع الثمن أو تسليم الأوراق المالية في السوق الآجلة لدى عقد الصفقة، ولكن بعد فترة زمنية معينة حسب الاتفاق المبرم بين الطرفين، وهذه العمليات تكون تحت مراقبة السلطات العمومية بهدف توجيه واستخدام الموارد المتاحة للمجتمع بكفاءة عالية.

إن الممارسات غير الأخلاقية التي تميز سوق رأس المال التقليدي من بيع صوري وشراء بغرض الاحتكار واستغلال ثقة العملاء وتلاعب في الأسعار إلى غير ذلك، يؤكد أهمية وضرورة إيجاد سوق رأس مال إسلامي ودعّمه بالأدوات الاستثمارية الشرعية وتميزه بضوابط أخلاقية وخضوعه للرقابة الشرعية، دون نكران الحاجة إلى الابتكار والإبداع من أجل أن يقوم بالدور الاقتصادي المؤمل منها، لتحقيق مصالح المسلمين الاقتصادية المتوافقة مع شريعتهم.

تعتبر الهندسة المالية الإسلامية الأداة الأنسب التي يمكنها تقديم مساعدة فعالة لتحقيق الأهداف الإستراتيجية التي تخطط لها المؤسسات المالية الإسلامية، وتسعى إلى قيام هذه المؤسسات برسم سياسات مالية قوية وتطوير وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة وآليات واستراتيجيات مالية مرنة من شأنها تطوير سوق رأس المال الإسلامي، أي محاولة جعل هذه التغيرات مفيدة بدلا من اعتبارها مصدر خطر عليها.

## الفصل الثاني

الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال

## تمهيد:

تعتبر الشركات المساهمة إحدى أدوات التنمية في الاقتصاد العالمي، وقد لعبت دورا كبيرا في بناء وتقدم اقتصاديات الدول والشعوب، حيث يعتبر أداءها من أهم المؤشرات الاقتصادية، وتطورها دليل عافية الاقتصاد وتقدمه.

وقد اهتمت الدول بهذه الشركات اهتماما عظيما، فوضعت الأنظمة والقوانين التي تسهل في جلبها وقيامها، فمهدت لوجودها البنى الأساسية والخدمات الضرورية، لتجني من وراء ذلك الاستثمار في بلدها، ولتحقق دعما قويا لاقتصادها، حيث تقوم هذه الشركات بمشاريع وأنشطة اقتصادية يعجز عنها الأفراد غالبا، إذ تحتاج هذه الأنشطة إلى رؤوس أموال ضخمة لا يتحقق ذلك إلا من خلالها.

وقد تنامت هذه الشركات بشكل كبير في الفترة الأخيرة، وأصبح إقبال الناس عليها يزداد، راغبين في استثمار مدخراتهم وتنميتها، حيث لا يحتاج هذا الاستثمار غلى مزيد من الجهد والعمل، إذ أن الشركة بمجلس إدارتها هو الذي يدير عمل الشركة، ويضع الخطط والبرامج لتطويرها وتنميتها، حتى أصبحت المتاجرة والاستثمار في أسهم الشركات تجارة رائجة عند كثير من الناس، مما حدا بالحكومات والدول إلى إنشاء أسواق يتم من خلالها المتاجرة في الأسهم بيعا وشراءً وهي أسواق رأس المال.

وإن انصراف بعض الاقتصاديين الإسلاميين لدراسة الأسهم فيه تسليم مبدئي بأن الإسلام لا يجيز فقط، وإنما يشجع مثل هذه المخاطر الاستثمارية القائمة على مبدأ تجميع رؤوس الأموال الضخمة عن طريق إصدار كميات كبيرة من الأسهم وعرضها على الجمهور للتداول في سوق رأس المال الإسلامي، ضمن شروط محددة تتفق والضوابط الشرعية، وبالتالي استخلاص المعايير المناسبة لتحديد النموذج الإسلامي الأمثل وعرض البدائل الشرعية، مما يجعلها متميزة عن نظيرتها في الأسواق المالية التقليدية.

وحيث تعتبر السندات المالية واحدة من أنجح وسائل جذب المدخرات وجمع الأموال من أجل استخدامها في تمويل مختلف الأنشطة المفيدة التي تخدم الاقتصاد الوطني، أي تحويل الأصول التمويلية والاستثمارية إلى أوراق مالية إسلامية قابلة للتداول تماشيا مع رغبات المستثمرين، ولتوفير بدائل متعددة لعمليات الاستثمار القصير، المتوسط، وطويل الأجل كان لابد من استحداث الصكوك الإسلامية التي تعتبر أداة من أدوات الدين التي تم تطويرها من قبل المختصين لكي توفر الجانب التمويلي المهم للمؤسسات المالية الإسلامية وأصبح استخدام الصكوك شائعا ونشطا خلال الأعوام القليلة الماضية، ولم يقتصر تداولها على المسلمين فقط بل استفاد منها غير المسلمين، كما أن الصكوك الإسلامية تتناسب مع معظم أوجه النشاط التجاري والاستثماري، من خلال تطوير منتجات مالية إسلامية مستحدثة تضمن للمؤسسات قدرا من المرونة ونصييا سوقيا وافرا يساعدها على الاستمرار بفعالية، وهو ما سيتم بحثه في هذا الفصل من خلال الباحثين التاليين:

المبحث الأول: إصدار وتداول الأسهم (أدوات الملكية) في سوق رأس المال الإسلامي.

المبحث الثاني: إصدار وتداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي.



## المبحث الأول: إصدار وتداول الأسهم (أدوات الملكية) في سوق

### رأس المال الإسلامي

مما لا شك فيه أن الأسهم تلعب دورا رياديا، بل مثاليا في النهوض ببنية الاقتصاد الإسلامي، ولاسيما في زمننا الحالي الذي تكالبت فيه المطاعم والأهواء الشخصية والفردية لتسويق اقتصاد الدولة المدينة الذي نجد فيه قسما كبيرا منه زائفا مشوشا لأن نظرتة التي أسس عليها اقتصاده ابتداء نظرة غير متوازنة وغير سوية وغير ممنهجة وذلك للحلحلة المضللة في فهمه للإنسان والكون والحياة، وللاستنتاج الخاطئ الذي آل إليه في تكوين الثروة ومعايير الإنتاج والتوزيع والاستهلاك، فضلا عن أن بناء هرمه الاقتصادي في النهاية مؤسس على مذاهب الرأسمالية والاشتراكية.

يعالج هذا المبحث الخط الفاصل بين الإسلام في نظرتة العامة والتأملية للكون والإنسان والحياة التي بنى الأخير اقتصاده عليها، والنظم الاقتصادية المعاصرة التي أهملت دور الإسلام في الساحة الاقتصادية، كما يوضح الفرق الشاسع في دور الأسهم في ترتيبات الاقتصاد الإسلامي، وإسهامها في قضاياها المستجدة والمعاصرة، والنهضة الشاملة التي أحدثتها، وبين النظرة الاقتصادية المعاصرة التي رأت في الأسهم دورا محبطا ومثبطا للانتعاش الاقتصادي.

### المطلب الأول: الأسهم من منظور الاقتصاد التقليدي.

يهتم هذا المطلب بتوضيح حقيقة شركة المساهمة وإعطاء نظرة تعريفية وعامة في معنى الأسهم وخصائصها وقيم تداولها ومن ثم توضيح أنواع الأسهم من منظور الاقتصاد التقليدي.

#### الفرع الأول: حقيقة شركة المساهمة.

لقد تنامت شركات المساهمة بشكل كبير في الفترة الأخيرة، وأصبح إقبال الناس عليها يزداد الراغبين في استثمار مدخراتهم وتنميتها، حيث لا يحتاج هذا الاستثمار إلى مزيد من الجهد والعمل، إذ أن الشركة بمجلس إدارتها هو الذي يدير عمل الشركة، ويضع الخطط والبرامج لتطويرها وتنميتها، حيث أصبحت المتاجرة والاستثمار في أسهم الشركات تجارة رائجة عند كثير من الناس، مما حدا بالحكومات والدول إلى إنشاء أسواق يتم من خلالها المتاجرة في الأسهم بيعا وشراء وتسمى بأسواق رأس المال، واضعة لهذه الأسواق قوانين ولوائح تنظم عمليات البيع والشراء، تكفل فيه الحقوق للمتبايعين.

بناء على ما تقدم سيتم من خلال هذا الفرع تعريف شركة المساهمة، ثم تبيان خصائصها والمراحل التي تمر بها في تأسيسها، وأعضاء مجلس إدارتها وأخيرا الجمعية العامة للمساهمين فيها.

#### أولا: تعريف شركة المساهمة.

عرفت شركة المساهمة من الناحية النظامية بأنها:

- 1- شركة ينقسم رأس مالها إلى أسهم متساوية القيمة، يمكن تداولها على الوجه المبين في القانون، وتقتصر مسؤولية المساهم على أداء قيمة السهم أو الأسهم التي أكتتب فيها، ولا يسأل عن ديون الشركة إلا في حدود ما أكتتب فيه من أسهم<sup>(1)</sup>.
  - 2- وعرفت بأنها الشركة التي ينقسم رأس مالها إلى أسهم متساوية القيمة، وقابلة للتداول ولا يسأل الشركاء فيها إلا بقدر أسهمهم، ولا تعنون باسم أحد الشركاء<sup>(2)</sup>.  
مما سبق يمكن الوصول إلى هذا التعريف لشركة المساهمة: "أن يشترك عدد من الأشخاص برأس مال مقسوم إلى أسهم متساوية، قابلة للتداول في مشروع تجاري أو صناعي أو زراعي أو غيره، على أن يختار من بينهم أو من غيرهم من يتولى إدارة هذا المشروع بجزء معلوم من الربح أو مقابل أجر<sup>(3)</sup>".
- ثانيا: خصائص شركة المساهمة.

من الناحية النظامية تختص شركة المساهمة بعدد من الخصائص لا توجد في غيرها من أنواع الشركات، يمكن ذكر أهمها فيما يأتي:<sup>(4)</sup>

- 1- يقسم رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة، بحيث يشارك كل من الشركاء بسهم أو أكثر، وهذه الأسهم قابلة للتداول بالطرق التجارية أي بطرق المناولة أو بطريق القيد في سجلات الشركة حسب نوع كل سهم.
- 2- تتمتع شركة المساهمة بشخصية معنوية، وذمة مالية مستقلة عن ذمم الشركاء ويترتب على ذلك من الناحية النظامية أمور منها:
  - أ- يخرج رأس المال الذي يدفعه المساهمون وما تولد عنه من أموال عن ملكية الشركاء، ويصبح ملكا للشركة ذاتها، ولا يبق لهم إلا بعض الحقوق تجاه الشركة، مثل حق الحصول على الأرباح عند تحقيقها، واقتسام أموال الشركة عند تصفيتها.
  - والشريك وإن كان يملك السهم، غلا أن ملكيته له إنما هي باعتباره ورقة مالية تحوله حقوقا على الشركة، وليس باعتباره حصة شائعة في مالها، حيث انتقلت هذه الحصة إلى ملكية الشركة، ولذا أعتبر السهم ذا طبيعة منقولة، ولو كان مال الشركة عقارا.
  - ب- لا يحق لأحد له على أحد الشركاء دين أن يطالب باستيفاء دينه من حصة الشريك في الشركة، إذا أنها قد انتقلت إلى ملكية الشركة، وإنما يقتصر حقه على حصة مدينة في الربح، وفي نصيبه من أموال الشركة عند تصفيتها، كما له أن يكال ببيع أسهمه لاستيفاء حقه من حصيلة بيعها.

(1) - أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي. المملكة العربية السعودية: دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، 1426هـ، ص ص 109-110.

(2) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 106.

(3) - نفس المرجع السابق، ص 107.

(4) - نفس المرجع السابق، ص 108.

وإذا وجب لأحد دين على الشركة، ولم تكف أموالها لسداده، فليس له أن يطالب الشركاء بوفاء هذا الدين من أموالهم الخاصة، وذلك أن مسؤولية الشركة لا تتجاوز القيمة الاسمية لما يملكه من أسهم.

3- تعد شركة المساهمة من شركات الأموال، حيث لا أهمية فيها لشخصية الشريك، وإنما الأهمية لما يقدمه من مال، ولذا فإن لكل واحد من الشركاء أن يبيع أسهمه لمن يشاء دون حاجة إلى إذن بقية الشركاء، وليس له حق الانسحاب من الشركة، إلا (في شركات الأشخاص) بذلك، كما أن الشركة لا تنفسخ بموته، ولا بإفلاسه، ولا بالحجر عليه خلافا لما عليه الحال في شركات الأشخاص التي تنفسخ بذلك كله.

ثالثا: تأسيس شركة المساهمة.

تمر شركة المساهمة قبل أن تتمكن من بدء عملها ومباشرة نشاطها بثلاث مراحل:

المرحلة الأولى: اتفاق عدد من الأشخاص يطلق عليهم المؤسسون على مشروع تكوين الشركة وتحرير عقدها الابتدائي ونظامها الأساسي، والتوقيع على ذلك من قبل هؤلاء المؤسسين.

1- المرحلة الثانية: دعوة الجمهور للمشاركة في هذه الشركة عن طريق طرح الأسهم للاكتتاب، وذلك بعد موافقة الجهات الرسمية على تأسيس الشركة.

2- المرحلة الثالثة: انعقاد الجمعية التأسيسية للشركة، التي تضم جميع المساهمين، ومنهم المؤسسون وذلك لأغراض منها: وضع النصوص النهائية لنظام الشركة، وكذلك تعيين أعضاء مجلس الإدارة الأول للشركة، وإذا لم يكن قد تم تعيينهم في عقد الشركة أو نظامها الأساسي، وكذلك النظر في التقرير المتعلق بتقدير قيمة الحصص العينية المقدمة من المؤسسين أو غيرهم لإقراره أو تعديله.

رابعا: الإدارة في شركة المساهمة (مجلس إدارة الشركة).

نظرا لكثرة عدد الشركاء في شركة المساهمة الذي يصل أحيانا إلى المئات، بل الآلاف فإنه لا يمكن - عادة - تولى هؤلاء الشركاء جميعا أعمال الشركة، ولذا فإنه يتم تكوين مجلس للإدارة، يتولى أمر إدارة أعمال الشركة، يضم عددا من الأشخاص يتم انتخابهم من بين المساهمين في الغالب من قبل الجمعية التأسيسية للشركة لمدة محددة، ويمكن أن يتم تعيينهم في عقد تأسيس الشركة أو نظامها الأساسي، وفي هذه الحالة لا بد من موافقة الجمعية التأسيسية على هذا التعيين، ثم بعد ذلك يتم انتخاب أعضاء المجالس اللاحقة من قبل الجمعية العامة العادية، بمدة محددة أيضا مع إمكان إعادة تعيينهم مرة كلما انتهت مدتهم.

وتشترط غالب الأنظمة أن يكون عضو مجلس الإدارة مالكا لعدد من الأسهم، يختلف مقدارها من نظام إلى آخر، في حين لا تشترط ذلك بعض الأنظمة، حيث يمكن أن يكون عضو المجلس شخصا أجنبيا عن الشركاء<sup>(1)</sup>.

(1) - طعمة الشمري، مجلس إدارة الشركة المساهمة. الكويت: مؤسسة للتقدم العلمي، الطبعة الأولى، 1985، ص 62.

## خامسا: الجمعية العامة للمساهمين.

يمارس مجلس الإدارة أعماله في ظل إشراف ومراقبة من الجمعية العامة للمساهمين، التي تتعقد بصفة دورية، أو كلما دعت الحاجة إلى ذلك، كما يرجع إليها في بعض القضايا التي ليس من صلاحياته إصدار قرار بشأنها إلا بعد موافقتها عليها.

ويوجد نوعان من الجمعيات العامة للمساهمين، هما<sup>(1)</sup>:

1- الجمعية العامة العادية: تضم جميع المساهمين في الشركة، مهما كان عدد الأسهم التي يملكها كل منهم، وتتعد هذه الجمعية مرة في السنة على الأقل. وتختص الجمعية العامة العادية للمساهمين بالنظر في جميع الأمور المتعلقة بالشركة، إلا ما يدخل في اختصاص الجمعية العامة غير العادية، ومن هذه الأمور: الرقابة والإشراف على إدارة الشركة، وذلك بالإطلاع على تقرير مجلس الإدارة على نشاط الشركة ومركزها المالي، وإيراداتها ومصروفاتها، وكذلك الإطلاع على تقرير مراقبي الحسابات، وإصدار القرارات المتعلقة بتوزيع الأرباح، ويبحث أي اقتراح بزيادة رأس المال أو بالاقتراض، أو بإعطاء الكفالات، لكن ليس من حقها التدخل مباشرة في اختصاصات مجلس الإدارة، بل يقصر دورها على إصدار التوصيات والتوجيهات.

2- الجمعية العامة غير العادية: تختص بالنظر في الأمور التالية:

أ- تعديل نظام الشركة.

ب- بيع المشروع الذي قامت به الشركة أو التصرف فيه بأي وجه آخر.

ج- حل الشركة أو إدماجها في شركة أو هيئة أخرى.

د- زيادة أو تخفيض رأس المال.

الفرع الثاني: نظرة تعريفية وعمامة في معنى الأسهم وخصائصها وقيم تداولها.

أولا: تعريف الأسهم لغة واصطلاحا.

- 1- السهم في اللغة: يطلق السهم في اللغة على معان عدة، منها الخط، النصيب، شيء من الأشياء، النبل، والقدر الذي يقارع به، ويقال: أسهم بينهم أي أقرع، وسأهمه أي قاسمه، وأخذ سهما أي نصيبا<sup>(2)</sup>، وفي القرآن الكريم قال تعالى: ﴿فسأهم فكان من المدحضين﴾<sup>\*</sup>، أي قارع بالسهم فكان من المغلوبين.
- 2- السهم في الاصطلاح الاقتصادي: تعرف الأسهم في الاقتصاد والقانون التجاري بتعريفات عدة ومتقاربة من أهمها<sup>3</sup>:

(1) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص ص 112-113.

(2) - ابن منظور، لسان العرب. مرجع سابق، ص ص 308-309.

\* سورة الصافات، الآية 37/141.

(3) - شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي - دراسة تحليلية نقدية - دمشق: دار الفكر المعاصر، الطبعة الأولى، 1423هـ - 2002م، ص 88.

أ- الجزء الذي ينقسم على مجموعة رأس مال الشركة، والمثبت في صك له قيمة اسمية، وتشكل الأسهم في مجموعها رأس مال الشركة وتكون متساوية القيمة.

ب- الصك أو الوثيقة التي تعطي للمساهم إثباتا لحقه.

ج- نصيب المساهم في شركة من شركات الأموال، وتمثله ورقة مالية تسلم للمساهم لإثبات حقوقه في الشركة، وهذه الحصة تجوز أن تكون نقدية أو عينية أو مختلطة، ولعل أشملها التعريف التالي<sup>(1)</sup>:

الأسهم صكوك متساوية القيمة، وقابلة للتداول بالطرق التجارية، والتي يتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها، وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة.

هذا التعريف يشير للحقائق التالية:

- دلالة السهم على الصك أو أن السهم هو الصك.
- النصيب لأن الوثيقة التي يأخذها المساهم من البنك أو المؤسسة تكون بمقدار نصيبه المقدر في رأس مال الشركة.
- الصلاحية والحدود المسموح بها لمالك السهم أن يلعبها أو يمثلها من خلال الشركة.
- أما حيثيات السهم أو الصك الذي يمتلكه حامله فغالبا ما يحتوي على المعلومات الأساسية المتعلقة باسمه واسم الشركة ونوعها وقرار تأسيسها ورأس مالها وأغراضها ورقم المساهم وقيمة السهم الاسمية واسم صاحبه وبياناته الشخصية إن كان سهما اسميا، أو يكتب فيه أنه لحامله.

### ثانيا: خصائص الأسهم.

تنقسم الأسهم بخصائص تجعل منها ورقة مالية متميزة بين الأوراق المالية الأخرى، هذه الخصائص أوضحها نصوص الكثير من التشريعات وهي كما يلي:

1- الأسهم متساوية القيمة<sup>(2)</sup>: وهذا يمنح لكل حامل سهم بالضرورة نفس حقوق حامل السهم الآخر طالما كانت أسهمها عادية، أو عادة ما تحدد التشريعات في كل دولة الحد الأدنى والأعلى للقيمة الاسمية.

وقد يكون من المناسب هنا التفرقة بين القيمة الاسمية والقيمة السوقية والقيمة الفعلية أو الحقيقية للسهم، فالقيمة الاسمية هي تلك القيمة التي يصدرها السهم وتدون عليه وحسب على أساسها رأس مال الشركة، وعادة ما يكون منصوبا على هذه القيمة في عقد التأسيس، أما القيمة السوقية فهي القيمة التي يباع بها السهم

(1)- ياسين محمد أحمد، الأسهم الجائزة والمحظورة ودورها في إحداث نهضة اقتصادية شاملة ومعاصرة، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الخامس عشر: سوق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006، ص 3.

(2) - عصام أبو النصر، الحكم التشريعي في تملك الأسهم وكيفية تطهير أسهم الشركات التي اختلط فيها الحلال بالحرام، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الخامس عشر: سوق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006، ص 4-5.

في أسواق المال، وهذه القيمة عرضة للتقلبات ارتفاعاً وانخفاضاً وتحدد هذه القيمة تبعاً لمجموعة من العوامل بعضها يتعلق بمدى سلامة المركز المالي للشركة ودرجة نجاح مشروعاتها، وبعضها غير موضوعي كتوقعات ومضاربات المضاربين، وقد تكون القيمة السوقية أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية، أما القيمة الفعلية أو الحقيقية فهي القيمة التي يمثلها السهم في صافي أصول وموجودات الشركة، وتحسب هذه القيمة على طريق قسمة صافي حقوق الملكية (الاحتياطيات والأرباح المحتجزة) على عدد الأسهم العالية المصدرة.

2- عدم قابلية السهم للتجزئة<sup>(1)</sup>: بمعنى أن السهم لا يقبل الانقسام، فلا يجوز أن يتعدد مالكو السهم أمام الشركة، فإذا آلت ملكية السهم إلى أكثر من شخص نتيجة إرث أو هبة أو وصية، فإن هذه التجزئة وإن كانت صحيحة بين هؤلاء، إلا أنها لا تسري في مواجهة الشركة، ويتعين على هؤلاء أن يتفقوا على اختيار شخص واحد من بينهم أو من الغير ليمثلهم في مباشرة جميع الحقوق المرتبطة بالسهم قبل الشركة، ويعتبر بمثابة الحائز الوحيد للسهم أمام الشركة وترجع الحكمة في عدم تجزئة السهم إلى تسهيل مباشرة الحقوق التي يخولها في الشركة ولاسيما حق التصويت في الجمعية العمومية وتقدير الأغلبية فيها، وتوزيع الأرباح على المساهمين.

3- الأسهم صكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية<sup>(2)</sup>: من بين الخصائص الجوهرية والبارزة للأسهم هي أنها صكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية، ويقصد بمبدأ القابلية للتداول إمكانية التنازل عن ملكية الأسهم بالطرق التجارية المقررة في القانون التجاري، وهي القيد أو التسجيل في سجلات أو دفاتر الشركة إذا كانت الأسهم اسمية والمناولة اليدوية متى كانت الأسهم لحاملها، والتظهير متى كانت الأسهم إذنيه أو لأمر.

ويعتبر التنازل عن السهم عن طريق التداول من الحقوق الأساسية والجوهرية للمساهم، بحيث لا يجوز حرمانه منه، وكل نص يتضمنه العقد التأسيسي للشركة بحرمان المساهم كلية من هذا الحق يقع باطلاً، وكأن لم يمكن، أو تفقد الشركة صفتها كشركة مساهمة لتصبح - ربما - من شركات الأشخاص، التي لا يجوز التنازل عنها إلا بموافقة باقي الشركاء.

كما أنه إذا تقرر إبطال الشركة، أو إبطال إصدار من الإصدارات فليس لذلك تأثير على التداولات المنجزة قبل قرار الإبطال، إذا كانت الأسهم صحيحة شكلاً، وللمشتري في هذه الحالة الرجوع على البائع بمقتضى دعوى الضمان، ومرجع القاعدة هو الرغبة في ضمان استقرار المعاملات المنصبة على الأسهم، وعليه تبقى قابلية الأسهم للتداول والتصرف فيها بالبيع والشراء والرهن وغير ذلك، حيث أنه بإمكان أي مساهم أن يبيع سهمه أو بعضاً

(1) - مصطفى ياسين محمد الأصبحي، القانون الواجب التطبيق على العلاقات القانونية المتصلة بأسواق الأوراق المالية ذات الطابع الدولي، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الخامس عشر، سوق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006، ص12.

(2) - عبد السلام فيغو، البورصة والأسهم - دراسة قانونية شرعية - بحث مقدم للمؤتمر العلمي الخامس عشر، سوق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي 15-17 ماي 2006، ص ص 17-18.

منه عند رغبته في ذلك وإنهاء علاقته مع الشركة، وإحلال شريك أو شركاء آخرين مكانه بناء على تملكه لأسهمه، ويحصل كل هذا دون إذن خاص من الشركة والشركاء، ما لم يكن في نظامها نص يوجب الإبلاغ حين البيع، فتنقل ملكيته بالإيجاب والقبول بشرط التسليم إن كان لحامله وبالقيود في دفاتر الشركة إن كان اسمياً.

4- تحديد مسؤولية المساهم بقيمة أسهمه<sup>(1)</sup>: تتحدد مسؤولية المساهمين في شركات المساهمة بمقدار القيمة الاسمية للسهم، أو للأسهم التي اكتتبوا بها، وعليه فإنه لا يسوغ ملاحقة المساهمين بسبب ديون الشركة والتزاماتها بأكثر من هذه القيمة، فلو استغرقت ديون الشركة حل رأس مالها أو موجوداتها فإنه لا يمكن أن يسأل المساهمون عن هذه الديون بأموالهم الخاصة، وذلك لأن للشركة ذمة مالية مستقلة عن الذمة المالية للمساهمين، حيث تعتبر الذمة المالية للشركة وحدها ضمان الدائنين للالتزامات الشركة.

لذلك تنتقل الحصص المقدمة على سبيل التمليك إلى ملكية الشركة، ويفقد الشركاء كل حق عيني عليها، ولا يبقى لهم إلا حق الحصول على نصيب من أرباح الشركة أثناء حياتها، وفي اقتسام موجوداتها عند تصفيتها، يعتبر حق الدائنية الثابت لكل شريك قبل الشركة من طبيعة منقولة، ولو كانت حصة الشريك عقاراً.

5- قوة الأسهم الشرائية<sup>(2)</sup>: ثبت في الأوساط التجارية والأسواق المالية أن للسهم قوة شرائية حقيقية لا يعادها أية مبادلات مالية أخرى، وهذا يعني أن متبعي السهم لشرائه أكثر، وأن وفوراته المالية كبيرة، وذلك لسهولة التعامل به أولاً، ولأنه لا يحتاج إلى مشقة كبيرة في توفيره.

ثالثاً: الحقوق الأساسية لمالكي الأسهم<sup>(3)</sup>:

1- حق البقاء في الشركة، فلا يجوز فصله، ولا نزع ملكيته لأسهمه، دون ارتكاب ما يستوجب ذلك قانوناً، لأنه حق معلق على إيراداته وحده.

2- حق التصويت في الجمعية العامة للشركة بالحضور الفعلي أو البريد أو بالتوكيل.

3- حق الحصول على نصيبه من أرباح الشركة، وكذلك موجوداتها عند التصفية.

4- حق مراقبة أعمال الشركة كمراجعة ميزانيتها وحساب أرباحها ونحو ذلك.

5- حق رفع دعوى مسؤولية على أعضاء مجلس الشركة بسبب التقصير في أداء وظائفهم.

6- حق الأولوية في اكتتاب الأسهم الجديدة، إذا ما قررت الشركة إصدارها.

7- حق التنازل عن أسهمه وذلك بالتصرف فيها بالبيع أو الهبة أو غير ذلك.

(1) - المرجع السابق، ص 19.

(2) - ياسين محمد أحمد، مرجع سابق، ص 4.

(3) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص 89.

رابعاً: الأهمية الاقتصادية للأسهم<sup>(1)</sup>:

يعد إصدار الأسهم وتكوين الشركات المساهمة واحداً من طرق التمويل في البلدان المتقدمة ولقد ساهم ذلك في النمو الاقتصادي في تلك البلدان، ولعل أهم ما يمتاز به: أنه يمكن من خلاله جمع رؤوس أموال ضخمة من مساهمات صغار المستثمرين تقوم بمشاريع كبيرة في المجتمع، من تشييد المنشآت الضخمة وبناء المطارات وإنشاء المصانع ومشاريع تجارية وصناعية وزراعية وخدمية... إلخ، والتي يصعب تمويلها بأي طريقة أخرى، ولذا فإن صيغة الشركات المساهمة واحدة من أهم المخترعات المالية في العصر الحديث، ومن مزايا شركة المساهمة أنها تقوم على استثمار الأموال دون حاجة لوجود أصحابها مما يسمح للكثيرين بالمشاركة فيها قدر مع احتفاظهم بعملهم الأصلي، مما أدى إلى سهولة تداول الأموال واشتراكها في خدمة أهداف التنمية.

خامساً: قيم تداول الأسهم<sup>(2)</sup>:

السهم له أكثر من قيمة: قيمة اسمية وقيمة دفترية، وقيمة إصدار وقيمة سوقية وقيمة حقيقية وقيمة تصفوية ويمكن تفصيل ذلك على النحو التالي:

1- القيمة الاسمية للسهم: وهي القيمة المبينة في الصنف، والتي تم تحديدها من الجهة المختصة، وتم بما طرح السهم للمكتتبين، ومن مجموعها يتشكل رأس مال الشركة وهي قيمة ثابتة يتساوي فيها جميع المساهمين، فإذا ما قررت الشركة أن توزع أرباحاً على المساهمين بنسبة 15% من قيمة السهم الاسمية في عقد الشركة.

2- القيمة الدفترية للسهم: وهي قيمة السهم كما تظهر في دفاتر الشركة أي سجلاتها، وهي قيمة محاسبة تبينها سجلات الشركة ودفاتها وتحسب كما يلي<sup>(3)</sup>:

$$\text{القيمة الدفترية للسهم العادي} = \frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{قيمة الموجودات} - \text{قيمة المطلوبات}}{\text{عدد الأسهم}}$$

1- قيمة إصدار السهم<sup>(4)</sup>: تلجأ بعض الشركات عندما تريد زيادة رأس مالها، لدعم مشاريعها أو التوسع في أعمالها، إلى إصدار أسهم جديدة للاكتتاب فيها، وتقرير لها قيمة قد تكون نفي القيمة الاسمية أو أعلى، فإذا كانت أعلى فيطلق على الفرق بين قيمة الإصدار والقيمة الاسمية علاوة الإصدار، وعادة يصدر السهم بقيمة الاسمية، ولا يجوز إصدار السهم بأقل من قيمته الاسمية.

(1) - محمد بن تركي الختلان، الأسهم الجائزة والمحظورة، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الخامس عشر، سوق الأوراق المالية والبورصات، آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006، ص 6-7.

(2) - عبد الرحمان بن عبد العزيز النفيسة، الاستثمار الشرعي والأحكام النظامية - دراسة تطبيقية مقارنة. الأردن: دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 1430-2010، ص 141.

(3) - بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية - دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2007/2008، ص 108.

(4) - عبد الرحمن عبد العزيز النفيسة، مرجع سابق، ص 142.



2- القيمة الحقيقية للسهم<sup>(1)</sup>: وهي المقدار الذي يستحقه السهم في جميع أموال الشركة، أي يشمل رأس المال المدفوع، وموجودات الشركة وأرباحها، بعد استنزال ديونها، وبحسب كما يلي:

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم} = \frac{\text{الموجودات الصافية للشركة}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}}$$

عدد الأسهم المصدرة

هذه القيمة تمثل ما يجب أن يكون عليه سعر أو قيمة السهم في السوق.

3- القيمة السوقية للسهم<sup>(2)</sup>: وهي قيمة الأسهم عند عرضها للبيع في الأسواق، وتختلف عن القيمة الاسمية بحسب العرض والطلب، وبحسب نجاح الشركة في أعمالها وضخامة ومجوداتها، ورأس مالها الاحتياطي، وبحسب الظروف السياسية والاقتصادية.

4- القيمة التصفوية للسهم<sup>(3)</sup>: وهي القيمة التي يتوقع المساهم في الشركة الحصول عليها للسهم العادي في حالة تصفية الشركة بعد استبعاد كافة الالتزامات التي تترتب عليها.

$$\text{القيمة التصفوية} = \frac{\text{قيمة الموجودات في السوق} - \text{الالتزامات وحقوق الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}} \text{ (في حالة وجودها).}$$

ومن فوائد الشركات عموماً، وشركة المساهمة على وجه الخصوص زيادة الثروة الاقتصادية العامة، ذلك لأنه عندما تتدفق أموال المواطنين إلى شركات المساهمة يستفيد منها المساهمون أولاً، حيث تزيد دخولهم بقدر زيادة الأرباح الناتجة من رواج الإنتاج والاستهلاك، ويستفيد منها الاقتصاد العام للبلد، فتخرج الأموال المعطلة من مخابئها لتجد سبيلها بواسطة هذه الشركات إلى المنتجين الذين يستثمرونها في مشاريع عامة تعود بالنفع العام للبلد فيكثر الإنتاج ويتحسن، ويكثر تداول البضائع والسلع، ومن مقوماتها نهضة الأمم قوة اقتصادها، ولا يمكن أن يقوم الاقتصاد القوي إلا باستثمار الأموال في المشاريع الإنتاجية المختلفة، ومن هنا تبرز الأهمية الاقتصادية للشركات المساهمة وأثرها الكبير في دفع عجلة الاقتصاد للأمام.

### الفرع الثالث: أنواع الأسهم.

تتنوع الأسهم -باعتبارات مختلفة- إلى عدة أنواع، سيتم توضيحها كما يلي:

أولاً: أنواع الأسهم بالنظر إلى طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك: تتنوع الأسهم -بالنظر إلى طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك إلى أربعة أنواع كما يلي:

1- أسهم نقدية<sup>(4)</sup>: وهي الأسهم التي تعطي للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة نقوداً، وهذه الأسهم قد تكون محررة، أي دفعت قيمتها كلها، وقد تكون غير محررة، أي دفعت بعض قيمتها كالنصف مثلاً،

(1) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص 100.

(2) - المرجع السابق، ص 100.

(3) - بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 108.

(4) - مبارك سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 117.

- حيث لا يشترط أن يدفع المساهم قيمة السهم كاملة عند الاكتتاب، بل يمكن أن يدفع جزءا منها ويكون مطالبا بالباقي بحيث لو صفيت الشركة وعليها ديون مثلا طوّل المساهم بدفع المتبقي من قيمة السهم.
- 2- أسهم عينية: وهي الأسهم التي تعطى للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة عينا من الأعيان كأرض أو مبنى أو بضاعة أو مصنع... إلخ، ولكن يشترط في ذلك ما يلي<sup>(1)</sup>:
- أ- الوفاء بقيمتها كاملة.
- ب- تقدير الحصص العينية تقديرا صحيحا قبل منح الأسهم العينية.
- ت- عدم تداولها قبل مضي سنتين من تاريخ تأسيس الشركة.
- 3- الأسهم المختلطة<sup>(2)</sup>: وهي الأسهم التي يكتب بها المساهم ويدفع قيمتها مختلطا بالنقد والعين، كمن يصبح مساهما بعقار ومبلغ نقدي.
- 4- حصص التأسيس<sup>(3)</sup>: هي حصص خاصة ذات مردود مادي، تمنحها الشركة لمن يقدم لها براءة اختراع أو امتياز كان حصل عليه من الدولة أو من شخص اعتباري عام، بحيث تخول هذه الحصص من منحت له الحق في نسبة من الأرباح من غير اعتبارها جزءا من رأس مال الشركة.
- ويطلق على الحصص التي تعطى للمؤسسين (حصص التأسيس) مكافأة لهم على جهودهم في تأسيس الشركة، هذا في الأصل لكن الآن تعطى حتى لغير المؤسسين، أما حصص براءة الاختراع وغيرها فتسمى حصص الأرباح.

ثانيا: أنواع الأسهم بالنظر إلى شكلها: تتنوع الأسهم -بالنظر إلى شكلها - إلى ثلاثة أنواع هي:

- 1- أسهم اسمية<sup>(4)</sup>: هي الأسهم التي تصدر حامله اسم صاحبها، فيكتب على السهم اسم صاحبه وتثبت ملكيته له بقيد المساهم اسمه في سجل الشركة المعد لهذا الأمر، هذا السجل يتعين على الشركة إمساكه، وتخصص فيه صفحة لكل سهم، يسجل فيها رقم السهم، واسم صاحبه، ويتم تداول هذا النوع من الأسهم عن طريق القيد في هذا السجل، حيث يسجل بيانات المتنازل إليه في الصفحة الخاصة بهذا السهم محل التداول.
- 2- أسهم لحاملها<sup>(5)</sup>: وهي الأسهم التي لا يذكر فيها اسم مالكيها، وإنما يذكر فيها ما يشير إلى أنها لحاملها، حيث يعتبر حاملها مالكا لها، ويتم تداولها ونقل ملكيتها إلى المشتري بمجرد المناولة أي بتسليمها من يد البائع إلى يد المشتري.

(1) - أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص 51.

(2) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص 95.

(3) - عبد الرحمن عبد العزيز النفيسة، مرجع سابق، ص 138.

(4) - محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي. الإسكندرية: دار الجامعة الجديدة للنشر، 2006، ص 86.

(5) - مبارك سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 118.

3- أسهم إذنيه أو لأمر<sup>(1)</sup>: وهي الأسهم التي يذكر فيها اسم مالكيها، مع النص على كونها لإذنه أو لأمره، ويتم تداولها بطريق التظهير، وذلك بأن يدون البائع على ظهر شهادة السهم ما يدل على انتقال ملكيتها إلى المشتري.

ثالثا: أنواع الأسهم بالنظر إلى حقوق حاملتها: تنقسم الأسهم بالنظر إلى حقوق حاملتها إلى ثلاثة أنواع هي:

1- الأسهم العادية: وهي التي تتساوى في قيمتها وتعطي المساهمين حقوقا متساوية منها<sup>(2)</sup>:

- أ- حق التصويت في مجلس الإدارة وانتخاب أعضائها.
- ب- الأولوية في شراء الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات.
- ت- الحصول على أرباح وفقا لقرارات الإدارة.
- ث- فحص السجلات والرقابة على موجودات الشركة.
- ج- الحصول على ما تبقى من موجودات الشركة بعد تصفيتها.
- ح- المشاركة في اجتماعات الهيئة العامة لمناقشة نتائج أعمال الشركة.
- خ- تعديل عقد تأسيس الشركة وإقرار النظام الداخلي.
- د- حق البيع أو التنازل عن الأسهم.

وهي تتصف بالدوام أي ليس لها تاريخ استحقاق محدد ويبدأ بها التمويل وتنتهي بها التصفية.

2- الأسهم المؤجلة: وهي التي تعطي عادة للمؤسسين ولمن يقوم بترويج الأسهم الجديدة عند إنشائها وتسمى مؤجلة لأنها لا تستحق نصيبا من الأرباح الموزعة قبل سداد حاملي بقية الأسهم بنسبة معينة من رأس المال<sup>(3)</sup>.

3- الأسهم الممتازة: وهي الأسهم التي تعطي لأصحابها مزايا لا تتمتع بها الأسهم العادية وتعطي لهم حقوقا إضافية على الحقوق الأساسية لحاملي الأسهم ومن بين المزايا التي تعطيها لهم<sup>(4)</sup>:

- أ- مزايا في الأرباح تعطي لهم الحق في توزيعات سوية تتحرر بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم.
- ب- في حالة عدم تسديد التوزيعات الدورية فإنها تتراكم ويتعين سدادها كاملة قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية.
- ت- مزايا التصفية: وذلك عند الإعلان عن إفلاس الشركة يأخذون أموالهم قبل الأسهم العادية وبعد السندات.

(1) - المرجع السابق، ص 118.

(2) - بن الضيف محمد عدنان، المرجع السابق، ص 105.

(3) - معبد علي الجارحي، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام-الإدارة المالية في الإسلام. عمان: المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية، الجزء الأول، 1989، ص 113.

(4) - بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 105.

ث- لهم الحق في الاستحقاق عن طريق الاستدعاء لحصولهم على مبلغ أكبر من قيمتها الاسمية.

ج- لا يعطي لحاملها الحق في التصويت إلا إذا امتازت هذه الأسهم بهذه الخاصة دون غيرها.

وللأسهم الممتازة أنواع وذلك حسب الميزة المقدمة لها<sup>(1)</sup>:

✓ أسهم ممتازة مجمعة للأرباح: وهي الأسهم التي لها ميزة أنها إذا لم تستوف أرباحها من هذه السنة لعدم كفاية الأرباح أو لعدم توزيعها، فإن نصيبها من الأرباح يرحل ويجمع مع مستحقات السنة المالية التالية.

✓ أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح: يعطى لجملة هذا النوع من الأسهم أرباحاً، تحدد عادة بحد أدنى بمعدل معين لأرباحها السنوية مع مشاركتها في الأرباح إذا كانت معدلاتها أكبر من الحد الأدنى المقرر، أي إذا حصلت الشركة على ربح يقدر بـ 10% من رأس مالها، وهي نسبة لا تنوي توزيعها فتقدم بذلك نسبة من هذا الربح إلى أصحاب هذا النوع من الأسهم الممتازة دون غيرهم من أصحاب الأسهم الأخرى، أما إذا حصلت على نسبة من الأرباح أكثر من 10% فإنها توزع الأرباح بالشكل العادي على أصحاب الأسهم.

✓ أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح مع الأسهم العادية: تأخذ هذه الأسهم الممتازة نسبة من الأرباح وإذا تم توزيع الأرباح للأسهم العادية تأخذ معهم ما يأخذون.

✓ أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية: وهي الأسهم التي يحق لها التحول إلى أسهم عادية خلال فترة معينة من إصدارها، أو حسب ما تم تحديده من شروط في الاكتتاب.

✓ أسهم ممتازة ذات الصوت المتعدد: وهي التي تعطي لحاملها أكثر من صوت واحد في الجمعية العامة.

رابعاً: أنواع الأسهم بالنظر إلى استهلاكها من عدمه: تنقسم الأسهم بالنظر إلى استهلاكها إلى نوعين وهي:

1- أسهم رأس المال<sup>(2)</sup>: وهي الأسهم التي يقدمها المساهم للشركة، ولا تعود إليه إلا عند التصفية النهائية للشركة، أي لا تستهلك قيمتها.

2- أسهم التمتع<sup>(3)</sup>: وهي الأسهم التي تمنحها الشركة عند استهلاك أسهمها الأصلية تعويضاً للمساهمين عن الاستهلاك وتحول هذه الأسهم لأصحابها حق الاشتراك في مداورات الجمعية العامة والتصويت فيها، والحصول على نصيب من الأرباح، ومن موجودات الشركة عند تصفيتها وقسمتها، وهذه الأسهم لا تنقضي باستهلاكها، ولكن تتغير صفتها، حيث لا ينقص ذلك من رأس المال، ويظل المساهم الذي أخذ سهم تمتع شريك له الحق في الربح كما كان قبل تغيير سهمه.

(1) - طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية. مصر: الدار الجامعية، 2005، ص 22.

(2) - شعبان محمد إسلام البراوي، مرجع سابق، ص 97.

(3) - عبد الأول عابدين محمد بسيوني، مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة - دراسة فقهية مقارنة. الإسكندرية: دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، 2008، ص 36.

ولكن تختلف أسهم التمتع عن أسهم رأس المال في أنها لا تعطي صاحبها كل حقوق أسهم رأس المال في الأرباح، إذ ينص نظام الشركة عادة على إعطاء أسهم رأس المال بنسبة معينة من الأرباح 5% من قيمتها مثلا، وهو ما يسمى، بالريح الثابت ثم يوزع فائض الربح بين أسهم رأس المال وأسهم التمتع بالتساوي، ولا يشترك أصحاب أسهم التمتع في قسمة موجودات الشركة عند حلها، إلا بعد أن يستوف أصحاب رأس المال قيمة أسهمهم.

ولأصحاب أسهم التمتع الحق في الاشتراك في إدارة الشركة، وهو حق يتعلق بالنظام العام، فلا يجوز حرمانهم منه بحجة استردادهم لقيمة أسهمهم الاسمية.

واستهلاك الأسهم ليس إجباريا، لأن الشركة ليست حقا تجاه المساهمين بقيمة الأسهم إلا عند حل الشركة وتكون هذه الأسهم في حالات خاصة مثل<sup>(1)</sup>:

أ- إذا كانت ممتلكات الشركة مما يلحقه التلف مع توالي الزمن.

ب- إذا كانت الشركة حاصلة على امتياز من الدولة لمدة معينة، ثم تتحول ملكيتها للدولة بعد انقضاء المدة.

خامسا: أنواع الأسهم بالنظر إلى المنح أو عدمه<sup>(2)</sup>: تتنوع الأسهم بالنظر إلى المنح أو عدمه إلى نوعين:

أ- أسهم غير مجانية: وهي الأسهم التي يدفع صاحبها قيمتها.

ب- أسهم منح (مجانية): وهي الأسهم التي تمنحها الشركة للمساهمين مجانا، في حالة زيادة رأس مال الشركة على شكل ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي، ويتم توزيعها حسب قدر الأسهم.

سادسا: أنواع الأسهم بالنظر إلى تأثيرها بالدورات الاقتصادية<sup>(3)</sup>:

1- أسهم موسمية: وهي الأسهم التي تتأثر بالدورات الاقتصادية، وتعود هذه الأسهم للشركة التي تنتج سلعا موسمية، الطلب على منتجاتها يرتبط بتحسين الاقتصاد وانتعاشه (رواجه) كما أنها تتأثر بحالات الكساد.

2- أسهم دفاعية: وهي على عكس الأسهم الموسمية لا تتأثر بالدورات الاقتصادية، وتكون أسهما لشركات تنتج سلعا أساسية، لا يتأثر إنتاجها بدورات اقتصادية سواء في حالة الرواج أو في حالة الكساد، فالطلب عليها يكون ثابتا لحد ما ومستقر، كإنتاج القمح أو استخراج أو تحلية أو تطهير المياه.

سابعا: أنواع الأسهم بالنظر إلى مصدرها<sup>(4)</sup>:

1- أسهم مرتفعة الجودة: وهي أسهم لشركات كبيرة ومعروفة وتوزع الأرباح بغض النظر عن الأحوال السائدة.

(1) - بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 106.

(2) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص 96.

(3) - بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 107.

(4) - المرجع السابق، ص 107.

2- أسهم الشركات الصغيرة: وهي أسهم الشركات التي يمتاز رأس مالها وحقوق الملكية فيها بالصغر، وكذلك الأصول وبذلك يكون توزيع الأرباح غير منظم ولكن ليس بنسبة الكبيرة.

ثامنا: أنواع الأسهم بالنظر إلى توزيع الأرباح<sup>(1)</sup>:

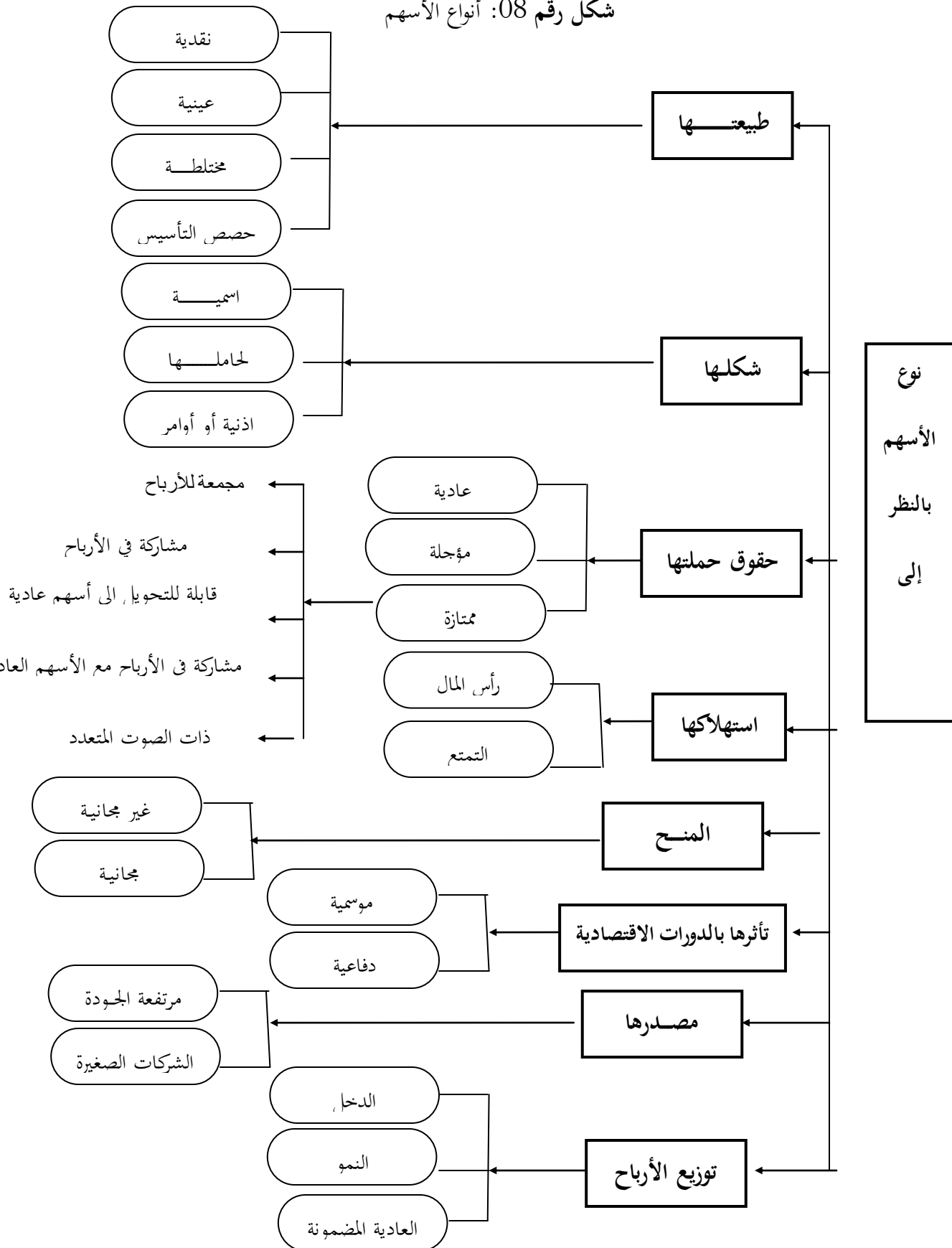
1- أسهم الدخل: وهي الأسهم التي تعطي دخلا مستقرا (توزيعات الأرباح مستقرة ومستمرة)، وغالبا ما تكون هذه الأسهم لشركات ذات امتياز إنتاج سلعة معينة مما يجعلها تحقق أرباحا مضمونة وتوزيعات أرباح مضمونة (مثل شركة البترول).

2- أسهم النمو: وهي على عكس أسهم الدخل لا يتوقع المستثمر أو حامل السهم أرباحا موزعة في نهاية السنة وبشكل دائم، لكنه يتوقع مقابل ذلك ارتفاعا كثيرا في القيمة السوقية للسهم وبالمعدلات نمو متزايدة، هذه الأسهم تكون عادة لشركات تتعامل بمنتجات ذات محتوى تكنولوجي عالي.

3- الأسهم العادية المضمونة: الأصل في الأسهم أنه ليس لحملها الحق في الرجوع إلى المنشأة التي أصدرتها وذلك في حالة انخفاض قيمتها السوقية، ولقد ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1984 م لأول مرة أسهم تعطي لصاحبها الحق في مطالبة المنشأة بتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار.

(1) - المرجع السابق، ص 107.

شكل رقم 08: أنواع الأسهم



المصدر: من إعداد الطالبة

### المطلب الثاني: إصدار الأسهم والاكتمال فيها من منظور الاقتصاد الإسلامي.

لا شك أن شركات المساهمة تلعب دورا كبيرا في الاقتصاد المعاصر، وأن من أهم ركائزها الأسهم، حيث يتم من خلالها جمع أكبر قدر ممكن من الأموال، مما يمكن من تجميع رأس مال كبير وبذلك تستطيع الدخول في المشاريع الضخمة، ولم يقف التعامل في الأسهم اليوم على المساهمين المؤسسين للشركة، بل أصبحت تتداول بين الناس بشكل واسع لاسيما في الأسواق المالية العالمية، فما مدى مشروعية إصدار الأسهم وتداولها من طرف هذه الشركات سواء العالمية أو المحلية داخل العالم الإسلامي.

#### الفرع الأول: موقع شركة المساهمة في الاقتصاد الإسلامي.

تحتل شركات المساهمة الحديثة دورا رائدا من حيث قوة التأثير على التطور الاقتصادي حيث يعزى لهذا التنظيم الاستثماري تمويل العديد من المشروعات الاقتصادية العملاقة، وقد وجدت في واقع الأمر هذه الصيغة الاستثمارية قبولا واسعا في المجتمعات الإسلامية المعاصرة حتى تلقفتها المؤسسات الإسلامية الناشئة من مصارف ومؤسسات تجارية وتنموية، فأصبحت بذلك طابعا مميذا لأكثر المؤسسات المالية الإسلامية، ويدل ذلك على أن تبني الصيغة التنظيمية لشركات الأموال الحديثة ذات الشخصية الاعتبارية قد اكتسب قوة العرف ليس فقط بسبب الممارسة وإنما للتأييد الذي ناله من قبل العديد من الاقتصاديين الإسلاميين.

#### أولا: مفهوم الشركة في الاقتصاد الإسلامي.

الشركة في الاقتصاد الإسلامي في الأصل نوعان: شركة أملاك وشركة عقود، وشركة الأملاك نوعان: نوع يثبت بفعل الشريكين كاهبة لهما، ونوع يثبت بغير فعلهما كالميراث، أما شركة العقود فهي عقد بين اثنين أو أكثر في عمل تجاري يقصد الربح يساهمان فيه بالمال والجهد معا، أو يكون المال من أحدهما والعمل من الآخر، على أن يكون الربح بينهما حسب ما يقتضيه، العقد أو حسب ما يتفقان عليه ويكون الخسران حسب مال كل منهما<sup>(1)</sup>، وتنقسم إلى أربعة أقسام<sup>(2)</sup>:

1- شركة الأموال: وهي التي يتراضى فيها شريكان أو أكثر بحصص أموال محددة بغرض التجارة، ويمكن لهذا النوع أن يكون شركة مفاوضة أو عنان، أما الأول فهي التي يفوض فيها الشركاء بعضهم بعضا ويلتزمون بعمل بعضهم بعضا حضورا أو غيابا، فتتحقق بذلك أهلية الوكالة والكفالة للأطراف الشركاء في شركة المفاوضة، أما الثانية ففيها تقييد لتصرف الشركاء، حيث تتحقق فيهم أهلية الوكالة في التصرف ولكن بعد الاستئذان، كذلك المساهم في شركة المساهمة كالشريك في العنان، فإذا كان الشريك يملك حصته من موجودات شركة العنان فكذلك المساهم، وكون الشركة لها شخصية اعتبارية لا يبطل حق

(1) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص 84.

(2) - سيف الدين إبراهيم تاج الدين، نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم، المملكة العربية السعودية، مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي، المجلد 3، العدد الأول، 1405هـ-1985م، ص 63.



- المساهم في تملك موجوداتها<sup>(1)</sup>، فالحالة الأولى (المفاوضة) تؤول إلى الثانية (العنان) إذا انتفت بعض الشروط العامة لشركة المفاوضة مثل تساوي حصص الشركاء وديونهم.
- 2- شركة الصنائع (أو الأبدان): وهي أن يكون الشركاء أصحاب حرفة أو صنعة واحدة أو مختلفة فيتفقان على تقبل الأعمال وتوزيع المكسب بينهما، وهي كذلك يمكن أن تكون مفاوضة أو عنانا.
- 3- شركة الوجوه: تعتمد على ثقة الناس بالمشاركين، وليس لهما مال ولا حرفة، ولكن لهم حسن التصرف والخبرة في البيع والشراء.
- 4- شركة المضاربة: وهي دفع المال للغير ليتجر فيه على أساس اقتسام الربح حسب حصة مشاعة بين المضارب المدير وصاحب المال.
- وقد أجاز المالكية كل الأنواع إلا شركة الوجوه، أما الأحناف فقد أجازوها كلها، والشافعية أبطلوها كلها ماعدا شركة العنان، والحنابلة أجازوها ماعدا شركة المفاوضة<sup>(2)</sup>.
- إن هناك تشابها كبيرا بين شركة المضاربة الإسلامية وما يسمى في الاقتصاد التقليدي بشركة التوصية البسيطة، وكذلك بين شركة الأموال (المفاوضة) وشركة التضامن الحديثة، فهذه الشركات يشار إليها في الاقتصاد التقليدي شركات الأشخاص لأنها تنعقد بالتراضي الشخصي بين الشركاء، وكذا نجد أن مفهوم الشركة في الاقتصاد الإسلامي الموروث هو مفهوم شركات الأشخاص بالمعنى التقليدي.
- ويلاحظ أن مفهوم شركة الأموال حسب الاصطلاح الاقتصادي التقليدي يختلف عنه حسب الاصطلاح الاقتصادي الإسلامي، حيث أن شركة الأموال (مفاوضة كانت أم عنانا) تعتمد أولا على الأشخاص الشركاء الذين يشتركون فيها بأموالهم وأبدانهم معا ويترتب على ذلك في حال تنازل أحد الشركاء بحصته إلى آخر، انفساخ عقد الشركة إلا إذا رأى الشركاء القدامى الاستمرار بالشركة مع الشريك الجديد، غير أن المفهوم التقليدي لشركة الأموال يغفل الجانب الشخصي تماما ويبرز العنصر المالي وحده، فلا يشترط معرفة الشركاء بعضهم بعضا ولا تنفسخ الشركة بخروج بعض الشركاء، الذين ليس لهم إلا حصصهم المالية التي يساهمون فيها في رأس مال الشركة، والتي تحدد مسؤوليتهم المالية وعدد أصولهم في الاجتماع السنوي للجمعية العمومية.
- ثانيا: التقدير الشرعي لشركة المساهمة.**

لقد نشأت الشركات المساهمة قبل خمسمائة عام تقريبا في مدينة البندقية بإيطاليا، ثم انتقلت بعد ذلك إلى المجتمعات الإسلامية وهي متأثرة بالنظام الرأسمالي وبالنزعة الرأسمالية، ذلك أن الهدف الأساسي منها هو جمع المال من المساهمين ما أمكن، فالقائمين على هذه الشركات يؤمنون بأن المال يجب ألا يبقى ساكنا بل لابد من استثماره

(1) - يوسف بن عبدالله الشيبلي، قضايا معاصرة في الزكاة، زكاة الديون التجارية والأسهم المملوكة للشركات القابضة، بحوث ندوة البركة الحادية والثلاثون للاقتصاد الإسلامي، يومي الأربعاء والخميس 07-08 رمضان 1431هـ، الموافق 18-19 أوت 2010م، جدة، الطبعة الأولى، ص 24.

(2) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص 84.

وتحريكه، وبالتالي لا بد من أخذ فوائد ربوية على أموال المساهمين، وخلاف هذا التصور بالنسبة لهم يعتبر خطأ اقتصادياً<sup>(1)</sup>.

أما النظر الاقتصادي في تشريع تأسيس الشركات المساهمة وإباحة التعامل بها، يظهر منه أن الإسلام أباح تأسيس الشركات المساهمة لأجل تمكين رأس المال الفائض عن الحاجة من الاستثمار والنماء ولأجل نفع أرباب الأموال من المساهمين من خلال إيجاد الفرص الاستثمارية التي تحمي المال من الكنز والادخار السليبي الذي لا ينشأ عنه أية زيادة على أصل المال فيبقى خاملاً عقيماً.

وهذا النوع من الشركات يمكن أن يلعب دوراً مهماً في الاقتصاد الإسلامي ويمنع من اللجوء إلى إقراض المسلم ماله بالربا.

ثم إن قيام الشركات المساهمة فيه إعانة لأصحاب الأموال القليلة على استثمار أموالهم، إذ أن المال القليل لا يكفي بمفرده ولا يصلح أن يكون رأس مال منتج لأن كثرة رأس المال هي الأساس في إنشاء المشاريع والشركات الكبرى كمصافي النفط ومصانع الحديد والغاز ومحطات إنتاج الوقود والكهرباء والطاقة... إلخ، حيث تعمل الشركات المساهمة على حفز وتشجيع المدخرات الصغيرة على المشاركة في إنشاء هذه المشاريع الحيوية، وبالتالي فإن انضمام رأس المال القليل مع القليل كثير، وهذه حكمة جليلة تفتح أبواب المشاركة في المساهمة في بناء المجتمع وازدهاره لجميع أبناء الأمة قل المال عندهم أم كثر، لأن كل فرد يساهم بقدر إمكانياته، ويقدر ما يملك من مال، فلا يكون تأسيس الشركات المساهمة حكراً على أصحاب رؤوس الأموال دون سائر أبناء المجتمع<sup>(2)</sup>.

كما تم توضيحه سابقاً شركة المساهمة هي الشركة التي يكون رأس مالها منقسماً إلى أسهم متساوية قابلة للتداول، ويكون كل شريك فيها مسؤول بمقدار حصته في رأس المال، ويجمع المساهمين عامل الربح لا الثقة. وهي شركة أموال لا أساس فيها للاعتبار الشخصي، والمسؤولية محدودة للشريك المساهم فيها بقدر حصته من الأسهم<sup>(3)</sup>، والاسم التجاري مستمد من غرضها ولا يحمل اسم أي من الشركاء ولا اكتساب للشريك المساهم صفة التاجر، وللشريك فيها شخصية اعتبارية (معنوية).

ولقد ذهب أغلبية الفقهاء المعاصرين على شرعيتها، حيث أن الشروط العامة للشركات في الاقتصاد الإسلامي تنطبق عليها، فهي تشبه إلى حد ما شركة العنان في الاقتصاد الإسلامي، وخاصة إذا كانت أسهمها عادية فالحقوق فيها متساوية، والمسؤولية فيها بحسب حصة كل مساهم، وكما أن التفويض جائز في شركة العنان فيوجد في شركة المساهمة أيضاً، حيث يعتبر مجلس إدارتها وكيلاً على الشركاء في إدارة العمل.

(1) - سعد بن تركي الخثلان، فقه المعاملات المالية المعاصرة، دورة علمية أقيمت بالرياض، 1428، ص 26.

(2) - عباس أحمد محمد الباز، أحكام الربح الناشئ عن المساهمة في الشركات التي فيها شبه من حيث التصرف والامتلاك، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الخامس عشر: سوق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006، ص 7.

(3) - عبد العزيز الخياط، الشركات في ضوء الإسلام - الإدارة المالية في الإسلام. عمان: المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية، مؤسسة آل بيت، الجزء الأول، 1989، ص 62، 88.

وكما يجوز تفاضل الشريكين في رأس المال في شركة العنان، فيجوز أيضا في شركة المساهمة وتشبه شركة المضاربة في مشاركة المال فقط دون مشاركة الأبدان من قبل المساهمين، ويجوز أن تكون لها شخصية اعتبارية قياسا على جعل الفقهاء للوقف والمسجد والبيت ذمة<sup>(1)</sup>.

وعلى أساس شركة المضاربة قام الترخيص الفقهي للشركات المساهمة لأن حصيلة المساهمات تولد رأس مال مستثمر في مشروع نافع يقدم سلعة مباحة وخدمة مشروعة تنتفع بها الأمة، وعند ظهور الربح يستحقه المساهمون جميعا وفي حال الخسارة فإنها تلحق الجهد ورأس المال، وكما تعمل المساهمة في تأسيس شركة استثمارية لتنفع أرباب الأموال الذين لا يحسنون توظيف المال واستثماره لقللة الخبرة والتجربة في البيع والشراء، فإن شركات المساهمة تحقق نفعا عاما لمجموع الأمة من خلال إنتاج السلع التي يحتاجها الناس وصولا إلى الاكتفاء الذاتي وإيجاد فرص العمل وعدم تكس رأس المال المنتج، فيدور المال ويعمل وتتحوّل إلى شركات ومصانع وآلات إنتاجية ترفع من سوية الفرد بالعمل ومحاربة الفقر، وكذلك ترفع من سوية المجتمع بتدوير المال واستثماره وتحقيق الكفاية الذاتية للسلعة التي يساهم المال جميعه في إنتاجها<sup>(2)</sup>.

لهذا كانت النظرة الشرعية إلى عمل شركات المساهمة أنها شركة مضاربة من حيث الترخيص الفقهي لها، لأنها تؤدي ذات الأغراض الاقتصادية التي تؤديها شركة المضاربة، وبالتالي فإن عدم إدراك أرباب الأموال للحكمة الاقتصادية لشركات المساهمة يقود إلى التفكير بجمع المال من خلال النظر إلى هذه الشركات على أنها وسيلة لكسب المال لا وسيلة لاستثمار المال وبذل منفعه للأمة وتثميته بما يعود بالنفع على المجتمع وأهله مما يدفع إلى شراء الأسهم بقصد تحقيق الربح الجرد عن الاستثمار وتدوير المال<sup>(3)</sup>.

وأما (الإيجاب والقبول) فموجود في شركات المساهمة، فالإيجاب يحصل ممن دعا إلى تأسيس الشركة، والقبول ممن استجاب له وساهم فيها، وأما التراضي فموجود أيضا فكل من يساهم في الشركة، فإنه يوقع عقدها ويلتزم بشروطها، والعقد في الشرع شفوي والكتابة مستحبة، وكذلك عند بيع أحد الشركاء حصته فإن الشركة تنتهي إذا لم يتفق الشركاء على الاستمرار مع الشريك الجديد، ولكن بما أن كلا من الاتفاق والرضا موجودان في شركة المساهمة فلا تنتهي عند بيع أحد الشركاء حصته لشريك جديد.

إذن فشركة المساهمة جائزة شرعا، لأنه يتحقق فيها معنى الشركة فالشركاء يقدمون أسهمهم حصصا في رأس المال فيشتركون في رأس المال ويقتسمون الأرباح ويتحملون الخسائر ويكونون شركاء فيها، إذ يقوم مجلس الإدارة بعمل المضارب وهذا الجواز مقيد بمدى مشروعية نشاط الشركة وإتباعها طريق الكسب الحلال الطيب، أما ما استجد من شروط لم يسبق وجودها في الشركة التي نظمها الفقه الإسلامي فضابطها إنها تجوز إن لم تحل محرما أو تحرم حلالا<sup>(4)</sup>.

(1) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص 85.

(2) - عباس أحمد الباز، مرجع سابق، ص 8.

(3) - المرجع السابق، ص 8.

(4) - عطية فياض، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي. مصر: دار النشر للجامعات، الطبعة الأولى، 1998، ص 131، 132.

كذلك المساهمة في شركة المساهمة الإسلامية لا ينبغي أن ينظر إليه كعملية منعزلة لسلعة عادية تتم بقرار فردي مطلق بغرض إشباع رغبة شخصية في التملك أو الاستهلاك أو الاستثمار، فشركة الاستثمار الإسلامية ليست مجرد عقد شكلي كما هو الحال في الاقتصاد التقليدي، وإنما تحتوي في مضمونها من ناحية أخلاقية على الأقل، على عنصر الاقتناع الشخصي برسالة الشركة وجدوى الانتماء الشخصي والمالي إلى أسرة شركائها، فذلك كفيل بأن يجعل المساهم حريصا على نجاح الشركة<sup>(1)</sup>.

### الفرع الثاني: الضوابط الشرعية لإصدار الأسهم وإصدارها على رسوم الإصدار.

يتطرق هذا الفرع إلى الضوابط الشرعية لإصدار الأسهم وإصدارها على رسوم الإصدار على التوالي:

**أولاً: الضوابط الشرعية لإصدار الأسهم:** يحكم إصدار الأسهم مجموعة من الضوابط الشرعية أصدرتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، يمكن تلخيصها فيما يلي:

- **الضابط الأول:** يجوز إصدار الأسهم من شركات ذات أغراض مشروعة بأن يكون موضوع نشاطها حاللاً، كالشركات الخدمية والصناعية والتجارية المباحة ونحوها، والحلال كثير لا ينحصر، فهو أوسع من الحرام، أما إذا كان موضوع نشاطها غير مشروع أي حرام كالبنوك الربوية وشركات الخمر وغيرها، فإنه لا يجوز إنشائها، وحرمة تبعاً لذلك إصدار الأسهم التي تتكون منها الشركة<sup>(2)</sup>.
- **الضابط الثاني:** أن تكون الأسهم صادرة عن شركة معروفة لدى الناس بسلامة تعاملها ونزاهته<sup>(3)</sup>.
- **الضابط الثالث:** أن لا يترتب على التعامل بها أي محذور شرعي كالربا والغرر والجهالة، وأكل أموال الناس بالباطل<sup>(4)</sup>.
- **الضابط الرابع:** يجوز إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس مال الشركة إذا أصدرت بالقيمة العادلة للأسهم القديمة، إما حسب تقويم الخبراء لموجودات الشركة، وإما بالقيمة السوقية سواء بعلو أو إصدار أو حسم إصدار<sup>(5)</sup>.
- **الضابط الخامس:** تعد شهادة الأسهم أو ما يقوم مقامها وثيقة تثبت شرعاً ملكية المساهم لحصة شائعة في موجودات الشركة، ويجوز أن تكون هذه الوثيقة باسم المالك أو لأمره أو لحاملها<sup>(6)</sup>.

ثانياً: إصدار الأسهم على رسوم الإصدار.

هناك معنيان لرسوم الإصدار:

(1) - سيف الدين إبراهيم تاج الدين، مرجع سابق، ص 65.  
(2) - أحمد بن عبد العزيز الحداد، الأسهم والسندات تصور وأحكام، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15 - 17 ماي 2006، ص 33.  
(3) - عبد السلام قنifer، مرجع سابق، ص 12.  
(4) - المرجع السابق، ص 13.  
(5) - عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة، مرجع سابق، ص 149.  
(6) - المرجع السابق، ص 150.

- المعنى الأول<sup>(1)</sup>: أن تصدر الأسهم مضافا إلى قيمتها مبلغا يغطي تكاليف الإصدار والإجراءات نحوها، ولا محذور شرعا في هذه الرسوم\*، إذ هي مقابل عمل معلوم وهو إجراءات الإصدار وما يتبعها، لكن يشترط في هذه الرسوم أن تقدر تقديرا مناسبا، لا إجحاف فيه على المشتركين لأنها إذا كانت أكثر من التكاليف الحقيقية للإصدار صار من أكل أموال المساهمين بالباطل.

- المعنى الثاني<sup>(2)</sup>: وهو ما يعرف بأسهم الإصدار وهي كالأتي: تعمل الشركة لسبب ما على زيادة رأسمالها فيمكن أن تكون للشركة معلومات شبه مؤكدة عن مستقبل مزدهر، ولكنها لا تستطيع إحاطة السوق بتلك المعلومات، وربما للاحتفاظ بأسرار الشركة بعيدا عن أعين المنافسين أو لأي سبب آخر، ولتلك الأسباب تقوم بتغيب المساهمين وذلك بإعطائهم أسهما اسمية بقيمة 10 و.ن مثلا، وهي القيمة الاسمية لأسهم الشركة ولكن المساهم يدفع أقل من قيمتها مثلا 8 و.ن وتسمى هذه القيمة بالقيمة الإصدارية. ومن الجهة الشرعية فهي تحمل عدة مخالفات:

أ- عند التصفية سيأخذون نسبة من القيمة الاسمية 10 و.ن وليس من القيمة الإصدارية 8 و.ن، وكما تم الدفع وهذا هو الربا المحرم شرعا.

ب- إذا تساوى أصحابها مع أصحاب الأسهم الاسمية في الأرباح فإن ذلك يعتبر أكلا لأموال الناس بالباطل لأن التساوي في الربح مع عدم التفاضل في العمل أو في رأس المال لا يجوز في الشركات.

### الفرع الثالث: التقدير الشرعي لتقسيت تسديد قيمة الأسهم وضمان الإصدار فيها.

من خلال هذا الفرع سيتم التطرق إلى حكم تقسيط تسديد قيمة الأسهم وحكم ضمان الإصدار فيها.

#### أولا: التقدير الشرعي لتقسيت تسديد قيمة الأسهم.

قبل التفصيل في تقسيط تسديد قيمة الأسهم يجب توضيح معنى الاكتتاب والذي يعني أنه<sup>(3)</sup>: عمل إداري يتم بمقتضاه انضمام المكتتب إلى الشركة تحت التأسيس، مقابل الإسهام في رأس مال الشركة بعدد معين من الأسهم، بمقتضاه يلتزم المكتتب بأن يصبح شريكا في الشركة، وبأن يقدم الحصة التي وعد بها، بينما يلتزم المؤسسون بالمضي في تأسيس الشركة، وبأن يسلموا المكتتب الأسهم التي اكتتب فيها، ويتم الاكتتاب بدعوة الجمهور للاكتتاب العام بمقتضى نشرة تتضمن البيانات الواردة في عقد إنشاء الشركة ونظامها موقعة من المؤسسين، ويرفق بها تقريرا من مراقب الحسابات بصحة البيانات الواردة بها، ولتقسيت سداد قيمة الأسهم صورتان:

(1) - أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص 249.

(2) - بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 117.

(3) - محمد فتح الله النشار، مرجع سابق، ص 112.

1- الصورة الأولى: أن يكون التقسيط أثناء الاكتتاب فهذا لا بأس به لأنه من الاشتراك بما دفع و العزم على زيادة رأس المال، كأن الشركاء قرروا أن يكون رأس المال قدر معين ويشتركون بنصفه أو ثلثه الآن ثم يزيدون فيما بعد<sup>(1)</sup>.

وقد جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي في دورة مؤتمره السابع سنة 1992م<sup>(2)</sup>: أنه لا مانع من أداء قسط من قيمة السهم المكتتب فيه وتأجيل سداد بقية الأقساط لأن ذلك يعتبر من الاشتراك بما دفعه والتواعد على زيادة رأس المال، ولا يترتب على ذلك محذورا لأن هذا يشمل جميع الأسهم، وتظل مسؤولية الشركة بكامل رأسمالها المعلن للغير، لأنه هو القدر الذي حصل العلم والرضاية من المتعاملين بالشركة.

وشرط ذلك أن يكون التقسيط شاملا لجميع الأسهم، وأن تبقى مسؤولية الشركة بقيمة الأسهم المكتتب بها<sup>(3)</sup>.

2- الصورة الثانية: أن يكون التقسيط بعد الاكتتاب واستقرار رأس المال وسير عمل الشركة على الوجه المعتاد فهذا حقيقته أن بعض الشركاء أرادوا بيع نصيبهم من الشركة ورضي أن يكون ثمن هذا النصيب مدفوعا على شكل أقساط وهو جائز شرعا فهو من بيع الأقساط المعروف، حيث يكون البائع دائما و المشتري مدينا بالقدر الذي لم يدفعه.

ثانيا: التقدير الشرعي لضمان الإصدار في الأسهم.

1- مفهوم ضمان الإصدار في الأسهم<sup>(4)</sup>: في كثير من الأحيان لا تستطيع شركة المساهمة تسويق أسهمها عند الإصدار دون الاستعانة بالخدمات التسويقية لسماسة وموزعي الأوراق، مصرفي الاستثمار، وذلك لصعوبة الجهد الذي لا بد أن يبذل، وكذلك الوقت اللازم حتى تتلاقى شركات المساهمة بالمدخرين، لذا فإنه غالبا ما يستعان في توزيع الأسهم بخدمات هؤلاء الوكلاء والسماسة لتكوين سوق لهذه الأسهم وتقديم التسهيلات للأزمة.

ولكن قد لا ترغب الشركة في الانتظار إلى حين الانتهاء من الاكتتاب العام لحاجتها إلى الأموال، أو لأنها لا تريد أن تتحمل المخاطرة الناتجة عن انخفاض الأسعار أثناء توزيع الأسهم الجديد، وحينئذ تتفق مع جهة مالية أخرى لتدفع للشركة مبلغا متفقا عليه، وتتولى هي الإصدار لصالحها وهو ما يسمى بضمان الإصدار في الأسهم أو ضمان تغطية الاكتتاب، وقد تكون هذه التغطية لجزء من الأسهم المصدرة، وغالبا ما يكون البنك هو الجهة المالية التي تتفق معها الشركات، ويجوز ضمان الإصدار إذا كان بدون مقابل لقاء الضمان، وهو الاتفاق عند تأسيس الشركة مع من يلتزم بشراء جميع الإصدار من الأسهم أو بشراء جزء من ذلك الإصدار، وهو تعهد من

(1) - أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص 236.

(2) - قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي، قرار رقم 63 (7/1)، ص 118.

(3) - عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة، مرجع سابق، ص 150.

(4) - أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص 232-233.

الملتزم بالاكتتاب بالقيمة الاسمية في كل ما تبقى مما لم يكتتب فيه غيره<sup>(1)</sup>، ويجوز الحصول على مقابل عن العمل مثل إعداد الدراسات أو تسويق الأسهم سواء قام بهذه الأعمال متعهد بالاكتتاب أو غيره إذا لم يكن هذا مقابل عن الضمان<sup>(2)</sup>.

### المطلب الثالث: تداول الأسهم من منظور الاقتصاد الإسلامي.

إن إعطاء أحكام حول شرعية تداول الأسهم من منظور الاقتصاد الإسلامي مرهون بنوع السهم من جهة وكذا نوع نشاط الشركة المساهمة من جهة أخرى.

#### الفرع الأول: التوصيف الشرعي لتداول الأسهم باعتبار نوع السهم.

لقد سبق التطرق إلى أنواع الأسهم والتفصيل في مفهوم كل نوع على حدى\* من منظور الاقتصاد التقليدي، أما من منظور الاقتصاد الإسلامي فمن المهم جدا التعرف على هذه الأنواع حتى يصار إلى بناء أحكام شرعية عليها، من حيث الجواز أو التحريم أو الجواز بشروط، ومن ثم تقرير ما إذا كانت تدفع في عجلة التقدم الاقتصادي، وبالتالي تعمل على صياغة وإعادة هيكلة اقتصادية إسلامية من جديد.

أولا: أنواع الأسهم بالنظر إلى طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك: تتنوع الأسهم بالنظر إلى طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك إلى أربعة أنواع كما يلي:

1- أسهم نقدية: وهي الأسهم التي يدفع قيمتها نقدا، وهذه لا خلاف بين الفقهاء في جوازها، حيث أجمعوا على جواز المشاركة بالأثمان المطلقة التي لا تتعين بالتعيين في المعارضات كالنقادين أي الذهب والفضة، أو ما يقوم مقامها من العملة النقدية المتداولة في زماننا، لأن الناس تعارفوا على التعامل بها، وجعلوها قيما للأموال وأثمانا للبياعات.

جاء في المغني\*\* : لا خلاف في أنه يجوز جعل رأس المال الدراهم والدنانير فإنهما قيم الأموال و أثمان البياعات والناس يشتركون بها من لدن النبي صلى الله عليه وسلم إلى زماننا هذا من غير تكثير.

كما أجمع الفقهاء نحو ضرورة أن تكون الأسهم النقدية أوراق تعامل معاملة النقد في المبادلات التجارية، لأنه من غيرها يظل وضع المال مقيدا، ويظل عمل السوق والشركات والمصانع وغيرها مشوشا مما يؤخره، وبناء أعلى ذلك فالأسهم أنعقد الإجماع على جواز انعقاد الشركة بها إذا لم تنطو على محظور شرعي آخر لما في ذلك من تسهيل المبادلات التجارية وتوفير السيولة النقدية الذي هو هدف رئيس لكل المؤسسات.

(1) - ياسين محمد أحمد، الأسهم الجائزة والمحظورة ودورها في إحداث نهضة اقتصادية شاملة ومعاصرة، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15- 17 ماي 2006، ص7.

(2) - عبدالله بن الشيخ محفوظ بن بية، فقه البورصة، بحث مقدم للمجلس الأوروبي للإفتاء والبحوث، دبلن، المجلد الأول، العدد الأول، ص 218.

\* أنظر الفصل الثاني، المبحث الأول، المطلب الأول، الفرع الثالث، ص 73.

\*\* هو موفق الدين بن محمد بن قدامة المقدسي، صاحب كتاب المغني.

2- أسهم عينية: جرت تسمية هذه الأسهم في الأوساط الفقهية بالعروض التجارية، وفي الحكم الشرعي للتعامل بهذه العروض أحكاما مختلفة، لكن عند الترجيح يتبين صواب فكرة أن التجارة بالعروض من قبل الشركات هو الأقوى والأولى أخذه بعين الاعتبار، لأن الأصل في المعاملات والعقود الجواز ما لم يتم دليل على المنع، كما يجب التوسع في باب العقود المستحدثة التي لا تصادم النصوص الشرعية، وليس في أسهم الشركات العينية أي مصادمة للنصوص.

3- أسهم مختلطة: وهو ما أسهم بخلط من نقد وعين وحكم جوازها هو حكم جواز النقد والعين، فتصبح جائزة بعد تقدير القيم العينية بالنقد تقييما دقيقا نافيا للجهالة<sup>(1)</sup>.

4- حصص التأسيس: غير جائزة لانطوائها على الكثير من المفاسد<sup>(2)</sup>:

أ- عدم المساواة بين أصحاب الأسهم وحملة الحصص لأنهم يأخذون من الربح دون تقديم مال ولا عمل.

ب- تفضي إلى النزاع بين المساهمين وأصحاب الحصص.

ثانيا: أنواع الأسهم بالنظر إلى حقوق حملتها: يمكن حصر أنواع الأسهم بالنظر إلى حقوق حملتها في نوعين هما:

1- أسهم عادية: حكم التعامل بهذه الأسهم فعلى الجواز لأن الحقوق التي تعطى للمساهمين واحدة والواجبات التي على عاتقهم أيضا واحدة ومتساوية.

2- أسهم ممتازة: إن إضافة ميزات لبعض الأسهم كتلك المعطاة للأسهم الممتازة يعد نوعا من خرق النظام العام في توحيد الأسهم لما في ذلك من تفاضل بين الشركاء وهو ما منعه بعضهم وذلك للأسباب التالية:

أ- عدم المساواة في الربح والخسارة.

ب- معارضة هذه الميزات أو الشروط لمقتضيات عقد الشركة.

ت- المخاطرة في الغنم والغرم.

ث- الحصول على ربح معين من هذه الأسهم ربحت أم خسرت وهذا هو الربا بعينه، فالأصل أن يتحمل كل شريك من الخسارة بقدر أسهمه.

ج- تحكم أقلية - وهم المساهمون المشاركون في الأسهم الممتازة- في قرارات الشركة والحصول على أصوات أكثر بفعل قوة مساهمتهم وهذا قطعاً يؤدي بالضرر على الآخرين.

أما الرأي الثاني فأجازها لسببين:

أ- الضرورة وذلك في حالة انشطار الشركة أو قربها من الخسارة والانهيار، فعندها يلزمها أن تطرح هذا النوع من الأسهم التي تحتوي على بعض المزايا لبعض المساهمين، طالما أن بعض العلماء لا يرى بأسا من التفاضل في الربح بين المساهمين برضاهم.

(1)- بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص110.

(2)- المرجع السابق، ص110.



ب- شروط الشركة الذي تطرحه إبتداءً بإصدارها نوعين أو أكثر من الأسهم، ووضع مزايا وقواعد لكل نوع عند الاكتتاب بمعنى أن طرح الشركة عن هذه لا يكون سرىا بل علنيا يحق لكل شخص التقدم له.  
أما عن أسباب طرح هذا النوع من الأسهم لدى كثير من الشركات فتمكن فيما يلي<sup>(1)</sup>:

1- صمود الكثير من الناس عن شراء الأسهم العادية.

2- تكريم حملة الأسهم القديمة في إنجاح الشركة، مما يتطلب الأمر استبدالها بأسهم جديدة لاستفاد الميزات القديمة.

أما عن الفروق الجوهرية بين الأسهم القديمة والممتازة فيتركز حول نسبة الأرباح، كما لو وزعت الشركة نسبة على المكتتبين في الأسهم الممتازة أول الاكتتاب، ثم وزعت نسبهم المقررة في الربح بعد تداول أعمال الشركة. وعليه فان كل من شركة الأسهم العادية والأسهم الممتازة لهما ما يبرهما في عالم الاقتصاد والمال بالنسبة للدول، لأنهما مؤشرات حقيقية على عافية الدول الاقتصادية من حيث القابلية والفاعلية والنشاط، لأن توجه المال عبر المشاريع التي تطرحها هذه الشركات يساهم في استقطاب الكثير من الاقتصاديين العالميين والمحليين ومعهم رؤوس أموال كبيرة ترفع من سوية الدول.

أما إذا قيل أن الأسهم الممتازة محل شك وربما من حيث الفوائد والامتيازات التي تقدمها لفئات محدودة من المجتمع القادرين دون الطبقات الفقيرة فذلك صحيح، لكن بالإمكان تعديل مسار الأسهم الممتازة هذا وتصحيحه بتنويع الأسهم العادية ووضع امتيازات كثيرة لها لتمتص مع الزمن الإقبال على الأسهم الممتازة، وإذا ظل أثر الأخيرة باق فبتم إخضاعه لقواعد الضرورة التي تقدر بقدرها.

ثالثا: أنواع الأسهم بالنظر إلى شكلها<sup>(2)</sup>: تنقسم أنواع الأسهم بالنظر إلى شكلها إلى ثلاثة أقسام كما يلي:

أ- أسهم اسمية: حكم التعامل بهذه الأسهم فعلى الجواز، لأن صاحب السهم تثبت ملكيته عليه فيضمن حقه، ومن ثم يؤدي إلى عدم خلط بعضها ببعض.

ب- أسهم لحاملها: لقد أتفق على منعها وعدم جوازها وذلك للأسباب التالية:

- هذه الأسهم تفضي إلى النزاع لما فيها من جهالة واضحة، فعدم كتابة اسم الشخص صاحب السهم يؤدي إلى ضياع الحقوق وخاصة في حالة فقدانها أو سرقتها، لأن الذي يجدها يضع يده عليها وينسبها إلى نفسه لأنها ملكه.

- هذه الأسهم ربما تقع في أيدي فاقد الأهلية من عقل وبلوغ فيمتلكونها ويكونوا أحرارا في التصرفات المالية لها، ومعلوم أن تصرفات فاقد الأهلية لا تصح إلا من خلال الأولياء، فعندها يضيع شرطا أو ركنا مهما من أركان العقد المتمثل بالعقل والبلوغ وعليه أفتى العلماء المعاصرون برد الأسهم إلى الشركة التي أصدرتها مع استرداد القيمة أو استبدالها بقيم اسمية أخرى، فإذا لم تقم الشركة بذلك عدت فاسدة.

(1)- ياسين محمد أحمد، مرجع سابق، ص 117.

(2)- المرجع السابق، ص 18.

ج- أسهم إذنيه أو لأمر: إن الحكم الشرعي لهذا النوع من الأسهم هو الجواز، كما لو نقل الشريك حصته من شخص لآخر بعوض كالبيع أو بغير عوض كالهبة، وأيضا الجهالة منتفية في هذا النوع من التعامل، لأن كل من الشركاء معروفون، وحيث لا ضرر فيه يصبح جائزا.

رابعا: أنواع الأسهم بالنظر إلى استهلاكها من عدمه: يمكن حصر أنواع الأسهم بالنظر إلى استهلاكها من عدمه في نوعين:

أ- أسهم رأس المال: حكم هذا النوع فحائز شرعا عند العلماء المحدثين لأن الأصل بقاء الأسهم في الشركة حين وقت انقضائها.

ب- أسهم التمتع: إن العلاقة بين وجهات النظر المختلفة في الحكم الشرعي لهذه الأسهم هي علاقة متكاملة وليست علاقة تضاد، لأن أصحاب الرأي الأول يجيزون الحصول عليها حيث لا مال ولا عمل، أما أصحاب الرأي الثاني فيحيزونها بشرط انطباق هذا القول على جميع الشركاء شريطة أن يبقى الشركاء عاديون إلى نهاية الشركة من غير تمييز، كل هذا في حالة استرداد المساهم قيمة أسهمه الحقيقية، وكذلك أصحاب الرأي الأول ينفردون بأن المساهم إذا لم يسترد كامل قيمة أسهمه لا تنتهي علاقته بالشركة، إنما تظل له نسبة وهذا في الواقع عدل، بينما الفريق الثاني يرى أن تنتهي هذه العلاقة إذا تم استرداد قيمة بعض الأسهم، وهذا غير جائز شرعا لما فيه من إضرار بمصلحة أصحاب أسهم التمتع أو أصحاب أسهم رأس المال.

### الفرع الثاني: التوصيف الشرعي لتداول الأسهم باعتبار نوع نشاط الشركة المساهمة.

يعالج هذا الفرع التوصيف الشرعي لتداول الأسهم باعتبار نوع نشاط الشركة المساهمة، ذلك أن المساهمات تنقسم إلى ثلاثة أقسام: مساهمة في شركة كل نشاطها محرم، ومساهمة في شركة كل نشاطها مباح، ومساهمة اختلط فيها الحلال بالحرام.

#### أولاً: أسهم الشركات القائمة على أنشطة محرمة.

لقد اتفق العلماء المعاصرون على حرمة المساهمة وتداول أسهم الشركات والمؤسسات ذات الأغراض والأنشطة المحرمة ومن أمثلتها: الشركات التي تتاجر بالخمور أو المخدرات أو الملاهي أو القمار، المضارف الربوية بشتى أنواعها لأن جل نشاطها في التمويل بفائدة، شركات التأمين التجاري لأن الأصل في عقد التأمين أنه محرم، شركات الإعلام الهابط، أو الإعلام المحارب للعقائد والمبادئ الإسلامية، شركات الأسلحة في البلدان الكافرة<sup>(1)</sup>.

(1) - إبراهيم علي أحمد الشال الطنجي، الضوابط والمعايير الحاكمة للشركات المختلطة في ضوء الشريعة الإسلامية - دراسة تطبيقية على سوقي أبو ظبي ودبي الماليين - بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15 - 17 ماي 2006، ص 5.

فهذه الأسهم جميعها لا يجوز إنشاؤها ولا المساهمة فيها ولا التصرف فيها بالبيع والشراء ، لأن من شرط صحة البيع أن يكون المبيع مباحاً وهذه الأسهم محرمة، ولا يعلم خلافاً بين العلماء المعاصرين في تحريم هذا النوع من الأسهم<sup>(1)</sup>.

ثانياً: أسهم الشركات القائمة على أنشطة مباحة.

لقد اتفق العلماء المعاصرون على جواز المساهمة وتداول أسهم الشركات التي تقع كل عملياتها في دائرة الحلال\*، حيث يكون رأس المال حلالاً ، وتتعامل في الأنشطة المباحة، وينص نظامها وعقدها التأسيسي على أنها تتعامل في حدود الحلال، ولا تتعامل بالربا إقراضاً أو اقتراضاً، ولا تتضمن امتيازاً خاصاً أو ضماناً مالياً لبعض دون بعض<sup>(2)</sup>، وغالبا ما تعين مثل هذه الشركات رقابة شرعية تتابع وتوجه عملها وتصوب تصرفاتها كالبنوك الإسلامية وشركات التأمين الإسلامية، فهذا النوع من أسهم الشركات – مهما كانت تجارية أو صناعية أو زراعية – لا خلاف في جواز إنشائها والاكتتاب بها وبيعها وشرائها<sup>(3)</sup>.

ثالثاً: أسهم الشركات ذات الأنشطة المختلطة.

ويقصد بها تلك الشركات التي لا يغلب على استثماراتها أنها في أمور محرمة، وإنما تنتج سلعاً وخدمات مشروعة، مثل شركات الأدوية والإسمنت والكهرباء والشركات الصناعية .. الخ، ولكن وجودها في بيئة رأسمالية قد يؤدي إلى أن تمول عملياتها عن طريق الاقتراض الربوي أو توظف سيولتها الفائضة توظيفاً ربوياً قصير الأجل، فقد انقسم العلماء المعاصرون في حكم المساهمة في الشركات المشروعة من حيث الأصل لكنها تتعامل في بعض معاملاتها بالأنشطة المحرمة أو تقترض أو تودع بالفوائد إلى رأيين<sup>(4)</sup>:

الرأي الأول: يرى جمع من العلماء المعاصرين وعدد من الهيئات الشرعية جواز المساهمة في هذه الشركات، ويرى هؤلاء أن الربح الناتج عن الفوائد الربوية قليل، فيكون مغموراً وتابعا للأرباح الحلال، ويضع هؤلاء خمسة ضوابط للمتاجرة بتلك الأسهم والتي اشتهرت بين الناس باسم الأسهم المختلطة، وهي كالتالي:

أ- إن جواز التعامل بأسهم تلك الشركات مقيد بالحاجة، فإذا وجدت شركات مساهمة تلتزم اجتناب التعامل بالربا وتسد الحاجة فيجب الاكتفاء بها عن غيرها ممن لا يلتزم بذلك<sup>(5)</sup>.

(1) - يوسف بن عبد الله الشبلي، الاستثمار في الأسهم والسندات. [www.shubily.com](http://www.shubily.com) تاريخ الاطلاع: 17-08-2010.

(2) - علي محي الدين القرّة داغي، الاستثمار في الأسهم، مجلة جمع الفقه الإسلامي، العدد التاسع، ص 06.

(3) - المرجع السابق.

\* أنظر قرار مجلس المجمع الفقهي 74 الجزء الأول ص 711 التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، وانظر قرار مجلس المجمع الفقهي الدورة الرابعة في 20-08-1415 هـ التابع لرابطة العالم الإسلامي.

(4) - المرجع السابق.

(5) - محمد السيد عبد الرزاق الطبطباني، الاحتفاظ بالأسهم المحرمة إلى حين ارتفاعها، ورقة عمل مقدمة للدوة الثامنة عشر لقضايا الزكاة المعاصرة والمنعقدة بالكويت، 1428هـ، ص 11.

ب- أنه يجب على المساهم في هذه الحال أن يتحرى مقدار ما دخل على عائدات أسهمه من الإيرادات المحرمة، وذلك من واقع القوائم المالية للشركة، فيتخلص منها بتوزيعها على أوجه البر، دون أن ينتفع بها أي منفعة، ولا أن يحتسبها من زكاته، ولا يعتبرها صدقة من حُرّ ماله، ولا أن يدفع بها ضريبة حكومية .

ج- ألا يكون النشاط الأساسي للشركة محرماً، كما سبق توضيحه في النوع الأول من الشركات.

د- ألا تتجاوز السيولة النقدية في الشركة 50% من أصولها (أي ممتلكاتها)، لأنها إن زادت عن تلك النسبة أصبح للسهم حكم النقد وبالتالي لا يجوز بيعه إلا بقيمته الحقيقية لا بالقيمة السوقية.

هـ- ألا تتجاوز نسبة الدخل المحرم في الشركة 5% من إجمالي أرباح الشركة، فإن تجاوزتها فتحرم المساهمة أيّاً كان نوع الشركة.

و- ألا تتجاوز نسبة الديون التي على الشركة ثلث أصولها (أي ممتلكاتها)، فإن تجاوزت الديون تلك النسبة فتكون المساهمة محرمة أيّاً كان نوع الشركة.

وقد أخذ بهذا الرأي كل من: مجمع الفقه الإسلامي، الهيئة الشرعية لشركة الراجحي، والهيئة الشرعية للبنك الإسلامي الأردني، والمستشار الشرعي لبنك البركة، وندوة البركة السادسة، وعدد من العلماء المعاصرين، وقد قامت بعض الشركات بتحديث برامج حاسوبية تنتقي من الأدوات المالية ما يتفق مع تلك الضوابط المتقدمة مثل برامج الاستثمار لدى مؤسسة Azzad للاستثمار في أمريكا، و داو جونز الإسلامي .

**الرأي الثاني:** يرى جمع من العلماء المعاصرين، وعدد من الهيئات الشرعية تحريم المساهمة في الشركات التي يكون أصل نشاطها مباحاً، إذا كانت تتعامل ببعض المعاملات المحرمة كالإقراض والاقتراض بفائدة، فيحرم الاكتتاب بها، وبيعها وشراؤها وامتلاكها، ومنها اللجنة الدائمة للبحوث العلمية والإفتاء بالمملكة العربية السعودية\*، والهيئة الشرعية لبيت التمويل الكويتي، والهيئة الشرعية لبنك دبي الإسلامي، وهيئة الرقابة الشرعية للبنك الإسلامي السوداني<sup>(1)</sup>، وكذا المجمع الفقهي التابع لرابطة العالم الإسلامي\*، والذي شارك فيه جمع من العلماء، وكان قرار المجلس ما يلي<sup>(2)</sup>:

أ- لا خلاف في حرمة الإسهام في شركات غرضها الأساسي محرم، كالتعامل بالربا أو تصنيع المحرمات أو المتاجرة فيها.

ب- لا يجوز لمسلم شراء أسهم الشركات والمصارف إذا كان في بعض معاملاتها ربا، وكان المشتري عالماً بذلك.

ج- إذا اشترى شخص وهو لا يعلم أن الشركة تتعامل بالربا، ثم علم فالواجب عليه الخروج منها.

\* تضم نخبة من علماء المملكة وتتعقد مرتين في السنة، كل ستة أشهر، وتبحث القضايا والنوازل ومنها بعض المعاملات المالية المعاصرة.

(1)- خالد بن عبد الله المزيني، قاعدة التطهير المالي في مجال الأسهم، الرياض، 1430هـ، ص 16.

\*\* يضم نخبة من علماء العالم الإسلامي، وقد صدرت لهذا المجمع قرارات عديدة في عدة نوازل وقضايا، وله مجلة تصدر دورياً فيها بعض البحوث المقدمة للمجمع وهي مجلة محكمة.

(2)- أبو عبد الإله صالح العصيمي التميمي، الأسهم المختلطة في ميزان الشريعة- أسهم الشركات التي أنشأت لغرض مباح وتعامل بالمحرم أحياناً. المملكة العربية السعودية: دون ذكر دار النشر، 1426 هـ، ص 35.

واستدلوا على التحريم بعموم الأدلة التي تنص على حرمة الربا ووجوب اجتنابه من الكتاب والسنة، ولا فرق في الحرمة بين يسير الربا وكثيره، ثم إن فتح هذا الباب يثبط الجهود والحماس لإيجاد البديل المباح ويشجع الشركات على الاستمرار بالربا، ويحمل المستثمرين على التساهل في المحرمات، أما المصلحة التي تعود على المجتمع بالمساهمة في شركات يحتاج إليها، فيمكن تحقيقها مع البعد عن المحرمات، فإن لم يحدث فالاحتجاج بمصلحة الأفراد وحاجتهم إلى المساهمة فيها غير مسلم<sup>(1)</sup>.

(1) - أحمد بن ناصر بن سعيد الغامدي، حكم المساهمة في الشركات المختلفة، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15- 17 ماي 2006، ص12.

## المبحث الثاني: إصدار وتداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي

تشهد أسواق رأس المال المعاصرة في مختلف دول العالم انتشار العمل بأنواع عديدة من الصكوك الإسلامية، كما دأبت حكومات عدد من الدول الإسلامية على إصدار هذه الأنواع من الصكوك المختلفة، وذلك بهدف تمويل مشروعات ضخمة من خلال إشراك مختلف الفعاليات الاقتصادية من أفراد وشركات ومؤسسات وبنوك وغيرها في هذه المشروعات من خلال الاشتراك في شراء هذه الصكوك.

يأتي هذا المبحث من أجل الكشف عن حقيقة الصكوك الاستثمارية الإسلامية التي انتشرت بكثافة في الوقت الحاضر، ومحاولة التوصل إلى أحكامها وضوابطها الشرعية والاقتصادية التي تعمل على حماية هذه الصكوك وصيانتها من المخالفات الشرعية، وتحول دون سقوطها في أحابيل المضاربين والمقامرين، وكذلك تسليط الضوء عليها من خلال تبادل الديون وتوريقها ورهنها وتأمينها والمراهنة عليها... الخ.

### المطلب الأول: السندات من منظور الاقتصاد التقليدي.

عندما يقوم شخص بالاقتراض من آخر فإنه يترك له ورقة مالية أو تجارية كضمان، وقد لا يقدم فيها المقرض ضمان أو رهن للمقرض ويكون المستند على وجود القرض هو كميالة أو مستند للتعهد بالدفع، ويتم تسجيل هذه العملية بالكامل في مستندات معينة، وفيما يلي دراسة مفصلة للسندات من منظور الاقتصاد التقليدي.

### الفرع الأول: ماهية السندات وخصائصها.

تحتاج الشركات أثناء ممارسة نشاطها إلى أموال سواء بسبب عجز طارئ أو بقصد توسيع مشاريعها، حيث تستخدم السندات كوسيلة للحصول على مبالغ كبيرة من الأموال كقرض طويل الأجل لاستخدامها في تمويل العمليات المختلفة.

### أولاً: تعريف السندات.

يمكن تعريف السند بأنه "يمثل عقد أو اتفاق بين المنشأة (المقرض) والمستثمر (المقرض) وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغاً معيناً إلى الطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة".<sup>(1)</sup>

إذاً، فالسند هو "تعهد مكتوب بدفع مبلغ معين في تاريخ معين في المستقبل بالإضافة إلى فائدة على القيمة الاسمية تدفع دورياً على أساس معدل فائدة معين".<sup>(2)</sup>

(1) - سعد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق، ص 129، 130.

(2) - أحمد بسيوني شحاته، المحاسبة المالية لشركات الأموال في القطاع الخاص وقطاع الأعمال العام. مصر: الدار الجامعية للنشر، 1999 ص 146.

كما يعرف السند بأنه كل صك يمثل جزء من قرض، يعرض عن طريق الاكتتاب قابل للتداول يسلم للمقرض ويتعهد فيه المقرض بدفع فائدة سنوية محددة، ويلتزم برد قيمته في ميعاد لا يتجاوز المدة المحددة لاستهلاك القرض، ومن ثم فالسند هو التزام على الجهة التي أصدرته، وبالتالي فإن حامل السندات هم في الحقيقة دائنو من الجهة المصدرة، ويتحمل أصحاب السندات على فائدة سنوية بالمعدل المحدد في السند، وتحصل هذه الفئة في جميع الحالات أي بغض النظر عما إذا كانت الجهة المصدرة قد حققت أرباحاً أم لا (خسارة)، كما يحق له رد القيمة الاسمية للسند في نهاية مدة القرض وتصدر السندات على النحو التالي:

- سندات بخصم إصدار: وتباع بسعر فعلى يقل عن قيمتها الاسمية.
- سندات بعلاوة إصدار: وهي التي تباع بسعر فعلى يزيد عن قيمتها الاسمية ويرجع هذا إلى ثقة الجهة المصدرة في إقبال الجمهور عليها وعند الاسترداد ترد القيمة الاسمية فقط.
- سندات تباع بالأنصبة (اليانصيب): هي التي تقوم الجهة المصدرة عن استهلاك بمنح قيمتها الاسمية بطريقة القرعة.<sup>(1)</sup>

ويتمتع حاملو السندات بعدة حقوق نذكر منها:

- الحق في الفوائد وتحسب معدلات الفوائد على أساس القيمة الاسمية للسندات.
- الحق في التعويض والحصول على القيمة الاسمية للسند، وهذا عند تاريخ الاستحقاق.

**ثانياً: خصائص السندات:** تتميز السندات بالخصائص التالية:

1. السندات هي أوراق دين تتميز بثبات العائد المترتب على الاستثمار فيها مما يجعلها أقل مخاطرة من أوراق الملكية.
2. السندات هي وثائق تمثل اتفاقاً بين الشركة المصدرة وبين المستثمرين حيث تلتزم بمقتضاه الشركة بإرجاع قيمة القرض، أي أن صاحب السندات يتحصل على رأسماله بعد مدة مع فائدة غير مرتبطة بنتائج المؤسسة بل تحدد مسبقاً.<sup>(2)</sup>
3. قد تباع السندات بأسعار تقل عن القيمة الاسمية لها وذلك تشجيعاً للمكاتبين ويعرف الفرق بين سعر البيع والقيمة الاسمية بعلاوة الإصدار كما قد تسدد السندات بقيمة أعلى من القيمة الاسمية، وعندئذ يعرف الفرق بعلاوة التسديد.
4. ليس للدائنين أي حق في التدخل في إدارة الشركة إلا في حالة تغيير الشكل القانوني، أو في حالة إدماج الشركة في أخرى يمكن للمساهمين إخلاء المديونية ومن حق حملة السندات خلال ثلاثة أشهر استهلاك السندات.

(1) - محمد الموفق أحمد عبد السلام، مرجع سابق، ص 145.

(2) - ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة. الجزائر: دار المحمدية العامة، بدون ذكر سنة النشر، ص 97.

5. ليس لحملة السندات أي حق أفضلية أو أولوية في الاككتاب في زيادة رأس المال.<sup>(1)</sup>

الفرع الثاني: أنواع السندات.

لقد اختلفت العديد من المراجع في تحديد مختلف أنواع السندات إلا أنه سيتم إيجازها فيما يلي:

أولاً: السندات التقليدية.

عرفت السندات التقليدية بأنها تمثل ديناً على المصدر الذي يلتزم به:<sup>(2)</sup>

1- دفع مبلغ سنوي لحامل السند وهو مقدار الفائدة محدد منذ الإصدار.

2- تسديد المبلغ الأصلي للدائن.

ولحملة السندات الكلاسيكية عدة حقوق نوجزها فيما يلي:

- الحق في الفائدة والتي تدفع سنوياً في شكل نسبة مئوية محددة في عقد الإصدار.

- الحق في استرجاع المبلغ محل الاككتاب هناك عدة حقوق تستعملها الشركات للحصول على المبالغ منها لشراء سنداتاً من البورصة مثلاً.

- الحق في بيع سنداتهم إذ بمجرد رغبة حملة السندات في استرجاع أموالهم المستثمرة قبل تاريخ الاستحقاق لغرض أو لآخر ويمكنهم بيعها في البورصة والحصول على أموالهم متى أرادوا ذلك.

- الحق في المشاركة في الجمعيات الخاصة بحملة السندات.

ثانياً: تصنيف السندات حسب نوع وطريقة الضمان.

1- السندات المضمونة بأصول الشركة:

قد تصدر الشركات سندات مضمونة أو مرهونة ببعض ممتلكاتها كالأراضي أو أوراق مالية في محفظتها أو غيرها من الأصول المادية والمالية، وهو أمر هام بالنسبة للسندات حيث تساعد في تحديد درجة الضمان وتقليل عناصر المخاطرة.<sup>(3)</sup>

في هذه الحالة لا يمكن للشركة المعنية التصرف في تلك الأصول المرهونة إلا في حدود ما استهلكته في تلك السندات، وبذلك فإن أي تخلى عن التزاماتها اتجاه حملة هذا النوع من السندات سيجعل هؤلاء يبيعون تلك الأصول المرهونة ويقسمون العائد فيها بينهم، ولهذا الفئة من حملة السندات الحق في باقي الموجودات مما يكسبهم صفة الأسبقية على باقي المستثمرين.

وعليه فإن هذا النوع من حملة السندات عادة ما يكون محمياً صراحة شفى وثيقة أو اتفاق الإصدار،

حيث قد يشترط على الشركة عدم رهن الأصول (المرهونة لدى حملة السندات الأولى) مرة أخرى،

(1) - مروان عطون، مرجع سابق، ص 68.

(2) - جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة "الأوراق المالية". الجزائر: دار هومة للنشر، الجزء 2، 2002، ص 50.

(3) - محمد البنا، أسواق النقد والمال الأسس النظرية والعملية، زهران الشرق، دون ذكر بلد النشر، 1996، ص 38.



أو إذا ما رهننت للمرة الثانية فان حقوق الحملة الجدد تكون من الدرجة الثانية, وفي الحالة الأخيرة لا يمكن للحملة الجدد الحصول على شيء إلا إذا تحصل على حملة السندات القدامى على حقوقهم كاملة.<sup>(1)</sup>

2- السندات غير المضمونة:

السندات غير المضمونة تمثل دينا عاديا غير مرتبط بأي أصل من أصول الشركة وعليه فان عقد الإصدار عادة ما يتضمن صراحة عدم قيام الشركة بأي عمل قد يضر بحملة هذا النوع من السندات كعدم إصدار مثل هذه السندات مرة أخرى أو عدم الاستدانة أكثر مما يجعل المستثمرين يقبلون على شرائها.

ثالثا: تصنيف السندات حسب القيمة التي تصدرها.

- 1- سندات تباع بالقيمة الاسمية التي تصدر بها: في الحالات العادية تصدر السندات وتباع بنفس القيمة.
- 2- سندات تباع بالقيمة الجارية أعلى من الاسمية: وهنا عندما يكون الطلب على السندات لسبب أو لآخر.
- 3- سندات تباع بالقيمة الجارية اقل من الاسمية: وهذا شفى حالة انخفاض الطلب على السندات وبهدف تشجيع الأفراد على اقتناءها فقد يجرى بيعها بقيمة اقل من قيمتها الاسمية<sup>(2)</sup>.

رابعا: تصنيف السندات حسب طريقة السداد.

- 1- السندات التي تسدد بتاريخ استحقاقها: أي تلك السندات غير قابلة للاستدعاء أو الاستهلاك قبل تاريخ استحقاقها.
- 2- السندات التي يمكن سدادها قبل تاريخ استحقاقها: وتمثل هذه السندات في السندات القابلة للاستدعاء أو القابلة للاستهلاك حسب رغبة الجهة المصدرة سواء عن طريق الاختيار العشوائي لبعض السندات أو عن طريق شراء السندات من الأوراق المالية وغيرها.

أ- السندات القابلة للاستدعاء:

وهي سندات تعطى الحق للشركة التي تصدرها برد قيمتها بتاريخ سابق على تاريخ استحقاق السند المحدد مقدما، فإذا استخدمت الشركة حقها في استدعاء حاملي هذا النوع من السندات فإنها ملزمة بدفع قيمة معينة، وتختلف مهلة الاستدعاء بالنسبة لهذا النوع من السندات، هناك سندات تتصف بالاستدعاء المطلق، أي أن الشركة المصدرة لهذا السند تلزم حامله في أي لحظة يريد أن يتقدم بسنده الإطفاء في الموعد الذي تحدده الشركة وإلا فسوف يجرم من فائدة السند، ولكن هذه السندات نادرة التعامل<sup>(3)</sup>، بينما السندات الأكثر شيوعا هي تلك السندات ذات الاستدعاء المؤجل والتي لا تستطيع الجهة المصدرة استدعاء حاملها قبل فترة زمنية تتراوح بين 5 إلى 10 سنوات من تاريخ إصداره وبعد هذه الفترة تصبح الجهة المصدرة حرة في استدعائه.

(1) - حسين علي خريوش وآخرون، مرجع سابق، ص 86.

(2) - مروان عطون، مرجع سابق، ص 69.

(3) - حسين علي خريوش وآخرون، مرجع سابق، ص 87.

ب- السندات القابلة للاستهلاك:

تقوم الشركات المصدرة بهذا النوع من السندات بالوفاء بقيمة السندات خلال جدول زمني محدد مقدما اذو تلتزم الشركة بشراء عدد معين من السندات السنوية وعادة ما تكون أسعار الفائدة اقل من السندات العادية لنفس الشركة المصدرة ويرجع السبب إلى أن الشركة المصدرة توفر حماية والأمان بدرجة أكبر لأموال المستثمر عن طريق استهلاكها بصورة منتظمة .

**خامسا: تصنيف السندات حسب جهة الإصدار.**

1- سندات الشركة: في حالة احتياج الشركة لتمويل خارجي أو احتياجها للسيولة النقدية وذلك للتوسع في مشروعاتها، تقوم الشركة بإصدار سندات ذات قيمة ثابتة وتحصل على ربح ثابت القيمة والتاريخ، وذلك بدلا من الاقتراض من البنوك.<sup>(1)</sup>

2- سندات الدولة (الحكومية): وهي السندات التي تصدرها الدولة وتطرحها للاكتتاب بغرض تمويل بعض الأغراض الخاصة كالمشروعات الإنتاجية أو الإنمائية (سندات القرض الوطني) أو تمويل الإنفاق العسكري في أوقات الحروب ويتراوح اجل هذه السندات بين 5-10 سنوات إلا انه عادة ما يتم استهلاكها تدريجيا بحيث يتم سداد عدد منها في كل عام عن طريق الاقتراع.<sup>(2)</sup>

**سادسا: السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.**

يمكن لحامل هذا النوع من السندات استبدالها حسب رغبته بأوراق مالية متمثلة في الأسهم لنفس الشركة المصدرة وبذلك يصبح من بين مساهميها العاديين، وله نفس حقوقهم وعليه نفس واجباتهم وذلك في فترة محددة في عقد إصدار هذه السندات أو في أية فترة قبل تسديدها، وبذلك يمكن لحملة هذا النوع من السندات الاستفادة من الفوائد الثابتة في حالة تسجيل الشركة لركود طويل، وتحويله إلى مساهم والحصول على الأرباح عندما تتحسن وضعيتها المالية، فهذا النوع من السندات هو وسيلة للسيطرة على الشركة لأنه يمكن حامله من أن يصبح من المساهمين العاديين كل هذه الخصائص تشجع على الاكتتاب في هذا النوع من السندات.

**سابعا: السندات ككوبونات الاكتتاب.**

إن امتلاك هذا النوع من السندات يسمح لحامله بالاكتتاب في سندات مماثلة في مدة زمنية محدودة وبسعر محدد مسبقا، إذ يرفق بكل سند قديم كوبون يمكن استبداله بسند جديد عندما تمر فترة يتم تحديدها في عقد الإصدار، وبمجرد الانتهاء من عملية الإصدار الأولى يتم تسجيل الكوبونات في البورصة بصورة مستقلة عن السندات المرافقة.

**ثامنا: الاتجاهات الجديدة للسندات.**

1- السندات التي لا تحمل معدل فائدة:

(1)- عبد الغفار حنفي، عبد السلام أبو قحف، إدارة البنوك وتطبيقاتها. مصر: دار المعرفة الجامعية، 2000، ص 436.

(2)- احمد صلاح عطية، محاسبة الاستثمار والتمويل في البنوك التجارية. مصر: الدار الجامعية للنشر، 2002-2003، ص 217.

هي سندات تباع بخصم على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق كما يمكنه بيعها في السوق بالسعر السائد وذلك إذا رغب التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق.

كما يمكنه بيعها في السوق بالسعر السائد ويمثل الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء السند وبين القيمة الاسمية أو سعر مقدار الفائدة الذي يحققه المستثمر.<sup>(1)</sup>

2- السندات ذات معدل فائدة متغير:

فقد استحدثت في بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت لرفع معدلات الفائدة مما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسندات خاصة السندات طويلة الأجل، وبما أن أسعار الفائدة في السوق تتغير ارتفاعاً وانخفاضاً على مدى فترة الدين فانه إذا انخفضت أسعار الفائدة في السوق فان المصدر لسندات أسعار فوائدها ثابتة يكون قد خسر الفرق بين ما يدفعه لحملة السندات وبين سعر الفائدة السائد في السوق، أي تكلفة رؤوس أمواله أعلى مما لو جلب تلك الأموال من السوق، والعكس إذا ارتفعت أسعار الفائدة في السوق فانه سوف يحقق فائضاً، وتعالج السندات ذات معدل الفائدة المتغير تلك المشكلة إذ عادة تحدد لتلك السندات سعر فائدة مبدئي يستمر العمل به لمدة ستة أشهر على أن يعاد فيه دورياً كل نصف سنة، يهدف تعديله لتلاءم مع معدلات الفائدة الجارية في السوق.

3- سندات المشاركة: تعطى للمستثمر الحق ليس فقط في الفوائد الدورية بل في جزء من أرباح المنشأة.

4- السندات الرديئة: وتتصف تلك السندات بارتفاع درجة مخاطرها وبالتالي فهي تدر عائد مرتفع تستهدف الجهة المصدرة لتلك السندات الرديئة من طرحها استخدام حصيلة بيعها في شراء جانب كبير من أسهمها لتحسين وضعها في السوق مما يجعل الاستثمار في هذا النوع محفوفاً بقدر كبير من المخاطر.

5- سندات إقليمية: وهي سندات تصدرها الهيئات الدولية كالبنك الدولي للإنشاء والتعمير فالأموال المقترضة وهي حصيلة الاكتتابات بهذه السندات تستخدمها هذه الهيئات في تمويل مشاريعها.

6- السندات الدولية: السندات الدولية هي أوراق مالية تمثل ديناً على مصدرها، وتصدر بعملة غير عملات الدول التي تتداول فيها، ومن أمثلة ذلك السندات التي تصدر بدلاً من الجنيه الإسترليني لكانت السندات الدولية.

**الفرع الثالث: العوامل المؤثرة على أسعار السندات.**

يمكن أن نلخص أبرز العوامل المؤثرة على أسعار السندات فيما يلي:

1- سعر الفائدة: حيث أن تغير مستوى سعر الفائدة لعملة معينة سوف ينعكس بالضرورة على تعديل في مستويات أسعار الفائدة.

2- عملة السند: حيث أن حدوث أي انخفاض في عملة السند تجاه العملات الرئيسية الأخرى سيؤدى بدوره إلى خفض في أسعار السند حال إقدام المستثمرين على بيعه.

(1) - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار. مصر: توزيع منشأة المعارف، 2004، الطبعة الثانية، ص45.

- 3- تاريخ الاستحقاق: فكلما طالت مدة استحقاق السند، كلما كانت درجة المخاطرة أعلى وبالتالي كلما كان العائد المطلوب أعلى وكانت فرصة التذبذب في الأسعار أعلى.
- 4- طريقة الدفع: فسادد قيمة السند دفعة واحدة عند الاستحقاق أو على أقساط على مدى حياة السند قد تكون له تأثير على الأسعار.
- 5- درجة السيولة: فالقدرة على بيع أو شراء السند في السوق الثانوي بسهولة وهو ما يعكس درجة السيولة وهو من الأمور المؤثرة بفعالية على أسعار السند.
- 6- التصنيف الائتماني: فتدهور الدرجة الائتمانية للبنك المقترض، يؤثر بشكل مؤكد في قيمة السند بالسوق والعكس صحيح.<sup>(1)</sup>

#### الفرع الرابع: مقارنة بين الأسهم والسندات.

سوف نتناول مختلف أوجه التشابه بين الأسهم والسندات وأهم الفروقات الموجودة بينهما فيما يلي:

أولاً: أوجه التشابه: تتشابه الأسهم والسندات في النقاط التالية:

- 1- عدم القابلية للتجزئة: ليس المقصود من عدم تجزئة السهم أو السند، انه لا يمكن أن يملكه أكثر من شخص واحد، إنما الغرض من ذلك هو انه إذا تملك هذه السندات العديد من الأطراف (الموصى لهم، الورثة)، فليس لكل واحد منهم أن يطالب الشركة بإعطائه صكاً يمثل حصته أو إعطائه نصيب حصته في الفائدة أو الربح.
- 2- من حيث الشكل في الإصدار:
- أ- قد يكون السهم أو السند اسمياً: فانه يتطلب إجراءات كتابية خاصة في دفاتر الشركة لإثبات نقل الملكية لهته الأوراق المالية.
- ب- قد تكون الأوراق المالية لحاملها فتنقل ملكيتها بالحيازة دون الحاجة لإجراءات كتابية.
- ففي حالة ضياع أو سرقة الورقة المالية فان مركز صاحب السهم أو السند الاسمي أفضل من صاحب السهم أو السند لحامله.<sup>(2)</sup>
- 3- تتميز بكونها مخزن للقيمة: حيث تتزايد قوتها مع استمرار نجاح الشركة أو المشروع المصدر وذلك فضلاً عما تدره على حائزها من دخل سنوي مما يؤدي إلى زيادة عوائدها مع إمكانية زيادة رأس المال .
- 4- تسمح بتعبئة المدخرات وتحسين توزيع المداحيل نظراً لإمكانية إصدارها بقيم تناسب مختلف المدخرين.
- 5- القابلية للتداول بالطرق التجارية الأمر الذي يسهل قيام سوق للأوراق المالية تتميز بسرعة التعامل وكفاءة في الأداء تتناسب ومتطلبات المستثمرين والمضاربين من حيث الحجم، فترة الاستحقاق، درجة السيولة.. الخ.<sup>(3)</sup>

(1) - أحمد صلاح عطية، مرجع سابق، ص 102، 103.

(2) - أبو العلا إبراهيم محمد، بورصات الأوراق المالية والقطن. مصر: كوس توماس وشركاه، 1970، ص 66.

(3) - خليل هندي، أنطوان الكاشف، مرجع سابق، ص 58.

ثانياً: أوجه الاختلاف.

مما لاشك فيه أن هناك اختلافات جوهرية بين الأسهم والسندات التي تعتبر من أهم العوامل التي تؤثر على قرار اختيار أساليب التمويل المناسبة ويمكن إظهار الاختلاف فيما يلي:

### جدول رقم (6): مقارنة السندات بالأسهم

السندات	الأسهم
-السندات دين على الشركة المصدرة. -حامل السندات دائنوا الشركة المصدرة. -يحصل أصحاب السندات على فائدة محددة مسبقاً. -يحصل أصحاب السندات على فوائد بغض النظر على توافر أو حجم هذه الأرباح. -عند تصفية الشركة المصدرة يستوفى حملة السندات حقوقهم قبل أن يحصل حملة الأسهم على أي جزء من حقوقهم. -السندات اجل معين يتوجب على الشركة المصدرة خلاله أن تسدد قيمتها لأصحابها. -ليس لأصحاب السندات الحق في المساهمة بإدارة الشركة عن طريق التصويت. -أن ضمان السندات بعض أصول الشركة أو جزء منها. -القيمة الجارية للسندات تتحدد انطلاقاً من سعر الفائدة الاسمي. -تعتبر فوائد السندات من النفقات أي أنها لا تخضع للضريبة.	-الأسهم تمثل حقوق ملكية للشركة المصدرة. -حاملوا الأسهم أصحاب الشركة المصدرة. -يحصل المساهمون على جزء من الأرباح يتوقف على عدد الأسهم. -أن حصول حامل السهم على عوائد يرتبط بوجود الأرباح واتخاذ القرار بتوزيعها. -عند التصفية يحصل أصحاب الأسهم على حقوقهم ولكن بعد تسوية أصحاب السندات. -الأسهم ليس لها اجل محدد لأنها ترتبط بوجود الشركة المصدرة. -أصحاب الأسهم يتمتعون بحق المشاركة في إدارة الشركة. -أن ضمان حقوق المساهمين ينصب على موجودات أو أصول الشركة ككل. -القيمة الجارية للسهم(القيمة السوقية)تتحدد على أساس مقدار العائد الذي يدره السهم ومعدل الفائدة. -عوائد الأسهم تعتبر توزيعاً للأرباح أي أنها تخضع للضريبة.

المصدر: خليل هندي، أنطوان الكاشف، مرجع سابق، ص58.

### المطلب الثاني: البدائل الشرعية للسندات الربوية وأنواعها.

بعد العرض السابق حول السندات يبدو أنها كلها تجر نفعا (فائدة) للمقرض، والإقراض والاقتراض بفائدة محرم شرعا لأنه من الربا وهو أحد الموبقات، وهذا ما اتفق عليه علماء العصر وأفتوا به، كما اتفقت على تحريمها المجتمعات الفقهية التابعة لرابطة العالم الإسلامي، ومنظمة المؤتمر الإسلامي، وهيئات الرقابة الشرعية في البنوك الإسلامية، بل يمكن القول بثقة أنه حكم مجمع عليه من قبل العلماء المسلمين<sup>(1)</sup>.

### الفرع الأول: مفهوم الصكوك الاستثمارية الإسلامية.

في القاموس الاستثماري، أدرج لفظ الصكوك كبديل أساسي ومنافس للسندات في عملية الاقتراض المشترك، بل باتت الصكوك وسيلة نشطة في مجال الاستثمار وذلك للمزايا الجذابة التي تتمتع بها أبرزها وهي قابليتها للتداول.

(1) - سالم بن حمزة بن أمين مدني، الأحكام الفقهية المترتبة على تحريم سندات القرض، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006، ص04.

أولاً: مفهوم الصكوك في اللغة.

جاء في الصحاح «صكه ضربه...ومنه قوله تعالى ﴿فصكت وجهها﴾، والصك: كتاب وهو فارسي معرب، والجمع أصك، وصكاك وصكوك».

قال النووي: الصكوك والصكاك جمع صك وهو الورق المكتوب بدين ويجمع أيضاً على صكوك، والمراد هنا الورق التي تخرج من ولي الأمر بالرزق لمستحقه بأن يكتب فيها الإنسان كذا وكذا من طعام أو غيره<sup>(1)</sup>.

ثانياً: مفهوم الصكوك في الاصطلاح.

الصكوك هي التسمية العربية للوثائق المالية البديل الإسلامي للسندات التقليدية في النظام التقليدي<sup>(2)</sup>، وهي تصدر مقابل أصول غالباً ما تكون عقارية أو أصول أو أوراق مالية ذات عائد، والصكوك تكون على مدى متوسط أو طويل الأجل (خمس سنوات أو أكثر).

ويتم الاكتتاب فيها من عدة جهات، وتحصل الشركة المصدرة لها على نقد فوري مقابل هذه الصكوك بفائدة أو ربح سنوي ثابت، ويمكن تداول هذه الصكوك من قبل الجهات المالية التي أصدرتها، ويمكن أيضاً تحويلها إلى أسهم إذا كانت صكوكاً قابلة للتحويل.

قد عرفت الصكوك الاستثمارية الإسلامية من قبل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها: «وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله»<sup>(3)</sup>.

والتصكيك (Securitization) من أبرز أنواع التمويل المهيكل Structured Finance، حيث يتم من خلال التمويل المهيكل توزيع مخاطر التمويل على عدة أطراف من خلال استحداث شركة أو عدة شركات ترتبط فيما بينها ومع غيرها بمجموعة من الاتفاقيات<sup>(4)</sup>.

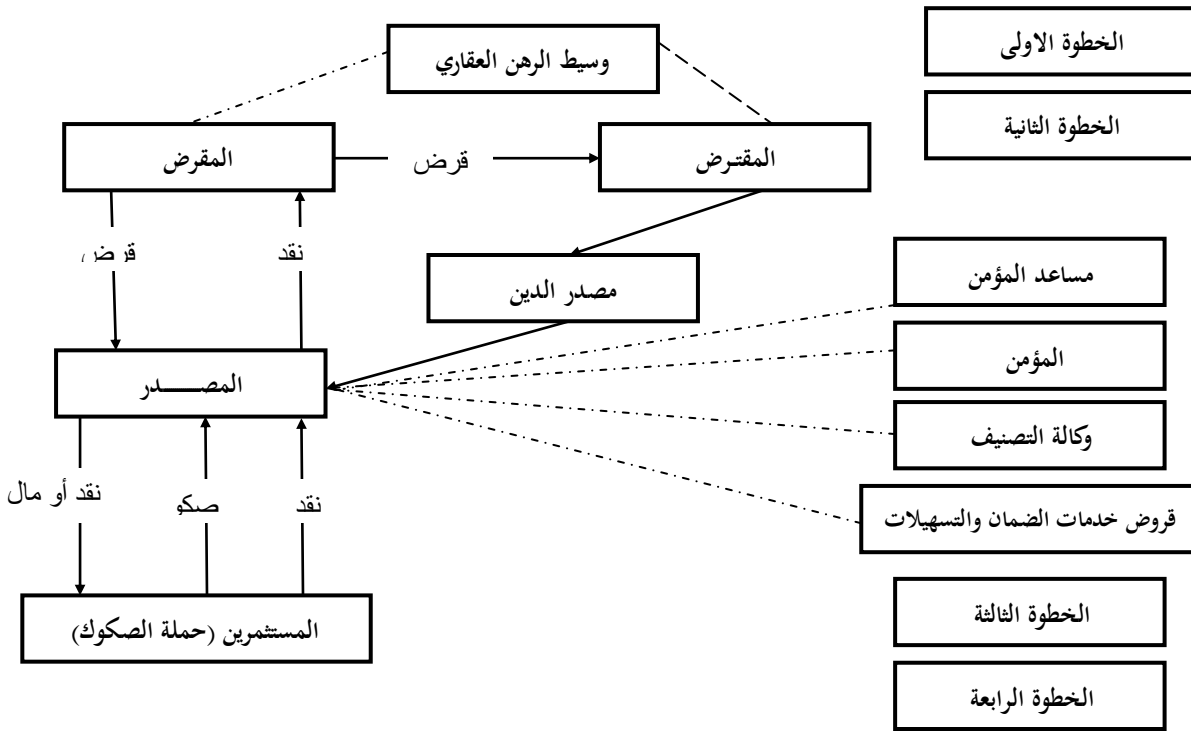
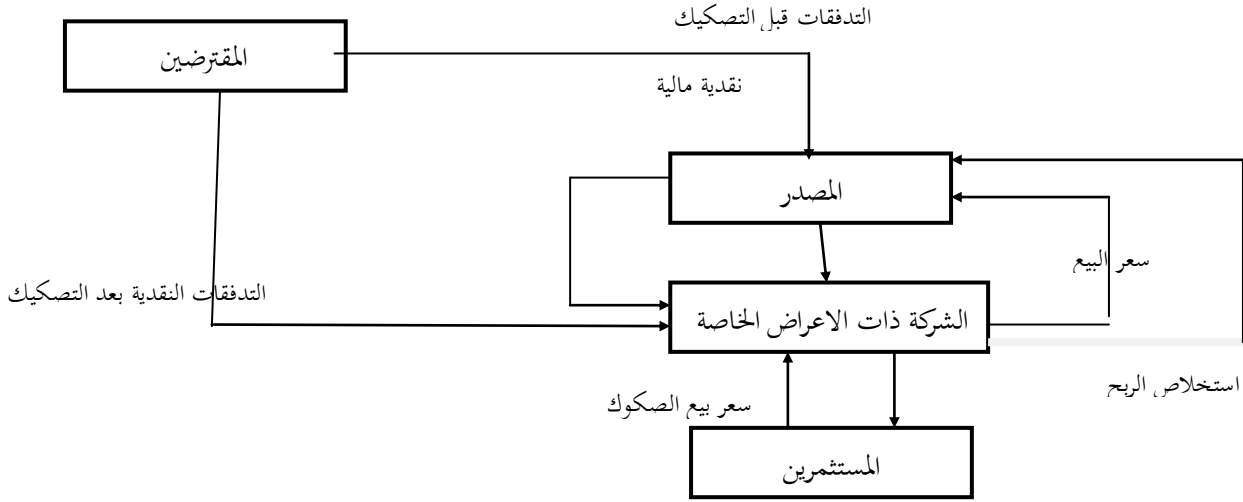
(1) - يحيى بن شرف النووي، صحيح مسلم بشرح النووي. بيروت: دار إحياء التراث العربي، بيروت 1992، ص 171.

(2) - Hamed Rasool, Sukuk (Islamic Bond), Training Workshop On Sukuk, Avani, Lahore, 27th August 2008, p02.

(3) - المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. البحرين: 2007، ص 688.

(4) - محمد بن إبراهيم السحيباني، عبد الله بن محمد العمراني، حامد بن حسن ميرة، التصكيك في الأسواق المالية: حالة صكوك الإجارة (نظرة فقهية واقتصادية): عرض مقدم لندوة الأسواق المالية الثانية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 1 جمادى الثانية 1431هـ - 2008م، ص 03.

شكل رقم 09 : خطوات عملية التصكيك



المصدر: ناصر الاحم، صناعة السندات الإسلامية (الصكوك) ما بين 2001-2009 [www.kantakji.com](http://www.kantakji.com) - تاريخ الاطلاع: 2010/08/15.

الخطوة الأولى: يتحصل المقترض على قرض من المقرض وذلك بمساعدة من الوسيط، في كثير من الحالات المقرض وسمسار الرهن العقاري ليس لديهم مزيد من التفاعل مع المقترض بعد تقديم القرض.

الخطوة الثانية: يقوم المقرض ببيع القرض لمصدر الصكوك، ويقوم بعدها المقترض بتسديد الدفعات الشهرية لمساعد الأمين.

الخطوة الثالثة: يقوم مصدر الصكوك ببيع الصكوك للمستثمرين، ويساعد المغطي في عملية البيع.

الخطوة الرابعة: يقوم مساعد الأمين بجمع الدفعات الشهرية من المقترض وتحويلها للمصدر، ثم يقوم بمساعدة الأمين بإدارة القروض المتأخرة وفقا للشروط المنصوص عليها في اتفاق تجميع وتقديم الخدمات.

وقد ظهر مفهوم التصكيك Securitization في العصر الحديث في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1880م، وقد قصد منه في البداية تصكيك الديون والرهونات كالديون العقارية وديون شراء السيارات عام 1985، ثم ديون بطاقات الإئتمان عام 1986، ثم أقساط التأمين عام 1990<sup>(1)</sup>، ثم تحولت عملية التصكيك لتشمل كافة الأصول المالية، وأطلق البعض على هذه العمليات مسمى السنددة أو التوريق، وذلك بعد تحويل الديون أو الأصول الإنتاجية إلى صكوك يتم تداولها في سوق ثانوية<sup>(2)</sup>.

وتتم عملية التصكيك من خلال قيام مؤسسة ما بتجميع أصولها غير السائلة، وتحويل ملكيتها إلى صندوق أو مؤسسة أخرى تقوم بإصدار صكوك تساندها تلك الأصول، ومن ثم تقوم بإتاحتها للتداول في لأسواق المالية، بعد أن يتم تصنيفها اثثمانياً<sup>(3)</sup>، وكذلك بعد خضوعها لعدد من الإجراءات الفنية\*.

**ثالثاً: التصكيك في التاريخ الإسلامي.**

تختلف عملية التصكيك الإسلامية عن التقليدية في ضرورة وجود الأصول التي تم تصكيكها، فلا يجوز أن تكون ديوناً، وكذلك لا بد أن تكون الصكوك الإسلامية مطابقة للمواصفات والمعايير والضوابط الإسلامية. ويرجع كثير من الباحثين عملية التصكيك في التاريخ الإسلامي إلى تجربة صكوك الطعام التي أشار إليها النووي (676هـ) في شرحه على مسلم عندما قال أبو هريرة لمروان بن الحكم أحللت بيع الصكوك وقد نهي رسول الله عن بيع الطعام حتى يستوفي، فخطب مروان الناس فنهى عن بيعها<sup>(4)</sup>.

وليست هذه التجربة هي التجربة الوحيدة، فقد ازدهرت الصكوك في العصر العباسي بشكل كبير من خلال ما أطلق عليه السفتجة في ذلك الوقت، وكانت السفتجة تقوم بدور الحوالة أو الشيك في وقتنا الحاضر، فالسفتجة أن يعطي شخص لآخر مالا، وللأخذ مال في بلد المعطي، فيوفيه ماله في المكان الذي يقصده<sup>(5)</sup>، وقد

(1) - محمد بن إبراهيم السحيباني، عبد الله بن محمد العمري، حامد بن حسن ميرة، مرجع سابق، ص 04.

(2) - أحمد إسحاق الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في تخصص الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن، 1426هـ-2005م، ص 03.

(3) - كمال توفيق حطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدي، 31 ماي إلى 3 جوان 2009م، ص 8.

\* في إطار عمل صندوق النقد الدولي المتعلق بإدارة مخاطر الالتزامات السيادية وتطوير أسواق رأس المال، فقد تزايدت طلبات تقديم المشورة الفنية من قبل الدول الأعضاء. وقد قدم الصندوق عدداً كبيراً من المشورات الفنية بشأن إصدار الصكوك كبديل للأدوات التقليدية، ولا شك أن مشورات صندوق النقد الدولي للدول الأعضاء هي أقرب إلى الإلزام، ولذلك يتوقع تزايد إصدار الصكوك في الدول الأعضاء خلال السنوات القادمة، حيث يتوقع تطور حجم إصدار الصكوك من 70 مليار عام 2004، إلى 150 مليار دولار عام 2010، ويتوقع أن يبلغ حجم الإصدار 30 مليار دولار سنوياً، أنظر: المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية: الراصد المالي الإسلامي (الأزمة المالية العالمية، تحاليل ومعالجات، رؤية إسلامية) ديسمبر 2008، ص 110 نقلاً عن: أندي جويست وآخرون: نشرة صندوق النقد الدولي 19 سبتمبر 2007.

(4) - يحيى بن شرف النووي، مرجع سابق، ص 171.

(5) - كمال توفيق حطاب، مرجع سابق، ص 9.



انتشرت هذه السفاتيح بشكل كبير في العصر العباسي، وقد لجأ الولاة في البداية إلى هذا الأسلوب في إرسال ما زاد من دخول ولايتهم، ففي عام 313هـ أرسل ولي مصر والشام سفاتيح بقيمة 47000 دينار إلى بغداد. كما استخدمت السفاتيح من قبل التجار لتصفية حساباتهم بين الأقطار المختلفة بكتابة السفاتيح إلى وكلائهم.

#### رابعا: أهمية عملية التصكيك.

لقد شهدت عملية التصكيك تطورا كبيرا وأهمية متزايدة في الآونة الأخيرة\*، ويرجع ذلك إلى المبررات التالية<sup>(1)</sup>:

- تعتبر عملية التصكيك هي المناخ الأكثر أماناً للكثير من المؤسسات وجمهور المتعاملين، وذلك بسبب إجراءات الاحتياط والرقابة المشددة التي تمارسها المؤسسات المسؤولة عن عمليات التصكيك.
- تصكيك الأصول من أفضل الوسائل للحصول على رأس مال كاف وبكلفة مناسبة.
- إمكانية اشتراك أكبر عدد ممكن من الأفراد والمؤسسات في العملية الاستثمارية.
- مساعدة المؤسسات المالية في الموازنة بين آجال الموجودات والمطلوبات تحسباً لإدارة السيولة.
- يستخدم التصكيك أو التوريق كأداة لإدخال التوازن بين توزيع المخاطر قطاعياً وجغرافياً.
- إنقاص حجم رأس المال الضروي للوفاء بمتطلبات كفاية رأس المال وفقاً لشروط لجنة بازل.
- إن سرعة عمليات التصكيك على المستوى الدولي تراجع إلى تزايد استغلال التكنولوجيا وتوليد المعلومات من خلال الشبكات الدولية الواسعة والحواسيب فائقة السرعة، حيث يمكن للمؤسسات المالية التعرف بشكل دقيق على فرص الاستثمار عن ملايين الأصول المالية المبعثرة حول العالم خلال فترة وجيزة وبأقل كلفة.

- التقارب المتزايد بين أسواق المال في كافة أقطار العالم خفض من كلفة التمويل وزاد من كفاءته.

#### خامسا: خصائص الصكوك الإسلامية<sup>(2)</sup>:

هناك خصائص تميز الصكوك الإسلامية عن غيرها من أدوات الاستثمار الأخرى، وساهمت في انتشارها انتشاراً واسعاً، ولعل من أهم هذه الخصائص ما يلي:

- أنها وثائق تصدر باسم مالكيها بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكيها فيما يمثله من حقوق في الأصول والمنافع الصادرة مقابلها.

\* انتشرت عملية التصكيك بشكل واسع في الدول الغربية، حتى لجأت بعض الأندية الرياضية إلى تصكيك أصولها، وطرح صكوكها في الأسواق المالية، حيث ترتفع مؤشراتهما بفوز النادي وتنخفض بهزيمته.

(1) - أحمد الأمين، مرجع سابق، ص 5-6.

(2)-Hamed Rasool, Sukuk (Islamic Bond), Training Workshop On Sukuk, Avari, Lahore, 27th August 2008

- تمثل حصة شائعة في ملكية الأصول أو منافع أو خدمات يتعين توفيرها، ولا تمثل ديناً على مصدرها لحاملي الصكوك.
- أنها تصدر بعقد شرعي بضوابط شرعية بين طرفيها، وآلية إصدارها وتداولها والعائد عليها.
- يكون تداول الصكوك بناء على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها.

### الفرع الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية وآلية إصدارها.

شهدت الدول الغربية تطورات هائلة في مجال التصكيك، وكذلك شهدت المنطقة الإسلامية تطورات متسارعة في ميدان الصكوك الإسلامية\*، غير أن التجربة الغربية كانت في معظمها في مجال تصكيك الديون، بعكس التجربة الإسلامية التي تشترط وجود الأصول قبل تصكيكها، وهو الأمر الذي يحفظ لهذه الأصول قيمتها ويجول دون المقامرات والمضاربات التي رافقت توريق الديون، وما أدتا إليه من أزمة مالية علمية متسلسلة لا تكاد تتوقف أو تنتهي.

وبشكل عام فقد أشارت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى وجود أكثر من أربعة عشر نوع من الصكوك الإسلامية\*\*، غير أن الصكوك الأكثر انتشاراً واشتجاراً يمكن حصرها وتقسيمها إلى الأقسام التالية:\*\*\*

➤ الأدوات التمويلية القائمة على المشاركة.

➤ الأدوات التمويلية القائمة على البيع.

➤ الأدوات التمويلية القائمة على الإجارة.

أولاً: الأدوات التمويلية القائمة على المشاركة.

وهي الأدوات التمويلية القائمة التي تكون فيها العلاقة بين المصدر وحملة الصكوك هي علاقة مشاركة.

#### 1- صكوك المقارضة:

أ- تعريف صكوك المقارضة: هي من البدائل التي أقرها مجلس مجمع الفقه الإسلامي في دورة مؤتمره الرابع بجدة في 1407هـ، وتعرف على أنها الوثائق موحدة القيمة، والصادرة بأسماء من يكتبون فيها، مقابل دفع القيمة المحررة فيها، وذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح أو الإيرادات المتحققة من المشروع المستثمر فيه، بحسب

\* لهذا السبب تأسس مركز إدارة السيولة في البحرين من أجل مساعدة المؤسسات التي ترغب في الاستفادة من التوريق على تحديد الأصول المناسبة لمساندة عملية الإصدار وتأطير آليات الأصول وإصدار الصكوك.

\*\* تصنيف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI).

\*\*\* تنقسم الصكوك الإسلامية إلى أنواع عديدة باعتبارها مختلفة، فباعتبار الجهة المصدرة هناك صكوك سيادية تصدرها حكومات، وصكوك عادية تصدرها شركات ومؤسسات، كما أن بعض أنواع الصكوك تنفرع إلى أنواع ومسميات أخرى عديدة، ولذلك فإنه يصعب جدا حصر أنواع الصكوك في عدد معين.

النسب المعلنة على الشيوخ، مع مراعاة التصنيفية التدريجية المنتظمة لرأس المال المكتتب فيه، عن طريق تخصيص الحصة المتبقية من الأرباح الصافية لإطفاء قيمة السندات حتى السداد التام<sup>(1)</sup>.

ومن الأمثلة على صكوك المضاربة تلك الصكوك التي أصدرها مصرف شامل البحريني بقيمة 360 مليون ريال سعودي، وتعتبر هذه الصكوك والتي اشتهرت باسم سندات المقارضة من أقدم وأشهر الصكوك الإسلامية في العصر الحديث، وترجع فكرتها الأولى إلى الدكتور سامي حمود عند وضع قانون البنك الإسلامي الأردني، وقد كان المقصود منها في ذلك الوقت إيجاد البديل عن سندات القروض الربوية التي تصدرها البنوك الربوية.

وفي مرحلة تالية عرض سامي حمود فكرة سندات المقارضة على وزارة الأوقاف الأردنية، وذلك من أجل إعمار الممتلكات الوقفية، فتشكلت لجنة لهذا الغرض وصدر قانون خاص مؤقت برقم (10) لعام 1981 ونشرت في الجريدة الرسمية<sup>(2)</sup>.

وقد أصدرت حوالي 37 شركة ومصرفاً إسلامياً شهادات مضاربة تقترب في فكرتها من سندات المقارضة.

**ب- أنواع صكوك المقارضة:** يمكن أن تختلف هذه الصكوك باختلاف نوع المضاربة فيمكن أن تكون كالتالي<sup>(3)</sup>:

- صكوك المضاربة المطلقة: هي صكوك تصدرها الشركة التي ترغب في الحصول على الأموال لاستثمارها، وتعطى هذه الصكوك لحاملها الحق في الحصول على نسبة شائعة من الأرباح الناتجة عن الاستثمارات المختلفة للشركة طبقاً لقاعدة الصندوق العام للتمويل والاستثمار، حيث أنها لا تكون مخصصة لمشروع معين، بل يخول للمضارب الحق في استثمارها في أي مشروع<sup>(4)</sup>.
- صكوك المضاربة المقيدة: وتفيد هنا بمشروع معين كالاستثمار في العقارات أو الاستثمار في مصانع السيارات أو غيرها.
- صكوك المضاربة المستمرة: وهي التي لا يستحق رأس مالها إلا بعد انتهاء المشروع وبالطبع مع الربح وبقاء رأس ماله.
- صكوك المضاربة المحدودة أو (المستردة بالتدرج): وتحدد هنا الجهة المصدرة تواريخاً بمثابة محطات يمكن لأصحابها أخذ أرباحهم إن وجدت واسترجاع قيمة صكوكهم.

وتنطوي تحت هذا النوع كل أنواع الأوراق المالية القائمة على أساس المضاربة مهما اختلف اسمها من سندات أو صكوك أو شهادات وعلى سبيل الذكر لا الحصر:

(1)- عمر مصطفى جبر إسماعيل، سندات المقارضة وأحكامها في الفقه الإسلامي. الأردن: دار النفائس، الطبعة الأولى، 2006، ص 84.

(2)- عثمان شبير، المعاملات المالية المعاصرة. عمان: دار النفائس، 1996، ص 188.

(3)- بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 132.

(4)- قتيبة عبد الرحمن العاني، صكوك المضاربة الإسلامية-التخريج الفقهي والتصوير الفني-، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006، ص 28.

- ✓ شهادات الاستثمار الإسلامية: حيث قام البنك الإسلامي للتنمية بإصدار هذه الشهادات، وهي شهادات استثمار مخصصة لتمويل تجارة الدول الإسلامية، فيقوم البنك بدور المضارب وله من صافي الأرباح 5% و 5% من الأرباح تبقى لدعم المركز المالي و 90% لأصحاب الشهادات كل بنسبة مما يملك.
- ✓ شهادات ودائع الاستثمار: التي تصدر عن بيت التمويل الكويتي حيث تعتبر بيت التمويل الكويتي هو المضارب وصاحب الشهادة هو رب المال وهي تقوم على أساس عقد مضاربة مطلق أو مقيد ويتفق على مدتها مع مشتريها بشرط أن لا تقل عن سنة واحدة ويجوز تجديد مدة الشهادة بناء على رغبة صاحبها فتكون بهذا محدودة الأجل.

### 3- صكوك المشاركة:

أ- تعريف صكوك المشاركة: هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تمويل نشاط على أساس المشاركة، ويصبح المشروع ملكا لحامل الصكوك، وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة.

والمشاركة عقد يتم بين اثنين على مساهمة كل منهم بمبلغ من المال -يسمى رأس المال- من أجل اشتراك في تمويل مشروع استثماري معين فيما بينهم، على أن يقسم الربح على ما يتفقون عليه والخسارة على قدر رأس مال كل منهم، وبعبارة أخرى المشاركة تعني الاشتراك في الربح والخسارة من مشروع استثماري. ومن أمثلتها صفقة صكوك طيران الإمارات بمبلغ 550 مليون دولار أمريكي وذلك لتطوير وإنشاء مبنى جديد للشركة.

ب- أنواع صكوك المشاركة: تنقسم إلى قسمين:

أ- صكوك المشاركة الدائمة: وهي تشبه كثيرا نظام الأسهم الدائمة مع إمكانية دخول المصدر بنسبة معينة في رأس مال المشروع وطرح الباقي على شكل صكوك للاكتتاب سواء أكانت الإدارة للمصدر أو لحملة الصكوك أو لطرف ثالث محدد، وتقوم مقام طرح أسهم جديدة حيث يقوم المصدر بالتوسع أو إنشاء مشروع موازي فيقوم باعتباره شخصية معنوية بالتكفل بقسط من المال والباقي يطرح للاكتتاب<sup>(1)</sup>.

ب- صكوك المشاركة المحدودة: وهي المؤقتة بفترة زمنية محددة، والتي تحدد بفترة زمنية متوسطة وتكون بانتهاء المشروع أو بانتهاء الموسم أو انتهاء الدورة الصناعية... الخ وتكون نهايتها وفقاً لإحدى الصورتين<sup>(2)</sup>:

- صكوك المشاركة المستردة بالتدرج: حيث تسترد قيمة هذه الصكوك وفق أقساط دورية ويصرف لحاملها من الأرباح إن وجدت ما بقي له من رصيد لم يستحق بعد.

(1)- المرجع السابق، ص132.

(2)- لعامة جمال ورايس حدة، تحديات السوق المالي الإسلامي، بحث مقدم للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة، الجزائر، يومي 21 و22 نوفمبر 2006، ص12.

• صكوك المشاركة المستردة في نهاية المدة ( المنتهية بالتملك إلى المصدر): وهنا في نهاية المشروع يقوم المصدر بإعادة شراء هذه الصكوك من أصحابها بالسعر الحقيقي ويكون ذلك في حالة التصفية الإجبارية مثلا عند قيام مشروع حفر منحجم ففي نهاية المشروع يقوم المصدر بإعادة تقييم الآلات والتجهيزات المستعملة وإعطاء قيمتها إلى أصحاب الصكوك، في حين يمتلك هو هذه الآلات والتجهيزات.

ومن أمثلتها صفقة صكوك طيران الإمارات بمبلغ 550 مليون دولار أمريكي وذلك لتطوير وإنشاء مبنى جديد للشركة<sup>(1)</sup>.

### 3- صكوك المزارعة:

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع للمزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول، حيث يقوم البنك بشراء أرض زراعية ثم يقسم ثمنها على حصص يصدر بها صكوكا تباع للجمهور، ثم يتعاقد البنك مع شخص آخر ليقوم بسقي الزرع والقيام به، وللبنك أن يختار أحد الخيارات التالية الثلاث التالية<sup>(2)</sup>:

أ- أن يتولى هو القيام على الزرع بجزء مشاع معلوم من المحصول.

ب- أن يشترك في رأس المال فيكون من الملاك.

ج- أن يتولى فقط الإشراف على المشروع وإدارته مقابل أجر معلوم.

ثانيا: الأدوات التمويلية القائمة على البيع.

الأدوات التمويلية القائمة على البيع يكون فيها العقد قائم بين جهة الإصدار والطرف الآخر وهم حملة الصكوك على عقد البيع .

### 1- صكوك السلم:

تقوم فكرة صكوك السلم أساسا على عقد السلم، والسلم هو بيع شيء موصوف في الذمة إلى أجل معلوم بثمن معجل، وهي صكوك تمثل ملكية شائعة في رأس مال السلم لتمويل شراء سلع يتم استلامها في المستقبل ثم تسوق على العملاء، ويكون العائد على الصكوك هو الربح الناتج عن البيع، ولا يتم تداول هذه الصكوك إلا بعد أن يتحول رأس المال إلى سلع، وذلك بعد استلامها وقبل بيعها، وتمثل الصكوك حينها ملكية شائعة في هذه السلع<sup>(3)</sup>.

ولعلّ المثال العملي على صكوك السلم هو ما قامت به حكومة البحرين من اختيار الألمنيوم ليكون الأصول

(1)- كمال توفيق حطاب، مرجع سابق، ص 05.

(2)- أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص 341.

(3)- محمد فؤاد أحمد محيسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، دراسة مقدمة لمنظمة المؤتمر الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، ص 30.

الأساسية لعقد السلم، وذلك بتفويض بنك البحرين الإسلامي بإعطاء وعود لبيع الألمنيوم إلى المشتري بتاريخ مستقبلتي محدد مقابل دفع كامل الثمن مقدماً<sup>(1)</sup>.

## 2- صكوك الاستصناع:

هي في حقيقتها كصكوك السلم فهي صكوك تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن مؤجل، والسلعة مؤجلة التسليم هي من قبيل الديون العينية، لأنها موصوفة تثبت في الذمة، إلا أنه يجوز تأجيل ثمنها، والمبيع في الحالتين لا يزال في ذمة الصانع أو البائع بالسلم، وتعرف على أنها وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحامل الصكوك<sup>(2)</sup>.

ومثال عليها صكوك الدرّة بالبحرين، حيث ستقوم بتمويل الاستصلاح والبنية التحتية الأساسية للمرحلة الأولى لإنشاء أكبر مدينة سكنية وترفيهية على الطراز العالمي بكلفة 1 بليون دولار أمريكي وقد اقترح عدد من الباحثين إصدار صكوك الاستصناع بحيث تتمكن شركات الملاحاة والطيران وغيرها من استصناع حاجاتها اللازمة من طائرات وسفن وفق احتياجات معينة، وذلك بإصدار صكوك استصناع مخصصة لتمويل البناء ضمن المواصفات المحددة<sup>(3)</sup>.

## 3- صكوك المراجعة:

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لتمويل شراء سلعة مراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحامل الصكوك، وقد اقترحها الدكتور سامي حمود في ندوة البركة الثانية في تونس سنة 1984 م، وذلك بطلب إنشاء شركة مساهمة إسلامية تمارس أعمال الإصدار المختلفة في صناديق المراجعة والإيجار والسلم، على أن يكون الإصدار الأول لصندوق المراجعة (1) التي تعرف بأنها صكوكا متساوية القيمة منبثقة من عملية قائمة على عقد المراجعة (المراجعة بأمر الشراء) حيث تمثل هذه الصكوك ملكية جزئية من رأس مال السلعة المباعة بالمراجعة، إذ يقسم رأس مال المراجعة إلى أجزاء متساوية كل جزء يمثل حصة معبرا عنها بصك يتم إصدارها وفق الآلية التالية<sup>(4)</sup>:

تتقدم بالوعد بالشراء للبنك بمواصفات الشيء المراد شراؤه، فيقوم البنك بالبحث عن هذا الشيء وتحديد قيمته (قيمة شرائه) فيطرح بذلك صكوك المراجعة مجموعها بقيمة هذا الشيء المراد شراؤه فتملك هذه السلعة لأصحاب الصكوك وبعد ذلك تقوم ببيعها (حملة الصكوك ممثلين فيمن يوكلهم) عن طريق أقساط للواعد بالشراء وفق ربح معلوم ومحدد، والقائم على العملية يكون هو البنك الذي يأخذ مقابل ذلك أجرا من طرف حملة الصكوك لكونه وكيلا عنهم.

(1)- كمال توفيق حطاب، مرجع سابق، ص 03.

(2)- وليد خالد الشايجي، عبد الله يوسف الحجي، صكوك الاستثمار الشرعية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006، ص 913.

(3) المرجع السابق، ص 02.

(4)- بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 135.

ومثال على صكوك المرابحة ما قام به بنك أركايتا البحريني من تنظيم إصدار صكوك مدعومة بالمرابحة متعددة العملات بقيمة 200 مليون دولار.

ثالثاً: الأدوات التمويلية القائمة على الإجارة.

### 1- تعريف صكوك الإجارة.

تمثل صكوك الإجارة حصة شائعة في ملكية أصول متاحة للاستثمار، سواء كانت أصول حقيقية أو منافع، أو خدمات أو مزيج من ذلك كله، وهي أشهر أنواع الصكوك على الإطلاق تقريباً ثلث الصكوك المصدرة وهي كما يلي:

أ- صكوك ملكية الأصول: وهي أكثر أنواع الصكوك الإسلامية انتشاراً، وهي مالك موعود باستئجار أصل ما، يعرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح مملوكة لحملة الصكوك.

ب- صكوك ملكية المنافع: وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين، موجودة بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب، وتصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك.

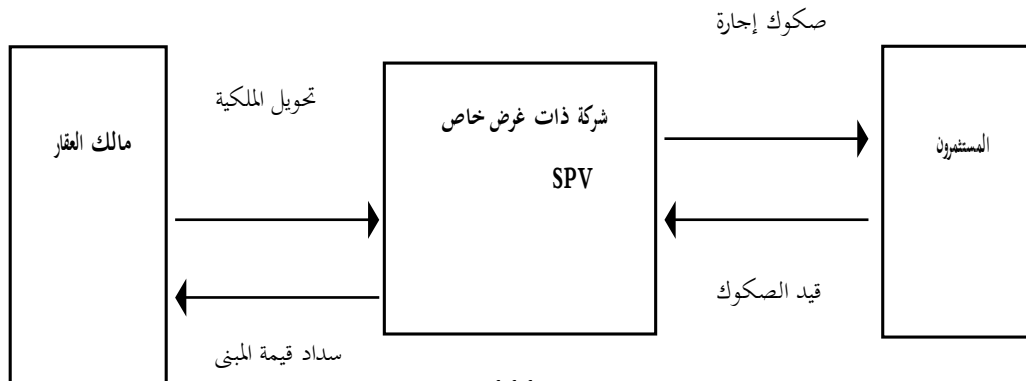
ت- صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة أو (الموصوفة في الذمة): هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة موجود (مستأجر)، يعرض إعادة إيجارها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك.

ث- صكوك ملكية الخدمات من طرف معين أو (من طرف موصوف الذمة): هي وثائق متساوية القيمة تصدر بغرض تقديم الخدمة من طرف معين واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمة مملوكة لحملة الصكوك.

### 2- آلية إصدار صكوك الإجارة.

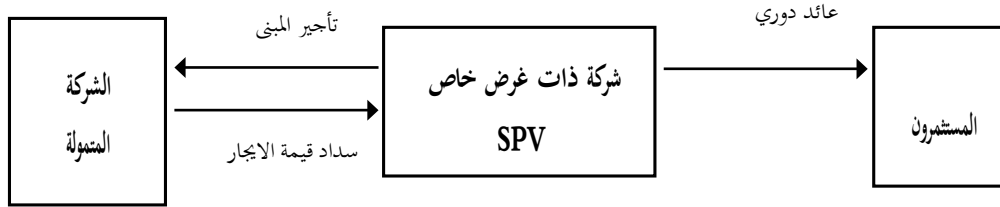
على سبيل المثال، قد ترغب شركة في تمويل شراء عقار من خلال إصدار صكوك إسلامية (يطلق عليها بالشركة المتمولة)، بعد البحث إذا وجدت الشركة العقار وتفاوضت على السعر النهائي للشراء تنشئ الشركة المتمولة شركة ذات غرض خاص SPV، تصدر الشركة ذات الغرض الخاص صكوك إجارة للمستثمرين بقيمة مبلغ الشراء وتحصيل القيمة، تستخدم حصيلة هذه الأموال في سداد قيمة المبنى، ونقل ملكيته إلى الشركة ذات الغرض الخاص، كما هو مبين في الشكل التالي:

شكل رقم (10): المرحلة الأولى لآلية إصدار صكوك الإجارة.



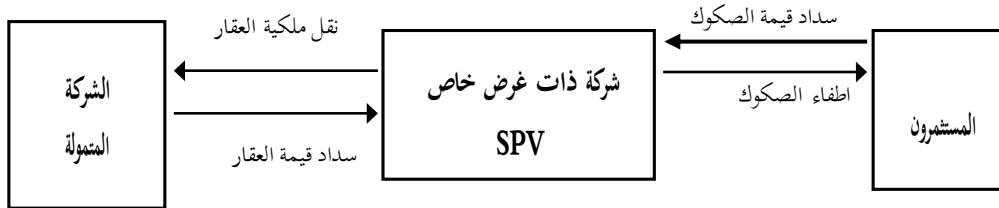
توجد الشركة ذات الغرض الخاص العقار للشركة الممولة (بوعدها بإعادة شراء المبنى من الشركة ذات الغرض الخاص بسعر متفق عليه عند الشراء)، وتحصل منها إيجاراً دورياً تحول إلى حملة الصكوك كعائد دوري كما هو موضح بالشكل التالي:

شكل رقم (11): المرحلة الثانية لآلية إصدار صكوك الإجارة.



تقوم الشركة الممولة بتنفيذ الوعد بإعادة شراء العقار من الشركة ذات الغرض الخاص بالسعر المتفق عليه، تسدد الشركة ذات الغرض الخاص المبلغ لحملة الصكوك وتنقل ملكية العقار للشركة الممولة كما هو موضح في الشكل التالي:

شكل رقم (12): المرحلة الثالثة لآلية إصدار صكوك الإجارة.



وقد ازداد عدد الدول التي أصدرت صكوك إجارة إسلامية ليشمل البحرين، حيث السوق المالية الإسلامية العالمية\*، وقطر ولبنان وماليزيا، كما طرحت حكومة إمارة دبي ممثلة في دائرة الطيران المدني للاكتتاب العام صكوك الإجارة الإسلامية لجمع 750 مليون دولار بهدف تمويل أعمال المرحلة الثانية من مشروع توسعة وتطوير مطار دبي الدولي التي تقدر تكلفتها الإجمالية بنحو 4.1 مليار دولار.

ومن أكبر الإصدارات الإسلامية بعد مشروع مطار دبي الإصدار القطري (700 مليون دولار)، والإصدار الماليزي (600 مليون دولار) وإصدار البحرين (250 مليون دولار) وإصدار البنك الإسلامي للتنمية (400 مليون دولار) وكلها اعتمدت صكوك الإجارة.

ويتم استثمار النسبة الكبرى من الأموال الإسلامية في مجالات العقار وتمويل تأجير الطائرات والسفن وبعض مشاريع الطاقة والبنى التحتية.

\* من بين أهداف السوق المالية الإسلامية العالمية تطوير سوق إسلامية علمية أولية وبالتالي خلق سوق رأس مال إسلامي، وقد بدأت البحرين بإصدار صكوك إسلامية تسمى صكوك السلم قيمتها 25 مليون دولار بشكل شهري، كما طرحت صكوك الإجارة مدتها خمس سنوات بقيمة مليون دولار عام 2005، وقد بلغ عدد البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية التي تنتمي لهذه السوق أكثر من 250 بنك وبيت تمويل إسلامي. أنظر موقع السوق المالية الإسلامية العالمية: [www.iifim.net](http://www.iifim.net). تاريخ الاطلاع: 2010/08/02.



3- خصائص صكوك الإجارة<sup>(1)</sup>:

- تتميز صكوك الإجارة بخاصية صلاحيتها للوسائط المالية لتمويل العديد من المشاريع، بحيث يمكن استخدامها لتمويل مشروعات ذات نفع عام أو استخدامها في المشاريع الخاصة.
- العائد على صكوك الإجارة قد يكون ثابتاً أو متغيراً.
- ملك العقار قد يكون التمويل لنفسه أو جهة مرتبطة به.
- صكوك الإجارة قد تكون قابلة للتداول لأنها تمثل ملكية في أصل حقيقي (العقار).
- صكوك الإجارة ذات مخاطر منخفضة نسبياً لأن عائدها (الإيجار) معروف مقدماً.

الفرع الثالث: مقارنة الصكوك الإسلامية بأدوات الاستثمار التقليدية<sup>(2)</sup>:

## أولاً: أوجه الاتفاق بين الصكوك والسندات:

- كلاهما أوراق مالية متداولة غرضهما الأساس هو التمويل.
- من خلال الصكوك أو السندات يمكن أداء وتنفيذ الكثير من الوظائف المهمة كالتحكم في حجم السيولة النقدية وتمويل الأغراض المختلفة.
- تصنّف الصكوك والسندات -بشكل عام- بأنها أوراق مالية ذات استقرار كبير ومخاطر متدنية.

## ثانياً: أوجه الاختلاف بين الصكوك والسندات:

- أن السندات ورقة مالية محرمة، والصكوك ورقة مالية مباحة على عقود شرعية.
- الصك يمثل حصة شائعة في العين أو الأعيان المصككة أو في العقود والأعيان المدرة للربح والمتمثلة في صيغة صكوك متداولة، في حين أن السند التقليدي يمثل قرصاً في ذمة مصدره.
- عوائد الصكوك ليست التزاماً في ذمة المصدر، وإنما عوائد الصكوك ناشئة عن ربح أو غلبة العقود التي بنيت هيكله الصكوك عليها، فلو كان الصك صك أعيان مؤجرة فعائد الصك متحقق من الأجرة التي يدفعها مستأجر الأعيان المصككة، وإن كان صك مضاربة فعائد الصك يتحقق من ربح المضاربة والمتاجرة في المجال الذي أنشئت الصكوك لأجله، بينما عوائد السندات هي التزام من المقترض (مصدر السند)، وهي ثابتة في ذمته يلزم الوفاء بها في مواعيد استحقاقها، وعليه يكون عائد السند التقليدي زيادة في القرض، ويكون بذلك من الربا المحرم.
- من الأهمية بمكان الإشارة إلى أن من أنواع السندات التقليدية المحرمة ما يسمى بالسندات المدعومة بالأصول Securities-backed asset والفرق بينها وبين الصكوك أن الصكوك ورقة مالية

(1) - محمد مبارك بصرمان، صكوك الإجارة الإسلامية -دراسة قانونية مقارنة بالشريعة الإسلامية-، الأردن: دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2011، ص28.

(2) - صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، من 31 ماي إلى 3 جوان 2009م، ص14.

تمثل أصولاً، وأما هذا النوع من السندات التقليدية Securities-backed asset فهي أوراق مالية تمثل قرضاً في ذمة المصدر موثقاً برهن وضمنان هو الأصول، وعليه فحق حامل الصك مقتصر على الأصول التي تمثلها الصكوك فحسب، بينما هذا النوع من السندات حق حامله متعلق بذمة المصدر، والأصول ضمان ورهن.

### ثالثاً: الفروق بين الصكوك والأسهم:

- الصكوك - بشكل عام - ورقة مالية قليلة المخاطر، بينما الأسهم ورقة مالية ذات مخاطر عالية.
- من جهة الشركة المصدرة أن الصكوك - في أغلب هياكلها - أداة تمويل خارج الميزانية، بينما الأسهم حصة مشاعة في رأس مال الشركة، وعليه فحامل الصك ممل الشركة المصدرة وأماً مالك السهم فهو شريك ومالك لحصة مشاعة في رأس مال الشركة.
- لما كانت الصكوك أداة مالية غرضها تمويل المصدر، فإنها - في الغالب - لا بد أن تكون مؤقتة ولها تاريخ استحقاق (إطفاء)، بينما الأسهم ورقة مالية غير مؤقتة.

وفيما يلي مقارنة الصكوك الإسلامية بأدوات الاستثمار التقليدية:

### جدول رقم (7): مقارنة الصكوك الإسلامية بأدوات الاستثمار التقليدية

تمويل مباشر		تمويل مهيكّل		عناصر المقارنة
الأسهم	السندات	الصكوك التقليدية	الصكوك الإسلامية	
1600	1600	1970	1990	تاريخ التطبيق
ملكية حصة شائعة من أصول	مديونية (قرض)	مديونية مضمونة بأصول	ملكية حصة شائعة من أصول	العلاقة بين المصدر والمستثمر
العائد من استثمار الأصول	سعر الفائدة	سعر الفائدة	العائد من استثمار الأصول	مصدر العائد
قابلة للتداول	قابلة للتداول	قابلة للتداول	يعتمد على طبيعة الأصول	القابلية للتداول
تظهر في الميزانية	تظهر في الميزانية	خارج الميزانية	خارج الميزانية	المعاملة المحاسبية
منخفضة	مرتفعة	منخفضة	يعتمد على طبيعة الأصول	درجة المخاطرة
مؤقتة	غير مؤقتة	مؤقتة	مؤقتة	المدة

المصدر: محمد بن إبراهيم السحيباني، هيكل الصكوك الإسلامية، حلقة نقاش، وحدة البحوث بكلية الشريعة، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1429هـ.

## المطلب الثالث: ضوابط ومخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية.

من خلال هذا المطلب سيتم التطرق للتوصيف الشرعي للصكوك الاستثمارية، وكذا الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية، ثم الشروط الواجب توفرها في مصدرها مخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية.

## الفرع الأول: التوصيف الشرعي للصكوك الاستثمارية.

استقطبت سندات المقارضة - التي تم اقتراحها في الأصل لتمويل وإعمار الأراضي الوقفية في الأردن - معظم الجهود الفقهية التي بذلها العلماء المعاصرون حول مشروعية الصكوك الاستثمارية الإسلامية، وقد تجلّى ذلك في قرار مجمع الفقه الإسلامي في مؤتمره الرابع بجدة عام 1988 والخاص بالأحكام الشرعية المتعلقة بسندات المقارضة.

وكما سبق وأن عرفت سندات المقارضة بأنها أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض (المضاربة) 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، ويفضل تسمية هذه الأداة الاستثمارية صكوك المقارضة<sup>(1)</sup>.

فقد اشترط قرار المجمع توفر عدد من العناصر في هذه السندات لكي تبقى مقبولة شرعاً أن يمثل الصك حصة شائعة في المشروع وأن تستمر الملكية من بداية المشروع إلى نهايته، وأن يكون لها جميع حقوق المالك في ملكه، وأن يكون التداول بعد انتهاء فترة الاكتتاب، وعلى أن تكون غالب الموجودات من الأعيان والمنافع وليس من الديون أو النقود.

بعد ذلك جاء القرار بجواز تداول هذه الصكوك في ظل الشروط والضوابط الشرعية، ومما جاء في القرار المشار إليه:

1- يجوز تداول صكوك المقارضة في أسواق رأس المال إن وجدت بالضوابط الشرعية، وذلك وفقاً لظروف العرض والطلب، ويخضع لإرادة العاقدين، كما يجوز أن يتم التداول بقيام الجهة المصدرة في فترات دورية معينة بإعلان أو إيجاب يوجه إلى الجمهور تلتزم بمقتضاه خلال مدة محددة بشراء هذه الصكوك من ربح مال المضاربة بسعر معين، ويحسن أن تستعين في تحديد السعر بأهل الخبرة وفقاً لظروف السوق والمركز المالي للمشروع<sup>(2)</sup>.

كما بحث مجمع الفقه الإسلامي في دورته الخامسة عشر في سلطنة عمان موضوع صكوك الإجارة وقرر ما يلي<sup>(3)</sup>:

(1) - مجلة مجمع الفقه الإسلامي: الدورة الرابعة، جدة، 1408هـ - 1988م، الجزء الثالث، ص 2163.

(2) - المرجع السابق، ص 2163/3.

(3) - مجلة مجمع الفقه الإسلامي: الدورة الخامسة عشر، مسقط، عمان، 2004.

2- يجوز إصدار صكوك تمثل ملكية الأعيان المؤجرة وتداولها - إذا توافرت شروط الأعيان التي يصح أن تكون محلا لعقد الإجارة - كعقار وطائرة وياخرة ونحو ذلك ما دام الصك يمثل أعيان حقيقية مؤجرة من شأنها أن تدر عائدا معلوماً.

3- يجوز لمالك الصك أو الصكوك بيعها في السوق الثانوية لأي مشتر.

4- يستحق مالك الصك حصته من العائد - وهو الأجرة - في الآجال المحددة في شروط الإصدار منقوصاً منها ما يترتب على المؤجر نفقة ومؤونة وفق أحكام عقد الإجارة.

ويتضح من قراري مجمع الفقه الإسلامي حول صكوك المقارضة وصكوك الإجارة جواز إصدار وتداول هذه الصكوك وفق الضوابط الشرعية المنصوص عليها.

ويمكن القول بأن معظم الصكوك الإسلامية التي وجدت في دول عديدة فيما بعد ترجع في كثير من مضامينها وجزئياتها إلى فكرة صكوك المقارضة وصكوك الإجارة، ومع ذلك فقد وجدت فيما بعد تفاصيل وإضافات أخرى تتعلق بنوعية الصكوك أو المرحلة التي تظهر فيها هذه الصكوك، وهو ما سوف يتضح من خلال عرض خلاصة الحكم الشرعي في الصكوك الإسلامية.

#### خلاصة الحكم الشرعي في الصكوك الإسلامية:

يتفق العلماء على أن السندات الربوية هي شهادات بديون على الجهة المصدرة، والتي تكون هي الحكومة في الغالب، ولذلك فقد صدر قرار مجمع الفقه الإسلامي في دورته السادسة بتحريم التعامل بهذه السندات<sup>(1)</sup>.

أما الصكوك الإسلامية فقد لوحظ أن عملية إصدار وتداول وحدات أو صكوك الاستثمار تمر عادة في خمسة مراحل، يمكن أن يكون لكل مرحلة من هذه المراحل حكم شرعي خاص بها. وهذه المراحل هي<sup>(2)</sup>:

- المرحلة الأولى: مرحلة التأسيس والاكتمال.
- المرحلة الثانية: مرحلة تجميع النقود قبل أن تتحول إلى أعيان أو منافع.
- المرحلة الثالثة: تحول النقود كلها أو معظمها إلى أعيان أو منافع أو حقوق معنوية.
- المرحلة الرابعة: تحول السلع والأعيان والمنافع إلى أثمان عاجلة نقود وآجلة ديون من خلال المراجعات والبيع الآجل بالتقسيط.
- المرحلة الخامسة: مرحلة التصفية عند توقف نشاط الشركة أو الصندوق.

وقد سلك العلماء المعاصرون مناهج متعددة في محاولة التوصل إلى الحكم الشرعي في كل مرحلة من المراحل المتقدمة، وذلك من خلال منهج الغلبة أو الكثرة، وذلك بالنظر في غلبة الديون أو النقود أو الأعيان أو المنافع، وكذلك من خلال قاعدة الأصالة أو التبعية، وقد رجح الدكتور قرة داغي الأخذ بقاعدة الأصالة والتبعية، ويعني

(1) -كمال توفيق خطاب، مرجع سابق، ص18.

(2) -القرة داغي علي، أثر ديون ونقود الشركة أو المحفظة على حكم تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2003، ص ص 11-14.

ذلك أنه إذا كان المقصود الأساسي من الموجودات أو من نشاط الشركة أو الصندوق الاستثماري هو الأعيان والمنافع، فإنَّ تداول أسهم الشركة أو وحدات الصندوق أو صكوك الاستثمار جائزاً شرعاً<sup>(1)</sup>.

وقد اعتمد هذا الرأي من قبل ندوات فقهية عديدة استناداً إلى عدد من القواعد الفقهية مثل قاعدة "الحكم للغالب" أو قاعدة "للأكثر حكم الكل"، وقاعدة "القليل يتبع الكثرة في العقود"<sup>(2)</sup>، حيث رجحت هذه الندوات أن التداول يكون جائزاً مادامت المنافع والأعيان والحقوق هي المقصودة أصلاً، ولا ينظر حينئذٍ إلى مقدار الديون أو النقود ولا نسبتها قلة أو كثرة.

وقد توصل قرة داغي إلى أنَّ الأصل هو نشاط الشركة وعملها وأغراضها المصرح في النظام الأساسي، فإذا كان هذا الغرض هو العمل في تجارة الأعيان والمنافع والحقوق عن طريق العقود الشرعية، كالمراجحة والإجارة والاستصناع ونحوها فإنَّ الديون أو النقود الناتجة مهما كثرت لا تؤثر في تداول أسهمها في حالات البداية قبل العمل أو النهاية بعد التصفية، وذلك لأنَّ العمل التجاري هو الأصل المتبوع المقصود وانَّ الديون أو النقود نتجت تبعاً لذلك العمل.

أمَّا إذا كان غرض الشركة هو التجارة في العملات أو الصرافة أو بيع الديون وشراؤها فقط، فإنَّ تداول أسهمها يحتاج إلى تطبيق قواعد الصرف أو أحكام بيع الديون.

وقد تبنيَّ هذا الرأي ندوة منبثقة عن مجمع الفقه الإسلامي بالتعاون مع المعهد الإسلامي للتدريب والبحوث في مقر البنك بجدة يوم السبت تاريخ 10 مارس 2007، وقد انتهى المشاركون في الندوة بالأغلبية إلى الآتي:

**أولاً:** يجوز التداول بالسعر المتراضي عليه حالاً أو مؤجلاً لأسهم الشركات والصكوك الاستثمارية ووحدات الصناديق الاستثمارية التي تمثل حصصاً شائعة في موجودات مختلطة من الأعيان والمنافع والحقوق والنقود والديون إذا كانت تلك الأسهم والصكوك والوحدات صادرة عن مؤسسات أو شركات غرضها ونشاطها مباح، وتعاملاتها الأساسية في الأعيان (السلع) والمنافع (الخدمات) والحقوق، وذلك باعتبار أنَّ النقود والديون التي توجد في تجارة الأعيان أو المنافع أو الحقوق، والديون أو النقود الناتجة عن تلك التجارة مهما كثرت لا تؤثر في التداول، مع مراعاة أنَّ الشركة إذا كانت جديدة، فإذا كانت جديدة فإنَّ التداول يكون بعد إعلان تأسيسها وشروعها في العمل بأموالها<sup>(3)</sup>.

**ثانياً:** مستند القول بالجواز إذا كانت الديون والنقود تابعة وأنه لا يشترط في التابع أن يكون أقل من المتبوع هو ما ورد من الأحاديث والقواعد الدالة على ذلك.

وفي ضوء ما تقدم فإنه يجوز تداول الأسهم أو الصكوك أو الوحدات الاستثمارية مهما كانت نسبة الديون أو النقود وفقاً للشروط المتقدمة والتي من أهمها: أن تحدد أغراض الشركة بأعمال الاستثمار في التجارة أو

(1) - كمال توفيق خطاب، مرجع سابق، ص 18.

(2) - العز بن عبد السلام، قواعد الأحكام في مصالح الأنام. بيروت: دار الكتب العلمية، ص 157.

(3) - كمال توفيق خطاب، مرجع سابق، ص 19.

الصناعة أو الزراعة من خلال العقود الشرعية، وان تكون أعمال البيع والشراء هي المقصودة أصالة والنقود والديون فد أتت تابعة<sup>(1)</sup>.

وقد ذهب أحد الباحثين إلى انه يمكن الأخذ بمبدأ التبعية إذا كانت النقود والديون غير مقصودة بذاتها، أما إذا كانت مقصودة بذاتها فيؤخذ بمبدأ الغالبية، على أن يؤخذ المعيار الذي يحقق مصلحة قيام بنية اقتصادية إسلامية قوية وما يكون فيه تحقيق مصلحة المجتمع والأفراد<sup>(2)</sup>.

ويبدو أن هذا الرأي هو الأرجح والأكثر مرونة وتوافقاً مع الأصول والقواعد والمقاصد الشرعية.

**الفرع الثاني: الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية والشروط الواجب توفرها في مصدرها.**

**أولاً: الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية.**

نظراً لاتساع تطبيق الصكوك عالمياً والإقبال العام عليها وما يثار حولها من ملاحظات وتساؤلات، قام المجلس الشرعي بهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بإعادة بحث موضوع إصدار الصكوك وتداولها في عدّة اجتماعات كان آخرها في مملكة البحرين بتاريخ 7 و8 صفر 1429 هـ الموافق 13 و14 فبراير 2008م. وبعد النظر فيما دار في هذه الاجتماعات والأوراق والبحوث التي قدمت فيها، فإنّ المجلس الشرعي - إذ يؤكّد على ما ورد بشأن الصكوك في المعايير الشرعية<sup>(3)</sup> - يوصي المؤسسات المالية الإسلامية وهيئات الرقابة الشرعية أن تلتزم بما يلي:

### 1- الضوابط الشرعية عند إصدار الصكوك<sup>(4)</sup>:

أ- يجب أن تمثل الصكوك القابلة للتداول ملكية حملة الصكوك بجميع حقوقها والتزاماتها في موجودات حقيقية من شأنها أن تتملك وتباع شرعاً وقانوناً، سواء أكانت أعياناً أم منافع أم خدمات وفقاً لما جاء في المعيار الشرعي رقم (17) بشأن صكوك الاستثمار، بند (2)، وبند 5-1-2، ويجب على مدير الصكوك إثبات نقل ملكية الموجودات في سجلاته، وألاً يبيّنها في موجوداته.

ب- لا يجوز أن تمثل الصكوك القابلة للتداول الإيرادات أو الديون إلاّ إذا باعت جهة تجارية أو مالية جميع موجوداتها أو محفظة لها ذمة مالية قائمة لديها، ودخلت الديون تابعة للأعيان والمنافع غير مقصودة في الأصل وفق الضوابط المذكورة في المعيار الشرعي رقم (21) بشأن الأوراق المالية.

هذا ويوصي المجلس الشرعي المؤسسات المالية الإسلامية أن تقلل في عملياتها من المدائيات، وتكثر من المشاركة الحقيقية المبنية على قسمة الأرباح والخسائر، وذلك لتحقيق مقاصد الشريعة.

(1) - القرة داغي، مرجع سابق، ص ص 100-102.

(2) - أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية، أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، رسالة ماجستير، الجامعة الأردنية، 2005، ص 87.

(3) - Sibghatullah Ahsan, *Sukuk and its Legal and Regulatory Framework In Pakistan*, 27th August 2008.

(4) - كمال توفيق حطاب، مرجع سابق، ص 21.

ج- لا يجوز لمدير الصكوك سواء أكان مضارباً أم شريكاً أم وكياً بالاستثمار أن يلتزم بأن يقدم على حملة الصكوك قرضاً عند نقص الربح الفعلي عن الربح المتوقع، ويجوز أن يكون احتياطي لتغطية حالة التقصير الإمكان، بشرط أن يكون ذلك منصوصاً عليه في نشرة الاكتتاب، ولا مانع من توزيع الربح المتوقع تحت الحساب وفقاً للمعيار الشرعي رقم (13) بشأن المضاربة بند 8/8، أو الحصول على تمويل مشروع على حساب حملة الصكوك<sup>(1)</sup>.

## 2- الضوابط الشرعية لتداول الصكوك<sup>(2)</sup>:

- أ- يجوز تداول الصكوك واستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط.
- ب- يجوز تداول الصكوك بأي طريقة متعارف عليها فيما لا يخالف الشرع، مثل القيد في السجلات أو الوسائل الإلكترونية أو المناولة إذا كانت لحاملها.
- ت- يجوز تداول صكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الموعود باستئجارها منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصكوك للموجودات وحتى نهاية أجلها.
- ث- لا يجوز تداول صكوك ملكية الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفي منها المنفعة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعينت جاز تداول الصكوك<sup>(3)</sup>.
- ج- يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفي من طرف معين قبل إعادة إجازة تلك الخدمات، فإذا أعيدت الإجازة كان الصك ممثلاً للأجرة.
- ح- لا يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفي من طرف موصوف في الذمة قبل تعيين الطرف الذي تستوفي منه الخدمة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعين الطرف جاز تداول الصكوك.
- خ- يجوز تداول صكوك الوكالة بالاستثمار بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع.
- د- يجوز تداول صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان حملة الصكوك مالكي الأرض.

غير أن هذه الضوابط والمعايير الشرعية لا زالت بحاجة إلى آليات الإنجاز والتطبيق على المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، وقبل ذلك لا بد أن تطرح على الجامع والمجالس العلمية الفقهية إلى أن تجدد اتفاقاً أو إجماعاً عليها، وعندها فإن الانحراف عن تطبيق هذه المعايير يعتبر خروجاً عن أسس الصيرفة الإسلامية والاقتصاد

(1) - صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص 22.

(2) - المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 319-320.

(3) - محمد عبد الغفار الشريف، الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك، دراسة مقدمة لمنظمة المؤتمر الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، ص 09.

الإسلامي.

ثانيا: الشروط الواجب توافرها في مصدري الصكوك الاستثمارية الإسلامية.

من بين الضوابط التي ينبغي أن يلتزم بها مصدرو الصكوك بحسبانهم أطرافا في العقود التي تصدر الصكوك على أساسها، وذلك بغض النظر عن أوضاعهم المختلفة (بائع ، شريك، مؤجر، وكيل، وسيط، سمسار) وهي<sup>(1)</sup>:

**الضابط الأول: الالتزام التام بأحكام الشرع المتعلقة بالعقود التي تصدر الصكوك على أساسها.**

فإذا كان من المتفق عليه أن كل الصكوك الإسلامية تصدر على أساس عقد من العقود المعتمدة، وكان من المتفق عليه أيضا أن لكل عقد من تلك العقود أحكاما خاصة به، فإن مقتضى ذلك أن يلتزم مصدرو الصكوك بتلك الأحكام التي تحكم تلك العقود التي تنتمي إليها الصكوك ، فعلى سبيل المثال من الأحكام المتعلقة بالمضاربة عدم ضمان المضارب رأس المال إلا إذا كان ثمة تعد أو تقصير، فهذا الحكم الخاص بالمضاربة ينبغي أن يكون حاضرا عند إصدار صكوك المضاربة، فلا يصح تجاوز هذا الحكم على مستوى الصكوك استنادا إلى عدم جواز تجاوزه على مستوى العقد نفسه، وعليه، فلا يجوز للمكتتبين تضمين مصدري صكوك المضاربة في حالة خسارة النشاط الاقتصادي الذي يدفع فيه بالصكوك للتمويل.

وينطبق هذا الأمر أيضا على صكوك الإجارة، ذلك أنه ينبغي الابتعاد عن الإضرار بالمستأجر أثناء عقد الإجارة، وعليه فمن المحظور شرعا أن يصدر المصدرون صكوك إجارة تتضمن إضرار مباشرة أو غير مباشرة بالمستأجر، كأن يتضمن الصك إطلافا الحرية للمكتتبين في إلغاء عقود الإجازات السابقة على ملكيتهم للأعيان المؤجرة التي تغدو بعد ملكا للمكتتبين.

إن مراعاة هذا الضابط من شأنه إبعاد الصكوك الإسلامية عن الوقوع في المخالفات الشرعية الصارخة التي تحول دون هذه الصكوك والقواعد الشرعية المقررة، فلئن كان الأصل مشروعية إصدار كافة الصكوك على أساس مختلف العقود الشرعية المعتمدة، فإن هذه المشروعية مشروطة بأن لا تتضمن الصكوك انتهاكا للأحكام الشرعية الثابتة لتلك العقود، وزيدة القول لا محظور شرعا في إصدارا مختلف أنواع الصكوك مادام ثمة التزام بالأحكام الشرعية التي تحكم عقود الصكوك.

(1) - قطب مصطفى سانو، في إصدار الصكوك والشروط الواجب توافرها في مصدريها: رؤية في منهجية صياغة الشروط، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الخامس عشر: أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006، صص 27، 30.



## الضابط الثاني: مراعاة مقاصد معتبرة في الأموال والأعمال.

وهي\* : الرواج، والوضوح، والحفظ، والثبات، والعدل، وبناء عليه فإن على مصدري الصكوك الإسلامية مراعاة مدى تحقق هذه المقاصد في الصكوك التي يصدرونها، فليس من الشرع في شيء إصدار صكوك لا يتحقق منها هذه المقاصد، كما ليس من الشرع التوسع في إصدار صكوك التي لا تحقق إلا قدرا يسيرا من هذه المقاصد، بل إنه من المحذور شرعا إصدار صكوك تحول دون تحقيق هذه المقاصد.

إن الالتزام بهذا الضابط من شأنه تحقيق التوازن فيما تشهده الساحة الإسلامية المعاصرة من توسع مبالغ فيه إصدار صكوك دون سواها، كما هو الحال في صكوك الإجارة، فعلى الرغم من مشروعية هذه الصكوك وخلوها في كثير من الأحيان من المخالفات الشرعية الواضحة، غير أنه من الحري تقريره أن هذه الصكوك تشهد حضورا طاغيا على حساب بقية الصكوك الإسلامية وخاصة صكوك المشاركة والمقارضة والسلم والاستصناع.

ففي حقيقة الأمر إن عقود المشاركة والمضاربة والسلم والاستصناع أكثر تحقيقا للمقاصد الخمسة من عقود الإجارة والمراجحة، الأمر الذي يجعل التوسع في التصكيك لتلك العقود أولى من سواها، ويصدق هذا الأمر على ما تقوم به اليوم البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية من توسع مفرط في الترويج لعقود المراجحة وبيع التسيط والآجال، مما دفع بكثير من الناس إلى الاعتقاد بأن المالية والمصرفية الإسلامية لا تختلف في كثير من الأحيان عن المالية والمصرفية التقليدية التي تتخذ الاقتراض والإقراض أساسا لوجودها وأعمالها.

## الضابط الثالث: النظر في مآلات الأفعال المعتبرة في العقود.

بمعنى مدى قدرة الصكوك المالية الإسلامية على تحقيق العدالة الاجتماعية والرفاهة الشاملة والتنمية المستدامة، ومن حيث قدرتها على القضاء على العوز والحاجة والفقر والفاقة في المجتمعات الإسلامية المعاصرة. إذا كان من المتفق عليه أن الاقتصاد الإسلامي عامة - والمالية الإسلامية خاصة - يهدفان لتحقيق الكرامة الإنسانية من خلال تمكين الإنسان من إشباع حاجته الأساسية عبر تشريع سلسلة من الأحكام والتدابير التي تمكنه من ذلك، فإن هذا البعد الإنساني في الاقتصاد الإسلامي والمالية الإسلامية لا تحقيق له ما لم يكن ثمة نظر حكيم في مآلات الاستثمار والتنمية بحيث يتم انتقاء تلك الأساليب والوسائل الاستثمارية التي تضيق الفجوة والهوة بين أفراد المجتمع، وتحقق التكامل والتكافل والتعاون والتساند والترابط بينهم.

إن مقتضى الالتزام بهذا الضابط تجاوز المالية الإسلامية النظر المجرد إلى العقود من زاوية كونها مشروعة أو غير مشروعة، وإنما يمتد النظر إلى مدى تمكن تلك العقود من تحقيق مقاصد الشرع في حالة تطبيقها في الواقع

\* يراد بالرواج دوران المال بين أيدي أكثر من يمكن من الناس بوجه حق، كما يراد به انتقال المال بأيدي عديدة في الأمة على وجه لا حرج فيه على مكتسبه، وذلك بالتجارة وبأعواض العملة التي تدفع لهم من أموال أصحاب المال، وأما وضوح المال، فيراد به إبعاد عن الضرر والتعرض للخصومات بقدر الإمكان ولذلك شرع الإشهاد والرهن في التداين، وأما حفظ المال، فيراد به صيانته من الضياع والتبذير والإسراف وضرورة بقائه بيد الأمة الإسلامية، وأما إثبات المال، فيراد به تفرره لأصحابه بوجه لا خطر فيه ولا منازعة، أما العدل فيها، فذلك بأن يكون حصوله بوجه غير ظالم، وذلك إما أن تحصل بعمل مكتسبه، وإما بعوض مع مالكة أو تبرع وإما بإرث، ومن مراعاة العدل حفظ المصالح العمة ودفع الأضرار، وذلك فيما يكون من الأموال تتعلق به حاجة طوائف من الأمة لإقامة حياتها، مثل الأموال التي هي غذاء وقوت.

المعاصر، مما يعني أنه إذا تبدى عدم مقدرة الأسلوب الاستثماري على تحقيق مقاصد الشرع منها على المستوى التطبيقي، فإنه ينبغي تجاوز تلك الأساليب والوسائل، والاكتفاء بالأساليب التي تحقق المقاصد السالف ذكرها. وعلى العموم، إن على مصدري الصكوك، الالتزام بهذا الضابط سعياً إلى تحقيق أكبر قدر ممكن من رواج المال وتداوله في المجتمع.

### الفرع الثالث: مخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية.

تتميز الصكوك الإسلامية عن السندات التقليدية ببعض المخاطر التي يجب على كل مصدر ISSUER ومستثمر INVESTOR أخذها في الحسبان والنظر إليها بجدية كاملة، لا كما ينظر البعض إلى الصكوك على أنها أداة دين لا فرق بينها وبين السندات، وأن الأصول المكونة والهياكل التعاقدية إنما هي من قبيل الجسر لنقل الأموال من المستثمرين إلى مصدري الصكوك<sup>(1)</sup>.

والحقيقة أن هذه النظرية تؤدي إلى العجز عن تقدير مخاطر الصكوك وبالتالي عدم تغطية هذه المخاطر بالوسائل المناسبة، وتتباين المخاطر التي تتعرض لها الصكوك وفقاً لهياكل الصك، فمخاطر صكوك المرابحة تختلف عن صكوك المشاركة وصكوك الاستصناع عن الإجارة والصكوك المركبة من عقود عن البسيطة القائمة على عقد واحد<sup>(2)</sup>.

كما تختلف هذه المخاطر باختلاف الأصول المكونة لهذه الصكوك بين الأصول الثابتة والمنقولة والمنافع والخدمات، إلا أنه يمكن إجمال هذه المخاطر في ما يلي<sup>(3)</sup>:

#### أولاً: مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية.

حيث أن الصكوك أداة مالية بنيت على أحكام الشريعة الإسلامية فإن مخالفتها لأحكام الشريعة الإسلامية في أي فترة من عمر الصك، تؤدي إلى أضرار تختلف باختلاف المخالفة ودرجة خطورتها، فمن بطلان للصك بالكلية إلى فساد بعض الشروط.

فمثلاً عندما تكون مكونات الصك ديون مرابحات وأصولاً مؤجرة فيجب ألا تزيد بنسبة الديون على 33% من مكونات الصك طوال عمر الصك حتى يجوز تداوله، وفي حال زيادة الديون على هذه النسبة فإن الصك لا يجوز تداوله، وبالتالي يصبح الصك ضعيف السيولة، أو أن يكون تملك أصول صكوك الإجارة تملكاً صورياً.

(1) - فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، ورقة عمل مقدمة لمنتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، اتحاد المصارف العربية، جويلية، 2008، ص 29.

(2) - Ali Arsalan Tariq, **Managing Financial Risks Of Sukuk Structures**, A issertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Masters of Science at Loughborough University, UK, September 2004.

(3) - صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص 17.

ولا شكَّ أنَّ هذه الصورية تبطل عقد التملك، وبالتالي فما بني على باطل فهو باطل، فيبطل الصك، فعلى سبيل المثال نجد أنَّ الكثير من المؤسسات الإسلامية تنقل ملكية بعض أصول عملائها على سبيل الرهن وليس على سبيل البيع الحقيقي.

فلو قامت هذه المؤسسات بتصكيك هذه الأصول على صيغة صكوك إجازة أو مشاركة أو غيرها من صور التصكيك الممكنة، فإنَّ هذه الصكوك باطلة لأنَّ المؤسسة باعت على حملة الصكوك ما لا تملك، وهو من البيوع المنهي عنها في الشريعة الإسلامية.

والصور المخالفة للشريعة الإسلامية كثيرة، ولا يمكن حصرها في هذا المقال، فكل هيكل من هياكل الصكوك ضوابطه الشرعية التي تعتبر مخالفتها من المخاطر التي يجب دراسة إمكانية وقوعها وكيفية الحد منها وطرق معالجتها.

#### ثانياً: المخاطر التشغيلية.

حيث أنَّ هياكل الصكوك الإسلامية التي يجوز تداولها يجب أن تكون قائمة من أصول، وأنَّ العائد على هذه الصكوك ناتج عن هذه الأصول، فإنَّ المخاطر التشغيلية لهذه الأصول يجب أن تدرس بعناية، فمثلاً نعلم أنَّ العائد الإيجاري في صكوك الإجازة هو عائد الصك، فلو تعطلت منافع العين المؤجَّرة المكونة لصك الإجازة فلا يجب على المستأجر دفع الأجرة، وبالتالي لن يدر للصك عائد.

ومن هنا يتبين لنا أنَّ صكوك الإجازة القائمة على العقار أقل تعرضاً لمخاطر فقدان العائد بسبب تعطل المنفعة من الصكوك القائمة على المركبات أو المصانع أو الطائرات أو البواخر.

كما أنَّ المخاطر المحتملة الناتجة عن تملك هذه الأصول يتحملها جملة الصكوك مثل الأضرار البيئية الناتجة عن المصانع أو البواخر وغيرها من المخاطر التي تتعلق بكل أصل على حدة.

#### ثالثاً: المخاطر القانونية.

نظراً لأنَّ الكثير من النظم والتشريعات في كثير من الدول هي أنظمة وضعية (أي من صنع البشر)، مما يجعلها في الكثير من موادها تخالف أحكام الشريعة الإسلامية، فقد يحدث تعارض بين هذه الأنظمة وإحكام الشريعة الإسلامية، كما أنه يتم إهمال تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية عن التحاكم.

من هنا يتبين لنا أهمية الأخذ بعين الاعتبار اختلاف الصكوك عن سندات الدين التقليدية، وأنَّ هذا الاختلاف ينتج عنه مخاطر يجب دراستها وقياسها بطريقة علمية دقيقة، ومن ثمَّ السعي لتغطية هذه المخاطر بالوسائل المناسبة التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية.

بالإضافة إلى ذلك قد تختلف المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية تبعاً لنوعها كما يتضح ممَّا يلي:

#### رابعاً: مخاطر صكوك توريق الذمم المقبولة شرعاً.

فيما يتعلق بصكوك توريق الذمم المدينة المقبولة شرعاً، يواجه المستثمرون في هذه الصكوك خطرين

أساسيين هما:

1. خطر التأخر في الوفاء Slow Pay Risk: فإذا توقع المستثمرون (حملة الصكوك) أن عوائد الصكوك التي توزع عليهم ستتأخر عدّة أشهر بسبب رغبة المدين في تأخير الوفاء، فإنهم سيصابون بخيبة أمل لن تؤثر فقط في التنبؤ بقدرة الأصول على الوفاء، وإنما سينعكس ذلك سلباً على الثقة في نفقات التوريق برمتها.
2. خطر العجز عن الوفاء No Pay Risk: هذا الخطر يعتمد وقوعه على الجدارة الائتمانية للمدين، حيث يعجز المدين عن الوفاء بسبب التعثر المالي أو الإفلاس، ممّا يبرز أهمية ودور وكالات التصنيف العالمية في درء هذا الخطر، من خلال درجة التصنيف الائتماني التي تحصل عليه المؤسسة البائدة للتوريق (المصدر)، والتي تساعد المستثمرين على توقع هذا الخطر قبل اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية المصدرة، بالإضافة إلى وجود ضمانات كافية مقابل تلك الأوراق لتعزيز ثقة المستثمرين بها في أسواق رأس المال.

#### خامساً: مخاطر صكوك توريق الموجودات العينية.

أمّا بالنسبة لصكوك توريق الموجودات العينية فإن الخطر يكون في حال توقع المستثمرين عدم قدرة هذه الأصول على تحقيق تدفقات نقدية كافية لتوزيع العوائد المالية المتوقعة على حملة الصكوك، ويمكن درء هذا الخطر عن طريق إجراء دراسات وافية على الأصول القابلة للتوريق، وتقدير تدفقاتها النقدية بدقة مع إجراء تحليل للمحاسبة Sensitivity Analysis عليها بهدف اكتشاف مكامن الخطر ووضع التدابير اللازمة لدرء المخاطر، بما في ذلك التأمين على تلك الأصول.

#### المطلب الرابع: تطور حجم الصكوك الإسلامية ودور التصكيك الإسلامي في تطوير سوق رأس المال الإسلامي وأثره على كفاءته.

يعنى هذا المطلب بدراسة تطور حجم الصكوك الإسلامية علمياً وخليجياً، ثم معرفة دور التصكيك الإسلامي في تطوير سوق رأس المال الإسلامي وأثره على كفاءته.

##### الفرع الأول: تطور حجم الصكوك الإسلامية<sup>(1)</sup>:

فيما يلي بيان تطور حجم الصكوك الإسلامية عالمياً وخليجياً:

##### أولاً. تطور حجم الصكوك الإسلامية عالمياً.

برزت الصكوك الإسلامية كواحدة من أهم الأدوات الاستثمارية الإسلامية الآن، وقد قدر خبراء<sup>(2)</sup> الاقتصاد الإسلامي أن تصل حجم إصدارات الصكوك الإسلامية نحو ثلاثة تريليونات دولار بحلول عام 2015م، وأنه خلال الأعوام من 2005-2008 بلغ إصدار الصكوك الإسلامية نحو 40 مليار دولار من قبل مؤسسات مالية إسلامية في الشرق الأوسط وآسيا، بالإضافة إلى بعض المؤسسات المالية غير الإسلامية مثل البنك الدولي، وقد توقعت مؤسسات مالية عالمية مثل S&P أن يبلغ حجم إصدار الصكوك 100 بليون دولار في عام 2011

(1)- المرجع السابق، ص25.

(2)- دراسة نشرت على موقع البنك الدولي.

في منطقة الخليج العربي وآسيا تحديداً ماليزيا<sup>1</sup>، وفيما يلي تطور حجم الصكوك الإسلامية عالمياً خلال الفترة من 2000 إلى 2007م.

جدول رقم (8): حجم الصكوك الإسلامية عالمياً خلال الفترة من 2000 إلى 2008م.

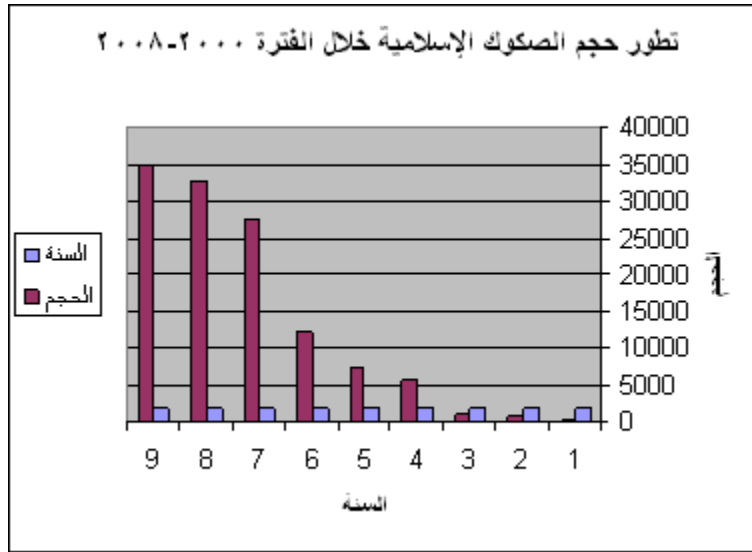
(القيمة بالمليون دولار)

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
الحجم	336	780	980	5717	7211	13065	27464	32650	*35000
النمو %	-	132	26	483	26	67	128	19	7

Source: Ibrahim Mardam-Bey, Sukuk: An Emerging Asset Class, November, 2007

ويوضح الجدول السابق معدل نمو الصكوك الإسلامية خلال الفترة من 2000 حتى 2008م، حيث كان الحجم الإجمالي للصكوك 336 مليون دولار عام 2000م، ارتفع على حوالي 35000 مليون دولار عام 2008م، وأن النمو الذي يتحقق عام 2003م كان الأكبر بنسبة 483% يليه عام 2006م بمعدل 128%. وفيما يلي شكل بياني يوضح هذا التطور.

شكل رقم (13): تطور حجم الإصدارات في سوق الصكوك خلال الفترة 2000-2008



أما توزيع<sup>(2)</sup> الصكوك الإسلامية عام 2007م فيأتي كما يلي:

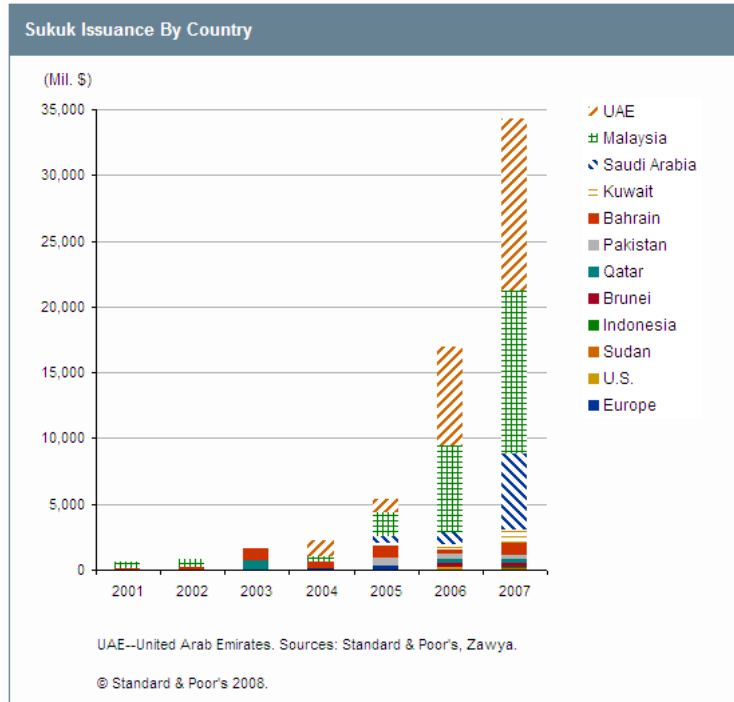
- من حيث العدد: ارتفع عدد الصكوك من 109 عام 2006م إلى 119 عام 2007م.
- من حيث القطاعات: إن الحصة الأكبر من الصكوك في قطاع الخدمات المالية بنسبة 31% تليها العقارات بنسبة 53% ثم الطاقة والخدمات بنسبة 13%.

(1) - فؤاد محسن محسن، نحو نموذج تطبيقي إسلامي لتوريق الموجودات. رسالة دكتوراه غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية والمالية، الأردن، 2008.

(2) تقرير وكالة موديز انفستر سيرفس العالمية للتقييم الائتماني.

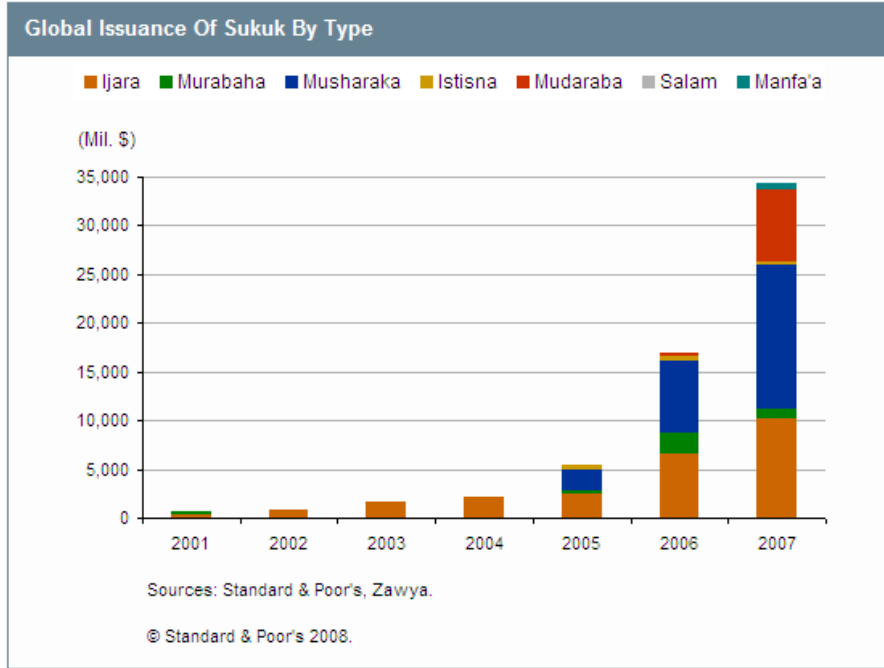
- من حيث الأنواع: جاءت صكوك الإجارة في المقدمة لعدد الصفقات المصدرة، حيث بلغ العدد 54 إصدار، بالمقارنة بصكوك المشاركة التي بلغ عددها 33 إصدار، وجاءت صكوك المشاركة في المرتبة الأولى من حيث حجم الإصدار حيث بلغ 13.9 مليار دولار، تليها صكوك الإجارة بقيمة 10.13 مليار دولار.
- من حيث الدول: أظهرت باكستان أسرع نمو لسوق الصكوك، حيث بلغ عدد إصدار الصكوك 30 عام 2007، بينما كان عدد إصداراتها من الصكوك لعام 2006م لا يتعدى 4 فقط، أما جنوب شرق آسيا فقد سجل انخفاض في الإصدار عام 2007م ناجم عن انخفاض إصدار الشركات الماليزية، وعلى الرغم من ذلك فتعتبر ماليزيا أكبر سوق صكوك إسلامي، تم فيه إصدار ثلاثة أرباع الصكوك الإسلامية العالمية.

#### شكل رقم (14): الدول المشاركة في صناعة الصكوك الإسلامية.



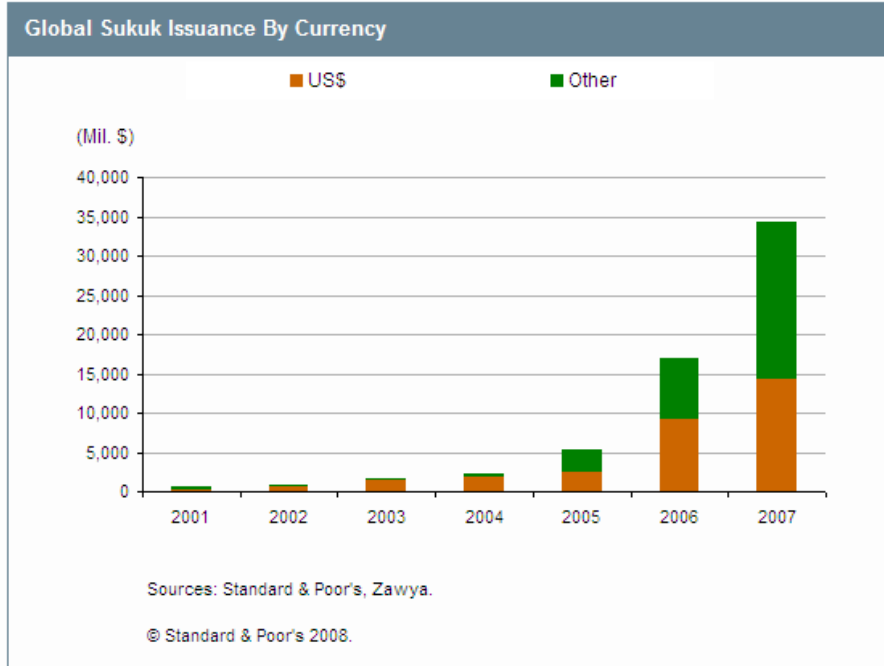
وعلى الرغم من تنوع المنتجات الإسلامية وقابلية معظمها بتوريقها إلا إن عملية الإصدار ظلت ومازالت رهين المنتجين الإجارة والمشاركة لأسباب متعددة، أبرزها انخفاض التكلفة المالية والإدارية ومستوى المخاطرة ضمن الحدود المقبولة.

شكل رقم (15): العلاقة ما بين المنتجات الإسلامية وحجم الإصدار.



لقد سيطر الدولار الأمريكي على سوق الصكوك باعتبارها العملة الرئيسية للإصدار على الرغم من إسلامية وعروبة الدول المصدرة، والسبب في ذلك هو الرغبة في تدويل تلك الصكوك، ومع تأثر العملة الأمريكية بالأزمة العالمية بدأت الدول المصدرة للصكوك باعتماد عملتها أو عملة اليورو بدلا من الدولار.

شكل رقم(16): نوع العملة مقابل الصكوك المصدرة.



ثانياً: تطور حجم الصكوك الإسلامية\* على مستوى دول مجلس التعاون الخليجي:

أكد تقرير وكالة موديز انفستر العالمية للتقييم الائتماني أنّ عدد الإصدارات عام 2007م بلغ 50 إصدار كان لمملكة البحرين النصيب الأكبر، فقد حققت 28 إصدار تليها دولة الإمارات 12 إصدار، ثمّ المملكة العربية السعودية 5 إصدارات، ودولة الكويت 4 إصدارات ودولة قطر إصدار واحد. وقد بلغ إجمالي حجم الإصدار عام 2007م 19 مليار دولار، استحوذت دولة الإمارات على النسبة الأكبر منها، حيث بلغت النسبة 58% من إجمالي الصادرات، تليها المملكة العربية السعودية بنسبة 30% ثمّ البحرين بنسبة 6% والكويت 4%، وأخيراً قطر بنسبة 2%. وفيما يلي أبرز الإصدارات في عام 2009<sup>(1)</sup>:

- اندونيسيا: إعادة طرح صكوك بقيمة 6 مليون دولار في أبريل 2009.
- مملكة البحرين: إصدار صكوك بقيمة 750 مليون دولار في ماي 2009.
- المملكة العربية السعودية من خلال شركة الكهرباء السعودية: طرح صكوك بقيمة 1.9 مليار دولار في جويلية 2009، ويعد هذا الإصدار هو الإصدار العام الأول للصكوك في المملكة خلال هذا العام، وتتميز الصكوك المصدرة بأنها أول صكوك تدرج في نظام تداول الصكوك والسندات الجديد، وقد قامت وكالة فيتش للتصنيف الائتماني بتصنيف هذه الصكوك كما هو متوقع بدرجة AA- على مستوى تصنيفها نفسه للشركة.
- الإمارات العربية المتحدة: أصدرت إمارة رأس الخيمة برنامج سندات إسلامية الثانية (صكوك) بقيمة ملياري دولار في أحدث إصدار لسندات بضمنان حكومي في منطقة الخليج العربية في جويلية 2009 (صكوك سيادية)، كما أصدرت إمارة الشارقة صكوك المضاربة والقروض الإسلامية بواسطة الشركة الإسلامية للاستثمار الخليجي، كما فاز بنك دبي الإسلامي بتفويض من دائرة الطيران المدني في دبي لإصدار صكوك إحارة إسلامية عالمية بقيمة مليارين و257 مليون درهم (750 مليون دولار تقريباً)، لتمويل أعمال المرحلة الثانية من مشروع توسعة وتطوير مطار دبي الدولي، سيناط بالبنك مسألة إدارة وترتيب إصدار هذه الصكوك<sup>(2)</sup>.

\* تلجأ الآن كثيراً من الدول والهيئات والمؤسسات غير الإسلامية أيضاً إلى إصدار الصكوك التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية منها المملكة المتحدة وألمانيا والولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا واليابان وتايوان، وقد تزايد ذلك بعد الأزمة المالية العالمية الحالية.

(1)- ناصر الاحم، صناعة السندات الإسلامية (الصكوك) ما بين 2001-2009 www.kantakji.com - ، تاريخ الاطلاع: 2010/08/03

(2)- نادية أمين محمد علي، صكوك الاستثمار الشرعية-خصائصها وأنواعها-، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية-معالم الواقع وآفاق المستقبل-، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، 2005، ص1001.



الفرع الثاني: دور التصكيك الإسلامي في تطوير سوق رأس المال الإسلامي وأثره على كفاءته.

أولاً: دور التصكيك الإسلامي في تطوير سوق رأس المال الإسلامي.

1- دور التصكيك الإسلامي في إضافة أدوات مالية إسلامية: تشكل الأدوات المالية الإسلامية إضافة لسوق رأس المال الإسلامي وذلك من خلال:

أ- إدراج أسهم البنوك الإسلامية ودخولها وعملائها كمتعاملين في السوق الثانوية<sup>(1)</sup>:

من أهم التحديات التي تواجهها البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية هو عدم وجود أسواق مالية إسلامية ثانوية تستوعب سيولتها الفائضة، وتمدها بالسيولة عند الحاجة وتمول مشاريعها، هذه البنوك سوف تجد ضالتها في الأسواق المالية الإسلامية - إن وجدت - أو في الأسواق المالية العربية في حال تم تطويرها شرعياً وفيما وإجرائياً فتحصل عملية تغذية متبادلة بين البنوك الإسلامية والأسواق الثانوية في حركة متبادلة تمثل درجة عالية من درجات التنشيط والتحريك.

ثم أن التنامي المتسارع للبنوك الإسلامية والمؤسسات المالية الإسلامية يتيح إضافة أسهم هذه المؤسسات وإدراجها في الأسواق الثانوية، مما سيحقق إضافة كمية تعمل على تفعيل أنشطة سوق رأس المال الإسلامي.

حيث يمكن أن تشكل أسهم البنوك الإسلامية إضافة كمية لسوق رأس المال الإسلامي وذلك للحجم الكبير الذي يشكله رأس مال هذه البنوك وهو حجم أخذ بالتزايد يوماً بعد يوم، ولكن هناك من يرى بأن أسهم البنوك الإسلامية غير قابلة للتداول لاشتمالها في الغالب على النقود والديون والتي تشكل (65%) من استثمارات هذه البنوك.

لكن يمكن تجاوز هذه المشكلة من خلال تنويع استثماراتها بين الأنشطة الإنتاجية المختلفة، وهذا أمر تتيحه الصكوك الإسلامية، وهذا يتطلب من البنوك الإسلامية الانفكاك من فلك الخدمات المصرفية البحتة وتوجهها إلى البنوك الشاملة، بحيث تجمع بين الوظائف التقليدية للبنوك والأنشطة الاستثمارية التي تلائم بشكل كبير طبيعة عمل هذه البنوك القائمة على المشاركة في الربح والخسارة ومن الأنشطة التي يمكن للبنوك الإسلامية تقديمها<sup>(2)</sup>:

● المساهمة المباشرة في الشركات الجديدة بمختلف أنواعها، والإسهام في إدارتها وتوجيه نشاطها ثم إعادة طرح هذه الأسهم للتداول.

● التوسع في نشاط أمناء الاستثمار بدءاً من مرحلة إعداد دراسات الجدوى، وإنشاء الشركات والترويج لها إلى مرحلة التأسيس وإصدار الأسهم، هذا مع إمكانية القيام بوضع النظم المحاسبية المناسبة لطبيعة نشاط

(1)- القاضي محمود، دور المصارف الإسلامية في دعم وتطوير أسواق رأس المال. لبنان: اتحاد المصارف العربية، 2005، صص 140-144.

(2)- زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في تخصص الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن، 1429هـ-2008م، صص 188-189.

- كل شركة، وتولي الأعمال المالية لحين اكتمال هيكلها المالي والإداري، وتقديم كافة الخدمات اللازمة لإيجاد المستثمر الفعال والقادر على استمرار في مختلف الأسواق بفعالية.
- القيام بضمان الاكتتاب وتغطيته وإدارته والترويج للأوراق المالية بحيث تتولى البنوك وظيفة صانع الأسواق.
  - إيجاد ودعم الشركات التي تعمل في مجال الأوراق المالية أو تساند أسواقها لإعطائها قوة الدفع المطلوبة نظرا لحدثة هذا النشاط في سوق رأس المال.
  - فإذا ما حصل هذا التنوع في طبيعة الأنشطة التي تقدمها هذه البنوك فإنه من المتوقع أن تشكل هذه الأنشطة نسبة عالية من الاستثمارات، وبالتالي ستكون المراجحات جزءا من مجموع أصول يمتلكها البنك وبالتالي تكون أسهم هذه البنوك التي تقدر بالملايين قابلة للتداول في الأسواق الثانوية مما يعمل على تنشيط هذه الأسواق.
- ب- إدراج الأدوات المالية الإسلامية: استطاعت الهندسة المالية الإسلامية -من خلال التصكيك الإسلامي- أن تقدم أدوات مالية إسلامية مبتكرة قائمة على أساس التمويل الإسلامي مما شكل إضافة نوعية مختلفة عما هو مطروح في الأسواق المالية التقليدية.
- أما في مجال الإضافة الكمية الناتجة عن إدراج الصكوك المالية الإسلامية في دراسة حديثة أعدتها مؤخرا كبريات مراكز الاستشارات ودور البحث لواقع إصدار الأدوات الاستثمارية طويلة الأجل - التي تزيد عن سنة واحدة - في كل من آسيا ودول الخليج العربي وشملت أحجام الإصدار والجهات المصدرة ودول الإصدار والبنوك المصدرة ومعلومات أخرى هامة ، سيتم توضيح أهم ما جاء فيها علما بأنها غطت فترة سنة واحدة من نوفمبر 2009 وحتى نوفمبر 2010 كالتالي<sup>(1)</sup>:
- من حيث حجم دول الإصدار: بلغت حجم الإصدارات للفترة من 2009/11/19 وحتى 2010/11/19 ما قيمته 13.791 مليار دولار أمريكي وبإصدارات بلغ عددها 83 إصدارا حيث تصدرت ماليزيا المرتبة الأولى بقيمة 8.788 مليار دولار وبإصدارات بلغ عددها 67 إصدارا وبنسبة بلغت 63.7% من إجمالي حجم الإصدارات الصكوك الإسلامية في دول آسيا والخليج العربي ، تبعثها ثانيا المملكة العربية السعودية بحجم 3.005 مليار دولار وبإصدارات عددها 4 وبنسبة 21.8% وجاءت في المرتبة الثالثة الإمارات العربية المتحدة بحجم إصدار 903 مليون دولار وبإصدارين وبنسبة مساهمة بلغت 6.6%، فيما جاءت قطر رابعا (771 مليون دولار) وبإصدارين وبنسبة مساهمة 5.6% ثم

(1) - نافذ المرش، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، واقع إصدارات الأدوات الاستثمارية طويلة الأجل (الصكوك الإسلامية) للفترة من 2009/11/19 وحتى 2010/11/19 من حيث أحجام وأعداد الإصدارات والجهات المصدرة ودول الإصدار والبنوك المصدرة في آسيا ودول الخليج العربي -دراسة إحصائية -تاريخ الاطلاع 2011-07-01:

اندونيسيا خامسا بحجم إصدار بلغ 122 مليون دولار و4 إصدارات ونسبة مساهمة 0.9% من إجمالي حجم الإصدارات، وجاءت الكويت وسنغافورة وهونغ كونغ بعد ذلك تباعا.

● إصدارات الصكوك من حيث مدير الإصدار / المجموعة : احتلت مجموعة CIMB المرتبة الأولى بقيمة 3.364 مليار دولار ( 43 إصدار ) ونسبة مساهمة بلغت 24.4%، وجاء بنك HSBC ثانيا بقيمة 2.448 مليار دولار ( 14 إصدار ) ونسبة 17.8%، واحتل بنك Maybank investment bank المرتبة الثالثة بحجم إصدار 1.154 مليار دولار ( 16 إصدار ) ونسبة 8.4%، وجاء رابعا Am Investment bank بحجم إصدار 1.026 ( 12 إصدار ) ونسبة 7.4%، وأخيرا مجموعة سامبا السعودية بحجم 933 مليون دولار وبإصدار واحد ونسبة مساهمة 6.8% من إجمالي حجم إصدارات الصكوك الإسلامية في الخليج العربي وآسيا.

● إصدارات الصكوك من حيث الجهة المصدرة: على مستوى جهات الإصدار في دول آسيا والخليج العربي، فقد تصدرت الكهرباء السعودية الوضع بحجم إصدار 1.866 مليار دولار، ثم Danga Capital الماليزية 1.700 مليار دولار بصيغة صكوك المشاركة، ثم Celcom Transmission الماليزية بحجم إصدار 1.329 مليار دولار، و Cagamas الماليزية بمبلغ 1.3 مليار دولار وأخيرا Malaysia Sukuk Global 1 بصيغة صكوك إجارة وبمبلغ 1.250 مليار دولار، ويلاحظ سيطرة شبه مطلقة للشركات الماليزية على الإصدارات حيث تملك الشركات الماليزية التاسعة إصدارات من أصل 15 الأولى، فيما تملك الشركات السعودية 4 من أصل 15 هي صكوك الكهرباء السعودية والبنك الإسلامي للتنمية وصكوك دار الأركان الدولية وصكوك البنك السعودي الهولندي بالترتيب، واحتلت قطر المرتبة 6 بإصدار واحد لبنك قطر الإسلامي بصيغة المشاركة والمراجعة وبحجم إصدار (750 مليون دولار)، كما احتلت الإمارات العربية المتحدة المرتبة السابعة لصكوك بنك أبو ظبي الإسلامي وبصيغة المشاركة (750 مليون دولار) .

## 2- دور التصكيك الإسلامي في إضافة مؤسسات مالية جديدة:

إن من المعوقات التي تقف أمام أسواق رأس المال دون تحقيق الأهداف المرجوة منها، هو تزايد الاهتمام بالأسواق الثانوية على حساب الأسواق المالية الأولية، وما يستتبع ذلك من عدم الاهتمام باستكشاف الفرص الاستثمارية الجديدة وبلورتها في شكل مشروعات محددة مدروسة الجدوى، وضعف الاهتمام بإيجاد المؤسسات متعهدة الإصدارات الجديدة، والاحتكام إلى معيار حجم التداول لبيان مدى نجاح سوق رأس المال، لذلك يتعين الاهتمام بالأسواق المالية الأولية نتيجة الحاجة الماسة خاصة في الدول العربية لإنشاء العديد من الشركات المنتجة، وإدارة عمليات الاكتتاب فيها، والتعهد بتغطية إصداراتها، وجذب مدخرات الأفراد والمؤسسات وتوجيهها نحو

المشروعات الجديدة، ويعتبر ذلك المعيار الأساسي للحكم على نجاح السوق المالية لأن فيه زيادة للقاعدة الإنتاجية وإيجاد فرص عمل، ومن ثم إثراء للسوق الثانوية<sup>(1)</sup>.

وحتى تتمكن من تطوير السوق الأولية فلا بد من وجود مؤسسات مالية تتخصص الواحدة منها بأدوار تعد ضرورة لتطوير السوق الأولية ومن هذه المؤسسات<sup>(2)</sup>:

أ- موجد العملية: حيث يتركز دور المؤسسة أو الجهاز الذي يناط به هذا الدور في البحث عن الفرص الاستثمارية المتاحة، وإعداد دراسات الجدوى ومن ثم عرضها على الممولين في شكل إصدار أو صندوق وذلك مقابل عمولة موجد العملية.

ب- المنشأة ذات الغرض الخاص: وهي الجهة التي تتولى مرحلة ما قبل إصدار الصكوك ومرحلة الإصدار والإدارة لهذا المشروع طوال فترة حياة المشروع، وقد تأخذ هذه المؤسسة صفة المضارب أو المدير بالوكالة.

ج- متعهد إعادة الاكتتاب: وهي المؤسسة التي تتعهد بتغطية الإصدارات التي لم تغط (أي التي لم يتم الاكتتاب بها)، وذلك لطرحها لاحقاً للتداول.

د- متعهد إعادة الشراء: وهو عبارة عن البنك أو المؤسسة التي تتعهد بإعادة شراء الورقة المالية من حائزها بموجب الأسعار المعلنة.

هـ- وكيل الدفع: وهو الجهة التي تقوم بالوفاء بالالتزامات التي حان أجلها، والتي تتمثل في تصفية الإصدار، أو توزيع أرباح دورية وذلك مقابل عمولة متفق عليها.

و- الأمين: وهو يمثل حملة الصكوك باعتبارهم أصحاب رأس المال في مواجهة المضارب (SPV)، وذلك للنيابة عنهم، وإدارة شؤونهم، والحفاظة على حقوقهم المتعلقة بالصكوك التي ساهموا بها.

إلى جانب ذلك لابد من وجود هيكل تشريعي وتنظيمي مناسب بحيث يسمح بإصدار مثل هذه الأدوات وإيجاد مؤسسات مالية متعددة ذات وظائف متخصصة، بما يدعم الثقة في هذه الأسواق ويمكنها من المساهمة في التنمية الاقتصادية.

ثانياً: أثر التصكيك الإسلامي على كفاءة سوق رأس المال الإسلامي<sup>(3)</sup>:

حتى يتمكن سوق رأس المال من أداء وظائفه المنوطة إليه، لابد من أن يكون على درجة عالية من الكفاءة، ويشار إلى السوق بأنها كفؤة إذا كانت قادرة على تخصيص الموارد المالية بشكل كفؤ، ويشمل مفهوم كفاءة السوق المالية كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

(1)- أحمد محي الدين أحمد، الأدوات الاستثمارية الإسلامية ودورها في تنشيط التداول بالبورصات العربية. لبنان: اتحاد المصارف العربية، ص 14.

(2)- زاهرة علي محمد بني عامر، مرجع سابق، ص 192.

(3)- المرجع السابق، ص 194.

ويقصد بكفاءة التسعير Pricing Efficiency: أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة، بحيث تعكس أسعار الأسهم كافة المعلومات المتاحة، كما يجب أن تكون هذه المعلومات بنفس الوقت وبتكلفة متدنية.

أما كفاءة التشغيل Operational Efficiency: فيقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب على الأدوات المالية دون أن يتكبد المتعاملون فيها تكلفة عالية للسمسة.

فيما يتعلق بكفاءة التسعير فيمكن أن تضمنها التشريعات المتعلقة بالإفصاح، كما يضمنها استخدام وسائل اتصال حديثة تضمن الحصول على المعلومات بشكل مستمر وسريع، وتضمن اتصال العملاء بوكلائهم وبالسوق وأجهزته المختلفة، أما كفاءة التشغيل فتقتضي توافر كفاءة تسعيرية للأصول المالية المختلفة مما يعمل على تحقيق توازن بين العرض والطلب عليها بالمقابل تعتمد الكفاءة التسعيرية على الكفاءة التشغيلية فلا تتحقق الأولى في ظل أسعار مرتفعة للوساطة المالية مما يؤدي بالنهاية إلى تخصيص غير كفؤ للمواد المالية.

إن التركيز ينصب على الأسواق الثانوية التي تضطلع بدور كبير في تسييل الأصول المختلفة وإضفاء صفة النشاط على تعاملات الأسواق المالية، إلا أن حقيقة وظيفة السوق الثانوية لا تعدو عن كونها وسيلة لتغيير طبيعة الاستثمارات من شكل إلى آخر، في حين ينبغي الاهتمام بالسوق الأولية التي تربط الأسواق المالية باحتياجات الاقتصاد الوطني وإمداد المشروعات المختلفة بالموارد المالية.

لذلك يجب الالتفاف إلى الأسواق الأولية ومدى مساهمتها في تحقيق التنمية الاقتصادية ويمكن معرفة ذلك من خلال عدة مؤشرات من أهمها:

1. الأهمية النسبية للإصدارات الأولية في أسواق رأس المال إلى الناتج القومي، فزيادة هذه النسبة تشير

إلى أن الأسواق المالية تساهم في تحريك الموارد المالية وتفعيلها.

2. الأهمية النسبية للإصدارات الأولية في التكوين الرأسمالي الإجمالي، فإذا ما تم تمويل جزء من التكوين

الرأسمالي عن طريق الإصدارات المختلفة من الأدوات المالية فإن ذلك يدل على الدور الفعال الذي

تلعبه الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية.

ويمكن للأدوات المالية الإسلامية أن تشكل قنوات جيدة لتعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو مشاريع

استثمارية إنتاجية تساهم في تحقيق تنمية اقتصادية شاملة، خصوصا إذا ما علمنا أن إصدارات الصكوك الإسلامية لا بد وأن ترتبط بمشاريع وأصول حقيقية.

وعلى مستوى الأسواق الثانوية فمن المتوقع أن تقوم بدورها بشكل أفضل في سوق رأس المال الإسلامي،

وذلك لانتفاء الغش والغرر والغبن والمضاربات الهدامة التي تعصف بأسواق رأس المال التقليدية التي تؤثر سلبا على

تخصيص الموارد، ذلك أن المضارب يعني بالقيمة السوقية للأسهم والسندات في الأجل القصير والتي يدخل في

تقديرها عوامل ليس لها علاقة بالمرود المتوقع، مما يؤدي إلى توجيه الموارد باتجاه أنشطة يتوقع لها الربح السريع،

وذلك يؤثر على عملية تحديد الأسعار العادلة، ويخل بالتوازن الحقيقي لمستويات الأسعار وزعزعة استقرار النشاط الاقتصادي، مما سيكون لها الأثر السيئ على كفاءة أسواق رأس المال التقليدية، وحجبها على أداء دورها التنموي. كما أن معيار حجم التداول الذي يتخذ كمعيار أساسي لتقدير مدى كفاءة أسواق رأس المال التقليدية لن يعبر عن أفضلية لهذا المعيار في ظل سوق رأس المال الإسلامي حيث يكون المعيار الأساسي هو اتجاهات التعامل ومدى مناسبتها للأولويات والأنشطة التنموية<sup>(1)</sup>.

لذلك فإن كفاءة سوق رأس المال الإسلامي ترتبط بمدى قدرتها على تحريك الموارد المالية وتوجيهها إلى أنشطة استثمارية حقيقية، من هنا يمكن القول أن سوق رأس المال الإسلامي سوق تقل فيها المضاربات، وتهتم بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ، ومعيار كفاءتها هو انضباطها لأحكام المعاملات المالية الإسلامية وقدرتها على تمويل المشاريع التنموية.

(1) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص 509.

## خلاصة الفصل الثاني:

شركة المساهمة جائزة شرعا، لأنه يتحقق فيها معنى الشركة فالشركاء يقدمون أسهمهم حصصا في رأس المال فيشتركون في رأس المال ويقتسمون الأرباح ويتحملون الخسائر ويكونون شركاء فيها، إذ يقوم مجلس الإدارة بعمل المضارب وهذا الجواز مقيد بمدى مشروعية نشاط الشركة وإتباعها طريق الكسب الحلال الطيب، أما ما استجد من شروط لم يسبق وجودها في الشركة التي نظمها الفقه الإسلامي فضابطها إنها تجوز إن لم تحل محرما أو تحرم حلالا.

تباينت أنواع الأسهم بين الجواز وعدمه، فمنها ما اتفق في جوازها ومنها ما هو على خلاف، أما تداول الأسهم باعتبار نوع نشاط الشركة المساهمة فقد تم تقسيمها إلى أسهم الشركات القائمة على أنشطة محرمة والمتفق على حرمة إنشائها أو المساهمة فيها، وإلى أسهم الشركات القائمة على أنشطة مباحة وهي ما اتفق على جواز المساهمة فيها وتداول أسهمها، وإلى أسهم الشركات ذات الأنشطة المختلطة أي المشروعة من حيث الأصل لكنها تتعامل في بعض معاملاتها بالأنشطة المحرمة أو تقترض أو تودع بالفوائد، وهي التي انقسم العلماء المعاصرون في حكم المساهمة فيها إلى رأيين الجواز والتحریم ولكل منهما حججه.

يتفق العلماء على أن السندات الربوية هي شهادات بديون على الجهة المصدرة حول السندات حيث كلها تجر نفعا (فائدة) للمقرض، والإقراض والاقتراض بفائدة محرم شرعا لأنه من الربا وهو أحد الموبقات، وهذا ما اتفق عليه علماء العصر وأفتوا به، كما اتفقت على تحريمها الجماعات الفقهية التابعة لرابطة العالم الإسلامي، ومنظمة المؤتمر الإسلامي، وهيئات الرقابة الشرعية في البنوك الإسلامية، بل يمكن القول بثقة أنه حكم مجمع عليه من قبل العلماء المسلمين.

إن مصطلح الصك كبديل للسند الربوي يصدق في المنظور الإسلامي على كل وثيقة تمثل حصة شائعة في رأسمال نقدي أو رأسمال عيني لنشاط استثماري مشروع يستحق مالها ربحا وأجرا (ربعا أو عائدا) مقابل إسهامها في العملية الاستثمارية (الإنتاجية)، وتتحدد طبيعة العائد من الصك بتحديد طبيعة رأس المال الذي يمثله الصك، ونوعية المساهمة التي تناط به، فإذا كان الصك وثيقة لحصة شائعة في رأسمال نقدي هادف إلى تمويل نشاط تجاري (مشاركة+مضاربة+مراجحة+سلم+استصناع)، فإن العائد منه يعد ربحا، وأما إذا كان الصك يمثّل حصة شائعة في رأسمال عيني قائم كملكية أعيان أو ملكية منافع أعيان ومنافع خدمات، فإن العائد منه يعد أجرا، فالعبرة في طبيعة رأس المال، وطبيعة النشاط المنوط بالصك.

التصكيك في سوق رأس المال الإسلامي لا ينبغي له أن يحد في التصكيك للمقارضة أو للإجارة أو للمراجحة، أو للسلم، أو للاستصناع، بل ينبغي أن ينتظم التصكيك للمزاعة، والمغارسة، والمساقاة، وسواها من العقود التمويلية، وتعبير آخر لابد من الإيمان بأنه ما من عقد معتبر في الشرع إلا ويعشاه التصكيك، اعتبارا بأن

التصكيك يعد عملية مشروعة هادفة تروم الانتقال بالعقود من دائرة العلاقة الثنائية إلى دائرة العلاقة الجماعية، كما أنه يعد في الوقت نفسه وسيلة مشروعة يتحقق من خلالها مقصدا الزواج والتداول اللذان دلت عليهما العديد من نصوص الشرع الكريم، تحقيقا لثبات المال ورواجه وتداوله في المجتمع.

إن التصكيك بوصفه عملية إصدار صكوك يعد تصرفا، وبالتالي فإن صحة هذا التصرف ومشروعيته تتوقف أساسا على ضرورة توافر جملة من الأمور فيمن يقدم عليه من المكلفين وهم مصدري الصكوك الإسلامية، وبطبيعة الحال لا تخلو تلك الجهة التي تتولى إصدار هذه الصكوك من أن تكون جهة مستقلة لا يتجاوز دورها دور المنظم (المشرف) أو تكون جهة مشاركة في العملية الاستثمارية كأن تكون مالكة العين في الإجارة، أو تكون أحد أرباب المال في المشاركة والمضاربة والسلم وسواه من عقود المعاوضات والتبرعات، وسواء أكانت الجهة التي تصدر الصكوك جهة منظمة أم جهة مشاركة، فإن ثمة أموراً ضرورية يجب توافرها في تلك الجهة ليعتد شرعا بصحة إصدارها لتلك الصكوك من جهة، فصحة الصكوك ذاتها من جهة أخرى، فإذا اختل أي من تلك الأمور، فإن ذلك مدعاة إلى اعتبار تلك الصكوك صكوكا فاسدة وربما عدت باطلة لا يصح التعامل فيها شرعا.

تركزت معظم إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا ودول مجلس التعاون الخليجي (دولة الإمارات والمملكة العربية السعودية والبحرين والكويت وقطر).



## الفصل الثالث

عقود المعاملات الحديثة في سوق رأس المال الإسلامي

## تمهيد:

إذا كان الهدف الرئيس من عقود المشتقات هو تقليل المخاطر، إلا أنها في الحقيقة هي التي عظمّت المخاطر ثم عملت على إدارتها، حيث أن دورها الأساسي هو تحويل المخاطر من مستثمر لآخر دون أن يقتضي ذلك بيعاً للأصول محل التعامل.

إن تصميم المشتقات المالية لم يتم إلا بغرض المتاجرة في مخاطر السوق، حيث يجري بيع المخاطر وشراؤها ونقلها من أولئك الذين يتوجسون خيفة من نتائجها إلى أولئك الذين يسعون في طلبها ولديهم الرغبة في تحملها مقابل الثمن الذي يتقاضونه مسبقاً.

وقد كان من نتيجة ذلك أن انتشرت المقامرات بصورة مقننة وأصبحت المشتقات قنابل موقوتة يؤدي اختيارها إلى انهيار منشآت الأعمال بل وأسواق رأس المال.

بناءً على ما تقدم يحث الإسلام على الأخذ بكل ما فيه من مصلحة وتقدم المسلمين، ولا ينقص من قدر المسلمين أن يأخذوا بأساليب علمية أو فنية تزيد في كفاءتهم وخبرتهم الفنية في إدارة الأموال واستثمارها، بل إن ذلك يعد مطلباً شرعياً، ينسجم مع حفظ الأموال والتي هي من الضرورات ويحث على تجنب كافة أشكال الخسارة.

لذلك تبرز ضرورة الاستفادة من بدائل المشتقات المالية في سوق رأس المال الإسلامي، حيث تحقق نفس مزايا المشتقات التقليدية وتكون متوافقة وتوجيهات الشرع الإسلامي، من خلال الاستفادة من فرص استثمار الأموال الإسلامية، ومن فرص التمويل المتاحة في سوق رأس المال العالمي والذي تحتاج إليه المؤسسات وكذا حكومات الدول الإسلامية في تنمية اقتصادها.

المبحث الأول: العقود المستقبلية من منظور الاقتصاد الإسلامي.

المبحث الثاني: عقود الخيارات وعقود المبادلات من منظور الاقتصاد الإسلامي.

المبحث الثالث: المؤشرات في سوق رأس مال الإسلامي.

## المبحث الأول:

## العقود المستقبلية من منظور الاقتصاد الإسلامي

تعتبر عقود المستقبلية من العقود الحديثة التي يتم تداولها على نطاق واسع في أسواق المال العالمية، حيث يبلغ حجم التداول في هذه العقود أرقاما فلكية، وفي الوقت الحاضر هناك جهود حثيثة من قبل المنظمات الدولية لإدخال هذه العقود إلى أسواق المال في الدول الإسلامية.

لكن في ظل المنهج الإسلامي في صناعة الهندسة المالية القائم على حرية الابتكار والإبداع للأدوات المالية المستحدثة، لا مانع من ذلك طالما اتسمت تلك المنتجات بالحلال من الناحية الشرعية والكفاءة من الناحية الاقتصادية.

لذلك يسعى هذا المبحث إلى الوقوف على العقود المستقبلية ومدى اتفاقها أو اختلافها مع قواعد الشريعة الإسلامية، ومحاولة تطويرها في حالة الاختلاف مع أسس ومبادئ الاقتصاد الإسلامي.

## المطلب الأول: العقود المستقبلية والعقود الآجلة في سوق رأس المال التقليدي.

سوف يتم التطرق في هذا المطلب على العقود المستقبلية والعقود الآجلة بحيث نتناول فيه المفهوم والنشأة والخصائص.

## الفرع الأول: مفهوم ونشأة العقود المستقبلية والعقود الآجلة في سوق رأس المال التقليدي.

## أولاً: التعريف بالعقود المستقبلية والعقود الآجلة.

## 1. العقود الآجلة (العقود الأمامية):

أ. العقود الآجلة أو الأمامية هي تلك العقود التي يلتزم فيها البائع والمشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر يتفق عليه وقت التعاقد، يطلق عليه سعر التنفيذ Exercise Price.

ب. وقد عرفها صندوق النقد الدولي العقد الأجل كما يلي: "بمقتضى العقد الآجل يتفق الطرفان على تسليم الأصل محل التعاقد سواء كان حقيقياً أم مالياً بكميات معينة وفي تاريخ معين، وبسعر تعاقد متفق عليه، والعقود الآجلة ليست عقود مالية شرطية لأنها تنطوي على التزام بتسوية العقد في تاريخ معين.<sup>(1)</sup>

أيضاً هي عقود تعطى لحاملها الحق والالتزام الكامل معاً لترتيب مبادلة على أصل معين في وقت مستقبلي وبسعر محدد مسبقاً أيضاً.<sup>(2)</sup>

(1) - القرني محمد علي، نحو سوق مالية إسلامية. جدة: مجلة دراسات الاقتصادية، العدد السادس، الجزء (2)، 1990، ص 89.

(2) - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر. الإسكندرية: منشأة المعارف، 2003، ص 88.

## 2. العقود المستقبلية ( Future Contracts )

أ. يطلق اصطلاح العقود المستقبلية على العقود الآجلة التي يجري التعامل عليها من خلال الأسواق المنظمة، ويعرف العقد المستقبلي بأنه التزام متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر ويستلم منه وبواسطة طرف ثالث (وسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان وزمان محددين وبسعر محدد. ويتم التعامل بهذه العقود في سلع حقيقية مثل البن والسكر والقطن والنفط والمعادن الثمينة من الذهب والفضة أو مالية كالسندات والأسهم والودائع والعملات الأجنبية كما يمكن أن تشمل أيضا على مؤشرات السوق المالي<sup>(1)</sup>.

ب. يعرفها البعض بأنها عقود تعطي الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين بسعر محدد مسبقا على أن يتم لتسليم في تاريخ لاحق في المستقبل ويلتزم كل من الطرفين (البائع والمشتري) بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية بغرض حماية كل من طرف من المشكلات التي قد يترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته<sup>(2)</sup>.

ثانيا: نشأة العقود المستقبلية والعقود الآجلة.

تعد العقود الآجلة هي أول صورة من صور العقود المستقبلية حيث ظهرت تلك العقود لتسهيل حصول الإمبراطورية الرومانية على احتياجاتها من الحبوب من مصر، ثم تطورت تلك الأسواق لتشمل العديد من السلع الزراعية والمعادن، ويعد سوق شيكاغو لتجارة أو الأسواق لهذه العقود، فقد أنشأت هذه السوق من قبل تجار الحبوب المحليين سنة 1842م قامت السوق النقدية العالمية وهو فرع من بورصة شيكاغو بطرح أول عقد مستقبلي على العملة، وهذا من أجل مساعدة المستثمرين على تحقيق مخاطر التغيرات في الأسعار، وفي 1972م قامت السوق النقدية العالمية وهو فرع من بورصة شيكاغو بطرح أول عقد مستقبلي على العملة و هذا من أجل مساعدة المستثمرين على تحقيق مخاطر أسعار الصرف لقد تطورت العقود المستقبلية في أعقاب انخيار نظام "بروتن وودز" سنة 1973م<sup>(3)</sup>، حيث بدأ نظام تعويم أسعار العملات وأصبحت تتحرك هبوطا وصعودا بحرية كاملة حسب العرض والطلب، ومنذ ذلك التاريخ شهدت العقود المستقبلية تطورا مستمرا، فقد استحدثت عقود مستقبلية على أسعار الفائدة، عام 1975م، وعقود مستقبلية على أذون الخزانة عام 1976م، وعقود مستقبلية على سندات الخزانة عام 1977م، ثم ظهرت العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم عام 1980م، ثم توسع التعامل بالعقود المستقبلية في الثمانينات والتسعينات حيث تم إنشاء أسواق مالية في أوروبا والشرق الأقصى تتعامل بهذه الأدوات، وأهم هذه الأسواق هي بورصة لندن العالمية للعقود المستقبلية والخيارات والتي بدأت التعامل عام 1982م، ومع

(1) - المرجع السابق، ص 92.

(2) - عبد الحميد محمود البعلي، المشتقات المالية في الممارسة العملية وفي الرؤية الشرعية. الكويت: الديوان الأميري، 1991، ص 26.

(3) - محمد عثمان بشير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي. عمان: دار النفائس، ط3، 1999، ص 230.

نهایة القرن العشرين ظهرت العقود المستقبلية على الخدمات وفي مقدمتها العقود المستقبلية على الرحلات الترفيهية خلال الإجازات والعطل<sup>(1)</sup>.

**الفرع الثاني: خصائص العقود المستقبلية والأطراف المتعاملة في سوق العقود المستقبلية.**

في هذا الفرع سيتم التعرف على خصائص العقود المستقبلية ومقوماتها والأطراف المتعاملة بها.

**أولاً : خصائص العقود المستقبلية ومقوماتها.**

1- في العقود المستقبلية يتم الشراء بسعر محدد متفق عليه مسبقاً في تاريخ التعاقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد، بذلك يتم تجنب أو تخفيض مخاطر تقلب الأسعار وتغيرها *Prise Risk*، إذ لا ينظر إلى السعر في السوق الحاضر عند التنفيذ و الذي قد يكون مرتفعاً.

2- يتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد العلني المفتوح *Open outcry* عن طريق وسطاء أو بيوت مقاصة *House clearing* توكل إليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يومياً بين طرفي العقد.

3- لضمان تنفيذ الالتزامات المتبادلة بين طرفي العقد المستقبلي (المشتري) و(البائع) يلزم كل منهما عادة بأن يسلم الوسيط في تاريخ نشوء العقد هامشاً معيناً يسمى *MARGIN* تتراوح قيمته عادة بين 5% إلى 15% من القيمة الإجمالية للعقد ولا يتم استرداده إلا عند تسوية أو تصفية العقد، ويقوم الوسيط عادة بإجراء تسوية يومية بين طرفي العقد تعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد ومن ثم أثر ذلك على رصيد كل منهما في سجلاته، ومما هو جدير بالذكر أنه لا سبيل لتعامل في سوق العقود المستقبلية إلا من خلال بيوت السمسرة.

4- إذا كان من الممكن تحرير عقود مستقبلية على أي سلعة فإن قليلاً من السلع تتوافر فيها الشروط التي تتناسب الأسواق المنظمة للعقود المستقبلية ومن أهمها:

أ- أن تكون السلعة من النوع القابل لتخزين بما يتيح توفيرها في التاريخ المحدد في العقد.

ب- أن تكون السلعة قابلة للتنميط من حيث الكمية والجودة.

ج- أن تكون السلعة، ذات قيمة مقارنة بحجمها.

د- أن يوجد طلب نشط على السلعة بما يحقق السيولة لسوقها و بذلك تناسب هذه الأسواق سلعا

مثل<sup>(2)</sup>:

المنتجات الزراعية وبصفة خاصة البن والشاي والذرة والبطاطا وكذلك العملات والأوراق المالية.

5- لضمان توفير سوق منتظم للعقود المستقبلية لجأت بورصات العقود إلى تنشيط شروط التعاقد في خمسة أساسية هي:

(1) - أشرف محمد دواية، المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006، ص 05.

(2) - القرني محمد علي، مرجع سابق، ص 111.

أ- وحدة التعامل: ويقصد بها الكمية والوحدة التي تقاس بها مكونات العقد التي تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد مثل أن يتضمن العقد الواحد للتعامل في القمح على (5000) بوشل وفي أذونات الخزانة الأمريكية ما قيمته مليون دولار و هكذا.

ب- شروط التسليم وتتضمن الشهور التي سيتم التعامل فيها على العقد و الفترة الزمنية التي ينبغي أن يتم فيها التسليم والوسيلة الفعلية التي يمكن بها للبائع التسليم الأصل ودرجة جودة الأصل محل التعاقد فمثلا عقود أذونات الخزانة يكون التسليم واجبا خلال الثلاثة أيام التالية لثالث يوم اثنين في الشهر المحدد للتسليم.

ج- تختلف الفترة الزمنية التي يمكن أن يغطيها العقد من أصل آخر ففي السلع الزراعية عادة ما يعطي العقد فترة لا تزيد عن ثلاثة شهور.

د- حدود تقلب الأسعار حين تفرض أسواق العقود أدنى للتغيرات السعرية يتفاوت حسب الأصل محل التعاقد وحد أقصى للتغيرات السعرية التي تحدث خلال يوم واحد وإن كانت بعض العقود مثل: العقود على مؤشرات السوق لا تخضع أسعارها لقاعدة الحد الأقصى.

هـ- حدود المعاملات Trading Limit أو المركز Limit Position ويقصد بها الحد الأقصى لعدد عقود المضاربة التي يمكن أن تكون بيد مستثمر واحد.

و- الهامش المبدئي يرجع إلى أن الاستثمار في العقود المستقبلية أي التعاقد على الشراء والبيع لا يترتب عليه حصول البائع على الثمن أو الجزء منه، ولكي لا يتعرض أي طرف لضرر نتيجة عدم تنفيذ الطرف الآخر بالتزاماته فقد تقرر فرض هامش مبدئي Anti Almarging يدفعه كل من الطرفين لبيت السمسرة الذي يتعامل معه وتختلف قيمة الهامش المبدئي باختلاف الأصل محل التعاقد ولا يمثل هذا الهامش سوى نسبة ضئيلة تتراوح ما بين 5% إلى 15% من قيمة العقد<sup>(1)</sup>.

#### ثانيا : الأطراف المتعاملة في سوق العقود المستقبلية.

1. المشترون والبائعون: يطلق على مشتري العقد بالمستثمر الذي يأخذ مركزا طويلا (Long Position) بمعنى أنه يشتري العقد و يحتفظ به لفترة على أمل أن ترتفع قيمته فيقوم ببيعه بسعر مرتفع محققا بعض الأرباح، أما بائعو العقود فهم هؤلاء المستثمرين اللذين يأخذون مركزا قصيرا (Short Position) على العقد بمعنى أنهم يسوون العقد في الوقت الذين قد لا يملكون فيه الأصل محل التعاقد، ومن غير المعتاد أن يقوم البائعون والمشترون بتسليم الأصل محل التعاقد، ويرجع السبب في ندرة التسليم في العقود المستقبلية على الأوراق المالية إلى أن الهدف من العملية إما المضاربة أو تغطية مركز استثمارية في السوق الحاضر.

(1) - كمال توفيق خطاب، نحو سوق مالية إسلامية، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي. المملكة العربية السعودية: كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، 2005، ص ص 43، 45.

2. المضاربون: يمثل المضاربون تلك الفئة من المتعاملين في سوق العقود المستقبلية وليس لهم أي مركز استثماري، حيث أنهم لا يمتلكون الأصل فيعقدون على بيعه ولا هم راغبون في امتلاكه، فهدف المضارب هو اغتنام الفرصة المناسبة لتحقيق الربح تبعاً لمدى صحة توقعاته مثل انخفاض وارتفاع الأسعار.
3. المستثمرون بغرض التغطية: هم الذين يمتلكون الأصل بالفعل أو يتوقعون الحصول عليه في تاريخ لاحق ويخشون الآثار السلبية للتغيرات السعرية على مراكزهم الاستثمارية، ويمكن للمستثمر إلغاء العقد أو تعديله بأخذ مركز معاكس لمركزه<sup>(1)</sup>.
4. مؤسسة التسوية: (Clearing House) يوجد لكل بورصة مستقبلية مؤسسة تسوية حيث تقوم بضمان كل عقد يتم تداوله داخل البورصة، بما نحافظ على المصداقية المالية للبورصة، ويقوم مشتري وبيع العقد المستقبلي بالاتفاق على سعر العقد المزاد أكثر شفافية بحيث يستطيع كل المشتري رؤية كل البائعين على كل سعر. إن الهامش يبين أفضل سعر لشراء وأفضل سعر للبيع عادة ما يكون ضيقاً لمعظم المستقبلات المالية، يستثنى من ذلك مستقبلات العملة.
- وتتغير الأسعار عادة وفقاً لعوامل العرض والطلب، ويستطيع أي شخص التعامل بالمستقبلات وذلك بمساعدة أحد السماسرة (تجار المستقبلات بالعمولة) والذين يكون في العادة أحد أعضاء بورصة المستقبلات ومع ذلك فإن معظم التعامل بالمستقبلات المالية يتم بواسطة البنوك أو المؤسسات المالية المتخصصة.
5. بيوت السمسرة: لا يمكن للمستثمرين أن يتعاملوا في أسواق العقود المستقبلية إلا من خلال بيت السمسرة إذ تقوم الوحدة المختصة بالعقود المستقبلية (FCM) بفتح حساب للعميل يطلق عليه حساب السلعة أو حساب المتاجرة، حيث يفتح حساب مستقل لكل سلعة يتعامل فيها العميل<sup>(2)</sup>.

### الفرع الثالث: أنواع العقود المستقبلية وأركانها.

#### أولاً : أنواع العقود المستقبلية.

تتنوع العقود المستقبلية إلى الأنواع التالية:

- 1- العقود المستقبلية على السلع: خلال ماي عام 1970 سنة باشرت بورصات العقود المستقبلية السلعية دورها في تنفيذ العقود على السلع الزراعية المعدنية وغيرها.
- 2- العقود المستقبلية على أسعار الصرف: في عام 1971 م بدأت الاقتصاديات الغربية المتقدمة السماح بتعويم عملاتها بما يعني السماح بتقلب أسعار الصرف مما فتح الطريق لقيام سوق النقد الدولي IMM والتي تعد سوقاً معانة لبورصة شيكاغو للتجار والتي تخصص في العقود المستقبلية التي أطلق عليها العقود المستقبلية المالية.
- 3- العقود المستقبلية على أسعار الفائدة: Interest futures ظهرت عام 1975 حينما نظمت بورصة شيكاغو عقوداً مستقبلية على الرهن العقاري.

(1) - وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة. دمشق: دار الفكر، 2002، ص 362.

(2) - محمد عثمان بشير، مرجع سابق، ص 240.

وفي عام 1976 قدمت سوق النقد الدولي أول العقود المستقبلية على الأوراق المالية الحكومية وأدوات مالية أمريكية قصيرة الأجل لمدة 90 يوما وهي العقود المستقبلية على سندات الخزانة وفي غضون فترة قصيرة أصبحت هذه الأداة من أكثر العقود نشاطا لتفوق على كثير من العقود المستقبلية للحبوب والتي كان يجري التعامل عليها منذ ما يزيد من مائة عام، وفي عام 1980 تم تقديم أحد العقود التي لقيت إقبالا ونجاحا وهي العقود المستقبلية على مؤشرات أسعار الأسهم Stock Index futures.

4- العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم: التعاقد على مؤشرات الأسهم في حقيقته، التزام بين طرفي العقد بأن يدفع أحدهما للطرف الآخر مبلغا من النقود، يتمثل في الفرق بين قيمة المؤشر في التاريخ المتفق عليه وهو اليوم المسمى بيوم التسليم، وبين المبلغ المتفق عليه وهو المبلغ المسمى بسعر الشراء، يدفعها البائع إذا كانت قيمة المؤشر أعلى من سعر الشراء، ويدفعه المشتري إن كان سعر الشراء أعلى من قيمة المؤشر، وعادة ما يضرب هذا المبلغ (الفرق بين قيمة المؤشر وسعر الشراء) في قيمة ثابتة يطلق عليها المضاعف ويختلف قدرها من مؤشر إلى آخر.<sup>(1)</sup>

ثانيا: أركان العقود المستقبلية.

1. السعر في المستقبل: هو السعر الذي يتفق عليه الطرفان في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل.
2. تاريخ التسليم أو التسوية: هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل.
3. محل العقد: يقصد بمحل العقد الشيء المتفق على بيعه وشرائه بين طرفي العقد والذي قد يكون بضائع، أوراق مالية مؤشرات عملات ... الخ .
4. مشتري العقد: هو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه مع الطرف الثاني (البائع) في التاريخ المحدد في المستقبل.
5. بائع العقد: هو الطرف الملتزم بتسديد الشيء محل العقد نظير الحصول على سعر المتفق عليه مع الطرف الأول (المشتري) في التاريخ المحدد في المستقبل<sup>(2)</sup>.

(1) - كمال توفيق حطاب، مرجع سابق، ص ص 22، 20.

(2) - العثماني تقي الدين، مجلة مجمع الفقه الإسلامي. جدة: بيع الحقوق المجردة، العدد الخامس، الجزء(2)، 1990، ص 13.



## ثالثا: المقارنة بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة.

جدول رقم 09: المقارنة بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة.

المعيار	آجلة	مستقبلية
طبيعة العقد	وهي عقود شخصية يتم تفصيلها وفقا لرغبات وتفضيلات المتعاقدين وهي قائمة على التفاوض	وهي عقود نمطية حيث يحدد وقت التسديد وكميات وأنواع الأصول والمبالغ المتفق عليها بدقة تامة وفقا لمعايير محددة من قبل إدارة السوق وتكون معلنة
مكان التداول	تنظم العقود الآجلة في أسواق مالية غير منظمة غير نظامية تعرف بأسواق ما وراء الكاونت	ترتب عقود المستقبلية في أسواق منظمة ومفتوحة لمنافسة ولا يجوز إبرام الصفقات إلا عن طريق بيوت السمسرة
سعر التسليم	بقاء سعر الأصل محل التعاقد ثابت خلال فترة العقد إلى غاية تاريخ استحقاقه	سعر التسليم في عقود المستقبلية يعدل أو يتابع احتسابه يوميا
طريفي التعامل	تقام العقود بين طرفي البائع والمشتري بأسلوب مباشر تلفون وسائل اتصال حديثة	تعتبر العقود هنا تتم بين مؤسسة التقاص بين البائع وبين مؤسسة التقاص وبين المشتري
الهامش	يحدد الهامش مرة واحدة يوم توقيع العقد	يتم الاحتفاظ بهامش متحركة لتعكس تحركات الأسعار
تاريخ التسوية	لا يمكن التسوية إلا في تاريخ التسليم أو الاستحقاق	يمكن تسويتها في أي وقت قبل أن تتم التسوية بصورة نقدية
تسليم الأصل محل التعاقد	يتم إنهاء العقد عادة بتسليم الأصل محل التعاقد	لا يسلم الأصل عادة وإنما تتم التسوية بصورة نقدية
المخاطر	لتفادي مخاطر عدم الوفاء بالتزامات العقد يجب التأكد قبل إبرام العقد من الملاءة التي يتمتع بها الطرفان وكذا قدرتهما على الوفاء بالتزامات	لا مخاطر للفشل أو عدم الوفاء وذلك بفضل وجود غرفة المقاصة وكذا نظام الهامش و التسوية اليومية
السيولة	أقل سيولة حيث لا يمكن لأي طرف الخروج من العقد إلا بإيجاد طرف آخر محل محله و يتم قبوله من الطرف الآخر	تتمتع بسيولة كبيرة على عكس العقود الآجلة فإذا رغب أي طرف في تصفية مركزه يقوم بالدخول في مركز معاكس لمركزه الأصلي و ذلك نتيجة نمطية العقود.

المصدر: كمال توفيق خطاب، مرجع سابق، ص 23.

## الفرع الرابع: آلية عمل العقود المستقبلية.

## أولا: أمثلة توضيحية عن آلية عمل العقود المستقبلية.

إذا وجدنا مزارع يتوقع أنه سيكون 100 طن من القمح بعد تسعة شهور، ويرغب في ضمان وجود مشتري لهذه الكمية بالسعر الحالي للقمح، ووجد لدينا تاجر بحاجة إلى 100 طن من القمح بعد سبعة شهور ويرغب في ضمان الشراء من الآن، فإن من مصلحة الطرفين أن يقوم كل منهما بشراء عقد مستقبلي من سلطة السوق، ويتم

التبادل السلعة مقابل النقود في الوقت المحدد وليس عند العقد فلا يحتاج المشتري إلى دفع الثمن عند التعاقد، ولكن قد يحتاج كل منهما إلى تقديم ضمان أو دفع مبلغ من المال إلى سلطة السوق لتأكد من قدرتهما على الوفاء بالتزاماتها، ولا تزيد هذه النسبة عادة عن 51510 من قيمة العقد عند التوقيع ثم يتطلب دفع نسبة أخرى في اليوم التالي، المهم المطلوب فقط دفع مبلغ يغطي الخسارة المحتملة في حال تخلف أي منهما عن الوفاء، وتتضمن هذه العقود نوعان من السلع موصوفة بدقة بالغة يتم تسليمها إلى مستودعات محددة في فترة محددة، ويقوم البائع بتسليم المشتري وثيقة الإدخال إلى المستودع ويحصل مقابلها على الثمن<sup>(1)</sup>.

ونظراً لأن إجراءات التسليم قد تكون مكلفة كما في بورصة شيكاغو التجارية فإن البورصة تخصص في التعامل في العقود لا تنطوي على تسليم خاصة بالنسبة لسلع الزراعة، وإنما تتعامل فقط مع المضاربين والمستثمرين الذين يرغبون في تغطية مراكزهم دون التعامل مباشرة مع المزارعين<sup>(2)</sup>.

إن التاجر في المثال السابق يحمي نفسه من عدد من المخاطر مثل تقلبات سعر القمح كلفة التخزين، خلال الشهور التسعة، كما أن المزارع يحمي نفسه أيضاً من تقلبات سعر القمح وهكذا فإن الشركات والمصانع بمختلف أنواعها<sup>(3)</sup>.

والتي تكون بحاجة إلى المواد الأولية بعد سبعة شهور مثلاً يمكنها إبرام عقود وشراء عقود نمطية قبل ذلك تجنبا لتقلبات الأسعار، ولكي لا تتوقف المصانع عن العمل بحيث تكون المواد الأولية موجودة بشكل مستمر بالسعر المناسب وفي الوقت المناسب ولكي تكون الأسعار عادلة ينبغي أن يكون هناك توازن بين العرض والطلب ويقوم بذلك عادة فئة المضاربين بأحداث التوازن دون قصد منهم .

فعندما يزداد الطلب على هذه العقود المستقبلية ترتفع أسعارها فيقوم المضاربون ببيع عقود مستقبلية مما يؤدي إلى زيادة العرض وانخفاض السعر، ويحدث العكس عند زيادة العرض وانخفاض أسعار العقود حيث يقوم المضاربون بشراء العقود المستقبلية مما يؤدي إلى ارتفاع السعر إلى مستوى التوازن، غير أنه من الجدير بالذكر أن وجود التواطؤ أو الاحتكار والمضاربات العكسية قد يؤدي إلى زيادة التقلبات والفوضى بدلاً من التوازن، وذلك إذا لم توجد رقابة تشريعية وقانونية حازمة.

وتتم إجراءات التعامل بعقود المستقبلية في سوق رأس المال بإتباع الخطوات التالية:

1. يصدر العميل أمر إلى الممثل المسجل لبيت السمسرة في المنطقة (ويتضمن الأمر معلومات عن الأصل محل التعاقد ونوع الأمر إذا كان للبيع أو الشراء وسعر التنفيذ).
2. يتم الاتفاق بين العميل والممثل المسجل على التكلفة الكلية للأمر ومقدار الهامش المبدئي<sup>(4)</sup>.
3. يقوم الممثل المسجل بإبلاغ الأمر إلى القسم المسؤول عن العقود المستقبلية .

(1) - أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإيجابية في الاقتصاد الإسلامي. جدة: مجموعة دلة البركة، 1995، ص 113 .

(2) - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 55.

(3) - مصطفى حسين سليمان، المعاملات المالية في الإسلام. عمان: دار المستقبل للنشر و التوزيع، 1990، ص 86.

(4) - وهبة الزحيلي، مرجع سابق، ص 133.

4. يقوم المسؤول عن العقود المستقبلية مباشرة بالاتصال هاتفيا أو إلكترونيا بممثل بين السمسرة في البورصة وهو أحد سماسرة الصالة والذين يقوم بتسجيله في دفتر خاص بتوافر شروط التنفيذ أو يقوم بالتوجه مباشرة إلى غرفة التعامل المخصصة لتلك العقود ويصعد إلى الحلبة لتنفيذ الفوري، وبعد ذلك يقوم سمسار الصالة بإبلاغ بيت السمسرة الذين صدر الأمر عنه ليؤكد التنفيذ الفعلي لأمر، حيث يقوم بيت السمسرة بإبلاغ العميل.

5. يقوم كتبة الصالة بتجميع الأوراق عن الصفقات التي أبرمت وتسليمها إلى مندوب بيت التسوية، والذين يقوم بإعلان تفاصيل آخر صفقة على لوحة الإعلانات المثبتة على حائط غرفة التعامل كما يقوم بإرسال برقيات إلى مكتب الخدمة الإعلامية لتذاع بيانات آخر صفقة على النطاق المحلي والعالمي<sup>(1)</sup>.

ثانيا: شروط السلع التي يمكن إصدار عقود مستقبلية لها.

1- أن تكون السلعة قابلة لتنميط من حيث الكمية والجودة مما يحقق سيولة كافية للعقد.

3- أن تكون السلعة قابلة للتخزين.

4- أن تكون السلعة ذات قيمة مقارنة بحجمها<sup>(2)</sup>.

المطلب الثاني: التقدير الشرعي للعقود المستقبلية والدور التحوطي للعقود المستقبلية بعد تطويرها بما يتفق والشريعة الإسلامية.

سوف يتم التطرق إلى بيان التوصيف الشرعي لكل نوع من أنواع العقود المستقبلية ودورها التحوطي.

الفرع الأول: التقدير الشرعي للعقود المستقبلية.

أولا: التقدير الشرعي للعقود المستقبلية على الأسهم.

التقدير الشرعي للعقود المستقبلية على الأسهم لا يختلف عن التقدير الشرعي للعقود المستقبلية على السلع، وهو التحريم وذلك للأدلة الآتية:

1. بيع الأسهم وهو من قبل بيع المعين، والمعين لا يجوز تأجيله بإجماع أهل العلم، وفي العقود المستقبلية يتم

تأجيله تسليم الأسهم وهذا محرم لا يجوز.

2. في العقود المستقبلية يتم تأجيل تسليم الثمن والمثمن، وهذا لا يجوز لأنه من بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه.

3. إذا كان البائع لا يملك الأسهم التي أبرم عليها عقدا مستقبليا فيكون بائعا لما هو مملوك لغيره، وهو مما لا

خلاف بين أهل العلم في عدم جوازه، وهو أيضا داخل في تحريم بيع الإنسان ما لا يملك.

4. تنتهي غالبا العقود المستقبلية على الأسهم بالتسوية النقدية بين المتعاقدين وهو قمار ظاهر إذا كان

شروطا في العقد أو في معناه إن كان غير مشروط.

1 - المرجع السابق، 134.

2 - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص 120.

وقد نص على تحريم العقود المستقبلية على الأسهم البيان الختامي لندوة الأسواق المالية المنعقدة في المغرب، وكذلك الدكتورة وهيبة الزحيلي والدكتور علي محي الدين القرة داغي.

ثانيا: التقدير الشرعي للعقود المستقبلية على السندات.

تعرف كذلك بالعقود المستقبلية على أسعار الفائدة:

وأما التقدير الشرعي لهذا النوع من العقود فهو التحريم، وذلك لما يأتي:

1. إن هذه الأوراق هي قروض ربوية لا يجوز شرائها أبدا.
2. يدخل في بيع الدين بالدين المنهي عنه، حيث أن الدين الذين تمثله هذه الأوراق مؤجل، ويباع بضمن مؤجل فكان محرما.
3. الدين الذي تمثله هذه الأوراق من النقود، حيث أنها تباع بنقود من جنسها تقل عن قيمته الاسمية أو تزيد عليها، مع اشتراط تأجيل التقابض إلى تاريخ لاحق، فكان تحريم العقود المستقبلية على تلك الأوراق.
4. إذا كان البائع في العقود المستقبلية غير مالك للأوراق المالية التي أبرم عليها عقد البيع، فيكون بائعا لما لا يملك، وهو حرام في شرع الله عز وجل.
5. إذا تم الاتفاق على تصفية تلك العقود بالتسوية النقدية بين الطرفين يكون التعاقد بهذا النوع من العقود داخلا في دائرة القمار والميسر.

ثالثا: التقدير الشرعي للعقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم.

- 1-تعريف المؤشر: وهو رقم يشير إلى حركة أسعار الأسهم في السوق، يتم استخلاصه من أسعار مجموعة من الأسهم التي يعتقد أنها عينة تمثل الأسهم المتداولة في السوق<sup>(1)</sup>.
  - 2- طبيعة العقد: التعاقد على مؤشرات الأسهم في حقيقته، التزام بين طرفي العقد بأن يدفع أحدهما للطرف الآخر مبلغا من النقود، فيتمثل في الفرق بين قيمة المؤشر في التاريخ المتفق عليه، وهو المبلغ المسمى بسعر الشراء أعلى من قيمة المؤشر، وعادة ما يضرب هذا المبلغ (الفرق بين قيمة المؤشر وسعر الشراء) في قيمة ثابتة يطلق عليها المضاعف، ويختلف قدرها من مؤشر إلى آخر وتبلغ في معظم المؤشرات.
- ويمكن لأحد الطرفين أن يغلق مركزه في السوق في أي يوم و ذلك بإبرام صفقة عكسية أي إبرام عقد بيع إذا كان سبق له إبرام عقد شراء أو إبرام عقد إن كان سبق له إبرام عقد بيع في بيع المؤشر، فليس هناك معقود عليه في الحقيقة، أي ليس هناك شيء مباع في العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم، ولذا فإنه تتم تسوية العقد بين الطرفين تسوية نقدية و ذلك بالحاسبة على الفرق بين سعر الشراء وبين قيمة المؤشر في تاريخ التسليم، وأما التقدير الشرعي لعقد بيع وشراء مؤشرات فهو التحريم وذلك لما يأتي :

(1)- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة. المملكة العربية السعودية: كنوز اشبيليا للنشر، الجزء(2)، 2005، ص ص 944، 963.

أ. وقوع العقد على ما ليس بمال، ولا يؤول إلى المال وذلك لا يجوز، لأن من شرط المعقود عليه أن يكون مالا، أو حقا متعلقا بمال، ومؤشرات الأسهم إن هي إلا أرقام مجردة، يقع العقد عليها وليس على الأسهم الممثلة في تلك المؤشرات.

ب. ما في هذه العقود من الرهان\* المحرم بإجماع المسلمين، كما ذكر ذلك شيخ الإسلام ابن تيمية رحمه الله، فإن حقيقة العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم هو المراهنة على هذه المؤشرات من حيث بلوغها رقما معيناً أو عدمه، على أن يدفع من يخسر الرهان إلى الطرف الآخر الفرق بين الرقم المعين المرهون عليه المسمى بـ (سعر التنفيذ) وبين الرقم الذي يصل إليه المؤشر الإسلامي في دورة مؤتمره السابعة المنعقدة في جدة من 7 إلى 12 ذو القعدة سنة 1412 هـ فقد جاء فيه: (لا يجوز بيع وشراء المؤشر لأنه مغامرة بحتة، وهو بيع شيء خيالي لا يمكن وجوده).

#### رابعاً: التقدير الشرعي للعقود المستقبلية على العملات الأجنبية.

العقود المستقبلية على العملات محرم شرعاً بالأدلة الآتية:

أ. في العقود المستقبلية يتم تأجيل تسليم الثمن والمثمن، وهذا لا يجوز لأنه من بيع العرض المجمع على تحريمه.

ب. في هذه العقود الربا المجمع على تحريمه، وهو ربا النسيئة وذلك أن العملات (الأوراق النقدية) إذا بيعت بعملة أخرى اشترط في ذلك الحلول والتقابض وهذا الشرط محرم في العقود المستقبلية على العملات الأجنبية، حيث أن تأجيل التقابض والسمة الرئيسية لهذه العقود فكانت بذلك حراماً.

ج. في هذه العقود القمار إذا كانت تنتهي بالتسوية النقدية، والمحاسبة على فروق الأسعار دون أن يكون التسليم والتسليم منويًا للعاقدين وقد نص قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي على تحريم العقود المستقبلية على العملات الأجنبية، فقد جاء في قرار المجمع في دورة مجلسه الثالثة عشرة المنعقدة بمكة المكرمة في يوم السبت 5 شعبان 1412 هـ: «إذا تم عقد الصرف مع الاتفاق على تأجيل قبض البديلين أو أحدهما إلى تاريخ معلوم في المستقبل، بحيث يتم تبادل العملتين، معاً في وقت واحد في تاريخ معلوم، فالعقد غير جائز لأن التقابض شرط لصحة تمام العقد ولم يحصل»<sup>(1)</sup>.

كما نص على تحريمها قرار مجمع الفقه الإسلامي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي في دورة مؤتمره السابعة المنعقدة في جدة من 7 إلى 12 ذو القعدة سنة 1412 هـ، حيث جاء منه: «يتم التعامل بالعملات في الأسواق

\* يمكن التفريق بين الميسر والقمار والرهان، فالميسر قد يكون موضوعه اللهو، وقد لا يتضمن مالا مثل النرد والشطرنج، أما إذا كان اللعب حول مال يأخذه الغالب من المغلوب ويبدل فيه المتلاعبون جهدا عضليا، مثل المصارعة والسباق، أو ذهنيا مثل لعبة الورق أو لعب الشطرنج على مال فيكون قماراً، أما إذا كان اللعب يتضمن مالا يأخذه الغالب من المغلوب، ولا يتضمن جهدا عضليا أو ذهنيا، فيكون رهانا. أنظر عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، المضاربة والقمار في الأسواق المالية المعاصرة: تحليل اقتصادي وشرعي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد 20، العدد الأول، 2007، ص 21.

(1) - المرجع السابق، ص ص 966، 967.

المنظمة بإحدى الطرق الأربعة المذكورة في التعامل بالسلع ولا يجوز شراء العملات وبيعها بالطريقتين الثالثة والرابعة»<sup>(1)</sup>.

**الفرع الثاني: تطوير العقود المستقبلية بما يتفق مع الشريعة الإسلامية.**

يمكن أن تكون المستقبلات نافعة في سوق رأس المال الإسلامي إذا جرى تعديلها وتطويرها لكي تصبح موافقة للشريعة.

**أولاً: تطوير العقود المستقبلية في إطار عقد السلم.**

إذا ما كانت السلع طيبة مباحة، وكانت العقود التي تمثلها أو الأسهم المتداولة تمثل شركات مشروعة، فإن العقود الآجلة والمستقبلات في هذه الحالة هي أشبه ما تكون بعقود السلم الجائزة شرعاً، فما مدى صحة هذا التطوير؟

هناك تشابه كبير بين عقد السلم والعقود الآجلة أو المستقبلية، حيث يوجد عقد بيع يتفق فيه الطرفان على التعاقد على البيع بثمن معلوم يتأجل فيه تسليم السلعة الموصوفة بالذمة وصفا مضبوطاً إلى أجل معلوم<sup>(2)</sup>.

وقد أجزى هذا التطوير، حيث يصعب على المزارعين قضاء حوائجهم وتسيير أمورهم، إذا كانوا سينتظرون جني محاصيلهم أو قطف ثمارهم ثم بيعها والحصول على ثمنها، وقد لا يجدون من يشتري هذه المحاصيل بالسعر المناسب لها وبذلك رخص النبي صلى الله عليه وسلم لهم البحث عن يشتري محاصيلهم قبل نضجها أو حتى قبل غرسها وجعل ذلك من خلال اتفاقات وعقود واضحة محددة لا مجال للجهالة فيها أو المغامرة أو الخداع، فحدد الكمية والنوع والصفة وكافة المواصفات وكذلك تاريخ التسليم دقيق لا مجال للتلاعب فيه، واشترط تسليم النقد في الحال، لينتفع به المزارعون ويحضروا أنفسهم للوفاء بما تعهدوا به وكذلك خروجاً من مسألة بيع الدين بالدين المنهي عنها شرعاً<sup>(3)</sup>.

كما اشترط الفقهاء أن يكون المسلم فيه من السلع أو البضائع منضبطة الأوصاف وذهب بعضهم إلى عدم جواز السلم في الحيوان أو بعض أصناف الفواكه لصعوبة ضبط صفقاتها غير أن الكثير من السلع التي لم يكن من الممكن تقديرها وضبط صفقاتها في الوقت الحاضر، مع تقدم المقاييس الكمية والنوعية ومقاييس الجودة، حيث أصبح لكل سلعة خبراءها وكلهم يقوم بعمله على أسس علمية متفق عليها، بما يمكن من ضبط هذه المنتجات وأوصافها بدقة لا تتفاوت كثيراً، وبناء على ما تقدم فإنه يمكن القول بجواز السلم في كافة المنتجات الزراعية والحيوانية والصناعية والخدمية ما دام من الممكن تقديرها وضبط صفقاتها<sup>(4)</sup>.

(1) - المرجع السابق، ص 968.

(2) - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006، ص 30.

(3) - عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، مرجع سابق، ص 76.

(4) - نفس المرجع السابق، ص 77.

ثانيا: تطوير العقود المستقبلية في إطار عقد الاستصناع<sup>(1)</sup>

لقد عرف الشيخ مصطفى الزرقا عقد الاستصناع بأنه «عقد يشتري به في الحال شيء مما يصنع صنعا يلتزم البائع بتقديمه، مصنوعا بمواد من عنده، بأوصاف مخصوصة، وبثمن محدد وهذا العقد يسد حاجة من حاجات المجتمع لم يكن مسموحا بها من خلال عقد السلم وهي السماح بتأخر تسليم الثمن نقدا، خاصة عندما تكون العين المطلوب صنعها باهظة القيمة، يقول الشيخ مصطفى الزرقا ستبقى دوما في كل عصر بعض سلع لا يتيسر أبدا أن تصنع أو تنتج قبل وجود مشتر معين ملتزم شرائها» ففي مثل هذه السلع يمكن للمشتري شرعا أن يتولى هو تمويل البائع وقد قرر مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة عام 1412هـ عدم اشتراط تعجيل الثمن في الاستصناع.

وقد اختلف الفقهاء حول عقد الاستصناع وهو وعد أم عقد، ثم هل هو من قبيل الإجارة أم البيع والراجح أنه عقد بيع، فطالب الصنع يأتي وليس لديه شيء ويطلب صنع ثوب أو بيت أو سيارة أو باخرة وقد يقدم جزء من الثمن.

وقد تطور عقد الإستصناع في الوقت الحاضر إلى عقد المقاوله والذي أصبحت له مواصفات وشروط، ربما لم يكن يسمح بها في عقد الاستصناع سابقا، كاشتراط البراءة، البراءة من العيوب بعد ثلاث أو عشرة سنوات في حالة العقارات، ومثل إضافة الشرط الجزائي لهذه العقود، وربما يكون عقد الاستصناع من أقرب العقود الجائزة في الفقه الإسلامي والتي تسمح بتأجيل تسليم الثمن والمبيع (المستصنع).

في مجلس العقد جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم (7/3/67) يجوز في الاستصناع تأجيل الثمن كله أو تقسيطه إلى أقساط معلومة لآجال محددة ويعني ذلك أن يمكن إصدار سندات الاستصناع من قبل الشركات أو البنوك، وتكون هذه السندات أشبه بالعقود المستقبلية، يتم شراء هذه السندات من قبل الأفراد والمؤسسات، فمثلا إذا كان الاستصناع عقاري يشتري المكتتبون ما يرغبون به من هذه السندات وتتعهد الشركات المصدرة بشراء المصنوع بالربح الذي تعرضه، كما يمكن لشركات الملاحة والطيران استصناع حاجاتها اللازمة من طائرات وسفن وفق احتياجات معينة، وذلك بإصدار سندات استصناع مخصصة لتمويل البناء ضمن المواصفات ومن تسليمها للمستصنع وتكون هذه السندات من جملة فئات الأدوات التمويلية الحلال كما يقول د/ سامي حمود رشيد.

(1)- كمال توفيق حطاب، مرجع سابق، ص 30.

الفرع الثالث: الدور التحوطي للعقود المستقبلية بعد تطويرها بما يتفق مع الشريعة الإسلامية.  
أولاً: تعريف التحوط.

يعرف التحوط بأنه الإجراءات التي تتخذ لحماية المال من التقلب غير المتوقع وغير المرغوب للعائد وهو يعرف أحياناً بالخطر المالي (Financial risk)<sup>(1)</sup>، كما عرفه اتحاد المصارف العربية بأنه: «فن إدارة مخاطر الأسعار من خلال أخذ مراكز عكسية عند التعامل في أدوات المشتقات»<sup>(2)</sup> وقد عرفه صندوق النقد الدولي بأنه: «وسيلة تقليل مخاطرة مالية بطلب مركز في إحدى الأدوات يعوض به جزئياً أو كلياً - مخاطرة تقترب بمركز آخر»<sup>(3)</sup>.

ثانياً: بناء الدور التحوطي للعقود المستقبلية الإسلامية بعد تطويرها بما يتفق مع الشريعة الإسلامية. ويمكن بناء الدور التحوطي للعقود المستقبلية الإسلامية كما يلي<sup>(4)</sup>:

1. إن عقد السلم هو عقد تحوطي مستقبلي بما فيه من تحديد مواصفات دقيقة للأصل المراد، والتاريخ والكمية وغيرها من الأمور فيه من التحوطات الحقيقية التي تمكن كل طرف من أطراف العقد من الحصول على حقوقه المشروعة دون نقصان، ويمكن أن يلعب دوراً في تجنيب أطراف المعاملة أعمال أسواق رأس المال العالمية التي تكثفها المضاربات على فروقات الأسعار والتغيرات والتقلبات المستمرة في الأسعار، عدا الطرق غير المشروعة التي يتم إتباعها في سبيل تحقيق الأرباح، حيث يحقق بيع السلم التحوط المطلوب بتثبيت ثمن الشراء المستقبلي<sup>(5)</sup>.
2. الدور التحوطي لعقد الاستصناع: يظهر الدور التحوطي لعقد الاستصناع من خلال حق المستصنع ليكون له الخيار بالتراجع، إذا لم يكن مطابقاً للمواصفات المحددة بالعقد، وبالتالي فإن هذا العقد هو عقد على شيء حقيقي (سلعة أو أصل) وليس على شيء وهمي، كما هو الحال في الأسواق العالمية.
3. إنَّ تحديد المواصفات والمدة والسعر في عقد الاستصناع تجعل جميع أطراف العملية في حالة أمان وطمأنينة جراء السعر الذي اتفقوا عليه، وهذا بطبعه يخفف من تقلبات الأسعار المستمرة التي تظهر كثيراً عندما تكون الغاية من وراء العملية ليست الاستثمار الحقيقي، وإنما المضاربة على فروقات الأسعار لأجل تحقيق مكاسب خلال فترة زمنية وجيزة.

(1) - عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية، مجلة الدراسات الاقتصادية. جدة: جامعة الملك عبد العزيز، العدد 11، 1999، ص 57.

(2) - سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية. مصر: دار النشر للجامعات، 2005، ص 56.

(3) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص 145.

(4) عبد محمود السمير، التحوط في التمويل الإسلامي - دراسة مقارنة - رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، 2009م، ص 76.

(5) عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية، مرجع سابق، ص 68.



4. الصيغ الاستثمارية الإسلامية المستقبلية (كالسلم والاستصناع... وغيرها)، تعد حلا للكثير من المشاكل التي تتعلق بتقلبات أسعار السلع المستقبلية، وعملية الضبط الدقيق لمواصفات السلع وما ينتج عنها من المخاطر.

## المبحث الثاني: عقود الاختيار وعقود المبادلات من منظور الاقتصاد الإسلامي.

لقد أدى التطور المادي العالمي إلى ظهور معاملات اقتصادية وتجارية لم تكن معروفة عند الفقهاء المسلمين الأوائل، ومن هذه المعاملات الخيارات والمبادلات المالية والتي استحدثت في هذا الزمن، وانتشر التعامل بها بين الناس، حيث تعد عقود الخيارات من أهم أنماط المشتقات وأكثرها جدلا، سيما وأنها تمتاز بالتنوع الكبير في صورها، والتداخل بين مكوناتها وصعوبة ضبط تفاصيلها، كذلك عقود المبادلات التي هي أحد العقود المصنفة ضمن عقود المشتقات المالية، لكن يتم التعامل بها في الأسواق غير المنظمة، ولهذا لا تخضع لشروط نمطية محددة، كما هو الحال في العقود المتداولة في الأسواق المنظمة، لكنها ستخضع كغيرها من العقود إلى التقدير الشرعي للحكم على مدى اتفاقها أو اختلافها مع قواعد الشريعة الإسلامية، ومحاولة تطويرها في حالة الاختلاف مع أسس ومبادئ الاقتصاد الإسلامي.

### المطلب الأول: عقود الخيارات في سوق رأس المال التقليدي.

لا بد قبل تقدير عقود الخيارات شرعا في سوق رأس المال التقليدي التعرض إلى مفهومها وخصائصها والفروق الجوهرية بينها وبين عقود المستقبلات.

#### الفرع الأول: مفهوم عقود الخيارات في سوق رأس المال التقليدي.

أولا : تعريف عقود الخيارات والمصطلحات ذات العلاقة بها.

#### 1- تعريف عقد الخيار:

يعرف عقد الخيار بأنه: عقد يمثل حق للمشتري (ليس التزاما) في بيع وشراء شيء معين، بسعر محدد (سعر التعاقد أو الممارسة) خلال فترة زمنية محددة ويلزم بائعه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد يسمى بعلاوة الصفقة الشرطية وتعتبر سوق السلع أساس نشأة الخيارات، حيث يهدف المنتجون إلى حماية أنفسهم من مخاطر وفرة الإنتاج وتدهور الأسعار، وبذلك يشترون هذا الحق ( خيار البيع) ليتمكنوا من بيع الإنتاج لتجار بسعر وفي تاريخ محددين<sup>(1)</sup>.

#### 2- المصطلحات ذات العلاقة بعقود الخيارات المالية المعاصرة:

هناك مصطلحات لها علاقة ملازمة لعقود الخيارات المالية المعاصرة لا بد من بينها، وذلك لتكون مضمونة، إذا ما وردت لاحقا وهي على النحو التالي:

أ. مشتري الخيار: Option Buye وهو الشخص الذي يشتري حق الخيار، فلا يكون ملزما بالبيع أو بالشراء، وإنما له أن يمارس ذلك الحق، و له أن يتركه.

ب. بائع الخيار "الحرر" Option Write وهو الشخص الذي يكون مجبرا أو ملزما بتنفيذ البيع أو الشراء حسب شروط العقد، إذا ما ورد المشتري "مشتري الخيار" أن يمارس حقه.

(1)- عبد الحميد محمود العلي، مرجع سابق، ص 35.

ج. سعر الممارسة أو التنفيذ: Exercise Price وهو السعر الذي يحدد عند التعاقد، البيع أو شراء الورقة المالية، يدفعه المشتري عندما ينفذ الصفقة، أثناء فترة الصلاحية، أي أثناء مدة سريان العقد.

د. الحق (Right) الذي يستخدمه مشتري الخيار: وهو محل العقد (المعقود عليه)، وهو حقه في تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها في المستقبل أما ما يقع عليه الحق من سهم أو سند أو مؤشر فليس محلاً للعقد وإنما هو مادة الخيار<sup>(1)</sup>.

هـ. ثمن الحق: Premi وهو المكافأة "Premium" التي يحصل عليها البائع (محرر الخيار) مقابل تنازله عن حق البيع أو الشراء لمشتري الخيار، فيصبح ملتزماً بموجبه، وهذه المكافأة غير قابلة للرد.

و. مدة الخيار: وهي القدرة الزمنية التي يمكن تنفيذ الخيار خلالها، وهي في حالة الخيار الأمريكي الذي يمكن أن ينفذ في أي تاريخ الاستحقاق، أو هي التي تنتهي بتاريخ التنفيذ في حالة الخيار الأوروبي الذي لا ينفذ إلا في يوم الاستحقاق.

ي. القيمة الذاتية للخيار: هي الفرق بين القيمة السوقية للأداة المالية والتي يمارسها عليها الخيار (السهم مثلاً) ومن سعر الممارسة، فإذا اتجه سعر السهم نحو توقع المشتري فلها قيمة، وإذا كان اتجاه الأسعار خلاف توقع المشتري فإن قيمتها تصبح صفراً، لأنه لن يمارس حقه فيخسر المكافأة.

ل. القيمة السوقية للخيار: هي القيمة التي يمكن أن يباع بها عقد الخيار خلال فترة صلاحيته وقد تزيد عن القيمة الذاتية للخيار، وذلك إذا كان اتجاه سعر الورقة المالية نحو توقع مشتري الخيار، وتكون مدة زمنية باقية من صلاحية الخيار، لأن من مصلحته أن يبيع العقد بسعره السوقى بدلاً من ممارسة حقه في تنفيذ عقد الخيار.

ك. مادة الخيار: هي السهم أو السند أو المؤشر، وهي ليست محل العقد، وإنما محل العقد الذي يمتلكه مشتري الخيار، لذلك فالأسهم ما هي إلا المادة التي يجري عليها التوقع أو التنبؤ<sup>(2)</sup>.

ثانياً: نشأة وتطور عقود الخيارات المالية في سوق رأس المال التقليدي.

فكرة الخيارات قديمة، فقد بدأت أولاً بالسلع والعقارات ومعاملات الأوراق المالية في الأسواق خارج البورصة، وقد كانت تلك العقود غير نمطية.

إذاً بدأ التعامل في الخيارات في أسواق غير منتظمة، وذلك من خلال مكاتب التجارة وبيوت السمسرة حيث يعتمد السمسار إلى الإعلان عن استعدادة لمساعدة طرفي الصفقة (مشتريين ومحررين) على التفاوض لإبرام الاتفاق، وعلى هذا فإن الغالب على هذه العقود كانت الصفقة الشخصية وعدم التنميط وهذا كان السبب في صعوبة تداولها، وبالنظر أثناء مدة الخيار إذا لم تتسم بالسيولة.

(1) - إبراهيم أحمد أونور، عقود الخيارات وإدارة المخاطر في أسواق السلع، مداخلة مقدمة للمؤتمر العالمي الثامن للاقتصاد والتمويل الإسلامي.

الكويت: المعهد العربي للتخطيط، 2011، ص 3.

(2) - المرجع السابق، ص 4.

وبالنظر إلى تاريخ نشأة الخيارات، فإن التعامل بعقود الخيارات في الأسهم في سوق لندن في الأوراق المالية كان في بدايات سنة 1820، وفي سنة 1860 دخلت الخيارات في سوق أمريكا في السلع والأوراق المالية، ولكنها كما مر سابقا كانت غير نمطية وليست لها قابلية التداول في الأسواق المالية.

أما النمو المتطور للتعامل بالخيارات المالية، فقد بدأ بفضل التقدم الصناعي والتطور السياسي بين 1970-1980، حيث ظهرت أول سوق منتظمة للخيارات في سنة 1973 في مدينة شيكاغو وهي البورصة العالمية الأكبر والأولى في عالم الخيارات، حيث أنشأ مجلس شيكاغو للتجارة: Chicago Board Of Trade (CBOT) سوقا متخصصاً للخيارات المالية، صممت فيه العقود بشكل نمطي يمكن من تداولها والتعامل بها بوصفها أدوات مالية، كما تم تنميط شروط التعاقد مثل تنميط شروط التنفيذ<sup>(1)</sup>، وذلك بتقسيم السنة إلى دورات ربع سنوية، وتنميط أسعار التنفيذ، وذلك يجعل أجار أسعار الممارسة الأقل من المائة لتكون صفرا أو خمسة وما فوق المائة يكون أحده صفرا، ولتحديد المسؤولية عن الصفقات.

فقد أنشأت إدارة البورصة مؤسسة تتولى عملية إصدار الخيار لتكون وسيطا بين مشتري الخيار ومحرره وهو ما يعرف بالمقاصة وبيوت السمسرة وعليه لم تعد العلاقة مباشرة بين البائع والمشتري ولم يعد بصفة الشخصية تأشير على الخيار وسوق تداوله<sup>(2)</sup>.

وفي سنة 1976 تم تأسيس أسواق مماثلة لتداول خيارات الشراء على الأسهم وفي 1977 تم إدراج خيار البيع على الأسهم في أغلب أسواق الخيارات الأمريكية، ثم أدرجت في الثمانينات أنواع جديدة في الخيارات على سندات الخزينة الأمريكية والعملات ومؤشرات الإدارة في أسواق الأسهم، حيث وصلت عقود الخيارات إلى أكثر من مليون عقد يوميا وتضمن مئات الملايين من الدولارات، أما الخيارات المالية في دول أوروبا، فرغم أن التعامل على الخيار يجري في أسواقها، أما الأسواق العربية فلغاية الآن لم تدخلها عقود الخيارات لا بيعا ولا شراء<sup>(3)</sup>.

### الفرع الثاني: خصائص عقود الخيارات وأنواعها.

#### أولا: خصائص عقود الخيارات المالية (السمات العامة).

تتميز عقود الخيارات المالية المعاصرة بجملة من الخصائص يمكن إجمالها فيما يلي:

1. الخيار ورقة مالية مشتقة، تستمد قيمتها من مادة الخيار المذكورة في العقد (أسهم، سندات، أو أي ورقة مالية أخرى).

2. توقعات طرفي العقد مختلفة أمام ما يمكن أن يؤول إليه الوضع بخصوص مادة الخيار المذكورة، وإلا ما تم التعاقد أصلا، إذ يتوقع طرف ارتفاع سعر السهم خلال مدة الممارسة فيقدم على شراء حق الشراء، ويتوقع

(1) - سامي حبيبي، إدارة مخاطر السوق باستخدام عقود المشتقات المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في الاقتصاد والمصارف

الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، 2008، ص 5.

(2) - المرجع السابق، ص 6،7.

(3) - القرني محمد علي، مرجع سابق، ص 19.

(4) - عبد الحميد محمود البعلي، مرجع سابق، ص 39.

- الطرف الآخر عدم تجاوز السعر السائد (القيمة السوقية وفق التعاقد)، فيقدم على بيع حق الشراء أصلاً في الفوز بالمكافأة.
3. إن عقد الخيار غير ملزم لصاحبه وإنما يعطيه الحق في أن يختار بين تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها، ونظير هذا الحق فإنه يدفع ثمن هذا الخيار.
4. إنَّ ثمن الخيار يدفع للجهة التي حررت (أي باعت) عقود الخيار وتكون ملتزمة بتنفيذه، عندما يرغب مشترته ممارسته للحق الذي اشتراه.
5. إنَّ عقود الخيارات قابلة للتداول، بمعنى أنَّ صاحب الخيار يحق له أن يبيعها لطرف آخر بثمن مسمى بينهما.
6. خسائر مشتري الخيار محدودة (قيمة المكافأة) وأرباحه غير محدودة، فهي مفتوحة لمشتري خيار الشراء تزيد مع ارتفاع القيمة السوقية للسهم، ومعلقة لمشتري خيار البيع تزيد مع انخفاض القيمة السوقية للسهم إلى أن تصل إلى الصفر (نظرياً).
7. تمكن عقود الخيارات أصحابها من إمكانية الدخول في صفقات ضخمة في المستقبل ولا يدفع من قيمتها إلاَّ حق الخيار لتنفيذ تلك الصفقات في المستقبل.
8. إنما توفر أربعة حالات تعامل ممكنة هي: شراء حق ممارسة الشراء وشراء حق ممارسة البيع، وبيع حق ممارسة الشراء، وبيع حق ممارسة البيع.
9. امتلاك الأوراق المالية المذكورة في عقد الخيار ليس هدفاً، بل يتم التعامل في الغالب بالفرق السعري، وإذا أصرَّ طرف على الاستلام -وهو أمر غير وارد- غالباً ما يقوم الطرف الآخر بشرائها بسعر السوق السائد وقت التنفيذ، وهو نفس السعر الذي يتم احتساب الفرق بناءً عليه فتكون المحصلة واحدة، أما إذا كان التعامل على مؤشر كان الاستلام أو التسليم مستحيلاً<sup>(1)</sup>.
- ثانياً: أنواع عقود الخيارات في سوق رأس المال التقليدي.
- يمكن تصنيف عقود الخيار وفقاً لما يلي:

### 1-تاريخ تنفيذ العقد:

- أ-الخيار الأوروبي: يكون عقد الاختيار اختياراً أوروبياً إذا كان مالكة ليس له سلطة ممارسة حقه في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه إلا في آخر يوم من مدة الاختيار والذي اصطلح على تسميته "تاريخ التنفيذ"
- ب-الاختيار الأمريكي: يكون عقد الاختيار اختياراً أمريكياً إذا كان مالكة له أن يمارس حقه في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه طيلة مدة الاختيار.
- إذن جوهر الخلاف بين الاختيارات الأوروبية والاختيارات الأمريكية هو الوقت الذي يسمح فيه المالك حق الاختيار ممارسة حقه فيه، فإذا كان له ممارسة حقه طيلة مدة الاختيار أمريكياً، وإذا لم تكن له

(1)-نفس المرجع السابق، ص 40.

الممارسة إلا في آخر يوم من مدة الاختيار أي تاريخ انقضاء مدة العقد كان الاختيار أوروبياً، ومما يحسن ذكره هنا الخيار الأوروبي أو الأمريكي ليس ملزم منه حصر التعامل به في أوروبا وأمريكا وإنما بالإطلاق تبعا للنشأة لا غير.

## 2- ملكية الأصل محل الاختيار أو عدمها:

أ. الخيار المغطى: ويقصد به أن يكون المحرر في اختيار الشراء مالكا بالفعل للأوراق المالية، أو السلع أو العملات التي التزم ببيعها بمقتضى بيعه لحق الشراء، بحيث يقوم بتسليمها عندما يقرر مشتري الاختيار ممارسة حقه في الشراء.

ب. الاختيار غير المغطى (المكشوف): ويقصد به أن المحرر حين حرر اختيار الشراء لم يكن يملك بالفعل الأوراق المالية أو السلع، أو العملات التي التزم ببيعها، وإنما يحرر عليها الاختيار بنية أن يقوم بشرائها من السوق، وتسليمها للمشتري، عندما يقرر مشتري الاختيار ممارسة حقه في الشراء.

## 3- نوع الصفقة:

أ. عقد اختيار الشراء: وهو عقد بين الطرفين، يخول أحدهما حق شراء أوراق مالية معينة، أو سلع موصوفة في الذمة أو عملات، أو غيرها من الطرف الآخر بسعر معلوم في تاريخ معلوم، أو خلال مدة معلومة، مقابل عوض معلوم ويتم بين طرفين<sup>(1)</sup>:

- الطرف الأول: مشتري الاختيار، وهو الطرف الذي يحق له بمقتضى العقد - شراء الأوراق المالية أو السلع أو العملات أو غيرها المبينة في العقد بالسعر المتفق عليه في التاريخ المتفق عليه أو خلال الفترة الزمنية المقدرة.

- الطرف الثاني: بائع الاختيار (محرر الاختيار) وهو الطرف الذي يلتزم ببيع الأوراق المالية أو السلع أو العملات أو غيرها لمشتري الاختيار وفقا لشروط المتفق عليها إذا رغب المشتري في ذلك، وذلك في مقابل عوض معلوم يقبضه من مشتري الاختيار عند العقد ولا يرده إليه بحال سواء مارس المشتري حقه في الشراء، أم لا.

ب. عقد اختيار البيع: وهو عقد بين الطرفين، يخول أحدهما حق بيع أوراق مالية معينة أو سلع موصوفة في الذمة أو عملات أو غيرها لطرف الأخر، بسعر معلوم في تاريخ معلوم أو خلال مدة معلومة، مقابل عوض معلوم، وهو يتم بين طرفيها:

- الطرف الأول: مشتري الاختيار: وهو الطرف الذي يحق له بمقتضى العقد ببيع الأوراق المالية أو السلع أو العملات أو غيرها المبينة في العقد بالسعر المتفق عليه في التاريخ المتفق عليه، أو خلال الفترة الزمنية المقدرة.

(1)- القري محمد علي، مرجع سابق، ص 35.

الطرف الثاني: بائع الاختيار (محرر الاختيار)، وهو الطرف الذي يلتزم بشراء الأوراق المالية أو السلع أو غيرها من مشتري الاختيار، وفقا لشروط المتفق عليها، إذا رغب المشتري في ذلك، وذلك مقابل عوض معلوم يقبضه من مشتري الاختيار عند العقد و لا يرده بحال، سواء مارس المشتري حقه في البيع، أم لا.

ج. عقد الخيار المزدوج: وفيه يكون من حق المستثمر (مشتري حق الخيار) شراء أو بيع عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين نظير مكافأة يدفعها المشتري لمحرر حق الخيار فهذا النوع يجمع بين خيار الشراء وخيار البيع في عقد واحد<sup>(1)</sup>.

#### 4- نوع الأصل محل الاختيار:

أ. عقود الاختيار على الأوراق المالية.

ب. عقود الاختيار على السلع.

ج. عقود الاختيار على العملات<sup>(2)</sup>: تعني شهادة تصدرها الشركة تعطي صاحبها الحق في الحصول على مبلغ معين من عملة أجنبية بسعر محدد من العملة المحلية، وهي نوعان: نوع تصدره المؤسسات المالية المتخصصة، ونوع آخر تصدره الشركات غير المالية التي يؤدي تعاملها في الأسواق الأجنبية إلى دخولها في أسواق الصرف الدولية، فتقوم بإصدار هذه الخيارات وبيعها للعملاء.

د. عقود الاختيار على مؤشرات الأسهم: هي عبارة عن نوع من الحظ والمجازفة، حيث أن المتعاملين يعمدون إلى تصفية الخيار نقدا فيدفع مصدر الخيار إلى المشتري الفرق بين السعر الجاري والسعر المتضمن في الخيار دون الحاجة إلى بيع وشراء السهم ذاتها، فهذا النوع لا يتضمن ورقة مالية بعينها لكنه يتضمن مؤشرا.

الفرع الثالث: الفروق الجوهرية بين عقود الخيارات وعقود المستقبلات، ومحددات سعر الخيارات المالية المعاصرة.

أولاً: الفروق الجوهرية بين عقود الخيارات وعقود المستقبلات.

1. ينصب العقد المستقبلي على صفقة شراء أو بيع فعلية بين طرفين ولكنها مؤجلة، أما عقد الخيار فينصب على (حق) شراء أو بيع أصل معين بشروط معينة.
2. في العقد المستقبلي يدفع كل من طرف العقد للوسط (بين التسوية) هامشا ماليا معيناً بنسبة معينة من القيمة الإجمالية للعقد وذلك لتأمين الوفاء بالالتزامات الطرفين ويدخل في التسوية عند انتهاء أجل العقد أما في عقد الاختيار فإن العلاوة أو المكافأة PREMIUM التي يدفعها مشتري حق الخيار للمحرر عند التعاقد تعتبر بمثابة ثمن أو مقابل عقد الخيار ولا تسترد.
3. في عقود الخيار تقتصر خسارة المشتري على قيمة المكافأة المدفوعة بينما في العقود المستقبلية قد تمتد الخسارة لتشمل القيمة الكلية أو الإجمالية للعقد.

(1) - أشرف محمد دواية، المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية، مرجع سابق، ص10.

(2) - علي محي الدين علي القرّة داغي، بحوث في الاقتصاد الإسلامي. بيروت: دار البشائر الإسلامية، الطبعة الثالثة، 2009، ص146.

4. في عقود الخيار تقتصر خسارة المشتري على قيمة المكافأة المدفوعة بينما في العقود المستقبلية قد تمتد الخسارة لتشمل القيمة الكلية أو الإجمالية للعقد<sup>(1)</sup>.

ثانيا: محددات سعر الخيارات المالية المعاصرة.

سعر الخيار: هو قيمة المكافأة التي يدفعها مشتري الخيار محرره، ويتحدد بناء على قوى العرض والطلب، وتتأثر هذه القوى بعدة عوامل ومن أهمها:

1. القيمة السوقية للسهم : فإذا كانت متجهة نحو الزيادة، زادت مكافأة خيار الشراء وانخفضت مكافأة خيار البيع، بمعنى إذا كانت التوقعات تشير إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم في سوق الحاضر، فإن سعر خيار الشراء سوف يميل إلى الارتفاع، بينما يميل سعر خيار البيع إلى الانخفاض في هذه الحالة، وهذا أمر منطقي فكما هو معلوم يحقق خيار الشراء الأرباح لمشتريه إذا ما ارتفعت القيمة السوقية للسهم، بينما يحقق مشتري خيار البيع الأرباح عندما تنخفض القيمة السوقية للسهم بالطبع هذا الربح خسارة بائع الخيار.

2. درجة التقلب في أسعار السهم: كلما كان سعر السهم عرضة لتقلب السريع، يعرض مشتري الخيار لمخاطر محتملة خلال مدته، وهذه المخاطر متزايدة من هذا يتضح أن التقلبات في أسعار السهم لها تأثير كبير على ثمن الخيار.

3. سعر التنفيذ: إن العلاقة بين سعر التنفيذ والقيمة السوقية للسهم تأثير على قيمة المكافأة، فلو أن القيمة السوقية للسهم كانت (50) دولار، فإن خيار الشراء على نفس السهم بسعر تنفيذ (40) دولار، تكون له قيمة سوقية أكبر، مقارنة مع خيار الشراء على نفس السهم بسعر تنفيذ (60) دولار، فسعر الخيار عندما يكون بسعر التنفيذ (40) دولار ينبغي أن يكون (100) دولارات أو أكثر، والأرقام المشتري بتنفيذ الخيار، أي يقوم بشراء السهم بسعر التنفيذ (40) لبيعه في السوق بالسعر الجاري (500) دولار محققا بعض الأرباح، أمّا عند سعر التنفيذ (60) دولار، فلا يتوقع قيام المشتري بالتنفيذ الفوري للخيار، حتى لو كانت قيمة المكافأة بضع سنوات<sup>(2)</sup>، لأنّ امتلاك السهم بمقتضى عقد الخيار يكلفه (60) دولار، بينما يباع السهم في السوق بسعر (50) دولار فقط، وهكذا يمكن القول بأنّه كلما نقص سعر التنفيذ عن القيمة السوقية، زاد سعر خيار الشراء، ونقص سعر خيار البيع، وكلما زاد عن القيمة السوقية، زاد خيار البيع، ونقص سعر خيار الشراء .

4. تاريخ التنفيذ: كلما طالت الفترة الزمنية المحددة لتنفيذ الخيار سواء كان خيار شراء أم بيع كلما زاد ثمن الخيار لأن السعر المتوقع غالبا ينتظر له أن يتحقق كلما طالت الفترة الزمنية الباقية حتى تاريخ التنفيذ.

(1) -مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، الجزء 2، ص 1010.

(2) -القرني محمد علي، مرجع سابق، ص 46.



5. معدلات الفائدة: ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى جعل أسعار الشراء أكبر تكلفة وإلى رخص أسعار خيارات البيع، وانخفاض أسعار الفائدة تؤدي إلى جعل خيارات الشراء أقل تكلفة إلى ارتفاع تكلفة خيارات البيع

6. العرض والطلب: كما هو الحال في كل الأسواق فإن أسعار هذه العقود تتأثر بالعرض والطلب، فتنخفض إذا زاد العرض على الطلب، وترتفع إذا زاد الطلب على العرض<sup>(1)</sup>.

**المطلب الثاني: التقدير الشرعي لعقود الخيارات والدور التحوطي لها بعد تطويرها بما يتفق والشريعة الإسلامية.**

إنَّ البيوع المتضمنة خيارات غير مشروعة في الإسلام، هي من أكثر البيوع شيوعاً في سوق رأس المال التقليدي، حيث أنَّ الكثير من المسلمين لم يجدوا فرصة الاستثمار في هذه الأسواق نظراً لما فيه من بيوع مخالفة للشريعة، وقد كان للعلماء المسلمين المعاصرين آراءً مختلفة في هذه الخيارات حيث أنَّ بعضاً منهم حرم التعامل بها والبعض الآخر أجازها.

**الفرع الأول: التقدير الشرعي لعقود الخيارات.**

للعلماء في عقود الخيارات رأيان: الأول التحريم أما الثاني الجواز.

**أولاً: المانعون للتعامل بعقود الخيارات المالية المعاصرة.**

ذهب معظم العلماء المعاصرين إلى القول بتحريم هذه العقود، وقد قرر مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة في مدينة جدة عام 1992 إلى عدم جواز عقود الخيارات، حيث جاء في القرار رقم (7/6/65) بعد الإطلاع على البحوث الواردة إلى المجمع بخصوص موضوع الخيارات، وبعد الاستماع إلى المناقشات التي دارت حوله، تقرر أن المقصود بعقود الاختيارات الالتزام ببيع شيء محدد موصوف أو شرائه بسعر محدد خلال فترة زمنية معينة أو في وقت معين إما مباشرة أو من خلال هيئة ضامنة لحقوق الطرفين، وحكمه الشرعي أن عقود الاختيارات - كما تجري اليوم في الأسواق المالية - هي عقود مستحقة لا تنطوي تحت أي عقد من العقود الشرعية المسماة، وبما أنَّ المعقود عليه ليس مالاً ولا منفعة ولا حقاً مالياً عنه فإنه غير جائز شرعاً، وبما أنَّ هذه العقود لا تجوز ابتداءً فلا يجوز تداولها.

ومن أبرز الأدلة التي يستشهدون بها على عدم الجواز ما يلي<sup>(2)</sup>:

**1- اعتبار الشروط المرافقة لعقود الخيارات من الشروط الفاسدة:**

فالشروط الفاسدة تضم كل شرط لا يقتضيه العقد، أو يكون فيه منفعة لأحد العاقدين لا يوجبها العقد وفيه شروط ليست من مقتضى العقد، وتنافي مقتضى العقد أو تشتت على غرض يورث التنازع، إذ أنَّ المال

(1) - نفس المرجع السابق، ص 46، 47.

(2) - محمود فهد أحمد العموري، عقود الخيارات من منظور الاقتصاد الإسلامي. رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه فلسفة في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، 2008م، ص 80.

المدفوع الذي يحصل عليه أحد طرفي العقد مقابل بيعه حق الخيار، ودفع الطرف الآخر لهذا المال مقابل تحويله الحق في فسخ العقد خلال الفترة المحددة، وهو ما يبين أن هذا الشرط يناهض مقتضى العقد ومقصوده للأسباب التالية<sup>(1)</sup>:

- أ. إن هذا الشرط لا يفهم من صيغة العقد إذا لم يرد ذكره بالعقد.
- ب. إن الثمن المدفوع مقابل حق الخيار إنما جرى دفعه من جانب مشتري هذا الحق على محض المراهنة على ارتفاع الأسعار أو انخفاضها في السوق أثناء فترة العقد، وهو ما يناهض مقصود العقد الذي يعتبر بدوره مقصود الشارع.

### 1- انطواء عقود الخيارات (البيوع الآجلة الشرطية) على بيع الإنسان ما ليس عنده:

إن عقود الخيارات تنطوي على بيع الإنسان ما ليس عنده كون المعقود عليه غير موجود لدى البائع عند إنشاء العقد، فالذي يشتري حق خيار شراء الأسهم لن يكون بحاجة إلى امتلاك الأسهم وكل ما يحتاجه هو أن له رصيد معين في حسابه لدى السمسار، ذلك أن مشتري الخيار أصلاً لا يهدف إلى تسليم السلعة محل الخيار، وإنما الهدف كله هو تحقيق أقصى ربح ممكن من جراء الفرق بين الأسعار، وهذا يعني أن البائع لا يمتلك الأوراق المالية التي يبيعها وإنما يدخل السوق مضارباً على الهبوط متوقعاً انخفاض السعر في تاريخ التصفية، وأنه سيكون بوسعه حينئذ أن يشتري ذات الكمية من الأوراق التي سبق له التعاقد على بيعها بسعر أقل من السعر الذي باع به، ويحقق هامش ربح يتمثل في الفرق بين سعري البيع والشراء، وقد اشترط العلماء لصحة عقد البيع أن يكون محل العقد موجوداً وقت العقد أو قابلاً للوجود في المستقبل وعليه فإذا لم يكن موجوداً فالعقد باطل.

### 2- صورية أغلب البيوع الخيارية الشرطية:

أغلب البيوع الشرطية صورية ولا يجري تنفيذها ولا يترتب عليها بالتالي تمليك ولا تملك، فلا المشتري يمتلك المبيع، ولا البائع يمتلك الثمن<sup>(2)</sup>، ولما كانت عقود البيع إنما وضعت شرعاً لإفادة التمليك تمليكا حقيقيا وهو أن يحصل ملك الثمن للبائع ويحصل ملك المبيع للمشتري، وعقود الخيار غير مؤدية لهذا الغرض وغير محققة لهذا المقتضى وما خالف مقتضى العقد فهو باطل، وقد بين العلماء علة عدم صحة العقود الصورية وهي:

- أ. عدم ثبوت نية البيع والشراء.
- ب. هي من أنواع الحيلة الممنوعة شرعاً.
- ج. فيها مخالفة لقصد الشارع من التكليف.

(1) - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 541.

(2) - زكريا سلامة عيسى الشطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور إسلامي. الأردن: دار النفائس للنشر والتوزيع، 2007، ص 154.

**3- انطواء عقود الخيارات على الغرر:**

الغرر هو ما خفيت عاقبته، ووجه الغرر في عقود الخيارات هو عدم معرفة حصول العقد من عدمه، وإن حدث فلا يدري متى؟ فهذه العقود تتوافق مع غرر كبير يتمثل في الجهالة والترقب وانتظار تقلبات الأسواق وما تأتي به من ارتفاع أو انخفاض في أسعار السلع أو الأوراق المالية، وما ينجم عن كل ذلك من خسائر للبعض ومكاسب للآخرين.

**4- تعارض عقود الخيارات مع قصد الشارع من إباحة خيار الشرط<sup>(1)</sup>:**

إن كل من البائعين والمشتري ليس لهم قصد من تعاملهم بهذه العقود إلا تحقيق أكبر ربح ممكن من خلال المراهنة على فروق الأسعار وتغيرها، حتى أن هذه العقود تعطي الحق للمشتري أو البائع في طلب المزيد من السلعة المشتراة أو المباعة إذا رأى أحدهم أن ذلك يحقق مكاسب له، إذن هي طريقة لتحديد المستفيد من المتعاملين هل هو البائع أو المشتري وكل هذا متعارض مع قصد الشارع من إباحته لخيار الشرط، فالخيار لم يشرع لكي يرى المستفيد منه هل تطور الأسعار يكون لصالحه فينفذ الصفقة أم لا يكون كذلك فيختار فسخ العقد، إن خيار الشرط لم يبيح من أجل أن يقرر المستفيد منه هل هو بائع أم مشتري، أن يطلب المشتري المزيد من السلعة المشتراة أو البائع المزيد من السلعة المباعة (في حالة البيوع المضاعفة)، فعدم العدل في هذه العقود يكمن في إعطاء أحد العاقدين فرصة واسعة لأن يحقق أرباحا على حساب المتعاقد الأخرى.

**5- تعارض عقود الخيارات مع قاعدة العدل<sup>(2)</sup>:**

الأصل في العقود جميعها العدل، ووجه عدم العدل في عقود الخيارات يكمن في إعطاء أحد العاقدين فرصة واسعة لأن يحقق أرباحا على حساب المتعاقد الآخر، وذلك بعد معرفته لمستوى الأسعار الحالية ومقارنته بينها وبين أسعار التعاقد فيختار التنفيذ من عدم التنفيذ، بمعنى أن يكون احد المتعاقدين إما غانما أو غارما، أي أن ربح احدهما سيكون على حساب خسارة الآخر، ولا شك أن هذا ظلم وزور وهو يدخ في الميسر الحرام وأكل أموال الناس بالباطل.

**6- انطواء عقود الخيارات على القمار المحرم:**

القمار هو ما يكون فاعله مترددا بين أن يغنم وبين أن يغرر، بحيث يكون كل واحد من المتعاقدين إما غانما أو غارما وهذا متحقق في غالب عقود الخيارات إن لم يكن كلها ويظهر هذا عند تنفيذها، إضافة إلى أن القمار يقوم على مخالفة توقعات كل واحد من المقامرين لتوقعات الآخر، وعقود الخيارات لا يمكن أن تقوم إلا إذا كانت توقعات كل واحد من الطرفين مخالفة لتوقعات الطرف الآخر.

(1) - أشرف محمد دواية، دراسات في التمويل الإسلامي. مصر: دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، الطبعة الأولى، 2007م، ص245.

(2) - أشرف محمد دواية، المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية، مرجع سابق، ص22.

7- عقود الخيارات تدرج تحت بيع الكالئ بالكالئ<sup>(1)</sup>:

بيع الكالئ بالكالئ هو بيع الدين بالدين، وصورته أن يشتري بضاعة مؤجلة التسليم بثمن مؤجل التسليم سواء اتحد الأجلان أو اختلفا وهو بيع ممنوع شرعاً، والواضح أن أغلب عمليات عقود الخيارات تتم بصورة بيع الدين بالدين دون تسليم مادة الخيار "محل العقد-المثمن" ولا تسليم للمثمن، حيث نجد أنها تنشأ دينا على أحد الطرفين أو كليهما دون القبض من كلا الطرفين وهذه حقيقة عقد الكالئ بالكالئ.

ثانياً: المجيزون للتعامل بعقود الخيارات المالية المعاصرة.

ذهب الدكتور أحمد يوسف سليمان في بحثه "رأي التشريع في البورصة" في الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية إلى جواز عقود الخيارات الشرطية، حيث يقول: بأن الشرط الذي اتفق العاقدان عليه في البورصة شرط صحيح، وأن المال الذي يأخذه البائع من المشتري هو حق له فلا يرد إلى دافعه، وكذلك أجازها الدكتور محمد علي القري<sup>(2)</sup>، وقد استدلوها بعدد من الحجج والأدلة منها:

قوله تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ﴾ [المائدة: 1]<sup>(3)</sup>.

1. تحقق مصلحة أكبر من المفسدة.

2. ضرورة وجود سوق مالية إسلامية .

ثالثاً: الترجيح بين الآراء.

من خلال تأمل أدلة الفريقين، يظهر بوضوح ضعف الأدلة التي استدلت بها المجيزون لعقود الخيارات، وذلك لأنها أدلة عامة لا تفيد وجه الاستدلال الذي ذهبوا إليه، ولا شك أن عقود الخيارات كما يجري التعامل بها في أسواق رأس المال تنطوي على الكثير من المخالفات الشرعية، وهذا يتطلب البحث في محاولة إزالة هذه المخالفات الشرعية بتطوير هذه العقود لكي تتفق مع الشريعة الإسلامية<sup>(4)</sup>.

الفرع الثاني: الدور التحوطي للخيارات بعد تطويرها بما يتفق والشريعة الإسلامية.

إنَّ غاية التحوط وإن كانت مقصودة شرعاً، إلا أن استخدام وسيلة عقود الاختيار لأجل تحقيقها مناف للشريعة، لما فيه من القمار والرهان، حيث لا يستطيع المستثمر استغلال عقود الاختيار لأجل إدارة مخاطره إلا بوجود طرف مضارب ليس هم إلا المخاطرة وتقتض فرص حدوث فروق سعرية، يستفيد منها في تحقيق عائد ربحي، لذلك تلعب البدائل التحوطية الإسلامية دوراً حيويًا في النشاط الاقتصادي، وتجلب النفع للفرد والمجتمع ولا تعمل على أساس الرهان والمغامرة التي يسودها طابع الأناية، كما هو الحال في التقليدية والتي لا تترك آثاراً إيجابية على المجتمع، وأثرها ينحصر فقط فيمن يتعامل بها فقط، ويظهر الدور من خلال ما يلي:

(1) - محمود فهدف مهيدات، عقود الخيارات المالية المعاصرة بين المجيزين والمانعين، دائرة الإفتاء العام الأردنية، ص 04.

(2) - أشرف محمد دواية، المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية، مرجع سابق، ص 157.

(3) - سورة المائدة: الآية الأولى.

(4) - زكريا سلامة عيسى الشطناوي، مرجع سابق، ص 157 .

1. الأدوات التحوطية الإسلامية تعمل على تحقيق أهداف اقتصادية مفيدة للفرد والمجتمع، وتظهر هذه الآثار من خلال تشجيع الأفراد على السعي نحو الاستثمار الحقيقي الذي يعود بالفائدة على الفرد والمجتمع بعيدا المراهنات والمغامرات والبيوع الوهمية التي لا جدوى من وراءها إلا إحداث الأزمات والمشاكل الاقتصادية<sup>(1)</sup>.
2. تجعل الفرد المستثمر مطمئنا على أمواله فهي تغطية خيارات ضد المستقبل المجهول وتقلل هذه الخيارات الخسارة غير المتوقعة من خلال إزالتها<sup>(2)</sup>.
- فالمؤسسة الإسلامية التي تتعهد ببيع الأسهم لطالب البيع من خلال تأمين مشتر لهذه الأسهم، فإن لم تجد فهي ملزمة بشرائها مقابل العمولة التي تتقاضاها، خلال فترة معينة مقررة في العقد، هذا من شأنه أن يوزع المخاطر غير المتوقعة إن حصلت على جميع الأطراف، فلا تلقها على طرف دون طرف فتكون أرباح طرف على حساب تحميل الخسارة لطرف الآخر .
3. التوزيع العادل للمخاطر يعمل على تشجيع الأفراد، وبيث فيهم روح الطمأنينة نحو السعي للاستثمارات المشروعة التي يظهر أثرها الإيجابي على الفرد والمجتمع بأسره.
4. تعمل الخيارات الإسلامية على استقرار الأسعار في المستقبل شيئا ما، لأن قصد المتعاملين الحقيقي هو الاستثمار والتنمية، وليس الدخول في عمليات المضاربات والمراهنات التي ترفع أو تنخفض الأسعار باستمرار خلال فترة زمنية قصيرة.
5. عقد خيار الشراء وبيع العربون<sup>(3)</sup>: حيث يرى د/محمد القري أن خيار الشراء هو أشبه ما يكون ببيع العربون وبيع العربون جائز عند الحنابلة على خلاف الجمهور، حيث أنه من الأدوات التحوطية الإسلامية التي تتيح الخيار للمشتري ليقدم نحو العملية الاستثمارية أو يتراجع عنها حسب ظروف السوق، فهذا العقد يمنحه حق التفكير بمردود العملية الاستثمارية فإذا كان من مصلحته الإقدام نحو العملية قام بإتمامها، وإذا رأى عكس ذلك، اكتفى بخسارة ضئيلة لا تلحق به ضررا كبيرا، وهي المبلغ القليل الذي دفعه عربونا لإتمام العملية في المستقبل، ومثاله أن يشتري الرجل السلعة بألف دينار، فيدفع من ثمنها جزءا (عشرة دنانير مثلا)، ويقول للبائع إذا لم اشتر منك غدا فالدنانير العشرة لك، ويعد هذا العقد ملزما في حق البائع أي انه لا يستطيع أن يمتنع عن تنفيذه، أما المشتري فهو بالخيار خلال المدة المتفق عليها<sup>(4)</sup>.
- ورغم الخلاف حول بيع العربون إلا أننا نرى الأخذ برأي المجيزين خاصة وأن أدلتهم هي الأقوى إضافة إلى أن هذا الرأي هو الذي ينسجم مع تحقيق المقاصد الشرعية المتمثلة في دفع الضرر والحرج والمشقة، ففي تحريم العربون تضيق على الناس ومصالحهم، والسماح بإيقاع الضرر والمتمثل في تفويت الفرص على البائع أو المؤجر، أو

(1) - عبد محمود السمير، مرجع سابق، ص 55.

(2) - عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، مرجع سابق، ص 66.

(3) - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية، مرجع سابق، ص 27.

(4) - ياسر عجيل النشمي، أبعاديات التجارة الإسلامية العالمية. الكويت: مكتبة المعرف المتحدة، الطبعة الأولى، 2006، ص 76.

تعريض الأعيان والخدمات لتقلبات الأسعار وتدهورها، وقياسا على حكم بيع العريون، يمكن القول بجواز عقود خيار الشراء، إذا سلمت من المخالفات الشرعية الأخرى.

6. عقد خيار البيع هو التزام أو ضمان أو كفالة: الأرجح من آراء الفقهاء جواز أخذ الأجرة على الالتزام أو الضمان أو الكفالة، لقوة الأدلة خاصة مع وجود معاملات مالية تتعد بالكفالة عن عقود التبرعات ويتحقق من خلالها مصالح ومكاسب لطرفي المعاملة، وبما لا يخالف المقاصد الشرعية، وقياسا على هذا يمكن القول بجواز خيار البيع إذا خلا من المخالفات الشرعية الأخرى، فمالك الأوراق المالية الذي يدفع العمولة مقابل أن يكون له حق البيع في الفترة المتفق عليها يقوم بحماية ممتلكاته من الأوراق المالية بشراء التزام من الطرف الآخر بضمن هذه الأوراق بشرائها إذا رغب الطرف الأول<sup>(1)</sup>.

7. خيار الشرط: وهو أن يشتري أحد المتبايعين شيئا على أن له الخيار مدة معلومة، وإن طال إن شاء نفذ البيع وإن شاء ألغاه، ويجوز هذا الشرط للمتعاقدين معا ولأحدهما إذا اشترطه<sup>2</sup>، إذن خيار الشرط هو أداة تحوطية إسلامية تلعب دورا كبيرا في التحوط من المخاطر، إذ يمكن أطراف المعاملة من إتمام معاملتهم دون منازعات، ودون إلحاق الضرر بأي طرف منهم طالما أن المسلمين عند شروطهم إلا شرطا حل حراما أو شرطا حرم حلالا.

8. خيار المجلس: يراد به إذا حصل الإيجاب والقبول من البائع والمشتري وتم العقد فلكل واحد منهما حق إبقاء العقد أو إلغاؤه ما دام في المجلس أي محل العقد، ما لم يتبايعا على أنه لا خيار، والأصل فيه قوله صلى الله عليه وسلم، «البيعان بالخيار ما لم يتفرقا»<sup>(3)</sup>.

9- خيار العيب: يراد به أن يحرم على الإنسان أن يبيع سلعة بها عيب دون بيانه للمشتري، ومتى تم العقد وقد كان المشتري عالما بالعيب فإن العقد يكون لازماً ولا خيار له لأنه رضي به.

من جملة هذه الخيارات الإسلامية يمكن لسوق رأس المال الإسلامي أن تنمو ويكبر حجمها، بفعل ثقة الأفراد وازدياد عدد المتعاملين مع هذه السوق جراء الأمان والطمأنينة على أموالهم، وإن وجدت المخاطر فتتوزع بعدالة، ودون أن تلقى على طرف على حساب الطرف الآخر، وهذا النمو يزيد السيولة المالية في السوق الإسلامية فيجعلها أكثر نموا وازدهارا<sup>(4)</sup>.

(1) - نفس المرجع السابق، ص 28.

(2) - فيصر عبد الكريم الهبتي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات). دمشق: دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2006، ص 246.

(3) - نفس المرجع السابق، ص 246.

(4) - عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، مرجع سابق، ص 67.

**المطلب الثالث: عقود المبادلات في سوق رأس المال التقليدي.**

عقود المبادلات هي أحد العقود المصنفة ضمن عقود المشتقات المالية، يتم التعامل بها في الأسواق غير المنظمة، ولهذا لا تخضع لشروط نمطية محددة، كما هو الحال في العقود المتداولة في الأسواق المنظمة، وهنا سوف يتم التطرق إلى مفهوم عقود المبادلات وأنواعها ونظرة الإسلام إليها.

**الفرع الأول: مفهوم عقود المبادلة وتاريخها في سوق رأس المال التقليدي.****أولاً : تعريف عقود المبادلات SWAPS .**

عقود المبادلات عبارة عن اتفاق تعاقدية، يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق، ويتعهدان بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما لطرف آخر، وذلك دون إخلال بالتزام أي منهما الأصلي تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد، أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يمتلكها، وذلك دون إخلال بحق كل منهما لتلك الأصول<sup>(1)</sup> خلال فترة مستقبلية وهذا على فترات دورية، لذلك عرفت بأنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ<sup>(2)</sup>.

**ثانياً: أسباب استخدام عقود المبادلات.**

1. الحصول على الفرق بين معدلات الإقراض في الأسواق المعومة وتلك الثابتة لمنشآت.

2. إنها أداة لإدارة المخاطر والتحوط.

3. إنها منخفضة التكلفة.

4. إنها تتمتع بمرونة مالية: فكثير من المنشآت تضع مرونة المبادلات موضع الاعتبار فهذه المنشآت تستطيع

أن تصدر سندات ذات سعر فائدة معوم إذا ما استشعرت أن أسعار الفائدة تأخذ اتجاهها تراجعياً، وإذا

ما استشعرت نقيض ذلك فإنها تقوم بتحويلها إلى سندات ذات عائد ثابت.

وقد نشأ أول عقد مبادلة عام 1981 فقط، إلا أنه بلغ عشرات التريلونات من الدولارات الأمريكية مع

منتصف التسعينات ونحو 48 تريليون دولار عام 2000<sup>(3)</sup>.

**الفرع الثاني: أنواع عقود المبادلات وآلية عملها.**

لعقود المبادلات أنواع عديدة لعل من أهمها وأكثرها شيوعاً ما يلي:

**1-عقود مبادلة أسعار الفائدة:**

تمت هذه العقود بين طرفين كل منهما يرغب في مبادلة نوع مختلف من التدفقات النقدية.

➤ ولهذه العقود ست أركان هي<sup>(4)</sup>:

(1) - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع، سابق، ص 549.

(2) - بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 154.

(3) - أبو سليمان عبد الوهاب إبراهيم، فقه المعاملات الحديثة. مكة المكرمة: دار ابن الجوزي، 2005، ص 127.

(4) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، الجزء 2، ص 1094.

أ- دافع الفائدة الثابتة: يمثل الطرف الأول لعقد المبادلة، حيث يقوم هذا الطرف بدفع الفائدة الثابتة في مقابل الحصول على الفائدة المتغيرة، لذلك يطلق عليه دافع الفائدة الثابتة، ويهدف هذا الطرف إلى التحوط ضد مخاطر ارتفاع معدلات الفائدة، وعلى هذا الأساس إذا كان معدل الفائدة المتغير أعلى من معدل الفائدة يحصل هذا الطرف على الفرق من الطرف الثاني (المحزر).

ب- واقع الفائدة المتغيرة: يمثل الطرف الثاني لعقد المبادلة، حيث يقوم بدفع الفائدة المتغيرة في مقابل الحصول على الفائدة الثابتة لذلك يطلق عليه دافع الفائدة المتغيرة، ويهدف هذا الطرف إلى التحوط ضد مخاطر انخفاض معدلات الفائدة، وعلى هذا الأساس إذا ما انخفض معدل الفائدة المتغيرة عن معدل الفائدة الثابتة يحصل هذا الطرف على الفرق من الطرف الأول (المشترى).

ج- معدل الفائدة الثابتة: وهو سعر الفائدة الثابت في العقد والذي يتفق عليه الطرفان، ويحصل الطرف الثاني (المحزر) في مقابل أن يدفع لطرف الأول (المشترى) معدل الفائدة المتغير.

د- معدل الفائدة المتغير: قد يتفق طرفي عقد المبادلة على أن يكون سعر الفائدة المتغير هو متوسط سعر الفائدة في السوق لحظة تسوية عقد المبادلة ويعتبر سعر الفائدة المتغير المحسوب على أساس أكثر أسعار الفائدة المتغيرة المحسوب على أساس أكثر أسعار الفائدة المتغيرة استخداما في عقود المبادلة و هو معدل الفائدة على القروض بين البنوك في سوق الدولار الأوروبي.

هـ- التسوية: تتم تسوية عقد المبادلة على أساس دوري متفق عليه ( ربع سنوي، نصف سنوي،...) وتجدد الإشارة إلى أن تسوية عقود المبادلة لا تتم يوميا لذلك يطلق على الأرباح أو الخسائر في عقد المبادلة أرباح أو خسائر ورقية، كذلك يلاحظ أن عملية التسوية تتم على أساس معدل الفائدة المتغير في الفترة التي تسبق عملية التسوية مباشرة بالمقارنة بمعدل الفائدة الثابت ، فلو أن عقد للمبادلة تتم تسويته مرتين سنويا في 15 مارس و15 سبتمبر فإن التسوية في 15 سبتمبر تتم على أساس آخر سعر لمعدل الفائدة المتغير قبل يوم 15 سبتمبر.

و- قيمة عقد المبادلة: وهو المبلغ المتفق عليه بين طرفي عقد المبادلة ويمثل قيمة عقد المبادلة نفسه.

➤ أنواع عقود مبادلة أسعار الفائدة :

لهذا النوع من العقود أنواع عديدة غير أن أهمها عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة والمتغيرة.

عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة والمتغيرة: يراد بها عقود المبادلة التي يكون موضوعها مبادلة أسعار فائدة ثابتة يدفعها طرف ما، في مقابل ما عليه من التزامات ( ديون) بأسعار فائدة متغيرة يدفعها طرف آخر في مقابل ما عليه من التزامات أيضا، ويريد الطرف الأول أن يحول التزاماته بدفع الفائدة الثابتة إلى الطرف الثاني، في مقابل أن يتحول التزام الطرف الثاني بدفع الفائدة المتغيرة إليه، من غير أن يكون هناك أي ارتباط بين عقد المبادلة وبين العقد السابق الذي نشأ عنه التزام كل منهما.



ولتوضيح فكرة هذا النوع من العقود، نفترض أن إحدى شركات الاستثمار حملت من أحد البنوك على قرض قصير الأجل قيمته 10 مليون دج، يتم تحديده دوريا ويخضع لمعدل فائدة متغيرة وتريد هذه الشركة استثماره في فرص استثمارية بعائد ثابت بمبلغ 9%، ونظرا للمخاطر التي قد تعترض لها هذه الشركة إذا ما ارتفعت معدلات الفائدة على القروض، قامت بإبرام عقد مبادلة سعر فائدة ثابت بمتغير مع إحدى المؤسسات المالية، حيث ينص الاتفاق على أن تدفع الشركة للمؤسسة المالية فائدة ثابتة قدرها 10%، وتتم التسوية بشكل شهري مقابل أن تدفع لها المؤسسة المالية فائدة متغيرة فحسب على أساس 360 يوم في السنة، فإذا افترضنا أنه بعد مرور شهر على توقيع عقد المبادلة بلغ معدل الفائدة 10.5% فإن قيمة المدفوعات التي ستقوم بها شركة الاستثمار للمؤسسة المتغير على أساس المالية<sup>(1)</sup>.

## 2- عقود مبادلة العملات:

يمكن تعريفها على أنها: (عقد بين طرفين، لبيع عملة بعملة أخرى بيعا حالا، ثم إعادة شرائها بالعملة الأخرى نفسها، بشرط تأجيل العملتين إلى وقت لاحق، بسعر صرف متفق عليه وقت العقد، مماثل لسعر الصرف في العقد الأول أو مختلف عنه).

تهدف عقود مبادلة العملات إلى تغطية مخاطر التقلبات المحتملة مستقبلا في أسعار صرف العملات، وفي ظل هذه العقود عادة ما يتم شراء أو بيع عملة مقابل عملة أخرى في السوق الحاضر وفي نفس الوقت تجري عملية متزامنة في السوق الأجل، وذلك لبيع العملة التي سبق شراؤها أو شراء العملة التي سبق بيعها<sup>(2)</sup>. ومثال ذلك أن يتفق شخص مع أحد البنوك على إجراء عقد مبادلة الدينار الجزائري بالدولار الأمريكي وفقا للخطوات التالية:

أ- شراء 50000 دولار من البنك شراء حالا بعقبة تسليم الدولارات على أساس سعر الصرف الحالي وقدره 75 دينار لكل دولار (3750000).

ب- إعادة بيع الدولار الأمريكي في الوقت نفسه بالدينار الجزائري من البنك نفسه على أساس سعر الصرف الأجل وقدره 71 دينار لكل دولار على أن يتم التسليم بعد ستة أشهر من تاريخ العقد (3550000)، وتجدر الإشارة إلى أن تحديد سعر الصرف الأجل يتوقف على مقدار معدل الفائدة على الإقراض والإيداع بالنسبة لكلا العملتين.

## 3- عقود مبادلة معدل عوائد الأسهم:

عرفت على أنها: «الاتفاق بين طرفين على المقايضة في تاريخ لاحق لمعدل العائد على سهم معين، أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على السهم، أو أصل مالي آخر».

(1) - نفس المرجع السابق، ص 1096.

(2) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص 70.

## 4- عقود مبادلة السلع:

يراد بعقد مبادلة السلع: أن يقوم أحد الطرفين بالشراء الآني من الطرف الآخر لكمية معينة من السلعة محل التعاقد بالسعر السائد، ويتم تسديد الثمن فوراً، وبيعها له في نفس الوقت بيعا آجلاً بسعر متفق عليه مسبقاً، وبحيث يتم السداد على فترات متفق عليها أيضاً.

## الفرع الثالث: التوصيف الشرعي لعقود المبادلات.

يعنى هذا الفرع بتوضيح التقدير الشرعي لعقود المبادلات بأنواعها.

## أولاً: التوصيف الشرعي لعقد مبادلة أسعار الفائدة.

عقود مبادلة أسعار الفائدة هي عقود لمبادلة أسعار الفائدة على مبلغ محدد بفائدة متغيرة على ذات المبلغ، والحقيقة أن المبادلة ليست بين فوائد القروض كما قد يظهر، وإنما هي بين مقدار معلوم من النقود يقدر بمعدل الفائدة على مبلغ محدد بمقدار آخر غير معلوم وقت التعاقد، وإنما يتم تحديده بالنظر إلى أسعار الفائدة السائدة في السوق المحددة لإجراء المقابلة، وهو في حقيقته الشرعية بيع نقود بنقود، مع التفاضل والتأجيل، فدخل في ذلك الربا بنوعيه: ربا الفضل ورا النسبية، وهذا ظاهر في تحريم هذا النوع من عقود المبادلات للأدلة الشرعية الثابتة الدالة على تحريم الربا بنوعيه إذا كانت النقود من جنس واحد (أي من عملة واحدة)، وتكون ربا نسبية فقط إذا كانت النقود من جنسين مختلفين (أي من عملتين مختلفتين)، وهو ظاهر في تحريم هذا النوع من عقود المبادلات، وأن الواجب في بيع النقود بالنقود (الصرف) التماثل والحلول والتقابض في المجلس إذا كانت النقود من جنس واحد، والحلول والتقابض فقط إذا كانت من جنسين<sup>(1)</sup>.

وأمر آخر يقضي بتحريم هذا النوع من العقود، وهو اشتماله على القمار، وذلك لدخول الطرفين في العقد على أن يدفع أحدهما للآخر الفرق بين المبلغين في الأجل المحدد، بحسب ما تكون عليه أسعار الفائدة في ذلك الأجل، فكان كل واحد من المتعاقدين إما غانماً أو غارماً، وهذه حقيقة القمار<sup>(2)</sup>.

## ثانياً: التوصيف الشرعي لعقد مبادلة العملات.

بالنظر في عقد مبادلة العملات يتبين أنه يشتمل على عقدين:

1. العقد الأول: بيع عملة بعملة أخرى بيعا حالاً، وهذا لا إشكال فيه بحد ذاته، إذا حصل التقابض في مجلس العقد، لأنه صرف توفرت فيه شروطه من الحلول والتقابض<sup>(3)</sup>، أما إذا كان غير ذلك فإنه يخرج من نطاق الجواز لما في من هدم لإحدى هذين الشرطين، هذا من جهة العقود ومن جهة أخرى المبادلة تمت بتبادل مشروط للقروض حيث أن الشركة الأولى تقرض الثانية على شرط أن تقرض الثانية الأولى<sup>(4)</sup>.

(1) - صالح كامل، محاضرات في الاقتصاد الإسلامي والأسواق المالية. دمشق: المنار للنشر والتوزيع، 2003، ص 547.

(2) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، الجزء 2، مرجع سابق، ص 1104.

(3) - نفس المرجع السابق، ص 1104.

(4) - بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 163.

2. العقد الثاني: بيع العملة المشتراة في العقد الأول بالعملة الأخرى بيعا آجلا، وهذا عقد محرم، لأنه صرف مستأجر تأجل فيه قبض العوضين فدخله ربا النسيئة، وبيع الدين بالدين مجمع على تحريمه.

ثالثاً: التوصيف الشرعي لعقد مبادلة عوائد الأسهم.

عقد مبادلة عوائد الأسهم هو في حقيقته عقد لمبادلة نقود بنقود مع التأجيل، وجهالة مقدار النقود عند التعاقد، حيث لا يعلم قدرها إلا في وقت المحدد لإجراء المبادلة، وهذا العقد وفقاً لهذا التكييف يتضمن المحاذير الشرعية الآتية: الربا بنوعيه، بيع الدين بالدين، الغرر، القمار، وكل واحد من هذه المحاذير كاف وحده في تحريم هذا النوع من العقود فكيف بما مجتمعة.

رابعاً: التوصيف الشرعي لعقد مبادلة السلع.

هذا النوع من أنواع المبادلات غير جائز شرعاً لقيامه على المخالفات الشرعية التالية:

عقد مبادلة السلع يظهر فيه قصد التحايل على الربا، وأن المراد فيه أخذ النقود بنقود أكثر منها بدليل أن السلعة ليست مقصودة بالعقد، ولهذا لا يجري لها قبض أصلاً.

وما فيه من قمار لانعدام تبادل المبيع ولكن بدفع الفارق بين السلعتين، وما فيه من غرر لعدم تبيان سعر البيع أو سعر الشراء الذي يترك يومياً لسعر السوق.

وبذلك يتبين أن عقد مبادلة السلع بالصورة المذكورة، غير جائز شرعاً والله أعلم<sup>(1)</sup>.

(1) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 548.

## المبحث الثالث: المؤشرات في سوق رأس المال الإسلامي

تعتبر المؤشرات مرشداً بيانياً للاستثمار في أسواق رأس المال وخاصة سوق الأسهم والمخاطر الاستثمارية، وطبقاً لحاجة المستثمرين والمؤسسات ورغبتهم بوجود مؤشرات يتم على ضوءها تسعير منتجاتهم الشرعية وتقدير العوائد للعقود الممتدة عبر الزمن وقياس الأداء، ولقد كانت هناك تجربة إنشاء مؤشر داو جونز الإسلامي وفاينانتشال تايمز الإسلامي.

### المطلب الأول: مفهوم المؤشرات وأنواعها.

إنَّ المؤشرات ما هي إلا دليل من الأدلة يستدل بها عن اتجاهات الصعود والهبوط لأسعار الأسهم، وبالتالي فهي مرشد بياني للاستثمار في الأسهم وهنا سوف يتم التعريف بالمؤشرات وتبيان أهميتها وتاريخها كالآتي:

#### الفرع الأول: تعريف المؤشرات وتاريخها.

أولاً: تعريف المؤشر لغة واصطلاحاً.

#### 1- تعريف المؤشر لغة:

المؤشر مفرد مؤشرات والمؤشر شبيه بالترمومتر الذي يقيس درجة الحرارة في الجو، وبالتالي فإنه يقيس حركة الأسعار والتداولات في السوق المالي صعوداً وهبوطاً، إيجاباً وسلباً<sup>(1)</sup>.

#### 2- تعريف المؤشر اصطلاحاً:

عرفه مجمع الفقه الإسلامي بأنه: «رقم حسابي يحسب بطريقة إحصائية خاصة، يقصد منه معرفة حجم التغير في سوق معينة، وتجري عليه مبيعات في بعض الأسواق».

وعرف أيضاً بأنه: المقياس (الترمومتر) الذي يتم بواسطة قياس التغيرات والاتجاهات في السوق المالي وخاصة في السوق المالي وخاصة في مجال الأوراق المالية.

كما أنَّ المؤشر يعني مجموعة من الأسهم يتم تحديد ثمنها في البورصة عبر المؤشرات المعتمدة كمؤشر داو جونز.<sup>(2)</sup>

إذاً المؤشر عبارة عن رقم قياسي يقيس التطورات السعرية الحاصلة في التعاملات العاجلة و الآجلة في الأسواق المالية<sup>(3)</sup>.

(1) - القرني محمد علي، الأسهم والاختيارات والمستقبلات أنواعها والمعاملات التي تجري فيها. جدة: مجلة المجمع، العدد السابع، 1991، ص 217.

(2) - معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية. عمان: دار الصفاء للنشر والتوزيع، 2003، الطبعة الأولى، ص 91، 92.

(3) - نفس المرجع السابق، ص 36.

## ثانيا: تاريخ المؤشرات.

يرتبط الحديث عن تاريخ المؤشرات المستعملة في أسواق الأوراق المالية بالحديث عن تاريخ هذه الأسواق نفسها، ومن هنا يعد سوق نيويورك المالي من أقدم وأكبر الأسواق المالية الدولية في العالم حاليا، وقد أنشأ هذا السوق في عام 1817م، وقد حقق نمواً متسارعا، حيث بلغت استثماراته الكلية أكثر من 4,5 تريليون دولار علماً بأنَّ هذا السوق يعتمد على مجموعة من المؤشرات من أهمها المؤشر الصناعي داو جونز، حيث يعتبر أقدم مؤشر لقياس أسعار الأوراق المالية وتطوراتها، كما يعتبر أقدم مؤشر لقياس الأسعار في الأسواق المالية. وهذا يبين مدى قدم هذه المؤشرات، تبعاً لقدم الأسواق التي تتعامل بها والتي تعمل فيها هذه المؤشرات بوظيفة المقياس للنشاط المالي فيه<sup>(1)</sup>.

## ثالثا: أهمية المؤشرات.

للمؤشرات في أسواق المال العالمية أهمية كبرى، ففي حين أنها تعكس التطورات الجارية في هبوط أو نزول الأسعار إلا أنه أصبح لها دور آخر أكبر أهمية، حيث أصبحت أداة استثمارية أو صكوك مالية أو نقدية. كما أنها تؤدي دوراً هاماً في قياس مدى هبوط أو ارتفاع أسعار الأسهم والسندات في الأسواق المالية الدولية كما أنه يقيس كفاءة السوق من خلال احتساب عوائد الشركات المختلفة، وبالتالي فإنَّ المؤشرات لها دور مهم في اقتصاديات اليوم.

ومن هنا فإنه يمكن إجمال أهم الأهداف التي تؤديها المؤشرات في اقتصاد اليوم من خلال ما يلي:

1. تقييم كفاءة السوق.
2. تعديل المحفظة الاستثمارية وذلك على وفق أفضل المؤشرات السائدة في السوق الدولي.
3. استخدام المؤشرات لتحليل حركات الأسعار في الأسواق وربطها بالتغيرات في أسواق السلع والخدمات.
4. كشف عيوب الاقتصاد الوطني من حيث الركود أو التضخم .
5. وهنالك دور جديد لهذه المؤشرات حيث استخدمت أحياراً كأساس لمتابعة النشاطات غير المشروعة لبعض الشركات.

من خلال ما سبق يظهر لنا جلليا الدور الهام الذي تقوم به المؤشرات في اقتصاديات العصر حيث صارت هي المقياس الوحيد لحركة الأسعار في هذه الأسواق وخاصة أسواق الأسهم العالمية<sup>(2)</sup>.

## الفرع الثاني: أنواع المؤشرات.

توجد العديد من المؤشرات الدولية وسوف نستعرض أهمها:

1. مؤشر داو جونز الصناعي في الولايات المتحدة الأمريكية: وهو مجموع أسعار أسهم 30 شركة مختارة لأهميتها وحجمها مقسوما على رقم ثابت هو منخفض في قياس مستوى الأسعار ارتفاعا وهبوطا، ويشار إلى هذا

(1) - محمد أمين ولد عالي الغلاوي، مرجع سابق، ص 333.

(2) - القرني محمد علي، الأسهم والاختيارات والمستقبلات أنواعها والمعاملات التي تجري فيها، مرجع سابق، ص 573.

- المؤشر بعلامة <sup>(1)</sup> djla، وقد اتخذت هذا المؤشر سوق نيويورك في الولايات المتحدة الأمريكية والتي أنشأت عام 1817م.
2. مؤشر ستاندربورد 500: وهذا المؤشر يعتبر أيضا من أهم المؤشرات في أسواق المال في الولايات المتحدة الأمريكية، وخصوصا في أسهم سوق نيويورك وهو أكثر دقة، إذ أنه يقيس التغير في قيمة حافظة استثمارية لكونه من أسهم 500 شركة، حيث أنه لكل شركة وزن معتمد على القيمة الكلية لجميع أسهم الشركة في السوق.
3. ثم مجموعة مؤشرات نازداك للقيم السوقية .
4. ويعتبر سوق لندن من أكبر الأسواق المالية الدولية في أوروبا، وهو يضم حسب إحصائيات منتصف التسعينات 2600 شركة محلية وتتداول فيها 2700 ورقة مالية قيمتها الكلية تزيد على 561 مليار دولار وتعامل بالمؤشر fla وغيره .
5. ويعتبر سوق طوكيو في اليابان أكبر سوق على مستوى آسيا حيث تأسس سنة 1878 م، وقد ضمت هذه السوق في منتصف التسعينات 1781 شركة بلغت القيمة السوقية الكلية لأوراقها 3,6 تريليون دولار أمريكي وتعتمد هذه السوق على مؤشر Topix والذي يقوم على القيم السوقية وعدد أسهمه 1800 سهم ويشار إليه اختصارا ب Tsek كما أنه يستخدم أيضا مؤشر نيكى Nikkei.
6. ويعتبر سوق باريس المالي من أهم الأسواق الدولية في أوروبا، ويستخدم هذا السوق مؤشر (CAC) ويضم هذا المؤشر 212 شركة و يقوم على القيم السوقية، وكانت سنة الأساس بالنسبة له عام 1981م.
7. كما يعتبر سوق ألمانيا من أهم الأسواق الأوروبية ويستخدم المؤشر dax وهو يضم 30 شركة من أكثر الشركات كفاءة و موزون بقيم سوقية وحددت سنة 1987 م كسنة أساس بالنسبة له <sup>(2)</sup>.

### الفرع الثالث: التقدير الشرعي للمؤشرات في سوق رأس المال الإسلامي.

لقد ذهب كل من الدكتور القرني والدكتور القره الداغي إلى أن التعامل بالمؤشرات صورة من صور القمار لأن ما يدفعه المشتري يحصل في مقابله على فرصة ربح تعتمد على الحظ والمخاطرة فقط، ولأن ما يحصل عليه من عائد ليس له مصدر حقيقي، لكنه شبيه بالميسر يكسب الطرف الأول خسارة الطرف الثاني اعتمادا على ما قامر عليه.

وقد ذهب مجمع الفقه الإسلامي في قراره رقم 7/1/65، المنعقد في جدة بالمملكة العربية السعودية بشأن الأسواق المالية إلى حرمة التعامل بالمؤشرات بيعاً وشراءً، حيث جاء في القرار: «لا يجوز بيع وشراء المؤشر لأنه مقامرة بحتة، وهو بيع شيء خيالي لا يمكن وجوده»<sup>(3)</sup>.

(1) - طاحون نصر علي، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية. مصر: دار النهضة العربية، 2003، ص 160.

(2) - بلول مختار محمد، كيف تستثمر أموالك في الأسهم والسندات. القاهرة: المكتب المصري الحديث، 1992، ص 111.

(3) - القرني محمد علي، الأسهم والاختيارات والمستقبلات أنواعها والمعاملات التي تجري فيها مرجع سابق، ص 575.

## المطلب الثاني: إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية كبديل لمؤشرات السوق العالمية التقليدية.

بما أنّ التعامل بالمؤشر بشكله الحالي صورة من صور القمار، أعطت الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي بديلاً مناسباً، حيث أنشأت مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية للأشخاص الراغبين في الاستثمار وفقاً لموجهات الاقتصاد الإسلامي، وأنّ هذه المؤشرات تسير على خطى الأسهم الخاضعة للشرعية الإسلامية في كل أنحاء العالم فقد تنوعت إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية إلى نوعين: مؤشرات داو جونز الإسلامية ومؤشرات فاينانشيال تايمز الإسلامية، ثم التعرف على العوامل التي ساعدت في ظهورها وانتشارها.

### الفرع الأول: إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية.

#### أولاً: مؤشرات داو جونز الإسلامية Dow Jones Islamic Indexes.

يعود ظهور وانتشار مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية في الأسواق المالية العالمية إلى نهاية القرن العشرين بإصدار مؤشرات داو جونز لسوق رأس المال الإسلامي، التي صدرت للمرة الأولى في العام 1999 وتم الإعلان عنها من المنامة في البحرين، إذ يتكون من 600 شركة عالمية تستجيب لمعتقدات المسلمين، وتستخدمه الآن حوالي 28 ألف شركة على مستوى العالم<sup>(1)</sup>، ومن الجدير بالذكر أنّ شركات المؤشرات ليست من الدول الإسلامية فحسب، ولكنها من حوالي 48 دولة في العالم ومنها الولايات المتحدة الأمريكية، لتكون الأولى من نوعها لقياس الأسهم الاستثمارية العالمية التي تمثل للشرعية الإسلامية، تم اختيارها من 2700 سهم شركة تدخل في مؤشرات داو جونز العالمية، والبلد الإسلامي الذي يضمه هذا المؤشر هو اندونيسيا<sup>(2)</sup>.

تجدر الإشارة إلى أنّ مجلساً مستقلاً مختصاً بالإشراف على الشرعية، يُعنى بتقديم التوجيهات الإرشادية لمؤشرات داو جونز في الأمور المتعلقة بامتنال الشركات وأهليتها للمشاركة في مؤشرات داو جونز للسوق المالية الإسلامية يسمى المجلس الاستشاري الشرعي، مكوناً من ستة أعضاء علماء شريعة واقتصاد إسلامي لهم خبرة طويلة وكبيرة في أعمال هيئات الرقابة الشرعية في عديد من المؤسسات المالية والإسلامية وهم (د. عبد الستار أبو غدة - د. محمد داود بكر - د. محمد القري - د. يوسف طلال - الشيخ محمد تقي العثماني - والشيخ أحمد ماکو)<sup>(3)</sup>، من الدول التالية: سوريا، باكستان، البحرين، المملكة العربية السعودية، ماليزيا، الولايات المتحدة الأمريكية

تضم السلسلة أكثر من 100 مؤشر، مما يجعلها الأكثر شمولية لمقاييس سوق رأس المال الإسلامي، حيث إنّها تشمل مؤشرات إقليمية وقطرية وصناعية تدرج جميعها ضمن مؤشر داو جونز لسوق رأس المال الإسلامي

(1) - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية، مرجع سابق، ص32.

(2) - بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص164.

(3) - زيد عبادات، التجربة الماليزية. نموذج للمصرفية الإسلامية. At www.austriaday. تاريخ الزيارة: 13-07-2011

موزعة على أسواق العالم التي يتم التعامل فيها إسلامياً مثل: مؤشرات داو جونز الإسلامي الأمريكي والياباني والإنجليزي والأوروبي والكندي والآسيوي والمليزي، وهكذا...، كما تعد مؤشرات حسب النشاط الاقتصادي وتوجد أيضاً مؤشرات داو جونز الإسلامية للتكنولوجيا، والاتصالات، والصناعة، والنفط والغاز، والخدمات المالية.

#### ثانياً: مؤشرات فاينانشيال تايمز الإسلامية Ftse Global Islamic Indexes

صممت بورصة فاينانشيال تايمز البريطانية في 13 جويلية 2000م مؤشرها الإسلامي العالمي فاينانشيال تايمز الإسلامي، لتتبع أداء شركاتها القائمة أنشطتها مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وتضم خمسة مؤشرات من فاينانشيال تايمز الإسلامية وهي: المؤشر الإسلامي لكل العالم، والمؤشر الإسلامي لأمريكا، والمؤشر الإسلامي لأوروبا، والمؤشر الإسلامي لآسيا والباسيفيك، والمؤشر الإسلامي لجنوب إفريقيا، وتغطي هذه المؤشرات الخمسة 29 دولة من أسواق المال العالمية، وتستعين مؤشرات فاينانشيال تايمز الإسلامية بمجلس للإشراف التشريعي يضم أربعة من العلماء في الشريعة الإسلامية<sup>(1)</sup>.

#### الفرع الثاني: العوامل التي ساعدت في ظهور وانتشار مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية. يمكن اختصارها فيما يلي<sup>(2)</sup>:

أولاً: ظاهرة المسؤولية الاجتماعية للاستثمار، حيث ظهرت كثير من صناديق الاستثمار التي تتجنب بعض الفئات من الأسهم، مثل أسهم شركات الدخان والأسلحة والطاقة النووية وتلك التي تلوث البيئة، كما أن كثيراً من المسيحيين يرفضون وضع أموالهم في صناديق تستثمر تبعاً للمسؤولية الاجتماعية إذا كانت تتعامل في أسهم مثل شركة "الت ديزني" لكونها تبيع خدمات لا تتفق والتقاليد العائلية، إلا أن الكثير من الصناديق والمؤشرات الإسلامية تناسب رغبة المسيحيين وأصحاب العقائد الأخرى، خاصة الذين يرفضون الاستثمار فيما يسمى بأسهم الخطيئة.

ثانياً: تزايد اهتمام المستثمرين بربط أصولهم بالمؤشرات بدلاً من الاعتماد كلياً على استراتيجيات الإدارة النشطة لأموالهم.

ثالثاً: مع وجود أكثر من 102 بليون مسلم في العالم، وتزايد الطلب على الخدمات المالية الإسلامية ساهمت المواقع الإسلامية في إظهار حجم الطلب، مما أدى إلى انتشار التمويل الإسلامي وهو ما دفع المؤسسات المالية الإسلامية إلى تطوير المنتجات المالية الإسلامية لتحقيق الأرباح المحتملة من تلبية هذا الطلب.

رابعاً: الانتشار الجغرافي للمستثمرين المسلمين من ذوي الدخل المتوسط الذين يعيشون في الغرب حيث يمثلون القطاعات الأسرع نمواً لصناعة الخدمات المالية الإسلامية.

(1) - حنان إبراهيم النجار، آلية بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي ومتطلباته في أسواق المال العالمية. بحث مقدم للمؤتمر العلمي الخامس عشر: سوق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006، ص1382.

(2) - نفس المرجع السابق، ص1376.



**خامسا:** ظهور وانتشار البنوك الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية والمؤسسات التي تقدم خدمات التمويل والاستثمار الإسلامي.

**سادسا:** تزايداً وانتشارا الدراسات والمؤتمرات عن التمويل والاستثمار الإسلامي في كل دول العالم حتى غير الإسلامية، ساهم في فهم ودعم هذا الاتجاه.

**الفرع الثالث: أهمية مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية وغيرها من المؤشرات الإسلامية.**

تبدو أهمية مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية وغيرها من المؤشرات الإسلامية فيما يلي<sup>(1)</sup>:

**أولاً:** إنه يخدم القطاعات الأخرى في أسواق رأس المال الإسلامية، فعلى سبيل المثال كانت هناك مشكلة عند تقييم الصناديق الإسلامية، تتمثل في لجوء من يديرونها إلى استعمال معايير قياس مشتقة من مؤشرات داوجونز و world index لقياس الأداء الداخلي الخاص بهم، وبالتالي يتسبب هذا في عدم وجود نمط موحد وأساس سليم وموضوعي، لذلك فاستخدام هذا المؤشر المالي الإسلامي يخدم الأغراض المالية للصناديق الاستثمارية ويتماشى مع مبادئ الشريعة.

**ثانياً:** أصبح عدد صناديق الاستثمار بمؤشر داوجونز الإسلامي يصل إلى 100 صندوق، يبلغ إجمالي قيمتها المالية نحو 40مليار دولار، كما يؤدي وجود هذا المؤشر إلى اجتذاب جزء من الأموال العربية المستثمرة في الخارج، ليتم استثمارها داخل المنطقة العربية بشكل صناديق استثمارية، أو من خلال المشاركة في الشركات التي تدرج ضمن المؤشر.

**ثالثاً:** يعطي المؤشر أيضاً ميزة لنظام الاستثمار المالي الإسلامي عبر الإنترنت، إذ سيكون بمثابة الحل الأمثل للمؤسسات المالية والبنوك الإسلامية، حيث سيجعل لها ميزة تنافسية، لأن وجود مؤشر سوف ينشط من تلك الاستثمارات إذ سيتيح النظام الجديد لهذه المؤسسات إمكانية الاستجابة للطلبات المتزايدة لعملائها على الاستثمارات المالية الإسلامية، وذلك من خلال ما يقدمه النظام من فرصة كبيرة للدخول إلى كبريات أسواق المال العالمية، وتقديم خدماتها الاستثمارية لقاعدة عملائها.

**رابعاً:** يمكن المؤشر الإسلامي من تكوين محفظة تتمتع بالسيولة ومقاومة للركود، وتتمتع بالحماية ضد التضخم، بينما تؤمن توفير عائدات مجزية في السوق مقابل رسوم إدارة منخفضة.

**الفرع الرابع: آلية بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية.**

يتم اختيار مكونات مؤشرات داوجونز لسوق الأسهم الإسلامية على خطوتين:<sup>(2)</sup>

- الخطوة الأولى: يتم استبعاد أسهم الصناعات التي تحرمها الشريعة الإسلامية.

(1) - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية، مرجع سابق، ص31.

(2) - ا نفس لمرجع السابق، ص 1388.

- الخطوة الثانية: تطبيق معايير النسب المالية المسموح بها في مديونية الشركات التي اختيارها في الخطوة الأولى، وهي ثلاث نسب وتحدد لها حدود قصوى يجب ألا تتعداها الشركة لكي تقبل في المؤشر الإسلامي وتبقى ممثلة فيه وهي كالتالي :

1. نسبة الديون قصيرة وطويلة الأجل إلى الأصول أقل من 33%.

2. نسبة الديون قيد التحصيل أقل من 49%.

3. نسبة دخل الفائدة إلى الدخل التشغيلي العام أقل من 10%.

أما بالنسبة لنسبة دخل الفائدة إلى الدخل التشغيلي العام التي هي أقل من 10% فلا يجوز التعامل بأسهم شركة تتعامل بالربا حتى وإن كانت قد أسست بنشاط حلال.

وقد جاء في ندوة البركة سنة 1998م عن أسهم الشركات التي تودع الأموال الفائضة لديها في المصارف الربوية وتدخل الفوائد الربوية في مجموع أموال الشركة ولو كانت المبالغ ضئيلة، حيث كان للعديد من المشاركين آراء ثابتة في هذا الموضوع نقتبس منها بعض الآراء:

أ. د. وهبة الزحيلي: رئيس الهيئة الشرعي للمضاربة والمقاصة الإسلامية، أستاذ الفقه بكلية الشريعة بجامعة دمشق: «إن الحلال بين والحرام بين والأمر مرفوض تماما، وقال إنني أرفض رفضا كاملا المشاركة في الأنشطة المحرمة ولو جزئيا».

ب. الشيخ محمد تقي العثماني عضو الهيئة الشرعية الموحدة والقاضي بالمحكمة العليا بكراتشي: «الشركة غرضها الأساسي مشروع، ولكن قد تحصل الشركة على مساهمات من شركات أخرى غرضها حرام أو تساهم هي في شركات غرضها حرام، ويجب على الصناديق تجنب هذه الأنشطة كليا» أنشطة أسهم هذه الشركة.

ت. محمد مختار السلامي: عضو الهيئة الشرعية الموحدة ومفتي الجمهورية التونسية: «إن المبني على الفساد هو فاسد والفقيه لا يمكن أن يعطي قولا هو لا يؤمن به وإن كانت بعض الصناديق دخلت في مجالات أخرى محرمة، فلا يمن أن نقول إن نشاطها حلال».

ث. الصديق محمد الأمين الضيرير: رئيس الهيئة الشرعية لبنك البركة السوداني وأستاذ قسم الشريعة بكلية القانون بجامعة الخرطوم: «إن الأصل هو حرمة التعامل مع أنشطة تتعامل بالربا حتى ولو كان هدفها مشروعا، وإنني مع حرمة الاستثمار في هذه الشركات فالمبررات لا تبرر الإسهام في هذه الشركات، أما مسألة النسبة الحلال في الفائدة فإنه أمر لا يجوز وهو غير مقبول إطلاقا، أما الاقتراض بالفائدة فحرام ولو كان درهما واحدا».

## خلاصة الفصل الثالث:

تحرم العقود المستقبلية بجميع أنواعها، وهي العقود المستقبلية على السلع، وعلى أسعار الفائدة، وكذا العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم، وذلك لاشتمال هذه العقود على واحد أو أكثر من المحاذير الشرعية، لكن يمكن تطويرها في إطار عقد السلم نظرا للتشابه الكبير بين عقد السلم والعقود الآجلة أو المستقبلية وقد أجاز هذا التطوير، كذلك تطويرها في إطار عقد الاستصناع، حيث يعتبر من أقرب العقود الجائزة في الاقتصاد الإسلامي والتي تسمح بتأجيل تسليم الثمن والمبيع، وكذا دورهما في التحوط ضد تقلبات وفروقات الأسعار.

عقود الخيارات التي يتم التعامل بها في أسواق رأس المال التقليدية هي عقود مستحدثة لا تنطوي تحت أي عقد من العقود الشرعية المسماة، وتختلف عن شرط الخيار المعروف إذ تنوع إلى نوعين رئيسيين هما: عقد اختيار البيع، وعقد اختيار الشراء، يدفع فيهما أحد الطرفين، وهو مشتري الحق، عوضا للطرف الآخر، وهو معطي الاختيار (بائع الحق)، في مقابل تمتع المشتري بحق الاختيار بين البيع وعدمه في حالة اختيار البيع، أو الاختيار بين الشراء وعدمه في حالة اختيار الشراء، وبما أن العقود عليه ليس مالا ولا منفعة ولا حقا ماليا عنه فإنه غير جائز شرعيا وبما أن هذه العقود لا تجوز ابتداء فلا يجوز تداولها، وبذلك يتبين بطلان التعامل بعقود الاختيار المتعامل بها في أسواق رأس المال التقليدية.

من خلال الخيارات الإسلامية التحوطية كخيار الشرط وخيار الشراء الشبيه ببيع العربون، يمكن لسوق رأس المال الإسلامي أن تنمو ويكبر حجمها، بفعل ثقة الأفراد وازدياد عدد المتعاملين مع هذه السوق جراء الأمان والطمأنينة على أموالهم، وإن وجدت المخاطر فتتوزع بعدالة، ودون أن تلقى على طرف على حساب الطرف الآخر، وهذا النمو يزيد السيولة المالية في السوق الإسلامية فيجعلها أكثر نموا وازدهارا.

تنوع عقود المبادلات المتعامل بها في أسواق رأس المال التقليدية إلى الأنواع التالية:

أ- عقود مبادلة أسعار الفائدة: هو في حقيقته الشرعية بيع نقود بنقود، مع التفاضل والتأجيل، فدخل في ذلك الربا بنوعيه: ربا الفضل ورتبا النسئة إذا كانت النقود من جنس واحد (أي من عملة واحدة)، وتكون ربا نسئة فقط إذا كانت النقود من جنسين مختلفين (أي من عملتين مختلفتين)، وهو ظاهر في تحريم هذا النوع من عقود المبادلات، وكذا اشتماله على القمار، وذلك لدخول الطرفين في العقد على أن يدفع أحدهما للآخر الفرق بين المبلغين في الأجل المحدد، بحسب ما تكون عليه أسعار الفائدة في ذلك الأجل، فكان كل واحد من المتعاقدين إما غائما أو غارما، وهذه حقيقة القمار.

ب- عقد مبادلة العملات: يشتمل على عقدين: العقد الأول يشمل بيع عملة بعملة أخرى بيعا حالا، وهذا لا إشكال فيه بحد ذاته إذا حصل التقابض في مجلس العقد لأنه صرف توفرت فيه شروطه من الحلول والتقابض، أما إذا كان غير ذلك فإنه يخرج من نطاق الجواز لما في من هدم لإحدى هذين الشرطين، هذا من جهة العقود، من جهة أخرى المبادلة تمت بتبادل مشروط للقروض حيث أن الشركة الأولى تقرض الثانية على شرط أن تقرض الثانية

الأولى، أما العقد الثاني فهو بيع العملة المشتراة في العقد الأول بالعملة الأخرى بيعا آجلا وهذا عقد محرم لأنه دخله ربا النسيئة وبيع الدين بالدين المحرم.

ج- عقد مبادلة عوائد الأسهم: غير جائز لتضمنه المحاذير الشرعية الآتية: الربا بنوعيه، بيع الدين بالدين، الغرر، القمار، وكل واحد من هذه المحاذير كاف وحده في تحريم هذا النوع من العقود فكيف بها مجتمعة.

د- عقد مبادلة السلع: غير جائز لقيامه بالتحايل على الربا وأن المراد فيه أخذ النقود بنقود أكثر منها بدليل أن السلعة ليست مقصودة بالعقد، ولهذا لا يجري لها قبض أصلا، إضافة لما فيه من قمار لانعدام تبادل المبيع ولكن بدفع الفارق بين السلعتين، وما فيه من غرر لعدم تبيان سعر البيع أو سعر الشراء الذي يترك يوميا لسعر السوق.

لقد ذهب مجمع الفقه الإسلامي في قراره حول شرعية المؤشرات إلى أن التعامل بالمؤشر في الأسواق العالمية محرم شرعا، لأنه بيع شيء وهمي معدوم، لكن الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي أعطت بديلا مناسباً، حيث أنشأت مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية للأشخاص الراغبين في الاستثمار وفقا لموجهات الاقتصاد الإسلامي، وأن هذه المؤشرات تسير على خطى الأسهم الخاضعة للشرعية الإسلامية في كل أنحاء العالم، وبالتالي فهي تتيح للمستثمرين الإسلاميين أدوات شاملة مبنية على منظور استثماري عالمي حقيقي، حيث تنوعت إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية إلى نوعين: مؤشرات داو جونز الإسلامية ومؤشرات فاينانشيال تايمز الإسلامية.

## الفصل الرابع

إجراءات التعامل وشرعية المعاملات في سوق رأس المال الإسلامي

## تمهيد:

تحتل مناقشة التقدير الشرعي للمعاملات والنشاطات المالية في أسواق رأس المال اليوم حيزاً مهماً في الدراسات الاقتصادية الشرعية، وخاصة في علم المعاملات المالية من منظور إسلامي.

وتعتبر المعاملات والعقود والصفقات هي من الوظائف التي يتم من خلالها يتم تداول الأصول المالية داخل سوق رأس المال (بيعا وشراء) من قبل المتعاملين مباشرة أو من خلال وكلائهم، سواء كانت "عاجلة أم آجلة" وسواء كانت لأغراض الاستثمار أو المضاربة، وفقاً للوائح وتنظيمات تكفل الاستمرارية والانضباط لمعاملات سوق رأس المال وسيورها بسهولة ويسر من طرف الأعضاء والسماسة والوسطاء، وبما أن هذه المعاملات يتم عقدها بصفقات بيع وشراء فهي تدخل ضمن عقود المعاملات المالية.

ونظراً لأهمية المعاملات والنشاطات المالية وتأثيرها على الاقتصاد، أمر الرسول صلى الله عليه وسلم ببناء سوق في المدينة بديلاً عن سوق اليهود والتي كانت تجري فيه المعاملات المحرمة، وكان صلى الله عليه وسلم يمر بنفسه على السوق لمراقبة العمل التجاري واستمر هذا الاهتمام في عهد الصحابة والتابعين حتى يومنا هذا حيث تطورت المعاملات والإجراءات في ظل النظام المالي الإسلامي.

وعلى هذا الأساس أردنا أن نبين وضع الإجراءات والمعاملات المالية ضمن إطارها المالي، ومعرفة ما يجري في السوق المالية من عمليات وجعلها تحت منظار الاقتصاد الإسلامي لنرى ما يصح منها وما يبطل، وذلك من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: إجراءات التعامل وشرعية المعاملات في سوق رأس المال الإسلامي.

المبحث الثاني: المعاملات العاجلة في سوق رأس المال الإسلامي.

المبحث الثالث: المعاملات الآجلة في سوق رأس المال الإسلامي.

## المبحث الأول: إجراءات التعامل وشرعية المعاملات في سوق رأس المال الإسلامي

تحكم تعاملات أسواق رأس المال التقليدي مجموعة من الإجراءات أهمها الوساطة المالية، وأوامر البيع والشراء، والتسعير، غير أن هذه الإجراءات بحاجة إلى تقدير شرعي، وهو ما يسعى هذا المبحث إليه من خلال وضع تصور لإجراءات التعامل في سوق رأس المال الإسلامي، حيث أنها تصب في سبيل وضع أسس شرعية لهذه الإجراءات من التعامل.

### المطلب الأول: الوساطة المالية في سوق رأس المال الإسلامي.

تعتبر عملية حشد المدخرات المالية المستقرة من المهام الأساسية لأجهزة الوساطة المالية في أي اقتصاد سواء كان نامياً أو متقدماً، حيث يتولى الوساطة في تداول الأوراق المالية أنواع من الوسطاء وقد تعددت تسميتهم، وهم: الوسيط، السمسار، والدلال وسيتم التعريف بالوساطة المالية وتبيان أهميتها والتعريف بالوسطاء، والضوابط الشرعية للوساطة المالية كآتي:

#### الفرع الأول: مفهوم الوساطة المالية وأهميتها.

سيتم تعريف الوساطة المالية ثم أهميتها.

#### أولاً: تعريف الوساطة المالية.

يمكن أن نلخص طبيعة الوساطة المالية بأنها «عمل يتضمن التقريب بين طرفين بقصد الربح ووظيفتها هي تخفيض تكلفة التبادل أو التعامل بين الوحدات الاقتصادية، وما يترتب عن ذلك من تشجيع العمل والإنتاج والتجارة»

#### ثانياً : أهمية الوساطة المالية.

إنَّ الحاجة للوساطة تنبع من واقع تفاوت الأفراد في المعرفة والمهارة والثروة، فهناك الثري الذي لا يعرف كيف ينمي ثروته، وهناك رجل الأعمال الذي يملك المهارة والخبرة التجارية لكنه لا يملك رأس المال، فإذا كان الأول بعيد عن الثاني ولا يستطيع التعرف عليه، تنشأ فرصة لطرف الثالث يعرف الطرفين ويملك ثقتهم يتولى التقريب بينهما، وإشباع حاجة كلا الطرفين، في مقابل ربح متفق عليه لتكون النتيجة تحقيق مصلحة جميع الأطراف<sup>(1)</sup>.

#### الفرع الثاني: مفهوم الوسيط، الدلال، والسمسار.

يطلق لفظ (الوسيط) على من يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية في سوق رأس المال نيابة عن العملاء، كما يطلق عليه في بعض الأسواق لفظ (السمسار) وبعضها لفظ (الدلال)، ولذا فسيتم ذكر معنى هذه الألفاظ الثلاثة في اللغة ثم في اصطلاح المتعاملين في الأسواق المالية وذلك فيما يأتي:

(1) - سامي إبراهيم السويلم، الوساطة المالية في الاقتصاد الإسلامي. الرياض: مجلة جامعة الملك عبد العزيز، العدد السابع، 1998، ص 89.

أولاً: التعريف اللغوي.

### 1-تعريف الوسيط:

يطلق لفظ وسيط في اللغة على الحسيب في قومه، يقال (فلان وسيط في قومه: إذا كان أوسطهم نسبا وأرفعهم محلا).

ويطلق الوسيط على المتوسط بين المتخاصمين، قال في الصحاح: (التوسط بين الناس من الوساطة).

### 2-تعريف الدلال:

الدلال في اللغة هو: الذي يجمع بين البائع والمشتري.

وعلى ذلك فالدلال والسمسار في اللغة بمعنى واحد وفي تعريف السمسار: (وهو الذي يسميه الناس الدلال، فإنه يدل البائع على الأثمان<sup>(1)</sup>).

### 3-تعريف السمسار:

السمسار في اللغة مفرد جمعه سماسرة والمرأة سمسارة والمصدر: السمسرة، ولفظ السمسار: فارسي معرب وهو المتوسط بين البائع والمشتري والسمسرة في اللغة: البيع والشراء<sup>(2)</sup>.

ثانياً: التعريف الاصطلاحي.

يستعمل لفظ الوسيط والدلال والسمسار في اصطلاح المتعاملين في الأسواق المالية للدلالة على معنى واحد، إلا أن لكل سوق استعمالاً خاصاً بها.

فيستعمل لفظ (الوسيط) في سوق الأسهم السعودي، وعرف بأنه: «الموظف الذي يختاره البنك التجاري على مستوى الفرع أو الوحدة المركزية للتداول، للقيام بأعمال الوساطة لعمليات بيع وشراء الأسهم، لصالح العملاء»<sup>(3)</sup>.

أما في سوق الكويت، فيطلق لفظ (الوسيط) على الشركة المرخص لها بممارسة أعمال الوساطة في بيع وشراء الأوراق المالية.

أما لفظ (دلال) فيستعمل في سوق البحرين للأوراق المالية، وقد عرف بأنه: «الشخص الطبيعي أو الاعتباري، المرخص له من قبل مجلس إدارة السوق بالتوسط في إبرام صفقات الأوراق المالية في السوق، لقاء عمولة معينة»<sup>(4)</sup>.

(1)- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، الجزء(1)، ص 419.

(2)- مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مذكرة تدرسية. جدة: جامعة الملك عبد العزيز، 2010 ص 49.

(3)- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، الجزء(1)، ص 423.

(4)- نفس المرجع السابق، ص 424، 425.



أما السمسار هو: الشخص الذي يقوم بالتفاوض بين طرفين أو أكثر لعقد صفقة أو إبرام اتفاقية، والبضائع موضوع التفاوض أو صفقة لا تصبح ملكا له ولا تنتقل إلى عهده، ولا يتصرف باسم عملائه في كلا الجانبين.

إن مهنة السمسرة مهنة قانونية، وإن التعامل في الأوراق المالية في سوق رأس المال لا يجوز إلا بواسطة أحد السماسرة المقيدين في السوق، ونظرا للمهمة التي يقومون بها يشترط أن تتوفر فيهم الشروط الآتية<sup>(1)</sup>:

1. الأهلية القانونية، كحمله جنسية البلد الذي يزاول فيه نشاطه، وسن العمل.
  2. النزاهة التجارية: كعدم إشهار إفلاسه داخليا أو خارجيا، وعدم إدانته لجناية أو تزوير أو مخالفة لقوانين النقد ما لم يرد إليه اعتباره.
  3. الكفاءة المالية: وذلك بأن يكون لديه رأس مال نقدي لا يقل عن المبلغ الذي تحدده لجنة سوق رأس المال، وذلك لضمان المبالغ التي تكون مطلوبة منه للعملاء أو للجنة السوق.
  4. الكفاءة الفنية: أي حصوله على حد أدنى من التعليم (شهادة بكالوريوس)، وإثبات خبرته في مجال سوق الأوراق المالية لمدة لا تقل عن ثلاث سنوات.
  5. الشروط الإجرائية: كاجتياز الاختبار التحريري والشفوي، والحصول على نسبة محددة من أصوات لجنة البورصة في اقتراع سري، ودفع رسم وتقديم كفالة مالية أو شخصية.
- بتوافر هذه الشروط في المرشح يقبل كسمسار في البورصة، ويقيد اسمه في سجل السماسرة، بعد تسديد رسوم القيد والاشتراك والتأمين، ويجوز أن يقوم السماسرة بمهنة السمسرة على شكل شركات سمسرة أيضا وشروط السمسار نفسها.
- من خلال تعريف السمسار تبين وظيفته الأساسية، وهي تنفيذ أوامر العملاء ببيع وشراء الأوراق المالية مقابل عمولة تحددها لوائح السوق، إضافة إلى تقديم المشورة والنصيحة لعميله عن السوق وعن التعامل على الأوراق المالية بعينها وإرسال الأوراق المالية إلى مختلف الشركات لتسجيل اسم المشتري الجديد، مع إتمام الصفقات وحفظ أسرار العملاء بعدم إعطاء أية معلومات عنهم لأية جهة مختصة.

#### الفرع الثالث: الضوابط الشرعية للوساطة المالية.

#### أولا: تعريف السمسار والدلال في اصطلاح الفقهاء.

- 1- عرف الحنفية السمسار بأنه: «اسم لمن يعمل للغير بالأجور، يبيعا وشراء» وبأنه: (المتوسط بين البائع والمشتري، يبيع ويشترى للناس بأجر من غير أن يستأجر) وبأنه: (الدال على مكان السلعة وصاحبها).
- وقد ذكر في الجوهرة النيرة أن السمسار غير الدلال والفرق بينهما هو: «أن السمسار هو الدال على مكان السلعة وصاحبها، والدلال هو المصاحب للسلعة غالبا».

- 2- وعرف المالكية السمسار بأنه: «المتوسط بين البائع والمشتري» وبأنه: «متولي البيع والشراء لغيره».

(1) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص ص 55، 56.

وجاء في كلام بعضهم في تعريف السمسار بأنه الدلال، ففي جواهر الإكليل شرحاً لقول خليل: «ورد سمسار جعلاً»: (أي: دلال، توسط بين البائع والمشتري)».

3- أما عند الشافعية فقد جاء تعريف السمسار بأنه: «المتوسط بين البائع والمشتري»، وجاء تعريف الدلال بأنه: «من ينادي على المتاع فيمن يزيده».

4- وجاء تعريف السمسار عند الحنابلة بأنه: «الذي يدخل بين البائع والمشتري للإمضاء البيع»، وجاء في تعريف الدلال بأنه: (السفير بين البائع والمشتري)<sup>(1)</sup>.

ثانياً: التوصيف الشرعي للوساطة (السمسرة) في البيع والشراء.

اتفق الفقهاء من أصحاب المذاهب الأربعة على جواز السمسرة في البيع والشراء، وأخذ الأجر عليها، من حيث الأصل، وإن وجد خلاف بينهم فيها من حيث نوع العقد الذي يرد عليها، كما سيأتي.

وقد نقل جوازها عن بعض السلف، كما نقلت كراهتها عن بعضهم، ويمكن حمل ذلك على كراهة التنزيه لا التحريم، لما يشوب السمسرة عادة من الحلف واللغو، والله أعلم.

ومما يدل على جواز السمسرة من حيث الأصل، ما يأتي:

أ- شيوع التعامل بها وانتشاره في عهد النبي عليه صلى الله عليه وسلم، من غير أن ينهى عنها، مما يدل على جوازها<sup>(2)</sup>.

إذ لو كانت غير جائزة لنهى عنها، وأنكر على من يتعامل بها، ومما يدل على انتشارها في عهده عليه الصلاة والسلام، ما جاء في الحديث: عن أبي غرزة - رضي الله عنه - قال: «كنا في عهد رسول الله نسمي السماسرة، فمر بنا رسول الله فسمانا باسم هو أحسن منه، فقال: «يا معشر التجار، إن البيع يحضره اللغو والحلف، فشربوه بالصدقة».

ب- حديث ابن عباس - رضي الله عنهما - قال: قال رسول الله. «لا تلقوا الركبان، ولا يبيع حاضر لباد»، قال: فقلت لابن عباس: ما قوله لا يبيع حاضر لباد، قال: لا يكون له سمسار.

قال ابن حجر رحمه الله: «مفهومه: أنه يجوز أن يكون سمساراً في بيع الحاضر للحاضر».

ج- أن السمسرة عمل مباح، يمكن أن يكون محلاً لعقد الإجارة، أو الجعالة، أو الوكالة بأجر، فكان جائزاً.

وفي هذا المعنى يقول ابن قدامة - رحمه الله - مستدلاً: «ولنا: أنها منفعة مباحة، تجوز النيابة فيها، فجاز الاستئجار عليها، كالبناء».

إذا علم ذلك، فإن التعاقد مع السمسار على السمسرة في البيع أو الشراء، أو فيهما معاً، لا يخلو من إحدى حالتين:

(1) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، الجزء(1)، ص ص 437،435.

(2) - مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سابق، ص 50.

- الحالة الأولى: أن تكون السمسرة مقدرة بالزمن، وذلك بأن يستأجر الراغب في البيع أو الشراء السمسار مدة معلومة، يبيع له فيها ويشترى، بحيث يستحق الأجر إذا عمل في المدة المحددة، سواء أتم البيع أو الشراء، أم لا.
- الحالة الثانية: أن تكون السمسرة مقدرة بالعمل، بحيث لا يستحق السمسار الأجر، إلا إذا تم البيع والشراء فعلا.

ويمكن تقدير هاتين الحالتين شرعا: (1)

➤ التقدير الشرعي للسمسرة المقدرة بالزمن: نص أصحاب المذاهب الثلاثة: الحنفية والمالكية والحنابلة، على جواز السمسرة في البيع والشراء، إذا كانت مقدرة بمدة معلومة، ولم يرد للشافعية نص صريح في ذلك، غير أن ظاهر مذهبهم الجواز، حيث نصوا على جواز الاستئجار على السمسرة في البيع والشراء، من غير تفصيل.

➤ التقدير الشرعي للسمسرة المقدرة بالعمل: اختلف أهل العلم في ذلك على ثلاثة أقوال:

- القول الأول: جواز ذلك مطلقا، أي سواء كان العمل قليلا، أم كثيرا. وإليه ذهب بعض الحنفية، في ظاهر قولهم، وهو المشهور عند المالكية، والظاهر من مذهب الشافعية والحنابلة، حيث لم يفرقوا بين القليل والكثير (2).
- القول الثاني: عدم الجواز. وهو مذهب الحنفية.
- القول الثالث: جواز ذلك إذا كان العمل قليلا، وعدم جوازه إذا كان العمل كثيرا. وإليه ذهب بعض المالكية، بناء على أحد القولين لهم في الجعالة، إذ السمسرة عندهم من باب الجعل لا من باب الإجارة.

وجاء في كلام الإمام مالك - رحمه الله - ما يقتضي هذا القول في البيع دون الشراء، حيث أطلق القول بالجواز في مسألة الشراء، أما في مسألة البيع فقد قال بجواز الجعل في السلع القليلة دون الكثيرة (3).

#### الأدلة:

يوجد ثلاثة أدلة :

➤ أدلة القول الأول: الحديث عن ابن أبي غرزة - رضي الله عنه - قال: كنا في عهد رسول الله، نسمي السماسرة، فمر بنا رسول الله فسمانا باسم هو أحسن منه، فقال: «يا معشر التجار، إن البيع يحضره اللغو والحلف، فشربوه بالصدقة».

(1) - مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سابق، ص ص 51، 50.

(2) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص 77.

(3) - سامي إبراهيم لسويلم، مرجع سابق، ص 100.

حيث دل الحديث على جواز السمسرة، كما سبق بيان ذلك، من غير تفریق بين القليل والكثير، ولا بين أن يكون ذلك مقدراً بمدة أو لا وقد نوقش الاستدلال بهذا الحديث من قبل الحنفية فقالوا: هو محمول على ما إذا كانت المدة معلومة.

ولكن يجب عن ذلك بأن هذا الحمل لا دليل عليه، فيبقى الدليل على عمومته، حيث لم يوجد ما يدل على التخصيص.

- إن السمسرة في البيع أو الشراء عمل يجوز عقد الإجارة عليه مقدراً بالزمن، فجاز مقدراً بالعمل، كالحياطة.

➤ أدلة القول الثاني:

1- جهالة قدر منفعة البيع والشراء، أي أن العمل المعقود عليه - وهو البيع أو الشراء - عمل مجهول، لأنه قد يتم بكلمة واحدة، وقد لا يتم إلا بعشر كلمات، ومن شرط صحة الإجارة، أن تكون على عمل معلوم، أو إلى أجل معلوم.

ويمكن الجواب عن ذلك من وجهين:

أ- الوجه الأول: أن الجهالة المانعة من صحة العقد وجوازه، هي الجهالة المفضية إلى النزاع، ومع التسليم بوجود الجهالة في البيع أو الشراء، إلا أنها ليست جهالة مفضية إلى النزاع في العادة، ثم إن الجهالة هنا يسيرة، فإن المتعاملين بذلك يعملون - بسبب الخبرة، وطول المراس - ما يتطلبه تولى البيع والشراء من جهد ووقت في الغالب، والجهالة اليسيرة مغتفرة، كجهالة أساس الحيطان، وباطن الثوب، ونحو ذلك.

ب- الوجه الثاني: أنه يمكن العقد على السمسرة في البيع أو الشراء، بعقد الجعالة، وهي من العقود التي شرعت أساساً في الأعمال المجهولة التي يتعذر ضبطها، كرد العبد الآبق، والحمل الشارد، والسيارة المفقودة، ونحو ذلك، فإذا لم يصح فيها عقد الإجارة، فإنه يصح فيها عقد الجعالة، على أن هذا الوجه لا يصلح في مواجهة الحنفية، لأنهم لا يقولون بجواز الجعالة أصلاً، غير أن العبرة بالصحيح في هذه المسألة، وهو جواز الجعالة، فيبقى لغير الحنفية أن يستفيد من هذا الوجه من الجواب.

2 - عدم القدرة على التسليم، وذلك أن البيع أو الشراء لا يتم للسمسار إلا بمساعدة غيره، وهو البائع أو المشتري، أي: أنه غير قادر على إيفاء المنفعة بنفسه، فصار كما لو استأجر رجلاً ليحمل خشبة بنفسه، وهو لا يقدر على حملها بنفسه.

ويجاب عن ذلك بأن قياس البيع أو الشراء على حمل الخشب الكبير قياس مع الفارق، لأن حمل الخشب الكبيرة متعذرة، بخلاف البيع أو الشراء، فإنه لا يكاد ينفك من راغب، ولهذا جازت المضاربة، وهي لا تكون إلا بالبيع والشراء، وما ذاك إلا لإمكانك ذلك في العادة<sup>(1)</sup>.

(1) - نفس المرجع السابق، ص 102.

ويمكن أن يناقش هذا الجواب بأن القياس على المضاربة -جوابا عن هذا الدليل- لا يصح على إطلاقه، الإجارة عقد لازم، لا يحتمل فيها مثل هذا الغرر، بخلاف المضاربة والجماعة، فإن كلا منهما عقد جائز، وإن صح في العقد على السمسرة على جهة الجمالة، فإنه لا يصح في العقد عليها على جهة الإجارة، ذلك أن فيهما من الفسخ، إذا تبين له عدم إمكان البيع أو الشراء، فاحتمل فيها ذلك<sup>(1)</sup>.

➤ أدلة القول الثالث:

أن من حكم الجمالة أن لا يستحق العامل شيئا قبل تمام العمل، فإذا كان العمل كثيرا انشغل السمسار به عن مصالحه، مع أنه قد يبيع أو يشتري بعضا ويعجز عن الباقي، فلا يستحق شيئا من العوض، وفي ذلك ضرر وغرر بالنسبة له، حيث يذهب عمله باطلا.

وقد نوقش هذا القول من قبل المالكية، القائلين بجواز السمسرة على العمل الكثير والقليل، بوجوده منها:

1 - إن ما ورد عن الإمام مالك - رحمه الله - في هذا الشأن، ليس راجعا إلى الكثرة والقلّة، وإنما هو راجع إلى أن السلع إذا كانت كثيرة، فإن ذلك يؤدي إلى انتفاع الجاعل بحفظ السمسار لها قبل أن يتم العمل، ومن شرط الجمالة: أن لا ينتفع الجاعل بعمل العامل قبل تمامه، سواء أكان العمل قليلا أم كثيرا، فقوله في المدونة: (إنما جوز مالك الجعل في الشيء اليسير، مثل الثوب والثوبين، وقوله إن الكثير من السلع تصلح فيه الإجارة، ولا يصلح فيه الجعل، والقليل يصلح فيه الجعل والإجارة، إنما يريد بذلك كله في البيع خاصة، لأن الكثير من السلع إذا جاعله على بيعها ودفعها إليه، إن بدا له بيعها، وصرفها إليه، كان الجاعل قد انتفع بحفظها لها مدة كونها بيده، ولو لم يدفعها إليه لجاز الجعل، إذا جعل له في كل ثوب يبيعه منها جعلا مسمى، ولزم الجاعل الجعل في بيع جميعها، ألا ترى أن الجعل في الشراء على الثياب الكثيرة جائزة، إذ لا يتولى حفظها، وكلما ابتاع ثوبا أسلمه إلى الجاعل، ووجب له فيه جعله، ولو شرط الجاعل في الشراء على الجعول له أن يمسك الثياب وتكون في أمانته وقبضه حتى يتم شراء العدد الذي جاعله عليه لم يجز، للعلة التي قدمنا).

2 - إن ما جاء عن الإمام مالك - رحمه الله - في المنع من الجعل على بيع السلع الكثيرة محمول على أن العرف كان جاريا على أن السمسار لا يأخذ شيئا إلا ببيع الجميع، فيترتب على ذلك انتفاع الجاعل ببيع البعض مجانا، إذا لم يبيع العامل الباقي، وما جاء عنه من الإطلاق في جواز الجعل على الشراء، هو محمول على أنه العرف كان جاريا بأنه إذا اشترى شيئا أخذ بحسابه، وعلى ذلك فإذا وجد شرط أو عرف على أنه إذا باع شيئا كان له بحسابه جاز، كما أنه إذا وجد شرط أو عرف على أنه لا يأخذ شيئا إلا بعد شراء الجميع لم يجز، فاستوى البيع والشراء في المنع والجواز<sup>(2)</sup>.

(1) - مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سابق، ص 66.

(2) - شعبان محمد إسلام البروراي، مرجع سابق، ص 73.

قالوا: «لا يقال: الجعالة لا يستحق العامل فيها شيئاً إلا بانتهاء العمل، فالعقد مقتضى للشرط، لأننا نقول كثرة السلع بمثابة عقد متعددة، وهو يستحق جعله في كل عقدة بانتهاء عمله فيها، وحينئذ فالشرط مناف لمقتضى العقد».

وبهذا يتبين أن مرد الضرر والغرر ليس إلى كثرة السلع، وإنما هو راجع إلى العرف أو الشرط الذي يقضي بعدم استحقاق السمسار الجعل، إذا لم يبيع جميع السلع، فإذا وجد شرط أو عرف يقضي باستحقاقه العوض كلما باع شيئاً من السلع، وإن لم يبيع جميعها، لم يكن في ذلك ضرر أو غرر بالنسبة له. وعلى ذلك فلا يكون لقلة السلع أو كثرتها أثر في الحكم.

والذي يترجح لي هو القول الأول، وذلك لقوة أدلته، وورود المناقشة على أدلة القولين الآخرين، وخصوصاً إذا كان ذلك على جهة الجعالة الجائزة، لا الإجارة اللازمة<sup>(1)</sup>.

**ثالثاً: التكيف الشرعي للسمسرة في بيع وشراء الأوراق المالية<sup>(2)</sup>:**

السمسرة في البيع أو الشراء بشكل عام عمل من الأعمال، كالخياطة، والطباعة، والبناء، وقد جرت عادة الناس أن ينيبوا عنهم من يقوم بها بدلاً عنهم، إذا كان هناك ما يمنعهم من القيام بها بأنفسهم، يفعلون ذلك إما على جهة الإجارة، وإما على جهة الجعالة، وإما على جهة الوكالة.

وعلى ذلك فالتعاقد مع السمسار على السمسرة في بيع أو شراء الأوراق المالية بعوض، يمكن أن يكون إجارة، ويمكن أن يكون جعالة، ويمكن أن يكون وكالة بأجر، كما أن السمسار يمكن أن يكون أجيراً، ويمكن أن يكون عامل جعالة، ويمكن أن يكون وكيلاً بأجر.

ولا يصح أن تحمل السمسرة على أحد هذه العقود بإطلاق، بل لابد من النظر في الصيغة التي يتم بها التعاقد بين الطرفين، للاستدلال بما على نوع العقد، بأن يصرح المتعاقدان بالإجارة أو الجعالة، أو يذكر حكم أحد هذه العقود، كأن يجعل أحدهما للآخر الحق في الفسخ متى شاء، أو يكون العرف قد جرى بهذا، فيكون ذلك جعالة.

قال في الشرح الكبير- عن الجعالة - : «إنما تتميز عن الإجارة بما يدل على الجعالة، بأن يصرح بها، أو يقول: ولك بتمام العمل كذا».

وقال في الإنصاف: «الجعالة نوع إجارة، لوقوع العوض في مقابلة منفعة، وإنما تميز بكون الفاعل لا يلتزم الفعل...».

(1) - أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية. لبنان: المؤسسة الحديثة للكتاب، 2009، ص 90.

(2) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، الجزء (1)، ص 470.

## الفرع الرابع: شركات الوساطة المالية الإسلامية.

## أولاً: مفهوم شركات الوساطة المالية.

هي شركات تقوم بدور الوساطة بين المستثمر وأسواق المال العالمية للمتاجرة بجميع الأدوات المالية: أسهم، عملات أجنبية وسلع، وتقوم هذه الشركات بتسهيل وصول المستثمر إلى البورصات العالمية بأقل تكلفة ممكنة كما تسهل عملية السحب والإيداع بالنسبة إلى الزبون<sup>(1)</sup>.

أو هي الشركات التي توفر مجموعة من الخدمات والاستثمارات المالية، التي تتضمن إدارة الأموال وإدارة الشركات وعمليات إصدار الأوراق المالية وترتيب الاكتتابات وعمليات الإدماج والاستحواذ والاستثمارات المالية<sup>(2)</sup>.

## ثانياً: غايات شركات الوساطة المالية الإسلامية.

1. شراء وبيع الأوراق المالية بالعمولة لحساب الآخر وفق أوامر محددة.
  2. شراء وبيع الأوراق المالية لحسابها الخاص ومباشرة.
  3. ممارسة أعمال شركات الخدمات المالية التالية: إدارة الاستثمار، أمانة الاستثمار، تقديم الاستثمارات المالية، الحفظ (وتقوم على أساس حفظ أصول عائدة لشخص آخر مشتملة على أوراق مالية أو ترتيب قيام شخص آخر بذلك ويشمل الحفظ القيام بالإجراءات اللازمة).
  4. تمتلك الأموال المنقولة وإقامة الأبنية اللازمة لأعمالها شريطة أن لا يكون تملك الأموال غير المنقولة بقصد الاتجار بها.
  5. شراء وبيع واستئجار الأجهزة والمعدات واللوازم والآليات والموارد اللازمة لأعمالها<sup>(3)</sup>.
  6. الحصول على الأموال اللازمة لتحقيق غاياتها وبرامجها ومشاريعها بالشكل الذي تراه مناسباً وذلك من أي جهة كانت داخلية وخارجية ولها أن تقوم برهن ما يلزم من أموالها المنقولة وغير المنقولة ضماناً لديونها والتزامها.
  7. ممارسة كل الأعمال التي ترى الشركة أنها لازمة لتحقيق غاياتها بما لا يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية، وقانون هيئة الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بموجبه.
- أما أهداف هذه الشركات فهي شراء وبيع الأسهم المقبولة شرعاً وفقاً للضوابط الشرعية الاستثمار، والتوسط فيها الآخرين بالعمولة وسهولة الحصول على السيولة للشركات بأي وقت، وشراء وبيع العملات بالأسواق العالمية وفقاً للضوابط الشرعية<sup>(4)</sup>.

(1) - شركات الوساطة المالية في سوريا، مجلة الاقتصادي، تاريخ النشر: 26.02.2007، تاريخ الاطلاع: 27/02/2012. /www.Aliqtisad . Com

(2) - أحمد بن عبد العزيز العبودي، دور شركات الاستثمار والوساطة في تطوير السوق المالية خيارات التنافس والتعاون، ندوة (2، 29)، برعاية الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، رابطة العالم الإسلامي، جامعة الإمام محمد بن سعود، مركز خدمة المجتمع، 24-11-2008م.

(3) - منصور علي القضاة، التصنيف الشرعي لمنتجات المؤسسات المالية الإسلامية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، الأردن، جامعة اليرموك، 2009، ص 47.

(4) - أحمد سفر، مرجع سابق، ص 99.

## المطلب الثاني: أوامر البيع والشراء في سوق رأس المال الإسلامي.

تتنوع أوامر البيع والشراء في سوق رأس المال الإسلامي إلى عدة أنواع، سيتم بيانها بعد تعريف هذه الأوامر.

الفرع الأول: المراد بالأوامر وأنواعها.

أولاً: المراد بأوامر البيع والشراء.

1. تعريف الأوامر في اللغة: الأوامر لغة جمع أمر، و معناه الطلب، ويأتي بمعنى الحال، وجمعه: أمور ومن ذلك قوله تعالى: "وما أمر فرعون برشيد".

2. تعريف الأوامر في الاصطلاح: يراد بالأمر في اصطلاح المتعاملين في الأسواق المالية: الطلب الصادر من شخص أو جهة ما إلى الوسيط، ببيع أو شراء أوراق مالية معينة<sup>(1)</sup>.

ثانياً: أنواع أوامر البيع والشراء.

تتنوع الأوامر الصادرة من المتعاملين في السوق المالية - سواء أكانت أوامر بيع أم أوامر شراء - وفقاً لاعتبارات متنوعة، إلى الأنواع الآتية:

1. أنواع الأوامر من حيث تحديد السعر، أو عدمه، وطريقة التحديد: تتنوع إلى الأنواع الآتية.

أ. الأمر محدد السعر: وهو الأمر الذي يحدد فيه الموكل - بائعاً أو مشترياً - السعر الذي يريد أن يبرم به السمسار العقد، وهو يقتضي أن يبادر السمسار إلى تنفيذ أمر الموكل، عندما يصل إلى السوق أمر مقابل له، مطابق له في السعر، أو أقل منه، في حالة الأمر بالشراء، أو أعلى منه في حالة الأمر بالبيع. ولا يسوغ للسمسار أن يؤجل تنفيذ الأمر، طمعا في تحسن الأسعار، وإلا كان مسؤولاً إذا ترتب على هذا التأجيل تغير الأسعار في غير صالح الموكل، وفوات فرصة تنفيذ الأمر<sup>(2)</sup>.

ب. الأمر السوقي: وهو الأمر الذي يطلب فيه الموكل من وكيله السمسار، أن يبيع أو يشتري له، عدداً معيناً من الأسهم، بالسعر السائد في السوق، دون أن يحدد له السعر، وهو يقتضي أن يجتهد السمسار في تحصيل أفضل الأسعار للموكل، وذلك بأن يبيع بأعلى الأسعار التي يعرضها طالبو الشراء، في حالة الأمر بالبيع، وأن يشتري بأدنى الأسعار التي يطلبها مريدو البيع، في حالة الأمر بالشراء، وهذا النوع من الأوامر يجري تنفيذه من قبل السماسرة، فور تسلمهم له من موكليهم، وفقاً لأفضل الأسعار السائدة وقت التنفيذ.

ت. الأمر بسعر الفتح أو بسعر الإقفال: وهو الأمر الذي يوكل فيه المتعامل السمسار ببيع أوراق مالية معينة أو شرائها بسعر الفتح، وهو السعر الذي تبلغه الورقة المالية المعينة عند افتتاح التعامل في السوق، أو بسعر الإقفال، وهو السعر الذي يتحدد للورقة المالية المعينة في آخر جلسة التداول، قبيل إقفال السوق<sup>(3)</sup>.

(1) - أشرف محمد دواية، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص 102.

(2) - مبارك بن سليمان، بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، الجزء (1)، ص 540.

(3) - محمد صلاح الحناوي، الاستثمار في الأوراق المالية. الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر والتوزيع، 2003/2002، ص 23.



ث. الأمر الموقوف: وهو الأمر الموقوف تنفيذه على بلوغ الأسعار في السوق سعرا محددًا من قبل الموكل، بحيث لا يكون للسمسار تنفيذ الأمر، إلا إذا وصلت الأسعار في السوق إلى ذلك السعر المحدد، أو تجاوزته، وهو في حقيقة أمر سوقي، لكن تنفيذه موقوف على بلوغ الأسعار في السوق إلى السعر المحدد في الأمر.

وعلى ذلك، فإنَّ على السمسار - إذا بلغت الأسعار في السوق إلى السعر المحدد - أن يبادر إلى تنفيذ الأمر، بأفضل سعر ممكن حتى لو هبطت الأسعار عن السعر المحدد، في حالة الأمر بالبيع، وإذا زادت عليه في حالة الأمر بالشراء.

ويتم إصدار هذا النوع من الأوامر، في الحالات التي يخشى فيها المتعامل من صعود الأسعار أو هبوطها، فيصدر هذا الأمر، محافظة على ربح متحقق، أو تقليلا من خسارة قد تحدث<sup>(1)</sup>.

## 2-أنواع الأوامر من حيث توقيت الأمر: تتنوع إلى الأنواع الآتية<sup>(2)</sup>:

أ- الأمر المؤقت بمدة معينة، كيوم، أو أسبوع، أو شهر، أو أكثر.

فالأمر المؤقت بيوم، يظل قابلا للتنفيذ إلى نهاية ذلك اليوم الذي صدر فيه، وهذا يعني أنه إذا لم يتمكن السمسار من تنفيذ خلال الساعات الباقية من اليوم، فإنه يبطل بنهاية وقت العمل في السوق ذلك اليوم. وكذلك الشأن بالنسبة للأمر المؤقت بأسبوع، أو بشهر، فإنه يضل قابلا للتنفيذ إلى نهاية الأسبوع أو الشهر الذي صدر فيه.

أما إذا ورد الأمر مطلقا من غير توقيت بمدة محددة، فإنه يعتبر أمرا يوميا، أي أنه يبطل بنهاية العمل في اليوم الذي صدر فيه، إذا لم يتم تنفيذه.

ب- أمر مفتوح المدة: وهذا الأمر يظل قائما إلى أن يتم تنفيذه، أو إلغاؤه من قبل الموكل.

على أن بعض الأسواق تشترط تأكيد هذه الأوامر من قبل مصدرها، بعد مضي فترة محددة، كأسبوع، أو ثلاثة أشهر، أو ستة أشهر.

## 3-أنواع الأوامر من حيث الشروط المقرونة بالأمر: تتنوع إلى الأنواع الآتية<sup>(3)</sup>:

أ- الأمر بالبيع أو الشراء، مع اشتراط تنفيذ الأمر فور تسلمه من الموكل، أو إلغاؤه إذا لم يتمكن السمسار من ذلك.

ب- الأمر بالبيع أو الشراء، مع اشتراط تنفيذ الأمر كله، وذلك ببيع أو شراء العدد المنصوص عليه من الأوراق، أو إلغاء الأمر إذا لم يتمكن السمسار من ذلك.

(1) - أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص 105.

(2) - المرجع السابق، ص 100.

(3) - مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سابق، ص 61.

ج. الأمر بالبيع أو الشراء، مع اشتراط تنفيذ الأمر كله أو جزء منه، فور تسلمه، وإلغاء الأمر فيما لم ينفذ.

ح. الأمر المطلق: وهو نوع من الأوامر، يجعل فيه المتعامل السمسار الحرية في بيع أو شراء ما يراه مناسباً من الأوراق المالية، مع تفويضه في اختيار نوع من الأوراق، وعددها، وسعرها، والوقت المناسب لتنفيذ الأمر.

وقد يفوض إليه تحديد السعر، واختيار وقت تنفيذ الأمر فقط، كما قد يكون الأمر مقيداً بمبلغ معين، كأنه يفوضه تفويضاً مطلقاً في الشراء.

### الفرع الثاني: التوصيف الشرعي لأوامر البيع والشراء.

#### 1- التوصيف الشرعي للأمر محدد السعر:

تقدم - عند التعريف بالأمر محدد السعر - أن السمسار يلتزم بالبيع بالثمن المحدد، أو بأعلى منه، في الأمر بالبيع، والشراء بالثمن المحدد، أو بأقل منه في حالة الأمر بالشراء، وهذا متفق مع ما هو مقرر شرعاً من وجوب التزام الوكيل بالبيع بالثمن الذي قدره له الموكل، أو بأكثر منه، والشراء بالثمن الذي قدره له، أو بأقل منه، وذلك أنه إذا باع ما وكله ببيعه بأكثر مما قدره له، أو اشترى ما وكله بشرائه بأقل مما قدره له، فقد حصل غرضه وزيادة، فكان جائزاً، ولأنه مأذون فيه من جهة العرف.

#### 2- التوصيف الشرعي للأمر السوقي<sup>(1)</sup>:

مما تقدم إن المراد بالأمر السوقي أن لا يحدد الأمر (البائع أو المشتري) للسمسار السعر الذي يبيع أو يشتري به، وإنما يفوض له البيع أو الشراء بسعر السوق، والحكم في ذلك ينبني على معرفة حكم التوكيل بالبيع أو الشراء من غير تسمية الثمن.

والذي تحصل لي من النظر في كلام أهل العلم في الوكالة بالبيع أو الشراء، أن ذكر الثمن ليس بشرط في الوكالة بالبيع في جميع المذاهب، حيث لم يصرح أحد من أصحاب المذاهب - فيما اطّعت عليه - على اشتراط ذلك، بل ورد في بعض المذاهب التصريح بعدم الاشتراط، كما أنهم - جميعاً - نصوا على أن الموكل إذا أطلق الوكالة بالبيع، ولم يسم ثمناً، أنه يلزم الوكيل البيع بثمان المثل، وهذا عند الجمهور، خلافاً للحنفية في قولهم بجواز البيع بدون ثمن المثل، وهذا التفريع على إطلاق الوكالة بالبيع من غير تقدير ثمن، دليل عدم الاشتراط.

أما في الوكالة بالشراء، فقد وقع الخلاف في حكم التوكيل من غير تقدير الثمن على القولين، الراجح منهما صحة التوكيل من غير تقدير الثمن.

وبذلك يتبين جواز إصدار هذا النوع من الأوامر، أعني الأمر السوقي، لأن حقيقته التوكيل بالبيع أو الشراء من غير تسمية الثمن للوكيل، وذلك جائز شرعاً، فيكون إصدار الأمر السوقي جائزاً.

(1) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، الجزء(1)، ص ص 541، 540.

**3- التوصيف الشرعي للأمر بسعر الفتح أو الإقفال<sup>(1)</sup>:**

أمر السمسار بأن يبيع أو يشتري بسعر الإقفال، أو بسعر الافتتاح، هو في حقيقته توكيل بالبيع أو الشراء من غير تقدير الثمن، وذلك أن السعر في وقت إصدار الأمر غير معلوم للأمر (الموكل) ولا للسمسار (الوكيل)، غاية ما في الأمر أن الوكالة لم تكن مطلقة، وإنما هي مقيدة بنوع تقييد، وهو أن يكون البيع أو الشراء بسعر الفتح أو القفل، لا بأي ثمن كان. وحيث تقدم بيان جواز التوكيل بالبيع أو الشراء من غير تقدير الثمن، فيكون إصدار هذا النوع من الأوامر جائزا من باب أولى.

ويلزم تقدم بيان جواز التوكيل بالبيع أو الشراء من غير تقدير الثمن، فيكون إصدار هذا النوع من الأوامر جائزا من باب أولى.

ويلزم السمسار في هذه الحالة مراعاة القيد الوارد في الأمر، فلا يبيع أو يشتري إلا بسعر الفتح أو بسعر الإقفال، بحسب ما ورد في الأمر، لأن هذا هو الشأن في الوكالة المقيدة.

**4- التوصيف الشرعي للأمر الموقوف:**

تبين مما تقدم أن الأمر الموقوف: أمر بالبيع أو الشراء بسعر السوق، مع وقف تنفيذه حتى تبلغ الأسعار في السوق سعرا محددًا.

وهذا - في حقيقته - وكالة منجزة، مع تعليق التنفيذ على شرط مستقبل، وهو أمر جائز، كما صرح بذلك علماء الشافعية والحنابلة.

ويدل لذلك عموم قوله تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ﴾، وقوله صلى الله عليه وسلم: «المسلمون على شروطهم».

وإذا كان ذلك جائزا، والأمر السوقي جائزا، كما تقدم قريبا، كان هذا النوع من الأوامر (وهو الأمر الموقوف) جائزا.

**5- التوصيف الشرعي للأمر المؤقت:**

تقدم أن السمسرة على البيع أو الشراء إما أن تخرج مخرج الإجارة، أو الجعالة، أو الوكالة بأجر، وأن الوكالة بأجر تأخذ أحكام الإجارة عند قوم، وأحكام الجعالة عند قوم، وأحكام الوكالة عند قوم آخرين.

فعلى القول بأن الوكالة بأجر تأخذ أحكام الوكالة، فإنه لا إشكال في صحة الأمر المؤقت، لأن حقيقته وكالة مؤقتة، وهي جائزة بالاتفاق<sup>(2)</sup>.

أما على القول بأن الوكالة بأجر تعد إجارة أو جعالة، وكذلك إذا خرجت السمسرة على البيع أو الشراء مخرج الإجارة أو الجعالة، فإن حكم الأمر المؤقت ينبني على حكم الجمع بين المدة والعمل في كل من الإجارة و

(1) - أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص 107.

(2) - مبارك بن سليمان آل فوز، مرجع سابق، ص 63.

الجماعة، وهو محل خلاف بين أهل العلم على قولين الراجح منهما الجواز، لأن العمل هو المقصود بالعقد، وما ذكر المدة إلا كالشرط بإنهاء العمل في المدة المحددة، والمسلمون على شروطهم.

إذا علم ذلك، علم جواز إصدار الأمر المؤقت بمدة معينة، سواء كان العقد مع السمسار عقد إجارة، أو جعالة، أو وكالة بأجر.

#### 6- التوصيف الشرعي للأوامر المشروطة:

يجوز إصدار الأوامر المشروطة، لأنها في حقيقتها وكالة مقيدة، ويجب على السمسار أن يلتزم بهذه الشروط، لأن هذا موجب الوكالة المقيدة، (لأن الوكيل يتصرف بولاية مستفاداً من قبل الموكل، فيلي من التصرف قدر ما ولاه).

#### 7- التوصيف الشرعي للأمر المطلق:

تبين من خلال التعريف بالأمر المطلق أن المراد به: تفويض السمسار في بيع ما يراه من الأوراق المالية التي يملكها العميل، أو في شراء ما يراه مناسباً له من الأوراق المالية، من غير أن يذكر نوعها، أو ثمنها، والحكم في ذلك يبني على معرفة حكم التوكيل بالبيع أو الشراء، من غير بيان النوع، أو تحديد الثمن، لما تقدم من أن الأمر يعد من قبيل التوكيل في حقيقته الشرعية.

أما التوكيل بالبيع من غير أن يسمى الموكل لوكيله ما يبيعه، كأن يوكل شخص آخر في بيع كل أمواله، أو ما يشاء منها، فهو أمر جائز شرعاً، كما صرح بذلك الشافعية والحنابلة، وهو مقتضى مذهب الحنفية والمالكية، لقولهم بجواز الوكالة العامة المفوضة.

والعلة في ذلك أن الجهالة مغتفرة في باب الوكالة، نظراً للحاجة، فلم يشترط العلم بالشيء الموكل فيه من كل وجه، بل الشرط العلم بذلك ولو من بعض الوجوه.

أما الوكالة بالشراء من غير أن يسمى الموكل لوكيله ما يشتريه، أو يسميه ولا يبين نوعه، كأن يقول: اشتر لي ما شئت، أو اشتر لي ثوباً بما شئت، دون أن يذكر له النوع أو الثمن في كلا الحالتين، ففي ذلك خلاف بين المذاهب.

والراجح جواز التوكيل بالشراء مطلقاً، سواء سمى الموكل للوكيل ما يشتريه، أو لم يسمه، بين له نوعه أو لم يبينه، ذكر له ثمنه، أو لم يذكره، لأنه إذا سمى للوكيل ما يشتريه، ولم يذكر نوعه أو ثمنه، فقد فوض الأمر في تحديد ذلك إلى رأيه<sup>(1)</sup>.

(1)- نفس المرجع السابق، ص 64.

## المطلب الثالث: تسعير الأوراق المالية في سوق رأس المال الإسلامي.

يتم التوصل لسعر بيع أي سهم من الأسهم التي يجري تداولها، وذلك عند بدء التعامل اليومي، بعدد من الطرق التي تتفق في جوهرها وإن كانت تختلف في أسلوبها وسيتم التطرق إلى مفهوم التسعير وطرقه، شروطه وتوصيفه الشرعي .

## الفرع الأول: مفهوم التسعير وطرقه.

## أولاً: مفهوم التسعير.

1-التسعير لغة: مأخوذ من السعر، والسَعْرُ بالكسر الذي يقوم عليه الثمن، وجمعه: أسعار، يقال: أسَعَرُوا وسَعَرُوا تَسْعِيرًا: اتفقوا على سعر.

ويقال: سعرت الشيء تسعيراً: أي جعلت له سعراً معلوماً ينتهي إليه<sup>(1)</sup>.

2-التسعير اصطلاحاً: التسعير مصدره السعر حيث هناك فرق بين الثمن والسعر فالثمن يقصد به ثمن الصفقة أما السعر فهو الثمن السائد في السوق، وفي ذلك يقول القاضي عبد الجبار بن أحمد: «السعر شيء والثمن شيء آخر غيره، فالسعر هو ما تقع عليه المبايعة بين الناس، والثمن هو الذي يستحق في مقابلة المبيع»<sup>(2)</sup>.  
التسعير هو: «أن يصدر موظف عام مختص بالوجه الشرعي أمراً بأن تباع السلع بثمان أو أجر معين عادل، بمشورة أهل الخبرة»<sup>(3)</sup>.

التسعير في اصطلاح الفقهاء: جاء تعريف التسعير بعدة صيغ لدى فقهاء المسلمين نذكر منها ما يأتي:

أ. مذهب الشافعية: عرفه الخطيب الشربيني «أن يأمر الوالي السوق أن لا يبيعوا أمتعتهم إلا بكذا»

ب. مذهب المالكية: عرفه المجلدي بأنه «تحديد حاكم السوق لبائع المأكول فيه قدراً للمبيع المعلوم بدرهم معلوم»

ج. مذهب الحنابلة: عرفه الشيخ مصطفى السيوطي الرحيباني «أن يقدر السلطان أو نائبه سعراً للناس ويجبرهم على التبايع بما قدره».

د. مذهب الزيدية: عرفه الشوكاني بأنه «أمر من السلطان أو من نوابه أو من كل ولي من أمور المسلمين أمر أهل السوق أن لا يبيعوا أمتعتهم إلا بسعر كذا فيمنع من الزيادة عليه أو النقصان لصالحه»<sup>(4)</sup>.

(1) - يسري محمد أبو العلا، سياسات التسعير في التشريع الإسلامي. الإسكندرية: دار الفكر الجامعي، 2008، ص53.

(2) - جلال جويطة عبد القصاص، محددات الأثمان في السوق الرأسمالي والإسلامي. الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، 2006، ص309.

(3) - منصور بن حامد بن حسين العمرو، أثر البيوع المنهي عنها في المعاملات وعلاجها في الفقه الإسلامي-دراسة تطبيقية في سوق المال السعودي، أطروحة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الدكتوراه في الفقه وأصوله، كلية الدراسات العليا، الأردن، 2007، ص 267.

(4) - عبد الستار إبراهيم رحيم الهيتي، السياسة السعرية في المذهب الاقتصادي الإسلامي. عمان: الوراق للنشر والتوزيع، 2006، ص ص

## ثانياً: طرق التسعير.

يوجد العديد من الطرق التي تتفق في جوهرها، وإن كانت تختلف في أسلوبها ومنها: التسعير بالمناداة، التسعير بالمقارنة، التسعير بالصندوق، وسيتم توضيح هذه الطرق بإيجاز:

## 1. التسعير بالمناداة :

ويتم ذلك بأن يجتمع مندوبو، أو وسطاء أنفسهم، ومعهم عروض البيع وطلبات الشراء، و ذلك في صباح كل يوم داخل منطقة مسيجة، يقف وسطها دلال مختص، ومعه جهاز مكبر الصوت، يسهل له الاتصال بالشخص المكلف بكتابة الأسعار على اللوحة المعدة لكل سهم، وعند افتتاح التعامل يكون كل سمسار قد أخذ مقعده في مكان مخصص له، وعند ذلك يفتح الدلال المسعر باب المبادلة بالمناداة على سهم معين، مقترحا سعراً معيناً، يكون في العادة سعر الإقفال لذلك السهم، عند ذلك يبدأ الوسطاء الذين يحملون أوامر الشراء بسعر الأفضل، ونظراً للفضوى التي تصاحب هذه الطريقة، فإن المتفاوضين يستعملون إشارة اليد، للدلالة على مرادهم وفي هذه الأثناء يتم عقد صفقات مبدئية، بين أولئك الوسطاء بالسعر المعلن.

## 2. التسعير بالمقارنة:

وفيها يقوم الموظف المختص، صباح كل يوم، بتدوين طلبات البيع والشراء لكل ورقة مالية في سجل خاص، ومن خلاله يعرف مقدار ما يطلب بيعه و شراؤه من الأسهم، وحدود الأسعار المعروضة، ومن بين هذه الأسعار، يتم اختيار السعر الذي يؤدي إلى تلبية أكبر كمية ممكنة من الأسهم، ويتم حالياً استخدام الحاسب الآلي للقيام بهذه المهمة، بعد أن حل التداول بواسطة أنظمة التداول الإلكترونية، محل التداول اليدوي.

## 3. التسعير بالصندوق:

وهي صورة من صور التسعير بالمقارنة، ويلجأ إليها عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء كثيرة ومتعددة، حيث يقوم الوسطاء بوضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، تقوم بعده لجنة السوق بفرز العروض والطلبات، وتحديد السعر بالأسلوب المتبع في الطريقة السابقة<sup>(1)</sup>.

## الفرع الثاني: التوصيف الشرعي للتسعير .

اتفق فقهاء المذاهب الأربعة على أن الأصل في التسعير هو الحرمة، أما جواز التسعير فهو مقيد عندهم بشروط معينة ، وهذه بعضاً من أقوال فقهاء المذاهب وأدلتهم.

## 1. الحنفية:

قال صاحب بدائع الصنائع: وكذا لا يسعر، لقوله عز وجل: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالِكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ﴾<sup>(2)</sup>، وقوله صلى الله عليه وسلم «لا يحل مال امرئ مسلم إلا بطيب من نفسه».

(1) - مبارك بن سليمان بن محمد بن سليمان، مرجع سابق، الجزء(1)، ص ص ،572،567 .

(2) - سورة النساء، الآية 29.

وروى أن السعر غلا في المدينة و طلبوا التسعير من رسول الله صلى الله عليه و سلم فلم يسعر، وقال: «إن الله تبارك وتعالى هو المسعر القابض الباسط».

## 2. المالكية:

قال ابن عبد البر "الكافي" إلا يسعر على أحد ماله ولا يكره على بيع سلعته ممن لا يريد، ولا بما لا يريد إلا أن يتبين في ذلك ضرر داخل على العامة وصاحبه في غنى عنه، فيجتهد السلطان في ذلك، ولا يحل له ظلم أحد، ويرى مالك رحمه الله أن يخرج أحد من السوق إن لم ينقص من السعر، قال: وحسبه إن كره الشراء منه اشترى من غيره، وقد روى عنه أنه من حط سعراً، أمر بالحاققة بسعر السوق، فإن أبي أخرج منها، على ما روى عن عمر في قصة حاطب ابن بلتعة، وقال به طائفة من أهل المدينة.

## 3. الشافعية:

قال صاحب "المهذب": ولا يحل للسلطان التسعير، لما روى أنس رضي الله عنه قال: «غلا السعر على عهد رسول الله صلى الله عليه و سلم " وقال الناس: يا رسول الله، سعر لنا، فقال عليه السلام: "إن الله هو القابض والباسط والرزاق والمسعر، وإني لأرجو أن ألقى الله و ليس أحد يطالبني بمظلمة في نفس ولا مال». وقال صاحب "معنى المحتاج": ويحرم التسعير، ولو في وقت الغلاء.

وقال العثماني في "رحمة الأمة في اختلاف الأئمة": ويحرم التسعير عند أبي حنيفة والشافعي<sup>(1)</sup>.

## 4. الحنابلة:

نقل ابن المقدسي في "المعنى" عن ابن حامد من الحنابلة، قال: "ليس للإمام أن يسعر على الناس بل يبيع الناس أموالهم على ما يختارون، وهذا مذهب الشافعي.

وقال: ولأن في ذلك إضراراً بالناس: إذا زاد تبعه أصحاب المتاع، وإذا نقص أضر بأصحاب المتاع واستدل بالحديث المتقدم حين غلا السعر بالمدينة، ثم قال: ووجه الدلالة من وجهين: أحدهما: أنه لم يسعر وقد سأله ذلك، ولو جاز لأجابهم إليه.

الثاني: أنه علل بكونه مظلمة، والظلم حرام، ولأنه مال، فلم يجيز منعه من بيعه بما تراضي عليه المتبايعان كما اتفق الجماعة عليه.

وقال صاحب الفروع من الحنابلة: «يحرم التسعير، ويكره الشراء به وإن هدد من خالفه حرم، وبطل في الأصح»<sup>(2)</sup>.

على الرغم من إجماع الفقهاء على حرمة التسعير، إلا أنهم اختلفوا في ذلك إذا كان من الحاكم تحقيقاً للمصلحة أو دفع الضرر وهو ما يتضح من خلال ما يلي:

(1) - زيدان محمد، فاطمة مانع، آلية التسعير بين الضوابط الشرعية والوضعية في المعاملات التجارية، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي: الاقتصاد الإسلامي: الواقع ورهانات المستقبل، المنعقد بجامعة غرداية - الجزائر خلال الفترة: 23 - 24 فيفري 2011م، ص ص 13، 14.

(2) - زيدان محمد، فاطمة مانع، مرجع سابق ص 14.

- أ. يجوز التسعير ويجب على البائع إذا أبحف في الثمن لما فيه من الإضرار، وقول آخر أنه يجوز بما يراه الحاكم.
- ب. القول الآخر الأكثر أهمية هو المالكية: أن التسعير إذا كان الحاكم عادلا وراه مصلحة بعد جمع أهل سوق ذلك الشيء المراد تسعيره، على أن يكون التسعير لغير الجالب أما التسعير للجالب فلا يجوز.
- ت. قول آخر للحنفية لا بأس بالتسعير إن تعدى أرباب الطعام عن القيمة وهو ضعف القيمة وعجز القاضي عن صيانة حقوق المسلمين إلا بعد مشورة أهل الرأي والبصيرة .
- ث. والقول الأخير للحنابلة الذي يقضي بوجوب التسعير إذا اضطر الناس إليه ، وقد فصل ذلك كل من ابن تيمية و ابن الجوزية ومن أقوالهم "إن من التسعير ما هو ظلم وجور وفيه ما هو عدل حق ".
- أما ما هو ظلم وجور حرام إذا تضمن ظلم الناس وإكراههم على البيع بغير حق بثمن لا يرتضونه أو منعهم مما أباحه الله لهم.

ومن السعر ما هو عدل جائز بل واجب إذا تضمن العدل بين الناس<sup>(1)</sup>.  
فالتسعير جائز بشرطين:

- أن يكون لحاجة عامة لجميع الناس.
- أن لا يكون بسبب الغلاء قلة العرض أو كثرة الطلب<sup>(2)</sup>.

(1) - يسري محمد أبو العلا ، مرجع سابق، ص ص 72،67.

(2) - نصبه مسعود، الفعالية الاقتصادية للسياسة النقدية في الاقتصاد الإسلامي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود وتمويل، بسكرة، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، 2004/2003، ص 12.



### المبحث الثاني: المعاملات العاجلة في سوق رأس المال الإسلامي.

لسوق رأس المال عمليات عديدة حيث يتم من خلاله تداول الأصول المالية داخل السوق، (بيع وشراء) من قبل المتعاملين مباشرة أو من خلال وكلائهم، سواء كانت لأغراض الاستثمار، أو المضاربة، أو الموازنة والاحتياط.

وفي هذا المبحث سوف يتم تناول العمليات العاجلة، ضمن العناصر التالية:

- التعريف بالمعاملات العاجلة و أغراض المتعاملين بها.
- أنواع المعاملات العاجلة وتوصيفها الشرعي.

#### المطلب الأول: تعريف المعاملات العاجلة وأغراض المتعاملين بها.

تمت العمليات العاجلة على الأوراق المالية أياً كانت كميتها، ويهدف طرفاً هذا النوع من المعاملات، إلى الاحتفاظ بهذه الأوراق والاستفادة مما تدره عليهم من أرباح عند توزيعها والمضاربة على ارتفاع أسعارها.

#### الفرع الأول: التعريف بالمعاملات العاجلة.

العمليات العاجلة هي العمليات التي تتم في السوق العاجل، وذلك بأن يلتزم كل من العاقدين بتنفيذ عقودهما، ويسلم البائع الأوراق المالية، والمشتري ثمنها حالا، أو في مدة لا تتجاوز 24 ساعة<sup>(1)</sup>، وحينئذ يحتفظ المشتري بها و يستفيد من أرباحها ويتحمل خسارتها كذلك، وتقوم السوق بإتمام الصفقة بصفة الوكيل عن الطرفين ويرسل أوراق للطرفين للتوقيع عليها<sup>(2)</sup>.

وهي المعاملات التي يتم فيها تسليم الأوراق المالية المبيعة، وتسليم ثمنها بعد تنفيذ العقد مباشرة، أو خلال مدة قصيرة<sup>(3)</sup>.

وهي العقود التي تتم في أسواق البيوع العاجلة وفيها يتم تسليم الثمن (المال) والمثلثن (الأسهم) حالا ودون تأجيل، ولذلك سميت عاجلة، ويرجع لجوء المتعاملين في سوق رأس المال إلى العمليات العاجلة لواحد من السببين:

1- الاحتفاظ بالأوراق المالية والإفادة من أرباحها عند توزيعها.

2- المضاربة على ارتفاع أسعارها، لبيعها عند تحقق ذلك، مع ملاحظة أن أسعار الأوراق المالية في السوق العاجلة أقل ارتفاعاً في السوق الآجلة<sup>(4)</sup>.

(1)- علي محي الدين علي قرة، بحوث في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص 116.

(2)- عصام أبو النصر، الحكم الشرعي في تملك الأسهم وكيفية تطهير أسهم الشركات التي اختلط فيها الحرام والحلال، مذكرة تدرسية، مصر، جامعة الأزهر، 2005، ص 11.

(3)- حسين شحاتة، عطية فياض، مرجع سابق، ص 84 .

(4)- فريد مشري، علاقة البنوك الإسلامية بالسوق المالي الإسلامي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص مالية ونقود، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2007/2008، ص 65 .

## الفرع الثاني: أغراض المتعاملين بالمعاملات العاجلة.

يعتمد المتعاملون في سوق رأس المال إلى شراء الأوراق المالية في السوق العاجلة، إما للاحتفاظ بها، والاستفادة مما تدره عليهم من أرباح أو فوائد وإما لغرض بيعها عندما ترتفع أسعارها، وتحقيق الربح من الفرق بين سعري الشراء والبيع، ويطلق على الغرض الأول: الاستثمار وعلى الغرض الثاني: المضاربة ويضاف إلى هذين الغرضين غرضان آخران هما: الاحتياط والموازنة .

أولاً: الاستثمار.

1-تعريف الاستثمار<sup>(1)</sup>:

أ. الاستثمار لغة: مصدر الفعل استثمر يستثمر وهو مشتق من ثمر الرجل إذا تمول و أثمر الرجل: كثر ماله.  
ب. الاستثمار اصطلاحاً: عرف الاستثمار في الاصطلاح الاقتصادي المعاصر بعدة تعريفات من أوضحها: «هو تأجيل الاستهلاك لفترة قادمة، ثم توجيه هذه الأموال إلى الاستثمار وليس للاكتناز»<sup>(2)</sup>.  
ج. وعرف بأنه: «التضحية بمنفعة حالية يمكن تحقيقها من إشباع استهلاك الحالي، وذلك بقصد الحصول على منفعة مستقبلية أكبر يمكن تحقيقها من إشباع استهلاك مستقبلي».  
د. كما عرف على أنه: «التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة زمنية معينة ولفترة من الزمن بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة، وكذلك عن النقص المتوقع في قيمتها الشرائية بفعل عامل التضخم وذلك مع توفير عائد مقبول مقابل تحمل عنصر المخاطرة المتمثل باحتمال عدم تحقق هذه التدفقات».

د. وهو أيضاً : ((عبارة عن التوظيف لرأس المال)).

2.أنواع الاستثمار: يتنوع الاستثمار إلى نوعين<sup>(3)</sup>:

أ-الاستثمار المادي، ويقال له الاستثمار الحقيقي أو العيني: وهو إنفاق المال في تملك السلع والخدمات التي تزيد في الطاقة الإنتاجية للمجتمع، وهي ما يعبر عنها بالأصول المادية، مثل: الآلات والمباني، والأراضي والطرق وغيرها.

ب-الاستثمار المالي: وهو إنفاق المال في تملك الأصول المالية (الغير المادية)، كالأسهم، والسندات وشهادات الاستثمار وغيرها، لغرض الحصول على العائد الذي تدره تلك الأصول.

فهو أحد أغراض المتعاملين بالمعاملات العاجلة، ويراد بذلك أن يكون الغرض من شراء الأوراق المالية تملك هذه الأوراق بقصد الاحتفاظ بها، للحصول على العائد الذي يوزع، بشكل دوري في العادة على حملة تلك الأوراق.

(1) - محمود محمد حمودة، الاستثمار والمعاملات المالية في الإسلام. الأردن: الوراق للنشر والتوزيع، 2009، ص 34.

(2) - عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية. الإسكندرية: دار الجامعة الجديدة للنشر، 2003، ص 14.

(3) - مصطفى قطب سانو، الاستثمار أحكامه وضوابطه في الفقه الإسلامي. الأردن: دار النفائس، 2000، ص 25.

**1- التوصيف الشرعي للاستثمار :**

إن الناظر في كتب الفقه الإسلامي يرى بأن الصفة الشرعية الثابتة للاستثمار من المنظور الفقهي الموروث هي الإباحة المطلقة، وعليه فالاستثمار بوصفه تصرفاً يحكمه الإباحة، وبما أن عامة الفقهاء استغنوا عن اعتبار هذه المشروعية وجوباً فإنه لا يبقى سوى الإباحة والاستثمار وفقاً لهذا المنظور لا يثاب ولا يعاقب المكلف على فعله ولا على تركه وذلك لأن المباح كما يعرفه عامة علماء الأصول هو: «هو ما خير الشارع المكلف بين فعله وتركه»<sup>(1)</sup>.

الأدلة على مشروعية الاستثمار:

هناك نصوص قرآنية و أخرى نبوية دلت على مشروعية الاستثمار:

أ- الأمر بالضرب بالأرض: قال تعالى: «وآخرون يضربون في الأرض يبتغون من فضل الله»<sup>(2)</sup>.

وفي تفسير لهذه الجملة القرآنية: «أي علم الله أنه سيكون من هذه الأمة ذوو أعدار من مرض لا يستطيعون القيام، ومسافرين يبتغون من فضل الله في المكاسب والمتاجر»<sup>(3)</sup>.

ب- الأمر بعمارة الأرض: ومن ذلك قوله تعالى: «وإلى ثمود أحاهم صالحاً قال يا قوم اعبدوا الله ما لكم من إله غيره هو أنشأكم من الأرض واستعمركم فيها»<sup>(4)</sup>.

قال ابن كثير: «أي جعلكم عمارة تعمرونها وتستغلونها» فهذه الآية أمر بالقيام بعمارة الأرض واستصلاحها وفق المراد الرباني السامي، وهو دليل على وجوب ومشروعية الاستثمار من المنظور الإسلامي.

**ثانياً: المضاربة.**

1- المضاربة لغة: «وهي تعني في الأصل: التفكير والتأمل، كما تعني التخمين والحرز وهي: تقدير فرص الكسب لانتهازها واحتمالات الخسارة لاجتنابها»<sup>(5)</sup>.

أ- المضاربة في الاصطلاح: (بيع وشراء، لا لحاجة راهنة، ولكن للاستفادة من فروق الأسعار الناتجة عن تنبؤ في تغيرات قيم الأوراق المالية).

ج- المضارب هو: (شخص يقوم بمغامرة كبيرة نسبياً، على أمل تحقيق مكاسب، ويكون هدفه الأول زيادة رأس المال، لا الدخل الذي توفره حصص الأرباح).

د- وهي: (شراء أو البيع الحاضر، بأمل الشراء أو البيع في المستقبل عندما تتغير الأسعار).

هـ- وكذا تعريفها بأنها: (شراء بقصد البيع بسعر أعلى، أو بيع بغرض تعويض ما باعه بسعر أقل).

(1) - محمود محمد حمودة، مرجع سابق، ص 39.

(2) - سورة المزمل: الآية 20.

(3) - محمود محمد حمودة، مرجع سابق، ص 40.

(4) - سورة هود: الآية 61.

(5) - محمد الوطيان، البنوك الإسلامية. الإمارات العربية المتحدة: مكتبة الفلاح للنشر والتوزيع، 2000، ص 121.

**4-التوصيف الشرعي للمضاربة.**

إن بيان حقيقة المضاربة من حيث هي وليس من حيث طبيعة سلوك المضاربين، ذلك أن المضارب قد يسلك طرقا مشروعة، وقد يسلك طرقا محرمة، وهذا لا ينافي حقيقة المضاربة، كما أن التاجر قد يسلك في تجارته طرقا مشروعة، وقد يسلك طرقا محرمة، ولا ينافي ذلك حقيقة التجارة، أما الحكم على المضاربة بالحل أو الحرمة فهو يبنى على طبيعة عقد المضاربة، حيث أن المضاربة قد تتحقق بعقد حال كما في المعاملات العاجلة، وقد تتحقق بعقد آجل كما في المعاملات الآجلة<sup>(1)</sup>.

**5-الفرق بين الاستثمار والمضاربة.**

من خلال التعريف بالاستثمار والمضاربة، يتبين الفرق بينهما، فالاستثمار هو شراء الأسهم بقصد الاحتفاظ بها، والاستفادة من الأرباح التي توزعها الشركة، بينما تعني المضاربة شراء الأسهم بقصد بيعها، وتحقيق الربح من خلال الفرق بين سعري الشراء والبيع. ورغم ذلك، فإنه كثيرا ما يطلق الاستثمار على المضاربة، وعلى المضارب بأنه المستثمر، والمعنى اللغوي لا يأبى ذلك، لأن في كل من الاستثمار والمضاربة بالمعنى الاصطلاحي تنمية للمال وتثمير له، وهو معنى الاستثمار في اللغة.

**ثالثا: الاحتياط والموازنة.****1-الاحتياط:**

أ-تعريف الاحتياط: ويراد بذلك حماية المستثمر نفسه من مخاطر انخفاض أسعار أوراق مالية يملكها.

ويتم في نوعين من الاحتياط هما: التغطية الكاملة والتغطية غير كاملة:<sup>(2)</sup>

- التغطية الكاملة: وفيها يقوم الشخص الذي يملك أسهما لغرض الاستثمار، ببيع أسهم مماثلة على المكشوف، بنفس سعر الذي اشتراها به، بحيث إذا انخفض سعر الأسهم التي يملكها، ووقع بسبب ذلك في الخسارة، كان ربحه في البيع على المكشوف مغطيا تلك الخسارة.

- التغطية الغير كاملة: وفيها يقوم الشخص الذي اشترى أسهما لغرض الاستثمار، ببيع أسهم مماثلة على المكشوف، بسعر يختلف عن السعر الذي اشتراها به، يقل عنه أو يزيد عليه، بحيث إذا انخفض سعر الأسهم التي يملكها، ووقع بسبب ذلك في الخسارة كان ربحه في البيع على المكشوف مغطيا بجزء من تلك الخسارة.

(1)- حسين الأمين، المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة. جدة: المعهد الإسلامي للبحوث الإسلامية، 2000، ط3، ص 121.

(2) - زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص ص 86، 87.

## 2-الموازنة:

## أ-تعريف الموازنة:

ويراد بها: ( اغتنام فرصة وجود فروق في الأسعار لورقة مالية ما، في السوقين مختلفين، وذلك بشراء الورقة من السوق ذات السعر المنخفض، وبيعها في نفس الوقت، على المكشوف في السوق الآخر، الذي تباع فيه الورقة بسعر مرتفع).

(والمعروف أن الشراء يساعد على ارتفاع الأسعار، وأن البيع يعمل على انخفاضها، ومن هنا سميت العملية بالموازنة لأن من شأنها أن تميل بالأسعار إلى المساواة)<sup>(1)</sup>.

## المطلب الثاني: أنواع المعاملات العاجلة وتوصيفها الشرعي.

بالإضافة إلى البيع المعتاد الذي يدفع فيه المشتري الثمن من ماله الموجود في ملكه، ويبيع فيه البائع الأسهم المملوكة له، يوجد في سوق رأس المال نوعان آخران لا يملك المشتري كامل الثمن عند الشراء، ولا يملك البائع الأسهم التي باعها عند البيع، ويسمى الأول منهما بالشراء بالهامش، ويسمى الثاني منهما بالبيع على المكشوف، إضافة إلى التطرق للشراء بكامل الثمن.

## الفرع الأول: الشراء بكامل الثمن وتوصيفه الشرعي.

الشراء بكامل الثمن هو نوع من أنواع المعاملات العاجلة.

أولاً: تعريف الشراء بكامل الثمن<sup>(2)</sup>:

1. هو العقد الذي يتم فيه شراء الأسهم، بكامل الثمن من خالص مال المشتري دون اقتراض، مع التسلم والتسليم حالاً، وبحسب القوانين المعمول بها.

2. وهو أن يقوم المشتري بدفع كل ثمن الأوراق المالية المشتراة من خالص ماله، وذلك أن المشتري قد يدفع جزءاً من ثمن الأوراق المالية التي يريد شراءها من خالص ماله، وجزءاً من مال يفترضه من السمسار أو من غيره، وهو النوع الذي سيأتي الحديث عنه وإما أن يدفعه كله من خالص ماله وهو المراد هنا.

## ثانياً: التقدير الشرعي للشراء بكامل الثمن.

جائز دون خلاف، سواء كان الغرض منه هو الاستثمار أو المضاربة، بل إن العمليات العاجلة هي الأصل الذي بموجبه يُنتظر من أسواق رأس المال القيام بدورها التنموي الفاعل، لكن مع مراعاة الضوابط الشرعية التالية<sup>(3)</sup>:

1. الضابط الأول: أن يكون محل العقد، أصولاً مالية إسلامية (كالأسهم) بضوابطها، دون الأصول المالية التقليدية (كالسندات)، والأخيرة لا يجوز تداولها عاجلاً ولا آجلاً.

(1) - زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص 88.

(2) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، الجزء(1)، ص 682.

(3) - محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي. الأردن: دار النفائس للنشر والتوزيع، 2010، ص ص 63، 64.

2. الضابط الثاني: أن يتم تسليم الثمن والمثمن أو أحدهما عاجلا لا آجلا.
3. لضابط الثالث: أن يكون الغالب على موجودات الشركة الأعيان والمنافع لا النقود أو الديون.
4. الضابط الرابع: خلو عملية البيع والشراء-خاصة المضاربة- من محددات العرض والطلب المصطنعة ويقصد بها عموم المخالفات الشرعية والأخلاقية كالغش والخداع، والإشاعات الكاذبة والاحتكار والصفقات الوهمية والتحالفات التي يقصد منها الإضرار بالآخرين والتي تنعكس سلبا على كفاءة العرض والطلب وعدالة الأسعار.

### الفرع الثاني: الشراء بالهامش (الشراء بجزء من الثمن) وتوصيفه الشرعي.

وهي نوع آخر من أنواع المعاملات العاجلة.

أولا: تعريف الشراء بالهامش<sup>(1)</sup>:

1. هو: أن يسدد العميل جزءا من الثمن، ثم يقترض الباقي من سمساره بفائدة محدودة، على أن ترهن الأوراق المالية المشتراة عند السمسار كضمان للقرض.
2. عرف أيضا بأنه: «سداد جزء من قيمة الصفقة نقدا، بينما يسدد الباقي بقرض بضمان الأوراق محل الصفقة».
3. وبأنه: قيام الوسيط المالي بتمويل جزء من قيمة الأوراق المالية في حساب التمويل على الهامش بضمانة الأوراق المالية في ذلك الحساب.
4. وقد رأى الدكتور عبد الله السعيدى بأن الشراء بالهامش هو: «تمويل ومتاجرة في السوق المالية موقوفان على نسبة محددة من المال يقدمها العميل للبنك أو للسمسار، على وجه التوثيق».

### ثانيا: التقدير الشرعي للشراء بالهامش.

غير جائز دون خلاف، وذلك لأن الاقتراض يحتوي على الفائدة المحرمة بالقرآن والسنة<sup>(2)</sup> هذا من جهة، من جهة أخرى اشتمال هذه العملية على ممارسات غير مشروعة والتي قد تكون سببا في حصول أضرار اقتصادية على أطراف المعاملة، والاقتصاد بشكل عام، ومن هذه الممارسات السيئة<sup>(3)</sup>:

1- البيع الصوري أو المظهري: ويقصد به خلق تعامل نشط في الظاهر على ورقة مالية معينة، في الوقت الذي قد لا يوجد فيه تعامل فعلي يذكر على هذه الورقة المالية.

ومن صور البيع الصوري الأوامر المتقابلة، حيث تحصل عمليات بيع وشراء مصطنعة، كأن يبيع على ابنه أو أحد أفراد أسرته للإيهام بوجود حركة ونشاط في سعر الورقة المالية.

(1) - ياسر ابن إبراهيم بن محمد الحضيري، المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية-دراسة فقهية-، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الفقه، قسم الفقه، كلية الشريعة، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1429 هـ، ص ص، 71، 72.

(2) - محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص 71.

(3) - ياسر ابن إبراهيم بن محمد الحضيري، مرجع سابق، ص 284.

كما أن من صورته قيام شخص بشراء وبيع نفس الورقة المالية في نفس اليوم، ولشخص يتفق معه على ذلك، فيوهم أن هناك تغيراً في أسعار هذه الورقة، وهذا كله لا يخرج عن كونه نوعاً من الخداع والتضليل والاحتيال بغرض الحصول على الربح.

فالمستثمر المخادع قد يقوم بعملية شراء بالهامش لعدد من الأسهم مثلاً ثم يقوم بالاتفاق مع أشخاص يعرفهم لبيعها صورياً لهما، بسعر أعلى من السعر الحالي، ثم يقوم هؤلاء الأشخاص في نفس اليوم بإعادة بيعها له. هذا التصرف من شأنه أن يوحي بتزايد الحركة على هذا السهم، وهو ما قد يعتبره بعض المستثمرين مؤشراً على تحسن أوضاعه الشركة المصدرة للسهم، مما يشجعهم على القيام بشرائها، ومن ثم ترتفع قيمة هذا السهم في السوق، فيقومون المستثمر المخادع ببيع ما يملكه منها بالسعر المرتفع ويحصل على الربح.

2- الاحتيال: حيث يقوم بعض المضاربين بشراء كل الكميات المعروضة من ورقة مالية معينة، ومن ثم التحكم في بيع هذه الورقة للراغبين في شرائها بالسعر الذي يراه، ويحقق الربح الذي يريده، في حين تلحق الخسارة بغيره من المستثمرين.

3- نشر الإشاعات والأخبار الكاذبة: حيث يهدف المضاربين إلى خفض أو رفع الأسعار عن طريق نشر الإشاعات والأخبار الكاذبة تحقيقاً لمصالحهم.

فقد يقوم بعض المضاربين بنشر أخبار كاذبة عن سوء حالة شركة معينة، أو قد يقوم بعض السماسرة باستغلال ثقة العملاء فيه، فيعوز إلى التخلص من ورقة معينة، فيزداد العرض على هذه الورقة، وتنخفض القيمة السوقية لها فيقوم هؤلاء المضاربون بشرائها بطريق التعامل بالهامش.

ثم بعد عملية التعامل بالهامش لهذه الورقة، يبدأ هؤلاء المضاربون بنشر أخبار عن تحسن في حال الشركة المصدرة لهذه الورقة، فيزداد الطلب عليها، بل يقوم هؤلاء المضاربين بعمليات بيع وشراء صوري، حتى يظهر أن هناك تعاملًا نشطاً على هذه الورقة، محققين المزيد من الأرباح على حساب صغار المستثمرين.

وللحد من هذه الممارسات السيئة، فإن إدارة السوق تقوم بمتابعة العمليات التي تتم في السوق، ووضع عقوبات صارمة لمن يمارسها، ولكن الواقع كشف صعوبة إثباتها.

ولأجل هذه الممارسات السيئة التي قد تشمل عليها عملية الشراء بالهامش، فقد أصدر الجمع الفقهي الإسلامي في دورته الثامنة عشر قراراً بمنع عملية الشراء بالهامش، جاء فيه: "ويرى المجلس أن هذه المعاملة لا تجوز شرعاً للأسباب السابقة الذكر إضافة إلى ما تشمل عليه هذه المعاملة من أضرار اقتصادية على الأطراف المتعاملة وخصوصاً العميل (المستثمر) وعلى الاقتصاد بصفة عامة لأنها تقوم على التوسع في الديون وعلى المجازفة وما تشتمل عليه غالباً من خداع وتضليل وشائعات واحتكار ونجش وتقلبات قوية وسريعة للأسعار بهدف الثراء السريع، والحصول على مدخرات الآخرين بطرق غير مشروعة مما يجعلها من قبيل أكل المال بالباطل.

## الفرع الثالث: البيع على المكشوف (البيع القصير) وتوصيفه الشرعي.

بغية فهم موقف الشريعة من البيع القصير، هذا يتطلب أولاً معرفة جيدة بالعملية التطبيقية للبيع القصير لذلك يلقي هذا الفرع الضوء على فكرة البيع القصير، وكيف هي مطبقة في سوق رأس المال التقليدي، حيث توجد أداة تسمح للمستثمرين بالحصول على المال دون امتلاك أية حصص (أسهم)، هذه الأداة بشكل عام معروفة في سوق الأسهم بالبيع القصير، ويسمى كذلك البيع على المكشوف، (البيع بالعجز)، وتقوم فكرة هذا النوع من البيوع على بيع أوراق مالية مقترضة.

### أولاً : تعريف البيع على المكشوف وآلية تطبيقه في سوق رأس المال التقليدي.

#### 1- تعريف البيع على المكشوف:

أ. عرف بأنه: ( قيام شخص ببيع أوراق مالية لا يملكها، عن طريق اقتراضها من آخرين "شركة السمسرة أو شخص آخر" مقابل الالتزام بإعادة شرائها، وتسليمها للمقرض، في وقت محدد).

ب. عرف أيضاً بأنه: (عبارة عن بيع أوراق مالية مقترضة حيث يقوم البائع باقتراضها من السمسار الذي يتعامل معه أو من غيره وتسليمها للمشتري، على أن يقوم فيما بعد بشرائها من السوق و تسليمها للمقرض متى طلبها<sup>(1)</sup>).

ت. وقد عرف أيضاً بأنه: (بيع أوراق مالية مقترضة على أمل أن ينخفض السعر، فإذا انخفض السعر قام المتاجرون بالأوراق المالية بشراء الأوراق التي باعوها، وإعادتها إلى مالكيها، ويجري تسهيل تنفيذ هذه العملية من خلال سمسار الأوراق المالية<sup>(2)</sup>).

يود المستثمرون اختيار البيع القصير لسببين أساسيين هما: كل من المضاربة Speculation، والتغطية Hedging، ومن خلال المضاربة يعتقد المستثمر أنه سوف يكون قادراً على الحصول على أرباح من خلال المضاربة على أوراق مالية أو سوق ذات سعر مرتفع، من يقومون بالبيع القصير يتوقعون، أي أنهم سوف يتمكنون من شراء أوراق مالية بسعر أقر من ذلك الذي باعوا به في إطار البيع القصير؛ أي أنهم يحصلون على أرباح إذا انخفض سعر الأوراق المالية.

أفضل مثال عن ذلك؛ "جورج سوروس" الذي أحدث خسارة بالغة لبنك إنجلترا في عام 1992، حيث أنه ربح بليون دولار أمريكي عن طريق خوضه مضاربة تتعلق بالجنيه الإسترليني<sup>(3)</sup>.

(1) - مبارك بن سليمان آل فوزان، مرجع سابق، ص 76.

(2) - ياسر ابن إبراهيم بن محمد خضير، مرجع سابق، ص 125، 124.

(3) - جورج سوروس معروف كخبير في التغطية (hedging) وبخبرته المالية في مضاربة العملة هو مستشار أساسي لدى Quintum Fund التي يعرف عنها بأنها تحظى بأفضل أداء مسجل لأي استثمار أموال في العالم قرابة 25 سنة.



على الجانب الآخر؛ بالنسبة للمستثمرين الذين يستعملون البيع القصير من أجل التغطية، فإنهم -أساساً- يحمون الاستثمارات الأخرى التي هي على المدى الطويل بموازنتها مع الاستثمارات المبنية على امتلاك أوراق مالية يُتوقع ارتفاع قيمتها، مع الاستثمارات المتعلقة بافتراض الأوراق المالية. أي أن هؤلاء المستثمرين يستعملون أداة البيع القصير بشكل استراتيجي للحد من مخاطر الاستثمار المتعلقة بالتغيرات السلبية في سعر الممتلكات.

بعبارة أخرى يقوم المستثمر بتغطية استثمار واحد من خلال خلق استثمار آخر، هذا ما يجد من تعرضهم لمخاطر تغير سعر السوق بشرط أن الورقتين المائتين اللتان تم استثمارهما تكونان مرتبطتان بشكل سلبى\*.

## 2-آلية تطبيق البيع على المكشوف في سوق رأس المال التقليدي.

كمثال توضيحي، يشرح تطبيقات البيع القصير في سوق رأس المال، نفترض أن أحمد يتوقع أن سعر أسهم شركة A-I-Barakah Petroleum Limited المساهم فيها سيرتفع إلى 20 دولار أمريكي للسهم، ويريد أن يكون في وضعية تمكنه من الربح، إذا تبين أن تقييمه صحيح، يتصل أحمد بوكيل أسهمه (السمسار) "علي" مبدئياً رغبتة في بيع 100 سهم من أسهم شركة البركة البترولية، علي بدوره سيفعل أمرين:

- أولاً: يبيع 100 سهم من شركة البركة نيابة عن أحمد.
- ثانياً: يخطط ليقترض 100 سهم من طرف آخر لكي يتحقق تسليمها للمشتري، بافتراض أن علي سيتمكن من بيع الأسهم بـ 20 دولار لكل سهم واقترض الأسهم من "عمر"، الأسهم (100 سهم) المستعارة سوف تسلم مستقبلاً للمشتري، العائدات من هذا البيع، بغض النظر عن تكاليف العمولة وتكاليف أخرى للمعاملة، ستكون 2000 دولار، مع هذا فإن العائدات لا تذهب إلى "أحمد" لأنه يعط وكيل أسهمه "علي" الأسهم المائة 100 سهم، لهذا فإن أحمد ضارب على 100 سهم قصير.
- إذا مضى أسبوع بعد العملية وانخفض سعر السهم لشركة البركة إلى 15 دولار للسهم قد أمر أحمد وكيل أسهمه "علي" بشراء 100 سهم من شركة البركة، كلفة شراء الأسهم بغض النظر عن تكاليف عمولات أو تكاليف أخرى للمعاملة، ستكون 1500 دولار، تسلم بعد هذا الأسهم المشتراة إلى (عمر) الذي أقرض 100 سهم لأحمد، هنا باع "أحمد" 100 سهم واشترى 100 سهم، إذا لم يعد لديه أي ارتباط قانوني لا بوكيل أسهمه علي ولا بعمر، وهذا بتغطية مضاربتة على انخفاض قيمة السهم، ليكون أيضاً ذو حق ويحول للقيام

\* بعكس المضاربة التي يعتمد فيها المضاربون على تخمينات حول ما يعتقدون أنه يتأثر السوق، يجد المغطون (أو المحوطون Hedger) من الخطر الذي يتعرضون له من خلال أخذ وضعية معاكسة في السوق لما يودون تغطيته، وتكون الوضعية المتألية في التغطية أثر لإلغاء آخر، مثلاً إذا فرضنا أنه هناك شركة متخصصة في صناعة زيت الطبخ ولديها عقد للحصول على زيت النخيل الذي يعتبر أهم مادة أولية للصناعة في هذه الشركة وفي ماليزيا بصفة عامة - لمدة ستة أشهر في المستقبل، بما أن الشركة قلقة من تغير سوق زيت النخيل وتعتقد أن أسعار زيت النخيل قد ترتفع بشكل كبير في المستقبل القريب، تسعى الشركة إلى حماية نفسها من هذا الخطر الذي قد يعترضها من خلال إبرام عقد شراء لسته أشهر مستقبلية، بهذه الطريقة إذا شهد زيت النخيل زيادة في السعر بنسبة 10% سوف يقلل العقد المستقبلي عند سعر سيوازن هذا الارتفاع.

باستثمارات مالية أخرى من رصيده الذي حققه من النشاط التجاري الأخير، في هذا المثال باع أحمد أسهمه مقابل 2000 دولار واشترى مقدارها مقابل، 1500 إذاً حقق ربح يقدر بـ 500 دولار\*.

### ثانياً : التقدير الشرعي للبيع على المكشوف.

أول ما يتبادر للذهن هو أن معاملة البيع على المكشوف أو البيع القصير تتعارض مع الحديث النبوي<sup>(1)</sup>:  
«لا تبع ما ليس عندك».

ما يبدو على السطح، أن الحديث يعني بأن أحمد (كحالة في مثالنا السابق) لا يمكنه أن يأمر وكيل أسهمه "علي" بأن يبيع الأسهم لشركة البركة بما أن كليهما لا يملكان الأسهم، ولكن هل نستطيع أن نخلص بالإجماع إلى أن البيع القصير محرم بشكل مطلق انطلاقاً من هذا الحديث؟ بعبارة أخرى، هل البيع القصير محرم بناء على قاعدة بيع شيء، قبل امتلاكه أو حيازة ملكيته في الواقع؟

واحدة من أهم الشروط التي تعطي شرعية لعقد البيع هو "محل العقد" أو "المعقود عليه" الذي يجب أن يكون موجوداً أو ممتلكاً (يعني ملكية البائع) من طرف البائع في وقت إجراء العقد، هذا مهم، لأن الغرض من عقد البيع هو تحويل ملكية الشيء الذي يباع للمشتري وتحويل ملكية السعر إلى البائع، وإلاّ يعتبر عقد البيع باطلاً وغير صحيح؛ أي "البيع الفاسد" الذي يُعرف أيضاً بالبيع المعدوم (بيع شيء غير موجود)\*.

يؤكد أغلبية العلماء في الفقه الإسلامي أنّ السبب الجوهرى لتحريم البيع قبل حيازة الملكية بشكل أساسي هو نتيجة وجود الغرار (المجازفة والخطر والمفرد) الذي قد يؤدي إلى خلاف بين الأطراف المتعاملة، هذا سبب خشية أنّ المنتجات قد لا تُسلم بسبب ضرر قد يلحق بها أو أية عوامل أخرى، لهذا يحرم الإسلام معاملات تبني على البيع المعدوم، بما أنّ تسليم الشيء قد لا يتحقق، والذي توفر عنصر الغرار الذي تحرمه الشريعة الإسلامية<sup>(2)</sup>.

\* في سوق المعاملة؛ أي معاملة البيع القصير، هناك تكلفتان مختلفتان إلى جانب العمولة التي تدفع لوكيل الأسهم، أولاً رسم يُفرض من جانب معير الأوراق المالية، ثانياً لأية أرباح تدفعها الشركة عندما تكون الأوراق المالية مُعارة، يتوجب على أحمد أن يعوض المالك الفعلي لأوراق المال المالية المعارة، يتوجب على أحمد أن يعوض المالك الفعلي للأوراق عن الأرباح التي أعطي حق استعمالها.

(1) - الحديث الكامل هو التالي: عن حكيم بن حزام رضي الله عنهما قال: «قلت يا رسول الله يأتيني الرجل يسألني من البيع ما ليس عندي فأبيعه منه ثم أبتاعه من السوق فقال: لا تبع ما ليس عندك» رواه الترمذي والنسائي.

\* عن ابن عباس رضي الله عنهما أنّ رسول الله صلى الله عليه وسلم نهي أن يبيع الرجل طعاماً حتى يستوفيه، قلت لابن عباس: كيف ذلك؟ قال ذلك دراهم بدرهم والطعام مرجأ»، وفي حديث آخر: «عن عبد الله بن دينار قال سمعت عمر رضي الله عنهما يقول، قال النبي صلى الله عليه وسلم: من ابتاع طعاماً فلا يبيعه حتى يقبضه».

(2) - Asyraf wajdi dusuki, **Shari 'ah issues in short Selling as implemented in the islamic capital market in**

**Malaysia**, the 15<sup>th</sup> annual scientific meeting the capital market-bursa-, U.A.E university, 15-17/2006 , p 16.

رأي مهم آخر هو ذلك الخاص بابن القيم الذي يرى أنَّ الحديث النبوي «لا تبع ما ليس عندك» يشير إلى بيع أشياء محدّدة وليس بيع نوع السلع التي تتوفر بسهولة في السوق. ورأيه مشابه لرأي معلمه ابن تيمية، الذي يؤكّد بأنّ تسديد الحديث هو عن عدم قدرة البائع على التسليم، مما قد يؤدي إلى المخاطرة المفرطة والغرار<sup>(1)</sup>.

لهذا، من المعقول جداً أن يملك البائع القبض في وقت البيع طالما أن تحقق التسليم يمكن أن يكون مضموناً. مثلاً في حالة بيع السبع، يجب التمكن من تحديد نوع وكمية السلعة بشكل جيد، وأن يكون الاتفاق المبرم حول السلع قابلة للاستبدال، ومتوفرة بسهولة هذا لضمان أن المخاطرة والشك فيما يتعلق بالتسليم المستقبلي من الممكن تقليلها.

وبالتالي لقد جاء في قرارات مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في تاريخ 1992م، في هذا الشأن أن العقود التي تجرى على المكشوف أي على الأسهم والسلع التي ليست في ملك البائع بالكيفية التي تجرى في سوق رأس المال التقليدي غير جائزة شرعاً، لأنها تشمل على بيع الشخص ما لا يملك اعتماداً على أنه سيشتريه ويسلمه في الموعد.

إذا اقترض المضارب الأسهم أولاً ثم باعها على المكشوف فهذا لا بأس به، لأن القرض يملك بالاقتراض فيملكه المضارب ملكاً تاماً، لذا فيجوز له أن يتصرف به بالبيع وغيرها من التصرفات، وهنا يمكن أن يقال بجواز بيع المضارب للأسهم إذا اقترضها، لأنها أصبحت ملكاً له وثبت في ذمته مثلها، ولا تكون من قبيل ما لا يملك إلا إذا دخلت في المعاملة موانع شرعية تمنعها، وأن لا تكون الأسهم المقترضة من السمسار الذي يباشر العقد لأنه حُرّم الجمع بين عقدي تبرع (قرض) ومعاوضة (سمسرة)، على أن تكون الأسهم المقترضة مرهونة عند السمسار أي ليست ملكه<sup>(2)</sup>.

(1)- Asyraf wajdi dusuki and Abdelazeem Abozaid, **Fiqh issues in short Selling as implemented in the Islamic capital market in Malaysia**, JKAU: Islamic Econ, Vol:21, No: 2, pp: 63-78 (2008 A,D/ 1429 A,H), p 72.

(2) - حوحو سعاد، دور البنوك التجارية في التمويل القصير الأجل، مذكرة مقدم لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود وتمويل، جامعة بسكرة: كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، 2003، ص 92.

### المبحث الثالث: المعاملات الآجلة في سوق رأس المال الإسلامي

تعتبر العمليات الآجلة ميدانا نشطاً للمضاربة، ولذلك فإنَّ أي تحليل شرعي يستهدف الحكم بصحة أو فساد المضاربة لا بد أن يتناول العمليات الآجلة، إلا أنَّه يجدر بنا أن نشير إلى أنَّ معظم المتعاملين في أسواق الأوراق المالية يقومون ببيع الأوراق المالية التي سبق لهم شراؤها قبل قبضها.

#### المطلب الأول: التعريف بالمعاملات الآجلة وأغراض المتعاملين بها وتوصيفها الشرعي.

سيتم تناول العمليات الآجلة التي تتم في سوق رأس المال ضمن عنصرين هما: التعريف بالمعاملات الآجلة وأغراض المتعاملين بها ثم بيان تقديرها شرعاً.

#### الفرع الأول: التعريف بالمعاملات الآجلة وتوصيفها الشرعي.

##### أولاً: تعريف المعاملات الآجلة.

1- تعرف بأنها: «هي التي يلتزم بمقتضاها العاقدان على تصفيتها في تاريخ آجل معين يتم فيه التسليم والتسلم، وقد يتفقان على تأصيل خاص وشروطه وكيفية التعويض، وتجرى الصفقة في كل شهر مرة فتسوى الصفقات نهائياً، ويتم دفع الثمن وتسلم الأوراق المالية خلال عدة أيام من تاريخ التصفية»<sup>(1)</sup> وعرفت أيضاً: «هي العمليات التي يتفق فيها الطرفان على تأجيل التسليم ودفع الثمن إلى يوم معين يسمى يوم التصفية، ويكون الغرض الأساسي من هذه العمليات هو الحصول على ربح يأخذه المضارب بمثل قيمة الفرق بين السعر الذي عقدت به السلعة وبين سعر التصفية»<sup>(2)</sup>.

2- وتعرف أيضاً: «عمليات تنعقد في الحال، ولكن يتراخى تنفيذها لتاريخ تال، هو ما يعرف بيوم التصفية» وهذا تختلف المعاملات الآجلة عن البيع آجل، وهو البيع الذي يحصل فيه تسليم الأوراق وقت العقد وتأجيل دفع الثمن إلى آجال محددة<sup>(3)</sup>.

وبهذا يتبين الفرق الرئيسي بين العمليات العاجلة والآجلة، المرتكز على (التسلم والتسليم في الثمن والمثمن)، ففي العمليات العاجلة: يتم ذلك في موعد التعاقد وإبرام الصفقة بحسب القوانين، وفي العمليات الآجلة: يتم ذلك في موعد لاحق غير موعد التعاقد، ويسمى موعد التصفية، وغالبا لا يتم التسلم والتسليم محل العقد وإنما يستعاض عنه بالتسوية النقدية، بحسب الاتفاق بين الطرفين<sup>(4)</sup>.

(1) - عصام أبو النصر، مرجع سابق، ص 12.

(2) - علي محي الدين علي قرّة داغي، مرجع سابق، ص 117.

(3) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص 202.

(4) - محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص 76.

ثانياً: تصفية العقود والتغطية.

### 1- تصفية العقود في المعاملات الآجلة.

أ- **تعريف التصفية:** يراد بالتصفية في المعاملات الآجلة، في اصطلاح المتعاملين في سوق رأس المال: تنفيذ العقد بتسليم الأوراق المالية المباعة من قبل البائع، وتسليم ثمنها من قبل المشتري، أو إبرام عقد آخر على عكس العقد الأول، بحيث يحل العاقد الجديد محل العاقد الأول في تنفيذه.

ب- **صور التصفية:** تتم عملية التصفية من خلال إحدى الصور الثلاث الآتية:

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

### ج- تغطية العقود في المعاملات الآجلة:

لمّا كان تسليم الأوراق المباعة وكذا تسليم الثمن يتم في تاريخ لاحق، ولمّا كانت أسعار هذه الأوراق عرضة للتقلب، فقد ترتفع الأسعار إلى حد يكون البائع معه غير قادر على شراء هذه الأوراق وتسليمها للمشتري، وقد تنخفض انخفاضاً شديداً يحمل المشتري على الامتناع عن دفع الثمن المتفق عليه، وهذا أمرٌ يُعرض سمسار كل من البائع والمشتري للخسارة، لكونه ضامناً ومسؤولاً أمام الطرف الآخر، وقد يعجز السمسار عن تحمل هذه المسؤولية، فيتضرر بذلك الطرف الآخر، ولذلك كله فقد فرضت أنظمة السوق على كل من البائع والمشتري أن يدفع تأميناً من النقود أو الأوراق المالية لدى السمسار الذي يتعامل معه، يحدد بنسبة معينة من ثمن الأوراق المالية المشتراة، وذلك كي يتمكن السمسار من استخدامه في الوفاء بالالتزامات التي قد يعجز عنها أحد الطرفين<sup>(1)</sup>.

### الفرع الثاني: أغراض المتعاملين بالمعاملات الآجلة.

هناك ثلاثة أغراض للمتعاملين بالمعاملات الآجلة هي: المضاربة، الاحتياط والموازنة.

#### أولاً: المضاربة.

الغرض الأساسي للمتعاملين بالعقود الآجلة هو تحقيق ما يسمى بالأرباح الرأسمالية، التي تتمثل في الفرق بين سعر الورقة الذي عقدت به الصفقة، وبين سعرها الذي يحدد في يوم التصفية ويسمى صنيعهم ذلك بالمضاربة.

(1) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، الجزء (1)، ص 788.

**1-تعريف المضاربة:**

لقد سبق التعريف بالمضاربة عند الكلام عن أغراض المتعاملين بالمعاملات العاجلة وتبين من ذلك أنها تعني: بيع وشراء الأوراق المالية مقابل الحصول على أرباح، ومن أجل زيادة عدد الصفقات التجارية المنوي إجراؤها.

ومن هنا فإنَّ المضاربة باعتبارها غرض من أغراض المتعاملين بالعقود الآجلة تنوع إلى نوعين:

- النوع الأول: المضاربة على الصعود: وتعني شراء الأوراق المالية شراءً آجلاً بسعرٍ معين، على أمل أن يرتفع سعرها في يوم التصفية، بحيث يقوم المضارب عند ذلك ببيع تلك الأوراق بسعر يوم التصفية ليربح الفرق بين السعرين.

- النوع الثاني: المضاربة على الهبوط: وتعني بيع الأوراق المالية بيعاً آجلاً بسعر معين، على أمل أن يهبط سعرها في يوم التصفية، بحيث يقوم المضارب عند ذلك بشراء الأوراق بسعر يوم التصفية وتسليمها إلى الطرف الثاني بالسعر المتفق عليه، ليربح الفرق بين السعرين.

**ثانياً: الاحتياط.**

لقد سبق بيان المراد بذلك عند الكلام عن أغراض المتعاملين في المعاملات العاجلة، وما ذكر هناك ينطبق هنا، وذلك أنَّ الاحتياط أو التغطية يتم عن طريق البيع على المكشوف، وقد سبق بيان أنَّ البيع على المكشوف كما يكون في المعاملات العاجلة، وذلك عن طريق اقتراض الأسهم، ثم شرائها من السوق عند حلول أجل القرض وتسليمها للمقرض، فإنَّه يكون أيضاً في المعاملات الآجلة، ولكن عن طريق بيع أسهم غير مملوكة بيعاً آجلاً، ثم شراؤها من السوق عند حلول الأجل، وتسليمها للمشتري<sup>(1)</sup>.

وبذلك يتبين أنَّ الاحتياط أو التغطية في المعاملات الآجلة يتم في حالة شراء الأسهم لغرض الاستثمار وذلك ببيع أسهم مماثلة في نفس الوقت بيعاً آجلاً، بحيث إذا انخفضت أسعار الأسهم، وخسر المستثمر في الأسهم التي اشتراها، عوض ذلك الربح الذي يحصل له من خلال البيع الآجل، على النحو الذي سبق التمثيل عليه، عند الكلام عن الاحتياط باعتباره غرضاً من أغراض المتعاملين في المعاملات العاجلة<sup>(2)</sup>.

**ثالثاً: الموازنة.**

الموازنة كما سبق هي: محاولة الاستفادة من فروق الأسعار في البورصات المختلفة، وذلك بالشراء في البورصة ذات السعر المنخفض والبيع في سوق رأس المال ذات السعر المرتفع، والشراء في البورصة ذات السعر المنخفض يعمل على رفع السعر فيها، والبيع في سوق رأس المال ذات السعر المرتفع يعمل على إنزال السعر فيها، وبتكرار العملية يتم التوازن، وتتقارب الأسعار في البورصات المختلفة، التي تتداول فيها نفس الأسهم<sup>(3)</sup>.

(1) - عبد الرزاق عفيفي، بورصة الأوراق المالية والضرائب. المملكة العربية السعودية: دار الصميعي، 2001 ص ص 173، 179.

(2) - المرجع السابق، ص 179.

(3) - محمد أمين ولد عالي الغلاوي الشنقيطي، مرجع سابق، ص 344.

**المطلب الثاني: أنواع المعاملات الآجلة وتوصيفها الشرعي.**

تمثل الأسواق الآجلة امتداداً طبيعياً للأسواق الحاضرة على السلع، وتعد القاعدة الأساسية التي انطلقت منها أنواع العقود الآجلة، حيث أتمت تنوع إلى عدة أنواع باعتبارها متعددة سيتم تقديرها شرعاً. الفرع الأول: المعاملات الآجلة الباتة والمعاملات الآجلة بشرط التعويض وتوصيفهما الشرعي. أولاً: المعاملات الآجلة الباتة وتوصيفها الشرعي.

**1-تعريف المعاملات الآجلة الباتة القطعية (العادية):**

أ-تعرف العمليات الآجلة الباتة بأنها: «العقود التي يلتزم فيها البائع للمشتري الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر يتفق عليه وقت التعاقد، يطلق عليه سعر التنفيذ في يوم يسمى يوم التصفية، وهذه العقود تضمنت خيار التعجيل أو التأجيل لمرة واحدة إلا أنها خالية من خيار الفسخ، وملزمة بالتنفيذ»<sup>(1)</sup>.

ب-كما تعرف على أنها: « العمليات التي يحدد تنفيذها بموعد ثابت لاحق يسمى موعد التصفية، وهو الموعد الذي يدفع فيه الثمن، ويتم فيه تسليم الأوراق المالية موضوع الصفقة، وتسمى هذه العمليات بالمعاملات الباتة لأن العاقدين ليس لهم حق الرجوع في تنفيذ العملية، ولكن لهم الحق في تأجيل موعد التصفية النهائية إلى موعد آخر»<sup>(2)</sup>.

ج-عرفها البعض على أنها: «تلك التي بُتَّ فيها، فلا يمكن فسخها أو إلغاؤها، بل يتعين على المتعاقدين تنفيذها».

د-وهي أيضاً: «العمليات التي يكون التعاقد فيها ملزماً للطرفين، فلا يكون لأحدهما حق العدول عن إتمام الصفقة، بل يلتزم البائع بتسليم الأوراق المباعة التي تعهد بتسليمها والمشتري بدفع الثمن المتفق عليه».

**2-مميزات العمليات الآجلة الباتة:**

تتميز العمليات الآجلة الباتة بما يلي:

- أ. عمليات يكون التعامل فيه بالنقد، ولكن تنفيذها يؤخر إلى أجل مضروب متفق عليه، بعمليات تتحدد فيها يوم التعاقد الأمور الآتية: سعر الصفقة، مقدار ونوعية الصفقة، ومكان وتاريخ التسليم.
- ب. يلزم فيها كل من البائع والمشتري تنفيذ الصفقة في الأجل المضروب، حيث أن الغرض الأساسي من هذه العمليات الحصول على ربح يمثل الفرق بين سعري يوم التعاقد ويوم التصفية، يأخذه البائع عند ارتفاع الأسعار والمشتري عند هبوطها، ويعتبر المشتري في هذه العمليات مضارباً على الصعود، لأنه يتوقع ارتفاع الأسعار في الأجل القصير وأما البائع فيعتبر مضارباً على النزول، حيث إنّه يتوقع نزول الأسعار فإذا صح توقعه يشتري ما سبق أن باعه من قبل ويحصل على فارق السعر<sup>(3)</sup>.

(1)- محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص78.

(2)- أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية. الإسكندرية: دار الفكر الجامعي، 2009، ص 260.

(3) - سمي عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص ص 489، 490.

## 3- التوصيف الشرعي للمعاملات الآجلة الباتة :

نستعرض فيما يلي رأي الشرع في هذه المسائل التي تشملها العمليات الآجلة، وذلك بذكر آراء بعض المعاصرين:

أ- يرى الدكتور علي القره داغي إلى عدم صحة هذه العمليات، لأنَّ فيها تأجيل البدلين، والعقود لا تصح إلا أن يتم فيها تسليم أحد البدلين، وكذلك إعطاء الحق للعاقدين تأجيل موعد التصفية إلى موعد آخر، وتقترب هذه العمليات أيضاً من شبهة القمار، لأنَّ فيها إضرار بأحد الطرفين في الغالب.

ب. أمَّا الدكتور أحمد محي الدين، فقد ذهب إلى القول بجواز هذه العمليات في السلع للحاجة التي تنزل منزلة الضرورة، وعدم جوازها في الأوراق المالية لعدم الحاجة وللمضاربة على فروق الأسعار، ويرى الدكتور الضيرر عدم جوازها لنفس الأسباب.

ج. وفي الطرف الآخر يرى البعض صحَّة هذه العمليات ما دامت الأوراق المالية يجوز التعامل فيها ويملك البائع الثمن، ويكون ملك المشتري للبيع بمجرد عقد البيع الصحيح، وقد استدل هؤلاء لصحة هذه العمليات بما يلي:

- إجازة المالكية والحنابلة لاشتراط تأجيل الحق إلى مدة.

- هذه الأوراق عبارة عن ديون لا تتعين بالتعين، لكن تحدد بالجنس والنوع كالأسهم من الشركة الفلانية.

✓ وقد رد الدكتور علي القره داغي عليهم بأن : ((المالكية والحنابلة لم يقولوا باشتراط تأجيل الثمن والمثمن معاً، فالمالكية صرحوا بأنَّه لا يجوز بيع الدين إلا إذا كان الثمن نقداً، وأمَّا الحنابلة فقد اشترطوا قبض الثمن في المجلس، إن ما يجري في هذه العملية هو قيام كل من الطرفين بالتأخر في التسليم والاستلام إلى أجل محدد<sup>(1)</sup>.

وبعد دراسة هذه العملية فإننا نستنتج أنها:

- ✓ تقوم على الملاعبة بفروق الأسعار مما يجعل فيها رائحة قمار ويؤدي ذلك إلى الإضرار بأحد الطرفين.
- ✓ وقد يكون البيع من باب البيوع المكشوفة (المعدومة) لعدم وجود تلك الأوراق المالية في ذمة البائع ويعتمد ذلك بإعادة شرائها في وقت التصفية.

- ✓ إنَّ ما في المعاملات الآجلة الباتة اشتراط تأجيل الثمن والمثمن فهو غير جائز لكونه بيع دين بدين بحيث إنَّ البائع للأسهم لا يقبضها، بل هي مؤجلة عليه وكذلك المشتري لا يدفع ثمنها بل هي دين في ذمته. ولذلك فإنَّ هذه العملية غير جائزة شرعاً وهذا ما ذهب إليه زفر من فقهاء الاقتصاد<sup>(2)</sup>.

(1) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص 210، 211.

(2) - حوحو سعاد، مرجع سابق، ص 97.



ثانياً: المعاملات الآجلة بشرط التعويض وتوصيفها الشرعي.

### 1- تعريف المعاملات الآجلة بشرط التعويض.

أ- يقصد بالعمليات بشرط التعويض: «العمليات التي يلتزم فيها البائع والمشتري بتصفية العمليات التي تمت بينهما آجلاً في تاريخ معين، لكن يشترط أحدهما لنفسه الخيار في عدم تنفيذ العملية مقابل تخليه عن مبلغ من المال يتم الاتفاق عليه مسبقاً ليكون بمثابة تعويض عن عدم تنفيذ العملية».

ويرى البعض أنّ العمليات التي يتضمن عقدها شرطاً يجيز لأحد المتعاقدين أن يفسخ العقد في الأجل المضروب أو قبله مقابل مبلغ من المال يدفعه مقدماً منذ يوم التعاقد، ولا يرد إليه في حال من الأحوال والغرض منه أن يحصر المضارب هذا خسارته منذ البدء في هذا المبلغ سواء كان مشترياً أو بائعاً<sup>(1)</sup>.

ب- وهي: «العمليات التي تحوّل المتعاملين في سوق البورصة، إمّا بتنفيذ الصفقة في تاريخ التصفية، أو بالامتناع عن تنفيذ الصفقة، لقاء تعويض (علاوة) يعين مقداره مسبقاً».

ج- وتعرف أيضاً بأنها: «بيع أوراق مالية مؤجلة، بثمن مؤجل، مع شرط الخيار لأحد المتعاقدين في إمضاء العقد أو فسخه مقابل عوض يدفعه عند إرادة الفسخ».

وتتضمن هذه العملية ثلاثة عناصر مهمة هي: السعر، ومقدار التعويض وأجل التصفية وهي نوعان:

- العمليات الشرطية للمشتري، حيث يكون مخيراً بين استلام الصكوك، وبين التخلي عن التعويض.
- العمليات الشرطية للبائع، حيث يحق له في يوم جواب الشرط تنفيذ الصفقة، أو التنازل عن تنفيذها مقابل دفع تعويض متفق عليه مسبقاً.

### 2- التوصيف الشرعي للمعاملات الآجلة بشرط التعويض:

إنّ في هذا النوع، العقد لم يتم من الناحية الشرعية، لأنه لم يتم فيه التسلم لا للثمن، ولا للمثمن، بل اشترط فيه تأخير الاثنین معا فلذلك لا يجوز، وسبب ذلك لا يعود إلى خيار الشرط لأن ذلك جائز، وإنما إلى عدم تحقق أركان العقد، إضافة إلى اشتراط التنازل عن جزء من المال دون أن يربط بضرر فعلي محقق، فهذا أيضاً لا يجوز.

وذهب بعض الباحثين إلى جواز هذه العملية إذا كان الخيار فيها للمشتري، وشبهها ببيع العربون الذي أجازته الحنابلة<sup>(2)</sup>.

ومع وجود بعض الخلاف في بيع العربون، فإن مسألة هذه تختلف عنه كثيراً، حيث قد تم في بيع العربون تسليم المبيع وجزء من الثمن بينما لا يتم في هذا النوع أي تسلم للمعقود عليه لا الثمن ولا المثمن إلا في فترة يتفق عليها المتعاقدان، ومن هنا فلا يدخل في بيع العربون، بل أنّ قياسه عليه قياس مع الفارق، ناهيك عن هذا

(1) - أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص 287.

(2) - علي محي الدين علي القره داغي، مرجع سابق، ص 123.

النوع من البيوع الآجلة قد يتم على معقود عليه لم يتحقق بعد، أما سوق رأس المال لا تشترط وجود المعقود عليه أثناء العقد، وإنما المطلوب تحققه عند حلول المدة أو دفع التعويض.

أما إذا كان الخيار للبائع فإنه لا يجوز لما سبق<sup>(1)</sup>.

**الفرع الثاني: المعاملات الآجلة الشرطية البسيطة والمعاملات الآجلة بشرط الانتقاء وتوصيفهما الشرعي.**

المعاملات الآجلة الشرطية البسيطة والمعاملات الآجلة بشرط الانتقاء هما من أنواع العمليات الآجلة.

**أولاً : المعاملات الآجلة الشرطية البسيطة وتوصيفها الشرعي.**

### 1- تعريف المعاملات الآجلة الشرطية البسيطة:

أ-تعرف على أنها: «العمليات التي يكون فيها الخيار للمضارب بين فسخ العقد في ميعاد التصفية أو قبله أو تنفيذ العملية إذا رأى تقلب الأسعار لصالحه وفي مقابل استعمال هذا الحق يدفع المضارب تعويضاً، وهو مبلغ معين يدفعه مقدماً».

ب- وهي: «المعاملات التي يتضمن عقدها شرطاً يميز لأحد المتعاقدين أن يفسخ العقد في الأجل المضروب، أو قبله مقابل مبلغ معين من المال يدفعه مقدماً منذ يوم التعاقد، ولا يرد إليه في حال من الأحوال»<sup>(2)</sup>.

### 2- التوصيف الشرعي للمعاملات الآجلة الشرطية البسيطة:

في هذا النوع من المعاملات مثل ما في النوع السابق من اشتراط حق الفسخ لأحد المتعاقدين، لكنه يختلف عنه في أنه في النوع السابق يكون العوض مقابل الفسخ، أما هنا فالعوض في مقابلة الخيار، فهل يجوز أخذ العوض في مقابل اشتراط الخيار؟

وفي هذه المسألة رأيان متقابلان أحدهما للحنفية، وفيه جواز أخذ العوض في مقابل إسقاط الخيار والآخر للحنابلة بالمنع من ذلك.

جاء في الفتاوى الخانية (رجل باع داراً على أنه بالخيار ثلاثة أيام ، فصالحه المشتري على دراهم مسماة أو على عرض بعينه على أن يسقط الخيار ويمضي والبيع، جاز ذلك، ويكون زيادة في الثمن، وكذا لو كان الخيار للمشتري، فصالحه البائع على أن يسقط الخيار، فيحط عنه من الثمن كذا، أو يزيده هذا العرض بعينه في البيع جاز ذلك).

وهناك رجحان ما ذهب إليه الحنابلة، وبخاصة أن من مذهب الحنفية عدم جواز الاعتياض عن الحقوق المجردة، ومنها حق الخيار، ووجه الترجيح أنه إذا لم يجوز أخذ العوض عن الخيار أو إسقاطه، لم يجوز تصحيح العقد بحمل العوض الذي أخذه صاحب الخيار على أنه جزء من الثمن، وذلك الأولى على ما تقتضيه من صحة أو بطلان، وليس تصحيحها إذا لم تكن غير صحيحة في الأصل، كما أن التحايل على تحليل الحرام أصل فاسد دل على فساده الشرع.

(1)- علي محي الدين علي قره داغي، مرجع سابق، ص 123، 124.

(2)- عصام أبو النصر، مرجع سابق، ص 12.

وعلى ذلك فإن أخذ العوض في مقابل اشتراط الخيار أكل للمال للباطل، لأنه في غير مقابلة مال، فيكون محرماً، فيكون هذا أيضاً سبباً مانعاً من المعاملات الآجلة الشرطية البسيطة.

ثانياً: المعاملات الآجلة بشرط الانتقاء وتوصيفها الشرعي.

### 1-تعريف المعاملات الآجلة بشرط الانتقاء:

هي عبارة: «عن عقد بين طرفين، يكون فيه لأحدهما الخيار - في موعد آجل محدد - في أن يبيع الطرف الآخر أوراقاً مالية معينة بسعر محدد، أو أن يشتري منه تلك أوراق بسعر أعلى منه».

غير أن ما يميز هذا النوع من المعاملات أن كل واحد من الطرفين يحتل أن يكون بائعاً، ويحتل أن يكون مشترياً، بحسب ما يقرره الطرف الآخر، وذلك أن أحد الطرفين يشترط لنفسه وقت الاتفاق أن يكون له يوم التصفية الخيار في أن يبيع الطرف الآخر أوراقاً مالية معينة بسعر محدد، أو أن يشتري منه تلك الأوراق بسعر محدد أيضاً، وعادة ما يكون سعر الشراء أعلى من سعر البيع أي: أن هناك سعرين: سعراً أدنى للبيع، وسعراً أعلى للشراء، وعلى مشترط الخيار أن يقرر يوم التصفية البيع بالسعر الأدنى، أو الشراء بالسعر الأعلى<sup>(1)</sup>.

### 2-التوصيف الشرعي للمعاملات الآجلة بشرط الانتقاء:

وهي مما لا يجوز العمل به لما فيها من علل العمليات الشرطية القطعية ومضاف إليها غرر فاحش حيث لا يدري المتعاقد يوم التصفية أهو بائع أم مشتري<sup>(2)</sup>.

فهذه العملية بهذه الصورة لا تعتبر بيعاً في نظر الشريعة الغراء وذلك لأن من الشروط الأساسية له تحديد الثمن إضافة إلى عدم تحقق أركان العقد، بل واشتراط تأجيل الثمن المخير والمثمن، ولا نرى لها وجهاً شرعياً لجوازها وصحتها.

الفرع الثالث: المعاملات الآجلة الشرطية المركبة والمعاملات الآجلة مع خيار الزيادة وتوصيفهما الشرعي

وهما من أنواع العمليات الآجلة وسيتم توضيحها كما يلي:

أولاً: العمليات الآجلة الشرطية المركبة وتوصيفها الشرعي.

### 1-تعريف العمليات الآجلة الشرطية المركبة:

وهي العمليات التي تتركب من أكثر من نوع كالاتي:

- أ. شراء عاجل مقابل بيع بشرط التعويض ( الخيار للمشتري ).
- ب. شراء بات مقابل بيع بشرط التعويض.
- ج. شراء بشرط التعويض مقابل بيع بات.
- د. شراء بشرط التعويض مقابل بيع بشرط التعويض.

(1) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، الجزء(1)، ص ص 873،876.

(2)- حوحو سعاد، مرجع سابق، ص 98.

1- وهي عبارة عن: «عمليات يكون فيها الخيار للمضارب بين أن يكون مشتريا أو بائعا، وأن يفسخ العقد إذا رأى مصلحة له في ذلك عند التصفية أو قبلها، مقابل تعويض أكبر مما يدفع في العمليات البسيطة يدفعه لصاحبه».

2- ويمكن تعريفها بأنها: «عقد بين طرفين، يكون فيه لأحدهما الخيار -في موعد آجل محدد - في أن يبيع الطرف الآخر أوراقا مالية معينة، أو أن يشتري منه تلك الأوراق، أو أن يفسخ العقد، مقابل عوض يدفعه للطرف الآخر ولا يرد إليه بحال».

و تختلف المعاملات الشرطية المركبة، عن المعاملات الآجلة بشرط الانتقاء كالآتي:

- للبيع سعر يختلف عن سعر الشراء في المعاملات الآجلة بشرط الانتقاء، وعلى مشروط الخيار البيع بالسعر الأدنى، أو الشراء بالسعر الأعلى، أما في المعاملات الشرطية المركبة، فسعر البيع و الشراء واحد.
- لمشروط الخيار في المعاملات الشرطية المركبة حق فسخ العقد، إذا لم يرغب في البيع أو الشراء وليس له ذلك في المعاملات الآجلة بشرط الانتقاء<sup>(2)</sup>.

## 2- التوصيف الشرعي للمعاملات الآجلة الشرطية المركبة:

من خلال التعريف بهذا النوع من المعاملات يتبين أن ليس هنا عقد بيع، بل مواعدة غير ملزمة لأحد طرفيها، وهو الطرف الذي يكون له الخيار في أن يبيع أو يشتري من الطرف الآخر الأسهم المحددة بالسعر المتفق عليه، وله أن لا يفي بوعده، فلا يبيع ولا يشتري، على حين يلزم الطرف الآخر الوفاء بوعده، وتنفيذ ما يقرره صاحب الخيار، كما يدفع صاحب الخيار عوضا للطرف الآخر، مقابل تمتعه بحق الخيار هذا.

وهذا النوع من المعاملات يتضح بما سبق تقريره في الأنواع السابقة، وهو إن كان غير ملزم لأحد الطرفين وهو صاحب الخيار، إلا أنه ملزم للطرف الآخر، فكان فيه ما في النوع السابق من تأجيل البدلين، وعدم القطع بالبيع أو الشراء، ويزيد هذا النوع بأخذ العوض في مقابل إعطاء الخيار، وقد سبق بيان عدم الجواز ذلك فيكون هذا النوع محرما كالأنواع السابقة والله أعلم.

ثانيا : المعاملات الآجلة مع خيار الزيادة وتوصيفها الشرعي.

### 1- تعريف المعاملات الآجلة مع خيار الزيادة.

المعاملات الآجلة مع خيار الزيادة نوع من المعاملات الآجلة الباتة التي سبق التعريف بها، غير أن البائع يشترط لنفسه الخيار في أن يبيع المشتري كمية إضافية من الأوراق المالية، بمقدار الضعف أو الضعفين أو ثلاثة أضعاف، بنفس السعر، أو يشترط المشتري لنفسه أن يشتري من البائع نفسه كمية إضافية من الأوراق المالية بنفس السعر أيضا.

وبناء على ذلك فإن البائع أو المشتري ملزم بتنفيذ العقد بالنسبة للكمية المتفق عليها، وهو بالخيار في

تنفيذ العقد بالنسبة لما زاد على ذلك.

(1) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، الجزء(1)، ص 896، 897.

ويمكن تعريفها بأنها: «بيع أوراق مالية مؤجلة، بثمن مؤجل، مع اشتراط أحد المتعاقدين الخيار في مضاعفة الكمية المباعة أو المشتراة، بالسعر المتفق عليه».

فشرط الخيار هذا قد يشترطه البائع، وقد يشترطه المشتري، فإن كان الشرط للمشتري فإن السعر في العادة يكون أعلى من السعر في المعاملات الباتة التي لم تقترن بشرط خيار الزيادة، وإن كان الشرط للبائع فإن السعر يكون أقل من السعر في تلك المعاملات الباتة وذلك مقابل تمتع كل منهما بحق الخيار. ويقدم مشترط الخيار -سواء أكان البائع أم المشتري - على استخدام الخيار وطلب الزيادة، إن كان تقلب الأسعار في صالحه.

## 2- التوصيف الشرعي للمعاملات الآجلة مع خيار الزيادة:

حيث يكون لمن له الخيار الاستزادة عند حلول الأجل المتفق عليه، فإذا كان الخيار للمشتري يحق له طلب تسلم ضعف الأوراق المشتراة أو أكثر، لكن الشراء يعتبر باتا في الكمية المتفق عليها مسبقا، واختياريا في الزائد وتكون أسعارها الفعلية أكثر من أسعارها في السوق الباتة وكذلك الأمر بالنسبة لو كان الخيار للبائع، حيث يسلمه المشتري كمية من المتفق عليه، وبسعر أكثر من سعرها في السوق الباتة.

كذلك الأمر بالنسبة لو كان الخيار للبائع، حيث يسلمه المشتري كمية من المتفق عليه وبسعر أكثر من سعرها في السوق الباتة، وكذلك فالكل يوازن بين الأسعار الباتة، والأسعار الآجلة بشرط الزيادة، وأسعار السوق في موعد التصفية محاولا الحصول على أكبر قدر ممكن من الربح، والتفادي من الوقوع في الخسارة، فحكم هذا النوع إضافة إلى عدم توفر أركان العقد فإنه يتضمن نوعا من المغامرة التي تسمى في أعراف البورصة بالمضاربة، وذلك لأن من له حق الخيار على الزيادة، كما يرى، بالإضافة إلى أنه يتضمن في ظاهرة بيعا متضمنا بوعد، بل يتضمن بيعا آخر فيكون داخلا في النهي عن صفقتين في صفقة واحدة<sup>(1)</sup>.

(1) - علي محي الدين علي القره داغي، مرجع سابق، ص 125.

### خلاصة الفصل الرابع:

السمسار هو شخص ذو مؤهلات يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية نيابة عن عميله وبمعاونة مساعديه مقابل سمسة محددة هي العوض، وتجاوز الوساطة (السمسة) في بيع وشراء الأوراق المالية إذا كانت مقدرة بالزمن، وأيضا إذا كانت مقدرة بالعمل، حيث يمكن أن يكون العقد وكالة بأجر ويمكن أن يكون إجارة ويمكن أن يكون جعالة، أو وكالة بأجر، كما يجوز أن يقوم السماسرة بتفويض المتخصصين في تنفيذ أوامر البيع والشراء الواردة إليهم من عملائهم، نيابة عنهم، إذا أذن لهم العملاء، أو كان العرف جاريا بذلك.

يجوز إصدار أوامر البيع والشراء بأنواعها: محددة السعر، والأمر السوقي، والأمر بسعر الفتح أو الإقبال، والأمر الموقوف، والأمر المؤقت، الأمر مفتوح المدة، والأوامر المشروطة المقرونة بالأمر.

يراد بتسعير الأوراق المالية تحديد السعر الذي يمكن عنده إجراء صفقات بيع وشراء على أكبر عدد ممكن من الأسهم، بإتباع عدد من الطرق التي توصل إلى ذلك، مثل التسعير بالمناداة، والتسعير بالمقارنة، والتسعير بالصندوق، على الرغم من إجماع الفقهاء على حرمة التسعير، إلا أنهم اختلفوا في ذلك إذا كان من الحاكم تحقيا للمصلحة أو دفع الضرر، أما ما هو ظلم وجور حرام إذا تضمن ظلم الناس وإكراههم على البيع بغير حق بثمن لا يرتضونه أو منعهم مما أباحه الله لهم.

تجاوز المعاملات العاجلة التي يكون البيع فيها حالا بالنسبة للثمن والمثمن، ويتم فيها دفع الثمن كاملا، وتسلم المبيع سواء أكان الغرض منها الاستثمار أم المضاربة، ومنها الشراء بكامل الثمن، أما الشراء بالهامش بالصيغة التي يتم بها في سوق رأس المال التقليدي فهو محرم شرعا، وذلك لاشتماله على عقد محرم وهو الإقراض بشرط الزيادة، سواء أكان المقرض هو السمسار أم غيره، إضافة إلى اشتماله على ممارسات غير مشروعة والتي قد تكون سببا في حصول أضرار اقتصادية على أطراف المعاملة، والاقتصاد بشكل عام، أما البيع على المكشوف أي على الأسهم والسلع التي ليست في ملك البائع بالكيفية التي تجرى في سوق رأس المال التقليدي غير جائزة شرعا، لأنها تشمل على بيع الشخص ما لا يملك اعتمادا على أنه سيشتريه ويسلمه في الموعد.

تحرم المعاملات الآجلة التي يتأجل فيها تسليم الثمن والمثمن، لأن ذلك داخل في بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه، بحيث إن البائع للأسهم لا يقبضها بل هي مؤجلة عليه وكذلك المشتري لا يدفع ثمنها بل هي دين في ذمته، فضلا عما في تلك المعاملات من المخاذير الأخرى، مثل بيع الإنسان ما لا يملك البيع كالبيوع المكشوفة (المعدومة) لعدم وجود تلك الأوراق المالية في ذمة البائع ويعتمد ذلك بإعادة شرائها في وقت التصفية، وعلى ذلك فتحرم جميع أنواع المعاملات الآجلة، وهي المعاملات الآجلة الباتة، والمعاملات الآجلة بشرط التعويض، والمعاملات الآجلة الشرطية البسيطة، والمعاملات الآجلة بشرط الانتقاء، والمعاملات الآجلة الشرطية المركبة والمعاملات الآجلة مع خيار الزيادة، وعلى ذلك فتحرم جميع أنواع المعاملات الآجلة، وهي المعاملات الآجلة الباتة، والمعاملات الآجلة بشرط التعويض، والمعاملات الآجلة الشرطية البسيطة، والمعاملات الآجلة بشرط الانتقاء، والمعاملات الآجلة الشرطية المركبة والمعاملات الآجلة مع خيار الزيادة.

## الفصل الخامس

مدخل لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

والرقابة الشرعية عليه

## تمهيد:

لقد أضحى النظام المالي الإسلامي في ماليزيا النموذج الأمثل للاقتصاد الإسلامي المتطور، وساعده على هذا التنامي الاقتصادي الكبير وجوده في بيئة تتصف بمزيد من الحرية والتنافس، وذلك تماشياً مع الاندماج المتزايد بين النظام المالي الإسلامي الماليزي والساحة المالية الإسلامية العالمية، وقد شهد نمو سوق رأس المال الإسلامي أبعاداً دولية شملت إنشاء مجالس وهيئات مالية ونقدية لها أبعاد دولية.

ومما لا شك أن التطور الذي حققته التجربة الماليزية في سوق رأس المال الإسلامي ما هو إلا ثمرة من ثمار التطور العام الذي حققته ماليزيا في العديد من المجالات، بما أهلها للانضمام ومجداً إلى فريق النور الآسيوية، الذي نجح في تحقيق ما أصطلح على تسميته بالمعجزة الآسيوية.

تلعب هذه السوق دوراً هاماً شأنها شأن الأسواق الأخرى في دعم النمو الاقتصادي في ماليزيا، كما تلبي هذه السوق احتياجات الأغلبية المالوية الإسلامية في الموارد المالية وأدوات الاستثمار المالي الإسلامي، وقد بدأ سوق رأس المال الإسلامي كسوق موازي لسوق رأس المال التقليدي، وشكل مع البنوك الإسلامية وشركات التكافل أهم دعائم النظام المالي الإسلامي في ماليزيا، غير أن تطور هذا السوق ظل مرهوناً بضرورة توفير بنية تحتية تنظيمية لها، وكانت المبادرة الأولى لتحقيق هذا الهدف هي إنشاء وحدة للسوق الإسلامية لرأس المال، أنيط بها وضع خطة طويلة الأجل لتنمية السوق وتقويته إلى جانب إجراء البحوث اللازمة في ذلك المجال.

ورغبة منا في تسليط الضوء على سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا والرقابة الشرعية عليه، تم تقسيم

الفصل الخامس إلى مبحثين هما على التوالي:

المبحث الأول: نظرة على اقتصاد ماليزيا وسوق رأس المال فيها.

المبحث الثاني: سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا والرقابة الشرعية عليه.



## المبحث الأول: نظرة على اقتصاد ماليزيا وسوق رأس المال فيها.

تقوم الأسواق المالية الماليزية على قطاعين أساسيين هما: سوق رأس المال والجهاز المصرفي ويمثل سوق رأس المال الماليزي سوق الأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل كالأسهم، السندات، صناديق الاستثمار Unit Trust Funds وغيرها.

ويلعب هذا السوق دوراً بارزاً في توليد النمو الاقتصادي الماليزي، وتعبئة الموارد المالية لتمويل الأنشطة الاقتصادية الماليزية في الوقت الحاضر، وهو مكمل لنظام العمل المصرفي القائم في ماليزيا. كما ينقسم سوق رأس المال الماليزي إلى ثلاثة أقسام: أسواق الملكية (الأسهم)، السندات، المشتقات وتخضع للجهات الرقابية الهامة والقوانين ذات الصلة بها، وهذا للتأكيد من حماية حقوق المستثمرين والشركات المساهمة والمؤسسات المعنية في هذه الأسواق، وأصبحت هيئة الأوراق المالية الماليزية Securities Commission of Malaysia عبارة عن هيئة رقابية رئيسية لسوق رأس المال الماليزي.

### المطلب الأول: التعريف بدولة ماليزيا واقتصادها.

ماليزيا قطر إسلامي تقع في جنوب شرق آسيا مكونة من 13 ولاية وثلاثة أقاليم اتحادية، العاصمة هي كوالالمبور، في حين أن بوتراجايا هي مقر الحكومة الاتحادية، يصل تعداد السكان أكثر من 28 مليون نسمة، ينقسم البلد إلى قسمين يفصل بينهما بحر الصين الجنوبي<sup>(1)</sup>، هما جزء من شبه الجزيرة الكبير في الإقليم وهو ما يعرف بشبه جزيرة الملايو ويسمى ماليزيا الغربية، والثاني جزء من جزيرة بورنيو ويعرف بماليزيا الشرقية<sup>(2)</sup>، يحد ماليزيا كل من تايلند واندونيسيا وسنغافورة وسلطنة بروناي، تقع ماليزيا بالقرب من خط الاستواء ومناخها مداري.

لم يكن لماليزيا كدولة موحدة وجود حتى عام 1963، في السابق بسطت المملكة المتحدة نفوذها في مستعمرات في تلك المناطق أواخر القرن الثامن عشر، تكون النصف الغربي من ماليزيا الحديثة من عدة ممالك مستقلة، عرفت هذه المجموعة من المستعمرات باسم مالايا البريطانية حتى حلها عام 1946، عندما تم إعادة تنظيمها ضمن اتحاد الملايو، نظراً للمعارضة الواسعة، أعيد تنظيمها مرة أخرى ضمن اتحاد مالايا الفدرالي في عام 1948، ثم حصلت على الاستقلال في وقت لاحق في 31 أوت 1957، دمجت كل من سنغافورة، ساراواك،

(1)-حاج إبراهيم عبد الرحمن ، خير الناس ربيع، مسيرة الاقتصاد الإسلامي في ماليزيا من خلال أفكار محمد مهاتير، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي: الاقتصاد الإسلامي: الواقع ورهانات المستقبل، جامعة غرداية، الجزائر، 23 و 24 فيفري 2011، ص1.

(2) -كمال المنوني، الأطلس الماليزي، برنامج الدراسات الماليزية، مركز الدراسات الآسيوية، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 2006، ص3.

وبورنيو الشمالية البريطانية واتحاد مالايا جميعها لتشكيل ماليزيا يوم 16 سبتمبر 1963، حصلت في السنوات التالية توترات ضمن الاتحاد الجديد أدت إلى نزاع مسلح مع اندونيسيا وطرد سنغافورة في 9 أوت 1965. خلال أواخر القرن العشرين، شهدت ماليزيا طفرة اقتصادية وخضعت لتطور سريع، حيث يجدها مضيق ملقا، وهو طريق بحري مهم في الملاحة الدولية، كما أن التجارة الدولية جزء أساسي من اقتصادها، تشكل الصناعة أحد القطاعات الرئيسية في اقتصاد البلاد، حيث اقتصت الخطة التنموية الماليزية التي عرفت بالسياسة الاقتصادية الجديدة بوضع الخطوط العريضة للتنمية في ماليزيا خلال الفترة 1971-2000، والتي اقتصت بدورها بالتخطيط لفترة مستقبلية فيما عرف برؤية 2020، والتي تؤكد على التزام الحكومة بالمضي قدما في النمو الاقتصادي وبأن تتحول ماليزيا مع حلول 2020 إلى دولة متقدمة على كافة الأصعدة<sup>(1)</sup>، كما انضمت ماليزيا إلى مجموعة الدول الثماني الإسلامية النامية، تمتلك ماليزيا تنوعاً حيوياً من النباتات والحيوانات، حيث تعتبر من بين الدول 17 الأكثر تنوعاً<sup>(2)</sup>.

#### الفرع الأول: بيانات أساسية واقتصادية حول ماليزيا.

يمكن إحصاء أهم البيانات العامة والاقتصادية حول ماليزيا في الجدول التالي:

#### الجدول رقم 10: بيانات عامة واقتصادية عن ماليزيا.

الاسم الرسمي	ماليزيا	
العاصمة وأكبر مدينة	كوالالمبور	
نظام الحكم الملك	ملكي دستوري فيدرالي برلماني ديمقراطي السلطان عبد الحلیم معظم	
رئيس الوزراء	محمد نجيب تون عبد رزاق منذ 3 أبريل 2009 خليفة لعبد الله أحمد بدوي	بيانات أساسية
المساحة	329.758 كلم <sup>2</sup>	
السكان إحصاء 2010	28,334,135 مليون نسمة	
دين الدولة	الإسلام، حيث يقدر عدد المسلمين 55% من السكان، وينص الدستور على أن ملك الدولة يجب أن يكون مسلماً	
العملة	رينغت، ورمزها 1RM=100set/ RM	
الصناعات الرئيسية	- [شبه جزيرة ماليزيا] المطاط، زيت النخيل، تصنيع وتجهيز الصناعات التحويلية، صناعات الالكترونيات (المرتبة التاسعة عالمياً في تصدير التقنية العالية، من مجموع 30 دولة تم اختيارها <sup>(3)</sup> ، التعدين قطع الأشجار، تجهيز الأخشاب. - [الصباح] الزراعة، زيت النخيل، السياحة إنتاج النفط، قطع الأشجار.	بيانات اقتصادية

(1) - هدى ميتكيس، السياسات العامة في ماليزيا، مركز الدراسات الآسيوية، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 2008، ص 167.

(2) - <http://ar.wikipedia.org/wiki>

(3) - التجربة الماليزية في مجال التنمية البشرية ومقومات نجاحها. تقرير التنمية البشرية الصادر عن البرنامج الإنمائي للأمم المتحدة لعام 2001،

مركز الدراسات الإقليمية، 2008، ص 06.

- [سراوك] تكرير النفط، قطع الأشجار.	
الولايات المتحدة الأمريكية، سنغافورة، اليابان، هونغ كونغ بالإضافة إلى ألمانيا، كوريا الجنوبية.	الشركاء الرئيسيون
القصدير 35% من الإنتاج العالمي.	أهم المعادن

المصدر: تاريخ الزيارة <http://ar.wikipedia.org/wiki> 2011-12-18

الفرع الثاني: أهم الاستثمارات الخليجية في آسيا، وعلاقات ماليزيا الاقتصادية مع العالم العربي.

أولاً: أهم الاستثمارات الخليجية في آسيا.

يمكن تلخيص أهم الاستثمارات الخليجية في آسيا في الجدول التالي:

جدول رقم: 11: أهم الاستثمارات الخليجية في آسيا

المؤسسات	الاستثمار
بيت التمويل الكويتي.	• أسس المصرف الإسلامي 49% يستثمر في Pavillon, Sunway South JV with Sunway City Quay property
مصرف الراجحي	• المصرف الإسلامي الجديد-وجعل ماليزيا مركزه للمصرفية الإسلامية
مصرف قطر الإسلامي R.USD Bank and GIH	• المصرف الإسلامي الجديد-مصرف آسيا المالية
صندوق Baitak بيت التمويل الكويتي	• استثمار USD 600 min في ممتلكات
شركة الاقتصاد السعودية	• حيازة 10% سهم في Green Packet Bhd, a wireless technology co
الاتصالات السعودية	• 25% in Binariang (US 3bin)
مصرف السلام	• With E&O Property to develop vilas in Penang
شركة التأمين وإعادة التأمين القطرية و Gulf Petroleum	• الاستثمار USD 1.4bin في وقود وغاز ماليزية وممتلكات ومصرفيات إسلامية ويهدف إلى اتخاذ ماليزيا مركزه في عملياته في Asia-Pacific
Swan Symphony تابع لأبو ظبي والكويت وماليزيا	• 50.6% سهم في شركة تطوير العقار الماليزي Putrajaya Perdana (USD 12 min)
شركة مبادلة للتنمية، بيت التمويل الكويتي Millennium	• USD 1.2billion in Iskandar Malaysia
دولي التنمية والدار للممتلكات	
مجموعة دبي للاستثمارات	• 40% في البنك الإسلامي الماليزي بمبلغ

	USD240mln وأسهم في شركة Bolton للممتلكات
المصرف التجاري لأبو ظبي	• 25% في PHB Capital Bhd الذي يملكه RHB Bank Bhd رابع أكبر مجموعة مصرفية
عدد غير محدود من استثمارات Dubai World	• إنشاء شركة دولية للمأكولات الحلال (Mihap) في ماليزيا وهو أول مركز عالمي حلال

المصدر: محمد نور الدين غادمن، تطور سوق رأس المال الإسلامي، قسم سوق رأس المال الإسلامي، هيئة الأوراق المالية الماليزية، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية ISRA، مركز الملك فهد للمؤتمرات، الفندق القاري بالرياض، 25 أكتوبر 2008، ص38.

### ثانيا: العلاقات الاقتصادية لماليزيا مع العالم العربي<sup>(1)</sup>:

للعلاقات الاقتصادية الماليزية العربية جذور تاريخية، حيث أن هذه العلاقات قديمة قدم دخول الإسلام إلى ماليزيا.

أما في العصر الحاضر فإن العلاقات الاقتصادية بين ماليزيا والعالم العربي قد تطورت تطورا كبيرا نتيجة تدفق النفط بكميات كبيرة في المنطقة العربية واحتياج ماليزيا لاستيراد النفط قبل اكتشافه وإنتاجه فيها. وتطورت العلاقات الاقتصادية بين الطرفين أيضا نتيجة التطور الصناعي الحاصل في ماليزيا وقيامها بتصدير السلع الصناعية إلى المنطقة العربية بأسرها.

لكن العلاقات الاقتصادية بين ماليزيا ودول الخليج العربي تتخذ شكلا أكثر عمقا عما هي عليه في باقي الأقطار العربية بسبب القرب المكاني النسبي فيما بينهم عن باقي الدول العربية الأخرى، وأيضا نتيجة للانفتاح التجاري والاستهلاكي الموجود في منطقة الخليج العربي بسبب إنتاج النفط وتصديره بكميات هائلة للخارج، غير أن هيكل التجارة بين ماليزيا ودول الخليج العربي قد اختلف في الوقت الحالي عما كان عليه في بداية الثمانينات من القرن الماضي، حيث كانت دول مجلس التعاون الخليجي موردا هاما لماليزيا وكان نصيبها حوالي 4 في المائة من الواردات الماليزية، إلا أنه نتيجة لنمو صناعة تكرير النفط الماليزية فقد انخفضت واردات ماليزيا من دول مجلس التعاون الخليجي:

(1) - نبيه فرج أمين الحصري، تجربة ماليزيا في تطبيق الاقتصاد الإسلامي - تحليل وتقييم - الإسكندرية: دار الفكر الجامعي، 2009، ص27.

## جدول رقم 12: بعض استثمارات الخليج القيمة في ماليزيا.

المؤسسات	الاستثمار
بيت التمويل الكويتي.	• أسس المصرف الإسلامي 49% يستثمر في Pavillon, JV Sunway South Quay لبناء with Sunway City property
مصرف الراجحي	• المصرف الإسلامي الجديد - وجعل ماليزيا مركزه للمصرفية الإسلامية
مصرف قطر الإسلامي R.USD Bank and GIH	• المصرف الإسلامي الجديد - مصرف آسيا المالية
صندوق Baitak بيت التمويل الكويتي	• استثمار USD 600 min في ممتلكات
شركة الاقتصاد السعودية	• حياة 10% سهم في Green Packet Bhd, a wireless technology co
الاتصالات السعودية	• 25% in Binariang (US 3bin)
مصرف السلام	• With E&O Property to develop vilas in Penang
شركة التأمين وإعادة التأمين القطرية و Gulf Petroleum	• الاستثمار USD 1.4bin في وقود وغاز ماليزية وممتلكات ومصرفيات إسلامية ويهدف إلى اتخاذ ماليزيا مركزه في عملياته في Asia-Pacific
Swan Symphony تابع لأبوظبي والكويت وماليزيا	• 50.6% سهم في شركة تطوير العقار الماليزي Putrajaya Perdana (USD 12 min)
شركة مبادلة للتنمية، بيت التمويل الكويتي Millennium دولي التنمية والدار للممتلكات	• USD 1.2billion in Iskandar Malaysia
مجموعة دبي للاستثمارات	• 40% في البنك الإسلامي الماليزي بمبلغ USD240mln وأسهم في شركة Bolton للممتلكات
المصرف التجاري لأبوظبي	• 25% في PHB Capital Bhd الذي يملكه RHB Bank Bhd رابع أكبر مجموعة مصرفية
عدد غير محدود من استثمارات Dubai World	• إنشاء شركة دولية للمأكولات الحلال (Mihap) في ماليزيا أول مركز عالمي حلال

المصدر: محمد نور الدين غادمن، مرجع سابق، ص 39.

الفرع الثالث: ماليزيا كمركز دولي للمالية الإسلامية ودور الحكومة الماليزية والهيئات النظامية في تطوير المالية الإسلامية في ماليزيا.

أولاً: ماليزيا كمركز دولي للمالية الإسلامية.

هي عبارة عن أفكار تبنتها الحكومة والمنظمون الماليون الماليزيون، وهي عبارة عن رؤية مستقبلية تهدف إلى تطوير خدمات مالية إسلامية في ماليزيا تكون حيوية منافسة وبارعة ويساندها فائق الذكاءات الإنسانية، وتكون على مستوى عالمي في المرافق والمعايير. ومن أهم ابتكارات هذه الرؤية<sup>(1)</sup>:

- ماليزيا مركز تأصيل وتوزيع ومتاجرة الأدوات المالية الإسلامية.
  - ماليزيا مركز لإنشاء الصناديق الإسلامية وخدمات إدارة الثروات.
  - ماليزيا مركزاً للعملة الدولية لخدمات المالية الإسلامية.
  - ماليزيا مركزاً للتكافل وإعادة التكافل.
  - ماليزيا مركزاً لتعليم المالية الإسلامية والتدريب والاستثمار والبحوث.
- وتتمتع ماليزيا بنظام مالي إسلامي شامل يغطي كل القطاعات المالية مدعم بالبنية التحتية للثروة البشرية<sup>2</sup>:
- يعمل بالتوازي مع نظام مالي تقليدي.
  - تنوعات اللاعبين:
  - اثنتا عشرة مؤسسة مصرفية إسلامية متكاملة.
  - ثلاثة بنوك إسلامية مملوكة أجنبياً متكاملة.
  - سبعة فروع مصارف إسلامية.
  - تسعة عاملو التكافل.
  - مؤسسات مالية إسلامية قوية وسليمة متحكمة بأفضل الممارسات الدولية.
  - نمو سريع مع مجموعة مختلفة وكبيرة من المنتجات والخدمات.
  - الصيرفة بالتجزئة، المشتركة والاستثمارية.
  - مندمج دولياً مع النظام المالي الإسلامي الدولي.

(1) - محمد نور الدين غادمن، المرجع السابق، ص38.

(2) - BAKARUDIN ISHAK, **Islamic Banking and finance: Malaysia's Experience and Achievements**, 13 June 2006, Victoria University of Wellington, BANK NEGARA MALAYSIA, central bank of Malaysia, p4.

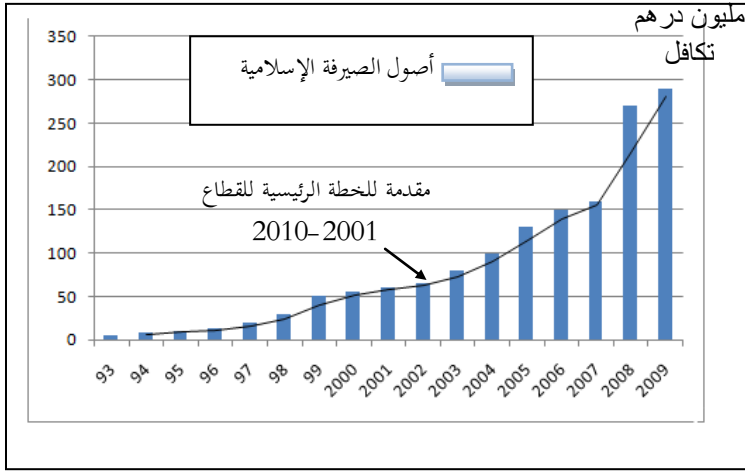
شكل رقم 17: النظام المالي الإسلامي الشامل في ماليزيا



المصدر: Ahmad hizzad baharuddin, **Malaysia's experiences in the development of islamic finance**, pratical seminar : advantages of islamic banking and insurances business model in

.rusia, moscow 4 december 2009

شكل رقم 18: نمو جدير بالثناء في التمويل الإسلامي



الصيرفة الإسلامية:

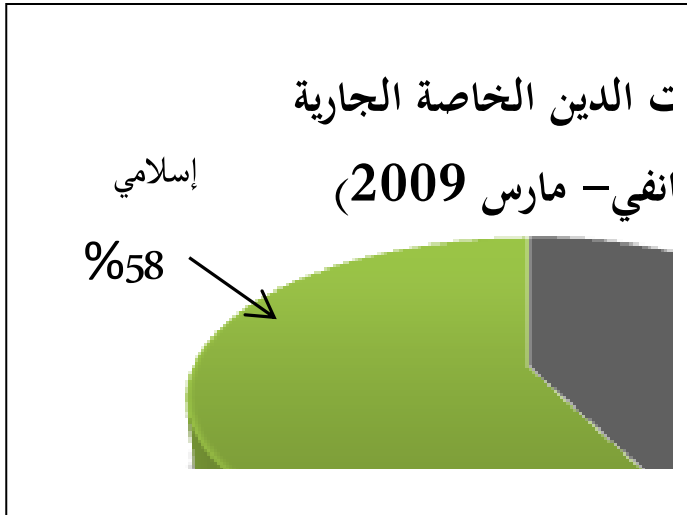
\* نسبة المعدل السنوي للنمو: 19% (2008-2000).

\* حصة السوق بالنسبة للأصول: 18,8% محسوبة لـ 275 ر.م مليار (2009 Q2).

التكافل (التأمين الإسلامي):

\* نسبة المعدل السنوي للنمو: 24,1% (2000-2008).

(2008).



سوق رأس المال الإسلامي:

\* ثالث أكبر سوق رأس مال في آسيا (بعد اليابان وكوريا).

\* صكوك ماليزيا الجارية (عام وخاص):

66 مليار دولار أمريكي (نهاية جوان 2009).

\* 62% من مجموع الصكوك الجارية عالميا.

ر.م = رينغيت ماليزي.

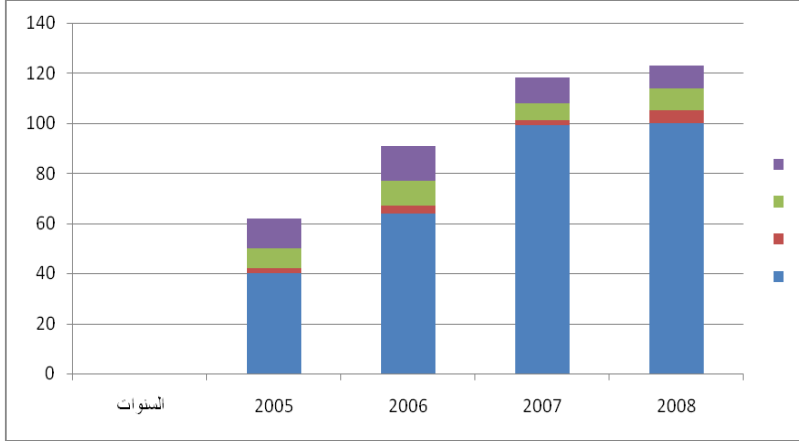
المصدر: Ahmad hizzad baharuddin, Malaysia's experiences in the development of islamic finance, practical seminar : advantages of islamic banking and insurances business model in rusia, moscow 4 december 2009



الشكل رقم 19: نمو سوق النقد الإسلامي الماليزي

الأدوات قصيرة المدى الإسلامية - حجم التداول

مليار ر. م.



سوق النقد الإسلامي:

\* سجلت سوق النقد الإجمالي نموا معتبرا.  
- متوسط الدوران شهريا 8,7 مليار ر. م.  
(سبتمبر 2009).

\* مختلف أنواع الأدوات المالية الإسلامية قصيرة المدى:

- إصدارات الاستثمار الحكومي.

- أوراق نقد وصكوك إيجارة بنك نيقارا.

- أوراق نقد الخزينة الإسلامية الماليزية (MITB).

- أوراق النقد مقبولة إسلامية (IAB).

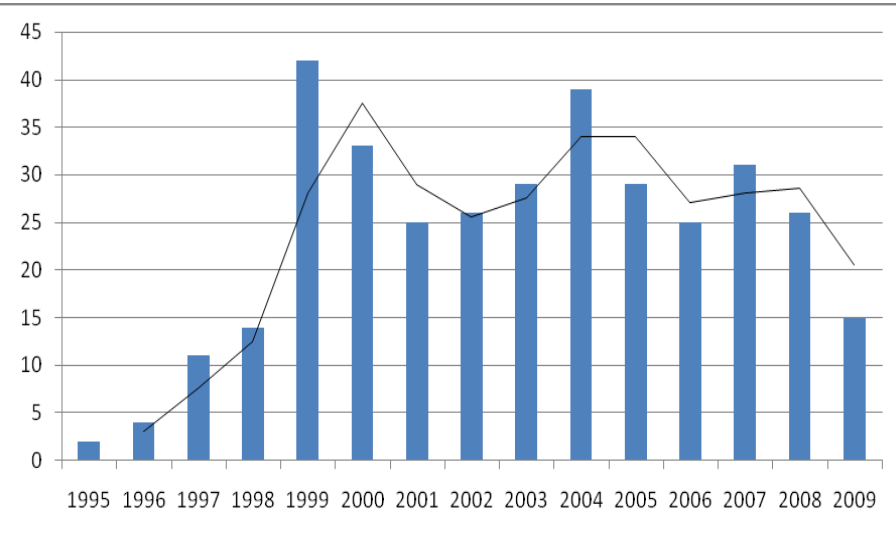
- إصدارات دين إسلامية صالحة للتداول (NID).

\* زيادة تطور عقود الأدوات الإسلامية.

\* أداة إضافية في إدارة السياسة النقدية.

الشكل رقم (20): حجم الاستثمار بين البنوك

مليار ر. م.



المصدر: إحصائيات BNM بنك نيقارا الماليزي.

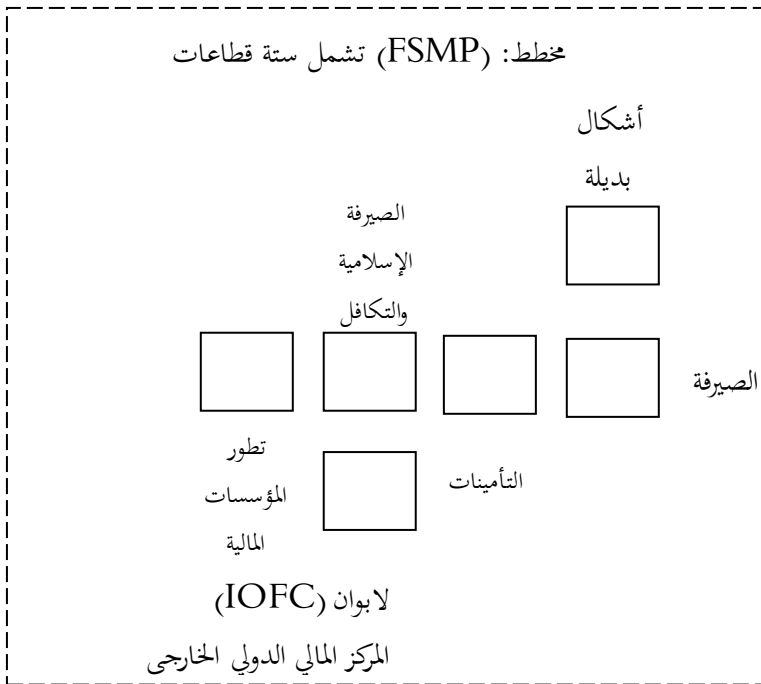
\* شكل اعتبارا من 30 سبتمبر 2009.

ثانيا: دور الحكومة الماليزية والهيئات النظامية في تطوير المالية الإسلامية في ماليزيا، والبنية التحتية والإطار القانوني المساندين لها.

### 1- دور الحكومة الماليزية والهيئات النظامية في تطوير المالية الإسلامية.

إن للحكومة الماليزية والهيئات النظامية دورا محوريا في تطوير المالية الإسلامية في ماليزيا بصفة تدريجية ومستمرة.

شكل رقم 21: إستراتيجية وحل طويل المدى يساعد في تحقيق تطور مستمر واستقرار الخطة الرئيسية للقطاع المالي (FSMP)



\* خطة 10 سنوات (2001-2010)

مسطرة تركيز بؤرة استراتيجي ونشاطات متخذة، متضمنة الإجراءات الأمنية للمحافظة على الاستقرار المالي.

\* 05 مميزات رئيسية:

أ- فعالة.

ب- مستقرة.

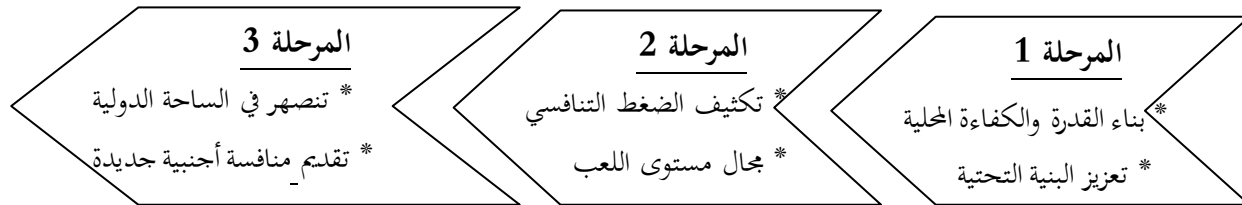
ج- متعققة.

د- القوانين (التوجيهات).

هـ- البنية التحتية.

\* استراتيجيات عامة مع 119 توصية.

- التطبيق في ثلاث مراحل



المصدر: Ahmad hizzad baharuddin, **Malaysia's experiences in the development of islamic finance**, practical seminar : advantages of islamic banking and insurances business model in rusia, moscow 4 december 2009

2- الإطار القانوني الكلي والبنية التحتية المساندين للمالية الإسلامية في ماليزيا.

شكل رقم 22: بنية تحتية وإطار قانوني كلي مساندين للمالية الإسلامية

قانون الصيرفة الإسلامية 1983	قانون البنك المركزي لماليزيا 2009	قانون التكافل 1984
---------------------------------	--------------------------------------	--------------------

قانون خدمات سوق رأس المال 2007	قانون التمويل الحكومي 1983	قانون تطوير المؤسسات المالية 2002	قانون المؤسسات المالية والصيرفة 1989
-----------------------------------	-------------------------------	--------------------------------------	---

آلية تسوية النزاعات

النظام القضائي

- محكمة علما مخصصة -

مركز كوالالمبور الجهوي

للتحكيم

مكتب الوساطة (الوسيط)

المالية

قانون البنك المركزي لماليزيا 2009

" النظام المالي الإسلامي "

\* سيتكون النظام المالي من التقليدي والمؤسسات المالية الإسلامية.

" مجلس الشريعة الاستشاري كسلطة عليا "

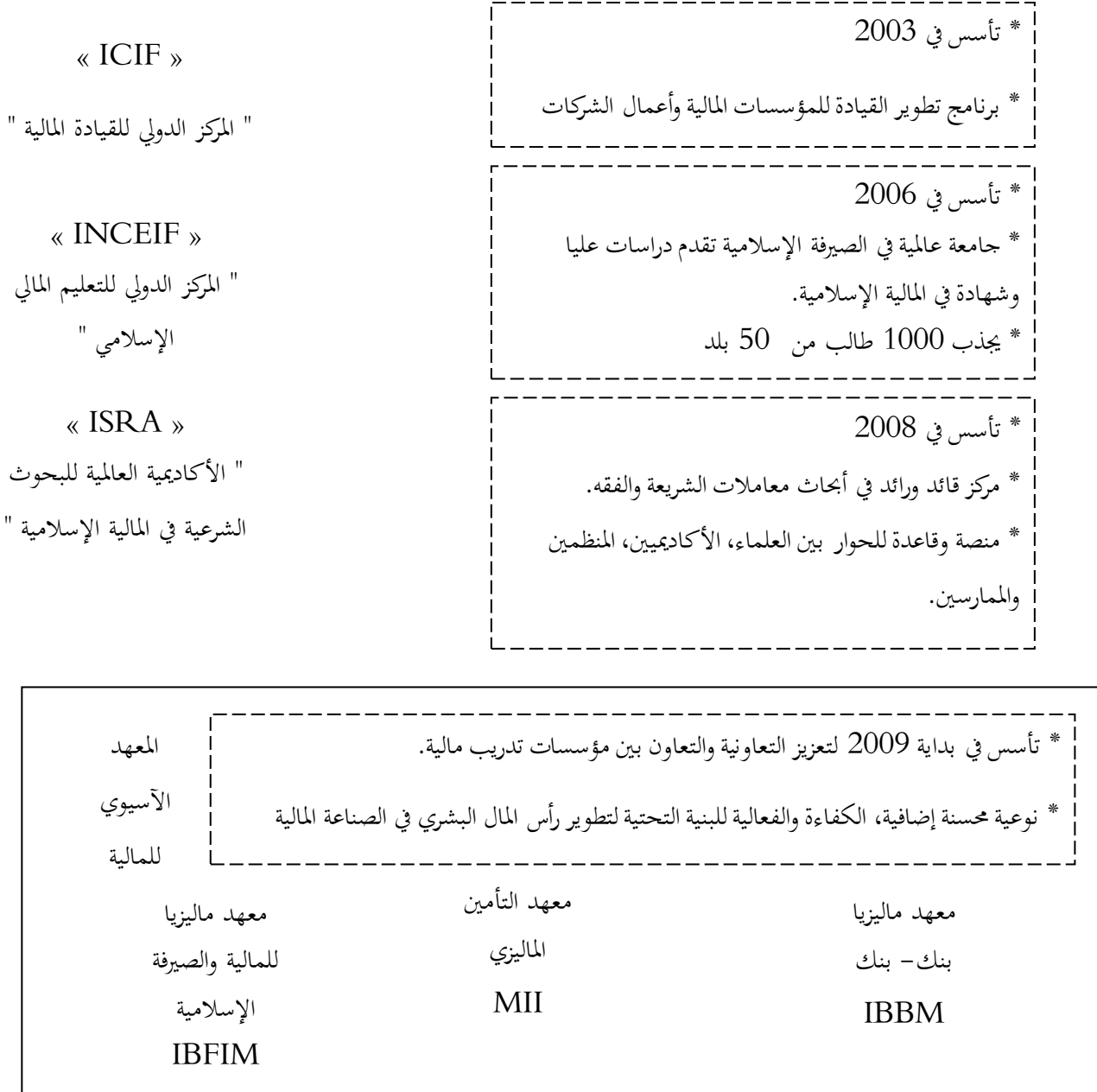
\* يجب على المحكمة أو المحكم أن تراعي الأحكام المنشورة لمجلس الشريعة الاستشاري لبنك نيقارا ماليزيا (البنك المركزي الماليزي) والرجوع في أي سؤال يتعلق بالشرعية إلى مجلس الشريعة الاستشاري لأحكامه

" مركز ماليزيا المالي الإسلامي الدولي: MIFC "

\* لبنك نيقارا ماليزيا دور تطوير ماليزيا كمركز مالي دولي

المصدر: Ahmad hizzad baharuddin, **Malaysia's experiences in the development of islamic finance**, practical seminar : advantages of islamic banking and insurances business model in rusia, moscow 4 december 2009

الشكل رقم 23 البنية التحتية لتطوير الموهبة الشاملة – تركز على التعليم، البحث والتدريب



المصدر: Ahmad hizzad baharuddin, **Malaysia's experiences in the development of islamic finance**, practical seminar : advantages of islamic banking and insurances business model in rusia, moscow 4 december 2009

### المطلب الثاني: سوق رأس المال في ماليزيا والجهات الرقابية فيه.

لا يختلف مفهوم سوق رأس المال الماليزي عن المفهوم الشائع لسوق رأس المال، فسوق رأس المال في ماليزيا يتكون من سوق رأس المال التقليدي وسوق رأس المال الإسلامي للأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل، فهو لا يقتصر على السوق المنظم\*، بل يشمل أيضاً السوق غير المنظم، لاسيما سوق السندات، ويعدُّ من أهم الروافد لسد الاحتياجات في الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل للمشاريع التنموية الماليزية، وميدان للمنافسة بين الشركات للحصول على رؤوس الأموال بهدف التطوير إلى الأفضل.

### الفرع الأول: التطور التاريخي لسوق رأس المال في ماليزيا ووظائفه.

يعنى هذا الفرع بقراءة تاريخية لسوق رأس المال في ماليزيا وأهم محطات تطوره ثم وظائفه.

#### أولاً: التطور التاريخي لسوق رأس المال في ماليزيا.

نشأ النظام المالي الماليزي المنظم بتأسيس البنك المركزي الماليزي Bank Negara Malaysia، بتاريخ 24 جانفي 1959م، وبدأت صناعة الأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية في الصناعات المطاطية والقصدية<sup>(1)</sup>.

ويعود تاريخ سوق رأس المال الماليزي إلى عام 1930م أين أسست نقابة سماسرة بورصة سنغافورة، كمنظمة للتعامل في الأوراق المالية، وفي تاريخ 9 ماي 1960م تشكلت بورصة مشتركة بين سنغافورة وكوالامبور حيث أدخل نظام الغرف التجارية، إذ يكون في كل واحدة منهما نفس الأوراق المالية المدرجة ونفس الأسعار، وذلك من خلال ربطهم بالخطوط الهاتفية (خط هاتفي مباشر)، وفي سنة 1964م انفصلت سنغافورة عن ماليزيا رسمياً وأسست بورصة مستقلة لها، وفي تاريخ 14 ديسمبر 1976 تم إنشاء بورصة لتداول الأسهم تحت إسم بورصة كوالالمبور للأوراق المالية المحدودة<sup>(2)</sup>.

إن عملية تطوير سوق رأس المال الماليزي قد تمت من خلال عملية تدريجية، ويعتبر هذا السوق قطاعاً جديداً مقابل القطاع المصرفي في تمويل الأنشطة الاقتصادية، إلا أن هذا السوق قد تطور أكثر في فترة الثمانينات والتسعينات، وكانت بداية نمو سوق رأس المال في أوائل الثمانينات بهدف رئيس لسد احتياجات القطاع العام من خلال إصدار الأوراق المالية الحكومية الماليزية MGS\* وعليه أصبح القطاع العام قطاعاً أساسياً لتطوير الاقتصاد الوطني<sup>(3)</sup>.

\* السوق المنظم في ماليزيا يشمل كلاً من البورصة الماليزية للأوراق المالية والبورصة الماليزية للمشتقات.

(1) - سحاسورياني صفر الدين جعفر، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته. مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، أربد، الأردن، 2006/2007.

(2) - بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 173.

\*\* MGS : Malaysian Government Securities

(3) - سحاسورياني صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص 17.

وبعد ظهور مبدأ التخصصية أصبح القطاع الخاص داعما لسوق رأس المال في ماليزيا في الاقتصاد الوطني إلى جانب القطاع العام، والتعاون بينهما مهم للتأكد من أن سوق رأس المال الماليزي يستطيع إيجاد المنافسة مع سوق رأس المال الغربي بكفاءة وفعالية.

وتعتبر شركة AMF\* الشركة التي أصدرت أولى السندات في ماليزيا في عام 1981م، وبعد هذا العام تم إصدار السندات من قبل الشركات الخاصة أكثر مقابل إصداراتها من القطاع العام<sup>(1)</sup>.

وقد تطور سوق رأس المال الماليزي تطورا ملحوظا بعد عام 1993 بتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية وسوق المشتقات، وبغرض تدعيم هذه السوق التزمت الحكومة الماليزية بالاعتماد على الخطط الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي Malaysian Capital Market Masterplan، التي أفتتحها وزير المالية الماليزية بتاريخ 22 فيفري 2001 بستة أهداف جوهرية منتظمة<sup>(2)</sup>:

1- جعل سوق رأس المال مركزا للحصول على الموارد التمويلية لشركات ماليزية.

2- تشجيع إدارة الاستثمار وإنشاء بيئة استثمارية أمثل للمستثمرين.

3- إيجاد موقع تنافسي وكفاءة لمؤسسات السوق.

4- تطوير بيئة حسنة وتنافسية لخدمات الوساطة.

5- جعل أنظمة الرقابة قوية ومنظمة.

6- جعل ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي.

وفي 14 سبتمبر 2004 تم تغيير اسمها إلى بورصة ماليزيا برهاد المحدودة<sup>(3)</sup>.

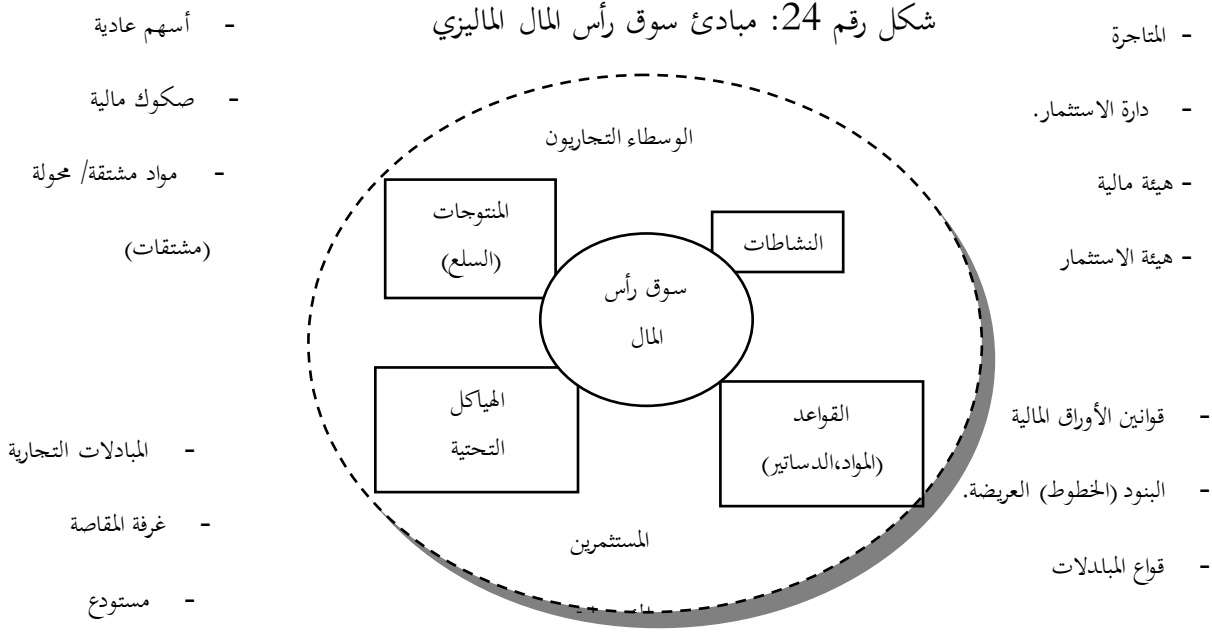
ومن أهم مبادئ سوق رأس المال الماليزي:

\* AMF : Arab Malaysian Finance Bond

(1) - المرجع السابق، ص 17.

(2) - Wong Wing Seong, **The Malaysian Capital Market-Over view and Selected Issues**-, Second Meeting Of the Expert Group on the Challenges of the Asian Economy and Financial Markets, March 6, 2001, P 9.

(3) - [http://www.klse.com.my/website/bm/about\\_us/the\\_organisation/history.html](http://www.klse.com.my/website/bm/about_us/the_organisation/history.html) Bursa Malaysia Berhad. visited 05-01-2012.

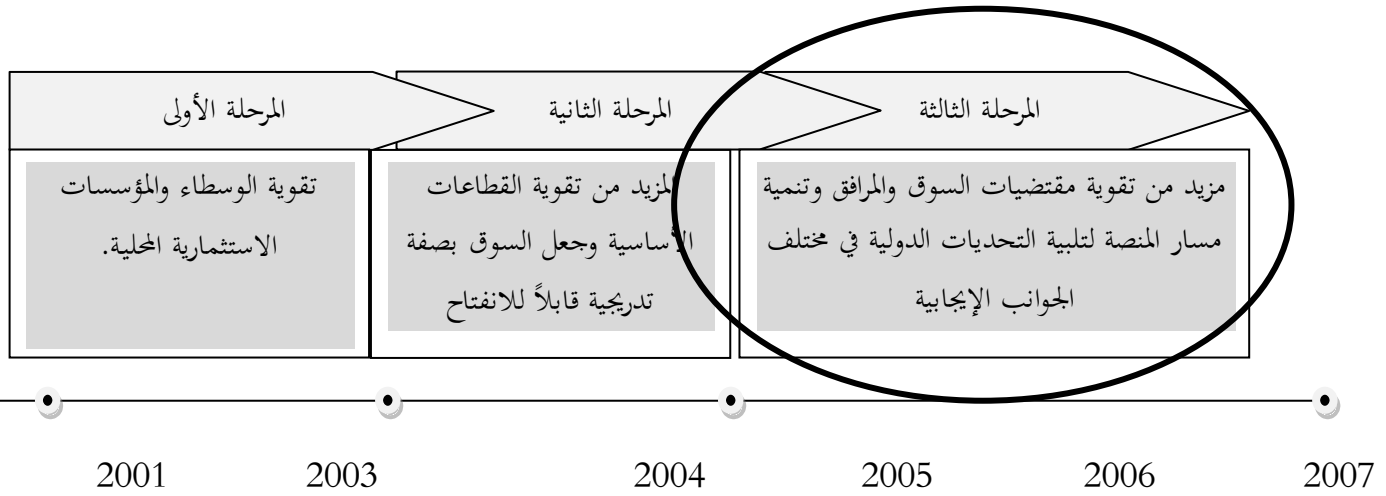


Wan rizaidy wan M saufi. **Regulating the Islamic capital market**. Bursa: المصدر: Malaysia, 2010, p02 .

### ثانيا: خطة المشروع لتطوير سوق رأس المال الماليزي.

بدأ العمل لتطوير الخطة الإستراتيجية الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي في سنة 2001م، وتمتد لمدة عشر سنوات حتى 2010 وقد قسمت إلى ثلاث مراحل، وقد تضمنت 152 توصية، ومن أهم مقترحات التوصية:

### شكل رقم 25: خطة المشروع لتطوير سوق رأس المال الماليزي



المصدر: محمد نور الدين غادمن، مرجع سابق، ص12.

## ثالثا: وظائف سوق رأس المال في ماليزيا:

أصبح سوق رأس المال الماليزي ركنا هاما وأساسيا من أركان النظام المالي والاقتصادي الماليزي، وإن أهميته تنبع من كونه أحد الأدوات الهامة التي تعمل على تحرير المدخرات المالية الموجودة بين أيدي الأفراد وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة، والمشاريع التنموية في ماليزيا، ويتحقق ذلك من خلال قيامه بالأعمال والوظائف المعينة، ومنها<sup>(1)</sup>:

- 1- سوق رأس المال الماليزي أحد عناصر القطاع المالي الماليزي، وأصبح الوسيط الذي يتم عبره تدفق الأموال بين القطاعات التي تحقق فوائض لاسيما المؤسسات المالية والتأمينات الماليزية، وهيئة شؤون وصندوق الحجاج، والأفراد، وبين القطاعات التي تعاني من عجز على وجه الخصوص، مثل قطاعات الصناعة، الزراعة، والسياحة، والخدمات والأنشطة الاقتصادية الأخرى في ماليزيا، أي بمعنى آخر الوساطة بين عرض الأموال والطلب عليه لغرض تحقيق التوازن المالي المطلوب داخل الاقتصاد، ويتم ذلك التوفيق بين الطرفين من خلال نقل الأموال بينهما بواسطة الأوراق المالية المعتمدة في السوق الماليزي.
- 2- ومن خلال هذا السوق استطاعت المؤسسات المالية الماليزية التي تتكون من المصارف الماليزية، والشركات المالية، وشركات التأمين، وصندوق التوفير للعاملين والأفراد تجميع رؤوس الأموال بعضها إلى بعض للوصول إلى تمويل المشاريع التنموية الاجتماعية، والاقتصادية، وتلبية احتياجات القطاعات الخاصة في ماليزيا.
- 3- تشجيع تطوير الشركات الخاصة في ماليزيا بتوفير خدمة الوطاء Intermediary service لتجميع المدخرات والصناديق للحصول على الموارد المالية، ورؤوس الأموال لأهداف استثمارها في الأنشطة الاقتصادية الماليزية، وتطوير الملكية للشركات ذاتها.
- 4- يساعد السوق عمليات التطوير الاقتصادي الماليزي بتجميع الموارد المالية متوسطة وطويلة الأجل من كل مشاركي السوق لتمويل المشاريع التنموية العامة، واستثمارات الشركات الخاصة، من حيث الحصول على هذه الموارد المالية من القطاعين العام والخاص.
- 5- تجري تعبئة رؤوس الأموال من المستثمرين المحليين والأجانب في القطاعين العام والخاص في سوق رأس المال الماليزي لأنشطتها وتطور الاقتصاد الماليزي، إلى جانب أنه يساعد النظام المصرفي الماليزي في تصكيك أصوله للحصول على السيولة.
- 6- أصبح سوق رأس المال الماليزي أداة لقياس ومعرفة مستوى النمو والتقدم الماليزي، لاسيما في تدفق أسعار الأسهم المتغيرة وتعاملاتها يوميا في البورصة الماليزية للأوراق المالية، والتدفق الجاري في الأنشطة الاقتصادية الأخرى في ماليزيا.
- 7- يساهم سوق رأس المال الماليزي في تعبئة الموارد المالية المعطلة، وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة الطويلة والمتوسطة الأجل في ماليزيا، ويساعد في جذب رؤوس الأموال الأجنبية وبعبارة أخرى تجميع المدخرات

(1)- سحاسورياني صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص 19.



الماليزية من القطاعات ذات الفائض النقدي وتحويلها مباشرة إلى قطاعات الاستثمار ذات العجز في الموارد المالية.

8- الاستثمار في أسواق رأس المال يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة في الاستثمار مقارنة بالأسواق النقدية، وذلك لأن أدوات الاستثمار فيه مثل السندات طويلة الأجل، الأمر الذي يحتمل مخاطر سوقية، أو سعريه وتنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم بالرغم من أن عائدها كبيرة نسبياً كذلك<sup>(1)</sup>.

9- تتطلب أسواق رأس المال وجود أسواق ثانوية يتم فيها تداول (أدوات الاستثمار) المختلفة، وذلك حتى يتم تنشيط الاستثمار في هذه الأسواق وحتى يتم توفير سيولة نقدية ملائمة للأوراق المالية طويلة الأجل الأمر الذي يزيد من سرعة تداولها<sup>(2)</sup>.

ومن الجدير بالذكر أن ظهور سوق رأس المال في النظام المالي الماليزي تستفيد منه وحدات النظام الاقتصادي الماليزي سواء أكانت وحدات الفائض أم العجز.

بالرغم من أن واقع سوق رأس المال الماليزي مقارنة بسوق رأس المال للدول المتقدمة يعد مختلف للغاية، إلا أن فرصة سوق رأس المال الماليزي لتحقيق النجاح كما في سوق رأس المال للدول المتقدمة يتوقف على خطط مناسبة من مشاركي السوق، والتعاون بينهم للتأكد من أنه يستطيع تحقيق المنافسة الكاملة في الأسواق المالية العالمية بكفاءة وفعالية.

### الفرع الثاني: أقسام سوق رأس المال الماليزي.

ينقسم سوق رأس المال الماليزي إلى ثلاثة أقسام هي<sup>(3)</sup>:

1- سوق الملكية Equity Market.

2- سوق السندات Bond Market.

3- سوق المشتقات Derivatives Market.

### أولاً: سوق الملكية:

في الإطار العام لماليزيا، كان سوق الملكية عبارة عن السوق الذي تتوافر فيه المنتجات والخدمات المتعلقة بالملكية مثل الأسهم، وصناديق الاستثمار، وخدمات السمسرة سواء أكانت تقليدية أم إسلامية.

إن كل الشؤون المتعلقة بتداول الأسهم يتم تداولها في البورصة الماليزية للأوراق المالية (Bursa Malaysia)

التي أسست في عام 1973 باسم بورصة كوالا لمبور للأوراق المحدودة (Kuala Lumpur Stock Exchange)

(1) - الجمل جمال جويدان، دراسات في الأسواق المالية والنقدية. عمان - الأردن: دار صفاء، الطبعة الأولى، 2002، ص 35.

(2) - نفس المرجع السابق، ص 35.

(3) - نبي جعفر، نبي روسلين، موقع سوق رأس المال في نظام الاقتصاد الوطني، ندوة سوق رأس المال الإسلامي، قاعة المؤتمر في المركز الإسلامي كوالا لمبور، ماليزيا، 10 نوفمبر، 1999، ص 4.

(Bhd-KLSEB)، وقد خضعت هذه البورصة في تنفيذ عملياتها لرقابة قانون الشركات لعامي 1983 و 1987، ومجموعة القوانين في الحيازة والاندماج لعام 1987<sup>(1)</sup>، وفيما يلي عرض الأدوات المالية المتداولة فيها<sup>(2)</sup>:

- 1- الأسهم العادية \* Ordinary shares.
  - 2- الأسهم الممتازة \*\* Preference shares.
  - 3- وحدات الاستثمار للعقار Property trust units: وهي وحدات الاستثمار في العقارات.
  - 4- شهادات الشراء من الأسهم الموجودة Call warrants: إنها حق يسمح لصاحبها أو المستثمرين بشراء كمية من أسهم الشركة المعينة القائمة في البورصة في فترة محددة وبسعر معين مسبقا وليس التزاما، وعادة تستخدم من قبل المستثمرين الذين يتوقعون أسعار الأسهم، وعادة تصدر هذه الشهادات من قبل الطرف الثالث (الوساطة المالية) على أساس الأسهم المتاحة، لذا هذه الشهادات لا يرفع رأس مال الشركة أو سيولة الأسهم فيها لأن الأسهم المساندة على هذه الشهادات صادرة من قبل الشركات التي لم تتعلق بها تلك الوساطة المالية، ولكن يجب عليها سد المتطلبات من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية تحت التعليمات لإصدارها، ولها مدة استحقاق: ستان على الأكثر.
  - 5- شهادات الشراء من الأسهم الجديدة Warrants Transferrable Subscription Rights-TSR، وهي تعطي لحاملها الحق وليس الالتزام في شراء كمية محددة من الأسهم العادية الجديدة التي ستصدرها الشركات المدرجة في البورصة الماليزية بثمان معين في فترة محددة مسبقا، ولها مدة استحقاق محددة (بحدود عشر سنوات)، حيث إذا كان حامل الحق (المستثمرون) لم ينفذ هذه الشهادات خلال فترة الاستحقاق، فليس له حق لاكتتاب الأسهم الجديدة، وفي وقت التنفيذ لهذه الشهادات، ستصدر الشركة أسهما إضافية لتنفيذ التزامها للحصول على سيولة من الأسهم، ومن أحد أغراضها حماية حقوق المساهمين القدامى في حالة إصدار أسهم جديدة، بقيمة أقل من القيمة المتداولة في السوق، وقد يستعاض عنها أحيانا بإصدار أسهم مجانية للمساهمين القدامى وفي التجربة الماليزية في الوقت الحاضر، تلحق هذه الشهادات بإصدار السند Bond With warrant الصادر من قبل الشركة ذاتها، حيث كانت هذه الشهادات مفصولة عن السند وتداولها منفصلا.
- وتعتبر البورصة الماليزية للأوراق المالية سوقا منظمة\*\*\* لتداول تلك الأوراق المالية، وهي تتضمن<sup>(3)</sup>:

(1) - سحاسورياني صفرالدين جعفر، مرجع سابق، ص 17.

(2) - refer to <http://www.klse.com.my>, visited on 20-01-2012.

\* تم توضيح مفهومها سابقا، أنظر الفصل الثاني، البحث الأول، ص 20.

\*\* تم توضيح مفهومها سابقا، أنظر الفصل الأول، البحث الأول، ص 20.

\*\*\* ويقصد بها البورصات التي يتم فيها تداول الأوراق المالية مكتملة الشروط وعادة ما يطلق عليها الأسواق الثانوية، وتداول في هذه الأسواق الأوراق المالية بعد الاكتتاب فيها بين حامل هذه الأوراق وبين مستثمر آخر بالبيع أو الشراء، أنظر: الجمل، جمال جويدان، مرجع سابق، ص 29.

(3) - Refer to :Malaysian Equities, Module 6 :Stock Market and Securities Law, pp 4-8

أ- اللوحة الرئيسية Main Board: وهي عبارة عن قائمة أولى تسجل فيها الشركات التي تملك كل منها رأس مال لا يقل عن 60 مليون رينجيت ماليزي، وتقدر الشركات المدرجة على هذه اللوحة في عام 2005 بـ 646 شركة من كافة القطاعات.

ب- اللوحة الثانوية Secondary Board: وهي عبارة عن قائمة ثانية تسجل فيها الشركات التي لا يقل رأس مالها عن 40 مليون رينجيت ماليزي، وتقدر الشركات المدرجة على هذه اللوحة في عام 2005 بـ 268 شركة من كافة المجالات.

ت- البورصة الماليزية لعرض الأسعار الأوتوماتيكية والتعاملات للأوراق المالية المحدودة<sup>(1)</sup> The Malaysian Exchange of Securities Dealing and-Automated Quotation Bhd MESDAQ، وهي عبارة عن إدراج أسهم الشركات المتعلقة بمجالات التقنية الحديثة والتكنولوجية العالية، والتي لم تدرج في اللوحتين، الرئيسية والثانوية، وتقدر الشركات المدرجة على هذه البورصة في عام 2005 بـ 107 شركة.

وتلعب هذه البورصة دورا بارزا في صناعة الأسهم في ماليزيا، ويتمثل دورها الأساسي فيما يلي<sup>(2)</sup>:

- توفير تسهيلات البيع والشراء للأسهم إلكترونيا.
- تنظيمات البيع والشراء للأسهم الكاملة بحفظ المعلومات عنها وما يتعلق بها إلكترونيا.
- سماح قائمة الشركات المسجلة والمرخصة من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية المدرجة في البورصة الماليزية للأوراق المالية.
- دعم مبدأ الخصخصة في ماليزيا.
- كون المؤشر المركب Composite Index\* مؤشرا لبيئة الاقتصاد الماليزي.

#### ثانيا: سوق السندات.

سوق السندات في ماليزيا عبارة عن السوق غير المنظمة Over The Counter-OTC الذي يتم فيها تداول السندات الصادرة عن الحكومة الماليزية أو الشركات الخاصة في ماليزيا، والسندات المتداولة في هذا السوق تشير إلى سندات تمثل قروضا طويلة الأجل بمدة استحقاق أكثر من سنة واحدة، وتعتبر هذه السوق وسيلة بديلة من وسائل الحصول على القروض والتمويل الخارجي طويل الأجل<sup>(3)</sup>.

(1)- [http://en.wikipedia.org/wiki/Bursa\\_Malaysia](http://en.wikipedia.org/wiki/Bursa_Malaysia) 2011-07-14 visited on .

(2)- القرارات الصادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، هيئة الأوراق المالية الماليزية، مارس 2002، الطبعة الأولى، ص 65.

\* في ماليزيا، المؤشر المركب هو المؤشر الذي تجمع فيه الأسهم من أفضل مائة شركة مدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية للأوراق المالية من كافة القطاعات، وتعاملها في البورصة أكثر من التعاملات الأخرى، وبحسب هذا المؤشر لكل دقيقة من خلال تعاملها يوميا وبذلك يتغير هذا المؤشر حسب أداء السوق.

(3)- G.Savalinga, **Investment Management In Malaysia**, Berita Publishing Sdn.Bhd, Kuala Lumpur, Second Reprint, 1994, p73.

وتعتبر السندات شهادات مديونية قابلة للتداول في سوق السندات حيث تكفل الحكومة الماليزية أو الشركات الخاصة لحاملها فائدة ثابتة، وتدفع له رأس ماله في نهاية تاريخ الاستحقاق<sup>(1)</sup>، والسندات مختلفة عن الأسهم حيث تمثل ديناً على الحكومة الماليزية أو الشركات، ويعتبر مالكيها دائناً للحكومة الماليزية أو الشركات في ماليزيا، بينما الأسهم عبارة عن حصة من رأس مال الشركات، ويعتبر مالكيها شريكاً.

- System-RENTAS يعتبر النظام الذي تسجل فيه كافة الأمور المتعلقة بعمليات السندات سواء كانت السندات تقليدية أم إسلامية لاسيما تسوية السندات والتداول بها، وتخضع مجموعة القوانين السلوكية وممارسات السوق لسوق رأس المال الماليزي بدون إصدار الشهادة Code of Conduct and Market Practices for Malaysian.

- (Scripless Securities Market)\* لهذا النظام، ويقوم هذا النظام على رقابة وإشراف البنك المركزي الماليزي الكاملة.

والبنك المركزي الماليزي مسؤول عن السوق الثانوية Secondary Market المتعلقة بأموال التداول بالسندات في ماليزيا، أما هيئة الأوراق المالية الماليزية فتعتبر الجهة المسؤولة مسؤولية كاملة عن السوق الأولية (Primary Market)، وهي جهة رقابية رئيسية لسوق السندات من حيث إصدار القوانين، التشريعات، والتعليمات فيما يتعلق بهذا السوق، وبذلك فالتعاون بين الجهتين أدى إلى تطوير سوق السندات في ماليزيا بكفاءة عالية وفاعلي<sup>(2)</sup>.

وقد تطورت سوق السندات في ماليزيا بشكل ملحوظ في السنوات الأخيرة، وهذا يمكن إدراكه في حجم إصدارات السندات الحكومية الماليزية والشركات الخاصة المتزايدة، بجانب إصلاح التركيب التنظيمي فيما يتعلق بهذا السوق إلى الأفضل<sup>(3)</sup>، وقد وفرت هذه السوق أهم بديل في أنشطة جمع الأموال للشركات الخاصة<sup>(4)</sup>.

ومن السندات المتداولة في سوق السندات في ماليزيا ما يلي:

#### 1- السندات الحكومية Government Bonds

وفي ماليزيا أصدرت الحكومة الماليزية السندات الحكومية الأولى في أواخر السبعينات للاكتتاب العام، وكانت معروفة بالأوراق المالية الحكومية الماليزية MGS وتعتبر أوراق مالية من الدرجة الأولى لأنها تمثل قرضاً تحصل عليه الحكومة من الأفراد (أو الهيئات) بهدف الإنفاق العام، وفيها تتضاءل مخاطر التوقف عن السداد، وتصدر هذه السندات لتمويل المشاريع التنموية الحكومية طويلة الأجل، ويمكن أن تصدر من خلال نظام المزاد العلني

(1)- سحاسورياني، صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص 21.

\* وهي القوانين المتعلقة بتداول الأوراق المالية بدون حاجة إلى إصدار شهادتها لأن التداول بها يتم إلكترونياً (التجارة الإلكترونية).

(2)- سحاسورياني، صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص 22.

تاريخ [http://asianbondsonline.adb.org/malaysia/market\\_infrastructure/market\\_overviewph](http://asianbondsonline.adb.org/malaysia/market_infrastructure/market_overviewph) (3)- الزيارة: 2011-2-12.

(4)- Ranjit Ajit Singh, **Fundamentals of the Malaysian Capital Market**, The Investor Conference 2005 in Conjunction with the 30th Annual Meeting Islamic Development Bank, June 2005, Securities Commission of Malaysia.

Auction System والاكتاب، لكنها يمكن أيضا أن تشتري في السوق الثانوية أو بواسطة بنك نيغارا المركزي الماليزي نيابة عن حكومة ماليزيا<sup>(1)</sup>، وإن سعر السندات الحكومية يتأثر بقائمة أسعارها في البنك المركزي الماليزي التي تنشرها شهريا، بالإضافة إلى العرض والطلب السائد للسندات<sup>(2)</sup>.

## 2-سندات الشركات Corporate Bonds<sup>(3)</sup>

إن ظهور هذه السندات في السنوات الأخيرة يلعب دورا بارزا في تعزيز وتطوير سوق رأس المال في ماليزيا مقابل سوق السندات الحكومية والقطاع المصرفي، إذ أنه أثر في تغير السياسة الحكومية التي تهتم بالقطاع الخاص في تطوير الاقتصاد الماليزي.

### ثالثا: سوق المشتقات.

في إطار النهج التدريجي المستمر الذي تتبعه ماليزيا لتطوير نظامها المالي بصفة عامة وسوق رأس المال بصفة خاصة ومع تزايد الاستثمارات الأجنبية في ماليزيا، نشأت الحاجة لإدخال أدوات المشتقات المالية في السوق لتمارس دورا هاما في إطار التحول نحو سوق أكثر ديناميكية وتطورا، وبالفعل بدأت صناعة مشتقات تتبلور في ماليزيا في جويلية 1980 مع إنشاء بورصة كوالالمبور للبضائع والتي اعتبرت الأولى من نوعها في جنوب شرق آسيا، KLCE\*<sup>4</sup>.

وأول عقود المستقبلية المتداولة في هذه البورصة في ذلك الوقت هي عقود المستقبلية لزيت النخيل الخام crude palm oil futures، وبعد ذلك تم تداول عقود المستقبلية للمطاط في عام 1983م rss1 RUBBER FUTURES ثم عقود المستقبلية الثانية للمطاط في عام 1986 SMR20 rubber futures وعقود المستقبلية للتصدير tin futures في عام 1987م، كما تداول عقود مستقبلية للكافو، cocoa futures في عام 1988، وعقود المستقبلية لزيت نواة النخيل الخام crude palm oil kernel futures في عام 1922، لكن عقود المستقبلية لزيت النخيل الخام\*\* هي عقود المستقبلية الناشطة في سوق المشتقات ويستمر التداول بها حتى الآن.

(1)- أنجلو فيناردوس، التمويل والمصرفية الإسلامية في جنوب شرق آسيا تطورها ومستقبلها. المملكة العربية السعودية: النشر العلمي والمطابع لجامعة الملك سعود، 2008، ص205.

(2)- <http://www.bnmgovmy/files/publication/msb>

(3)- <http://www.sc.com.my>

\*KLCE: Kuala Lumpur Commodity Exchange

(4)- سحاسورياني، صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص32.

\*\* لقد ساهمت صناعة زيت النخيل بمقدار كبير في عملية النمو الاقتصادي من خلال سلع متنوعة كزيت الطهي والمارجين والصابون، وضاعف أهمية هذه الصناعة أنها كانت المنفذ الأساسي للاقتصاد الماليزي أثناء الأزمة المالية والاقتصادية 1997-1998، حيث ارتفعت أسعار تصدير زيت النخيل إلى أعلى مستوياتها لتصل إلى 2,37 رنجت لكل متر مكعب عام 1998 مقارنة ب 1,19 رنجت لكل متر مكعب عام 1997، أي أن معدل الزيادة تعدى 100 بالمائة، وبحلول نهاية عام 2000 وصلت المساحة المزروعة إلى 3,5 مليون هكتار و 1401 مليون متر مكعب مما جعله أكبر الصادرات الزراعية. أنظر: باز عثماني، إستراتيجية التصنيع في ماليزيا- النموذج الماليزي للتنمية-، برنامج الدراسات الماليزية، مركز الدراسات الآسيوية، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 2005، ص201

ولقد تم إنشاء بورصة للمشتقات المالية في ماليزيا لأول مرة وهي التي تسمى بورصة كوالالمبور للخيارات والمستقبليات في 11/12/1995م وفي 11/07/2001 أصبحت تسمى البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة MDEX\*

وفي تاريخ 5 جانفي 2004م أصبحت بورصة كوالالمبور للأسهم الشركة المسيطرة على البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة، وفي 20 أبريل 2004 تمت إعادة تسمية البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة mdex وأصبحت بورصة المشتقات الماليزية المحدودة Bursa Malaysia derivatives berhad، كما تمت إعادة تسمية بورصة كوالالمبور للأسهم KLSE وأصبحت البورصة الماليزية المحدودة BURSA MALAYSIA BERHAD، وتتداول خارج البورصة عقود المبادلات والعقود الآجلة لأسعار الفائدة Forward rate agreement، أما العقود المتداولة في بورصة المشتقات الماليزية المحدودة تنقسم إلى قسمين وهما عقود المستقبليات وعقود الخيارات<sup>(1)</sup>:

#### I. عقود المستقبليات: تنقسم هذه العقود في ماليزيا إلى ثلاثة أقسام:

1) عقود المستقبليات للسلع: تنقسم هذه العقود إلى قسمين:

أ. عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام Crude Palm Oil Future : طرحت في أكتوبر 1980.

ب. عقود المستقبليات لنواة النخيل الخام: طرحت في فيفري 2004.

2) عقود مستقبليات الملكية: وتمثل في عقود المستقبليات لمؤشر كوالالمبور المركب طرحت في ديسمبر 1995.

3) عقود مستقبليات المالية: وتتكون من:

أ. عقود المستقبليات لمعدل الاقتراض بين بنوك كوالالمبور لمدة ثلاثة أشهر طرحت في ماي 2004.

ب. عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة ثلاث سنوات طرحت في سبتمبر 2003.

ج. عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة خمس سنوات طرحت في مارس 2002.

د. عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة عشر سنوات طرحت في سبتمبر 2003.

#### II. عقود الخيارات: هناك نوع واحد لعقود الخيارات المتداولة في بورصة المشتقات الماليزية المحدودة وهي عقود

الخيارات لمؤشر كوالالمبور المركب التي طرحت في ديسمبر 2000.

وتعتبر البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة وسيلة فعالة ومتميزة للتحوط من الأخطار، وتوفر هذه البورصة

بديلا جديدا للمستثمرين في مجال الاستثمار بغرض حماية أنفسهم من المخاطر التي تحدث في تغيرات أسعار

الأوراق المالية في سوق رأس المال الماليزي، وهم يتمتعون بتسهيلات فيما يتعلق بالمشتقات.

وعلى سبيل المثال، تشتق قيمة عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام من سعر زيت النخيل الخام في البورصة

الماليزية للأوراق المالية، وتشتق قيمة عقود الخيارات المؤشر المركب لكوالالمبور Kuala Lumpur Composite

\* MDEX : Malaysia Dierivatives Exchange Berhand

(1)- نورليا مت سعيد جعفر، مرجع سابق، ص31.

Index Opsyen من سعر المؤشر المركب لكوالمبور Kuala Lumpur Composite Index في البورصة الماليزية للأوراق المالية<sup>(1)</sup>.

وتعد سوق المشتقات في ماليزيا مختلفة عن السوقين الآخرين، سوق الملكية وسوق السندات من حيث أهدافها، أدواتها، والقوانين ذات الصلة بها، وتعتبر هذه السوق سوقا نشيطة في ماليزيا ومكملة لسوق رأس المال الماليزي حيث يتمكن المستثمرون من إدارة المخاطر أو التحوط، وبالتالي تلعب هذه السوق دورا إضافيا في التنمية الاقتصادية الماليزية عامة. ومن جهة أخرى، تتم التعاملات في سوق رأس المال في ماليزيا بتداول الأوراق المالية عبر السوقين الأساسيين هما:

### 1- السوق الأولية أو سوق الإصدارات Primary Market

تتداول الأوراق المالية لهذه السوق في البورصة الماليزية للأوراق المالية، وهذه السوق خاضعة لرقابة هيئة الأوراق المالية الماليزية، وتشهد الإصدارات الأولية للأوراق المالية (سواء كانت من قبل الحكومة الماليزية أو الشركات الخاصة) المعروضة للجمهور، وهي الإصدارات التي تتم بهدف الحصول على رأس المال الأساسي للشركات تحت التأسيس أو بهدف زيادة رأس المال للشركات القائمة بالفعل.

### 2- السوق الثانوية أو سوق الأوراق المالية (سوق التداول) Secondary Market

وهي السوق الذي يجري التعامل فيه بالأوراق المالية التي سبق إصدارها وتداولها سواء أكانت في البورصة الماليزية للأوراق المالية، أو البورصة الماليزية لعرض الأسعار الأوتوماتيكية والتعاملات للأوراق المالية المحدودة MESDAQ\* أو السوق غير المنظمة \*\*OTC، وبعبارة أخرى فإن هذه السوق هي التي يتم فيها تداول الأوراق المالية للشركات القائمة أو للحكومة الماليزية.

### الفرع الثالث: الجهات الرقابية في سوق رأس المال الماليزي.

أصبح سوق رأس المال الماليزي القطاع الذي يشارك فيه العديد من المستثمرين، وحجم الأموال المتداولة فيه كبير جدا، وهذا السوق بحاجة إلى رقابة وإشراف من الجهات المحددة للتأكد من أن كافة المعاملات والأنشطة في هذا السوق تعمل بكفاءة وفعالية، وبذلك اتخذت الحكومة الماليزية القرار لتشكيل الجهات الرقابية الهامة. ويتم خضوع سوق رأس المال \*\*\* في ماليزيا سواء أكان السوق الإسلامي أم التقليدي للجهات الرقابية

(1)- <http://www.min.com.my/bm/html/penerbitan/html>

\* MESDAQ: The Malaysian Exchange of Securities Dealing and Automated Quotation Bhd

\*\* OTC: Over The Counter

\*\*\* يتكون مشاركو السوق في سوق رأس المال الماليزي من:

1- الجهة الرقابية العليا: هيئة الأوراق المالية الماليزية.

2- مؤسسات السوق: البورصة، وبيت المقاصة، ومركز الإيداع، وبيت الإصدار.

3- وسطاء السوق، شركات السمسرة.

4- شركات الإدارة لصناديق وحدات الاستثمار.

5- المستثمرين المحليون والأجانب.

المحددة حيث يخضع للجنة العليا لهذا السوق (هيئة الأوراق المالية الماليزية) والجهات الفرعية ذات الصلة به، ووجود هذه الجهات لضمان التزام مشاركي السوق بالقوانين والتشريعات المنضبطة منها وحماية حقوق المستثمرين في سوق رأس المال في ماليزيا، ومن الجهات الرقابية الهامة على سوق رأس المال الماليزي ما يلي:

**أولاً: الجهة العليا لرقابة سوق رأس المال في ماليزيا.**

أصبحت هيئة الأوراق المالية الماليزية SC\* الجهة العليا لسوق رأس المال في ماليزيا، وهي جهة رقابية وحيدة لسوق رأس المال الماليزي، والتي ترتبط بوزارة المالية الماليزية مباشرة.

وقد أنشأت الحكومة الماليزية هذه الهيئة، واعتبرتها جهة عليا في إدارة سوق رأس المال في ماليزيا، وقد أسست هذه الهيئة في 1 مارس 1993 تحت قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية لعام 1993، SCA\*\*<sup>(1)</sup>. وتعتبر وظائفها الرئيسية هي الرقابة على أنشطة سوق رأس المال الماليزي وتدعيمها، ومن وظائف الرقابة لهيئة الأوراق المالية الماليزية فيما يلي<sup>(2)</sup>:

- 1- تسجيل نشرة الاكتتاب (Prospectus) لكافة الشركات المدرجة في قائمة البورصة الماليزية للأوراق المالية.
- 2- السماح بإصدار سندات الشركات (Corporate Bonds)\*\*\*.
- 3- الرقابة والإشراف على كافة الأمور فيما يتعلق بالأوراق المالية وعقود المستقبلات، والخيارات وغيرها.
- 4- الرقابة على الشؤون المرتبطة بمجال الحيازات والاندماجات للشركات في ماليزيا.
- 5- الرقابة على كل ما يتعلق بنظام صناديق الاستثمار.
- 6- مراقبة أنشطة البورصات، وبيت المقاصة، والإيداع المركزي.

وهذه الهيئة مسؤولة مسؤولية كاملة عن توفير المعلومات المتعلقة بسوق رأس المال مع نشر الوعي الاستثماري للمستثمرين، وحماية حقوق المتعاملين في هذا السوق من خلال تشكيل سلطة القوانين، وتحديد التوجيهات، والتشريعات والأنظمة المتعددة<sup>3</sup>.

كما يتوجب على هيئة الأوراق المالية الماليزية أن تطبق كل وظائفها تطبيقاً كاملاً حتى تساهم في ارتفاع مستوى الثقة بين مشاركي السوق لاسيما المستثمرين في سوق رأس المال الماليزي.

\* SC: securities commission of Malaysia.

\*\* SCA: Securities Commission Act.

(1)- سحاسورياني، صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص 29

(2)- المرجع السابق، ص 29.

\*\*\* أما السندات الحكومية فهي خاضعة لرقابة البنك المركزي الماليزي بصورة كاملة.

(3)- فمر الدين، هاشم، مقدمة هيئة الأوراق المالية الماليزية، ندوة سوق رأس المال الإسلامي، المعهد الديني السلطان زيد العابدين، كوالا ترينجانو، ترينجانو، ماليزيا، 9 نوفمبر 2000، ص 11.



بالإضافة إلى ذلك، مسؤوليتها عن إبداء النصيحة إلى وزارة المالية الماليزية فيما يتعلق بقطاع سوق رأس المال الماليزي، وترويج تطوير أسواق الأوراق المالية والمستقبلية المحلية على المستوى العالمي<sup>(1)</sup>، وهذا ما يدل على أهمية هذا السوق في تطوير الاقتصاد القومي إلى الأفضل.

لقد تناولت هذه الهيئة الخطوات المنظمة لتطوير سوق رأس المال من خلال الدراسات والبحوث الدورية والتدريبات المتعددة، وهذه الخطوات ضرورية لتشجيع ظهور سوق رأس المال العادل والمنظم.

أيضا خضوع سوق رأس المال الإسلامي لسلطة هذه الهيئة، وهذا لأن تأسيس اللجنة الاستشارية الشرعية أو مجلس الشريعة الاستشاري SAC\* تحت هذه الهيئة، وبالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي ICMD\*\* فهذه اللجنة مسؤولة عن رقابة أنشطة هذا السوق والتأكد من التزامه بمبادئ الشريعة الإسلامية، إلى جانب التزامه بالتنظيمات، والتشريعات، والتوجيهات الرسمية من الهيئة التي لا تتعارض مع أحكام الشريعة.

### ثانيا: الجهات الفرعية لرقابة سوق رأس المال في ماليزيا.

أصبحت الجهات الفرعية لجنا مساعدة هيئة الأوراق المالية الماليزية في تأدية وظائفها، والمسائل المختلفة، والمتعلقة بعمليات سوق رأس المال في ماليزيا، وتقوم الجهات الفرعية على البورصة الماليزية المحدودة Bursa Malaysia Bhd\*\*\* وكانت معروفة بالشركات التابعة، وأهم هذه الشركات<sup>(2)</sup>:

#### 1- البورصة الماليزية للأوراق المالية المحدودة Bursa Malaysia Securities Bhd.

وهي عبارة عن مؤسسة منظمة، ويتم فيها تداول الأوراق المالية، وهي مسؤولة عن رقابة البورصة، ودعم سلطتها شركات مدرجة في البورصة، وتنفيذ السيطرة بنفسها من خلال القوانين المسماة "وثيقة وبنود تأسيس الشركة Memorandum and Articles of Association وتشريعات المعاملات في البورصة الماليزية لرقابة شركات السمسرة وأعضائها في شؤون الأوراق المالية.

وتمثل البورصة الماليزية للأوراق المالية سلطة رقابية على العمليات السيئة المفضية إلى عدم استقرار السوق، وذلك بإصدار القوانين والنظم الخاصة للرقابة على أنشطة في داخل البورصة وخارجها<sup>(3)</sup>، وأصبحت وزارة المالية الماليزية هيئة مسؤولة غير مباشرة عن السماح في تعاملات كافة الأنشطة في سوق رأس المال في ماليزيا، أما هيئة الأوراق المالية الماليزية فهي مسؤولة مباشرة عن الرقابة على كافة أنشطتها اليومية<sup>(4)</sup>.

وبناء على ذلك فإن البورصة الماليزية للأوراق المالية خاضعة لوزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية الماليزية، وهذا لضمان التزام أنشطة الأسهم المتداولة فيها بالقوانين والتشريعات ذات الصلة بها.

(1)- المرجع السابق، ص12.

\* SAC : Shariah Advisory Council

\*\* ICMD: Islamic Capital Market Department

\*\*\* Kuala Lumpur Stock Exchange iimited "بورصة كوالا لمبور للأسهم المحدودة"

(2)-<http://www.min.com.my/bm/html/penerbitan.html>

(3)- سحاسورياني، صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص30.

(4)- نفس المرجع السابق، ص31.

إن البورصة الماليزية للأوراق المالية قد نفذت النظام شبه الأوتوماتيكي لصفقات الأسهم وهو يقوم على تنفيذ وتوجيه الطلب الإلكتروني SCORE\* وذلك ابتداء من 1989م، وقبل نظام SCORE فإن البورصة الماليزية قد اتخذت نظام بورصة نيويورك وبورصة طوكيو<sup>(1)</sup>.

ومن جهة أخرى، قامت البورصة الماليزية بعرض الأسعار الأوتوماتيكية والتعاملات للأوراق المالية المحدودة MESDAQ\*\* على البورصة الماليزية للأوراق المالية، وقد أسست في تاريخ 29 ماي 1997، وخضعت لموافقة وزير المالية، وقانون صناعة الأوراق المالية لعام 1983 Securities Industry Act<sup>(2)</sup>، وأحد أهدافها الرئيسية هو توفير رؤوس الأموال من خلال تداول أسهم الشركات المتعلقة بمجال التقنية الحديثة، ولها تتيح فرصة للتطور العالي في هذا المجال في المستقبل<sup>(3)</sup>.

وأصبحت MESDAQ البورصة التي تنفذ السيطرة والرقابة بذاتها من خلال "وثيقة وبند تأسيس الشركة" Memorandum and Articles of Association، وتنظيمات المعاملات فيها كما البورصة الماليزية للأوراق المالية، وإحدى وظائفها هي الرقابة على شركات السمسرة وأعضائها في شؤون الأوراق المالية المدرجة في البورصة من خلال شبكة مبرمجة إلكترونياً.

## 2- البورصة الماليزية المقاصة للأوراق المالية الخاصة المحدودة Bursa Malaysia Securities Clearing Sdn Bhd

وهي عبارة عن بيت المقاصة المركزية للأسهم المتداولة في البورصة الماليزية للأوراق المالية، والبورصة الماليزية لعرض الأسعار الأوتوماتيكية والتعاملات للأوراق المالية المحدودة MESDEQ، وهي توفر خدمات المقاصة\*\*\* فيها لأعضاء البورصة من خلال قانون صناعة الأوراق المالية لعام 1983 وهي من وظائفها الرئيسية باعتبارها لجنة المقاصة والمعالجة للعقود المحلية لكل الأوراق المالية المدرجة في قائمة البورصة من جهة، وهي مسؤولة عن رقابة الشؤون فيما يتعلق بمقاصة الأوراق المالية تحت قواعد خدمات الشبكة الآلية المقاصة للأوراق المالية المحدودة SCAN Rules من جهة أخرى.

\* SCORE: System On Computerised Order Routing and Execution

(1) - محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية - الأسهم والسندات - ضوابط الانقاع والنصرف بها في الفقه الإسلامي. الأردن: دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، 1429-2009م، ص 65، 66.

\*\* MESDAQ: The Malaysian Exchange of Securities Dealing and Automated Quotation

(2)- Refer to :Malaysian Equities, Module 6 :Stock Market and Securities Law, pp1-3.

\*\*\* المقاصة: طريقة تصفية محاسبية بين طرفين أو عدة أطراف تكون دائنة أو مدينة بعضها تجاه البعض الآخر، وتسمح بحصر استخدام وسائل الدفع في تصفية الرصيد الصافي لهذه العلاقات.

## 3- البورصة الماليزية للإيداع الخاصة المحدودة\* (Bursa Malaysia Depository Sdn Bhd)

وهي عبارة عن الجهة التي ينفذ من خلالها نظام التعاملات للأوراق المالية بدون تبادل الشهادة بين المشتري والبائع في التعامل بالأسهم، وهذا النظام لتسوية أسعار الأسهم في البورصة الماليزية للأوراق المالية بدون إصدار الشهادة، وهذا لأن تسوية هذه الأسعار يتم من خلال الأجهزة الإلكترونية، ويسجل هذا التعامل في حساب المستثمرين من خلال نظام الإيداع المركزي المعروف باسم \*\*CDS، ويشبه هذا الحساب بنظام الدفتر المسجل كما في نظام الإقراض والاقتراض Debit and Credit System في حساب التوفير، وهذه البورصة مسؤولة عن الإدارة لكافة الحسابات CDS<sup>(1)</sup>، ورقابة الأمور المتعلقة بشؤون المعاملات للأوراق المالية بدون تبادل الشهادة من خلال تشكيل القوانين والتنظيمات المعنية.

## 4- البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة Bursa Malaysia Derivatives Bhd

وهي عبارة عن بورصة تتداول فيها منتجات المشتقات (عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات، والعقود الآجلة)، وتخضع هذه البورصة للرقابة المتكاملة بين هيئة الأوراق المالية الماليزية والبورصة بذاتها، وكانت هيئة الأوراق المالية الماليزية تحكم قانون صناعة المستقبلات لعام 1993، وأما هذه البورصة فتحكم قواعد الأعمال Business Rules كمنظمة رقابية ذاتية<sup>(2)</sup>، وهي مسؤولة مسؤولية كاملة فيما يتعلق بأمور تداول منتجات المشتقات في البورصة.

## 5- البورصة الماليزية المقاصة للمشتقات المحدودة Bursa Malaysia Derivatives Clearing Bhd

وهي عبارة عن بيت المقاصة للبورصة الماليزية للمشتقات<sup>(3)</sup>، وهي مسؤولة عن كافة الأمور المتعلقة بإجراء المقاصة والتسوية عن تداول عقود المستقبلات والخيارات، وهذه البورصة تمتلك شركة تابعة كاملة للبورصة الماليزية المقاصة للأوراق المالية المحدودة<sup>(4)</sup>.

وأما أهم القوانين التي يخضع لها سوق رأس المال في ماليزيا سواء أكان سوق رأس المال الإسلامي أو رأس المال التقليدي بهدف الرقابة والتطور للأفضل هي ما يلي:

1- قانون الشركة لعام 1965م.

2- قانون الصناعة للأوراق المالية لعام 1983م.

3- قانون الصناعة للأوراق المالية (الإيداع المركزي) لعام 1991م.

4- قانون هيئة الأوراق المالية لعام 1993م.

\* كانت معروفة سابقا باسم " الإيداع المركزي الماليزي المحدودة" (The Malaysian Central Depository Sdn.Bhd (MCD) وهي شركة تابعة للبورصة الماليزية للأوراق المالية.

\*\* CDS: Central Depository System Account

(1)- <http://www.min.com.my/bm/html/penerbitan.html>

(2)- [http://asianbondsonline.adb.org/malaysia/market\\_infrastructure/market\\_overview.php](http://asianbondsonline.adb.org/malaysia/market_infrastructure/market_overview.php)

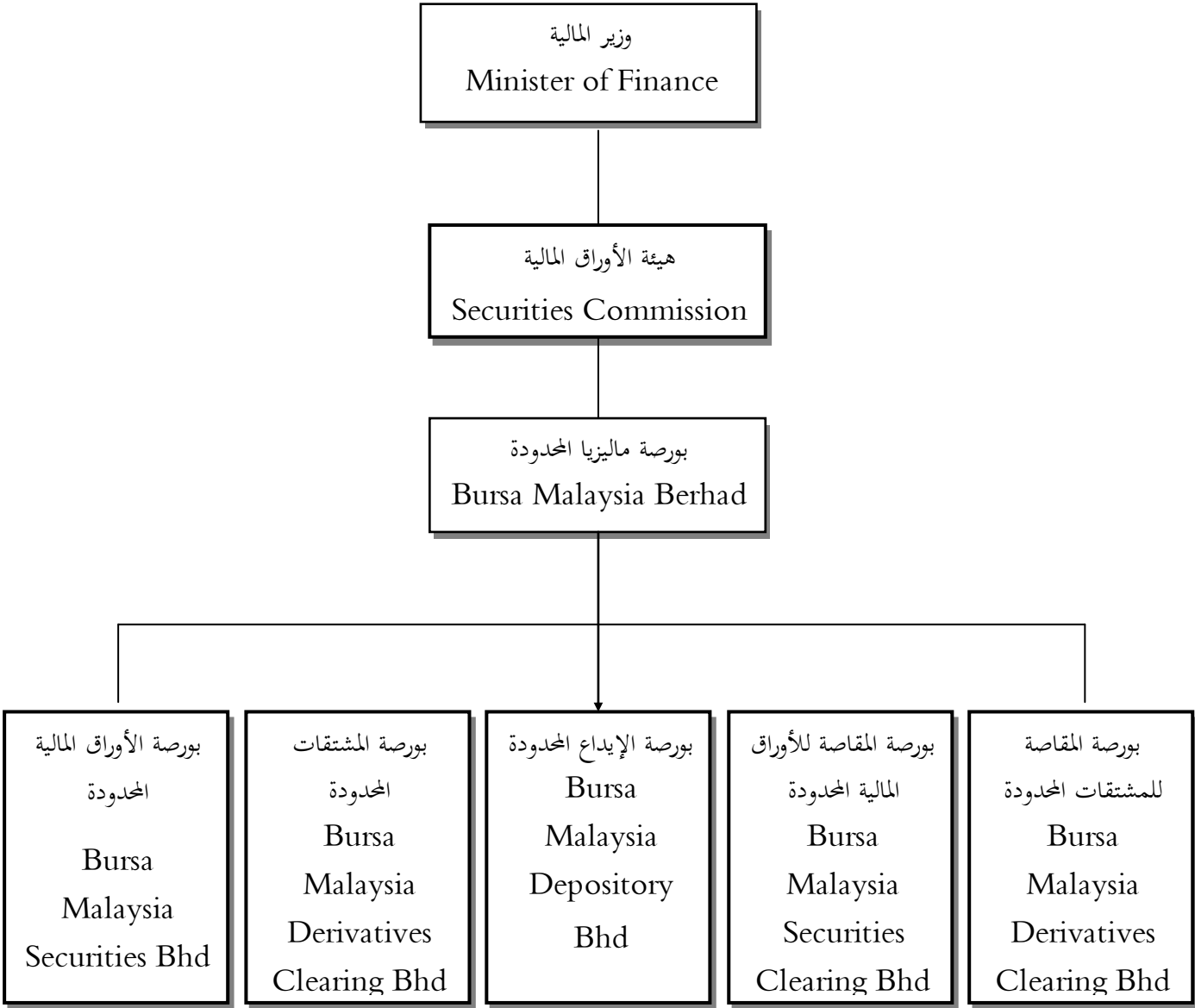
(3)- <http://www.mdex.com.my>

(4)- [http://asianbondsonline.adb.org/malaysia/market\\_infrastructure/market\\_overview.php](http://asianbondsonline.adb.org/malaysia/market_infrastructure/market_overview.php)

5- قانون صناعة السوق المستقبلية لعام 1993م.

إن وجود الجهات الرقابية لسوق رأس المال الماليزي يمكن أن تساعد أسواق الملكية (الأسهم)، السندات، والمشتقات لتحقيق ثقة المتعاملين في هذه الأسواق من خلال تطبيق القوانين الصادرة عنها.

شكل رقم (26): الهيكل التنظيمي للبورصة الماليزية المحدودة



المصدر: من إعداد الباحث بالرجوع إلى موقع بورصة ماليزيا الإلكتروني:

<http://www.klse.com.my>

## المبحث الثاني: سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا والرقابة الشرعية عليه

إن إنشاء سوق رأس مال هو من دون شك معلم تنمية في النشاط المالي الإسلامي بماليزيا وقد أعدت المؤسسات المالية الإسلامية حزمة عريضة من الوسائل لتسهيل التسيير الفعال والتمويل.

### المطلب الأول: سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

يعتبر ظهور قطاع التمويل الإسلامي\* بصورته الشاملة والمتكاملة أحد الأمور التي تميز الاقتصاد الماليزي، وتوجد بين أطراف هذا القطاع علاقة تفاعلية ساهمت في إيجاد بيئة مناسبة وشاملة لتحقيق معدلات نمو عالية لهذا القطاع، ويلعب هذا القطاع الدور الفاعل في تجميع الموارد التمويلية اللازمة للأنشطة الاقتصادية في ماليزيا، ويعتبر سوق رأس المال الإسلامي جزءا هاما ومكملا في توسيع وتعميق السوق المالي الإسلامي في ماليزيا.

### الفرع الأول: مفهوم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وأهميته.

سيتم توضيح مفهوم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وأهميته.

### أولا: مفهوم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

لقد عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا أنها "السوق التي تتوفر فيها فرض الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل، والمنتجات والخدمات المتوفرة فيها تلتزم التزاما تاما بأحكام الشريعة الإسلامية، إذ يجب أن تكون خالية من الأنشطة المحرمة شرعا مثل التعامل بالربا والمقامرة والغرر وما إلى ذلك".<sup>(1)</sup>

وبعبارة أخرى هي السوق التي تتم النشاطات فيها بطريقة لا تتعارض مع مبادئ الإسلام، وهذا ما يمثل تأكيد العزم والنية على استسقاء صفات سوق رأس المال من الشريعة الإسلامية، أين تكون السوق حرة أو خالية من جميع النشاطات والعناصر المحرمة مثل الربا والميسر والغرر<sup>(2)</sup>.

ولضمان التزام أنشطة سوق رأس المال الإسلامي بمبادئ الشريعة الإسلامية، تخضع أنشطة السوق لرقابة وإشراف المستشارين الشرعيين، والخبراء والمتخصصين في مجال المعاملات الشرعية، وخاصة فيما يتعلق بالمعاملات المالية، وهذا يعزز وينشر الثقة بين السوق والمستثمرين<sup>(3)</sup>.

### ثانيا: أهمية سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

يقوم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بتلبية الطلبات المتزايدة من جمهور المسلمين الماليزيين على الأدوات المالية الإسلامية، ويقدم هذا السوق العديد من الخدمات أهمها<sup>(4)</sup>:

\* يتكون قطاع التمويل الإسلامي في ماليزيا من: 1. التأمين الإسلامي (التكافل)، 2. سوق إسلامي للمعاملات بين المصارف، 3. سوق رأس المال الإسلامي.

(1)- **Islamic capital market in Malaysia**, securities commission of Malaysia, 2004, p45.

(2)- بن الصيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص178.

(3)- **Development in the Malaysian Islamic Capital market**, Securities Commission, 2004, p12.

(4)- Ibid, p54.

(1) توفير فرص استثمارية متوافقة مع الشريعة الإسلامية:

يتيح سوق رأس المال الإسلامي فرصة الاستثمارات الممتازة للمستثمرين المسلمين في القطاعات التي لا تتعامل بالمحرّمات الشرعية. وتشرف على هذا الجانب جهة رقابية شرعية لضمان مطابقتة أنشطة هذا السوق لأحكام الشريعة الإسلامية مما يعزز ثقة المستثمرين بالسوق، بالإضافة إلى حماية حقوقهم القانونية وإعداد كافة التشريعات والقوانين اللازمة وتقديمها للجهات المختصة، وتكييفها مع أحكام الشريعة الإسلامية.

(2) توفير الأدوات المالية المتوافقة مع البعد الشرعي والقانوني:

يتيح السوق الفرصة للجهات المصدرة لإصدار الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لاسيما الأسهم العادية والصكوك الإسلامية القابلة للتداول في هذا السوق<sup>(1)</sup>، لتعزيز ثقة الجمهور بالجهات المصدرة للأدوات المالية الشرعية، كما توفر السوق الحماية القانونية في كافة الأمور المتعلقة بإصدار الأدوات المالية الشرعية والتداول بها في السوق.

(3) الإشراف والرقابة الشرعية على كافة المعاملات:

أصبحت هيئة الأوراق المالية الماليزية جهة رقابية رئيسية، وهي مسؤولة عن تطوير وتدعيم سوق رأس المال الإسلامي على المستوى المحلي والعالمي بالتعاون مع مشاركي السوق، وقد اعتبرت الهيئة من الأهداف الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي جعل ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي، ولتحقيق هذا الهدف فإن الهيئة قد عملت على ترويج الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في السوق المحلي على المستوى العالمي من خلال الندوات والدورات وغيرها، لجذب المستثمرين الأجانب لتوظيف أموالهم في المشاريع المحلية.

(4) تنمية وتعزيز قدرات الاقتصاد الماليزي:

يساهم سوق رأس المال الإسلامي في التنمية الاقتصادية الماليزية لاسيما في المشاريع التنموية للقطاعين العام والخاص، وذلك من خلال تعبئة الأموال الفائضة لأصحاب الأموال، وتوجيهها إلى استثمارات نافعة ومتوافقة مع أحكام الشريعة، ومتماشية مع رغبة المستثمرين في توظيف أموالهم في المشاريع الاستثمارية الإسلامية التي تدر عليهم العوائد والأرباح المشروعة بعيدا عن الربا المحرم شرعا<sup>(2)</sup>.

كما يساهم هذا السوق في جذب رؤوس الأموال الأجنبية لتوظيفها في المشاريع المحلية التي لا تتعامل بالمعاملات المحرمة شرعا، وهذه الحالة قد أدت إلى تطوير النظام المالي الإسلامي في ماليزيا حيث حقق الاقتصاد الماليزي معدلات مرتفعة في النمو الاقتصادي.

(1) - تخضع عملية إصدار هذه الأدوات المالية والتداول بها للقرارات الصادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، والتعليمات

الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية الصادرة عن هذه الهيئة، وتم تطبيق تلك التعليمات من تاريخ 26 جويلية 2004

<http://www.sc.com.my>

(2)- Development in the Malaysian Islamic Capital market, Securities Commission, 2004, p6.

الفرع الثاني: نشأة وتطور سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا والمنهج الماليزي في تنظيمه وتطويره. يعني هذا الفرع بتوضيح نشأة وتطور سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا والمنهج الذي انتهجته الحكومة والمنظمون الماليزيون في تنظيمه وتطويره.

### أولاً: التطور التاريخي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

تعود نشأة أنشطة الاستثمار الإسلامي في ماليزيا إلى أوائل الستينات، عندما تم إنشاء هيئة صندوق الحجاج في نوفمبر 1962م، والتي تدير أموال الحجاج بشكل متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وأما البداية الحقيقية لتطور نظام العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا فكانت في عام 1983م مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي "Banking Act 1983 Islamic" والذي بدأ تطبيقه في 7 أبريل 1983م عبر مجموعة من الخدمات والمعاملات المصرفية المتوافقة من الشريعة الإسلامية، وتم تأسيس أول بنك إسلامي ماليزي<sup>(1)</sup>، تبع ذلك تأسيس شركة التأمين التكافلي الإسلامي الماليزي في عام 1984 بعد صدور قانون التأمين الإسلامي في العام نفسه<sup>(2)</sup>.

وقد أدى هذا إلى ظهور نافذة المعاملات الإسلامية في البنوك التجارية التقليدية المعروفة باسم نظام العمل المصرفي اللاربوي<sup>(3)</sup> Interest-Free Banking Scheme في عام 1993 التي تلقت مساندة من قبل الحكومة الماليزية حيث أجاز البنك المركزي الماليزي للبنوك التقليدية الربوية توفير خدمات المعاملات الإسلامية فيها.

أما التطور الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا فيعود إلى أوائل التسعينات من القرن الماضي عندما قامت شركة « Shell MDS Sdn Bhd » بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي في عام 1990، تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه<sup>(4)</sup>، وفي فيفري عام 1994، أسست « Bimb Securities Sdn Bhd » وفقا لأحكام قانون صناعة الأوراق المالية لعام 1983 Securities «Industry Act 1983» وقد بدأت ممارسة عملياتها الرسمية في أوت للعام ذاته، ومن ثم بدأ تأسيس نوافذ السمسرة الإسلامية<sup>(5)</sup>، ونظام صناديق الاستثمار الإسلامية<sup>(6)</sup>.

مع بداية تأسيس سوق رأس المال الإسلامي، ظهرت تساؤلات كثيرة من قبل المتعاملين لاسيما المستثمرين المسلمين، والشركات الخاصة عن مدى التزام السوق بأحكام الشريعة الإسلامية، مما دفع وزارة المالية

(1) - أول بنك إسلامي ماليزي وهو " بنك إسلام ماليزيا برهاد " Bank Islam Malaysia Berhad BIMB والذي بدأ عملياته في

1 جويلية 1983 بفرع وحيد في العاصمة كوالالمبور (http://www.Bnm.gov.my).

(2) - نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق - دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا - رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، عمادة الدراسات العليا، كلية التجارة، قسم إدارة الأعمال، غزة، 2007-1428، ص 100.

(3) - الآن معروف بنظام العمل المصرفي الإسلامي « Islamic Banking Scheme » الخاضع لقانون المصرف والمؤسسة المالية لعام 1989 « Bank and Financial Institution Act 1989 BAFIA Act ». (http://www.sc.com.my).

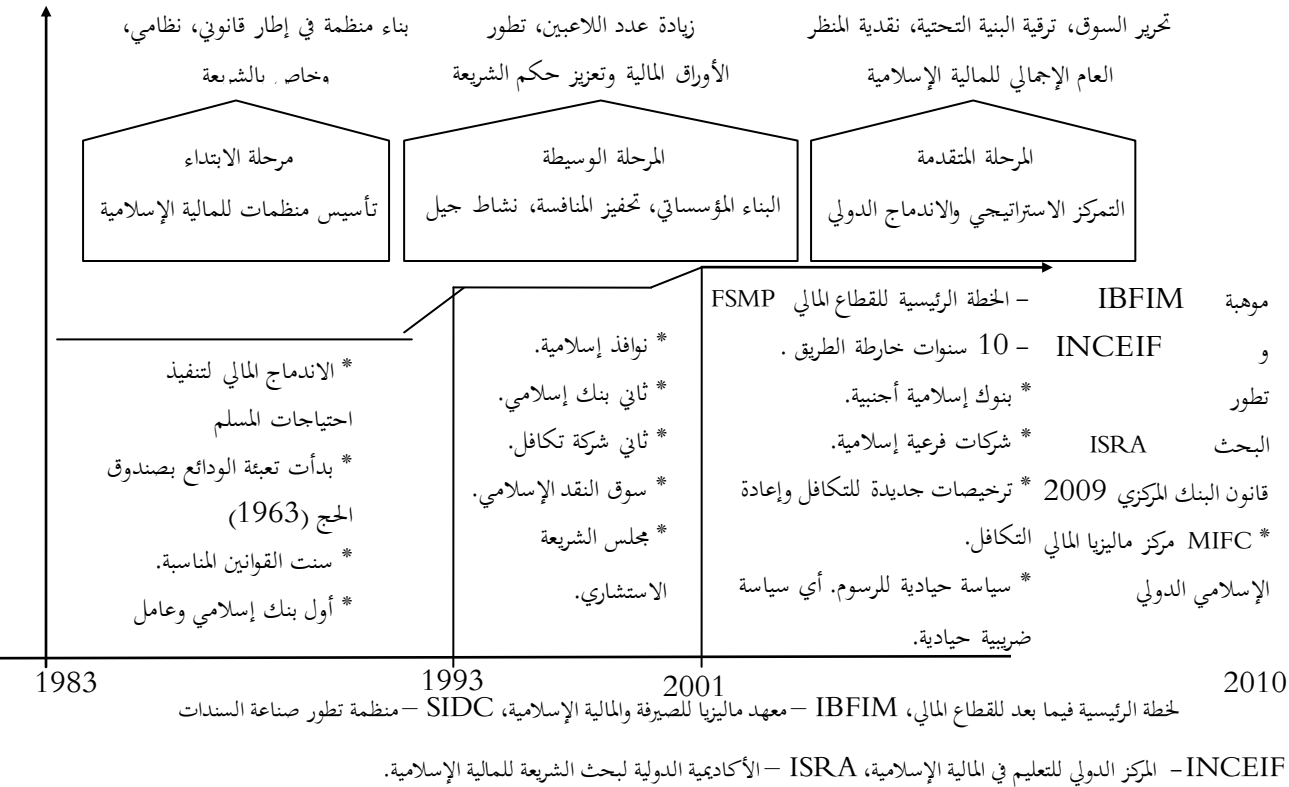
(4) - Development in the Malaysian Islamic Capital market, Securities Commission, 2004, p26

(5) - شركات السمسرة التقليدية تقدم فيها السمسرة الإسلامية أيضا.

(6) - http://staf.uum.edu.my/alib/wb3053/icm.pdf

الماليزية وهيئة الأوراق المالية الماليزية إلى تشكيل لجنة لدراسة الأنشطة والمعاملات في هذا السوق بصورة معمقة. ومن الخطوات الجوهرية التي اتخذتها هذه الهيئة تشكيل قسم سوق رأس المال الإسلامي \* Islamic Capital « Market Department- ICMD في عام 1994، بالإضافة للجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية « Islamic Instrument Study Group-IISG في أواخر عام 1994، وبعد عام تحولت إلى اللجنة الاستشارية الشرعية « Shariah Advisory Council –SAC»، وأصبحت مسؤوليتها أوسع وأشمل. وفي 17 أبريل 1999، تم وضع مؤشر لحركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشرعية المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية، وأطلق عليه مؤشر الشرعية « Shariah Index»، حيث أكثر من ثلثي الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية هي من الأسهم المتوافقة مع أحكام الشرعية وفقا للجنة الاستشارية لشرعية هيئة الأوراق المالية الماليزية، وذلك لقياس أداء الأسهم المتوافقة مع أحكام الشرعية والمدرجة على اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية<sup>(1)</sup>.

شكل رقم 27: ماليزيا تنتهج منهاجا تدريجيا وشاملا لتنمية وتطوير قطاع التمويل الإسلامي وسوق رأس المال الإسلامي.



المصدر: Ahmad hizzad baharuddin, **Malaysia's experiences in the development of islamic finance**, practical seminar : advantages of islamic banking and insurances business model in rusia, moscow 4 december 2009

\* كان معروفا سابقا بوحدة سوق رأس المال الإسلامي، وهو يعتبر الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية فيما يتعلق بسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وسيتم التعريف به بشكل مفصل لاحقا.

(1)- Resolutions of the Securities Commission Syariah Advisory Council, Securities Commission of Malaysia, second print, October 2003, p46.



وتعد هذه التطورات الايجابية خطوة جوهريّة في بناء وتنظيم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، حيث يخضع لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، وقد ساهمت الهيئة مساهمة أساسية في تطوير هذا السوق، ومن أهم المجالات التي ساهمت في توفيرها<sup>(1)</sup>:

1) توفير كافة الدراسات والبحوث، وعقد المناقشات والحوارات المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي، حيث خصص لهذا الجانب تشكيل الجهة الإدارية للهيئة، واللجنة الاستشارية الشرعية التي تهتم بعمل الدراسات والمناقشات الدورية، وتم إنشاء مكتبة للدراسات والبحوث للموظفين أو المتعاملين في هذا السوق أو الجمهور.

2) المحاولات الخاصة لتطوير فعالية الأدوات المالية الإسلامية وتقويتها.

3) تقديم سوق رأس المال الإسلامي على المستوى المحلي والدولي من خلال الندوات، والدورات، والمحاضرات، وغيرها من الأساليب التي تقدم الصورة الكاملة لهذا السوق، وطبيعته، وأنشطته.

ثانياً: أسباب تطور سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا<sup>(2)</sup>:

1- تأسيس أول صندوق استثمار مالي إسلامي في 1993م تحت اسم Aarb Malaysia Tabung .Itatikal.

2- إنشاء أول شركة سمسة إسلامية تحت اسم BIMB Securities Sdn. Bhd سنة 1994م.

3- تكوين قسم سوق المال الإسلامي سنة 1994م.

4- إنشاء أول إصدار عالمي للصكوك الماليزية سنة 2001م وهو إصدار الصكوك العالمية للإجارة ناهيك عن الإصدارات المحلية.

5- تأسيس المجلس الاستشاري الشرعي على المستوى الوطني، وكذا تعيين المستشارين الشرعيين الأكفاء.

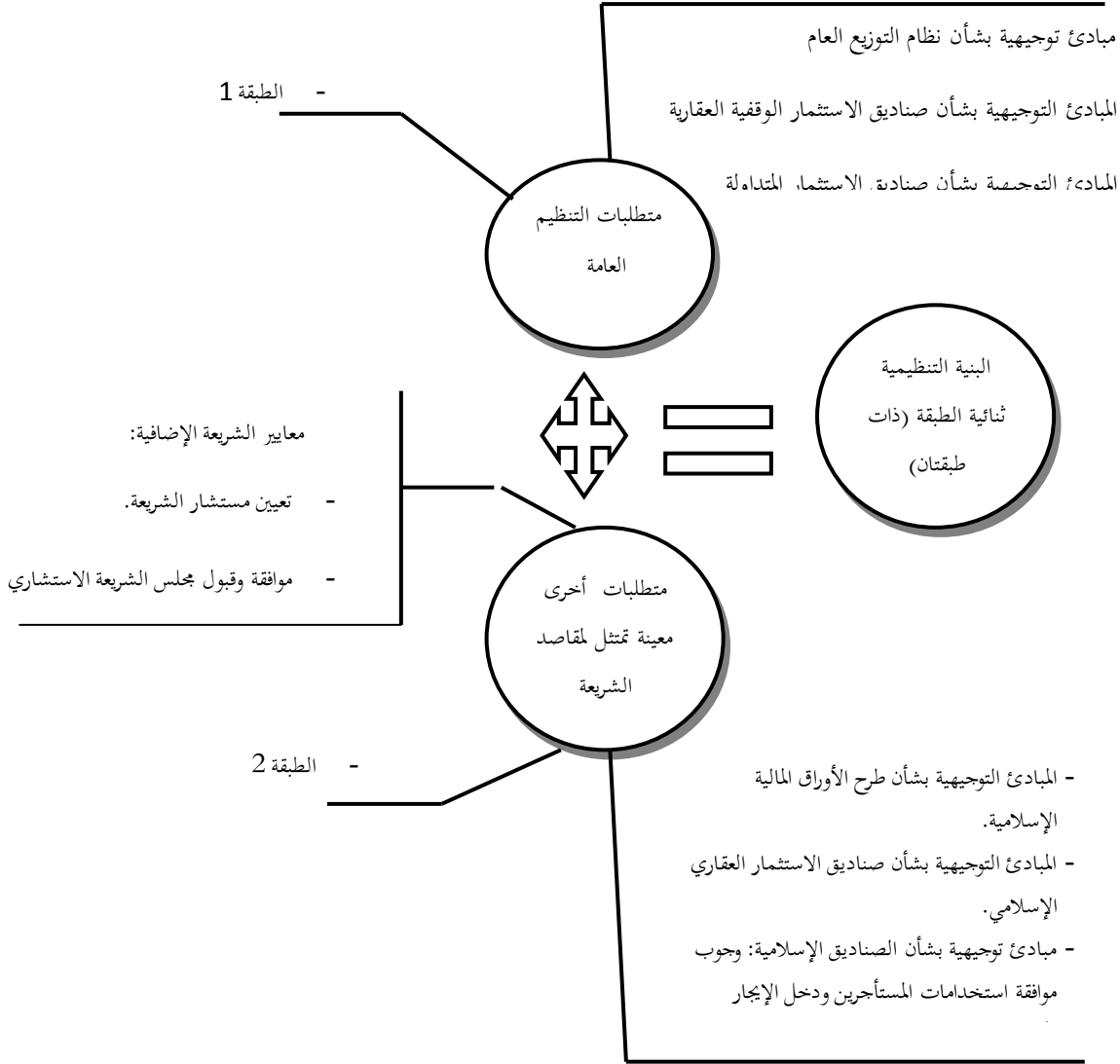
6- التصنيف الشرعي للشركات المدرجة في البورصة<sup>(3)</sup>.

(1)- Ibid, p46.

(2) - بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص179.

(3) - محمد نور الدين غادمن، مرجع سابق، ص12.

ثانياً: المنهج الماليزي في تنظيم سوق رأس المال الإسلامي:  
الشكل رقم 28: التركيبة ذات الطبقتين (أو البنية ثنائية الطبقات)



المصدر: Bursa. Wan rizaidy wan M saufi. **Regulating the Islamic capital market.**

Malaysia. prev, p6

ثالثا: مقترحات قيمة لتطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا<sup>(1)</sup>:

## 1 - الإطار القانوني:

بهدف تعزيز الإطار القانوني أعدت هيئة الأوراق المالية دليل عرض الأوراق المالية الإسلامية والذي يُعْتَبَر كمظلة قانونية لها تساعد وتسهّل تنمية سوق رأس مال إسلامي أكثر تجديداً ورقياً في ماليزيا ولقد استجاب السوق بشكل إيجابي لهذه الجهود بتوفير سريع لمنتجات جديدة.

وقد جسدت ميزانية 2008 إجراءات خاصة لتقوية المقترح القيم للبلد وجاذبيته من خلال:

- أ- السماح للملكية الأجنبية لتسيير شركات المال وتسيير شركات تأمين الاستثمار العقاري في حدود 70 بالمائة وملكية تسيير شركات المال الإسلامية تكون ملكية كاملة.
- ب- منح هذه الشركات إعفاء من ضريبة الدخل على كل الأجر المستلمة فيما يخص شركات تسيير المال الإسلامية.

## 2- إطار التحفيز الضريبية:

تعتبر التحفيز الضريبية أداة ضرورية في تحفيز تجديداً وترقية المنتج والتطوير الفعال لسوق رأس المال الإسلامي، وقد عملت الحكومة الماليزية والمنظمون عن قرب مع أصحاب القطاع لضمان وسط ضريبي مريح لسوق رأس المال الإسلامي وتعزيز وضع ماليزيا كمركز دولي مالي إسلامي، وإدراكاً منها لأهمية هذه النشاط سمحت الحكومة الماليزية بما يلي:

أ- تخفيض ضريبي لمدة خمس سنوات في ميزانية سنة 2003 على أعباء إصدار الأوراق الإسلامية وفق مبادئ الشريعة من إجارة ومضاربة ومشاركة.

ب- الإعلان في ميزانية سنة 2004 عن معاملة ضريبية أكثر شمولية على الأوراق المالية الإسلامية شبيهة لتلك المعاملات على الأوراق المالية التقليدية، وتتضمن إعفاء ضريبي لمدة خمس سنوات على أعباء إصدار أوراق مالية إسلامية على أساس مبدأ الاستصناع الشرعي.

ج- إعلان إجراءات ضريبية إضافية في ميزانية 2005 لإلغاء أي ضريبة أو إلزام على منتجات سوق رأس المال الإسلامية المرفقة بموافقة هيئة الاستشارة الشرعية.

د- إعلان تحفيزات ضريبية في ميزانية 2009:

أ- إعفاء ضريبي لمدة 3 سنوات عن الأجر والأرباح التي تحصل عليها المؤسسات العاملة في أنشطة تخص تخطيط وتأمين وتوزيع وتجارة الصكوك الصادرة في ماليزيا بغير عملة الرينغت.

ب- تحفيزات ضريبية أخرى موضوعة لجلب استثمار أكثر إلى ماليزيا بما فيها إلغاء ضريبة الدخل على الاستثمارات بالرينغت وسندات وصكوك العملة الأجنبية من بين تحفيزات أخرى.

(1)- Mohamed akram laaldin, **shariah approved securities screening process in Malaysia**, the 15th annual scientific meeting the capital market-bursa-, U.A.E university, 15-17/2006, p.8

## 3- تكوين الكفاءات:

أ-وعيا منها بقله الموظفين ذوي التكوين العالي في المالية الإسلامية ليس فقط في ماليزيا بل في العالم كله، شرعت ماليزيا في بذل مجهودات لتكوين كفاءات في جميع القطاعات مثل المصرفية والتكافل وسوق رأس المال. ب- إضافة إلى كون هيئة الأوراق المالية القائمة بالتنظيم فهي منوطة أيضا بتطوير السوق ولقد قام قسم سوق رأس المال تحت إشراف هيئة الأوراق المالية بعدة أبحاث على تطبيق العقود الإسلامية الحالية كأدوات لسوق رأس المال وابتكار عدة ميكانيزمات قد تساهم في صفقات ناجحة، ويعتبر مجلس الاستشارة الشرعية التابع للجنة الأوراق المالية هو أعلى سلطة مكلفة بالموافقة على مثل هذه الأدوات والميكانيزمات.

## الفرع الثالث: الخصائص المميزة لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ووظائفه.

سيتم توضيح الخصائص التي تميز سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا عن نظيره التقليدي في ماليزيا وأهم وظائفه.

## أولاً: الخصائص المميزة لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

يتميز سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا عن نظيره التقليدي في جوانب متنوعة أهمها:

(1) الإشراف والرقابة الشرعية: وتعد هذه الخاصية إحدى الفوارق الجوهرية بين سوق رأس المال الإسلامي والسوق التقليدي في ماليزيا، حيث يخضع سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية، وهذا للتأكد من مطابقة هذه الأنشطة لأحكام الشريعة وضوابطها التزاماً تاماً، ولكن هذه اللجنة لا تتدخل مباشرة في أعمال هذا السوق، حيث يتم الحصول على المعلومات المتعلقة بالسوق من قبل الإدارة المختصة\* باعتبارها الإدارة المسؤولة عن دراسة وتحليل أنشطة السوق وعرضها للمناقشة واتخاذ القرارات والفتاوى المناسبة<sup>(1)</sup>.

وقد أكدت التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية *Guidelines on the Offering of Islamic Securities*<sup>(2)</sup> على الدور الأساسي للمستشار الشرعي في فحص وتحليل إصدار الأدوات المالية الإسلامية والتداول بها.

(2) خلو العمليات والخدمات المقدمة من أي محذور شرعي: تعد هذه الخاصية الميزة الرئيسية التي يتميز بها سوق رأس المال الإسلامي عن السوق التقليدي، وأهم معالمة هو (إسقاط الفائدة الربوية من كل عملياته أخذاً أو عطاءً) لاسيما في تداول الأوراق المالية، إلى جانب عناصر محرمة أخرى مثل بيع الغرر، والميسر، حيث يتم

\* الإدارة المختصة هي قسم سوق رأس المال الإسلامي « Islamic Capital Market Department ICMD » تخضع عملية إصدار هذه الأدوات المالية والتداول بها للقرارات الصادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، والتعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية الصادرة عن هذه الهيئة، وتم تطبيق تلك التعليمات من تاريخ 26 جوان 2004 <http://www.sc.com.my>

(1)- *the Islamic capital market*, bursa Malaysia p :02 visited in 2012/03/14

[http://www.bursamalaysia.com/website/products\\_and\\_services/information\\_services/downloads/bm2/ICM.pdf](http://www.bursamalaysia.com/website/products_and_services/information_services/downloads/bm2/ICM.pdf)

(2)- وهي التعليمات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية للمتعاملين والجمهور في سوق رأس المال الإسلامي عن النظم الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية في ماليزيا وضوابطها.

التأكد من أن الشركات المساهمة المدرجة في البورصة الماليزية لا تتعامل بالمحظورات الشرعية، وإنما تعمل في دائرة المباح، حيث يتم استبعاد المصارف الربوية وشركات الخمر، والتأكد من أن الجهات المصدرة للصكوك الإسلامية ملتزمة بالأسس و الضوابط الشرعية المقررة من اللجنة الشرعية<sup>(1)</sup>.

(3) اعتماد أدوات مالية متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية: يقوم سوق رأس المال الإسلامي بدراسة بعض الأدوات المالية التقليدية وفقا لأحكام الشريعة مثل الأسهم العادية، وعقود الشراء من الأسهم الموجودة « Call Warrants، وعقود الشراء من الأسهم المشتقة Warrants، وعقود المستقبلات، ويقوم بتفعيل الأدوات المالية الشرعية لاسيما الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا، والأدوات المالية المتداولة في هذا السوق يتم إقرارها من اللجنة الاستشارية الشرعية سواء ما يتعلق بإصدارها أو تداولها<sup>(2)</sup>.

(4) الالتزام بالقوانين والتشريعات المختلفة الصادرة عن الجهات المختصة<sup>(3)</sup>: تعد هيئة الأوراق المالية الماليزية المسؤولة عن إصدار القوانين ودراسة الأدوات المالية في هذا السوق.

ومن القوانين الصادرة عن هذه الهيئة: التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية Guidelines in the Offering of Islamic Securities، والتعليمات والضوابط لشركات السمسرة الإسلامية « Guidelines Governing Islamic Stockbroking Companies » وغيرها، أما السندات التقليدية في ماليزيا فتخضع للتعليمات الخاصة بعرض سندات المديونية « guidelines on the Offering of Private Debt Securities. »<sup>(4)</sup> كما أن السوق الأولية للصكوك الإسلامية تخضع لهذه الهيئة، أما السوق الثانوية للصكوك الإسلامية فتخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي وفقا لنظام التحويل الإلكتروني الآني للأموال والأوراق المالية « Real Time Electronic Transfer of Funds and Securities System (RENTAS) »<sup>(5)</sup>. كما توفر الجهات المعنية معلومات شاملة عن مختلف الجوانب المتعلقة بأي معاملة لاسيما المعلومات التي تؤثر على سعر الأدوات المالية المتداولة في السوق<sup>(6)</sup>.

(1)- Guidelines on the Offering of Islamic Securities, 2005, p.17

(2)- IBID.

(3)- الجهات المختصة هي هيئة الأوراق المالية الماليزية والبورصة الماليزية وغيرها طالما لم تخالف الشريعة الإسلامية. وكذلك قسم سوق رأس المال الإسلامي في الهيئة « Islamic Capital Market Department – ICMD » مسؤول عن إصدار القوانين ودراسة الأدوات المالية في هذا السوق <http://www.sc.com.my>

(4)- هي التعليمات الصادرة من هيئة الأوراق المالية الماليزية بخصوص عرض وتداول السندات في ماليزيا والإجراءات المتعلقة بما لتعرف المتعاملين.

(5)- Guidelines on the Offering of Islamic Securities, 2005, p.17

(6)- <http://www.sc.com.my>

## ثانيا: وظائف سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

يقوم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بوظائف عديدة أهمها: <sup>(1)</sup>

(1) تلبية حاجة المستثمرين المسلمين: يتيح سوق رأس المال الإسلامي فرصة الاستثمارات الممتازة للمستثمرين المسلمين في القطاعات التي لا تتعامل بالمحرمات الشرعية، وبإيجاد جهة رقابية شرعية لضمان التزام أنشطة هذه السوق بأحكام الشريعة الإسلامية يمكن أن تزيد ثقتهم بهذه السوق، بجانب حماية حقوقهم من خلال إعداد التشريعات والقوانين التي لا تتعارض مع أحكام الشريعة من الجهات الرقابية.

(2) تلبية حاجات الجهات المصدرة: تتيح السوق الفرصة للجهات المصدرة إصدار الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لاسيما الأسهم العادية والصكوك الإسلامية القابلة للتداول في هذه السوق، وقد تم إصدار هذه الأدوات المالية والتداول بها بناء على القرارات الصادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، والتعليمات على عرض الصكوك الإسلامية الصادرة عن هذه الهيئة وذلك كله لأجل زيادة الثقة بين الجهات المصدرة لإصدار الأدوات المالية الشرعية، وحماية حقوقها في كافة الأمور المتعلقة بإصدار الأدوات المالية الشرعية والتداول بها في السوق.

(3) عمل الجهة الرقابية العليا: أصبحت هيئة الأوراق المالية الماليزية جهة رقابية رئيسية، وهي مسؤولة عن تطوير وتدعيم سوق رأس المال الإسلامي في المستوى المحلي والعالمي، بالتعاون مع مشاركي السوق وبذلك طرحت الهيئة هدفا في الخطط الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي لكون ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامية ولتحقيق هذا الهدف بالترويج للأدوات المالية الإسلامية، المتداولة في السوق المحلية إلى المستوى العالمي من خلال الندوات والدورات وغيرها، ويمكن لهذا أن يجذب المستثمرين الأجانب لتوظيف أموالهم في المشاريع المحلية.

(4) تدعي الاقتصاد الماليزي ونموه: يساهم سوق رأس المال الإسلامي في التنمية الاقتصادية الماليزية لاسيما في المشاريع التنموية للقطاعات العام والخاص، وهذا من خلال تعبئة الأموال الفائضة لأصحاب الأموال، وتوجيهها إلى استثمارات نافعة ومتوافقة مع أحكام الشريعة <sup>(2)</sup>، وإن رغبة المستثمرين في توظيف أموالهم في المشاريع الاستثمارية الإسلامية تتمثل في الحصول على العوائد والأرباح المشروعة في الإسلام، وليس على عنصر الفائدة المحرمة شرعا، وتساعد هذه السوق على جذب رؤوس الأموال الأجنبية لتوظيفها في المشاريع المحلية التي لا تتعامل بالمعاملات المحرمة شرعا، وهذه الحالة قد أدت إلى تطوير النظام المالي الإسلامي في ماليزيا والنمو الاقتصادي الماليزي وارتقائه نحو الأفضل، والدال على ذلك هو تطور رسمة سوق رأس المال الإسلامي مقارنة بالسوق الربوي.

(1) - سحاسو ريانى صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص ص 41، 42.

(2) - Alhabashi Datuk Dr. Syed Othman, **Development of Capital Market Under Islamic Principles**, conference on Managing & Implementing Interest-Free Banking/Islamic Financial System, Concorde Hotel, Kuala Lumpur, Malaysia, January 25-26 1994.

**المطلب الثاني: الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.**

تعتبر وظيفة الرقابة الشرعية هي إحدى الوظائف الأساسية التي تقوم بها إدارة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، كما أنها تمثل ضرورة لغيرها من الوظائف المتعلقة بادرة المعاملات والأنشطة في السوق. وتم استحداث الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي للتأكد من أن الأنشطة في هذا السوق ومعاملاته تتم وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، وقد كانت هذه المهمة الرقابية منوطة باللجنة الاستشارية الشرعية. ويرتبط ظهورها مع بدء تأسيس قسم سوق رأس المال الإسلامي لهيئة الأوراق المالية الماليزية. وتساهم الرقابة الشرعية بدور فعال في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، إذ أن التزام السوق بأحكام الشريعة الإسلامية يؤدي إلى ارتفاع مستوى ثقة المتعاملين فيه مما يزيد من مستوى أدائه.

**الفرع الأول: تعريف هيئة الأوراق المالية الماليزية ودورها في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.**

يعمل سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وفق التشريعات والتعليمات الخاصة به والتي تختلف عن تلك الخاصة بالسوق التقليدي، كما يخضع لرقابة وإشراف هيئة الأوراق المالية الماليزية التي لها دور كبير في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

**أولاً: تعريف هيئة الأوراق المالية الماليزية.**

إن هيئة الأوراق المالية الماليزية هي الجهة العليا لسوق رأس المال بصفة عامة في ماليزيا فهي الجهة الرقابية، حيث قامت الحكومة الماليزية بإنشاء هذه الهيئة في 1 مارس 1993م بموجب قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية لعام 1993م وأسندت لها الوظائف التالية: (1)

- 1- تسجيل نشرة الاكتتاب لكافة الشركات المدرجة في قائمة البورصة الماليزية للأوراق المالية.
- 2- السماح بإصدار سندات الشركات\*.
- 3- الرقابة والإشراف وتحديد العقود المستقبلية والخيارات.
- 4- الرقابة على الاندماجات للشركات في ماليزيا.
- 5- مراقبة صناديق الاستثمار.
- 6- مراقبة أنشطة البورصات وبيت المقاصة.
- 7- تقديم الاعتمادات ومراقبة الأشخاص المعتمدين.

ومن أهدافها: (2)

- 1- تأكيد حماية مناسبة للمستثمرين.
- 2- تطوير النظام وجعله مرنا.

(1)- [http://www.sc.com.my/eng/html/resources/discussion/Role\\_MOF.pdf](http://www.sc.com.my/eng/html/resources/discussion/Role_MOF.pdf) p 05 visited in 2012/05/02

\* السندات الحكومية خاضعة للبنك المركزي الماليزي بصورة كاملة.

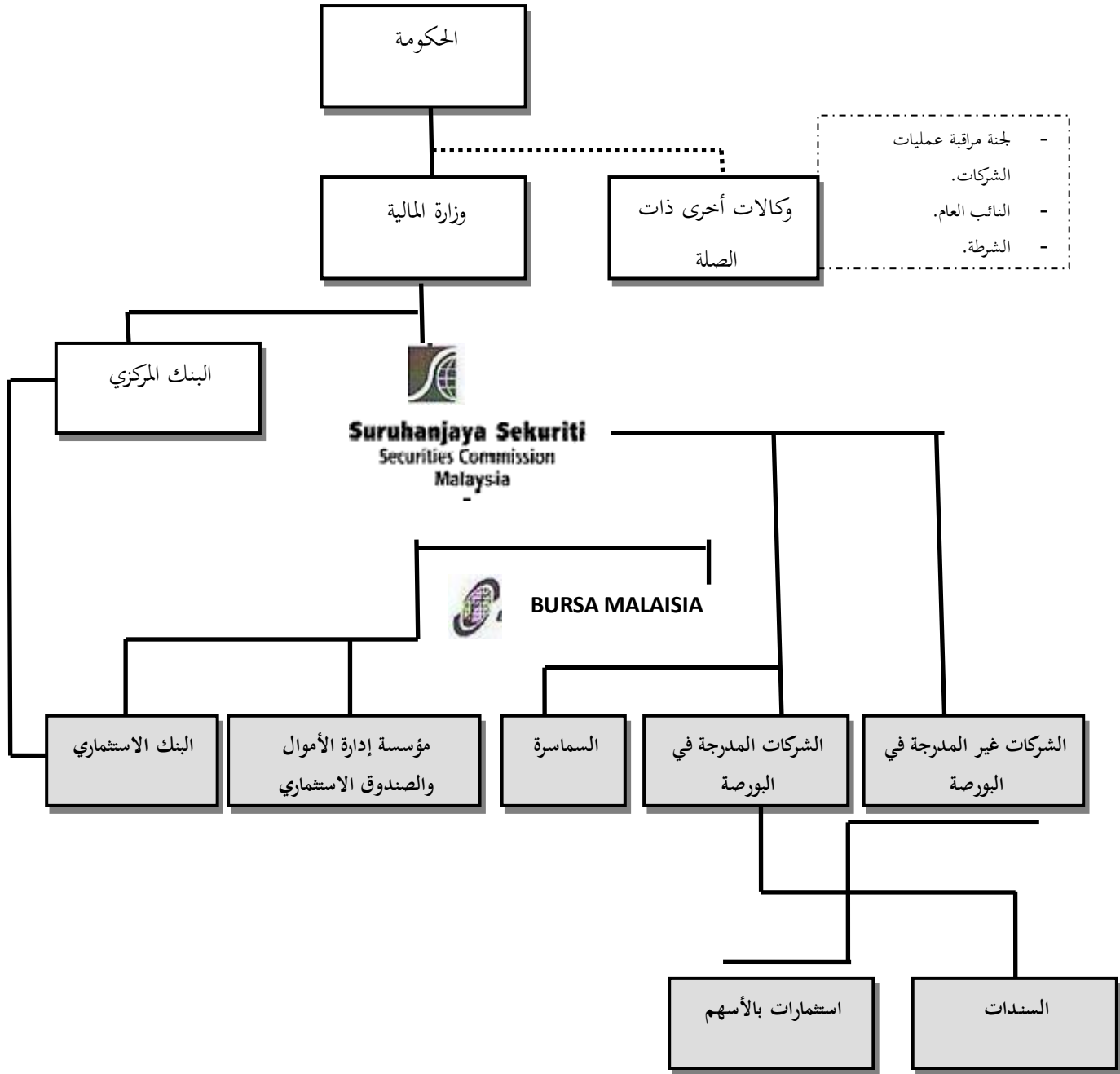
(2)- بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 182.

3- تشجيع المنافسة بين وسطاء السوق.

4- تعزيز شفافية السوق.

5- دعم وحدة السوق.

شكل رقم 29: موقع هيئة الأوراق المالية الماليزية من النظام المالي الماليزي.



المصدر: محمد نور الدين غادمن، مرجع سابق، ص 08.



ثانيا: دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

شهد سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا تطورا ملحوظا بعد عام 1990 بسبب تشجيع الحكومة الماليزية ودور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير هذا السوق وفق استراتيجيات واضحة ومحددة، لكي تصبح بديلا شرعيا للسوق التقليدي، ومن الاستراتيجيات الفاعلة التي انتهجتها الهيئة لتطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ما يلي:

**1- توفير كافة التسهيلات في مجال البحث والدراسة والمناقشة والحوار وكل ما من شأنه تطوير سوق رأس المال الإسلامي:**

تقوم اللجنة الاستشارية الشرعية بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي على عمل الدراسات والمناقشات والحوارات الدورية بينهم وبين متعلمي السوق فيما يتعلق بمعاملات هذا السوق من وقت لآخر، وهذا للتأكد من أن معاملاته تسيروا وفقا لأحكام الشريعة والتزام المتعاملين بالتشريعات الصادرة عن الهيئة التي لا تتعارض مع أحكام الشريعة<sup>(1)</sup>.

**2- التخطيط لجعل ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي.**

طرحت هيئة الأوراق المالية الماليزية في عام 2001 الخطة الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي واشتملت على ست أهداف جوهرية منظمة، وتم تسميتها الخطة الشاملة، وهي مبنية على رؤية للوضع الاستراتيجي والاتجاه المستقبلي لتطوير سوق رأس المال الماليزي لعشرة أعوام من 2001 حتى 2010، وأحد أهدافها الجوهرية هو اعتبار ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي، وقد اعتمدت ماليزيا تخطيطا إستراتيجيا لسوق رأس المال الإسلامي ICM من خلال خطة رئيسية لسوق رأس المال وخطة رئيسية للقطاع المالي (FSMP)\*

لقد كان الإعلان عن الخطة الرئيسية لسوق رأس المال من طرف وزارة المالية في 2001 علامة أخرى بارزة في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في الخطة الرئيسية العامة لنمو سوق رأس المال، تم تمييز سوق رأس المال الإسلامي على أنه واحد من المجالات المتخصصة، حيث الهدف السادس من الخطة الرئيسية ينص على: «تأسيس ماليزيا كمركز دولي لسوق رأس المال الإسلامي»، ومن أجل تحقيق هذا الهدف أعتمدت عدّة مبادرات إستراتيجية<sup>(2)</sup>:

1. تسهيل التطور لمجموعة واسعة من منتجات وخدمات تنافسية مرتبطة بسوق رأس المال الإسلامي، من أجل توفير سبيل فعال لمنتجات السوق المالي التقليدي، فإن سوق رأس المال الإسلامي يحتاج إلى تطوير مجموعة

(1)- Resolutions of the Securities Commission Syariah Advisory Council, Securities Commission of Malaysia, second print, October 2003, pp 2-3.

\* FSMP : financial sector masterplan

(2)- Capital market masterplan executive summary, securities commission, 2001, pp 33-35.

منوعة من صكوك الأوراق المالية الإسلامية، لتلبية احتياجات الاستثمار الأساسي، وزيادة رأس المال واحتياجات إدارة المخاطر للسوق، في هذه العلاقة استخدمت هيئة الأوراق المالية طريقتين<sup>(1)</sup>:

أ. بتحديد الصكوك والأدوات الموجودة في سوق رأس المال التقليدي والمقبولة والمسموح بها في الإسلام، مع أن هذه الصكوك قد نشأت من سوق رأس المال التقليدي، إلا أنه يمكن اعتمادها إذاً بطبيعتها بما يتفق مع تعاليم الإسلام، أو تحذف العناصر المتعارضة والمتناقضة من دون التأثير على فائدة الصكوك ومنفعتيها أو فرض تكلفة عن لا لزوم لها.

ب. بإدخال إنشاء وابتكار المنتج على أساس مختلف المفاهيم الإسلامية مثل: الإجارة (Ijarah)، الاستصناع (Intisnaa)، المضاربة (Mudharabah)، المراجعة (Murabahah) القرض الحسن (Qardhal hasan)، والمشاركة (Musyrakah).

2. إنشاء سوق كفاء لفعالية تعبئة وتحريك رؤوس الأموال الإسلامية: يجب على سوق رأس المال الإسلامي الكفاء أن يكون ذو وسيلة وفعالية كافية لتلبية احتياجات الصيرفة الإسلامية المحلية والتكافل، إضافة إلى إدارة الاستثمار بقنوات استثمارية تنافسية لتسهيل تعبئة وتحريك ذو كفاءة لهذه الأموال، لذلك فهناك حاجة للتدابير التالية:

أ. تعزيز اتفاقية تحرير القيود على إدارة رؤوس الأموال من طرف المؤسسات الإسلامية للسماح بتنوع أكثر في المخاطر وعائدات أكثر تنافسية بما يتفق مع أحكام الشريعة.

ب. تحديد وتطوير قنوات جديدة وصكوك حديثة التي يمكن أن تستثمر فيها وان تحرك بواسطتها الممتلكات والموجودات الإسلامية بفعالية.

3. ضمان وجود محاسبة، وإطار تنظيمي «ICM» بصفة مناسبة وشاملة: من الضروري وجود محاسبة، ضرائب وإطار تنظيمي ل«ICM» بصفة محددة جداً ومقبولة على نطاق واسع بهدف تسهيل استثمارها طويل الأجل، ولتقوية وتعزيز هذه البيئة التحتية الداعمة لتعاملات الأوراق المالية الإسلامية يجب أن يكون هناك:

أ. مجلس استشاري للشريعة واحد لتقديم المشورة حول المسائل المتعلقة بقضايا رؤوس الأموال، الصيرفة، والتكافل.

ب. تعزيز الإطار المحاسبي المرتبط بالمنتجات والخدمات المالية الإسلامية.

ج. مراجعات تنظيمية لتعزيز المعالجة القانونية والضريبية المناسبة للصفقات المالية الإسلامية.

4. تعزيز وزيادة قيمة الإشراف والتقدير ل سوق رأس المال الإسلامي دولياً وعالمياً: إن تعزيز قدرة السوق لاستقطاب الأموال الدولية في السوق المحلية للمنتجات الإسلامية تستلزم الجهود التالية:

(1)- Capital market masterplan, securities commission, 2001, recommendation no 65, p 175.

أ. زيادة الوعي بسوق رأس المال الإسلامي الماليزي على المستويات المحلية، والإقليمية والدولية، ويلعب سوق رأس المال الإسلامي دوراً نشيطاً مع المشاركين الصناعيين في إدخال وتنفيذ هذه الجهود.

ب. تسهيل العلاقات التأزيرية مع أسواق إسلامية رئيسية أخرى لتوسيع وتقوية قنوات التوزيع وتعزيز نطاق لمساعي تعاونية مفيدة ومتبادلة.

وباعتبار الخطة الرئيسية منفصلة ولكن متكاملة للصيرفة والتكافل، أصدرت الخطة الرئيسية للقطاع المالي (FSMP) من طرف «بنك نيغارا ماليزيا» في مارس 2001، بينما ركزت الخطة الرئيسية للصيرفة، التأمين، مالية التنمية والخدمات المالية في الخارج، ومن المتصور أن مشهد صناعة الصيرفة الإسلامية والتكافل في 2010 سيتطور بالتوازي مع الصيرفة التقليدية والتأمين لتحقيق ما يلي<sup>(1)</sup>:

1. تشكل 20% من حصة سوق الصيرفة والتأمين مع مساهمة فعّالة إلى القطاع المالي للاقتصاد الماليزي.
  2. تُمثّل بعدد من مؤسسات صيرفة إسلامية وعاملي التكافل ذو رخصة قوية وعالية تقدم مدى كامل ومتكامل من المنتجات والخدمات المالية الإسلامية.
  3. تركز على شريعة شاملة ومساعدة وإطار تنظيمي.
  4. تُدعم بمؤسسات مخصصة (محاكم الشريعة التجارية) في النظام القضائي التي تتناول القضايا القانونية المرتبطة بالصيرفة الإسلامية والتكافل .
  5. تُدعم بعدد كافٍ من المديرين جيداً، الأفراد ذوي الكفاءات العالية وفرق الإدارة من ذوي الخبرات المطلوبة.
  6. باختصار ماليزيا كمركز مالي إسلامي إقليمي.
- وهكذا وضعت كل من الخطة الرئيسية لسوق رأس المال والخطة الرئيسية للقطاع المالي الماليزي في المسار الصحيح لمزيد من التطوير لتجسيد الأهداف والمهام المنشأة.
- في هذه العلاقة اتخذت ماليزيا نهجاً واقعياً تدريجياً لتحقيقه في 10 سنوات، يتصف بثلاث مراحل مميزة هي كالتالي<sup>(2)</sup>:

1. المرحلة 1: (2001-2003): توسيع القدرة المحلية وتقوية المنافسة بواسطة تحرير تدريجي وانتقائي مع بعض التخفيف من الحواجز لدخول بعض المناطق الناشئة لسوق المال بهدف تسريع نمو هذه القطاعات.
2. المرحلة 2: (2004-2005): التوسيع بالتدرج لفئات السوق وإزالة الحواجز تدريجياً للدخول عبر قطاعات أخرى لسوق رأس المال، وعلاوة على ذلك تطوير سعة جودة الخدمات والبنية التحتية.
3. المرحلة 3: (2006-2010): تنفيذ المزيد من التوسع وخطته نحو توضيح سوق رأس المال وتنمية موضعه الدولي في المناطق ذات الميزة التنافسية.

(1)- Abdul Halim Ismail, **The capital market Masterplan: A Roadmap for sustainable Growth and Development**, a paper presented at Islamic Capital week, 2002, p 07.

(2)- Ibid

## 3- تعيين هذه الهيئة رئيسا للجنة التنفيذية في المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية:

لعل من مظاهر الاعتراف الدولي بزيادة وتطور سوق رأس المال الإسلامي الماليزي تعيين هيئة الأوراق المالية الماليزية رئيسا للجنة التنفيذية في المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية « International Organization of Securities Commission-IOSCO » كي تقوم بدورها في الأنشطة والعمليات في سوق رأس المال الإسلامي، واعترفت سوق داو جونز الإسلامية « Dow Jones Islamic Market-DJIM » بسوق رأس المال الإسلامي الماليزي، واعتبرته نموذجا عالميا في القطاع المالي الإسلامي<sup>(1)</sup>.

كما أن الحكومة الماليزية تدعم وتشجع باستمرار كافة الجهود التي تبذلها الجهات المعنية لتطوير المعاملات والخدمات المالية الإسلامية، لتلبية احتياجات الاستثمار والتمويل الإسلامي في المستويات المحلية والعالمية.

## 4- توفير البنية التنظيمية والقانونية والرقابية لحماية المتعاملين في سوق رأس المال الإسلامي.

حيث أصدرت الهيئة التعليمات والتشريعات اللازمة، وتحرص على تقديم توجيهات وإرشادات لكافة المتعاملين لحماية حقوقهم، ومن إصدارات الهيئة في هذا المجال ما يلي<sup>(2)</sup>:

## أ- التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار: Guidelines on Unit Trust Funds

أصدرت الهيئة التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار في عام 2002، والتي تقضي بضرورة تقديم المعلومات والإجراءات المعنية، وبالذات التعليمات المتعلقة بحماية حقوق المستثمرين، وقد تم إصدار قانونين « Practice Notes » تتعلق بإدارة صناديق الاستثمار وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية في ماليزيا، هما<sup>(3)</sup>:

\* البند رقم 18 « Practice Note 18-PN18 »: المتطلب الإضافي لنظام إدارة الصندوق والذي ينص على أن تلتزم بمبادئ الشريعة الإسلامية المعينة فيه، وهذا البند قد تم تطبيقه بالفعل في جانفي 2003.

\* البند رقم 19 « Practice Note 19-PN19 »: تقوم إدارة الصندوق فيما يتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية بإجراءات التسجيل وتعيين المستشارين الشرعيين للمناقشة والمراجعة المتعلقة بالمعاملات فيها، هذا البند قد تم تطبيقه بالفعل في جويلية 2002.

## ب- التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية Guidelines on the Offering of Islamic Securities

من الجهود المبذولة لتطوير الأمور الرقابية أصدرت الهيئة التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية في جويلية 2004، وهي التعليمات لتوجيه المتعاملين في هذا السوق حول الإجراءات المتعلقة بإصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا، وضرورة توفير معلومات عن التشريعات والقوانين المتعلقة بها، وركزت التعليمات أيضا على

(1)- Securities Industry Development Centre-SIDC ,2008, p06.

(2)- Securities commission of Malaysia Annual report 2004-2005, pp 11-25.

(3)- Securities commission of Malaysia Annual report 2002, p 22.

تعيين المستشار الشرعي المستقل\*، وبيان دوره في مجال الصكوك الإسلامية، وأكدت التعليمات ضرورة التزام الجهات المصدرة والمستثمرين الراغبين في إصدار الصكوك الإسلامية والتداول بها بهذه التعليمات وإتباع التوجيهات<sup>(1)</sup>.

ج- التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار العقاري الإسلامي.

« Guideline for Islamic Real Estate Investment Trusts »

وهي التعليمات المتعلقة بالاستثمار في العقارات وفقا لأحكام الشريعة، وتم إصدارها في 21 نوفمبر 2005، وتساهم هذه التعليمات بتسهيل التطور الإضافي في منتجات سوق رأس المال الإسلامي لتصبح ماليزيا الدولة الرائدة في قطاع التمويل الإسلامي الدولي ونموذجا لتطور الاستثمار العقاري الإسلامي على المستوى الدولي، وفتح المجال للمستثمرين الدوليين الراغبين للاستثمار في ماليزيا، حيث يمكن أن يستثمروا في مجال العقارات في ماليزيا بدون الحاجة للملكية المباشرة لتلك العقارات، وتم صياغة هذه التعليمات وفقا للمعايير الشرعية لتوجيه الشركات الإدارية في أنشطتها المتعلقة بالاستثمار العقاري الإسلامي<sup>(2)</sup>.

ونتيجة هذا الدور الذي تقوم به الهيئة في إصدار التعليمات والتشريعات، ازدادت ثقة المتعاملين في سوق رأس المال الإسلامي.

#### 5- توفير التدريب والتعليم فيما يتعلق بمعاملات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

تلعب الهيئة دورا بارزا في إيجاد التوعية والمعرفة بمعاملات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لدى جمهور المسلمين لاسيما المتعاملين في السوق والموظفين فيه، والباحثين والمحللين المحليين أو الأجانب في مجال سوق رأس المال الإسلامي، وهذه من خلال مشاركة الهيئة في الدورات التدريبية المكثفة، والندوات والمؤتمرات في المحافل المحلية أو الدولية.

وتتيح الهيئة أيضا الفرصة لأعضاء اللجنة الاستشارية الشرعية لحضور المؤتمرات أو الندوات الدولية لتشجيع تبادل المعرفة والأفكار، وتعميق فهمهم للأعمال المالية الإسلامية الحديثة.

كما أنشأت الهيئة مركزا لتطوير صناعة الأوراق المالية - Securities Industry Development Centre « SIDC »، وهو مسؤول عن عقد الندوات والمؤتمرات وتجميع المعلومات العامة المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي، بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي للهيئة ذاتها، كما أنشأت الهيئة المكتبة المختصة التي تحتوي على الكتب والدوريات والمجلات والمقالات المتعلقة بسوق رأس المال، والتي تعتبر مركزا للمراجعة الرئيسية فيما يتعلق بهذا

\* المستشار الشرعي المستقل معتمد من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية، ويجب أن يتوفر على المؤهلات التالية: ليس ممن أعلن إفلاسه، لم يرتكب أية

جريمة تستحق العقوبة الجنائية، يتمتع بالأخلاق والسمعة الطيبة، لديه المؤهلات العلمية في فقه المعاملات وأصول الفقه مع الخبرة في أعمال المصرف

الإسلامي لا تقل عن ثلاث سنوات. Mohamad Akram Laldin, The Guidelines in the Issuance of Islamic Securities in

Malaysia, www.kantakji.com

(1)- <http://www.sc.com.my>

(2)- Securities commission of Malaysia, Annualreport, 2005, p 22.

السوق للموظفين من داخل الهيئة والجمهور<sup>(1)</sup>، بالإضافة إلى توفير المناقشات الدورية لطلبة الجامعات المحلية في طرح المعلومات والمعرفة لديهم فيما يتعلق بتطوير هذا السوق في ماليزيا.

وقد ظهر دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا من خلال الخطوات السابقة، بالإضافة إلى ثلاثة عناصر لتدعيم هذا السوق هي:

- 1) الالتزام الكامل من قبل الحكومة الماليزية بتدعيم وتعزيز هذا السوق.
- 2) رغبات المستثمرين والجهات المصدرة والتزامهم بتعليمات هذا السوق بسبب نجاح قطاع العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا.
- 3) ظهور الخبراء والمتخصصين في المعاملات المعاصرة بإبداء الآراء الشرعية وإقامة المناقشات الدورية بالجهات المعنية في تطوير هذا السوق، واستفادة كافة الجهات ذات الصلة به.

**الفرع الثاني: مفهوم الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.**

**أولاً: تعريف الرقابة الشرعية.**

هي التأكد من مدى مطابقة أعمال المؤسسة المالية الإسلامية لأحكام الشريعة الإسلامية حسب الفتاوى الصادرة والقرارات المعتمدة من جهة الفتوى، أو هي التحقق من تنفيذ الفتاوى الصادرة عن جهة الاختصاص، وإيجاد البدائل والصيغ المشروعة لأية أعمال تخالف الأحكام الشرعية<sup>(2)</sup>.

يستخلص من التعريف السابق أهم أهداف الرقابة الشرعية وهي:

- 1) التأكد من أن أنشطة المؤسسات المالية الإسلامية تتم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية حسب الفتاوى والقرارات الصادرة عن جهة الفتوى والتحقق من تنفيذ تلك الفتاوى الصادرة.
- 2) إيجاد البدائل والصيغ الشرعية التي لا تتعارض مع الأحكام الشرعية للمعاملات التي تمارسها المؤسسات المالية الإسلامية.
- 3) فحص وتحليل جميع أعمال المؤسسات المالية الإسلامية وأنشطتها لضمان مدى التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية.

**ثانياً: مفهوم الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.**

الرقابة الشرعية من الوظائف التي ظهرت مع ظهور قسم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لهيئة الأوراق المالية الماليزية، لأن بعض الأنشطة في هذه السوق تحتاج إلى الاجتهاد لذلك كانت الحاجة داعية لإيجاد هذه الرقابة.<sup>(3)</sup>

وفي التجربة الماليزية فان الرقابة الشرعية تمارس من قبل اللجنة الاستثمارية الشرعية Shariah Advisory SAC Council، وهي عبارة عن أهم الأجهزة المستحدثة في هيئة الأوراق المالية الماليزية لمعاونتها في تحقيق أهدافها

(1)- <http://www.sc.com.my>

(2)- نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص120.

(3)- سحاسو ريباني صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص61.

في بناء مكونات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وهي الأساس الذي يعتمد عليه العديد من مشاركي السوق لاسيما المستثمرين المسلمين لمعرفة مدى التزام سوق رأس المال الإسلامي بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، كما أنها تعد إحدى السمات الأساسية المميزة لسوق رأس المال الإسلامي عن السوق التقليدية في ماليزيا. (1)

### الفرع الثالث: اللجان المكلفة بالرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

وفي هذا الإطار قامت هيئة الأوراق المالية في ماليزيا بتأسيس: (2)

❖ قسم سوق رأس المال الإسلامي.

❖ اللجنة الاستشارية الشرعية.

أولاً: قسم سوق رأس المال الإسلامي (Islamic Capital Market Department-ICMD): لقد تم إنشاء هذا القسم سنة 1994م وهو يمثل جهة الإدارة لهذه الهيئة في عمل الدراسة فيما يتعلق بأنشطة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا والأدوات المالية فيها، وهو يضم الإطارات المؤهلة والمعروفة في الأوساط الإسلامية لاسيما المتخصصين في فقه المعاملات المالية الحديثة. ومن الوظائف الأساسية التي يقوم بها هذا القسم:

1- الاهتمام بالبحوث والدراسات الخاصة بإصدار الأدوات المالية الإسلامية، وبعض الأدوات التقليدية التي تتم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

2- يعتبر مسؤولاً مسؤولاً كاملة عن إصدار القوانين المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي.

3- تعديل القوانين السابقة التي تخالف مبادئ الشريعة الإسلامية ليصبح في الإمكان تنفيذها في هذه السوق، ومعاينة المخالفين للقوانين.

4- دراسة وتقييم الأسهم الصادرة عن شركات المساهمة المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي، وتقديم نتائج الدراسة إلى اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية، حيث تقوم بعرضها على قائمة الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة\*، لذا معظم المستثمرين المسلمين الراغبين للاستثمار في الأسهم المدرجة في القائمة الرئيسية في البورصة الماليزية، لا بد أن يراجعوا هذه القائمة للتأكد من مطابقتها لأحكام الشريعة الإسلامية، ومساعدة المستثمرين القدامى للتأكد من أداء الشركات المساهمة من وقت لآخر.

وتقوم هيئة الأوراق المالية الماليزية بجمع المعلومات عن الشركات من عدة مصادر مختلفة، مثل التقارير المالية السنوية للشركات، وردود الشركات على الاستفسارات الصادرة عن الهيئة للحصول على المعلومات

(1) - موقع هيئة الأوراق المالية تاريخ الزيارة 2011/10/16 <http://www.sc.com.my>

(2) - سحاسو ريباني صفر الدين جعفر، مرجع سابق، صص 62-64.

\* ويتم العرض والتدقيق على هذه القائمة مرتين سنويا (شهري أبريل وأكتوبر) بعد الحصول على الدعم من اللجنة الاستشارية الشرعية.

التفصيلية عن الشركات، للتأكد من أن أنشطة كل الشركات المدرجة في البورصة الماليزية لم تكن مخالفة للشرعية<sup>(1)</sup>.

ويضم قسم سوق رأس المال الإسلامي العديد من الكوادر المؤهلة والمعروفة في الأوساط الإسلامية لاسيما المتخصصين في فقه المعاملات والمالية الحديثة، والذين ينسب لهم الدور الأكبر في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا تطورا ملحوظا.

ويقوم قسم سوق رأس المال الإسلامي بتقديم نتائج دراساته إلى اللجنة الاستشارية الشرعية لاتخاذ القرارات المناسبة المتعلقة بتلك القضايا، وبذلك يستفيد متعملي ومشاركي السوق بالقرارات الصادرة عن هذه اللجنة لاسيما الشركات المساهمة، والمستثمرون، والمؤسسات المالية، والحكومة الماليزية نفسها<sup>(2)</sup>.

ثانيا: اللجنة الاستشارية الشرعية (Shariah Advisory Council - SAC).

الاستشارة الشرعية هي جزء لا يتجزأ من تنمية البنية التحتية لسوق رأس المال الإسلامي<sup>(3)</sup>، وقد بذلت هيئة الأوراق المالية الماليزية جهدا لدراسة أنشطة سوق رأس المال الإسلامي، وقد قامت عدة اجتماعات ولقاءات فقهية بين العلماء المحليين والدوليين في الجامعات الماليزية ومجلس الإفتاء وجمعية العلماء الماليزيين بالتعاون مع المركز الإسلامي الماليزي وغيرهم، وقد خلصت هذه الاجتماعات إلى إنشاء اللجنة الشرعية الخاصة في 10 أكتوبر 1994م التي تعرف باللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية (Islamic Instrument Study Group - IISG).

على الرغم من أن اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية، تعتبر لجنة غير رسمية إلا أنها حققت بعد مرور عام واحد فقط من تأسيسها، النجاح المرجو منها في دراسة أسس تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وتبعاً لذلك اعتبرت هيئة الأوراق المالية الماليزية أن هذه اللجنة تلعب دورا هاما في هذا السوق، وفي هذه الحالة يحتاج الأمر إلى السعي بخطوات فعالة وكفاءة كبيرة نحو توسيع دورها لكي تصبح لجنة رسمية ومنتظمة، لذا حلت اللجنة الاستشارية الشرعية (Shariah Advisory Council - SAC) محل اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية (IISG) في 16 ماي 1996م لبدئ مسؤوليتها الرسمية<sup>(4)</sup>.

ومنذ ذلك التاريخ أصبحت اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية لجنة رقابة شرعية وطنية رئيسية فيما يتعلق بأنشطة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وهي تقوم بالوظائف التالية: <sup>(5)</sup>

(1) - موقع هيئة الأوراق المالية تاريخ الزيارة 2012/05/05 <http://www.sc.com.my>

(2) - قسم سوق رأس المال الإسلامي، <http://www.sc.com.my>

(3)-Akhtarzaite abdul aziz. **Capital market in Islamic framework: Malaysian experience** the 15th annual scientific meeting the capital market-bursa-, U.A.E university, 15-17/2006, p 12.

(4)- **Resolutions of the Securities Commission Syariah Advisory Council**, Securities Commission of Malaysia, second print, October 2005, pp 4-5

(5) - سحاسورياني صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص 66.



- (1) **الرقابة:** تمتلك هذه اللجنة السلطة المطلقة في مراقبة أنشطة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا والتأكد من أن معاملاتها تتم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، وتعمل هذه اللجنة بالتعاون مع جهة الإدارة لهيئة الأوراق المالية الماليزية على إبداء الرأي الشرعي في تطوير موارد الأموال الإسلامية وأدواتها وفقاً للشريعة الإسلامية.
- (2) **مركز للاستشارة والمراجعة:** وتعتبر هذه اللجنة مركزاً للاستشارة والمراجعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية في كافة الأمور المتعلقة بتطوير رأس المال الإسلامي في ماليزيا بصورة شاملة، وتساعد الأطراف ذات العلاقة بهذه السوق في إبداء الرأي الشرعي للأمر المرتبطة بهذه السوق إن طلب منها ذلك، مثل تقديم الاستشارات القانونية والتدقيقية، وهذه اللجنة مسؤولة عن إبداء النصيحة مباشرة للمستثمرين المسلمين لاسيما مساعدتهم على اتخاذ القرارات الاستثمارية بالإبقاء أو الخروج من التعاملات في الشركات المدرجة في البورصة الماليزية للأوراق المالية، ودورها الآخر يتمثل في وضع توجيهات أساسية فيما يتعلق بتعاملات الأوراق المالية غير المشروعة، والسماح بممارسة مبادئ الشيعة وضوابطها في إصدار الصكوك الإسلامية.
- (3) **الجهة الوحيدة في إصدار القرارات:** وذلك فيما يتعلق بكافة القضايا الشرعية المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لتوجيه جمهور المسلمين، وذلك بغرض التأكد من ثبات القرارات الشرعية وخلوها من مخالفة الآراء الشرعية للفقهاء الماليزيين.
- (4) **الرد على الأسئلة والاستفسارات الفقهية:** وترد هذه اللجنة طول العام على الأسئلة المطروحة والاستفسارات الفقهية التي لها علاقة بسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، لاسيما معاملات هذه السوق والأحكام المتعلقة بها من منظور شرعي، إن هذه الأسئلة والاستفسارات توجه إليها من طرف إدارة هيئة الأوراق المالية الماليزية، وسائر الباحثين أو الموظفين فيها، وشركات المساهمة، والمستثمرين، والحكومة الماليزية نفسها، وجمهور المسلمين، ليعرفوا جميعاً مدى التزام هذا السوق بأحكام الشريعة الإسلامية.
- (5) **توعية العاملين والمتعاملين:** تقوم هذه اللجنة بالتوعية والتعريف عن النظام المالي الإسلامي في ماليزيا، لاسيما المتعاملين والعاملين فيه، وذلك بعقد الدورات التدريبية المكثفة والندوات والمؤتمرات في المراحل المختلفة للاستفادة من البحوث والدراسات والمناقشات فيها، وتتيح الفرصة للخبراء الشرعيين والمفكرين الاقتصاديين لتبادل المعرفة والخبرات في كل القضايا المعاصرة المتعلقة بالمنتجات المالية الإسلامية والقوانين الشرعية، بجانب إمكانية ممارسة أسس الشريعة في التعاملات والأدوات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، ويكون ذلك من خلال توضيح عملية إصدار الأدوات المالية الشرعية والتداول بها، وتشجيع المستثمرين الملمين المحليين للاستثمار فيها.
- هذه وظائف اللجنة الاستشارية الشرعية بصورتها العامة أما من جهة الأدوات فاعتمدت اللجنة اتجاهين أساسيين هما<sup>(1)</sup>:

(1)- [http://www.Ibfim.com/modules/content\\_Express/ing\\_repository/Syariah\\_Advsoiry.pdf](http://www.Ibfim.com/modules/content_Express/ing_repository/Syariah_Advsoiry.pdf)- Syariah Advsoiry: A vital component of the malaysian islamic Capital market, pp 9-11.

(1) دراسة وتحليل الأدوات المالية التقليدية وفقا لأحكام الشريعة: واتخذت اللجنة هذا الاتجاه من خلال تحليل وتقييم بعض الأدوات المالية القائمة في سوق رأس المال التقليدي، والتي لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية بشروط معينة، وعلى سبيل المثال نذكر منها، الأسهم العادية، وشهادات الشراء من الأسهم الموجودة والجديدة، وعقود المستقبلات لزيت النخيل الخام، لذلك كانت هناك ضرورة لتقليل التعامل بالأدوات المالية التقليدية وزيادة الأدوات المالية وفقا لأحكام الشريعة.

(2) تفعيل الأدوات المالية الشرعية: ويكون ذلك عن طريق تشكيل الأدوات المالية الإسلامية، التي لا يتعامل بها سوق رأس المال التقليدي في ماليزيا، إنما يتم تداولها في سوق مستقلة أي سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وتلعب اللجنة الاستشارية الشرعية دورا عظيما في دراسة الأدوات المالية الشرعية بالتعاون مع جهة الإدارة لهيئة الأوراق المالية الماليزية (قسم سوق رأس المال الإسلامي).

#### الفرع الرابع: دور الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

تقوم الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بالعديد من المهام في مجال الرقابة والمراجعة، وتقديم الاستشارات، وإصدار القرارات، والتوعية والتوجيه والتدريب للعاملين، وتفعيل وتطوير الأدوات المالية، والرد على أسئلة واستفسارات المتعاملين ويمكن عرض أهم هذه المهام فيما يلي<sup>(1)</sup>:

أولا: الرقابة.

تعتبر اللجنة الاستشارية الشرعية السلطة العليا في مراقبة أنشطة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا والتأكد من أن معاملاته تتم وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، وتعمل هذه اللجنة بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية على إبداء الرأي الشرعي في تطوير موارد الأموال الإسلامية، وداوتها وفقا للشريعة.

ثانيا: مركز للاستشارة والمراجعة.

وتعتبر هذه اللجنة مركزا للاستشارة والمراجعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية في كافة الأمور المتعلقة بتطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا. وتساعد الأطراف ذات العلاقة بهذا السوق في إبداء الرأي الشرعي للأمر المرتبطة بهذا السوق إن طلب منها، مثل تقديم الاستشارات القانونية والتدقيقية، كما أنها أيضا مسؤولة عن إبداء النصيحة مباشرة للمستثمرين المسلمين، ومساعدتهم على اتخاذ القرارات الاستثمارية. كما تقدم التوجيهات المتعلقة بالتعامل بالأوراق المالية التقليدية، وإقرار الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية.

ثالثا: إصدار القرارات المتعلقة بكافة القضايا الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي لتوجيه جمهور المسلمين.

وذلك بغرض التأكد من ثبات القرارات الشرعية وخلوها من المخالفة للآراء الشرعية لدى الفقهاء الماليزيين، ويساهم المستشار الشرعي الداخلي المستقل في هذه اللجنة لاسيما في إصدار الصكوك الإسلامية بدور

(1)- <http://www.sc.com.my>

بارز في تقرير الرأي الشرعي والإرشادات المتعلقة بالعمليات الداخلية للشركات فقط، ولا تقع عليه مسؤولية إصدار القرارات لجمهور المسلمين ككل<sup>(1)</sup>.

#### رابعاً: الرد على الأسئلة والاستفسارات الفقهية.

تتولى اللجنة الرد على الأسئلة والاستفسارات الفقهية المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي، وتوجه إليها الأسئلة من الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، وسائر الباحثين أو الموظفين فيها، أو الشركات المساهمة، أو المستثمرين، أو الحكومة الماليزية نفسها، بما في ذلك جمهور المسلمين ليعرفوا مدى التزام هذا السوق بأحكام الشريعة الإسلامية.

#### خامساً: توعية العاملين والمتعاملين.

تقوم اللجنة بالتوعية والتعريف بنظام التمويل الإسلامي في ماليزيا، من خلال عقد الدورات التدريبية المكثفة والندوات والمؤتمرات في المراحل المختلفة للاستفادة من البحوث والدراسات والمناقشات. وتتيح الفرصة للخبراء الشرعيين في مجال المعاملات المالية المعاصرة، والمفكرين الاقتصاديين لتبادل المعرفة والخبرات في كل القضايا المعاصرة المتعلقة بالمعاملات المالية الإسلامية والقوانين الشرعية، بجانب إمكانية تطبيق المعاملات والأدوات المالية الإسلامية في السوق المالي الإسلامي في ماليزيا، وكيفية إصدار الأدوات المالية الشرعية والتداول بها، وتشجيع المستثمرين المسلمين المحليين للاستثمار فيها.

وعلى الرغم من الدور الهام الذي تقوم به اللجنة الاستشارية الشرعية، إلا أن هذا الدور لم يصل إلى مرحلة استحداث أدوات مالية إسلامية خاصة، وانحصر هذا الدور في اتجاهين أساسيين هما:

#### 1) دراسة وتحليل الأدوات المالية التقليدية وفقاً لأحكام الشريعة:

واتخذت اللجنة هذا الاتجاه من خلال تحليل وتقييم بعض الأدوات المالية القائمة والمتداولة في سوق رأس المال التقليدي، والتي لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية بشروط معينة، وعلى سبيل المثال، الأسهم العادية، وشهادات الشراء من الأسهم الموجودة والجديدة، وعقود المستقبلية. لذلك كانت هناك ضرورة لتقليل التعامل بالأدوات المالية التقليدية وزيادة الأدوات المالية وفقاً لأحكام الشريعة.

#### 2) تفعيل الأدوات المالية الشرعية:

ويكون ذلك عن طريق تكييف الأدوات المالية الإسلامية، والتي لا تتداول في سوق رأس المال التقليدي في ماليزيا، إنما يتم تداولها في سوق مستقل أي سوق رأس المال الإسلامي، وتلعب اللجنة الاستشارية الشرعية دوراً كبيراً في دراسة الأدوات المالية الشرعية بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية "قسم سوق رأس المال الإسلامي"، ومن أهم الأدوات المالية الشرعية المتداولة في ماليزيا الصكوك الإسلامية التي تصدرها الشركات الخاصة على أسس البيع بالثمن الآجل، والمراجحة، والاستصناع، والإجارة، والمضاربة، والمشاركة، حيث يقوم المستشار المتخصص في رقابة المعاملات بمراجعتها وتقييمها بما يتوافق مع المعاملات الشرعية.

(1)- Securities commission of Malaysia, Annual report ,2009, p 30.

## خلاصة الفصل الخامس:

إن سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا يختلف عن السوق التقليدي اختلافا تاما في جوانب متعددة وفي الوقت الحاضر، تطور هذا السوق جنبا إلى جنب مع السوق التقليدي، وتحاول الحكومة الماليزية لاسيما وزارة المالية الماليزية تطوير سوق رأس المال الإسلامي ليصبح مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي، ويصبح هذا السوق بديلا عن السوق التقليدي الحالي ونموذجا للمستثمرين، والوسطاء الماليين، والشركات التي تحتاج إلى مصادر تمويل متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، ويعتبر دور هيئة الأوراق المالية في تطوير هذا السوق أيضا مهما بتبنيها استراتيجيات فاعلة لتحقيق أحد أهداف الخطة الرئيسية بأن يصبح هذا السوق مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي.

إن نجاح سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، لا يرتبط بجودة وكفاءة الإدارة فحسب، بل يرتبط أيضا بالرقابة الشرعية، فاللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية تلعب دورا عظيما في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وتضطلع بالأعباء الكبيرة في اتخاذ القرارات المتعلقة بالأدوات المالية الشرعية أو تطبيق مبادئ الشريعة الإسلامية في معاملات السوق، ويتم ذلك بالتعاون مع الجهة الإدارية لهذه الهيئة، وعمل الدراسات المعمقة في القضايا المعاصرة المرتبطة بأنشطة السوق، والتعاون بينهما يؤدي بهذا السوق إلى تحقيق النجاح الأفضل حتى يتمكن من المنافسة على المستوى العالمي، وتعزيز ثقة المتعاملين المحليين والأجانب للاستثمار في السوق دون أدنى شك وإصدار نشرات دورية بالقرارات الشرعية الصادرة عنها والمطبوعات الخاصة بها.

قسم سوق رأس المال الإسلامي يمثل جهة الإدارة لهيئة الأوراق المالية، يقوم بالدراسات فيما يتعلق بأنشطة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وأدواته المالية بواسطة إدارته المؤهلة والمعروفة في الأوساط الإسلامية، ثم يقوم بتقديم نتائج دراساته إلى اللجنة الاستشارية الشرعية لاتخاذ القرارات المناسبة، وبذلك يستفيد متعاملي ومشاركي السوق بالقرارات الصادرة عن هذه اللجنة لاسيما الشركات المساهمة، المستثمرون، المؤسسات المالية، والحكومة الماليزية نفسها.

على الرغم من الدور الهام الذي تقوم به اللجنة الاستشارية الشرعية، إلا أن هذا الدور لم يصل إلى مرحلة استحداث أدوات مالية إسلامية خاصة، وانحصر هذا الدور في اتجاهين أساسيين هما:

دراسة وتحليل الأدوات المالية التقليدية وفقا لأحكام الشريعة كالأسهم العادية، وشهادات الشراء من الأسهم الموجودة والجديدة، وعقود المستقبلات إضافة إلى تفعيل الأدوات المالية الشرعية بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية "قسم سوق رأس المال الإسلامي" والتي لا تتداول في سوق رأس المال التقليدي في ماليزيا، إنما يتم تداولها في سوق رأس المال الإسلامي، ومن أهم الأدوات المالية الشرعية المتداولة في ماليزيا الصكوك الإسلامية التي تصدرها الشركات الخاصة على أسس البيع بالثمن الآجل، والمراحة، والاستصناع، والإجارة، والمضاربة، والمشاركة.

# الفصل السادس

واقع عمل سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

**تمهيد:**

على مدار العقود الثلاثة السابقة، كانت ماليزيا في مقدمة الجهود العالمية المبذولة من أجل تأسيس سوق رأس مال إسلامي ذو فعالية وقابلية للتطبيق، بحيث يمكن من توفير احتياجات للمسلمين، ويعمل على جعل منتجاته وخدماته مستقطبة وجاذبة لكل المستثمرين والمنتجين بغض النظر عن أجناسهم ودياناتهم، حيث يلعب سوق رأس المال الإسلامي دوراً أساسياً في المساهمة في الازدهار والنمو الاقتصادي لدولة ماليزيا.

بعبارة أخرى، سوق رأس المال الإسلامي ينبغي أن يكون بعيداً تمام البعد عن أية نشاطات حرمها الإسلام؛ كالربا، الميسر والغرر، لأنها مستوحاة من مقاصد الشريعة الإسلامية، تهدف هذه التحريمات بشكل أساسي إلى نشر العدالة بحماية مصالح كل الأطراف المشتركة في نشاطات السوق الاقتصادية، إلى جانب دفع الغرر عنها.

وتتعدد الأدوات التي يتم تداولها في هذه السوق وأهمها أدوات الملكية الشرعية، والصكوك الاستثمارية الإسلامية، حيث تمتلك ماليزيا أكبر سوق في العالم للصكوك بواقع ثلثي القيمة، كما تم تكوين مؤشرات لهذه السوق تتضمن أسهم الشركات الإسلامية لتساعد المستثمرين الذين يرغبون في العمل في هذه السوق.

ومن أجل توضيح واقع عمل سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، تم تقسيم الفصل السادس والأخير إلى مبحثين هما على التوالي:

المبحث الأول: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

المبحث الثاني: المشتقات والمعاملات والمؤشرات في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

## المبحث الأول: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

تتنوع الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بين أدوات الملكية المتمثلة في الأسهم العادية وشهادات الشراء من الأسهم الموجودة وشهادات الشراء من الأسهم الجديدة وصناديق الاستثمار الإسلامية، والصكوك الاستثمارية الإسلامية المتنوعة ومنها: صكوك البيع بضمن آجل، المرابحة، الإجارة، الإستصناع، المضاربة، وصكوك المشاركة، ولكل منها تقديرها الشرعي.

### المطلب الأول: أدوات الملكية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

تتنوع أدوات الملكية المتوافقة مع أحكام الشريعة والمتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا إلى الأسهم العادية، وشهادات الشراء من الأسهم الموجودة Call Warrants، وشهادات الاكتتاب القابلة للتحويل أو شهادات الشراء من الأسهم الجديدة Transferable Subscription Rights-TSR/Warrants.

### الفرع الأول: الأسهم العادية.

إن سوق رأس المال الإسلامي هي من دون شك وسيلة هامة في قطاع الخدمات المالية الإسلامية ككل، وتعتبر الأسهم من أهم الأدوات الشرعية لهذه السوق لكن من المهم إجراء فحص خاص بالشريعة لتحديد مطابقة الأسهم خاصة للمستثمر المسلم، وقد طورت ماليزيا أساليبها الخاصة لفحص الأسهم.

### أولاً: الأسهم العادية المدرجة والمتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

تعتبر الأسهم العادية والمدرجة في القائمة الرئيسية لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، من أقرب الأدوات المالية توافقا مع أحكام الشريعة، وهي عبارة عن أسهم للشركات المسموح بها من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية، ويمكن للمستثمرين المسلمين الاستثمار فيها، وتخضع قائمة هذه الأسهم إلى المراقبة والفحص من وقت لآخر، وتتم عملية الفحص بشكل دوري مرتين سنويا شهري أفريل وأكتوبر، فأى تغيير في أنشطة الشركات يؤثر في استمرار الاستثمار فيها إذا أصبحت أنشطتها الرئيسية تحتوي على عمليات محرمة شرعا.

فقد قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية بطرح الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في قائمة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وسمحت بتداولها والاستثمار فيها لأول مرة في جوان 1997، وتتيح الفرصة للمستثمرين المسلمين الاستثمار في أي قطاع، وبلغ عدد الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة في ذلك الحين 371 ورقة بنسبة 57% تقريبا من مجموع الأوراق المالية المدرجة فيها<sup>(1)</sup>.

(1)-Resolutions of the Securities Commission Syariah Advisory Council, Securities Commission of Malaysia, second print, October 2005, p.108

ثانيا: معايير إقرار وتقييم الأسهم العادية المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي.

حسب مقررات اجتماع اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية الخامس في 23 أوت 1995 تم اعتماد أربع معايير أساسية لإقرار وتقييم الأوراق المالية المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وهي على النحو التالي<sup>(1)</sup>:

**المعيار الأول:** أن يكون النشاط الأساسي للشركة خاليا من المعاملات الربوية، كما في المؤسسات المالية التقليدية مثل البنوك التجارية، وبنوك الاستثمار أو البنوك التجارية غير الإسلامية، وشركات التمويل وغيرها، فلا يجوز للمسلمين شراء أسهمها وتعتبر خارجة عن قائمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة، فقد نصت قرارات اللجنة أن أنشطة الشركات وعملياتها الرئيسية المبنية على عنصر الربا حرام شرعا.

**المعيار الثاني:** إذا كان النشاط الرئيسي للشركة هو التعامل بالقمار، أو الميسر، وما شابه ذلك مثل الكازينوهات التي لا تلتزم بأداب الإسلام، فيحرم للمستثمرين المسلمين شراء أسهمها، ولذا يمنع المستثمرين المسلمين من المساهمة في الشركات التي تتعامل بالقمار أو الميسر في أنشطتها، وهذا يؤدي إلى إخراجها من قائمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة.

**المعيار الثالث:** الشركات التي تكون عملياتها قائمة على الغرر\* كشركات التأمين التقليدية (التأمين التجاري أو التأمين ذو القسط الثابت)، فيحرم على المستثمرين المسلمين شراء أسهمها، حيث يركز التأمين في هذه الشركات على اعتبار أن قسط التأمين من حق الشركة، وتلتزم الشركة بالتعويض عند تحقق الخطر أو الضرر الذي بسببه تم التأمين، فإن لم يحدث خطر أو ضرر كان القسط ملكا للشركة بلا عوض، وإن كان مبلغ التأمين أكثر من قسط التأمين الذي تمتلكه فإنها تلتزم بدفعه، ومن هنا يكون نوعا من القمار والغرر واضح فيه<sup>(2)</sup>، فهذا المعيار يمنع المستثمرين المسلمين من الاستثمار في هذه الشركات والتعامل معها، لأنه يعتبر من الغرر الفاحش وغير اليسير.

**المعيار الرابع:** الشركات التي تتضمن أنشطتها إنتاج وتسويق وتوزيع المنتجات بطرق محرمة شرعا، فيحرم للمستثمرين المسلمين الاستثمار فيها، وهي تتضمن:

(1) - نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص135.

\* اتفق الجمهور على أن هناك ثلاثة شروط يمكن أن يعذر الغرر في المعاملات:

- إذا كان الغرر يسيرا أو بسيطا لا يمنع من صحة المعاملة والإجماع قائم على ذلك.  
- أن تدعو إلى الغرر حاجة عامة مثل معاملات مطلوبة بالمجتمع.

- أن يمكن التحرز من الغرر بلا حرج ولا مشقة، وهذا أيضا بالإجماع فإن الغرر إذا لم يمكن التحرز منه إلا بوجود الحرج والمشقة فإنه معفو عنه.

(2) - لقد قرر مجلس مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي في دورة انعقاد مؤتمره الثاني بجدة من 10-16 ربيع الثاني 1406هـ/22-28 ديسمبر 1985 بالإجماع، عدا فضيلة الشيخ مصطفى الزرقاء في تحريم التأمين التجاري بجميع أنواعه، قرار رقم: 9(2/9) بشأن التأمين وإعادة التأمين، بأن عقد التأمين التجاري ذي القسط الثابت الذي تتعامل به شركات التأمين التجاري عبارة عن عقد فيه غرر كبير مفسد للعقد، ولذا فهو حرام شرعا، أما التأمين التعاوني فهو جائز شرعا بل هو أمر مرغوب فيه، لأنه يدخل في عقود التبرعات.



1- المشاركة في صنع المشروبات الكحولية، إنتاجها، وتسويقها.

2- توزيع لحوم الخنزير في الأسواق.

3- تقديم الخدمات اللاأخلاقية كالدعارة، والحانات، وغيرها.

فيحرم على المستثمرين المسلمين شراء أسهمها، وهناك أيضا الشركات التي تتعامل بالمعاملات غير المشروعة كشركة المباني القائمة على بناء محل للقمار، والحانات وغيرها، وتعتبر هذه الشركات ملغاة من قائمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة.

حيث تقوم اللجنة بتطبيق المعايير الأربعة الأساسية على الأسهم المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، فأى سهم يحتوي على عناصر محرمة شرعا، يتم استبعاده ولا يسمح بتداوله من قبل المستثمرين المسلمين. أما التعامل مع الشركات ذات الأنشطة المختلطة فبين الإباحة والحظر، فقد اختلف العلماء المعاصرون في حكم المساهمة في الشركات التي نشاطها الرئيسي مباح، ولكنها قد تتعامل في بعض معاملاتها بالأنشطة المحرمة أو تقتصر أو تودع بالفائدة<sup>(1)</sup>.

أما اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية فقد قررت جواز الاستثمار في أسهم الشركات المساهمة ذات الأعمال المباحة أصلا إلا أنها تتعامل ببعض الأمور المحرمة شرعا. ولكن جواز التعامل جاء مقيدا بالضوابط الشرعية، ومنها أن يجوز التعامل بأسهم هذه الشركات سدا للحاجة الضرورية المتعلقة بعامة المسلمين، فامتناع المسلمين من شراء أسهم هذه الشركات يمكن أن يؤدي إلى توقف بعض الأنشطة التي تعتبر حيوية للمجتمع.

وحتى لا تصبح المسألة غير منضبطة قامت اللجنة الاستشارية الشرعية بوضع ضوابط ومعايير اجتهادية للحكم على شرعية أسهم تلك الشركات المختلطة، فإذا كان حجم أنشطة الشركات غير المشروعة أكثر من حجم الأنشطة المشروعة، فأسهم هذه الشركات خارجة من قائمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة في ماليزيا. وأهم المعايير ما يلي<sup>(2)</sup>:

**(1) المؤشر 5%**: هذا المؤشر يستخدم لقياس المستوى المختلط بين مساهمة المستثمرين في أنشطة مشروعة ومحرمة شرعا، مثل تعامل الشركات بالربا، والقمار، والخمر، ولحم الخنزير، وإذا كانت نسبة تعامل الشركات بهذه العناصر أكثر من 5%، فيحرم على المستثمرين المسلمين شراء الأسهم الصادرة من هذه الشركات.

**(2) المؤشر 10%**: هذا المؤشر لقياس المستوى المختلط بين مساهمة المستثمرين في الأنشطة المشروعة والأنشطة التي تتضمن عناصر غير مشروعة، مثل المساهمة في أسعار الفائدة في حساب الإيداع الثابت من المصارف التقليدية، والأنشطة المتعلقة بالتبغ.

(1) - تم توضيح الخلاف في هذه المسألة في الفصل الثاني، المبحث الأول، المطلب الثالث، الفرع الثاني، ص 91.

(2)-Securities commission of Malaysia Annual report 2006, pp 14-15.

**3) المؤشر 25%:** يستخدم هذا المؤشر لقياس المستوى المختلط لمساهمة المستثمرين في الأنشطة المتوافقة مع أحكام الشريعة بصورة عامة ولتحقيق المصلحة العامة، ولكنه هناك عناصر أخرى تؤثر على منزلة الشريعة في هذه الأنشطة، ومنها أنشطة وعمليات الفنادق والمصايف، وتعاملات الأسهم، والسمسرة وغيرها، لأن هذه الأنشطة قد تتضمن أنشطة أخرى غير مشروعة.

وبناء على الضوابط والمؤشرات السابقة، فإن اللجنة الاستشارية الشرعية قد طرحت معايير الشركات المختلطة بين الأنشطة المشروعة والمحرمة شرعا، ومنها كما يلي<sup>(1)</sup>:

أ- أن تكون الأنشطة الرئيسية للشركة متوافقة مع الشريعة، وأن تكون العناصر المحرمة المستخدمة في أنشطتها قليلة جدا في عمل الشركة وعلى وجه الخصوص ما يتعلق بقاعدة عموم البلوى<sup>(2)</sup>، والعرف، وحقوق غير المسلمين المقررة في الشريعة.

ب- أن تكون الشركة ذات سمعة حسنة من وجهة نظر المجتمع.

ج- أن تكون أنشطتها الرئيسية للمصلحة العامة، سواء كانت من المجالات السياسية أو الاقتصادية أو الاجتماعية.

مما تقدم يتضح أن الرأي القاضى بجواز الاستثمار في الشركات المساهمة في ماليزيا التي تعتبر أنشطتها الرئيسية مباحة، ولكن أنشطتها الفرعية مختلطة بعناصر محرمة شرعا طالما كانت تقوم على معايير وضوابط أقرتها اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية وضوابط شرعية إضافية أقرب إلى منهج التشريع الإسلامي القائم على التيسير ورفع الحرج ويتمشى مع متطلبات تغيير الواقع باتجاه منهج الإسلام لضمان المصلحة العامة لدى المستثمرين المسلمين المحليين والأجانب في إيجاد فرص الاستثمار الأكثر توسعا في ماليزيا، وهذا لوجود حرج للشركات في تجنب العناصر المحرمة شرعا في البيئة الاقتصادية المتقدمة في ماليزيا، وهذا لا يعني عدم الحاجة إلى البدائل الشرعية، والسعي لإيجادها لأن الهدف من وراء شراء أسهم هذه الشركات تغييرها نحو الحلال المحض.

مع ضرورة الاحتياط في هذه المسألة، فالمسؤولون القادرون في الشركة وفي غيرها آثمون، إذا كان هناك مجال للتغيير ولا يقوموا بذلك، ولا يعتبر هذا الاجتهاد مسوغا للمساهم الانتفاع بالمال الحرام الذي دخل في عوائد الشركة ولو كانت بنسبة ضئيلة، بل ينبغي تقديرها والتخلص منها عن طريق إعطائها للجهات الخيرية العامة، إن هذا الجواز لا يتعدى الضرورة، وإباحة المحذور للضرورة لا تعني إباحته مطلقة ولكن يجوز التعامل بها، ولكن بضوابط شرعية بناء على القواعد الفقهية ونصوص الفقهاء المبنية على عموم الشريعة ومبادئها.

(1)- Securities commission of Malaysia, Annualreport 2005, pp 14-15.

(2)- تعريفه في الاصطلاح الشرعي العام بأنه: الحادثة التي تقع شاملة مع تعلق التكليف بها، بحيث يعسر احتراز المكلفين أو المكلف منها، أو استغناء المكلفين أو المكلف عن العمل بها بمشقة زائدة تقتضي التيسير والتخفيف، أو يحتاج جميع المكلفين أو كثير منهم إلى معرفة حكمها مما يقتضي كثرة السؤال عنه واشتهاره.

ثالثا: تطور الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي للفترة بين 2006 إلى 2011 .

جدول رقم 13: تطور الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي للفترة بين 2006 إلى 2011.

السنوات	عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة	نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة إلى إجمالي الأسهم المدرجة في سوق رأس المال الماليزي	رسملة سوق الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة (الوحدة: مليار رنجت ماليزي)	رسملة السوق الإجمالي (الوحدة: مليار رنجت ماليزي)	نسبة رسملة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة إلى إجمالي السوق
2006	876	85,33%	471,47	741,25	63,59%
2007	875	86%	630,6	988,81	63,77%
2008	848	85,50%	590,075	903,75	64,06%
2009	849	87,75%	539,86	847,92	63,48%
2010	846	88%	703	1132,7	62,20%
2011	846	88,66%	776,09	1275,07	60,89%

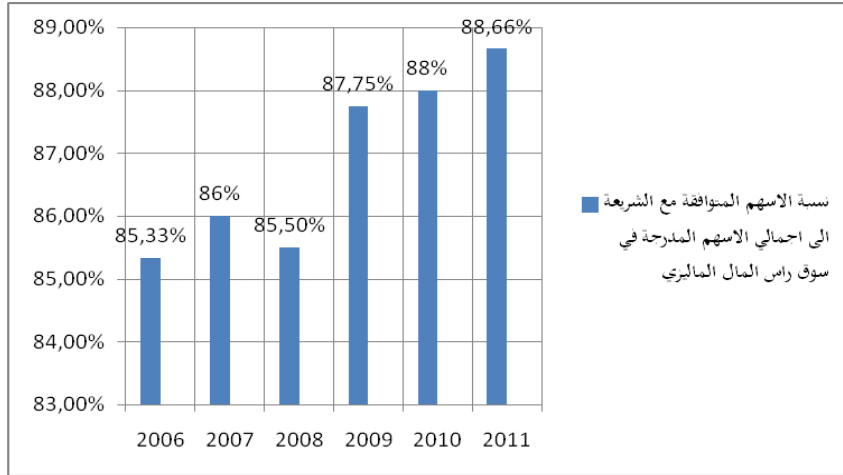
المصدر: Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market by the securities commission : 2006-2007-2008-2009-2010-2011.

#### تحليل المعطيات:

- 1- ما يمكن ملاحظته هو التطور المستمر في عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الفترة 2006-2011، في مقابل الانخفاض والتراجع في عدد الأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في نفس الفترة.
- 2- عدد الأسهم الكلية المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في تطور ملحوظ والسبب راجع للزيادة السنوية الواضحة في عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.
- 3- وكنتيجة حتمية نسبة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الفترة 2006-2011 إلى إجمالي الأسهم المدرجة في تطور مستمر.
- 4- ويرجع سبب كون الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في السوق الماليزية أعلى من الأسهم غير المتوافقة، إلى انتشار التوعية بين الشركات المساهمة في ماليزيا لممارسة أنشطة مشروعة أكثر من أنشطة محرمة شرعا في كافة عملياتها، وهذا يؤدي إلى ارتفاع مستوى ثقافة المستثمرين المسلمين للاستثمار، بالإضافة إلى توجه الأغلبية المسلمة في ماليزيا إلى التعامل مع الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة والى صناديق الاستثمار

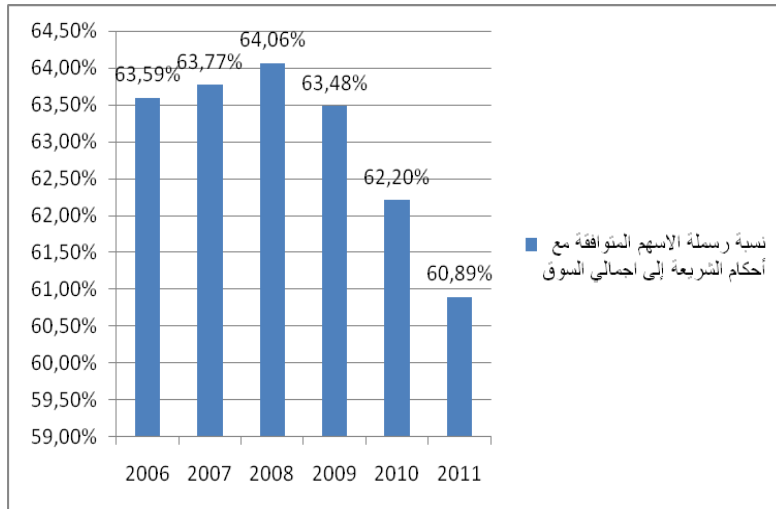
الإسلامية، حيث يمكن إدراك ذلك من خلال نمو صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا وحجم التدفقات فيها<sup>(1)</sup>.

شكل رقم 30: تطور نسبة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة إلى إجمالي الأسهم المدرجة في سوق رأس المال الماليزي للفترة بين 2006 إلى 2011.



المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على المعطيات السابقة.

شكل رقم 31: نسبة رسملة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة إلى إجمالي السوق



المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على المعطيات السابقة.

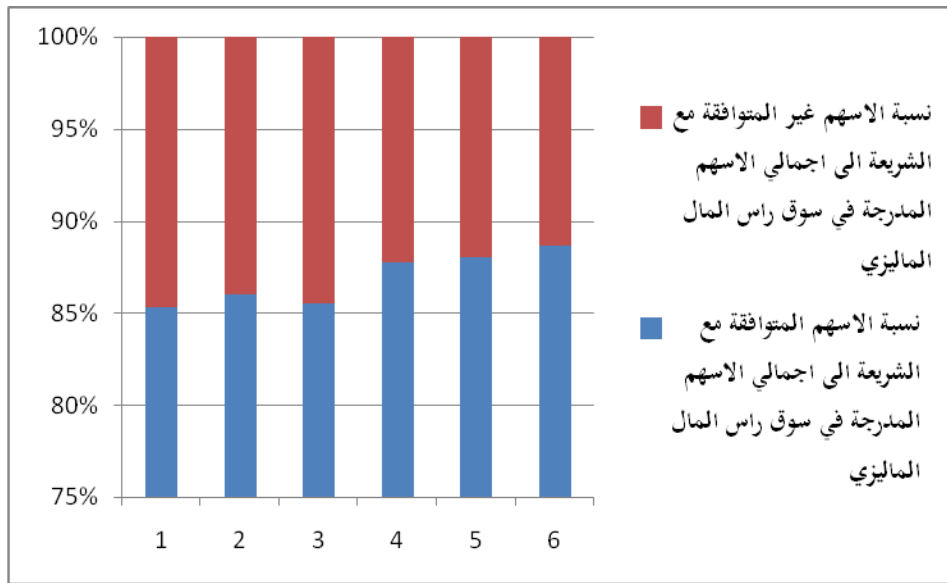
(1) - سحاسو ريانى صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص 88.

## جدول رقم 14: نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة إلى نسبة الأسهم غير المتوافقة مع الشريعة

السنوات	نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة إلى إجمالي الأسهم المدرجة في سوق رأس المال الماليزي	نسبة الأسهم غير المتوافقة مع الشريعة إلى إجمالي الأسهم المدرجة في سوق رأس المال الماليزي
2006	85,33%	14,67%
2007	86%	14,00%
2008	85,50%	14,50%
2009	87,75%	12,25%
2010	88%	12,00%
2011	88,66%	11,34%

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على المعطيات السابقة

## شكل رقم 32: نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة إلى نسبة الأسهم غير المتوافقة مع الشريعة



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على المعطيات السابقة.

## الفرع الثاني: شهادات الشراء من الأسهم الموجودة « Call Warrants ».

يعنى هذا الفرع بتعريف شهادات الشراء من الأسهم الموجودة المدرجة والمتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وأهم خصائصها وقرار اللجنة الاستشارية الشرعية فيما يخص شرعية هذه الشهادات. أولاً: تعريف شهادات الشراء من الأسهم الموجودة.

وهي إحدى الوسائل التي تلجأ إليها الشركة لتحفيز المستثمرين للاستثمار في الأسهم العادية، وهي عبارة عن شهادة تعطي لصاحبها الحق وليس الالتزام في شراء عدد معين من الأسهم العادية الموجودة في سوق رأس المال الماليزي أو عدم شرائه في فترة زمنية معينة وبسعر معين.

ثانيا: الخصائص الأساسية لشهادات الشراء من الأسهم الموجودة.  
ومن الخصائص الأساسية لهذه الشهادات ما يلي<sup>(1)</sup>:

**1) الموجودات الأصلية Underlying Asser** : أن تكون الشهادات لها علاقة بالموجودات المحددة مثل الأسهم الصادرة عن الشركة، وتسمى هذه الأسهم بالموجودات الأصلية، وهذه الشهادات تعطي لحاملها الحق وليس الالتزام في شراء كمية الأسهم العادية بثمن محدد ويتم الاتفاق عليه مسبقا في فترة محددة.

**2) سعر التنفيذ Exercice Price** : وهو السعر الذي على أساسه تنفذ هذه الشهادات، وعادة ما يكون سعر التنفيذ هو سعر السوق للموجودات الأصلية مثل الأسهم في تاريخ التعاقد، فهو السعر الذي يمكن أن يشتري به حامل الأسهم في حالة خيار الشراء أو يبيع بها الأسهم في حالة خيار البيع إذ يستطيع الاختيار لتنفيذ الشهادات، ويحدد سعر تنفيذها في فترة إصدار الشهادات ذاتها.

**3) فترة التنفيذ Exercice Period** : إن فترة صلاحية هذه الشهادات محدودة، وبعد هذه الفترة فإن هذه الشهادات ليس لها قيمة مالية وغير قابل للاسترداد.

ثالثا: قرار اللجنة الاستشارية الشرعية بشأن شهادات الشراء من الأسهم الموجودة.

اعتبرت اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في اجتماعها الرابع في 26 جوان 1995، بأن شهادات الشراء من الأسهم الموجودة تعتبر إحدى الأدوات المالية القابلة للتداول في السوق الماليزي من منظور إسلامي بشرط أن تكون الأسهم الأصلية هي الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة، وإن لم تستند إلى هذه الأسهم فلا تعتبر أداة مالية. وتم اعتماد التعامل بها بعد الدراسة المتعمقة، والاطلاع على حقيقة شهادات الشراء من الأسهم الموجودة، وتم إصدار القرار بجواز التعامل بها في السوق لأنها متوافقة مع أحكام الشريعة، وذلك وفقا للعوامل التالية<sup>(2)</sup>:

- 1- إن هذه الشهادات تحقق النظرة الإسلامية للمال من حيث حق التملك\* والحق المالي\*\*، ويمكن أن يسمح التداول بها في عملية البيع حسب شروط البيع وأركانه والآداب التي لا تتنافى مع أحكام الشريعة.
- 2- العرف المعمول به حاليا أن هذه الشهادات لها قيمة مالية في فترة معينة وقابلة للتداول بها، كما أنها شهادات معترف بها من الحكومة الماليزية، حيث تسمح لحاملها حق شراء شيء معين في فترة محددة، وذلك حسب قيمته الاسمية، ويسمح بتداولها في السوق الماليزي.

(1)- Securities commission of Malaysia, Annualreport 2009, p3.

(2)- Resolutions of the Securities Commission Syariah Advisory Council, Securities Commission of Malaysia, 2010, p.54

\* هو مجرد الإمكان والصلاحية للملك شرعا.

\*\* فهي التي تتعلق بالأموال ومنافعها ويستعاض عنها بما أي التي يكون محلها المال أو المنفعة، مثل الأعيان المالية، حيث يمكن بيعها والاستعاضة عنها بما، كحق البائع في الثمن، والمشتري في المبيع ونحوها، وكذلك يعتبر حق الدين وحق التملك يشملان في الحقوق المالية فتعتبر هذه الشهادات من حقوق مالية لأنها تتعلق بالمال الذي يكون محلها الأسهم الموجودة في البورصة.

3- فترة التنفيذ لهذه الشهادات سعرها محدد ومعلوم، لذا فهي ليست مجهولا قدرا وصفة، وإذا بيعت في السوق الثانوية يتحدد سعرها حسب العرض والطلب من قبل البائع والمشتري، وفي هذه الحالة ينتفي عنصر الغرر.

4- يكون انتقال الملكية تاما إذا جرت هذه الشهادات من البائع إلى المشتري، فلا حاجة إلى قبض حقيقي عيني " الأسهم " في هذا الشأن.

5- شراء هذه الشهادات ليس مظنة شراء حق الخيار الذي منح بمقتضى عقد البيع، وإنما العقد منح للمشتري حق شراء مجموعة من أسهم الشركة الموجودة في فترة معينة، وله الاختيار في شراء الأسهم أم عدمها وليس الالتزام به.

ومن الجدير بالذكر، أن هذه الشهادات موجودة في وقت العقد لأنها تستند إلى الأسهم العادية القائمة والمتداولة في سوق رأس المال الماليزي، وكل ما يتعلق بالمال (وفي هذه الحالة هو الأسهم) فله قيمة مالية، ولكن إذا كانت الشهادات لا تستند إلى الأسهم، فهي لا تعتبر مالا بل تعد حقا مجردا ولا يجوز التعامل بها من منظور شرعي، ومن الشروط الأخرى لجواز التعامل بهذه الشهادات من منظور شرعي ما يلي<sup>(1)</sup>:

أ- يجب على البائع والمشتري الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية في عملية البيع حسب شروطه وأركانه.

ب- أن تكون الأسهم الأصلية لهذه الشهادات وفقا لأحكام الشريعة، والتي أقرتها اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية.

ج- أن يكون سعرها محدد مسبقا ومعلوما للابتعاد عن عنصر الغرر.

الفرع الثالث: شهادات الشراء من الأسهم الجديدة.

### Warrants / Transferable Subscription Rights-TSR

يعنى هذا الفرع بتعريف شهادات الشراء من الأسهم الجديدة المدرجة والمتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وأهم خصائصها وقرار اللجنة الاستشارية الشرعية فيما يخص شرعية هذه الشهادات.

أولا: مفهوم شهادات الشراء من الأسهم الجديدة.

وهي شهادة يقوم المستثمر بشرائها تكفل له حق الشراء لعدد محدد من أسهم جديدة للشركة في تاريخ لاحق ولا تلزمه بذلك، تصدر من الشركة بسعر محدد مسبقا بصرف النظر عن السعر السوقي وقت تنفيذ هذه العملية فيما يسمى بسعر التنفيذ في فترة معينة، ليس لها قيمة مالية بعد فترة محددة، وتعرف بشهادات الاكتتاب القابلة للتحويل لأنها قابلة للتحويل إلى الأسهم العادية إذا اختار حاملها الاكتتاب في الأسهم الجديدة في فترة التنفيذ المحددة.

(1)- نور ليامت سعيد جعفر، مرجع سابق، ص112.

ثانيا: الفرق بين شهادات الشراء من الأسهم الجديدة وشهادات الشراء من الأسهم الموجودة.

إن شهادات الشراء من الأسهم الجديدة قريبة من شهادات الشراء من الأسهم الموجودة، إلا أنهما تختلفان في الأمور التالية<sup>(1)</sup>:

- 1) **الجهة المصدرة:** إن الجهة المصدرة لشهادات الشراء من الأسهم الموجودة هي شركات الوساطة المالية، في حين الجهة المصدرة لشهادات الاكتتاب القابلة للتداول هي الشركات المدرجة في سوق رأس المال الماليزي.
- 2) **الأسهم الأصلية:** تعتبر الأسهم الأصلية في إصدار شهادات الشراء من الأسهم الموجودة أسهما قائمة في سوق رأس المال وليست إصدارات جديدة من شركات الوساطة المالية (لكن هذه الشهادات يجب أن تستوفي المتطلبات من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية)، بينما الأسهم الأصلية في إصدار شهادات الاكتتاب القابلة للتداول هي الأسهم الجديدة التي ستصدر من قبل الشركات ذاتها.
- 3) **مدة الاستحقاق:** إن مدة الاستحقاق لشهادات الشراء من الأسهم الموجودة هي سنتين على الأكثر وأما شهادات الاكتتاب القابلة للتداول لها مدة استحقاق تصل إلى عشرة سنوات.
- 4) **عائد الشركة:** إن إصدار شهادات الشراء من الأسهم الموجودة لا يؤدي إلى زيادة رأس مال الشركة أو سيولة الأسهم فيها لأنها تصدر من قبل الوساطة المالية، بينما إصدار شهادات الاكتتاب القابلة للتداول يكون بهدف الحصول على سيولة من الأسهم الجديدة أو زيادة رأس مال الشركة.

ثالثا: قرار اللجنة الاستشارية الشرعية بشأن شهادات الشراء من الأسهم الجديدة.

لقد قررت اللجنة في اجتماعها السادس بتاريخ 5 أكتوبر 1995، بأن شهادات الاكتتاب القابلة للتحويل إحدى الأدوات المالية القابلة للتداول في السوق الماليزي من منظور شرعي، وتقوم خصائصها على أساس النظرة الإسلامية للمال (كما هو الحال في شهادات الشراء من الأسهم الموجودة)، ولا تدخل في إطار بيع المعدوم\*، فارتباط هذه الشهادات بمسألة بيع المعدوم متعلقة بكمية الأسهم التي ستصدرها الشركة واكتتاب حامل

(1) - المرجع السابق، ص 118.

\* إن بيع المعدوم أحد أنواع البيع الباطل، كما قال النووي: بيع المعدوم باطل بالإجماع، ودليله نهي رسول الله صلى الله عليه وسلم عن بيع الغرر ونهي الرسول عن بيع الإنسان ما ليس عنده فقد اتفقت المذاهب على أنه لا ينعقد بيع المعدوم وما له خطر العدم، كبيع نتاج النخيل، وبيع الحمل الموجود لأنه على خطر الوجود، وبالرغم من ذلك، إن رأي بعض الحنابلة من ابن القيم وابن تيمية قد أجاز بيع المعدوم عند العقد إذا كان متحقق الوجود في المستقبل بحسب العادة، كما هو الحال في عقد السلم والاستصناع، لأنه لم يثبت النهي عن بيع المعدوم لا في الكتاب ولا في السنة ولا في كلام الصحابة، وإنما ورد في السنة النهي عن بيع الغرر، وهو ما لا يقدر على تسليمه، سواء أكان موجودا أم معدوما كبيع الفرس النافر والحمل الشارد، فليس العلة في المنع لا العدم ولا الوجود، بل إن الشرع صحح بيع المعدوم في بعض المواضع، فنراه أجاز بيع الثمر بعد بدء صلاحه، والحب بعد اشتداده، ومعلوم أن العقد إنما ورد على الموجود والمعدوم الذي لم يخلق بعد، وعلى هذا فيبيع المعدوم إذا كان مجهول الوجود في المستقبل باطل للغرر لا للعدم، فالأصل إذن هو الغرر، ولقد ناقشت اللجنة الاستشارية الشرعية بيع المعدوم في اجتماعاتها الدورية في عام 1995 و 1997 فيما يتعلق بقضية حق الشراء من الأسهم الجديدة، و عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام حيث جاء قرارها بأنها جائزة في هذه الحالة وقابلة للتداول بما من منظور إسلامي.



الشهادات بهذه الأسهم فقط، لذا فإن الاجتماع قرر أن يبيع المعلوم لم يثبت خلال التعامل في هذه الشهادات بل تعتبر بيع الموجود، وفقا للمسوغات التالية<sup>(1)</sup>:

**1) من حيث خصائص شهادات الاكتتاب القابلة للتحويل:** يجب أن تكون معلومة من حيث كميتها وصفقتها ومقدارها ونوعها وثمنها.

**2) من حيث جهة الشركة المصدرة للأسهم الجديدة ومن حيث فترة الإصدار:** أن تقوم الشركة بإصدار هذه الأسهم في فترة زمنية معينة.

إن علة تحريم بيع المعلوم هو الغرر، وبذلك إذا كان حدث بيع المعلوم بدون عنصر الغرر حيث المعقود عليه موجود بالتأكيد والقدرة على التسليم في فترة محددة، ومعلوم الصفة والمقدار والثلث، فإنه بيع جائز شرعا. وبناء على هذه الفكرة، فإن شهادات الاكتتاب القابلة للتحويل لا تعتبر شيئا غير موجود ولا تتعلق ببيع المعلوم. وحسب التجربة الماليزية، عادة تصدر السندات التي تشمل عليها شهادات الاكتتاب القابلة لتحويل معا Bonds with warrants، وتصبح الجهة مصدرة للسندات وللأسهم الجديدة في نفس الوقت، وهي نوع من أنواع السندات الصادرة من الشركات الخاصة المدرجة في البورصة الماليزية، وتعرض الجهة المصدرة هذه السندات بقيمة اسمية للمكتب الأول "الدائن"، وبالتالي يفصل المكتب شهادات الاكتتاب القابلة للتداول عن السندات ويبيعها إلى حملة الأسهم أو للجهة المصدرة في السوق الثانوية، والسندات من هذا النوع والتي تم فصلها عن الشهادات لها سعر فائدة منخفضة ويتم بيعها للمستثمرين في السوق الثانوية بسعر الخصم للحصول على معدل العائد المناسب<sup>(2)</sup>.

والملاحظ أن هذه الشهادات مرتبطة بشيء محرم شرعا "السندات التقليدية" مع أنها ليست حراما في ذاتها، وبناء على ذلك فقد قررت اللجنة الاستشارية الشرعية بأنها حرام لغيرها وليست لذاتها، وحرمت التعامل بهذه الشهادات إذا كانت لا تنفصل عن السندات عند التعامل بها، أما إذا كانت هذه الشهادات تتداول بشكل منفصل عن السندات فيجوز التعامل بها في السوق من منظور شرعي.

في التجربة الماليزية، غالبا ما تباع هذه الشهادات بشكل مستقل عن السندات في السوق، وليست لها علاقة بالسندات الصادرة معها في وقت إصدار السندات وبعد انفصالها من السندات، فيسمح التداول بها حسب العرض والطلب من البائع والمشتري في السوق الثانوية (في البورصة الماليزية للأوراق المالية)، فأصبح حينئذ جائزا للمسلمين شراؤها، وإذا أصدرت هذه الشهادات بالأدوات المالية الإسلامية في وقت إصدارها، فليست فيها إشكال في جواز التعامل بها<sup>(3)</sup>.

(1)- Resolutions of the Securities Commission Syariah Advisory Council, Securities Commission of Malaysia, 2009, p.44

(2)- نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص178.

(3)- Resolutions of the Securities Commission Syariah Advisory Council, Securities Commission of Malaysia, 2008, p13.

استنادا لما سبق فإن قرار اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية والذي يقضي بجواز التعامل بالسندات التي تشتمل عليها شهادات الاكتتاب القابلة للتداول معا، ولكن بشرط أن يكون انفصال بين السندات وهذه الشهادات من المكتتبين بعد إصدارها من الجهة المصدرة، لأن هذه الشهادات فقط يجوز التداول بها من منظور شرعي طالما كانت الأسهم الأصلية لهذه الشهادات متوافقة مع أحكام الشريعة، وتعتبر هذه الشهادات مالا كما سبق بيانها، بينما السندات حرام التداول بها لذاتها لأنها تدخل في مسألة الربا المحرمة، لذا يجوز للمستثمرين المسلمين التعامل بهذه الأداة وشهادات الشراء من الأسهم الموجودة في السوق الماليزي ما دامت وفقا للشروط التي تم بيانها، وتوفر الأمان والحماية للمستثمرين بحيث تعمل على تقليل المخاطر من تقلبات أسعار الأسهم في السوق الماليزي.

### الفرع الرابع: صناديق الاستثمار الإسلامية Islamic Unit Trust Funds:

إن صناديق الاستثمار الإسلامية هي جزء متجذر في سوق رأس المال الإسلامي، حيث يتم تسييرها وفقا لمبادئ الشريعة ويتم الاستثمار فيها فقط لأصول مالية مطابقة للشريعة كالأسهم الحلال والإيداعات الإسلامية، وتُجند الصناديق الإسلامية لجان شريعة تقدم نصائح وتضمن مدى موافقة تسيير عمليات وحقائب الاستثمار لمبادئ الشريعة، وبموجب القانون في ماليزيا تحتفظ الصناديق الإسلامية بلجان الشريعة.

#### أولا: مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية.

صناديق الاستثمار الإسلامية هي الصناديق التي تتولى تجميع أموال صغار المستثمرين فضلا عن كبارهم في صورة وحدات استثمارية، يعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص لتوظيفها في الشركات المعترف بها من اللجنة الاستشارية الشرعية لسوق رأس المال الإسلامي الماليزي وفقا لصيغ الاستثمار الإسلامية، والمعاملات الإسلامية، على سبيل المثال التوظيف في صناديق الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، وصناديق الصكوك الإسلامية.

لقد بدأت الصناديق الإسلامية المحلية في التواجد منذ انطلاق أول صندوق إسلامي سنة 1993 تحت اسم الائتكال تابونغ العربي الماليزي الذي تديره شركة برهاد للائتمان العربية الماليزية، ومنذ ذلك الوقت عرف القسم الإسلامي من شركات الائتمان نموا هائلا وصارت هذه الصناديق شيئا فشيئا قبلة المستثمرين للمشاركة في سوق رأس المال الإسلامي<sup>(1)</sup>.

#### ثانيا: التعليمات على صناديق الاستثمار Guidelines on Unit Trust Funds

أصدرت هيئة الأوراق المالية الماليزية التعليمات على صناديق الاستثمار في عام 2002م، وهي تقدم المعلومات والإجراءات المعنية بهذه الصناديق لتوجيه المستثمرين قبل الاستثمار فيها، هذه التعليمات لحماية حقوق

(1)- Mohamed akram laaldin, **shariah approved securities screening process in Malaysia**, the 15th annual scientific meeting the capital market-bursa-, U.A.E university, 15-17/2006, p09.

المستثمرين، وفي هذه التعليمات طرحت بندين فيما يتعلق بإدارة صناديق الاستثمار وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية في ماليزيا هما (1):

- 1- البند رقم 18: المتطلب الإضافي لنظام إدارة الصندوق، الذي ينص على أن يلتزم الصندوق بمبادئ الشريعة في المعاملات الإسلامية القائمة فيه، وهذا البند قد طبق بالفعل في 1 جانفي 2003م.
- 2- البند رقم 19: تقوم إدارة الصندوق فيما يتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية بإجراءات التسجيل وتعيين المستشارين الشرعيين للمناقشة والمراجعة فيما يتعلق بالمعاملات فيها، هذا البند قد طبق بالفعل في 10 جويلية 2002م.

ثالثا: تطور صافي قيمة الموجودات في صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا.

إن أصول الصناديق الاستثمارية العالمية في الأسواق العالمية وصلت إلى 60 مليار دولار بنهاية عام 2011، وأن النسبة الأكبر من هذه الأصول تتركز في السوقين السعودي والماليزي، حيث بلغ عددها 876 صندوقا، وذلك ارتفاعا من عددها في عام 2010 والذي بلغ 812 صندوقا، ويعود السبب في هذا النمو المتواضع والذي جاء بأقل من المتوقع لصناعة الصناديق الاستثمارية الإسلامية، إلى الاضطرابات في أسواق الأسهم وسط التقلبات الاقتصادية العالمية طوال 2011(2).

أما من حيث التوزيع الإقليمي للصناديق الاستثمار الإسلامية، فلا يزال المستثمرون من المملكة العربية السعودية يسيطرون على الحصة الأكبر في السوق، حيث تمثل الصناديق الاستثمارية الإسلامية من المملكة العربية السعودية نسبة 42.4% من إجمالي الصناعة، وتأتي ماليزيا في المركز الثاني حيث أنها تسيطر على أكثر من ربع الأصول لصناعة الصناديق الاستثمارية الإسلامية، أما من حيث متوسط الموجودات لكل صندوق، فإن الولايات المتحدة تأتي في المقدمة وبشكل واضح، حيث أن متوسط حجم الموجودات لكل صندوق يبلغ 516.9 مليون دولار، في حين أن كلا من السعودية وجنوب أفريقيا تحوزان على متوسط حجم الموجودات لكل صندوق عند 102.6 و 95.8 مليون دولار على التوالي، فإن الصناديق الاستثمارية في كل من ماليزيا وجنوب إفريقيا وباكستان واندونيسيا هي الوحيدة فقط من بين صناديق الدول العشر الأولى من حيث حجم الأصول التي كانت صناديقها الاستثمارية رابحة وسجلت أرباحا في عام 2011(3).

على الرغم من التحديات التي تواجهها في الاقتصاد العالمي، فإن الصناديق الاستثمارية الإسلامية تستمر في النمو مع آفاق أكثر إشراقا بعض الشيء في 2012 مما كان عليه الحال في 2011، يشار إلى أن الثروات في البلدان الإسلامية ما تزال تسجل نموا قويا على خلفية النمو الاقتصادي الجيد وارتفاع أسعار النفط، مما يدفع إلى زيادة عجلة الطلب على الاستثمارات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، كما وأن تزايد الوعي بمنتجات إدارة الثروات

(1) -Securities commission of Malaysia, Annual report 2004, p p 2-29.

(2) <http://www.al-seyassah.Com> 2012-03-10. 2011 أصول صناديق الاستثمار الإسلامية في

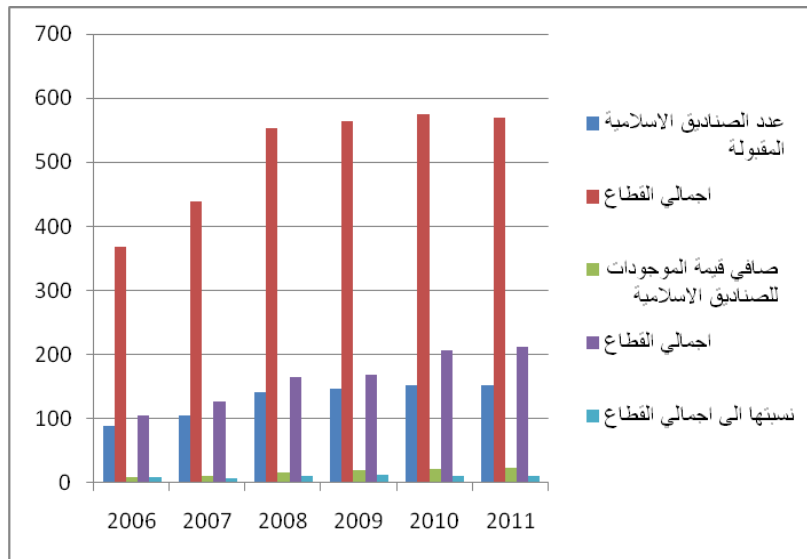
(3) - المرجع السابق.

الإسلامية وخدماتها يساعد في جذب المزيد من الأموال من المستثمرين، في حين أن الأداء الجيد يساعد الصناديق الاستثمارية الإسلامية في اختراق الأسواق المالية الأكثر تطورا وتلبية الاحتياجات المتطورة للمستثمرين. جدول رقم (15): تطور عدد الصناديق الإسلامية المقبولة وصافي قيمة الموجودات في صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا من 2006-2011.

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011
عدد الصناديق الإسلامية المقبولة	89	106	142	147	153	153
إجمالي القطاع (العدد الإجمالي للصناديق)	369	438	554	564	574	570
صافي قيمة الموجودات للصناديق الإسلامية	8,67	10,14	17,2	20,04	22,61	22,79
إجمالي القطاع (إجمالي صافي قيمة الموجودات للصناديق)	105,76	126,43	165,8	169,37	206,49	211,5
نسبتها إلى إجمالي القطاع	8,23	7,73	10,85	11,91	10,96	10,7

المصدر: Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market by the securities commission : 2006-2007-2008-2009-2010-2011.

شكل رقم 33: تطور عدد الصناديق الإسلامية المقبولة وصافي قيمة الموجودات في صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا في الفترة (2006-2011)



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على المعطيات السابقة.

تحليل المعطيات:

نلاحظ نمو مستمر في عدد الصناديق الإسلامية المقبولة من إجمالي القطاع، وكذا تطور صافي قيمة الموجودات في صناديق الاستثمار الإسلامية إلى إجمالي القطاع في ماليزيا في الفترة 2006-2011 .

**المطلب الثاني: الصكوك الاستثمارية الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.**

في التجربة الماليزية، تعرف الصكوك الاستثمارية الإسلامية بأنها الصكوك التي يتم إصدارها وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية المسموح بها من اللجنة الاستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية الماليزية<sup>1</sup>، ويتم إصدار الصكوك الإسلامية من الشركات الخاصة والتعامل بها تحت رقابة هذه اللجنة، وصكوك إسلامية حكومية خاضعة لرقابة البنك المركزي الماليزي، ويمكن تصنيف الصكوك الاستثمارية الإسلامية حسب الجهات المصدرة كما يلي:

**1) الصكوك الإسلامية الحكومية:**

الصكوك الحكومية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية التي أصدرتها الحكومة الماليزية بمثابة شهادات الاستثمار الحكومي Government Investment Certificates GIC، وتم إصدارها في أوائل عام 1983، وتعتبر هذه الشهادات أولى الشهادات دون فائدة صادرة عن الحكومة الماليزية، وفي جوان 1983، وتعرف بالإصدارات الاستثمارية الحكومية « Government Investment Issues-GII »، وهي شهادات استثمارية تم تطويرها والغرض من إصدار هذه الشهادات هو حصول الحكومة على الأموال اللازمة لتمويل إنفاقها على المشاريع التنموية، وقيمة العائد على هذه الشهادات لا يحدد مقدما<sup>(2)</sup>، وهذا يعطي البنك الإسلامي الماليزي وكافة المؤسسات المالية الأخرى في النظام المالي والمصرفي الماليزي القدرة على استثمار أموالهم في المجالات الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وتصل مدة استحقاقها من سنة إلى خمس سنوات<sup>(3)</sup>، وحاليا يقوم البنك المركزي الماليزي بطرح الإصدارات الاستثمارية الحكومية الجديدة المستندة إلى الربح وفقا لمبدأ البيع بالثمن الآجل كأداة إضافية، وهذه الطريقة ساهمت في تطوير إصدارات صكوك الحكومة الماليزية وفقا لأحكام الشريعة الإسلامي في السوق الماليزي تطورا كبيرا<sup>(4)</sup>.

**2) الصكوك الإسلامية للشركات:**

الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات\*، عبارة عن إحدى الأدوات المالية الاستثمارية متوسطة أو طويلة الأجل التي أصدرتها الشركات الخاصة، وطرحت فكرة هذه الصكوك في ماليزيا عام 1990، وتعد هذه الصكوك أحد أشكال التعاملات البارزة في السوق، وحاليا تصدر هذه الصكوك وفقا لمبادئ البيع بالثمن الآجل، والمراجحة، والاستصناع، والإجارة، والمضاربة، والمشاركة<sup>(5)</sup>.

(1)- Securities commission of Malaysia, Annualreport 2007, p36.

(2)- Bank Negara Malaysia, Annual Report, 2009.

(3)- Securities commission of Malaysia, Annualreport 2006, p 18.

(4)- <http://www.bnm.gov.my>

\*- كانت معروفة سابقا بالصكوك الخاصة بالمدىونية الإسلامية « Islamic Private Debt Securities ».

(5)-<http://iimm.bnm.gov.my/index.php>

## الفرع الأول: صكوك البيع بضمن آجل/ المراجعة.

معظم الصكوك الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا قائمة على عقود المدائيات مثل صكوك البيع بالضمن الآجل وصكوك المراجعة.

## أولاً: تعريف صكوك البيع بضمن آجل/المراجعة.

من الناحية التطبيقية تعرف صكوك البيع بالضمن الآجل والمراجعة بأنها "الوثائق أو الشهادات الممثلة لقيمة الأصول الصادرة عن جهة معينة لإثبات المديونية لجهات أخرى وإصدارها قائم على أساس البيع بالضمن الآجل والذي يعرف بأنه "العقد الذي يشير إلى بيع المبيع (وفي هذه الحالة تشير إلى الموجودات) بضمن مؤجل ويزيد عن ثمنه نقداً وتسليمه حالاً ووقت معلوم لدفع القيمة المتفق عليها مسبقاً بين المتعاقدين.

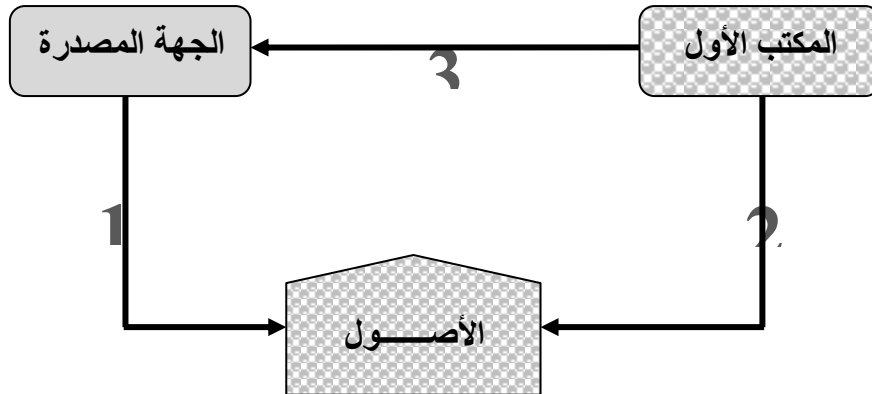
## ثانياً: الفرق بين صكوك البيع بضمن آجل والمراجعة.

إن تعريف المراجعة متقارب من تعريف البيع بضمن آجل حيث تمثل "زيادة معلومة سواء أكانت منسوبة إلى رأس المال أو محددة بمبلغ معين، ويتم التسديد للشراء على دفعة واحدة أو بالتقسيط والذي سيكون محدد في الاتفاق بين المتعاقدين<sup>(1)</sup> والاختلاف الأساسي بين الصكوك البيع بالضمن الآجل والمراجعة هي من حيث آجال الاستثمار ومدة الاستحقاق لتلك الصكوك، فصكوك البيع بالضمن الآجل هي للاستثمارات طويلة الأجل "خمس سنوات فأكثر" وأما صكوك المراجعة فهي للاستثمارات متوسطة الأجل "ومن سنة إلى خمس سنوات"، وقصيرة الأجل "من ثلاثة أشهر إلى سنة"<sup>(2)</sup>.

## ثالثاً: آلية إصدار صكوك البيع بضمن آجل/المراجعة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

يمكن تلخيص خطوات الإصدار في الشكل التالي:

شكل رقم (34): آلية إصدار صكوك البيع بضمن آجل/ المراجعة في ماليزيا



المصدر: سحاسو ريباني صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص94.

(1)- Securities commission of Malaysia, Annualreport 2005, p11.

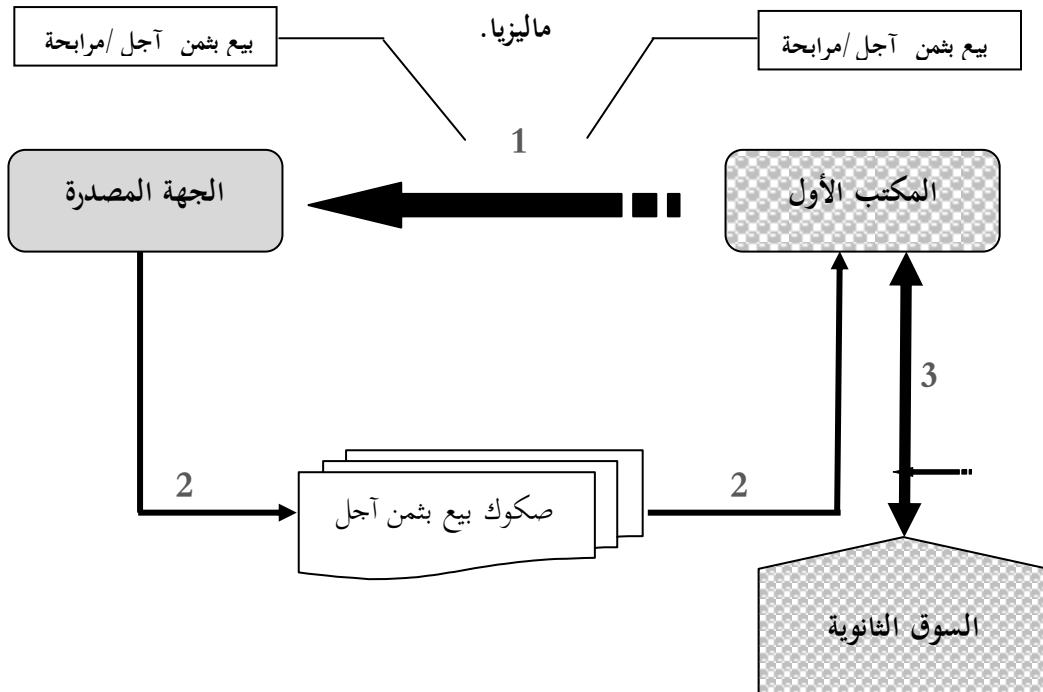
(2)- سحاسو ريباني صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص94.

وتتم الآلية وفق الخطوات التالية: (1)

1. تعين الجهة المصدرة، الأصول التي ستحرزها من قبل جهة المكتب الأول.
  2. تشتري جهة المكتب الأول تلك الأصول بقيمة معينة ولتكن 100 مليون رينغيت ماليزي نقدا.
  3. تبيعها ثانية إلى الجهة المصدرة (صاحب الأصول الأول) بثمن أعلى من الثمن الأول أقساطا مؤجلة وليكن بقيمة 124 مليون رينغيت ماليزي مثلا على أساس البيع بالثمن الآجل أو المراجحة.
- أما عملية التصكيك فتعتبر الخطوة الثانية في إصدار هذه الصكوك في التجربة الماليزية وتقوم وفق الخطوات التالية:

1. بعد إعادة الأصول من جهة المكتب الأول إلى الجهة المصدرة بثمن مؤجل أعلى من ثمن الحال وهذا البيع قائم على البيع بثمن آجل أو المراجحة.
  2. تقوم الجهة المصدرة بإصدار صكوك البيع بالثمن الآجل أو المراجحة بهذه القيمة باعتبارها إثبات دين لها لدى جهة المكتب الأول.
  3. ثم يقوم بعد ذلك المكتب الأول ببيعها في السوق الثانوية وتداول هناك.
- ويمكن إعادة ترجمتها بالشكل التوضيحي التالي:

شكل رقم (35): عملية التصكيك في إصدار صكوك البيع بثمن آجل / المراجحة في سوق رأس المال الإسلامي في



المصدر: بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 193.

(1) - المرجع السابق، ص 95.

رابعاً: التقدير الشرعي لصكوك البيع بضمن آجل/المرابحة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا<sup>(1)</sup>:

بما أن آلية قيام هذه الصكوك قائمة على عملية بيع العينة المتمثل في شراء الأصول من الجهة المصدرة بضمن نقدي وإعادة بيعها لها بضمن أعلى من المشتري به وآجل وهذا هو أصل بيع العينة، جاءت موافقة كل من اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية في اجتماعها بتاريخ 29 جانفي 1997م، واللجنة الاستشارية الشرعية للبنك المركزي الماليزي على القرار الذي يقضي بجواز بيع العينة في الأدوات المالية الإسلامية القابلة للتداول في ماليزيا لاسيما في إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة.

وكانت حججها قائمة على النقاط التالية:

(1) تطبيق بيع العينة لتحقيق المصلحة العامة في التغلب على مسألة نقص السيولة.

(2) الاعتماد على قوله تعالى: ﴿ وأحل الله البيع وحرم الربا ﴾<sup>(2)</sup>.

(3) اللجوء إلى هذا البيع في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، وهذا من أجل رفع الضرر الأكبر وهو الربا

المحرم شرعاً، وبناء على هذه القاعدة فإنها البيع أفضل من عمل عناصر أخرى محرمة شرعاً.

كما وافقت اللجنة الاستشارية الشرعية الوطنية للبنك المركزي الماليزي على قرار اللجنة الاستشارية لهيئة

الأوراق المالية الماليزية الذي يقضي بجواز ممارسة بيع العينة في الأدوات المالية الإسلامية القابلة للتداول في ماليزيا لاسيما في إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة.

إن قرار هاتين اللجنتين في ماليزيا حول بيع العينة يختلف اختلافاً تاماً عن قرار مجمع الفقه الإسلامي، لأنه

يعتبر هذا البيع صورة واضحة للتحايل على مقاصد الشريعة الإسلامية، لذا قرر مجمع الفقه الإسلامي لرابطة العالم

الإسلامي في دورته الخامسة عشر المنعقد في مكة المكرمة بتاريخ 11 رجب 1419 هـ الموافق 31 أكتوبر

1998م، بعدم جواز هذا البيع في موضوع حكم بيع التورق، فلا يجب اللجوء إلى مثل هذا التحايل لأنه يفتح

باب الربا من حيث تم إغلاقه، أما من حيث تداول هذه الصكوك وبالنظر إلى هذه الأخيرة فإن بيعها يعتبر من

قبيل بيع الدين لغير المدين.

أما اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية فقد جاء في اجتماعها الثاني بتاريخ 21 أوت

1996م بأنه يجوز بيع الدين للمدين نفسه أو لغيره، وهو يعتبر إحدى قواعد تشكيل وتنظيم الأدوات المالية في

سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وفي اجتماع آخر لها، عقدته قبل الاجتماع المذكور سابقاً أكدت فيه اللجنة

بأن العلة في تحريم بيع الدين من بعض الفقهاء كان لأسباب معينة منها: مخاطر تمس المشتري عندما لا يقدر البائع

على تسليم المبيع، والغرر، والربا، وعدم التقابض<sup>(3)</sup>

(1) - بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص194.

(2) - سورة البقرة، الآية رقم 275.

(3) - سحاسو ريان صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص112.



ومن حجج هذه اللجنة على جواز بيع الدين في توسيع وعميق سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا مايلي: (1)

يجوز بيع الدين بضمن حال لأنه لم يوجد نص على حرمة هذا البيع إلا الحديث المتعلق ببيع الكالئ بالكالئ، وهو ما فسره العلماء ببيع الدين بالدين أما هنا القبض حالا. وبناء على هذا الدليل، فقد جاء قرار اللجنة بأن إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا على أساس بيع الدين بضمن حال جائز، هو مختلف عن بيع الكالئ بالكالئ.

إن القرار الصادر عن اللجنة الاستشارية الشرعية استند إلى آراء بعض الفقهاء التي تبيح بيع الدين بشروط معينة (المذهب المالكي)، وعلى هذا الأساس قام سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا الذي يرى أن هذه الشروط تنضبط أو تتحقق عليه، في حالة وجود نظام للرقابة منظم وفعال وذلك بهدف ضمان المصلحة العامة وحماية حقوق المتعاملين، مسايرة في ذلك لأهداف اللجنة.

ومن جهة أخرى فإن اللجنة ترى أن هذه الصكوك تباع حالا لا آجلا وبقيمتها الاسمية، هذا ما ينفي انطباق الكالئ بالكالئ عليها.

خامسا: تطور صكوك البيع بضمن آجل /المرابحة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الفترة 2011-2006.

جدول رقم (16): تطور إصدار صكوك البيع بضمن آجل/المرابحة في ماليزيا خلال الفترة (2011-2006):

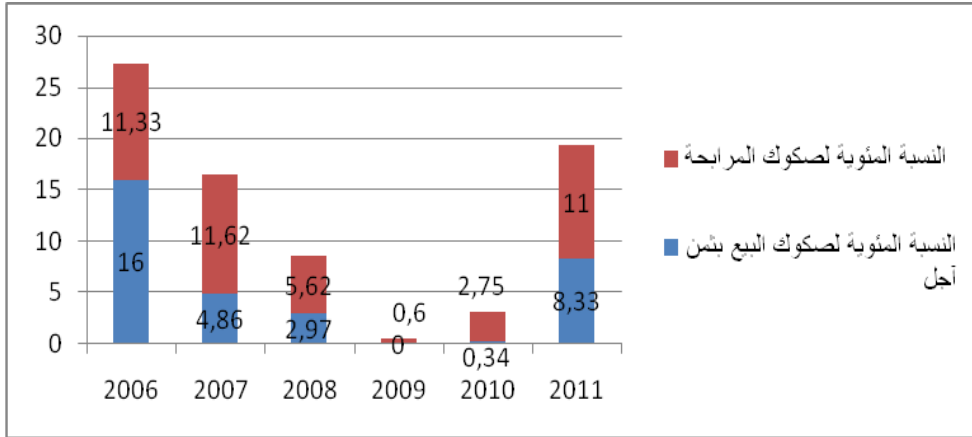
السنوات	2011	2010	2009	2008	2007	2006
النسبة المئوية لصكوك البيع بضمن آجل	8,33	0,34	0	2,97	4,86	16
النسبة المئوية لصكوك المرابحة	11	2,75	0,6	5,62	11,62	11,33
النسبة المئوية لصكوك البيع بضمن آجل والمرابحة من مجموع الصكوك المصدرة في سوق رأس المال الاسلامي الماليزي	19,33	3,07	0,6	8,59	16,48	27,33

المصدر: Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market by the securities commission : 2006-2007-2008-2009-2010-2011.

ويمكن إعادة ترجمة الجدول إلى الشكل البياني التالي:

(1) المرجع السابق ، ص110.

الشكل رقم (36): تطور إصدار صكوك البيع بضمن آجل/المرابحة في ماليزيا خلال الفترة (2006 - 2011).



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على المعطيات السابقة.

### تحليل المعطيات:

لقد سيطرت صكوك البيع بضمن آجل وصكوك المرابحة على سوق الصكوك الماليزية وذلك لسهولة إصدارها وقدرتها على خلق السيولة للمصدرين، إلى أن تم إصدار صكوك الاستصناع وذلك سنة 2003، ثم تعاود الارتفاع سنة 2004م وذلك لاعتمادها في مشاريع شبكة التنمية المستدامة الماليزية، ليعاود هذين الإصدارين الانخفاض ابتداء من سنتي 2005 و2006.<sup>(1)</sup> وهما سنتا إصدار صكوك المشاركة والمضاربة، وهذا نتيجة عزوف المصدرين عن هذه الصكوك لما فيها من نقاط شبيهة.

### الفرع الثاني: صكوك الإجارة.

يتطرق هذا الفرع إلى تعريف صكوك الإجارة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وآلية إصدار كل من صكوك الإجارة الدولية والمحلية في هذه السوق، ثم تطور صكوك الإجارة المحلية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الفترة 2006-2011.

#### أولاً: تعريف صكوك الإجارة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

تشير صكوك الإجارة في التجربة الماليزية إلى صكوك ملكية الموحودات المؤجرة، وهي "وثائق متساوية يصدرها مالك عين مؤجرة، أو عين موعود باستئجارها"، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، وتتيح لحاملها فرصة للحصول على دخل الإيجار وعائد رأس المال من العين المؤجرة، بالإضافة إلى تحمل مخاطر الخسارة والضرر على العين المؤجرة، وإصدار هذه الصكوك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك، وقد قررت اللجنة الاستشارية الشرعية بأن صكوك الإجارة هي الصكوك الإسلامية المبنية

(1) Securities Commission, Annual Report 2004, pp.2-22

على عقد الإجارة التي تعتبر موجودات أصلية في إصدارها، وإصدار هذه الصكوك من خلال عملية تصكيك عقد الإجارة<sup>(1)</sup>.

ثانيا: آلية إصدار صكوك الإجارة الدولية في ماليزيا.

تعتبر صكوك الإجارة الدولية أول إصدار لصكوك الإجارة في ماليزيا، ففي 3 جويلية 2002م، كانت الحكومة الماليزية قد أصدرت صكوك الإجارة الدولية الماليزية Malaysian Global Sukuk المتداولة في البورصة لابوان المالية العالمية Labuan International Financial Exchange LFX بعملة أجنبية بقيمة 600 مليون دولار أمريكي لمدة استحقاق خمس سنوات أي إلى غاية 2007، وهي أول الصكوك الإسلامية الدولية الرائدة على المستوى العالمي، وقد لاقت هذه الصكوك القبول من المستثمرين المسلمين على المستوى العالمي، لاسيما المستثمرين المسلمين من الشرق الأوسط، وأشرف على تنظيم وترتيب هذه الصكوك شركة Dubai's Hong Kong and Shanghai Banking Corporation (HSBC)، وأدرجت في بورصة لابوان المالية العالمية<sup>2</sup>، وكان إصدارها وفق الخطوات التالية<sup>3</sup>:

#### 1- مراحل الإصدار:

أ- بيع للمستفيد وهو الهيئة الخاصة بالمشروع أرض بـ600 مليار دولار من اللجنة الفدرالية للأراضي Federal Lands Commission.

ب- عقد إجارة للأرض مع الحكومة الماليزية.

ج- إصدار الصكوك.

د- دفع قيمة الصكوك من طرف حملة الصكوك.

هـ- تسديد قيمة البيع للجنة من طرف الهيئة الخاصة بالمشروع.

و- دفع أقساط التأجير من طرف الحكومة الماليزية للجنة.

ي- تقديم أقساط دورية لحملت الصكوك.

م- بيع الأصل عند التصفية النهائية.

ن- تسديد قيمة البيع من طرف الحكومة الماليزية.

ك- تسديد قيمة البيع لحملت الصكوك وانتهاء العملية.

3- تمثيل آلية إصدار صكوك الإجارة (الدولية) في ماليزيا: يمكن تمثيل آلية إصدار صكوك الإجارة (الدولية)

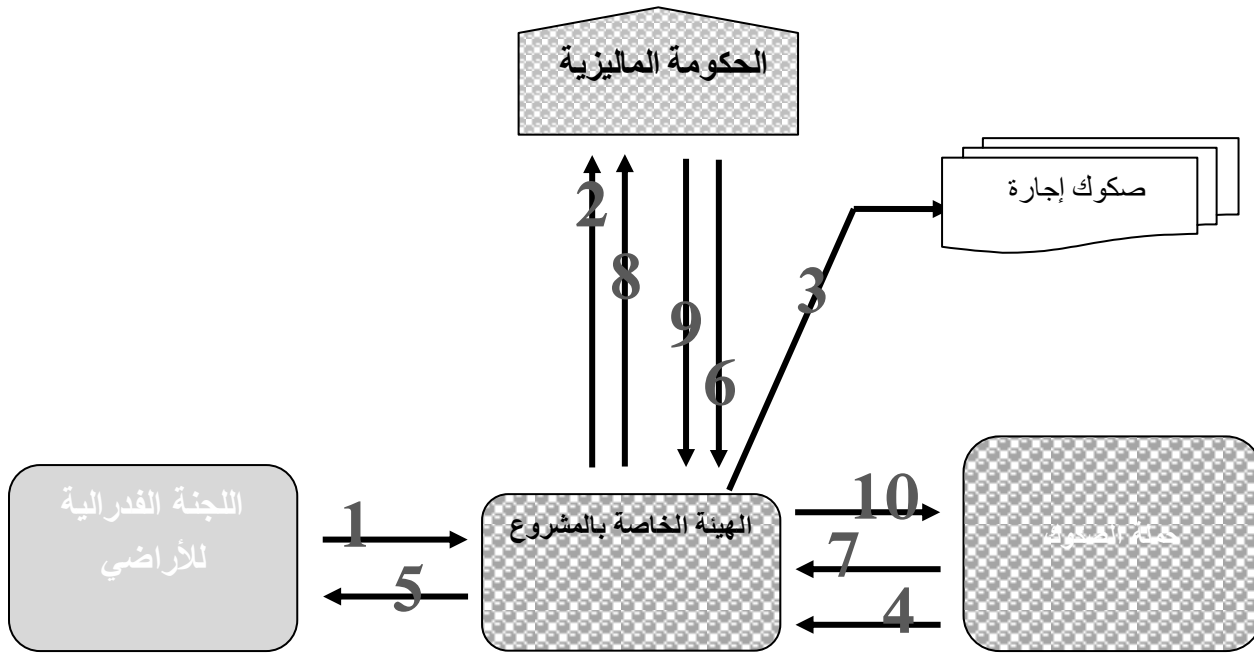
في ماليزيا وفق الشكل التالي:

(1)- Securities Commission, Annual Report 2005, p25.

(2)- Securities Commission, Annual Report 2005, p24.

(3)- بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص200.

شكل رقم (37): آلية إصدار صكوك الإجارة (الدولية) في ماليزيا.



المصدر: بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص201.

ثالثا: آلية إصدار صكوك الإجارة المحلية في ماليزيا.

في جوان 2004 أصدرت شركة إنكرس المحدودة Ingress Corporation Bhd أولى الصكوك الإسلامية على أساس عقد الإجارة بقيمة 160 مليون رينجيت ماليزي على المستوى المحلي، وقد جاء إصدار هذه الصكوك بناء على نفس طريقة إصدار الصكوك الدولية الماليزية، وتعتبر أحد المعالم البارزة لسوق رأس المال الإسلامي وفقا للمعايير الشرعية المحلية والعالمية، وبهذا التطور يتوقع أن أكثر الجهات المصدرة المحلية ستطبق أساس الإجارة في إصدار الصكوك الإسلامية القابلة للتداول على المستوى العالمي، وهي تتيح الفرصة للاكتتاب المتزايد للصكوك الإسلامية من قبل المستثمرين الدوليين لاسيما المستثمرين المسلمين في الدول العربية، وتتيح الفرصة الأمثل لهم للاستثمار في ماليزيا<sup>(1)</sup>.

ويمكن تمثيل آلية إصدار صكوك الإجارة المحلية في ماليزيا بالمراحل التالية<sup>(2)</sup>:

- 1- تباع الشركة التابعة لشركة إنكرس المحدودة (البائع) أصولها إلى شركة صكوك إنكرس المحدودة (ICB) Ingress Corporation Bhd بقيمة 160 مليون رينجيت ماليزي.
- 2- تقوم الجهة المصدرة بإعادة تأجير أصولها إلى شركة إنكرس المحدودة لمدة معينة بدفع أجرة نصف سنوية من خلال إبرام عقد الإجارة بقصد حصول الجهة المصدرة فيها على الأجرة.

(1)- Securities Commission, Annual Report 2007, p25

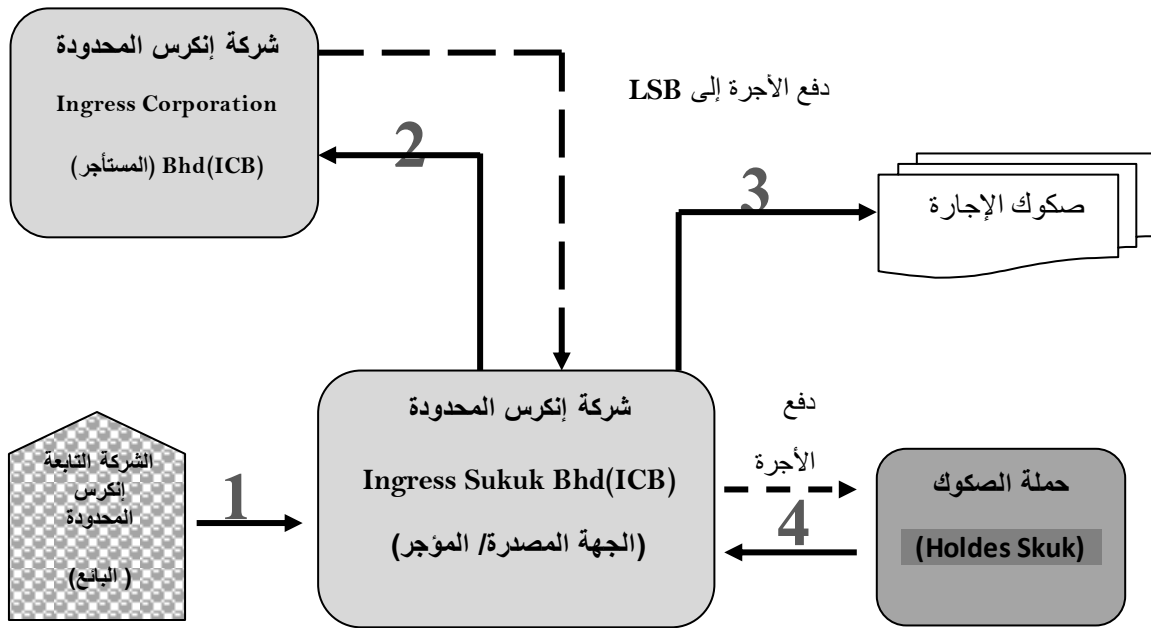
(2)- سحاسورياني صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص124.

3- لتمويل شراء الأصول من الشركة التابعة لشركة إنكرس المحدودة، لا بد أن تصدر الجهة المصدرة صكوك الإجارة لاستيفاء ثمن الشراء لتلك الأصول، وتمثل هذه الصكوك حصة شائعة في ملكية الأصول المؤجرة.

4- يدفع المستثمرون (حملة الصكوك) القيمة لشراء الصكوك إلى الجهة المصدرة بضمن الحال للحصول على صكوك، وفي تاريخ الاستحقاق، ستقوم شركة صكوك إنكرس المحدودة (الجهة المصدرة) بإعادة بيع الأصول إلى شركة إنكرس المحدودة بضمن أصلي (قيمة إسمية في إصدار الصكوك مثلا)، وحصيلة بيع الأصول ستستخدم لإيفاء القيمة الاسمية للصكوك إلى المستثمرين.

ويمكن تمثيل آلية إصدار صكوك الإجارة (المحلية) في ماليزيا وفق الشكل التالي:

شكل رقم (38): آلية إصدار صكوك الإجارة (المحلية) في ماليزيا



المصدر: بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 200.

رابعاً: التقدير الشرعي لصكوك الإجارة المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

إن عملية إصدار صكوك الإجارة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا تتم وفقاً للمعايير اللازمة لصكوك الاستثمار الشرعية المتعمدة من هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، وتم اعتمادها أيضاً من اللجنة الاستشارية الشرعية، ويسمح بالتعامل في إصدار وتداول صكوك الإجارة في ماليزيا<sup>1</sup>.

خامساً: تطور صكوك الإجارة المحلية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الفترة من 2006-2011.

يمكن أن تمثل تطور إصدار صكوك الإجارة في الجدول التالي:

(1) - نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص 177.

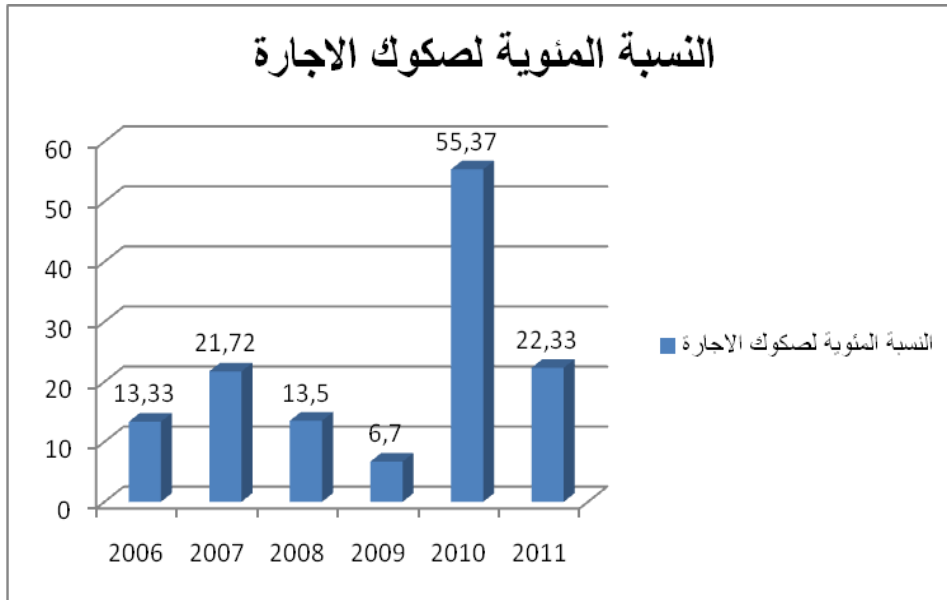
الجدول رقم (17): تطور إصدار صكوك الإجارة المحلية في ماليزيا خلال الفترة (2006-2001)

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011
النسبة المئوية لصكوك الإجارة	13,33	21,72	13,5	6,7	55,37	22,33

المصدر: Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market by the securities commission : 2006-2007-2008-2009-2010-2011.

ويمكن إعادة ترجمة الجدول في المنحنى التالي:

الشكل رقم (39): تطور إصدار صكوك الإجارة المحلية في ماليزيا خلال الفترة (2011-2006)



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على المعطيات السابقة.

تحليل المعطيات:

لقد تميز إصدار صكوك الإجارة بالنمو المستمر ابتداء من سنة 2004 والتي تعتبر أول سنة لإصدار هذه الصكوك بنسبة 2.5% إلى غاية 2007 لكن بنسب ضعيفة نوعا ما، ثم بدأ التراجع في إصدار صكوك الإجارة سنتي 2008 و2009، ليعاود الإصدار في النمو ويبلغ أعلى مستوياته سنة 2010<sup>(1)</sup>، حيث تزامنت هذه السنة مع مشاريع شبكة التنمية المستدامة في ماليزيا فازدادت المشاريع وازداد معها التأجير للمشاريع.

(1) The Malaysian Islamic Capital Market, Securities Industry Development Center, Securities Commission of Malaysia, 2010, p17.

[http://www.sc.com.my/eng/html/icm/0709\\_msianicm.pdf](http://www.sc.com.my/eng/html/icm/0709_msianicm.pdf)

## الفرع الثالث: صكوك الإستصناع.

يتطرق هذا الفرع إلى تعريف صكوك الإستصناع في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وآلية إصدارها في هذه السوق، ثم التقدير الشرعي لها، ثم تطورها في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الفترة 2006-2011.

## أولاً : تعريف صكوك الاستصناع في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

تعتبر صكوك الإستصناع إحدى منتجات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وتقوم على أساس التمويل، وهي الوثائق أو الشهادات التي تمثل بها الأصول ويتم إصدارها على أساس بيع الاستصناع لإثبات المديونية من قبل الجهة المصدرة (المستصنع) للجهة الممولة<sup>(1)</sup> ولا يوجد تعريف دقيق لهذه الصكوك لأن "التعليمات على عرض الصكوك الإسلامية" الصادرة من الهيئة قد ركزت على تعريف الاستصناع فقط، وهو عبارة عن شراء العين حيث يطلب المشتري من البائع أو المقاول لصنعه أو بنائه الذي سينجز في المستقبل، وفقاً لمواصفات معينة تم الاتفاق بشأنها وبسعر وتاريخ تسليم محددين، وفي بيع الاستصناع لا يشترط الدفع المسبق عند العقد، بل يمكن تأخر الدفع أو الأقساط بحسب مراحل تصنيع المشروع الكامل، ولا يشترط في بيع الاستصناع أن يكون المستصنع هو الذي يقوم بنفسه بتنفيذ العمل المطلوب، إذ بإمكانه أن يعهد بذلك العمل أو بجزء منه إلى جهات أخرى تنفذه تحت إشرافه ومسؤوليته<sup>(2)</sup>

وقد جاء في هذا التعريف تعريف كل من الاستصناع والاستصناع الموازي وحتى عملية تقسيط الدين الذي أقره المجمع الفقهي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامية في قرار 65 (7/3).

وأول إصدار لصكوك الاستصناع في ماليزيا كان سنة 2003م من طرف شركة SKS Power Sdn Bhd بقيمة 5.6 مليار رينغت ماليزي ومدة استحقاق هذه الصكوك من خمس إلى تسع سنوات.<sup>(3)</sup>

## ثانياً: آلية إصدار صكوك الاستصناع في سوق رأس المال الإسلامي ماليزيا:

يتم إصدار هذه الصكوك في سوق رأس المال الإسلامي ماليزيا وفق الآلية التالية:<sup>(4)</sup>

1) إبرام عقد الاستصناع بين الجهة المصدرة (المستصنع) والمقاول (الصانع) على شيء موصوف وفي هذا المثال مشروع المباني هو (المصنوع).

2) تباع الجهة المصدرة المصنوع إلى الجهة الممولة نقداً بضمن تكلفة المصنوع للحصول على تمويل لهذا المشروع.

3) تقوم الجهة الممولة بدفع ثمن تكلفة المصنوع إلى الجهة المصدرة عاجلاً، وفي هذه الحالة تدفع الجهة المصدرة إلى المقاول نقداً ليصنع المصنوع نيابة عنها، وفي الغالب قد يكون المقاول تابعاً للجهة المصدرة.

(1) - سحاسورياني صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص114

(2) Securities Commission, Annual Report 2010, p14.

(3) - بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص197.

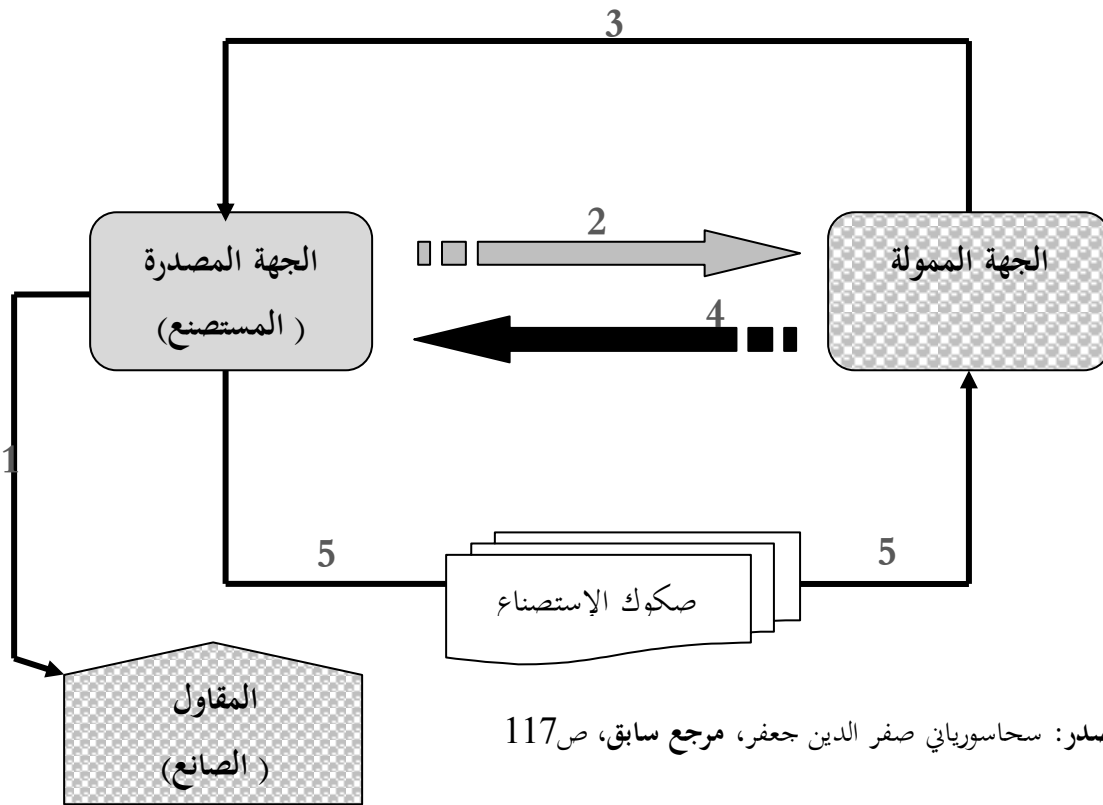
(4) - سحاسورياني صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص117

4) تقوم الجهة الممولة بإعداد المصنوع للجهة المصدرة فوراً بمثل الثمن الأول مع زيادة ربح معلوم على دفعة واحدة أو أقساط، بحسب مراحل تصنيع المشروع وفقاً لبيانات يوفرها خبير بالصناعة بحسب مراحل سير الصناعة، فهذه المعاملة تكون على أساس البيع بالثمن الآجل أو بيع المراجحة.

5) ولإثبات أن الجهة المصدرة سوف تلتزم بسداد ثمن شراء المصنوع، فإنها تصدر صكوك الاستصناع وتسليمها إلى الجهة الممولة كإثبات مديونية لها على الجهة الممولة.

يمكن تمثيل آلية صكوك الاستصناع في ماليزيا وفق الشكل التالي:

الشكل رقم (40): آلية إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا



المصدر: سحاسورياني صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص 117

وفي التجربة الماليزية يسمح بتداول الصكوك في السوق الثانوية ولكن وضعت لذلك هيئة الأوراق المالية الماليزية شرطاً وهو: ضرورة وجود الضمان في العقد وذلك لتسديد سعر المصنوع، وهي مسؤولية كاملة من قبل جهة المصدر وهذا ليكون الدين مستقراً من جهة المصدر في استيفاء ثمن المصنوع المصكوك<sup>(1)</sup>

(1) - نفس المرجع السابق، ص 117.



ثالثا: التقدير الشرعي لصكوك الاستصناع المتبعة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا<sup>(1)</sup>:

1- من خلال تعريف صكوك الاستصناع المتبعة في ماليزيا بأنها الوثائق التي تمثل بها قيمة الأصول ويتم إصدارها على أساس بيع الاستصناع لإثبات المديونية من قبل الجهة المصدرة، نجد أنها تختلف عن تعريف صكوك الاستصناع والذي بموجبه تعتبر هذه الصكوك وثائق تمثل ملكية جزئية من رأس مال عملية الاستصناع، حيث يكون هذا رأس مال الاستصناع مقسم إلى أجزاء كل جزء يعبر عنه بصك وليست إثبات دين من عملية ناتجة عن استصناع.

2- إذاً هي عبارة عن شهادات إثبات دين صادر من الجهة المصدرة إلى الجهة الممولة، وهو لإثبات دين الأصول المباعة على بيع بئمن آجل/مراجعة، المصنوعة وفق آلية الاستصناع.

3- بنية صكوك الاستصناع في ماليزيا تنقسم إلى قسمين وهما:

أ- القسم الأول هو عملية استصناع مواز تكون فيها الجهة الممولة مستصنع أول والجهة المصدر صانعا أول ومستصنعا ثاني والمقاول صانعا نهائي.

ب- القسم الثاني هو بيع بئمن اجل للأصل من الجهة الممولة إلى الجهة المصدرة وينتج عن هذا دين يغطي بإصدار صكوك من الجهة المصدرة إلى الجهة الممولة لضأن الدين.

4- إذن الصكوك هذه ناتجة عن عملية بيع بئمن آجل.

5- لو لاحظنا في آلية إصدار صكوك الاستصناع المعروضة سابقا نجد أن: النقطة رقم (2) وهي بيع الجهة المصدرة إلى الجهة الممولة، ثم النقطة (3) وهي تسديد قيمة البيع نقد (مع الملاحظة أن المقاول تابعة للجهة المصدرة)، ثم النقطة (4) تباع الجهة الممولة المصنوع ذاته ثانية للجهة المصدرة بئمن أعلى من الثمن الأول، والنقطة (5) إصدار صكوك تغطية الدين لو لاحظنا هذه النقاط لوجدنا أنها هي نفسها النقاط التي يقوم عليها إصدار صكوك البيع بئمن آجل المتكلم عنها سابقا والقائمة على مخالفة بيع العينة.

6- أما من ناحية تداولها فإنها تداول دين غير مضمون ثبوته، فإذا حكمنا بحكم المالكية القاضي بتداول الدين بشروط فإننا لا نرى شروطه تتحقق لوجود الغرر فيه وذلك بطرح التساؤل هل سينجح إتمام الصنع أم لا ؟ فلماذا لا يمكن تداول هذه الصكوك حتى وان كانت هناك رقابة من الهيئة، ومن هذا المنطلق فإن تداول هذه الصكوك غير متوافقة مع الشريعة.<sup>(2)</sup>

(1) - بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص198.

(2) - سحاسورياني صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص118.

فاستخدام صكوك الإستصناع حسب التجربة الماليزية لا يوفر خصائص صكوك الإستصناع في تعريف المعايير الشرعية بأنها: " وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك".

إذن فإن إصدار وتداول صكوك الإستصناع في التجربة الماليزية غير متوافق مع الشريعة الإسلامية ولا يقوم على أساس شرعي، لأنه يشتمل على بيع الدين والذي حرمه كثير من العلماء، كما يقوم على مبدأ تصكيك الدين النقدي المحرم شرعا.

رابعاً: تطور صكوك الإستصناع في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الفترة (2006-2011)

يمكن تتبع تطور صكوك الإستصناع للفترة (2006-2011) في ماليزيا من خلال الجدول التالي:

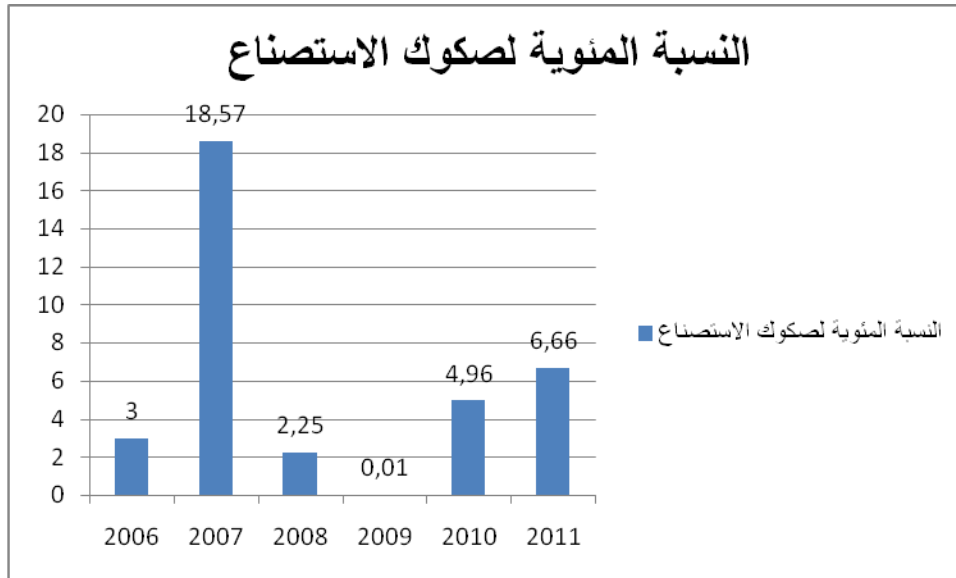
الجدول رقم (18): تطور إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا خلال الفترة (2003 - 2006)

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011
النسبة المئوية لصكوك الاستصناع	3	18,57	2.25	0.01	4.96	6.66

المصدر: Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market by the securities commission : 2006-2007-2008-2009-2010-2011.

ويمكن إعادة صياغة الجدول السابق إلى المنحنى التالي:

الشكل رقم (41): تطور إصدار صكوك الإستصناع في ماليزيا خلال الفترة (2006-2011)



المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على المعطيات السابقة.

## تحليل المعطيات:

إن أعلى نسبة إصدار لصكوك الإستصناع كانت في أول سنة إصدار لها وهي سنة 2003 بنسبة 46.5% من الصكوك إجمالاً، وذلك بقيمة 5.6 مليار رينغت ماليزي، والتي تعتبر من أكبر الإصدارات في ماليزيا، ثم انخفض الإصدار في السنة الموالية ليعاود الارتفاع سنة 2005 وذلك نتيجة التعديل الضريبي، حيث أعلن وزير المالية الماليزي على عدة تدابير ضريبية لتشجيع استخدام التمويل الإسلامي في المعاملات وذلك بخفض الضريبة المدفوعة عند انتقال الأصول وهذا ما يحدث في صكوك الاستصناع والبيع بثمن اجل والمراجحة<sup>(1)</sup>، ثم عاود الانخفاض في الإصدار سنة 2006 لأخذ صكوك المشاركة أغلبية الإصدار في هذه السنة والسنوات الموالية، لترتفع نسبة الإصدار سنة 2007 لكنها تبقى أقل مقارنة بأعلى نسبة إصدار في أول سنة وهي 2003، لتبقى نسبة الإصدار في تذبذب لكن بنسب منخفضة إلى غاية سنة 2011.

## الفرع الرابع: صكوك المضاربة.

يعنى هذا الفرع بتعريف صكوك المضاربة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وآلية إصدارها في هذه السوق، والتقدير الشرعي لها ثم تطورها في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الفترة 2006-2011. أولاً: تعريف صكوك المضاربة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

لم يعط لها تعريفاً صريحاً ما عدا التعريف الموجود لعقد المضاربة الشرعية في التعليمات عرض الأوراق المالية الإسلامية لشهر جويلية 2004 الصادر من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية<sup>2</sup>، وأول إصدار لصكوك المضاربة من طرف PG Municipal Assete Bhd بقيمة 80.0 مليون رينغت ماليزي.<sup>(3)</sup>

## ثانياً: آلية إصدار صكوك المضاربة في سوق رأس المال الإسلامي ماليزيا.

يتم إصدار صكوك المضاربة في سوق رأس المال الإسلامي ماليزيا وفق الخطوات التالية:

- 1- تقوم البلدية بإنشاء هيئة خاصة بالمشروع وتقوم هذه الأخيرة بإصدار صكوك مضاربة بقيمة 80 مليون رينغت ماليزي ويقوم حملت الصكوك (جهة المكتتب الأول) بالتسديد نقداً حيث يعتبر هنا حملت الصكوك (رب المال الأول) وتكون الهيئة الخاصة (مضارب أول) والعقد بينهما مضاربة أولى.
- 2- تقوم هذه الهيئة بالمضاربة بهذا المال فتصبح (رب مال ثاني) مع جهة محلية وتكون هذه الجهة المحلية في مقام (مضارب ثاني) والعقد هنا مضاربة ثانية.
- 3- بعد الانتهاء تقسم الهيئة المحلية (مضارب ثاني) بينها وبين الهيئة الخاصة بالمشروع (رب مال ثاني) وذلك بعد اقتطاع الضرائب من طرف مصلحة الضرائب.

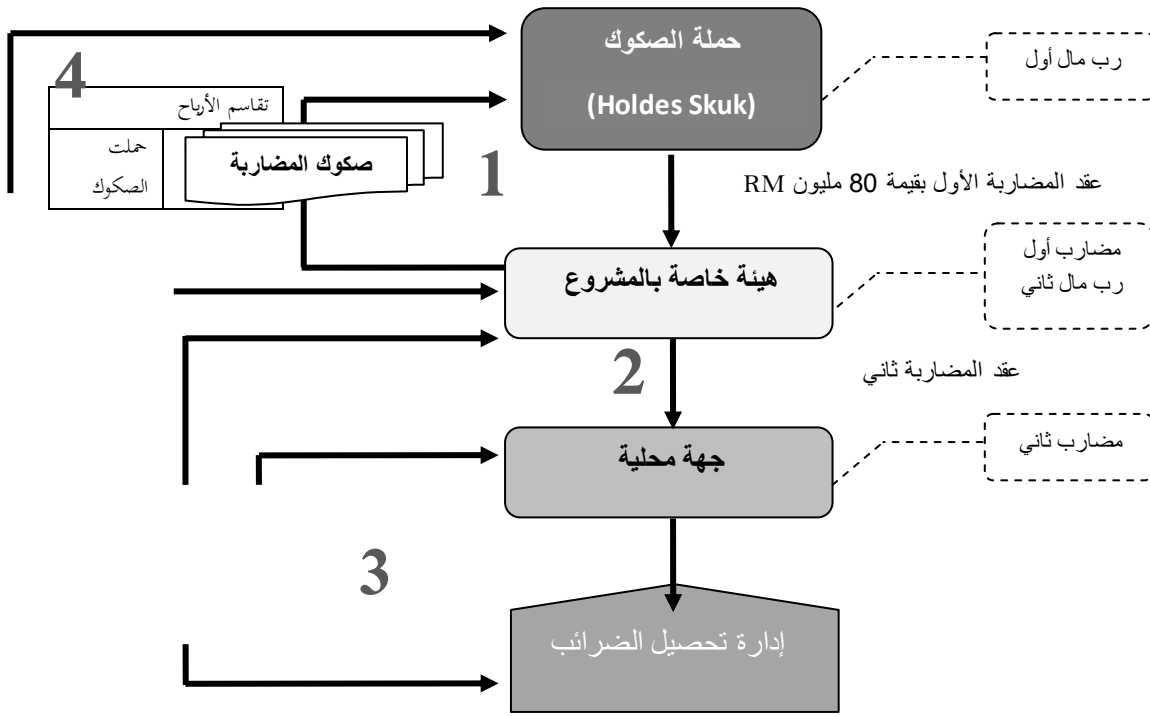
(1)-Securities Commission Annual Report 2008,p16.

(2)- بن الصيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص206.

(3)-Securities Commission Annual Report 2005, pp 2- 22

4- تقوم الهيئة الخاصة بالمشروع باعتبارها (مضاربة أول) بتقسيم الأرباح بينها وبين حملة الصكوك. ويمكن تمثيل آليتها بالشكل التالي<sup>(1)</sup>:

الشكل رقم (42): آلية إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا



تقاسم الأرباح	
الهيئة الخاصة	الجهة المحلية

المصدر: بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 207.

ثالثاً: التقدير الشرعي لصكوك المضاربة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

بالنظر لآلية عمل صكوك المضاربة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا نجد أنها تتوافق وصكوك المضاربة

الشرعية، التي تم التفصيل فيها سابقاً.

(1)- The Malaysian Islamic Capital Market, Securities Industry Development Center, Securities Commission of Malaysia, 2010, p24.

رابعاً: تطور صكوك المضاربة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الفترة (2006-2011).  
يمكن تتبع تطور صكوك المضاربة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الفترة (2006-2011) من خلال الجدول التالي:

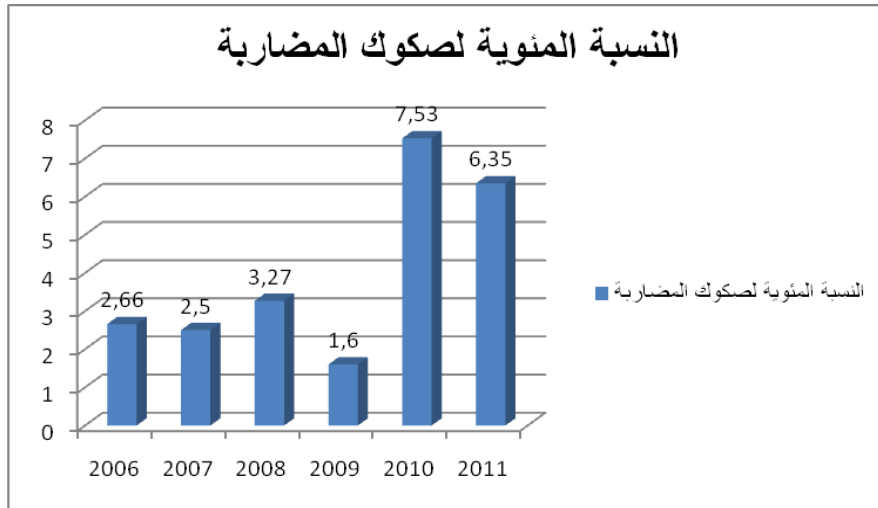
الجدول رقم (19): تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة (2006-2011)

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011
النسبة المئوية لصكوك المضاربة	2.66	2.5	3.27	1.6	7.53	6.33

المصدر: Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market by the securities commission : 2006-2007-2008-2009-2010-2011.

ويمكن ترجمة هذه المعطيات إلى الشكل البياني التالي:

شكل رقم (43): تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة (2006-2011)



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على المعطيات السابقة.

#### تحليل المعطيات:

إن أول إصدار لصكوك المضاربة كان سنة 2005، ثم واصل هذا الإصدار في النمو وذلك لقيام اللجنة الاستشارية الشرعية على الاعتماد على هذا النوع من الصكوك القائمة على مقاسمة الربح والمخاطر (الخسارة).

#### الفرع الخامس: صكوك المشاركة.

يعني هذا الفرع بتعريف صكوك المشاركة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وآلية إصدارها في هذه السوق، والتقدير الشرعي لها ثم تطورها في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الفترة 2006-2011.

أولاً: تعريف صكوك المشاركة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

لم نجد لها تعريف صريحاً لدى هيئة الأوراق المالية الماليزية حيث تم الاكتفاء على مستواها بوضع تعريف للمشاركة كعقد استثمار وذلك في تعليمات عرض الأوراق المالية الإسلامية في جويلية 2004<sup>(1)</sup>، كانت أول إصدار صكوك المشاركة سنة 2005 من طرف Musyarkah One Capital Bhd بقيمة 2.50 مليار رينغت ماليزي.<sup>(2)</sup>

ثانياً: آلية إصدار صكوك المشاركة في سوق رأس المال الإسلامي ماليزيا.

يتم إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا وفق الخطوات التالية:

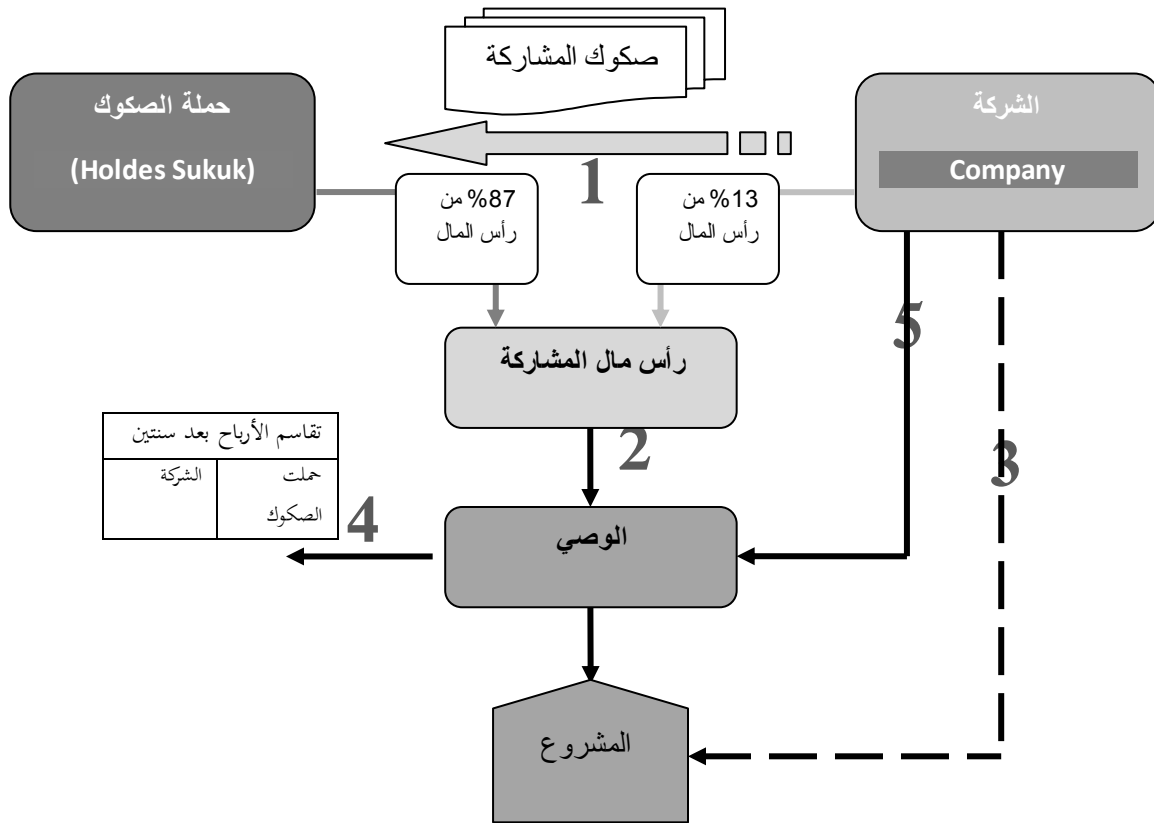
- 1- تقوم الشركة بإصدار الصكوك ويقوم حملة الصكوك بتسديد القيمة المكتتب بها والمقدرة بـ 87% من قيمة المشروع، وتقوم الشركة المصدرة بدفع 13% الباقية من قيمة المشروع، وبذلك يتشكل رأس مال المشاركة.
  - 2- دفع رأس مال المشاركة إلى الوصي.
  - 3- مساعدة الشركة للوصي في إدارة المشروع.
  - 4- إنهاء المشروع، ويقوم الوصي بتقسيم الأرباح بين الشركة والمستثمرين (حملة الصكوك) كل حسب نسبة مساهمته، ويكون هذا بعد سنتين من بدء المشروع.
  - 5- دفع أجرة الوصي من طرف الشركة.
- يمكن تمثيل آلية إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا بالشكل التالي<sup>(3)</sup>:

1 بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 206.

(2) Securities Commission Annual Report 2005, pp 2- 21

(3) -بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 204.

الشكل رقم (44): تطور إصدار صكوك المشاركة المحلية في ماليزيا خلال الفترة (2006-2001)



المصدر: بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص206.

ثالثا: التقدير الشرعي لصكوك المشاركة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

بالنظر لآلية عمل صكوك المشاركة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا نجد أنها تتوافق وصكوك المشاركة الشرعية، التي تم التفصيل فيها سابقا، حيث حثت اللجنة الاستشارية الشرعية الماليزية على استعمالها. ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

رابعا: تطور إصدار صكوك المشاركة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الفترة (2006-2011)

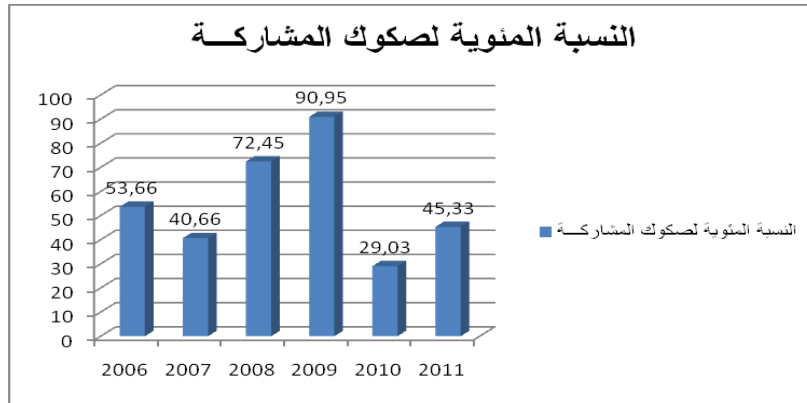
الجدول رقم (20): تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة (2006-2011)

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011
المسبة المئوية لصكوك المشاركة	53.66	40.66	72.45	90.95	29.03	45.33

المصدر: Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market by the securities commission : 2006-2007-2008-2009-2010-2011.

ويمكن تمثيل المعطيات بالشكل البياني التالي:

الشكل رقم (45): تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة (2006-2011)



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على المعطيات السابقة.

#### تحليل المعطيات:

لقد كان أول إصدار لصكوك المشاركة سنة 2005 وذلك بنسبة 12.6% من مجموع الصكوك، وما يمكن ملاحظته هو الإقبال الشديد على إصدار صكوك المشاركة على حساب بقية الصكوك إبتداء من سنة 2006 التي نمت فيها نسبة إصدار هذه الصكوك بشكل كبيرة، مقارنة بسنة 2005، حيث بلغت نسبة، الزيادة في الإصدار بين هاتين السنتين 41,06%، إلى أن بلغت ذروتها سنة 2009 بنسبة إصدار راوحت 90,95 في المائة من مجموع الصكوك الإسلامية المطروحة في السوق<sup>(1)</sup>. نظرا لإرشادات هيئة الأوراق المالية للمستثمرين والمصدرين.

الفرع السادس: تطور إصدار الصكوك مقارنة مع السندات في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة (2006-2011).

يمكن عرض تطور الصكوك التي أقرت بتوافقها الشرعي لجنة الاستشارة الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة 2006-2011م في الجدول التالي:

جدول رقم (21): تطور إصدار الصكوك مقارنة مع السندات في ماليزيا خلال الفترة (2006-2011)

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011
النسبة المئوية لصكوك البيع بثمان آجل	16	4,86	2,97	0	0,34	8,33
النسبة المئوية لصكوك المرابحة	11,33	11,62	5,62	0,6	2,75	11
النسبة المئوية لصكوك الاجارة	13,33	21,72	13,5	6,7	55,37	22,33
النسبة المئوية لصكوك الاستصناع	3	18,57	2,25	0,01	4,96	6,66
النسبة المئوية لصكوك المضاربة	2,66	2,5	3,27	1,6	7,53	6,35
النسبة المئوية لصكوك المشاركة	53,66	40,66	72,45	90,95	29,03	45,33

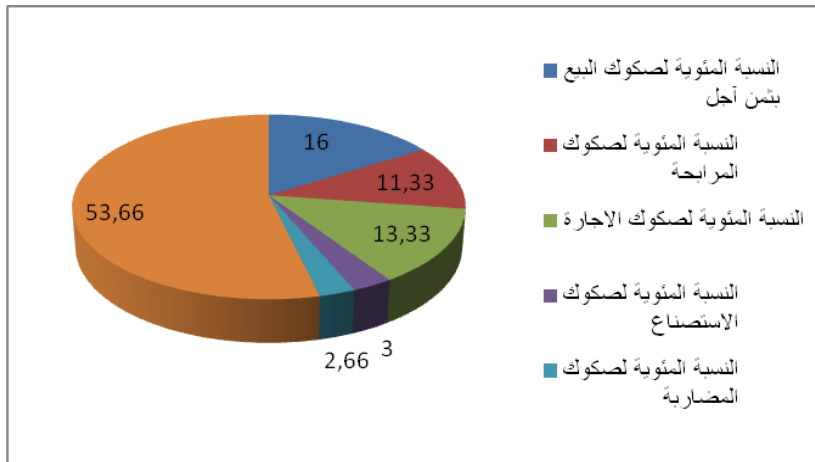
المصدر: Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market by the securities commission :

2006-2007-2008-2009-2010-2011.

(1)-Malaysia icm September 2007vol 02 no 3 p 18 visited in 2007/10/12 .  
http://www.sc.com.my/eng/html/icm/0709\_msianicm.pdf

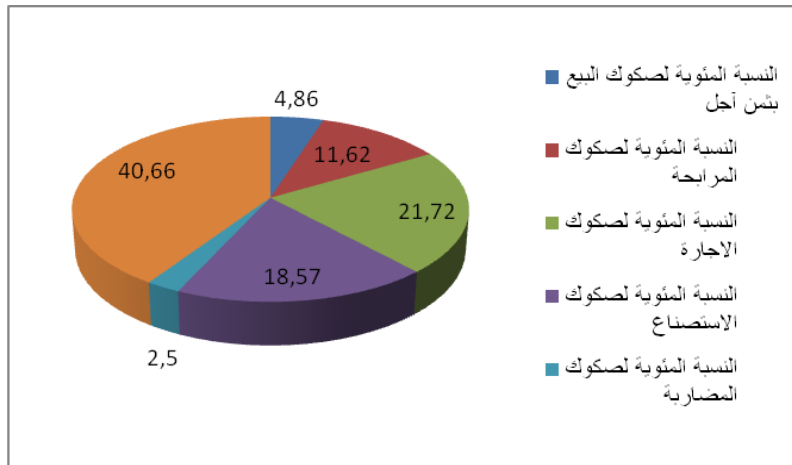


شكل رقم 46: التمثيل البياني لنسبة الصكوك لسنة 2006



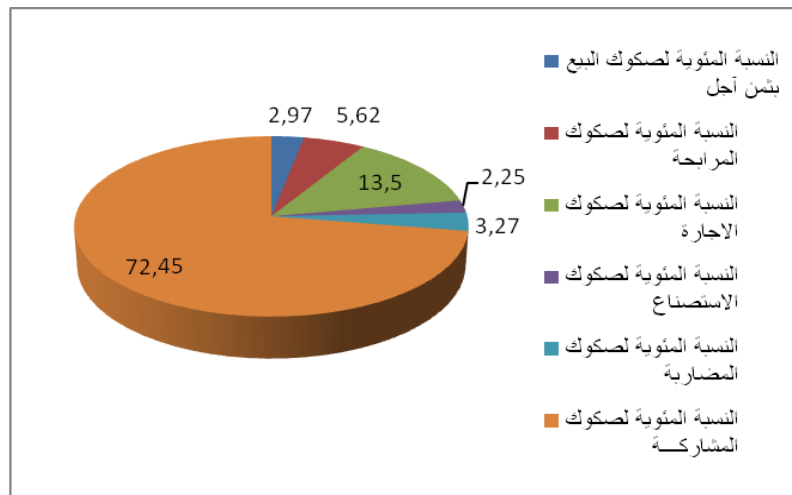
المصدر: من إعداد الطالبة بناء على المعطيات السابقة للجدول رقم 20.

شكل رقم 47: التمثيل البياني لنسبة الصكوك لسنة 2007



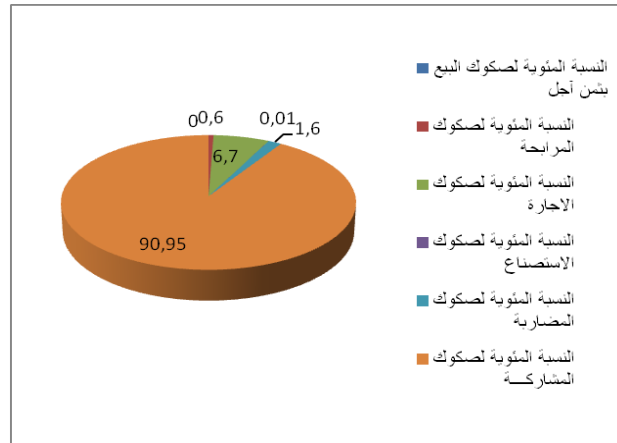
المصدر: من إعداد الطالبة بناء على المعطيات السابقة للجدول رقم 20.

شكل رقم 48: التمثيل البياني لنسبة الصكوك لسنة 2008



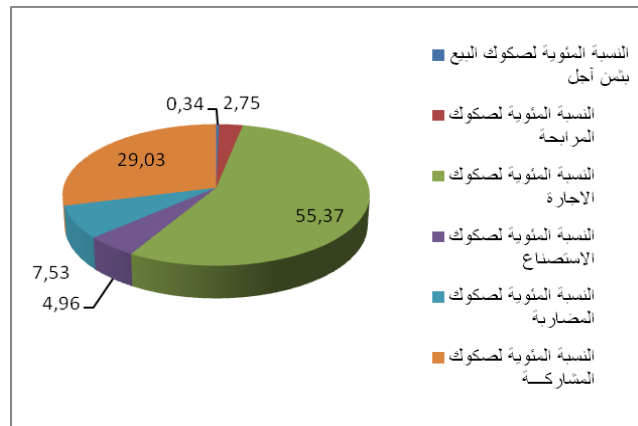
المصدر: من إعداد الطالبة بناء على المعطيات السابقة للجدول رقم 20.

شكل رقم 49: التمثيل البياني لنسبة الصكوك لسنة 2009\*



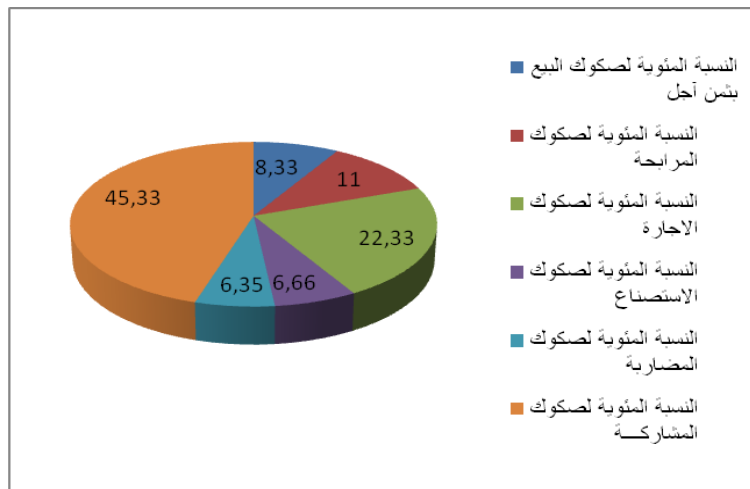
المصدر: من إعداد الطالبة بناء على المعطيات السابقة للجدول رقم 20.

شكل رقم 50: التمثيل البياني لنسبة الصكوك لسنة 2010



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على المعطيات السابقة للجدول رقم 20.

شكل رقم 51: التمثيل البياني لنسبة الصكوك لسنة 2011



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على المعطيات السابقة للجدول رقم 20.

## المبحث الثاني: المشتقات والمعاملات والمؤشرات في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

تتنوع عقود المعاملات وإجراءات التعامل في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بين مشتقات وخدمات وساطة ومؤشرات تتباين في التقدير الشرعي لها من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

### المطلب الأول: المشتقات في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

يتم تداول المشتقات في بورصة خاصة بها، وهي بورصة المشتقات الماليزية وهي بورصة لها سمسارتها الخاصون بها المختلفين عن سماسرة ووسطاء بورصة ماليزيا المحدودة وهي تخضع لقانون صناعة المستقبلات لعام 1993 ومن أسس الاختلاف بينها وبين بورصة ماليزيا المحدودة الأدوات، ومن خلال هيكل بورصة المشتقات الماليزية التنظيمي نجد أنه لا وجود فيه للجنة الاستشارية الشرعية.

ولا وجود كذلك لقسم سوق رأس المال للمشتقات الماليزية الإسلامية بعكس ما هو عليه الحال في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، والذي له لجنة استشارية شرعية.

### الفرع الأول: التقدير الشرعي لتداول عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام في ماليزيا.

إن اللجنة الاستشارية الشرعية المنبثقة عن هيئة الأوراق المالية الماليزية، تتكفل بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي بالتقدير الشرعي للمستقبلات، إذ إن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية في اجتماعها الحادي عشر، الذي انعقد في 26 نوفمبر 1997 قررت بأن عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام وعقود المستقبلات لنواة زيت النخيل الخام جائز التعامل فيها شرعا وهي متوافقة مع الشريعة.<sup>(1)</sup>

واعتمدت اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية في إنجازها لعقود المستقبلات لزيت النخيل الخام وعقود المستقبلات لنواة زيت النخيل الخام على النقاط التالية:<sup>(2)</sup>

1- حقيقة التعامل في عقود المستقبلات تكيف على أنها من قبيل بيع الموصوف في الذمة بصيغ البيع لذلك يجوز تأجيل المبيع والتمن إلى المستقبل ومن هنا كان رأيهم أنه ليس من بيع الدين بالدين.

2- عقود المستقبلات على السلع أيضا ليست من بيع ما ليس عند المتعاملين لأن السلعة في الحقيقة موجودة في المخازن كما حددتها البورصة في ماليزيا، حيث توجد ثلاثة مخازن متخصصة لتسليم السلعة وهي بورت كنج (Port Kelang) وبينانج (Penang) وفي باسير كوداج جوهر (Pasir Gudang Johor) حسب اختيار البائع كما

كتب في مواصفات العقد.

(1) - بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 210.

(2) - نورليامت سعيد جعفر، مرجع سابق، ص 105-120.

3- من أساسيات العقود النمطية حيث تحدد كل الأمور المؤدية إلى الغرر من كمية السلعة ونوعها والسعر ووقت التسليم وكل هذه الأمور مكتوبة بدقة ووضوح في العقد بالإضافة إلى إشراف السوق والقانون لضمان عدم حدوث الغش أو الخداع كل ذلك ينفي الغرر.

4- عقود المستقبلات على السلع لا تتضمن عنصر الربا المحرمة شرعا على عكس عقود المستقبلات على السندات والعملات الأجنبية المحرمة شرعا، لقيامها على التعامل بالربا.

5- أما من ناحية أنها مقامرة ومضاربة، فإن المضاربة تحرم إذا صاحبها ممارسات غير أخلاقية كالكذب والإشاعات والاحتكار وتقديم المعلومات المضلة، كما أن المستثمرين إذا كانوا يشترون ويبيعون عقود المستقبلات لغرض المقامرة فهذا لا يجوز شرعا، ولكن إذ قام المستثمرون ببيع أو شراء هذه العقود من أجل التحوط من تقلبات الأسعار ويتحقق ذلك بتسليم السلعة في مدة الاستحقاق فهي جائزة، على أساس أنها بيع موصوف في الذمة بصيغة البيع بتأجيل الثمن المثلث.

6- أما من ناحية أنه قبل القبض فإنهم يحتجون برأي المالكية الذي يرى فيه أنه يصح للمشتري أن يتصرف في المبيع قبل قبضه سواء كان المبيع منقولاً أو غير منقول وقصر المنع على بيع الطعام قبل قبضه وذلك لغلبة تغير الطعام بخلاف ما سواه وأجازه في غير الطعام لأنه بمجرد العقد يكون المبيع في ضمان المشتري فهو في حكم المقبوض.

7- أما من ناحية التسوية النقدية فتجوز لأن القيمة النقدية مفيدة للمستثمر، فهدفه من إبرام عقود المستقبلات هو التحوط وهذه الحالة لا تجعل عقود المستقبلات للسلع من الغرر باعتبار أن الشريعة تجيز التسليم والتسوية بقيمتها من النقود بشرط الاتفاق بين طرفي العقد.

**الفرع الثاني: الرد على الحجج التي ساقتها اللجنة الاستشارية الشرعية في إيجازها لعقود المستقبلات لزيت النخيل الخام.**

1- حقيقة بيع الموصوف في الذمة:

تعريف بيع الموصوف في الذمة: وهو بيع على أساس الإخبار ببيعة المبيع وصفته من غير رؤيته صورة:

أ- إذا وقع بلفظ البيع:

- إذا كان الثمن حالا واستوفى بقية شروط السلم فهو مجاز.

- إذا كان الثمن مؤجلا فهو بيع الكالئ بالكالئ وقد أقر الإجماع على منعه.

ب- إذا وقع بلفظ السلم:

- انعقاد السلم على أن المبيع والثمن حالان، فهو السلم الحال وهو محل خلاف.

- إذا كان الثمن حالا فهو السلم المؤجل وهو جائز بالإجماع.

- إذا كان الثمن مؤجلا فهو بيع الكالئ بالكالئ وقد أقر الإجماع على منعه.

- نصل مما سبق إلى أن تأخر الثمن والمثمن سواء كانت الصيغة بلفظ البيع أو بلفظ السلم فانه من باب الكالئ بالكالئ وهو ممنوع شرعا بالإجماع كما سلف.
- 2- إنه من شروط بيع الموصوف في الذمة، أن العين لا تكون معدومة أو غير مملوكة ووجودها في المخازن المسماة ليس دليلا للملكية (البائع)، إضافة إلى قيام البائع بالتحوط إذ لم نقل للمقامرة وهذا يؤكد عدم ملكيته للسلعة.
- 3- إن نقطة البيع قبل القبض التي هي أحد أبواب حجتهم تدل على عدم الملكية للسلعة المباعة.
- 4- أما من ناحية التسوية النقدية فهي من باب القمار المحرم شرعا.
- بالنسبة لعقود المستقبلات المالية، قررت اللجنة الاستشارية الشرعية هيئة الأوراق المالية الماليزية في اجتماعها الثالث عشر الذي انعقد في 19 مارس 1998، بأن عقود المستقبلات لمؤشر كوالالمبور المركب، وعقود المستقبلات لمعدل الإقتراض بين بنوك كوالالمبور غير جائزة شرعا، لأن عقود المستقبلات لمؤشر كوالالمبور المركب يتكون من الأسهم التي لا توافق عليها اللجنة الاستشارية الشرعية هيئة الأوراق المالية الماليزية.
- أما عقود الخيار فان اللجنة الاستشارية الشرعية لا تجيزها وتعتبرها غير جائزة وغير متوافقة مع الشريعة الإسلامية<sup>(1)</sup>

### المطلب الثاني: خدمات الوساطة والبيع القصير في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

يتطرق هذا المطلب إلى مناقشة خدمات الوساطة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، من سمسة وإدارة الاستثمار ورقابة شرعية، ثم مناقشة قرار اللجنة الاستشارية الشرعية التابعة لهيئة الأوراق المالية حول شرعية البيع القصير في هذه السوق.

### الفرع الأول: خدمات الوساطة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

إن فئة الوسطاء الماليين تغلب دورا هاما في إدارة وتنظيم عمليات تبادل الأسهم لاسيما الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية وصناديق الاستثمار الإسلامية، وتعتبر وسيطا بين وحدات العجز والفائض، وتمارس معاملاتها وفقا لأحكام الشريعة وهي خالية من عناصر محرمة شرعا، وإحدى خدماتها هي توفير المعلومات اللازمة للبائعين والمشتريين عن كافة الأمور ذات الصلة بها، أما الرقابة الشرعية أيضا تعتبر إحدى الخدمات الجوهرية المتوفرة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وهذه لضمان التزام أنشطة في هذا السوق بأحكام الشريعة الإسلامية، ومن أهم أقسام خدمات الوساطة « Intermediaries & Services » المتوفرة في هذا السوق ما يلي:

### أولا: السمسرة « Stockbroking »

يمكن تعريف السمسرة شرعا بأنها الوساطة بين البائع والمشتري مقابل أجرة في غير عقد إجارة، والسمسار مسؤول عن إتمام البيع والشراء في الأسهم المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي<sup>2</sup>، وفي التجربة الماليزية

(1) - نورليامت سعيد جعفر، مرجع سابق، ص176.

(2) - نورليامت سعيد جعفر، مرجع سابق، ص176.

توفر بعض شركات السمسرة خدمة السمسرة الإسلامية « Islamic Stockbroking Services »، والتي تساعد جمهور المسلمين وغيرهم للاستثمار في الأسهم المدرجة في سوق رأس المال الماليزي المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية فقط، والتي تسمح بها اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية للتداول بها، ومن أهم شركات السمسرة الإسلامية المشهورة في ماليزيا<sup>1</sup>:

Bank Islam Malaysia Berhad – BIMB Securities Sdn Bhd -1  
PTB Securities -2

وأما شركات السمسرة التقليدية والتي تحتوي على نوافذ السمسرة الإسلامية - Islamic Stock- broker Windows<sup>(2)</sup>:  
Rashid Hussain Securities -1  
AM Securities -2  
TA Securities -3

وتشترط سوق رأس المال الإسلامي أن يتم التعامل في الأسهم المدرجة بواسطة السماسرة المقيدون في السوق، وذلك لأن المتعاملين في السوق لا يعرف بعضهم بعضا، بل يكفي أن يعطي العميل أمره إلى سمساره ليقوم بإجراء العمليات اللازمة حسب القوانين والأنظمة المقررة في قواعد أعمال سوق رأس المال الإسلامي « Bursa Malaysia Business Rules »، حيث وفرت هذه القواعد التعليمات العامة التي تتطلبها شركات السماسرة لتوفير خدمات السمسرة الإسلامية، والغرض الأساسي لهذه الخدمات هو مساعدة المستثمرين المسلمين على التعامل في البورصة<sup>(3)</sup>.

### ثانيا: إدارة الاستثمار « Investment Management »:

إدارة الاستثمار عبارة عن أعمال الإدارة لمحفظة الأوراق المالية التي تديرها وتمارسها الشركات المحددة ذات المؤهلات والمواصفات المعينة لغرض الاستثمارات نيابة عن عملائها<sup>4</sup>، وهذه الشركات يتوافر فيها الصندوق الخاص لتوفير الموارد المالية من عملائها كالأفراد الذين يملكون من الأموال أكثر من 1 مليون رينجيت ماليزي، أو المؤسسات المعينة مثل صندوق التوفير للعاملين، والمؤسسات الحكومية الماليزية، وشركات صناديق الاستثمار والتي لديها من الأموال أكثر من 50 مليون رينجيت ماليزي، وفي هذه الحالة، تكون شركات إدارة الاستثمار مسؤولة مسؤولية كاملة عنها لأن تستثمر مجموعة الموارد المالية من عملائها في مجال الاستثمارات المعينة وتكون إدارة الصندوق «Fund Manager» وسيطا ووكيلا عن عميله في تنفيذ كل الإجراءات المتعلقة بإدارة الاستثمار.

وتركز صناديق إدارة الاستثمار الإسلامية في ماليزيا حاليا على أصحاب المدخرات الصغيرة حيث تجمع من الأموال لتشكيل محافظ استثمارية وفق مبدأ التنوع الذي يؤدي إلى تقليل مخاطر الاستثمار، وتستثمر هذه

(1)- <http://www.sc.com.my>

(2)- <http://staf.uum.edu.my/alib/w3053/icm.pdf>

(3)- نورليامت سعيد جعفر، مرجع سابق، ص70.

(4)- Securities commission of Malaysia, Annual report 2009, p30.

الصناديق في مجال الاستثمارات المتوافقة مع الضوابط الشرعية، وعمل ودور هذه الصناديق فعليا كالوسطاء أو الوكلاء للمدخرات، ودور إدارة الاستثمار في السوق الماليزي الحالي أشمل من هذه الصناديق.

### ثالثا: الرقابة الشرعية.

إن سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خاضع للرقابة الشرعية، وتعتبر اللجنة الاستشارية الشرعية الجهة الرقابية الشرعية العليا، وقد أسست من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية، وتمارس الرقابة في هذا السوق بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي في الهيئة، والذي يقوم بدراسة الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق وتحليلها بدقة، بالإضافة إلى المستشارين الشرعيين المستقلين الذين يلعبون دورا هاما في عملية إصدار الصكوك الإسلامية بصورة خاصة<sup>(1)</sup>.

### الفرع الثاني: البيع القصير في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

سوف يتم تعريف البيع القصير في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، ثم مناقشة قرار اللجنة الاستشارية الشرعية التابعة لهيئة الأوراق المالية حول شرعية البيع القصير في هذه السوق.

### أولا: تعريف البيع القصير في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

يعرف سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا البيع القصير المنظم (RSS) على أنه: «بيع أوراق مالية متوافق عليها، بحيث أن البائع في وقت تنفيذ البيع ليس لديه حق مطلق وغير مشروع لِيُملك هاته الأوراق المالية للمشتري، ولكن قبل عملية تنفيذ البيع نفذ اتفاق لاستعارة الأوراق المالية المتوافق عليها كما سيسمح بتسليم نفس الأوراق المالية للمشتري بموجب البيع المذكور، ووفقاً للقوانين المتعلقة بتنفيذ التسليم والتسوية».\*

### ثانيا: قرار اللجنة الاستشارية الشرعية التابعة لهيئة الأوراق المالية حول البيع القصير<sup>(2)</sup>:

في اجتماعه التاسع والستين في 18 أبريل عام 2006 توصل مجلس الشريعة الاستشاري\*SAC التابع لهيئة الأوراق المالية في ماليزيا إلى أن البيع القصير المنظم RSS\*\*\* لا يتعارض مع الشريعة.

تمثل هذه الفتوى امتداداً لقراره السابق المتعلق بقبول إعارة واستعارة الأوراق المالية SBL\*\*\*\* والذي كان في اجتماعه الثالث عشر في التاسع عشر مارس عام 1998.

(1)- <http://www.sc.com.my>

\* البيع القصير المنظم مؤسس على مبدأ إعارة واستعارة الأوراق المالية، قدم لأول مرة إلى سوق رأس المال الماليزي في نهاية عام 1995 إلا أنه علق في نهاية عام 1997، بعد الأزمة الاقتصادية التي هددت استقرار نشاطات سوق الأسهم في بورصة كوالالمبور (المعروفة الآن ببورصة ماليزيا).

(2)- Asyraf wajdi dusuki, Shari 'ah issues in short Selling as implemented in the islamic capital market in Malaysia, the 15th annual scientific meeting the capital market-bursa-, U.A.E university, 15-17/2006, p 19.

\*\*SAC : The Shari 'ah Advisory Council.

\*\*\* RSS : Regulated Short Selling.

\*\*\*\*SBL: Securities Borrowing and Lending.

إنَّ أساس معاملة البيع القصير هو بيع حصص (أسهم) لا يملكها البائع كنتيجة، كما ذكر سابقاً يمكن أن تندرج المعاملات تحت فئة البيع المعدوم، سبب تحريم البيع قبل حيازة الملكية (القبض) كما هو الأمر في حالة البيع المعدوم، وهو بشكل أساسي نتيجة لوجود عنصر الغرر المحرم.

مع هذا، وبناءً على رأي مجلس الاستشارة الشرعية، من الممكن تجاوز قضية الغرر في البيع القصير المنظم (RSS)، وهذا بإدراج مبادئ إعادة واستعارة الأوراق المالية (SBL) principles بعبارة أخرى، يمكن أن يزيد تقديم (SBL) احتمال أن الحصص المباعة سوف تسلم عندما يكون احتمال التسليم مرتفع لن يكون عنصر الغرر متوفراً، نتيجة لهذا عندما يُتجاوزُ العائق الذي يحول دون اعتبارات نشاط ما متوافقاً مع الشريعة، يُصنف النشاط أو المعاملة على أنه متوافق مع الشريعة.

تستند حجج مجلس الاستشارة الشرعية على ما يعرف في الفقه بـ"إذا زال المانع عاد المنوع" والذي يعني أنه إذا أزيلت قضية ما كانت تعيق إباحة نشاط بأن الأخير الذي كان في البداية ممنوعاً يصبح مسموحاً. إذاً البيع القصير للسلع التي لا يملكها البائع يحدث في سوق الأسهم بضمان من طرف سلطة التبادل (هيئة الأوراق المالية) ويمكن أن يُزال الخطر القصير للسلعة عند بيع الحصص، فإنَّ مقدرته على تحقيق التسليم قطعاً مضمونة (يعني بما لا يدع مجالاً للشك).

بالعودة إلى المثال السابق "أحمد" وكبايع بالبيع القصير ينبغي عليه التعامل مع وكيل أسهم مرخص له من طرف هيئة الأوراق المالية، وكيل الأسهم (كما هو ممثل في المثال السابق "علي") مسؤول عن العمل بالنيابة عن "أحمد" من خلال استعارة أسهم متعلقة بشركة البركة من تجار آخرين قبل أن يبيعهم لمن يهتمون بشرائهم فيما بعد، هذا حتماً يؤمن التسليم بما أنَّ الأسهم مُتاجر بها من طرف وكيل أسهم مرخص له بالعمل بالنيابة عن البائع بالبيع القصير، إضافة إلى هذا تكون السهم المُتاجر بها دائماً متوفرة في السوق، بما أنَّها منظمة ومراقبة من طرف هيئة الأوراق المالية، هذا ما يعزز أكثر احتمال تسليم الحصص للمشتري، ممَّا يعني تخفيف الخطر المفرط والغرر الذي يقترن بمعاملة البيع القصير.

بالنسبة لأحمد ليس عليه شراء الأوراق المالية المستعارة مباشرة بعد بيعها للمشتري في السوق، مع هذا قد يُجيز إذا أراد المعير (أي عمر) استرداد الأوراق المالية التي قام بإعارتها بالنسبة لشركات السمسرة فإنه لا يمكنها بيع ما ليس لديها، وسوف يكون على أحمد إما أن يأتي بحصص جديدة ليستعيرها أو أن يقوم بالتغطية، هذا معروف في المصطلحات المالية بـ"Colledaway"<sup>(1)</sup>.

إلى جانب قضية القبض ووقوع البيع المعدوم (أي حدوثه) يحتاج البيع القصير إلى أن يدرس ويُعاین بشكل أكثر على ضوء ارتكازه على المضاربة، حيث أنها واحد من الأسباب الواضحة التي تحفزُ الناس على البيع القصير هو الاستفادة من ارتفاع سعر الأوراق المالية أو السوق.

(1)- Asyraf wajdi dusuki and Abdelazeem Abozaid, **Fiqh issues in short Selling as implemented in the islamic capital market in Malaysia**, JKAU: Islamic Econ, Vol:21, No: 2, pp: 63-78 (2008 A,D/ 1429 A,H).



قد يقول البعض أن المضاربة شبيهة بالقمار (الميسر) المحرم بشكل قاطع في الإسلام. لا يمكن أن تصنف المضاربة على أنها استثمار تقليدي لأن الخطر الذي قد يحصل أعلى من المعدل. ويستعمل المستثمرون الأكثر خبرة أيضاً إستراتيجية التغطية (hedging) إلى جانب استثماراتهم المبنية على المضاربة من أجل الحد من الخسائر المحتملة».

في دراسته توصل مجلس الاستشارة الشرعية لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا إلى أنّ المضاربة موجودة في أي نوع من التجارة، وأنها ليست مقتصرة على سوق الأسهم فقط.

وعموماً الحصول على ربح من خلال الفرق في السعر لا يعد عائقاً في الفقه الإسلامي، فيبيح الإسلام وبشكل واضح البيع والشراء الذي يترتب عنه الحصول على ربح من خلال الفرق في السعر الأصلي كما هو مثبت في "بيع المراجعة"، وبيع "المزايدة".

يمثل "بيع المراجعة" ما يعرف بـ Cost Plusale في حين أن "بيع المزايدة" يمثل عرض السلع للبيع في السوق من طرف بائع لديه عدد من المستثمرين المهتمين بشراء سلعة، ولهذا يتنافسون على الشراء بإعطاء أعلى سعر. تنتهي هذه العملية ببيع البائع لسلعته لمن يقدم أعلى سعر (شبيهة بالمزاد العلني)<sup>(1)</sup>.

بخصوص قضية شبهه بالميسر يوضح مجلس الاستشارة الشرعية لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا أن كلا المعاملتين مختلفتين عن بعضهما البعض، وبشكل جلي، الميسر هو مجرد لعبة حظ (يعرف أيضاً بالقمار)، في حين أن المضاربة تحتاج أن يقوم المستثمر بتقييم سلع للشركة التي ينوي أن يستثمر من خلالها، فمثلاً على المستثمر أن يدخل سوق الأسهم بحذر بحكم مطلع، وأن يستعمل نسب الشركة المالية، مؤشرات أخرى قبل تنفيذ أي قرار للاستثمار.

يؤكد مجلس الاستشارة الشرعية لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا أن سوق الأسهم ليس مكاناً للقمار (الميسر) بل إنه مكان يسمح للمساهمين بن يحولوه ملكية أسهمهم إلى مستثمرين آخرين من أجل ربح سيولة. بذكر هذا فإن سوق الأسهم معرض أيضاً لمستثمرين يتصرفون في معظم الأحيان كمقارمين، هذا لكون المضاربين أحياناً يدخلون السوق اعتماداً على الحظ فقط، الأمر الذي هو شبيه بالقمار، ولا يعرضهم هذا لخطر كبير فقط، بل إنه أيضاً يتعارض مع ما هو مطلوب في الإسلام، مع هذا ليس بالأمر المناسب تعميم هذه القضية فقط بناء على سلوك الفرد وتصرفه، حيث أن ما هو أهم هو قدرة سلطة التبادل على الحد من السلوك السيئ للأفراد حتى لا يلحقون الأذى بالآخرين<sup>(2)</sup>.

(1) - إباحة بيع المزايدة مبنية على حديث رواه كل من الترمذي وأنس بن مالك، عن أنس ابن مالك أن رسول الله صلى الله عليه وسلم باع حلساً (أي بساطاً للأرض أو كساء لظهر الدابة) وقد قال: من يشتري هذا الحلس، من يزيد على درهم، من يزيد على درهم، فأعطاه رجل درهمين فباعهما منه».

(2) - Asyrafwajdi dusuki, Shari 'ah issues in short Selling as implemented in the islamic capital market in Malaysia, prev, p 22.

بالعودة إلى قضية البيع القصير، البائعون بالبيع القصير (التجار الذين يطبقون البيع القصير من أجل العيش) غالباً ما يقومون بدراسة مشروعه في محاولة لاكتشاف حقائق وعيوب من شأنها دعم تنبؤهم، إذ يعد توقع المضارب في البيع القصير (في إطاره الإيجابي) توقعاً ذكياً ومنطقياً لاتجاه (الحركة) الأسعار في المستقبل على أساس المعرفة والإثبات والظروف السابقة الحالية كذلك.

هنا المضاربون بالبيع القصير هم ملاحظون ومنظرون يودون دعم دقة ملاحظتهم ونظرياتهم المتعلقة بمخاطر السوق، لهذا يعد المضاربون في سوق رأس المال مقامرين في سوق الأسهم، المخاطر هي مخاطر تجارية حقيقية، ولهذا فإن نشاط المضاربين يمثل نشاطاً مختلفاً تماماً عن نشاط المقامر الذي لا يتوقع أي خطر آخر غير ما تخلفه قواعد اللعبة.

بإيجاز، ما من نشاط تجاري يمكن أن يخلو من المضاربة، هذا ببساطة لأن هدف من يقومون بالتجارة هو الحصول على ربح وتحقيق الربح بدوره يستلزم المضاربة، وهو ما يتوافق مع مبدأ الاقتصاد الإسلامي الذي يُعرف بـ "العُرم بالغُرم" الذي يعني أن الحق في الحصول على ربح يعتمد على المخاطر التي قد تصاحب المضاربة<sup>(1)</sup>.

فلو أن شخصاً لا يود أن يتوقع أي خطر أو تحمل خسارة في معاملة تجارية لا يمكنه أن يحصل على الربح الناشئ عن هذه المعاملة، إذاً تعتبر المضاربة قانونية في المبدأ؛ لأنَّ تحقيق تجارة مربحة غير ممكن من دونها. أيضاً المضاربة قد تستعمل بشكل سيء وادفع البائعين بالبيع القصير الذين هم لا يلتزمون بأخلاقيات المهنة بدوره قد يؤدي إلى القمار (أي الميسر)، لأنهم ببساطة مجازفون، بالرغم من هذا يمكن تجاوز هذا الأمر من خلال وجود منظم؛ كالحكومة وسلطات التبادل لضمان أن المضاربة التجارية تعكس حقاً التدفق الطبيعي لقوى السوق.

كما أن فرض القيود الكمية على حجم التداول اليومي وحدود المضاربة يمثل كذلك وسيلة لاحتواء المضاربة ضمن حدود مقبولة تلعب سلطات التبادل\* (مثل هيئة الأوراق المالية في ماليزيا) في الواقع دوراً حيوياً في توفير مبادئ توجيهية تشريعية لتنظيم العلاقات التعاقدية بين كل الأطراف وأنشطة السمسرة، وكذلك إجراءات انضباطية لمواجهة الانتهاكات (أي المخالفات) الخطيرة في حالة ماليزيا، ويعتبر تقديم مبادئ استعارة وإعارة الأوراق المالية إلى جانب البيع القصير المنظم مثلاً واضحاً عن كيف أن نشاط المضاربة يمكن أن يكون مراقباً

(1)- Asyrafwajdi dusuki and Abdelazeem Abozaid, **Fiqh issues in short Selling as implemented in the islamic capital market in Malaysia**, prev, p 76.

\* تتمتع سلطة التبادل هذه بصلاحيّة لتنظيم ومراقبة سوق رأس المال بشكل عام، ومعاملة البيع القصير بشكل خاص، وتمثل وظيفة سلطة التبادل بشكل أساسي في الحرص على إبقاء التداول في السوق على توافق مع المبادئ الإسلامية، ضمان أن البيع القصير يخدم التجار الذين يلتزمون بالمبادئ والأخلاق التي تنص عليها الشريعة، وليس المضاربين الذين يقومون بمجازفات كبيرة، والمقامرين، كذلك على جانب ضمان أن كل العقود تعارض مع مبادئ الشريعة .

ويمكن احتوائه، هذا لضمان أن الأرباح المحتملة من مضاربة البيع القصير ستكون أكبر من المضاربة المؤذية التي قد يتحفز لها المستثمرون\*.

### المطلب الثالث: المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

تتنوع المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا إلى نوعين هما: المؤشر الإسلامي الماليزي داو جونز والمؤشر الشرعي كوالالمبور.

#### الفرع الأول: مفهوم وأنواع المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

##### أولاً: مفهوم المؤشر الشرعي في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

يمكن تعريف المؤشر الشرعي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بأنه مؤشر لمعرفة حركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، ويتم قياس أدائها الاستثماري، ويحتسب باستخدام المتوسط المتحرك لأسعار الأسهم لهذه الشركة، فعندما يصعد مثلاً مؤشر الشريعة من المستوى 115 نقطة إلى 120 نقطة، يعني هذا أن متوسط أسعار أسهم الشركات المدرجة فيه قد ارتفعت بـ 5 نقاط، والنقطة هنا تعني مقدار التغير بوحدة واحدة في سعر السهم صعوداً أو هبوطاً.<sup>(1)</sup>

##### ثانياً: أنواع المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

يوجد نوعان من المؤشرات الشرعية في البورصة الماليزية هما:<sup>(2)</sup>

#### 1- المؤشر الإسلامي الماليزي لرشيد حسين المحدودة - داو جونز (Dow Jones- Rashid Hussain Berhad Islamic Malaysia Index)

فقد بدأ العمل به عام 1992م من قبل شركة رشيد حسين المحدودة وهو أحد البنوك المشهورة في ماليزيا في الوقت الحالي، ولكنه طرح في 10ماي 1996م رسمياً<sup>3</sup>، وهو يسمى بالمؤشر الشرعي لشركة رشيد حسين المحدودة (RHBSI-Rashid Hussain Berhad Shariah Index-) في ذلك الحين، ومنذ شهر جانفي 1998م، أصبح المؤشر خاضعاً لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، ولجنة الشريعة لرشيد حسين المحددة بذاتها، وهذا المؤشر يعبر عن بيئة إسلامية في أنشطة الشركات المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة

\* من دون شك يقدم البيع القصير إسهاماً مهماً للسوق يوفر له السيولة، يخفض سعر الأوراق المالية ذات السعر المرتفع، وعموماً ما يزيد من فعالية الأسواق من جهة أخرى للبيع القصير جانب سيء خاصة بالنسبة للتجار أو المضاربين الذين يلجؤون إلى استعمال بأساليب غير أخلاقية بغية تحقيق الربح، مثلاً باستعمال تقنية "Short and disort=" ويتلاعب المضارب بأسعار الأوراق المالية في سوق هابطة من خلال المضاربة على انخفاض سعرها واستعمال حملة تشهير لخفض قيمة الأوراق المالية المستهدفة.

(1) سحاسورياني صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص 47

(2) - المرجع سابق، ص 48.

(3)- Saiful azhar rozly, **critical issues on islamic banking and finance market**, kuala lampur : dinamas, 2005, p 372.

والمرخص لها من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية، وكما قد سبق بيانه فإن مؤشر داو جونز الإسلامي يعتمد على نسب تبيع دخول عنصر الربا ولكن بنسبة 10% من أموال التشغيل ولقد جاء التفصيل في عدم جوازها. (1)

## 2- المؤشر الشرعي كوالالمبور: Kuala Lumpur Shariah Index KLSI

لقد طرح المؤشر الشرعي كوالالمبور بتاريخ 17 أبريل 1999م (2)، وفي ذلك الحين عرف بالمؤشر الشرعي لبورصة كوالالمبور للأوراق المالية وجاء لتلبية الطلب من قبل المستثمرين المحليين والأجانب، الراغبين في الاستثمار في الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا (3)، وهذا المؤشر يعتبر دليلاً على الوضع العام لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في إطار الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة، ويمكن أن يكون مفيداً للمستثمرين عند استخدامه كمقياس لتقييم أداء الأسهم لأنهم يستطيعون بواسطته عمل التخطيط الأمثل لمستقبل استثمارهم، لذا تحتاج الشركات التي يقاس أداؤها حسب المؤشر الشرعي كوالالمبور إلى النظر من حيث أنشطتها إذ لا تستثمر أموالها في صناعة الكحوليات أو التبغ أو منتجات يدخل فيها لحم الخنزير، كما لا تتعامل مع البنوك الربوية.

**الفرع الثاني: قرار اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية حول مؤشر كوالا لمبور للشريعة.**

لقد قررت اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، في اجتماعها الثامن عشر المنعقد بتاريخ 19 مارس 1998م بجواز التداول بمؤشر الأسهم (مؤشر كوالالمبور للشريعة) طالما كان متوافقاً مع الشريعة بحيث يكون المؤشر متكوناً من الأسهم المتوافقة مع الشريعة، وحثهم في جواز تداول هذه العقود كما يلي: (4)

- 1- إن ميزات العقد ليست مشابهة للمقامرة والجهالة والغرر، وذلك لأن التداول في الكمية والتسعير واضح ولا يوجد فيه غموض ويحدد السعر في السوق بالاعتماد على العرض والطلب.
- 2- إن في تداول العقود مصلحة خاصة للمستثمرين ومصلحة النظام الاقتصادي عامة، اعتباراً من أن هذه العقود تعد من بين الأدوات المالية التي يستخدمها المستثمرين للتحوط.
- 3- العرف الاقتصادي: العرف هو التقاليد المعروفة التي اعترف بها الناس المحليون في حياتهم اليومية سواء بالفعل أو الكلام، إن عقود المستقبلات للمؤشر هي من الأدوات المالية المستخدمة للتحوط ولتحويل الخطر فمن حيث المبدأ إن عقود المستقبلات للمؤشرات هي من العرف، هذا الأخير الذي لا يخالف مبادئ الشريعة إذ أنه يحمل قائمة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

(1)- لمزيد من التفصيل راجع الفصل الثالث، ص 166.

(2)- The Malaysian Islamic Capital Market, Quick Facts and Glossary, (Kuala Lumpur : Securities Commission), 2004. p16.

(3)- <http://www.sc.com.my> visited in 2012/03/07.

(4)- نورليامت سعيد جعفر، مرجع سابق، ص 118.

إن حجج اللجنة ضعيفة وواهية في شرعية تداول المؤشر الشرعي إذ أن المؤشر وكما سبق تعريفه هو عملية حسابية إذ هو في الأصل شيء خيالي لا يمكن بيعه ولا شرائه وهذا ما جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 65 (7/1) بشأن الأسواق المالية القاضي بجرمة التعامل بالمؤشرات بيعا وشراء حيث جاء في القرار أنه: " لا يجوز بيع وشراء المؤشرات لأنه مقامرة بحتة وهو بيع شيء خيالي لا يمكن وجوده"<sup>(1)</sup>

(1) - قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي، قرار رقم (7/1/63) ص 122.

### خلاصة الفصل السادس:

تعتبر الأسهم العادية والمدرجة في القائمة الرئيسية لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، من أقرب الأدوات المالية توافقا مع أحكام الشريعة، وهي عبارة عن أسهم للشركات المسموح بها من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية، ويمكن للمستثمرين المسلمين الاستثمار فيها، وتخضع قائمة هذه الأسهم إلى المراقبة والفحص من وقت لآخر، وتتم عملية الفحص بشكل دوري مرتين سنويا شهري أفريل وأكتوبر، فأبي تغيير في أنشطة الشركات يؤثر في استمرار الاستثمار فيها إذا أصبحت أنشطتها الرئيسية تحتوي على عمليات محرمة شرعا.

قررت اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية جواز الاستثمار في أسهم الشركات المساهمة ذات الأعمال المباحة أصلا إلا أنها تتعامل ببعض الأمور المحرمة شرعا لكنه جواز مقيد بمعايير ومؤشرات شرعية هي: مؤشر 5% ومؤشر 10% ومؤشر 25%، أقرتها اللجنة وضوابط شرعية إضافية أقرب إلى منهج التشريع الإسلامي القائم على التيسير ورفع الحرج ويتمشى مع متطلبات تغيير الواقع باتجاه منهج الإسلام لضمان المصلحة العامة لدى المستثمرين المسلمين المحليين والأجانب في إيجاد فرص الاستثمار، وتوسيع نطاق هذه الفرص حيث يصعب تجنب كل العناصر المحرمة شرعا في البيئة الاقتصادية المتقدمة في ماليزيا، حيث يدخل ذلك في إطار عموم البلوى.

نسبة أسهم الشركات المتوافقة مع أحكام الشريعة والمدرجة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الفترة 2006-2011 في نمو مستمر، وهي تفوق نسبة الأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة، نتيجة التوعية بين الشركات المساهمة في ماليزيا لممارسة أنشطة مشروعة أكثر من أنشطة محرمة شرعا في كافة عملياتها، وهذا يؤدي إلى تعزيز مستوى ثقة المستثمرين المسلمين للاستثمار الشرعي، بالإضافة إلى توجه الأغلبية المسلمة في ماليزيا إلى التعامل مع الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة والى صناديق الاستثمار الإسلامية، حيث يمكن إدراك ذلك من خلال نمو صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا وحجم موجوداتها إلى إجمالي الصناديق.

إن إصدار وتداول صكوك البيع بالثمن الآجل وصكوك المراجعة في التجربة الماليزية لا يتم وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، لأنه يقوم على أساس تطبيق بيع العينة، على الرغم من الحجج التي ساقتها اللجنة الشرعية الاستشارية بتبني وجهة نظر بعض الفقهاء في جواز بيع العينة تحقيقا للمصلحة العامة، وللتغلب على نقص السيولة دون اللجوء إلى القروض الربوية من البنوك التقليدية وفقا للقاعدة الفقهية "إذا تعارضت مفسدتان روعي أعظمهما ضررا بارتكاب أخفهما"، حيث جاءت موافقة كل من اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية واللجنة الاستشارية الشرعية للبنك المركزي الماليزي على القرار الذي يقضي بجواز بيع العينة في الأدوات المالية الإسلامية القابلة للتداول في ماليزيا لاسيما في إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل والمراجعة، وهو القرار الذي يختلف اختلافا تاما عن قرار مجمع الفقه الإسلامي، لأنه يعتبر هذا البيع صورة واضحة للتحويل على مقاصد الشريعة الإسلامية، فلا يجب اللجوء إليه لأنه يفتح باب الربا من حيث تم إغلاقه.

إن إصدار وتداول صكوك الإستصناع في التجربة الماليزية لا يتم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية ولا يقوم على أساس شرعي، لأنه يشتمل على بيع الدين والذي حرمه كثير من العلماء، كما يقوم على مبدأ تصكيك الدين النقدي المحرم شرعاً.

إن عملية إصدار وتداول كل من صكوك الإجارة وصكوك المضاربة وصكوك المشاركة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، تتم وفقاً للمعايير الشرعية المتعمدة من هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، وتم اعتمادها أيضاً من اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية.

إن اللجنة الاستشارية الشرعية المنبثقة عن هيئة الأوراق المالية الماليزية، تتكفل بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي بالتقدير الشرعي للمستقبليات على السلع، وقد قررت بأن عقود المستقبلية لزيت النخيل الخام جائز التعامل فيها شرعاً وهي متوافقة مع الشريعة على خلاف رأي مجمع الفقه الإسلامي الذي يرى عدم الجواز بالتعامل بها، واعتمدت في إيجازها لها على أنها من قبيل بيع الموصوف في الذمة بصيغ البيع لذلك يجوز تأجيل المبيع والتمن إلى المستقبل ومن هنا كان رأيهم أنه ليس من بيع الدين بالدين، كما أنها أيضاً ليست من بيع ما ليس عند المتعاملين لأن السلعة في الحقيقة موجودة في المخازن، ولا تتضمن عنصر الربا المحرمة شرعاً على عكس عقود المستقبلية على السندات والعملات الأجنبية المحرمة شرعاً، لقيامها على التعامل بالربا، أما من ناحية التسوية النقدية فتجوز لأن القيمة النقدية مفيدة للمستثمر، فهدفه من إبرام عقود المستقبلية هو التحوط وهذه الحالة لا تجعل عقود المستقبلية للسلع من الغرر باعتبار أن الشريعة تجيز التسليم والتسوية بقيمتها من النقود من النقود بشرط الاتفاق بين طرفي العقد.

لقد أقرت اللجنة الاستشارية الشرعية لسوق رأس المال الإسلامي التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية إلى أن البيع القصير المنظم لا يتعارض مع الشريعة باعتبار أن مبادئ إعاره واستعارة الأوراق المالية في البيع القصير المنظم تُقضي على عنصر الغرر، حيث نوقشت قضية القبض أو بيع شيء قبل حيازة ملكيته، وتبين أن أهم سبب لهذا التحريم لهذه القضية هو حدوث الغرر نتيجة لوجود احتمال كون البائع قد لا يكون قادراً على التسليم، وبما أن تحقق التسليم وتسوية العقود ودفع الالتزامات المالية دائماً مضمون، مراقب ومنظم من طرف سلطة التبادل، قدرة البائع على التسليم لم تعد مسألة مثيرة للقلق في معاملة البيع القصير، يمكن لسلطة التبادل أيضاً توفير آلية من أجل تسوية المنازعات بين الأطراف المتاجرة، مما يعني تحقيق مقاصد الشريعة، أما القضية الثانية هي اقتران البيع القصير بلعبة الحظ وقد تم توضيح أن المضاربة التي يتطلبها البيع القصير مختلفة عن القمار (الميسر)، هذا لأن المضاربة في البيع القصير تتطلب دراسة واسعة النطاق للسوق باستعمال بعض التجار لأساليب غير أخلاقية وغير شرعية بغية الحصول على الربح.

لقد قررت اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، بجواز التداول بمؤشر كوالالمبور للشريعة ومؤشر داوجونز الإسلامي الماليزي طالما كانا متوافقين مع الشريعة، بحيث يكون المؤشر متكوناً من الأسهم المتوافقة مع الشريعة ما جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي القاضي بحرمه التعامل بالمؤشرات بيعة وشراء.

المخاطبة العامة



لم يكن التشريع الإسلامي يوماً منعزلاً عن الحياة رغم كل مظاهر التجديد والتحديث، وظل قادراً على مواجهة تحديات العصر وتفجير الكثير من الطاقات المؤثرة في الحياة، وظل الإسلام دوماً وأبداً وسيظل دستوراً للحياة ولن يكون حبيساً في الزوايا أو يبقى مجرد نصوص في بطون الكتب ليس له صدى في حياتنا بل نريد أن نراه واقعاً عملياً في متاجرنا وأسواقنا ميزاناً وافياً وقولاً صادقاً وسلعاً غير مغشوشة وتجارة لن تبور، فذلك هو الدين القيم، الذي لا يضيق بالجديد في الأدوات أو العقود أو المعاملات ولا يتنكر له مادام هذا الجديد يلبي حاجة للأمة ويحقق مقصداً مشروعاً من مقاصدها، ولذلك فإن كل مستحدث من المعاملات يفسح له الإسلام مكاناً في مجتمعه ويرعاه بين مبادئه وأحكامه إلا أن يكون هذا المستحدث قد جاء على غير سنة الحياة نتيجة لهوى طائش فإن الإسلام حينئذ يردده لتعارضه مع مبادئه الأساسية.

ومن هذا المنطلق فإن إقامة سوق رأس مال تتماشى مع روح العصر ولا تتعارض مع المبادئ الأساسية للشريعة الإسلامية، أصبح ضرورة إنسانية لتحقيق مصالح البشرية الاقتصادية. وبعد معالجة ودراسة إشكالية البحث، تم التوصل إلى مجموعة من النتائج واقتراح جملة من التوصيات.

### أولاً: نتائج اختبار فرضيات البحث

1. نصت الفرضية الأولى على وجود اختلاف بين تنظيم سوق رأس المال الإسلامي عن تنظيم سوق رأس المال التقليدي في جوانب عديدة، والبحث في الموضوع أثبت صحة هذه الفرضية.
2. نصت الفرضية الثانية على تنوع الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال التقليدي بين أدوات مقبولة شرعاً، وأخرى بحاجة إلى تطوير بما يتفق والضوابط الشرعية، بالإضافة إلى استحداث أدوات مالية جديدة، والفرضية صحيحة.
3. نصت الفرضية الثالثة أن عقود وإجراءات التعامل في سوق رأس المال التقليدي بحاجة إلى إعادة ترتيب وتطوير، من أجل ضمان حقوق ومصالح المتعاملين بقواعد مشروعة، والفرضية صحيحة.
4. نصت الفرضية الرابعة على وجود اختلاف بين نظرية عمل سوق رأس المال الإسلامي والتطبيق الفعلي للنظرية على أرض الواقع، يعزى إلى عدم الالتزام بالمعايير والضوابط الشرعية التي تنظم عمل تلك الأسواق، إضافة إلى الاختلافات الفقهية بين المذاهب في تقييم مدى شرعية بعض المعاملات التي تتم في سوق رأس المال الإسلامي بين مبيح لها حسب حججه، وبين محرم لتلك المعاملات، وهو ما يثبت صحة الفرضية إلى جانب فرض سياسات مالية ونقدية عليها، والعمل وفق القوانين الوضعية المتبعة في البلد الحاضنة لتلك السوق (ماليزيا) والتي تحد من إمكانية العمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، ذلك أن سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لا يتمتع باستقلالية عن نظيره التقليدي، بحكم خضوعه كالسوق التقليدي لرقابة وإشراف هيئة الأوراق المالية الماليزية ووزارة المالية الماليزية.

## ثانيا: النتائج

يمكن تصنيف النتائج المتوصل إليها إلى صنفين: نتائج خاصة بالدراسة النظرية ونتائج خاصة بالدراسة التطبيقية.

## نتائج الدراسة النظرية:

1. إن الممارسات غير الأخلاقية التي تميز سوق رأس المال التقليدي من بيع صوري وشراء بغرض الاحتكار واستغلال ثقة العملاء وتلاعب في الأسعار إلى غير ذلك، يؤكد أهمية وضرورة إيجاد سوق رأس مال إسلامي ودعّمه بالأدوات الاستثمارية الشرعية وتميزه بضوابط أخلاقية وخضوعه للرقابة الشرعية، دون نكران الحاجة إلى الابتكار والإبداع من أجل أن يقوم بالدور الاقتصادي المؤمّل منه، لتحقيق مصالح المسلمين الاقتصادية المتوافقة مع شريعتهم.
2. شركة المساهمة جائزة شرعا، لأنه يتحقق فيها معنى الشركة فالشركاء يقدمون أسهمهم حصصا في رأس المال فيشتركون في رأس المال ويقتسمون الأرباح ويتحملون الخسائر ويكونون شركاء فيها، إذ يقوم مجلس الإدارة بعمل المضارب وهذا الجواز مقيد بمدى مشروعية نشاط الشركة وإتباعها طريق الكسب الحلال الطيب، أما ما استجد من شروط لم يسبق وجودها في الشركة التي نظمها الفقه الإسلامي فضابطها إنْما تجوز إن لم تحل محرما أو تحرم حلالا.
3. تباينت أنواع الأسهم بين الجواز وعدمه، فمنها ما اتفق في جوازها ومنها ما هو على خلاف، أما تداول الأسهم باعتبار نوع نشاط الشركة المساهمة فقد تم تقسيمها إلى أسهم الشركات القائمة على أنشطة محرمة والمتفق على حرمة إنشائها أو المساهمة فيها، وإلى أسهم الشركات القائمة على أنشطة مباحة وهي ما اتفق على جواز المساهمة فيها وتداول أسهمها، وإلى أسهم الشركات ذات الأنشطة المختلطة أي المشروعة من حيث الأصل لكنها تتعامل في بعض معاملاتها بالأنشطة المحرمة أو تقتض أو تودع بالفوائد، وهي التي انقسم العلماء المعاصرون في حكم المساهمة فيها إلى رأيين الجواز والتحريم ولكل منهما حججه.
4. يتفق العلماء على أن السندات الربوية هي شهادات بديون على الجهة المصدرة حول السندات حيث كلها تجر نفا (فائدة) للمقرض، والإقراض والاقتراض بفائدة محرم شرعا لأنه من الربا وهو أحد الموبقات، وهذا ما اتفق عليه علماء العصر وأفتوا به، كما اتفقت على تحريمها المجمعات الفقهية التابعة لرابطة العالم الإسلامي، ومنظمة المؤتمر الإسلامي، وهيئات الرقابة الشرعية في البنوك الإسلامية، بل يمكن القول بثقة أنه حكم مجمع عليه من قبل العلماء المسلمين.

5. إن التصكيك بوصفه عملية إصدار صكوك يعد تصرفاً، وبالتالي فإن صحة هذا التصرف ومشروعيته تتوقف أساساً على ضرورة توافر جملة من الأمور فيمن يقدم عليه من المكلفين وهم مصدري الصكوك الإسلامية، وبطبيعة الحال لا تخلو تلك الجهة التي تتولى إصدار هذه الصكوك من أن تكون جهة مستقلة لا يتجاوز دورها دور المنظم (المشرف) أو تكون جهة مشاركة في العملية الاستثمارية كأن تكون مالكة العين في الإجارة، أو تكون أحد أرباب المال في المشاركة والمضاربة والسلم وسواه من عقود المعاوضات والتبرعات، وسواء أكانت الجهة التي تصدر الصكوك جهة منظمة أم جهة مشاركة، فإن ثمة أموراً ضرورية يجب توافرها في تلك الجهة ليعتد شرعاً بصحة إصدارها لتلك الصكوك من جهة، فصحة الصكوك ذاتها من جهة أخرى، فإذا احتل أي من تلك الأمور، فإن ذلك مدعاة إلى اعتبار تلك الصكوك صكوكاً فاسدة وربما عدت باطلة لا يصح التعامل فيها شرعاً.
6. تركزت معظم إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا ودول مجلس التعاون الخليجي (دولة الإمارات والمملكة العربية السعودية والبحرين والكويت وقطر).
7. تحرم العقود المستقبلية بجميع أنواعها، وهي العقود المستقبلية على السلع، وعلى أسعار الفائدة، وكذا العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم، وذلك لاشتمال هذه العقود على واحد أو أكثر من المخاطر الشرعية، لكن يمكن تطويرها في إطار عقد السلم نظراً للتشابه الكبير بين عقد السلم والعقود الآجلة أو المستقبلية وقد أجاز هذا التطوير، كذلك تطويرها في إطار عقد الاستصناع، حيث يعتبر من أقرب العقود الجائزة في الاقتصاد الإسلامي والتي تسمح بتأجيل تسليم الثمن والمبيع، وكذا دورهما في التحوط ضد تقلبات وفروقات الأسعار .
8. عقود الخيارات التي يتم التعامل بها في أسواق رأس المال التقليدية هي عقود مستحدثة لا تنطوي تحت أي عقد من العقود الشرعية المسماة، وتختلف عن شرط الخيار المعروف إذ تنوع إلى نوعين رئيسيين هما: عقد اختيار البيع، وعقد اختيار الشراء، يدفع فيهما أحد الطرفين، وهو مشتري الحق، عوضاً للطرف الآخر، وهو معطي الاختيار (بائع الحق)، في مقابل تمتع المشتري بحق الاختيار بين البيع وعدمه في حالة اختيار البيع، أو الاختيار بين الشراء وعدمه في حالة اختيار الشراء، وبما أن المعقود عليه ليس مالا ولا منفعة ولا حقا ماليا عنه فإنه غير جائز شرعياً وبما أن هذه العقود لا تجوز ابتداءً فلا يجوز تداولها، وبذلك يتبين بطلان التعامل بعقود الاختيار المتعامل بها في أسواق رأس المال التقليدية.
9. من خلال الخيارات الإسلامية التحوطية كخيار الشرط وخيار الشراء الشبيه ببيع العربون، يمكن لسوق رأس المال الإسلامي أن تنمو ويكبر حجمها، بفعل ثقة الأفراد وازدياد عدد المتعاملين مع هذه السوق جراء الأمان والطمأنينة على أموالهم، وإن وجدت المخاطر فتتوزع بعدالة، ودون أن

تلقي على طرف على حساب الطرف الآخر، وهذا النمو يزيد السيولة المالية في السوق الإسلامية فيجعلها أكثر نموا وازدهارا.

10. تتنوع عقود المبادلات المتعامل بها في أسواق رأس المال التقليدية إلى الأنواع التالية:

أ- عقود مبادلة أسعار الفائدة: هو في حقيقته الشرعية بيع نقود بنقود، مع التفاضل والتأجيل، فدخل في ذلك الربا بنوعيه: ربا الفضل و ربا النسيئة إذا كانت النقود من جنس واحد (أي من عملة واحدة)، وتكون ربا نسيئة فقط إذا كانت النقود من جنسين مختلفين (أي من عملتين مختلفتين)، وهو ظاهر في تحريم هذا النوع من عقود المبادلات، وكذا اشتماله على القمار، وذلك لدخول الطرفين في العقد على أن يدفع أحدهما للآخر الفرق بين المبلغين في الأجل المحدد، بحسب ما تكون عليه أسعار الفائدة في ذلك الأجل، فكان كل واحد من المتعاقدين إما غائما أو غارما، وهذه حقيقة القمار.

ب- عقد مبادلة العملات: يشتمل على عقدين: العقد الأول يشمل بيع عملة بعملة أخرى يباعا حالا، وهذا لا إشكال فيه بحد ذاته إذا حصل التقابض في مجلس العقد لأنه صرف توفرت فيه شروطه من الحلول والتقابض، أما إذا كان غير ذلك فإنه يخرج من نطاق الجواز لما في من هدم لإحدى هذين الشرطين، هذا من جهة العقود، من جهة المبادلة تمت بتبادل مشروط للقروض حيث أن الشركة الأولى تقرض الثانية على شرط أن تقرض الثانية الأولى، أما العقد الثاني فهو بيع العملة المشتراة في العقد الأول بالعملة الأخرى يباعا آجلا وهذا عقد محرم لأنه دخله ربا النسيئة وبيع الدين بالدين المحرم.

ت- عقد مبادلة عوائد الأسهم: غير جائز لتضمنه المحاذير الشرعية الآتية: الربا بنوعيه، بيع الدين بالدين، الغرر، القمار، وكل واحد من هذه المحاذير كاف وحده في تحريم هذا النوع من العقود فكيف بها مجتمعة.

ث- عقد مبادلة السلع: غير جائز لقيامه بالتحايل على الربا وأن المراد فيه أخذ النقود بنقود أكثر منها بدليل أن السلعة ليست مقصودة بالعقد، ولهذا لا يجري لها قبض أصلا، إضافة لما فيه من قمار لانعدام تبادل المبيع ولكن بدفع الفارق بين السلعتين، وما فيه من غرر لعدم تبيان سعر البيع أو سعر الشراء الذي يترك يوميا لسعر السوق.

11. لقد ذهب مجمع الفقه الإسلامي في قراره حول شرعية المؤشرات إلى أن التعامل بالمؤشر في الأسواق العالمية محرم شرعا، لأنه بيع شيء وهمي معدوم، لكن الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي أعطت بديلا مناسباً، حيث أنشأت مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية للأشخاص الراغبين في الاستثمار وفقا لموجهات الاقتصاد الإسلامي، وأن هذه المؤشرات تسير على خطى الأسهم الخاضعة للشريعة

الإسلامية في كل أنحاء العالم، وبالتالي فهي تتيح للمستثمرين الإسلاميين أدوات شاملة مبنية على منظور استثماري عالمي حقيقي، حيث تنوعت إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية إلى نوعين: مؤشرات داو جونز الإسلامية ومؤشرات فاينانشيال تايمز الإسلامية.

12. يجوز إصدار أوامر البيع والشراء بأنواعها، أما التسعير فعلى الرغم من إجماع الفقهاء على حرمة ، إلا أنهم اختلفوا في ذلك إذا كان من الحاكم تحقيقاً للمصلحة أو دفع الضرر، أما ما هو ظلم وجور حرام إذا تضمن ظلم الناس وإكراههم على البيع بغير حق بثمن لا يرتضونه أو منعهم مما أباحه الله لهم.

13. تجوز المعاملات العاجلة التي يكون البيع فيها حالاً بالنسبة للثمن والمثمن، ويتم فيها دفع الثمن كاملاً، وتسلم المبيع سواء أكان الغرض منها الاستثمار أم المضاربة، ومنها الشراء بكامل الثمن، أما الشراء بالهامش بالصيغة التي يتم بها في سوق رأس المال التقليدي فهو محرم شرعاً، وذلك لاشتماله على عقد محرم وهو الإقراض بشرط الزيادة، سواء أكان المقرض هو السمسار أم غيره، إضافة إلى اشتماله على ممارسات غير مشروعة والتي قد تكون سبباً في حصول أضرار اقتصادية على أطراف المعاملة، والاقتصاد بشكل عام، أما البيع على المكشوف أي على الأسهم والسلع التي ليست في ملك البائع بالكيفية التي تجرى في سوق رأس المال التقليدي غير جائزة شرعاً، لأنها تشمل على بيع الشخص ما لا يملك اعتماداً على أنه سيشتريه ويسلمه في الموعد .

14. تحرم المعاملات الآجلة التي يتأجل فيها تسليم الثمن والمثمن، لأن ذلك داخل في بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه، بحيث إن البائع للأسهم لا يقبضها بل هي مؤجلة عليه و كذلك المشتري لا يدفع ثمنها بل هي دين في ذمته، فضلاً عما في تلك المعاملات من المخاذير الأخرى، مثل بيع الإنسان ما لا يملك البيع كالبئوع المكشوفة (المعدومة) لعدم وجود تلك الأوراق المالية في ذمة البائع ويعتمد ذلك بإعادة شرائها في وقت التصفية، وعلى ذلك فتحرم جميع أنواع المعاملات الآجلة، وهي المعاملات الآجلة الباتة، والمعاملات الآجلة بشرط التعويض، والمعاملات الآجلة الشرطية البسيطة، والمعاملات الآجلة بشرط الانتقاء، والمعاملات الآجلة الشرطية المركبة والمعاملات الآجلة مع خيار الزيادة، وعلى ذلك فتحرم جميع أنواع المعاملات الآجلة، وهي المعاملات الآجلة الباتة، والمعاملات الآجلة بشرط التعويض، والمعاملات الآجلة الشرطية البسيطة، والمعاملات الآجلة بشرط الانتقاء، والمعاملات الآجلة الشرطية المركبة والمعاملات الآجلة مع خيار الزيادة.

### نتائج الدراسة التطبيقية:

1. قام سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا على أساس تقديم البديل الشرعي لسوق رأس المال التقليدي في ماليزيا، وذلك بتوفير الخدمات المالية الإسلامية إلى متعاملي السوق من المؤسسات المالية،

- والشركات الخاصة، وجمهور المستثمرين المسلمين الراغبين في الحصول على التمويل والاستثمار المتوافق مع مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية، إلا أن هذا البديل لا يتمتع باستقلالية عن نظيره التقليدي، بحكم خضوعه كلا من السوقين لرقابة وإشراف هيئة الأوراق المالية الماليزية ووزارة المالية الماليزية.
2. إن سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا يختلف عن سوق رأس المال التقليدي اختلافا تاما في جوانب متعددة، وفي الوقت الحاضر، تطور هذا السوق جنبا إلى جنب مع السوق التقليدي، وتحاول الحكومة الماليزية لاسيما وزارة المالية الماليزية تطوير سوق رأس المال الإسلامي ليصبح مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي، ويصبح هذا السوق بديلا عن السوق التقليدي الحالي ونموذجا للمستثمرين، والوسطاء الماليين، والشركات التي تحتاج إلى مصادر تمويل متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، ويعتبر دور هيئة الأوراق المالية في تطوير هذا السوق أيضا مهما لتحقيق أحد أهداف الخطط الرئيسية بأن يصبح هذا السوق مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي.
3. إن نجاح سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، لا يرتبط بجودة وكفاءة الإدارة فحسب، بل يرتبط أيضا بالرقابة الشرعية، فاللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي تلعب دورا رائدا في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وتضطلع بالأعباء الكبيرة في اتخاذ القرارات المتعلقة بالأدوات المالية الشرعية أو تطبيق مبادئ الشريعة الإسلامية في معاملات السوق، وعمل الدراسات المعمقة في القضايا المعاصرة المرتبطة بأنشطة السوق، والتعاون بينهما يؤدي بهذا السوق إلى تحقيق النجاح الأفضل حتى يتمكن من المنافسة على المستوى العالمي، وتعزيز ثقة المتعاملين المحليين والأجانب للاستثمار في السوق دون أدنى شك، وإصدار نشرات دورية بالقرارات الشرعية الصادرة عنها والمطبوعات الخاصة بها.
4. قسم سوق رأس المال الإسلامي يمثل جهة الإدارة لهيئة الأوراق المالية، يقوم بالدراسات فيما يتعلق بأنشطة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وأدواته المالية بواسطة إدارته المؤهلة والمعروفة في الأوساط الإسلامية، ثم يقوم بتقديم نتائج دراساته إلى اللجنة الاستشارية الشرعية لاتخاذ القرارات المناسبة، وبذلك يستفيد متعاملي ومشاركي السوق بالقرارات الصادرة عن هذه اللجنة لاسيما الشركات المساهمة، المستثمرون، المؤسسات المالية، والحكومة الماليزية نفسها.
5. على الرغم من الدور الهام الذي تقوم به اللجنة الاستشارية الشرعية، إلا أن هذا الدور لم يصل إلى مرحلة استحداث أدوات مالية إسلامية خاصة، وانحصر هذا الدور في اتجاهين أساسيين هما:
- دراسة وتحليل الأدوات المالية التقليدية وفقا لأحكام الشريعة كالأسهم العادية، وشهادات الشراء من الأسهم الموجودة والجديدة، وعقود المستقبلات إضافة إلى تفعيل الأدوات المالية الشرعية بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية "قسم سوق رأس المال الإسلامي" والتي لا تتداول في سوق رأس المال التقليدي في ماليزيا، إنما يتم تداولها في سوق رأس المال الإسلامي، ومن أهم الأدوات المالية

- الشرعية المتداولة في ماليزيا الصكوك الإسلامية التي تصدرها الشركات الخاصة على أسس البيع بالثمن الآجل، والمراجحة، والاستصناع، والإجارة، والمضاربة، والمشاركة.
6. تعتبر الأسهم العادية والمدرجة في القائمة الرئيسية لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، من أقرب الأدوات المالية توافقا مع أحكام الشريعة، وهي عبارة عن أسهم للشركات المسموح بها من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية، ويمكن للمستثمرين المسلمين الاستثمار فيها، وتخضع قائمة هذه الأسهم إلى المراقبة والفحص من وقت لآخر، وتتم عملية الفحص بشكل دوري مرتين سنويا شهري أبريل وأكتوبر، فأي تغيير في أنشطة الشركات يؤثر في استمرار الاستثمار فيها إذا أصبحت أنشطتها الرئيسية تحتوي على عمليات محرمة شرعا.
7. نسبة أسهم الشركات المتوافقة مع أحكام الشريعة والمدرجة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الفترة 2006-2011 في نمو مستمر، وهي تفوق نسبة الأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة، نتيجة التوعية بين الشركات المساهمة في ماليزيا لممارسة أنشطة مشروعة أكثر من أنشطة محرمة شرعا في كافة عملياتها، وهذا يؤدي إلى تعزيز مستوى ثقة المستثمرين المسلمين للاستثمار الشرعي، بالإضافة إلى توجه الأغلبية المسلمة في ماليزيا إلى التعامل مع الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة والى صناديق الاستثمار الإسلامية، حيث يمكن إدراك ذلك من خلال نمو صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا وحجم موجوداتها إلى إجمالي الصناديق.
8. إن إصدار وتداول صكوك البيع بالثمن الآجل وصكوك المراجحة في التجربة الماليزية لا يتم وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، لأنه يقوم على أساس تطبيق بيع العينة، على الرغم من الحجج التي ساقتها اللجنة الشرعية الاستشارية بتبني وجهة نظر بعض الفقهاء في جواز بيع العينة تحقيقا للمصلحة العامة، وللتغلب على نقص السيولة دون اللجوء إلى القروض الربوية من البنوك التقليدية وفقا للقاعدة الفقهية "إذا تعارضت مفسدتان روعي أعظمهما ضررا بارتكاب أخفهما"، حيث جاءت موافقة كل من اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية واللجنة الاستشارية الشرعية للبنك المركزي الماليزي على القرار الذي يقضي بجواز بيع العينة في الأدوات المالية الإسلامية القابلة للتداول في ماليزيا لاسيما في إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل والمراجحة، وهو القرار الذي يختلف اختلافا تاما عن قرار مجمع الفقه الإسلامي، لأنه يعتبر هذا البيع صورة واضحة للتحايل على مقاصد الشريعة الإسلامية، فلا يجب اللجوء إليه لأنه يفتح باب الربا من حيث تم إغلاقه.
9. إن إصدار وتداول صكوك الإستصناع في التجربة الماليزية لا يتم وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية ولا يقوم على أساس شرعي، لأنه يشتمل على بيع الدين والذي حرمه كثير من العلماء، كما يقوم على مبدأ تصكيك الدين النقدي المحرم شرعا، الأمر الذي يعزز قبول الفرضية القائلة بوجود اختلاف بين نظرية عمل سوق رأس المال الإسلامي والتطبيق الفعلي للنظرية ويعزى ذلك إلى الاختلافات الفقهية

- بين المذاهب في تقييم مدى شرعية بعض المعاملات التي تتم في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بين مبيح لها حسب حججه، وبين محرم لتلك المعاملات.
10. إن عملية إصدار وتداول كل من صكوك الإجارة وصكوك المضاربة وصكوك المشاركة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، تتم وفقا للمعايير الشرعية المتعمدة من هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، وتم اعتمادها أيضا من اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية.
11. قررت اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية جواز الاستثمار في أسهم الشركات المساهمة ذات الأعمال المباحة أصلا إلا أنها تتعامل ببعض الأمور المحرمة شرعا لكنه جواز مقيد بمعايير ومؤشرات شرعية هي: مؤشر 5% ومؤشر 10% ومؤشر 25%، أقرتها اللجنة وضوابط شرعية إضافية أقرب إلى منهج التشريع الإسلامي القائم على التيسير ورفع الحرج ويتمشى مع متطلبات تغيير الواقع باتجاه منهج الإسلام لضمان المصلحة العامة لدى المستثمرين المسلمين المحليين والأجانب في إيجاد فرص الاستثمار، وتوسيع نطاق هذه الفرص حيث يصعب تجنب كل العناصر المحرمة شرعا في البيئة الاقتصادية المتقدمة في ماليزيا، حيث يدخل ذلك في إطار عموم البلوى.
12. إن اللجنة الاستشارية الشرعية المنبثقة عن هيئة الأوراق المالية الماليزية، تتكفل بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي بالتقدير الشرعي للمستقبليات على السلع، وقد قررت بأن عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام جائز التعامل فيها شرعا وهي متوافقة مع الشريعة على خلاف رأي مجمع الفقه الإسلامي الذي يرى عدم الجواز بالتعامل بها، واعتمدت في إيجازها لها على أنها من قبيل بيع الموصوف في الذمة بصيغ البيع لذلك يجوز تأجيل المبيع والثلثن إلى المستقبل ومن هنا كان رأيهم أنه ليس من بيع الدين بالدين، كما أنها أيضا ليست من بيع ما ليس عند المتعاملين لأن السلعة في الحقيقة موجودة في المخازن، ولا تتضمن عنصر الربا المحرمة شرعا على عكس عقود المستقبليات على السندات والعملات الأجنبية المحرمة شرعا، لقيامها على التعامل بالربا، أما من ناحية التسوية النقدية فتحوز لأن القيمة النقدية مفيدة للمستثمر، فهدفه من إبرام عقود المستقبليات هو التحوط وهذه الحالة لا تجعل عقود المستقبليات للسلع من الغرر باعتبار أن الشريعة تجيز التسليم والتسوية بقيمتها من النقود من النقود بشرط الاتفاق بين طرفي العقد، أما عقود الخيار فان اللجنة الاستشارية الشرعية لا تجيزها وتعتبرها غير جائزة وغير متوافقة مع الشريعة الإسلامية.
13. من أهم أقسام خدمات الوساطة المتوفرة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خدمات السمسرة حيث توفر بعض شركات السمسرة خدمة السمسرة الإسلامية، والتي تساعد جمهور المسلمين وغيرهم على الاستثمار في المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية فقط، والتي تسمح بها اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية للتداول بها.



14. تمارس الرقابة الشرعية من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية، وهي أهم الأجهزة التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية لمعاونتها في تحقيق أهدافها في بناء مكونات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، والتي تمثل المرجعية لمعرفة مدى التزام سوق المال الإسلامي بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، كما أنها تعد إحدى السمات الأساسية المميزة لسوق رأس المال الإسلامي عن سوق رأس المال التقليدي في ماليزيا.
15. لقد أقرت اللجنة الاستشارية الشرعية لسوق رأس المال الإسلامي التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية إلى أن البيع القصير المنظم لا يتعارض مع الشريعة باعتبار أن مبادئ إعاره واستعارة الأوراق المالية في البيع القصير المنظم تُقضي على عنصر الغرر، حيث نوقشت قضية القبض أو بيع شيء قبل حيازة ملكيته، وتبين أن أهم سبب لهذا التحريم لهذه القضية هو حدوث الغرر نتيجة لوجود احتمال كون البائع قد لا يكون قادرا على التسليم، وبما أن تحقق التسليم وتسوية العقود ودفع الالتزامات المالية دائماً مضمون، مراقب ومنظم من طرف سلطة التبادل، فقدره البائع على التسليم لم تعد مسألة مثيرة للقلق في معاملة البيع القصير، كما يمكن لسلطة التبادل أيضاً توفير آلية من أجل تسوية المنازعات بين الأطراف المتاجرة، مما يعني تحقيق مقاصد الشريعة، أما القضية الثانية هي اقتران البيع القصير بلعبة الحظ وقد تم توضيح أن المضاربة التي يتطلبها البيع القصير مختلفة عن القمار (الميسر)، هذا لأن المضاربة في البيع القصير تتطلب دراسة واسعة النطاق للسوق باستعمال بعض التجار لأساليب غير أخلاقية وغير شرعية بغية الحصول على الربح.
16. لقد قررت اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، بجواز التداول بمؤشر مؤشر كوالالمبور للشريعة ومؤشر داوجونز الإسلامي الماليزي طالما كانا متوافقين مع الشريعة، بحيث يكون المؤشر متكوناً من الأسهم المتوافقة مع الشريعة ما جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي القاضي بحرمه التعامل بالمؤشرات بيعا وشراء.

### ثالثاً: التوصيات.

1. ضرورة إنشاء معاهد تعليمية متخصصة ومراكز تدريب وعقد مؤتمرات وحلقات نقاش لتأهيل الكوادر البشرية اللازمة للعمل في سوق رأس المال الإسلامي، بما يتناسب مع معطيات النمو في صناعة المال الإسلامي والاحتياج المتنامي لأعضاء الهيئات الشرعية، مع مراعاة اعتماد التخصصية في المجالات المتعددة للمؤسسات المالية الإسلامية
2. إن العديد من الفتاوى والمعايير التي أصدرتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية لا تمتلك القوة الإلزامية القانونية بسبب عدم تبنيها من قبل البنوك المركزية في معظم الدول الإسلامية، ومن هنا فإنه ينبغي أن تبذل جهود كبيرة لمراجعة هذه المعايير مراجعة قانونية مصرفية، ودعوة محافظي

- البنوك للعمل بهذه المعايير، ويمكن أن يتم ذلك من خلال مجلس الخدمات المالية الإسلامية، والذي يضم محافظي البنوك المركزية في الدول الإسلامية.
3. إن الصكوك الاستثمارية الإسلامية بضوابطها الشرعية والاقتصادية، عبارة عن منتج لازال بحاجة ماسة إلى الدعم والمتابعة والمراقبة من أجل المحافظة على سلامته الشرعية وحقيقة دوره المتفق مع الأصول والمقاصد الشرعية، كما أن معظم هذه الصكوك لازالت خاضعة لوكالات التصنيف الائتماني الدولي، وكذلك الأجهزة المالية الدولية كصندوق النقد الدولي، لذلك ينبغي على المتخصصين والخبراء في الاقتصاد والصيرفة الإسلامية العمل على تحرير هذه المنتجات من التبعية للوكالات والأجهزة المالية الدولية، وذلك بإنشاء وكالات تصنيف ائتمانية إسلامية، وكذلك تفعيل دور البنك الإسلامي للتنمية في مسألة المنشورات الفنية.
4. إن تجربة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا تعد تجربة هامة على طريق بناء وتطوير التعامل في سوق رأس المال الإسلامي والصناعة المالية الإسلامية، إلا أنها بحاجة لمزيد من التطوير لتصبح موافقة للشرعية، مع التأكيد على دور الرقابة الشرعية لضمان سلامتها من المخالفات الشرعية.
5. ضرورة استقلال سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا عن سوق رأس المال التقليدي الحالي لضمان التزام أنشطتها بأحكام الشريعة الإسلامية الغراء بشكل خاص، وضرورة التعاون والتنسيق بين هيئة الأوراق المالية الماليزية وهيئات الأوراق المالية في الدول الأخرى لاسيما المعنية بتجارب سوق رأس المال الإسلامي لضمان تطوير وتدعيمه على المستوى العالمي في المستقبل.
6. إعادة النظر والبحث المتعمق من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية في ماليزيا في بعض إصدارات الصكوك مثل صكوك البيع بالثمن الآجل وصكوك المراجعة، وصكوك الإستهناغ والتي يطبق فيها بيع العينة وبيع الدين، للتأكد من أن كافة الصكوك الإسلامية الماليزية قابلة للتداول على المستوى العالمي على أساس أنها إصدارات شرعية محضة.
7. للابتعاد عن ممارسة بيع العينة في إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا، توصي الدراسة للجنة الاستشارية الشرعية بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية أن تعمق الدراسة والبحث، وتحاول إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل والمراجعة والاستهناغ بمفهوم مختلف عن تطبيقها الحالي، وذلك بالرجوع إلى المعايير الشرعية لهيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية.
8. تبين من خلال البحث أن هناك عددا من المعاملات المتعامل بها في سوق رأس المال يحرم التعامل بها، مثل المعاملات الآجلة وغيرها، والمطلوب تضافر جهود الباحثين الشرعيين والاقتصاديين في إيجاد البديل الشرعي العملي الذي يجد فيه المستثمرون ما يشبع رغبتهم في تحقيق الربح مع الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية.

9. العمل على إنشاء أسواق رأس مال محلية إسلامية تنضبط بالضوابط الشرعية كخطوة أولية نحو إقامة أسواق رأس مال محلية إسلامية علمية، من خلال التأصيل الفقهي، وإعداد وهيئة الكوادر والخبراء في هذا المجال، والتطرق إلى العوائق والعقبات التي تعترض طريق إنشائها، وتحليل البدائل الشرعية بصورة مفصلة وخاصة آلية تطبيقها.
10. يجب على المؤسسات الإسلامية الغيرة على الصناعة الإسلامية أن تبادر بإنشاء أجهزة مختصة بالمؤشرات الإسلامية مع التأكيد على رفض كل ما من شأنه أن يجعل الصناعة تفقد شخصيتها ورسالتها التي هي مبرر وجودها ابتداءً.

#### رابعاً: آفاق البحث

1. دراسة كيفية تحول أسواق رأس المال التقليدية في البلدان العربية والإسلامية إلى أسواق رأس المال الإسلامية، مع دراسة إمكانية تطبيق هذا التحويل على بورصة الجزائر خاصة وأسواق رأس المال التقليدية في البلدان العربية والإسلامية عامة.
2. توجيه الدارسين للعلوم الاقتصادية لإجراء الدراسات والبحوث في مجال المعاملات الاقتصادية الإسلامية وتقييمها من الناحية الشرعية للاستفادة منها بما يتوافق والشرع الحنيف، وتطوير ما يمكن تطويره من معاملات أو إيجاد بدائل شرعية لها لتعميق الوعي بالأدوات الشرعية في أسواق رأس المال، ووضع منهج نظري عملي متكامل للاستثمار في الأسواق المالية الإسلامية.
- وصلى الله على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه وسلم أجمعين، وآخر دعوانا أن الحمد لله رب العالمين.

# فهرس الأشكال

## قائمة الأشكال

الصفحة	الشكل	الرقم
22	أنواع البورصات	01
28	أنواع الأسواق المالية وموقع سوق رأس المال منها	02
46	الإطار التنظيمي العالمي (الدولي) لسوق رأس المال الإسلامي	03
53	أنواع المؤسسات المالية الإسلامية	04
56	جنسيات العشرين الأوائل.	05
57	سيناريوهات الاحتياج الفعلي من العلماء في عام 2009.	06
57	عدد العلماء الذين يقدمون خدماتهم حسب الدول	07
79	أنواع الأسهم من منظور إسلامي	08
103	خطوات عملية التصكيك	09
111	المرحلة الأولى لآلية إصدار صكوك الإجارة	10
112	المرحلة الثانية لآلية إصدار صكوك الإجارة	11
112	المرحلة الثالثة لآلية إصدار صكوك الإجارة	12
125	تطور حجم الإصدارات في سوق الصكوك خلال الفترة 2000-2008	13
126	الدول المشاركة في صناعة الصكوك الإسلامية	14
127	العلاقة ما بين المنتجات الإسلامية وحجم الإصدار	15
127	نوع العملة مقابل الصكوك المصدرة	16
231	النظام المالي الإسلامي الشامل في ماليزيا	17
232	نمو جدير بالثناء في التمويل الإسلامي	18
233	نمو سوق النقد الإسلامي الماليزي	19
233	حجم الاستثمار بين البنوك	20
234	إستراتيجية وحل طويل المدى يساعد في تحقيق تطور مستمر واستقرار الخطة الرئيسية للقطاع المالي	21
235	بنية تحتية وإطار قانوني كلي مساندين المالية الإسلامية	22
236	البنية التحتية لتطوير المهوبة الشاملة - تركز على التعليم، البحث والتدريب	23
239	مبادئ سوق رأس المال الماليزي	24

239	خطة المشروع لتطوير سوق رأس المال الماليزي	25
252	المهيكل التنظيمي للبورصة الماليزية المحدودة	26
256	ماليزيا تنتهج منهاجاً تدريجياً وشاملاً لتنمية وتطوير قطاع التمويل الإسلامي وسوق رأس	27
258	التركيبية ذات الطبقتين (أو البنية ثنائية الطبقات)	28
264	موقع هيئة الأوراق المالية الماليزية من النظام المالي الماليزي	29
284	تطور الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي للفترة بين 2006 إلى 2011.	30
284	نسبة رسملة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة إلى إجمالي السوق	31
285	نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة إلى نسبة الأسهم غير المتوافقة مع الشريعة	32
288	تطور عدد الصناديق الإسلامية المقبولة وصافي قيمة الموجودات في صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا في الفترة (2006-2011)	33
294	آلية إصدار صكوك البيع بثمن آجل/ المراجحة في ماليزيا	34
295	عملية التصكيك في إصدار صكوك البيع بثمن آجل / المراجحة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.	35
298	تطور إصدار صكوك البيع بثمن آجل/ المراجحة في ماليزيا خلال الفترة (2006 - 2011).	36
300	آلية إصدار صكوك الإجارة (الدولية) في ماليزيا	37
301	آلية إصدار صكوك الإجارة (المحلية) في ماليزيا	38
302	تطور إصدار صكوك الإجارة المحلية في ماليزيا خلال الفترة (2006-2011)	39
304	آلية إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا	40
306	تطور إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا خلال الفترة (2006-2011)	41
308	آلية إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا	42
309	تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة (2006-2011)	43
311	تطور إصدار صكوك المشاركة المحلية في ماليزيا خلال الفترة (2001-2006)	44
312	تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة (2006-2011)	45
313	التمثيل البياني لنسبة الصكوك لسنة 2006	46
313	التمثيل البياني لنسبة الصكوك لسنة 2007	47
313	التمثيل البياني لنسبة الصكوك لسنة 2008	48
314	التمثيل البياني لنسبة الصكوك لسنة 2009	49
314	التمثيل البياني لنسبة الصكوك لسنة 2010	50
315	التمثيل البياني لنسبة الصكوك لسنة 2011	51



# فہرست الجداول



## قائمة الجداول

الصفحة	الجدول	الرقم
54	عدد العلماء والمناصب حسب المجموعات	01
55	توزيع الأوائل من العلماء ومناصبهم حسب المجموعات	02
58	عدد مناصب العلماء حسب الدول (المجموعة 1).	03
58	عدد مناصب العلماء حسب الدول (المجموعة 2).	04
60	توزيع المناصب حسب القطاعات والدول	05
101	مقارنة السندات بالأسهم	06
114	مقارنة الصكوك الإسلامية بأدوات الاستثمار التقليدية	07
125	حجم الصكوك الإسلامية عالمياً خلال الفترة من 2000 إلى 2008م.	08
145	المقارنة بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة	09
226	بيانات عامة واقتصادية عن ماليزيا.	10
227	أهم الاستثمارات الخليجية في آسيا	11
229	بعض استثمارات الخليج القيمة في ماليزيا	12
283	تطور الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي للفترة بين 2006 إلى 2011	13
285	تطور نسبة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة إلى نسبة الأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة	14
292	تطور عدد الصناديق الإسلامية المقبولة وصافي قيمة الموجودات في صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا.	15
297	تطور إصدار صكوك البيع بثمن أجل/المراجحة في ماليزيا خلال الفترة (2006-2011)	16
302	تطور إصدار صكوك الإجارة المحلية في ماليزيا خلال الفترة (2006-2001)	17
306	تطور إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا خلال الفترة (2006-2003)	18
309	تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة (2006-2011)	19
311	تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة (2006-2011)	20
312	تطور إصدار الصكوك مقارنة مع السندات في ماليزيا خلال الفترة (2006-2011)	21

## فهرس المحتويات

ص	العنوان
	الآية
	الإهداء
	شكر وعرفان
.I	ملخص البحث باللغة العربية.
IV	ملخص البحث باللغة الفرنسية
VII	ملخص البحث باللغة الإنجليزية
X	المصطلحات الهامة في البحث
أ	المقدمة العامة
1	<b>الفصل الأول: الركائز الشرعية لقيام سوق رأس المال الإسلامي</b>
2	تمهيد
3	المبحث الأول: موقع سوق رأس المال على خريطة النشاط الاقتصادي من منظور الاقتصاد التقليدي
3	المطلب الأول: ماهية السوق المالية
3	الفرع الأول: نشأة ومفهوم الأسواق المالية
7	الفرع الثاني: أهمية ووظائف السوق المالية
10	الفرع الثالث: شروط قيام السوق المالية وعملياتها
14	المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية
14	الفرع الأول: أنواع الأسواق المالية من حيث الإصدار والتداول
25	الفرع الثاني: أنواع الأسواق المالية من حيث نوع الأدوات المتداولة فيها
27	الفرع الثالث: أنواع الأسواق المالية من حيث فترات التعاقد (الزمن)
29	المبحث الثاني: مقومات سوق رأس المال الإسلامي
29	المطلب الأول: الحاجة إلى قيام سوق رأس مال إسلامي والرقابة الشرعية عليه
29	الفرع الأول: الممارسات غير الأخلاقية في سوق رأس المال التقليدي وأهمية إيجاد سوق رأس مال إسلامي ودعمه بالأدوات الاستثمارية الشرعية
32	الفرع الثاني: مفهوم سوق رأس المال الإسلامي وضوابطه الشرعية
36	الفرع الثالث: خصائص، وظائف وكفاءة سوق رأس المال الإسلامي
39	الفرع الرابع: الرقابة الشرعية على سوق رأس المال الإسلامي
41	المطلب الثاني: صناعة الهندسة المالية الإسلامية لتطوير سوق رأس المال الإسلامي

41	الفرع الأول: دور المهندسة المالية الإسلامية في إقامة سوق رأس المال الإسلامي وتطوير أدواته
43	الفرع الثاني: مؤسسات البنية التحتية الداعمة للصناعة المالية الإسلامية والعمل المصرفي الإسلامي
47	الفرع الثالث: الجوانب المتعلقة بتصنيف المؤسسات المالية الإسلامية والتحديات التي تواجهها
52	المطلب الثالث: واقع الصناعة المالية الإسلامية
52	الفرع الأول: مؤشرات حول صناعة المال الإسلامي
53	الفرع الثاني: التحليل العام للهيئات الشرعية
57	الفرع الثالث: التحليل الجغرافي
60	الفرع الرابع: التحليل القطاعي
61	خلاصة الفصل الأول
62	<b>الفصل الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي</b>
63	تمهيد
65	المبحث الأول: إصدار وتداول الأسهم (أدوات الملكية) في سوق رأس المال الإسلامي
65	المطلب الأول: الأسهم من منظور الاقتصاد التقليدي
65	الفرع الأول: حقيقة شركة المساهمة.
68	الفرع الثاني: نظرة تعريفية وعامة في معنى الأسهم وخصائصها وقيم تداولها
73	الفرع الثالث: أنواع الأسهم
80	المطلب الثاني: إصدار الأسهم والاكتمال فيها من منظور الاقتصاد الإسلامي
80	الفرع الأول: موقع شركة المساهمة في الاقتصاد الإسلامي
84	الفرع الثاني: الضوابط الشرعية لإصدار الأسهم وإصدارها على رسوم الإصدار.
85	الفرع الثالث: التقدير الشرعي لتقسيم تسديد قيمة الأسهم وضمائم الإصدار فيها
87	المطلب الثالث: تداول الأسهم من منظور الاقتصاد الإسلامي
87	الفرع الأول: التوصيف الشرعي لتداول الأسهم باعتبار نوع السهم
90	الفرع الثاني: التوصيف الشرعي لتداول الأسهم باعتبار نوع نشاط الشركة المساهمة
94	المبحث الثاني: إصدار وتداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي
94	المطلب الأول: السندات من منظور الاقتصاد التقليدي
94	الفرع الأول: ماهية السندات وخصائصها
96	الفرع الثاني: أنواع السندات
99	الفرع الثالث: العوامل المؤثرة على أسعار السندات

100	الفرع الرابع: مقارنة بين الأسهم والسندات
101	المطلب الثاني: البدائل الشرعية للسندات الربوية وأنواعها.
101	الفرع الأول: مفهوم الصكوك الاستثمارية الإسلامية
106	الفرع الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية وآلية إصدارها
113	الفرع الثالث: مقارنة الصكوك الإسلامية بأدوات الاستثمار التقليدية
115	المطلب الثالث: ضوابط ومخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية
115	الفرع الأول: التوصيف الشرعي للصكوك الاستثمارية
118	الفرع الثاني: الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية والشروط الواجب توفرها في مصدرها
122	الفرع الثالث: مخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية
124	المطلب الرابع: تطور حجم الصكوك الإسلامية ودور التصكيك الإسلامي في تطوير سوق رأس المال الإسلامي وأثره على كفاءته
124	الفرع الأول: تطور حجم الصكوك الإسلامية
129	الفرع الثاني: دور التصكيك الإسلامي في تطوير سوق رأس المال الإسلامي وأثره على كفاءته
135	خلاصة الفصل الثاني
137	الفصل الثالث: عقود المعاملات الحديثة في سوق رأس المال الإسلامي
138	تمهيد
139	المبحث الأول: العقود المستقبلية من منظور الاقتصاد الإسلامي
139	المطلب الأول: العقود المستقبلية والعقود الآجلة في سوق رأس المال التقليدي
139	الفرع الأول: مفهوم ونشأة العقود المستقبلية والعقود الآجلة في سوق رأس المال التقليدي
141	الفرع الثاني: خصائص العقود المستقبلية والأطراف المتعاملة في سوق العقود المستقبلية
143	الفرع الثالث: أنواع العقود المستقبلية وأركانها
145	الفرع الرابع: آلية عمل العقود المستقبلية
147	المطلب الثاني: التقدير الشرعي للعقود المستقبلية والدور التحوطي للعقود المستقبلية بعد تطويرها بما يتفق والشرعية الإسلامية
147	الفرع الأول: التقدير الشرعي للعقود المستقبلية
150	الفرع الثاني: تطوير العقود المستقبلية بما يتفق مع الشرعية الإسلامية
152	الفرع الثالث: الدور التحوطي للعقود المستقبلية بعد تطويرها بما يتفق مع الشرعية الإسلامية
154	المبحث الثاني: عقود الاختيار وعقود المبادلات من منظور الاقتصاد الإسلامي
154	المطلب الأول: عقود الخيارات في سوق رأس المال التقليدي
154	الفرع الأول: مفهوم عقود الخيارات في سوق رأس المال التقليدي

156	الفرع الثاني: خصائص عقود الخيارات وأنواعها
159	الفرع الثالث: الفروق الجوهرية بين عقود الخيارات وعقود المستقبلات، ومحددات سعر الخيارات المالية المعاصرة
161	المطلب الثاني: التقدير الشرعي لعقود الخيارات والدور التحوطي لها بعد تطويرها بما يتفق والشريعة الإسلامية.
161	الفرع الأول: التقدير الشرعي لعقود الخيارات
164	الفرع الثاني: الدور التحوطي للخيارات بعد تطويرها بما يتفق والشريعة الإسلامية
167	المطلب الثالث: عقود المبادلات في سوق رأس المال التقليدي
167	الفرع الأول: مفهوم عقود المبادلة وتاريخها في سوق رأس المال التقليدي
167	الفرع الثاني: أنواع عقود المبادلات وآلية عملها
170	الفرع الثالث: التوصيف الشرعي لعقود المبادلات
172	المبحث الثالث: المؤشرات في سوق رأس المال الإسلامي
172	المطلب الأول: مفهوم المؤشرات وأنواعها
172	الفرع الأول: تعريف المؤشرات وتاريخها
173	الفرع الثاني: أنواع المؤشرات
174	الفرع الثالث: التقدير الشرعي للمؤشرات في سوق رأس المال الإسلامي
175	المطلب الثاني: إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية كبديل لمؤشرات السوق العالمية التقليدية.
175	الفرع الأول: إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية
176	الفرع الثاني: العوامل التي ساعدت في ظهور وانتشار مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية
177	الفرع الثالث: أهمية مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية وغيرها من المؤشرات الإسلامية
177	الفرع الرابع: آلية بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية.
179	خلاصة الفصل الثالث
181	الفصل الرابع: إجراءات التعامل وشرعية المعاملات في سوق رأس المال الإسلامي
182	تمهيد
183	المبحث الأول: إجراءات التعامل وشرعية المعاملات في سوق رأس المال الإسلامي
183	المطلب الأول: الوساطة المالية في سوق رأس المال الإسلامي
183	الفرع الأول: مفهوم الوساطة المالية وأهميتها
183	الفرع الثاني: مفهوم الوسيط، الدلال، والسمسار
185	الفرع الثالث: الضوابط الشرعية للوساطة المالية
190	الفرع الرابع: شركات الوساطة المالية الإسلامية

192	المطلب الثاني: أوامر البيع والشراء في سوق رأس المال الإسلامي
192	الفرع الأول: المراد بالأوامر وأنواعها
194	الفرع الثاني: التوصيف الشرعي لأوامر البيع والشراء
197	المطلب الثالث: تسعير الأوراق المالية في سوق رأس المال الإسلامي
197	الفرع الأول: مفهوم التسعير وطرقه
197	الفرع الثاني: التوصيف الشرعي للتسعير
201	المبحث الثاني: المعاملات العاجلة في سوق رأس المال الإسلامي
201	المطلب الأول: تعريف المعاملات العاجلة وأغراض المتعاملين بها
201	الفرع الأول: التعريف بالمعاملات العاجلة
201	الفرع الثاني: أغراض المتعاملين بالمعاملات العاجلة
205	المطلب الثاني: أنواع المعاملات العاجلة وتوصيفها الشرعي
205	الفرع الأول: الشراء بكامل الثمن وتوصيفه الشرعي
206	الفرع الثاني: الشراء بالهامش (الشراء بجزء من الثمن) وتوصيفه الشرعي
208	الفرع الثالث: البيع على المكشوف (البيع القصير) وتوصيفه الشرعي
212	المبحث الثالث: المعاملات الآجلة في سوق رأس المال الإسلامي
212	المطلب الأول: التعريف بالمعاملات الآجلة وأغراض المتعاملين بها وتوصيفها الشرعي
212	الفرع الأول: التعريف بالمعاملات الآجلة وتوصيفها الشرعي
213	الفرع الثاني: أغراض المتعاملين بالمعاملات الآجلة
215	المطلب الثاني: أنواع المعاملات الآجلة وتوصيفها الشرعي
215	الفرع الأول: المعاملات الآجلة الباتة والمعاملات الآجلة بشرط التعويض وتوصيفهما الشرعي
218	الفرع الثاني: المعاملات الآجلة الشرطية البسيطة والمعاملات الآجلة بشرط الانتقاء وتوصيفهما الشرعي
219	الفرع الثالث: المعاملات الآجلة الشرطية المركبة والمعاملات الآجلة مع خيار الزيادة وتوصيفهما الشرعي
222	خلاصة الفصل الرابع
223	الفصل الخامس: مدخل لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا والرقابة الشرعية عليه
224	تمهيد
225	المبحث الأول: نظرة على اقتصاد ماليزيا وسوق رأس المال فيها
225	المطلب الأول: التعريف بدولة ماليزيا واقتصادها
226	الفرع الأول: بيانات أساسية واقتصادية حول ماليزيا

227	الفرع الثاني: أهم الاستثمارات الخليجية في آسيا، وعلاقات ماليزيا الاقتصادية مع العالم العربي
230	الفرع الثالث: ماليزيا كمركز دولي للمالية الإسلامية ودور الحكومة الماليزية والهيئات النظامية في تطوير المالية الإسلامية في ماليزيا
237	المطلب الثاني: سوق رأس المال في ماليزيا والجهات الرقابية فيه
237	الفرع الأول: التطور التاريخي لسوق رأس المال في ماليزيا ووظائفه
241	الفرع الثاني: أقسام سوق رأس المال الماليزي
247	الفرع الثالث: الجهات الرقابية في سوق رأس المال الماليزي
253	المبحث الثاني: سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا والرقابة الشرعية عليه
253	المطلب الأول: سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
253	الفرع الأول: مفهوم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وأهميته
255	الفرع الثاني: نشأة وتطور سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا والمنهج الماليزي في تنظيمه وتطويره
260	الفرع الثالث: الخصائص المميزة لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ووظائفه
263	المطلب الثاني: الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
263	الفرع الأول: تعريف هيئة الأوراق المالية الماليزية ودورها في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
270	الفرع الثاني: مفهوم الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
271	الفرع الثالث: اللجان المكلفة بالرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
274	الفرع الرابع: دور الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
276	خلاصة الفصل الخامس
277	<b>الفصل السادس: واقع عمل سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا</b>
278	تمهيد
279	المبحث الأول: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
279	المطلب الأول: أدوات الملكية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
279	الفرع الأول: الأسهم العادية
285	الفرع الثاني: شهادات الشراء من الأسهم الموجودة
287	الفرع الثالث: شهادات الشراء من الأسهم الجديدة
290	الفرع الرابع: صناديق الاستثمار الإسلامية
293	المطلب الثاني: الصكوك الاستثمارية الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
294	الفرع الأول: صكوك البيع بثمن آجل / المرابحة
298	الفرع الثاني: صكوك الإجارة

303	الفرع الثالث: صكوك الإستصناع
307	الفرع الرابع: صكوك المضاربة
309	الفرع الخامس: صكوك المشاركة
312	الفرع السادس: تطور إصدار الصكوك مقارنة مع السندات في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة (2006-2011)
315	المبحث الثاني: المشتقات والمعاملات والمؤشرات في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
315	المطلب الأول: المشتقات في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
315	الفرع الأول: التقدير الشرعي لتداول عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام في ماليزيا
316	الفرع الثاني: الرد على الحجج التي ساقتها اللجنة الاستشارية الشرعية في إنجازها لعقود المستقبلات لزيت النخيل الخام
317	المطلب الثاني: خدمات الوساطة والبيع القصير في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
317	الفرع الأول: خدمات الوساطة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
319	الفرع الثاني: البيع القصير في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
323	المطلب الثالث: المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
323	الفرع الأول: مفهوم وأنواع المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
324	الفرع الثاني: قرار اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية حول مؤشر كوالا لمبور للشريعة
326	خلاصة الفصل السادس
328	الخاتمة العامة
341	قائمة المصادر والمراجع
363	فهرس الجداول
364	فهرس الأشكال
367	فهرس المحتويات



# قائمة المصادر والمراجع

قائمة المصادر والمراجع

أولاً: المصادر

القرآن الكريم.

الأحاديث النبوية.

ثانياً: المراجع

• المراجع باللغة العربية

➤ الكتب:

1. ابراهيم، أبو سليمان عبد الوهاب ، فقه المعاملات الحديثة . مكة المكرمة: دار ابن الجوزي، 2005 .
2. ابن منظور، لسان العرب. القاهرة: دار المعارف، 1981، المجلد الثالث، الجزء الرابع والعشرين، باب السين.
3. أبو العلا، يسري محمد، سياسات التسعير في التشريع الإسلامي. الإسكندرية : دار الفكر الجامعي ، 2008.
4. أبو موسى، رسمية أحمد، الأسواق المالية والنقدية. عمان: دار المعتز للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2005.
5. أحمد، عبد الرحمن يسري، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل. الإسكندرية: الدار الجامعية، 2001م.
6. أحمد، محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية. الإسكندرية: دار الفكر الجامعي، 2009
7. أحمد، محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإيجابية في الاقتصاد الإسلامي. جدة: مجموعة دلة البركة، 1995
8. \_\_\_\_\_ ، \_\_\_\_\_ ، الأدوات الاستثمارية الإسلامية ودورها في تنشيط التداول بالبورصات العربية. لبنان: اتحاد المصارف العربية.
9. عمر مصطفى جبر إسماعيل، سندات المقارضة وأحكامها في الفقه الإسلامي. الأردن: دار النفائس، الطبعة الأولى، 2006.
10. آل سليمان، مبارك بن سليمان بن محمد، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة. الرياض: دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الجزء الأول، 1426هـ/2005م.
11. \_\_\_\_\_ ، \_\_\_\_\_ ، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة. المملكة العربية السعودية: كنوز اشبيليا للنشر، الجزء الثاني، 1426هـ/2005م.

12. أمين، حسين، المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة. جدة: المعهد الإسلامي للبحوث الإسلامية، 2000، ط3
13. البرواري، شعبان محمد إسلام، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي-دراسة تحليلية نقدية-.. مصر: دار الفكر المعاصر، الطبعة الأولى، 2002.
14. بسيوني، عبد الأول عابدين محمد، مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة-دراسة فقهية مقارنة. الإسكندرية: دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، 2008.
15. بشير، محمد عثمان، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي. عمان: دار النفائس، ط3، 1999.
16. بعلي، عبد الحميد محمود، المشتقات المالية في الممارسة العملية وفي الرؤية الشرعية. الكويت: الديوان الأميري، 1991.
17. بصمان، محمد مبارك، صكوك الإجارة الإسلامية -دراسة قانونية مقارنة بالشرعية الإسلامية-، الأردن: دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2011.
18. بن عبد السلام، العز: قواعد الأحكام في مصالح الأنام. بيروت: دار الكتب.
19. بن هاني، حسين ، الأسواق المالية. عمان: دار الكندي، دون سنة نشر.
20. بنا، محمد ، أسواق النقد والمال الأسس النظرية والعملية. زهران الشرق، دون ذكر بلد النشر، 1996
21. تيمي، أبو عبد الإله صالح العصيمي ، الأسهم المختلطة في ميزان الشريعة- أسهم الشركات التي أنشأت لغرض مباح وتعامل بالمحرم أحيانا. المملكة العربية السعودية: دون ذكر دار النشر، 1426هـ
22. جارحي، معبد علي ، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام-الإدارة المالية في الإسلام. عمان: المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية، الجزء الأول، 1989.
23. جبار ، محفوظ، البورصة. الجزائر: دار هومة للنشر، الجزء الأول، 2002.
24. — ، — ، سلسلة التعريف بالبورصة -الأوراق المالية. الجزائر: دار هومة للنشر الجزء 2، 2002.
25. جمل، جمال جويدان، دراسات في الأسواق المالية والنقدية. عمان- الأردن: دار صفاء، الطبعة الأولى، 1999.
26. حردان، طاهر حيدر ، مبادئ الاستثمار. عمان: دار المستقبل للنشر والتوزيع، 1997.
27. الحصري، نبيه فرج أمين ، تجربة ماليزيا في تطبيق الاقتصاد الإسلامي-تحليل وتقويم-. الإسكندرية: دار الفكر الجامعي، 2009.
28. حماد، طارق عبد العال، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية. مصر: الدار الجامعية، 2005.
29. حمودة، محمود محمد، الاستثمار والمعاملات المالية في الإسلام. الأردن: الوراق للنشر والتوزيع، 2009 .

30. حناوي، محمد صلاح، الاستثمار في الأوراق المالية. الإسكندرية: الدار الجامعية لنشر والتوزيع، 2003/2002 .
31. حنفي، عبد الغفار، أسواق المال وتمويل المشروعات. مصر: الدار الجامعية للنشر، 2005.
32. \_\_\_\_\_ ، \_\_\_\_\_ ، بورصة الأوراق المالية، الإسكندرية: دار الجامعة الجديدة للنشر ، 2003.
33. \_\_\_\_\_ ، \_\_\_\_\_ وعبد السلام أبو قحف، إدارة البنوك وتطبيقاتها. مصر: دار المعرفة الجامعية، 2000.
34. \_\_\_\_\_ ، \_\_\_\_\_ وقرياقص، رسمية، أسواق المال. مصر: دار الجامعة الجديدة، 2003.
35. حنيني، محمد وجيه، تحويل بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ، الأردن : دار النفائس لنشر والتوزيع، 2010،
36. حويماني، فهد، المال والاستثمار في الأسواق المالية. الرياض: الطبعة الثانية، 2006.
37. خضيرى، محسن أحمد، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة. القاهرة: دار إيتراك للنشر، 1996.
38. خلف، فليح حسن، الأسواق المالية والنقدية. عمان: جداد للكتاب العلمي، 2006.
39. خليل، أحمد بن محمد، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي. المملكة العربية السعودية: دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، 1426هـ.
40. خياط، عبد العزيز، الشركات في ضوء الإسلام- الإدارة المالية في الإسلام. عمان: المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية، مؤسسة آل بيت، الجزء الأول، 1989.
41. داغي، علي محي الدين القره، بحوث في الاقتصاد الإسلامي. بيروت: دار البشائر الإسلامية، الطبعة الثالثة، 2009.
42. الدريوش، أحمد بن يوسف بن أحمد ، أحكام السوق في الإسلام وأثرها في الاقتصاد الإسلامي. الرياض: دار عالم الكتب للنشر والتوزيع الطبعة الأولى، 1989.
43. دوابه، أشرف محمد، نحو سوق مالية إسلامية. مصر: دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، الطبعة الأولى، 1427/2006.
44. \_\_\_\_\_ ، \_\_\_\_\_ ، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية. مصر: دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، الطبعة الأولى، 1427/2006.
45. \_\_\_\_\_ ، \_\_\_\_\_ ، دراسات في التمويل الإسلامي. مصر: دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، الطبعة الأولى، 2007م.
46. راوي، خالد وهيب، الاستثمار في الأوراق المالية. الأردن: دار المسيرة للطباعة والنشر، 1999.
47. \_\_\_\_\_ ، \_\_\_\_\_ ، إدارة المخاطر المالية. الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع، 1999.
48. الرزين، عبد الله بن محمد، سوق المال. السعودية: نشر جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الطبعة الأولى، 1427.

49. رضوان، سمير عبد الحميد، أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية. مصر: دار الفكر الإسلامي، 1996.
50. — ، — ، المشتقات المالية، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية. مصر: دار النشر للجامعات، 2005 .
51. رفاعي، غالب عوض وبلعربي عبد الحفيظ، اقتصاديات النقود والبنوك. الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع، 2002.
52. الزحيلي، وهبة ، المعاملات المالية المعاصرة. دمشق: دار الفكر، 2002
53. الزرري، عبد النافع وغازي توفيق فرح، الأسواق المالية. عمان: دار وائل للنشر، دون سنة نشر.
54. زويل، محمود أمين، بورصة الأوراق المالية. مصر: دار الوفاء للطباعة والنشر، 2000.
55. سانو، مصطفى قطب، الاستثمار أحكامه وضوابطه في الفقه الإسلامي. الأردن: دار النفائس 2000
56. سفر، أحمد، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية. لبنان: المؤسسة الحديثة للكتاب، 2009
57. سلام، عماد صالح، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية المحلية والعالمية والتنمية المتواصلة. أبو ظبي: شركة أبو ظبي للنشر، 2002.
58. سليمان، مصطفى حسين، المعاملات المالية في الإسلام. عمان: دار المستقبل للنشر والتوزيع، 1990
59. السيسي، صلاح الدين حسن، بورصات الأوراق المالية. مصر: عالم الكتب للنشر والتوزيع، 2003.
60. شحاتة، حسين وفياض، عطية، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية، مصر: مكتبة التقوى، 2001 .
61. شحاتة، أحمد بسيوني، المحاسبة المالية لشركات الأموال في القطاع الخاص وقطاع الأعمال العام. مصر: الدار الجامعية للنشر، 1999.
62. شطناوي، زكريا سلامة عيسى، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور إسلامي. الأردن: دار النفائس لنشر و التوزيع، 2007 .
63. الشمري، ناظم محمد نوري، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع، 1999.
64. الشمري، طعمة، مجلس إدارة الشركة المساهمة. الكويت: مؤسسة للتقدم العلمي، الطبعة الأولى، 1985.
65. شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر. الجزائر: دار الأطلس للنشر، دون سنة نشر.

66. الشناوي، إسماعيل أحمد ومبارك، عبد المنعم، اقتصاديات البنوك والأسواق المالية. مصر: الدار الجامعية، 2005.
67. الشنقيطي، محمد الأمين ولد عالي الغلاوي، الاجتهاد وتطبيقاته المعاصرة في مجال الأسواق المالية. بيروت: دار ابن حزم للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 1429هـ/2008م.
68. عبد القصاص، جلال جويده، محددات الأثمان في السوق الرأسمالي والإسلامي. الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، 2006.
69. عبد اللطيف، أحمد سعد، بورصة الأوراق المالية. القاهرة: نشر جامعة القاهرة، دون سنة نشر.
70. عثمان شبير، المعاملات المالية المعاصرة. عمان: دار النفائس، 1996.
71. عدون، ناصر دادى، اقتصاد المؤسسة. الجزائر: دار المحمدية العامة، بدون ذكر سنة النشر.
72. عطية، حمد صلاح، محاسبة الاستثمار والتمويل في البنوك التجارية. الدار الجامعية للنشر، مصر، 2002-2003.
73. عفيفي، عبد الرزاق، بورصة الأوراق المالية والضرائب. المملكة العربية السعودية: دار الصميعي، 2001.
74. علي، طاحون نصر، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية. مصر: دار النهضة العربية، 2003.
75. علي، عبد المنعم السيد وسعد الدين، نزار، النقود والمصارف والأسواق المالية، الأردن: دار حامد للنشر والتوزيع، 2004.
76. الغلاوي، محمد أمين ولد عالي، الاجتهاد وتطبيقاته المعاصرة في الأسواق المالية. لبنان: دار ابن حزم، 2008، ط 1.
77. الفولي، أسامة وعوض الله، زينب، اقتصاديات النقود والتمويل. مصر: دار الجامعة الجديدة، 2005.
78. فياض، عطية، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي. مصر: دار النشر للجامعات، الطبعة الأولى، 1998.
79. فيناردوس، أنجلو، التمويل والمصرفية الإسلامية في جنوب شرق آسيا تطورها ومستقبلها. المملكة العربية السعودية: النشر العلمي والمطابع لجامعة الملك سعود، 2008.
80. القاضي، محمود، دور المصارف الإسلامية في دعم وتطوير أسواق رأس المال. لبنان: إتحاد المصارف العربية، 2005.
81. قرة، علي محي الدين علي، بحوث في الاقتصاد الإسلامي، لبنان: دار البشائر الإسلامية لنشر والتوزيع، 2009.
82. قندوز، عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق. بيروت: مؤسسة الرسالة ناشرون، الطبعة الأولى، 1429هـ/2008م.

83. كامل، صالح، محاضرات في الاقتصاد الإسلامي والأسواق المالية. دمشق: منار للنشر والتوزيع، 2003.
84. محمد، أبو العلا إبراهيم، بورصات الأوراق المالية والقطن. مصر: كوس توماس وشركاه، 1970.
85. محمد، بلول مختار، كيف تستثمر أموالك في الأسهم والسندات. القاهرة: المكتب المصري الحديث، 1992.
86. كمال محمد، يوسف، فقه الاقتصاد النقدي - النقود - المصارف - البورصات. القاهرة: دار القلم للنشر والتوزيع، 1422هـ - 2002م.
87. \_\_\_\_\_ ، \_\_\_\_\_ ، المصرفية الإسلامية الأزمة والمخرج. القاهرة: دار القلم للنشر والتوزيع، 1422هـ - 2005م.
88. مطاوع ، سعد عبد الحميد، الأسواق المالية المعاصرة. مصر: مكتبة أم القرى، 2001.
89. نجيب، نعمة الله، مقدمة في اقتصاديات النقود والصراف والسياسات النقدية. مصر: الدار الجامعية للنشر، 2001.
90. نشار، محمد فتح الله، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي. الإسكندرية: دار الجامعة الجديدة للنشر، 2006.
91. ياسر عجيل النشمي، أجدليات التجارة الإسلامية العالمية، الكويت: مكتبة المعرف المتحدة، الطبعة الأولى، 2006.
92. نفيسة، عبد الرحمان بن عبد العزيز، الاستثمارات الشرعية والأحكام النظامية - دراسة تطبيقية مقارنة. الأردن: دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 1430، 2010.
93. نووي، يحيى بن شرف، صحيح مسلم بشرح النووي. بيروت: دار إحياء التراث العربي، بيروت 1992.
94. هارون، صبري محمد. أحكام الأسواق المالية - الأسهم والسندات - ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي. الأردن: دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، 1429 - 2009م.
95. هندي، منير ابراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية. مصر: منشأة المعارف للتوزيع، 1999.
96. \_\_\_\_\_ ، \_\_\_\_\_ ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال. مصر: منشأة المعارف للنشر، 1997.
97. \_\_\_\_\_ ، \_\_\_\_\_ ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية. الإسكندرية: منشأة المعارف، الطبعة الثانية، 2006.
98. \_\_\_\_\_ ، \_\_\_\_\_ ، الفكر الحديث في إدارة المخاطر. الإسكندرية: منشأة المعارف، 2003 .
99. \_\_\_\_\_ ، \_\_\_\_\_ ، الفكر الحديث في الاستثمار. مصر: توزيع منشأة المعارف، 2004،
100. هندي، خليل والكاشف أنطوان، العمليات المصرفية والسوق المالية. لبنان: المؤسسة الحديثة للكتاب، الطبعة الثانية، 2000 .

101. هوشيار، معروف، الاستثمارات والأسواق المالية. الأردن: دار الصفاء للنشر والتوزيع، 2003.
102. هيتي، عبد الستار إبراهيم رحيم، السياسة السعرية في المذهب الاقتصادي الإسلامي. عمان: الوراق للنشر والتوزيع ، 2006.
103. الهيتي، قيصر عبد الكرم، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات). دمشق: دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2006.
104. هيتي، نوزاد، مقدمة في الأسواق المالية. طرابلس: أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية، 1998.
105. وطيان، محمد ، البنوك الإسلامية. الإمارات العربية المتحدة: مكتبة الفلاح للنشر و التوزيع، 2000 .
106. يونس ، محمود ومبارك، عبد المنعم ، النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية. مصر: الدار الجامعية، 2003.

#### ➤ الأطروحات والرسائل الجامعية غير المنشورة:

107. الأمين، أحمد إسحاق حامد، الصكوك الاستثمارية وعلاج مخاطرها، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في تخصص الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن، 1426هـ- 2005.
108. بن الضيف، محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية- دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2008/2007 .
109. بني عامر، زاهرة علي محمد، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في تخصص الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن، 1429هـ- 2008.
110. جعفر، سحاسورياني، صفر الدين، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته. مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن، 2007/2006.
111. جعفر، نورليامت سعيد، سوق المشتقات المالية، تقدير اقتصادي وشرعي، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير من جامعة اليرموك، الاقتصاد والمصارف الإسلامية،



- الفصل الدراسي الأول، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، الأردن، 2007/2006.
112. حبيلي، سامي، إدارة مخاطر السوق باستخدام عقود المشتقات المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، 2008.
113. حوحو، سعاد، دور البنوك التجارية في التمويل القصير الأجل، بحث مقدم لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود وتمويل، بسكرة: كلية الحقوق و العلوم الاقتصادية ، 2003
114. الخضيرى، ياسر ابن إبراهيم بن محمد، المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية-دراسة فقهية-، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الفقه، قسم الفقه، كلية الشريعة، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1429 هـ.
115. روسلين، نبيى جعفر نبيى ، موقع سوق رأس المال في نظام الاقتصاد الوطني، ندوة سوق رأس المال الإسلامي، قاعة المؤتمر في المركز الإسلامي كوالالمبور، ماليزيا، 10 نوفمبر 2008.
116. سمور، نبيل خليل طه ، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق - دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا-. رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية ، عمادة الدراسات العليا، كلية التجارة، قسم إدارة الأعمال، غزة، 2007-1428.
117. السميرات، عبد محمود، التحوط في التمويل الإسلامي-دراسة مقارنة-. رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، 2009م.
118. منصور بن حامد بن حسين العمرو، أثر البيوع المنهي عنها في المعاملات وعلاجها في الفقه الإسلامي-دراسة تطبيقية في سوق المال السعودي، أطروحة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الدكتوراه في الفقه وأصوله، كلية الدراسات العليا، الأردن، 2007 .
119. العموري، محمود فهد أحمد، عقود الخيارات من منظور الاقتصاد الإسلامي. رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه فلسفة في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، 2008م.
120. فريد مشري، علاقة البنوك الإسلامية بالسوق المالي الإسلامي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص مالية ونقود، بسكرة: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2008/2007.

121. القضاة، منصور علي، التصنيف الشرعي لمنتجات المؤسسات المالية الإسلامية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، الأردن، جامعة اليرموك، 2009.
122. محيسن، فؤاد محسن، نحو نموذج تطبيقي إسلامي لتوريق الموجودات. رسالة دكتوراه غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية والمالية، الأردن، 2008.
123. المسعودي، أحمد أسعد أحمد، متطلبات إنشاء سوق مالية إسلامية في ليبيا- دراسة ميدانية - أطروحة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة دكتوراه الفلسفة في التمويل والمصارف، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، الأردن. .
124. نصبه، مسعودة، الفعالية الاقتصادية للسياسة النقدية في الاقتصاد الإسلامي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود و تمويل، بسكرة: كلية الحقوق و العلوم الاقتصادية، 2004/2003 .

#### ➤ المؤتمرات والملتقيات:

125. أبو النصر، عصام، الحكم التشريعي في تملك الأسهم وكيفية تطهير أسهم الشركات التي اختلط فيها الحلال بالحرام، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الخامس عشر: سوق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006.
126. أبو بكر، صافية أحمد، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، من 31 ماي إلى 3 جوان 2009م.
127. أحمد، ياسين محمد، الأسهم الجائزة والمحظورة ودورها في إحداث نهضة اقتصادية شاملة ومعاصرة، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006.
128. أصبحي، مصطفى ياسين محمد، القانون الواجب التطبيق على العلاقات القانونية المتصلة بأسواق الأوراق المالية ذات الطابع الدولي، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الخامس عشر، سوق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006،
129. أونور، إبراهيم أحمد، عقود الخيارات وإدارة المخاطر في أسواق السلع، مداخلة مقدمة للمؤتمر العالمي الثامن للاقتصاد والتمويل الإسلامي، الكويت، المعهد العربي للتخطيط، 2011 .
130. باز، عباس أحمد محمد، أحكام الربح الناشئ عن المساهمة في الشركات التي فيها شبه من حيث التصرف والامتلاك، بحث مقدم إلى مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون،
131. بن بية، عبدالله بن الشيخ محفوظ، فقه البورصة، بحث مقدم للمجلس الأوروبي للإفتاء والبحوث، دبلن، المجلد الأول، العدد الأول.

132. حاج إبراهيم عبد الرحمن، خير الناس ربيع، مسيرة الاقتصاد الإسلامي في ماليزيا من خلال أفكار محمد مهاتير، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي: الاقتصاد الإسلامي: الواقع ورهانات المستقبل، جامعة غرداية، الجزائر، 23 و24 فيفري 2011.
133. حداد، أحمد بن عبد العزيز، الأسهم والسندات تصور وأحكام، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006
134. خطاب، كمال توفيق، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 ماي إلى 3 جوان 2009م.
135. \_\_، \_\_، نحو سوق مالية إسلامية، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي. المملكة العربية السعودية، كلية الشريعة و الدراسات الإسلامية، 2005
136. خالد بن عبد الله الزيني، قاعدة التطهير المالي في مجال الأسهم، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي. المملكة العربية السعودية، كلية الشريعة و الدراسات الإسلامية، 1430هـ
137. الخثلان، سعد بن تركي، الأسهم الجائزة والمحظورة، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الخامس عشر، سوق الأوراق المالية والبورصات،-آفاق وتحديات- جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006.
138. \_\_، \_\_، فقه المعاملات المالية المعاصرة، دورة علمية أقيمت بالرياض، 1428.
139. دوابة، أشرف محمد، المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006.
140. زيدان، محمد ومانع، فاطمة، آلية التسعير بين الضوابط الشرعية والوضعية في المعاملات التجارية، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي: الاقتصاد الإسلامي: الواقع ورهانات المستقبل، المنعقد بجامعة غرداية - الجزائر خلال الفترة: 23 - 24 فيفري 2011م.
141. سانو، قطب مصطفى، في إصدار الصكوك والشروط الواجب توافرها في مصدرها: رؤية في منهجية صياغة الشروط، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الخامس عشر: أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006.
142. سحيباني، محمد بن إبراهيم والعمراي، عبد الله بن محمد وميرة، حامد بن حسن. التصكيك في الأسواق المالية: حالة صكوك الإجارة (نظرة فقهية واقتصادية): عرض مقدم لندوة الأسواق المالية الثانية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 1 جمادى الثانية 1431هـ - 2008م.

143. الشامسي، جاسم علي سالم، سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجامع الفقهية الإسلامية بين الأمل والواقع، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية-معالم الواقع وآفاق المستقبل-، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، 2005.
144. وليد خالد الشايحي، عبد الله يوسف الحجري، صكوك الاستثمار الشرعية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006.
145. الشبيلي، يوسف بن عبدالله، قضايا معاصرة في الزكاة، زكاة الديون التجارية والأسهم المملوكة للشركات القابضة، بحوث ندوة البركة الحادية والثلاثون للاقتصاد الإسلامي، يومي الأربعاء والخميس 08-07 رمضان 1431هـ، جدة، الطبعة الأولى الموافق 18-19 أوت 2010م.
146. صالح، فتح الرحمن علي محمد، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، ورقة عمل مقدمة لمنتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، اتحاد المصارف العربية، جويلية، 2008.
147. طنجي، إبراهيم علي أحمد الشال، الضوابط والمعايير الحاكمة للشركات المختلطة في ضوء الشريعة الإسلامية- دراسة تطبيقية على سوقي أبو ظبي ودبي الماليين- بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات- آفاق وتحديات- جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006.
148. العاني، قتيبة عبد الرحمن، صكوك المضاربة الإسلامية-التخريج الفقهي والتصوير الفني-، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006.
149. عبودي، أحمد بن عبد العزيز، دور شركات الاستثمار والوساطة في تطوير السوق المالية خيارات التنافس والتعاون، ندوة(2، 29)، برعاية الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، رابطة العالم الإسلامي، جامعة الإمام محمد بن سعود، مركز خدمة المجتمع، 24-11-2008م.
150. علي، نادية أمين محمد، صكوك الاستثمار الشرعية-خصائصها وأنواعها-، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية-معالم الواقع وآفاق المستقبل-، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، 2005.
151. العتيبي، أحمد معجب، المحافظ المالية الاستثمارية، أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، رسالة ماجستير، الجامعة الأردنية، 2005.

152. غادمن، محمد نور الدين، تطور سوق رأس المال الإسلامي. قسم سوق رأس المال الإسلامي، هيئة الأوراق المالية الماليزية، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية ISRA، مركز الملك فهد للمؤتمرات، الفندق القاري بالرياض، 25 أكتوبر 2008.
153. غامدي، أحمد بن ناصر بن سعيد، حكم المساهمة في الشركات المختلفة، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15- 17 ماي 2006.
154. فيغو، عبد السلام، البورصة والأسهم - دراسة قانونية شرعية - بحث مقدم للمؤتمر العلمي الخامس عشر، سوق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي 15- 17 ماي 2006.
155. قروف، محمد كريم، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، 24/23 فيفري 2011 كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، ص 12/11.
156. فضل الله، بشير عمر محمد، تجربة البنك الإسلامي للتنمية في دعم التنمية في الدول الإسلامية والتحديات المستقبلية التي تجابه الصناعة المصرفية الإسلامية، منتدى الفكر الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي، جدة، المملكة العربية السعودية، 13 ربيع الأول 1427هـ / 11 أبريل 2006م.
157. قندوز، عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15- 17 ماي 2006.
158. الطبطباني، محمد السيد عبد الرزاق، الاحتفاظ بالأسهم المحرمة إلى حين ارتفاعها، ورقة عمل مقدمة للندوة الثامنة عشر لقضايا الزكاة المعاصرة والمنعقدة بالكويت، 1428هـ.
159. هاشم، قمر الدين، مقدمة هيئة الأوراق المالية الماليزية، ندوة سوق رأس المال الإسلامي، المعهد الديني السلطان زيد العابدين، كوالا ترنجانو، ترنجانو، ماليزيا، 9 نوفمبر 2000.
160. لعامرة جمال ورايس حدة، تحديات السوق المالي الإسلامي، بحث مقدم للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة، الجزائر، يومي 21 و22 نوفمبر 2006.
161. مدني، سالم بن حمزة بن أمين، الأحكام الفقهية المترتبة على تحريم سندات القرض، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15- 17 ماي 2006.

المجلات والدوريات

162. تاج الدين، سيف الدين إبراهيم ، نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم، المملكة العربية السعودية، مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي، المجلد 3، العدد الأول، 1405هـ-1985م.
163. داغي، علي محي الدين القرّة، الاستثمار في الأسهم، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد التاسع، 2007.
164. \_\_\_\_\_ ، \_\_\_\_\_ ، أثر ديون ونقود الشركة أو المحفظة على حكم تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2003.
165. الساعاتي، عبد الرحيم عبد الحميد، نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية، مجلة الدراسات الاقتصادية، جدة، جامعة الملك عبد العزيز، العدد 11، 1999.
166. \_\_\_\_\_ ، \_\_\_\_\_ ، المضاربة والقمار في الأسواق المالية المعاصرة: تحليل اقتصادي وشرعي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد 20، العدد الأول، 2007.
167. السويلم سامي إبراهيم ، الوساطة المالية في الاقتصاد الإسلامي. الرياض: مجلة جامعة الملك عبد العزيز، العدد السابع ، 1998.
168. شابرا، محمد عمر وأحمد، حبيب، الإدارة المؤسسية في المؤسسات المالية الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب-عضو مجموعة البنك الإسلامي للتنمية-، ورقة مناسبات(6)، الطبعة الأولى، 1427هـ/2006م.
169. الشريف، محمد عبد الغفار، الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك، دراسة مقدمة لمنظمة المؤتمر الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2007.
170. صالح، فتح الرحمان علي محمد، أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل الهندسة المالية الإسلامية. مجلة المصرفي، العدد 26 بنك السودان، الخرطوم، ديسمبر 2002.
171. قري، محمد علي ، نحو سوق مالية إسلامية. جدة: مجلة دراسات اقتصادية ، العدد السادس، الجزء(2)، 1990
172. \_\_\_\_\_ ، \_\_\_\_\_ ، الأسهم والاختيارات والمستقبلات أنواعها والمعاملات التي تجري فيها. جدة: مجلة المجمع، العدد السابع، 1991.
173. قندوز، عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية. المملكة العربية السعودية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد 20، العدد 2، 1428هـ/2008م.

174. محيسن، محمد فؤاد أحمد، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، دراسة مقدمة لمنظمة المؤتمر الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2007.
175. منور، إقبال وأحمد، أوصاف وحنان، طارق الله، التحديات التي تواجه العمل المصرفي الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، الطبعة الثانية، 2001م.
176. منوفي، كمال، الأطلس الماليزي، برنامج الدراسات الماليزية، مركز الدراسات الآسيوية، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 2006.
177. ميتكيس، هدى، السياسات العامة في ماليزيا، مركز الدراسات الآسيوية، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 2008.
178. بازم عثمان، إستراتيجية التصنيع في ماليزيا- النموذج الماليزي للتنمية-، برنامج الدراسات الماليزية، مركز الدراسات الآسيوية، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 2005.
179. مجلة مجمع الفقه الإسلامي: الدورة الخامسة عشر، مسقط، عمان، 2004.
180. مجلة مجمع الفقه الإسلامي: الدورة الرابعة، الجزء الثالث، جدة، 1408هـ - 1988م،

#### ➤ التقارير والمعايير :

181. الاستشارات المالية الإسلامية - BDO JORDAN المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية تقرير حول الهيئات الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون مع تحليل الواقع وآفاق المستقبل
182. التجربة الماليزية في مجال التنمية البشرية ومقومات نجاحها. تقرير التنمية البشرية الصادر عن البرنامج الإنمائي للأمم المتحدة لعام 2001، مركز الدراسات الإقليمية، 2008.
183. قرار مجلس المجمع الفقهي 74 الجزء الأول ص 711 التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، قرار مجلس المجمع الفقهي، الدورة الرابعة في 20-08-1415هـ التابع لرابطة العالم الإسلامي.
184. القرارات الصادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، هيئة الأوراق المالية الماليزية، الطبعة الأولى، مارس 2002.
185. قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي، قرار رقم 63 (7/1)
186. المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. البحرين: 2007.

187. محمود فهدف مهيدات، عقود الخيارات المالية المعاصرة بين المجيزين والمانعين، دائرة الإفتاء العام الأردنية.
188. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، الضوابط الشرعية لتداول أسهم الشركات ووحدات الصناديق المشتملة على ديون ونقود، الملتقى الفقهي الأول لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، الأردن، 27 جوان 2002م.

محاضرات:

189. آل فواز، مبارك بن سليمان، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مذكرة تدريسية، جدة جامعة الملك عبد العزيز، 2010 .
190. حدة رايس، محاضرات غير منشورة في الأسواق المالية. السنة الرابعة مالية نقود وبنوك، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2008، 2009.

➤ المراجع باللغة الأجنبية:

➤ Conference and Seminar Papers:

191. Alhabashi Datuk Dr. Syed Othman, **Devlopement of Capital Market Under Islamic Principles**, confrence on Managing & Iplementing Interest-Free Banking/Islamic Financial System, Concorde Hotel, Kuala Lumpur, Malaysia, January 25-26 1994.
192. Wong Wing Seong ,**The Malaysian Capital Market-Overview and Selected Issues-**,Second Meeting Of the Expert Group on the Challenges of the Asian Economy and Financial Markets,March 6,2001.
193. G.Savalinga, **Investment Management In Malaysia**, Berita Publishing Sdn.Bhd, Kuala Lumpur,Second Reprint,1994
194. Hamed Rasool, **Sukuk (Islamic Bond)**, Training Workshop On Sukuk, Avari, Lahore, 27th August 2008
195. Ahmad hizzad baharuddin, **Malaysia's experiences in the development of islamic finance**, pratical seminar : advantages of



islamic banking and insurances business model in rusia, moscow 4 december 2009

196. Ranjit Ajit Singh, **Fundamentals of the Malavsian Capital Market**, The Investor Conference 2005 in Conjunction with the 30th Annual Meeting Islamic Development Bank, June 2005, Securities Commission of Malaysia.
197. Mohamed akram laaldin, **shariah approved securities screening process in Malaysia**, the 15<sup>th</sup> annual scientific meeting the capital market-bursa-, U.A.E university, 15-17/2006
198. Abdul Halim Ismail, **The capital market Masterplan : A Roadmap for sustainable Growth and Development**, a paper presented at Islamic Capital week, 2002
199. Asyraf wajdi dusuki, **Shari‘ah issues in short Selling as implemented in the islamic capital market in Malaysia**, the 15<sup>th</sup> annual scientific meeting the capital market-bursa-, U.A.E university, 15-17/2006
200. Akhtarzaite abdul aziz. **Capital market in Islamic framework: Malaysian experience** the 15<sup>th</sup> annual scientific meeting the capital market-bursa-, U.A.E university, 15-17/2006
201. Bakarudin Ishak, **Islamic Banking and finance:Malaysia’s Experience and Achievements**, 13 june 2006, Victoria University of wellington, BANK NEGARA MALAYSIA, central bank of Malaysia

➤ **Journals and Articles:**

202. Nathif J. Adam, **Establishing Singapore As An Islamic Financial Hub Sukuk Masterclass**, The Evaluation Of Sukuk, Sharjah Islamic Bank, 2006.

203. Sibghatullah Ahsan, **Sukuk and its Legal and Regulatory Framework In Pakistan**, 27th August 2008
204. Wan rizaidy wan M saufi. **Regulating the Islamic capital market**. Bursa Malaysia. 2010
205. Asyraf wajdi dusuki and Abdelazeem Abozaid, **Fiqh issues in short Selling as implemented in the islamic capital market in Malaysia**, JKAU: Islamic Econ, Vol:21, No: 2, pp: 63-78 (2008 A,D/ 1429 A,H
206. Wan rizaidy wan M saufi. **Regulating the Islamic capital market**. Bursa Malaysia. 2010,
207. zeti akhtar aziz, islamic banking and finance progress and prospects, collected speeches : 2000-2005, (kuala lampur : Bank Negara Malaysia), 2005
208. Saiful azhar rozly, critical issues on islamic banking and finance market, kuala lampur : dinamas, 2005
- **Pamphlets :**
209. **Malaysian Equities**, Module 6 :Stock Market and Securities Law.
210. **Resolutions of the Securities Commission** Syariah Advisory Council, Securities Commission of Malaysia, second print, October 2003..
211. **Resolutions of the Securities Commission Syariah Advisory Council**, Securities Commission of Malaysia, second print, October 2005,
212. Securities commission of Malaysia, Annual report
213. Advisory Council, Securities Commission of Malaysia, second print, October 2003, pp 2-3.
214. Securities Industry Development Centre-SIDC:2008

➤ **THESES:**

215. Ali Arsalan Tariq, **Managing Financial Risks Of Sukuk Structures**, A dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Masters of Science at Loughborough University, UK, September 2004

➤ **Reports:**

216. **Capital market masterplan**, securities commission, 2001, recommendation no 65

217. **Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market by the securities commission** : 2006-2007-2008-2009-2010-2011.

218. . **The malaysian islamic Capital market, quick facts and glossary**, kuala lampur : securities commission, 2004

219. **Capital market masterplan executive summary**, securities commission, 2001

➤ **Websites:**

220. [http://www.aleqt.com/2011/05/08/article\\_535749.html](http://www.aleqt.com/2011/05/08/article_535749.html)

221. <http://www.aaofifi.com> موقع هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية،

222. [http://www.klse.com.my/website/bm/about\\_us/the\\_organisation history.html](http://www.klse.com.my/website/bm/about_us/the_organisation_history.html) Bursa Malaysia Berhad

223. أحمد محمد محمود نصار، الأسواق المالية الإسلامية: مبادئها وأدواتها، <http://www.kantakji.com/figh/files/market/135.com>

224. تقرير أصول - 1 المؤسسات المالية الإسلامية الأحد 5/06/1432 هـ. الموافق 08 ماي 2011

العدد 6418 الأحد 5/06/1432 هـ. الموافق 08 ماي 2011 العدد 6418 الأحد

5/06/1432 هـ. الموافق 08 ماي 2011

<http://www.islamfeqh.com/News/NewsItem.aspx?NewsItemID=3>

225. د.محمد محمد بابلي، ولاية الحسبة في الإسلام، -http://www.darululoom-  
.deoband.com/arabic/magazine/1182076366/fix4sub3file.htm
226. محمد عبد الشفيق عيسى، الدول الصغيرة المتفوقة - ظاهرة جديدة في النظام العالمي -. مجلة العرب  
الدولية للشركة السعودية للأبحاث والنشر: إدارة النشر الالكتروني، تاريخ الزيارة: 2007/11/12 على  
الموقع الالكتروني -http://www.al-  
News ID=1504malaysia.com/printnews.asp?DB=Main
227. موقع السوق المالي الإسلامي الدولي http://www.iifm.net
228. موقع السوق المالية الإسلامية العالمية: www.iifm.net
229. موقع المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية: http://www.cibafi.org
230. موقع مجلس الخدمات المالية الإسلامية، http://www.ifsb.org<sup>1</sup>
231. ناصر اللاحم، صناعة السندات الإسلامية (الصكوك) ما بين 2001-2009  
com.kantakji.www
232. نافذ الهرش، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، واقع إصدارات الأدوات الاستثمارية  
طويلة الأجل (الصكوك الإسلامية) للفترة من 2009/11/19 وحتى 2010 /11/19 من حيث  
أحجام وأعداد الإصدارات والجهات المصدرة ودول الإصدار والبنوك المصدرة في آسيا ودول الخليج العربي -  
دراسة إحصائية -
- http://www.cibafi.org/newscenter/Details.aspx?Id=15739&Cat=0
233. يوسف بن عبد الله الشبيلي، الاستثمار في الأسهم والسندات. www . shubily.com
234. زيد عيادات، التجربة الماليزية.. نموذج للمصرفية الإسلامية. At www.austriaday
235. http://www.sc.com.my/eng/html/resources/discussion/Role\_MOF  
.pdf
236. http://asianbondsonline.adb.org/malaysia/market.infrastructure/m  
arket overviewph
237. http://asianbondsonline.adb.org/malaysia/marketinfrastructure/m  
arket overview.php
238. http://staf.uum.edu.my/alib/wb3053/icm.pdf
239. http://www.Bnm.gov.my
240. http://www.bursamalaysia.com.

241. <http://www.klse.com>
242. <http://www.mdex.com.my>
243. <http://www.min.com.my/bm/html/penerbitan.html>
244. <http://www.sc.com.my>
245. <http://www.bnm.gov.my/files/publication/msb/2006/5/>
246. [www.kantakji.com](http://www.kantakji.com) Mohamad Akram Laldin, **The Guidelines in the Issuance of Islamic Securities in Malaysia,**