

جامعة عمار ثليجي الأغواط

كلية العلوم الانسانية والعلوم الإسلامية والحضارة

قسم العلوم الإسلامية



أحكام وضوابط تداول الأسهم والسندات في البورصة
الإسلامية

—دراسة مقارنة بين بورصة ماليزيا وبورصة عمّان—

مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الإسلامية

تخصص فقه مقارن و أصوله

إشراف الأستاذ:

—بلحبيب بشير

إعداد الطالبتين:

—عربي فايزة

—بن مسعود نور الهدى

السنة الجامعية

2019-2020 م - 1440-1441 هـ





إهداء

الحمد لله حمدا كثيرا طيبا مباركا فيه أهدي هذا العمل
المتواضع إلى أبي الذي وهبني كل ما يملك حتى أحقق
آماله، إلى من كان يدفعني قدما نحو الأمام لنيل
المبتغى، إلى الإنسان الذي امتلك الإنسانية بكل قوة،
إلى الذي سهر على تعليمي بتضحيات جسام مترجمة
في تقديسه للعلم، إلى مدرستي الأولى في الحياة، أبي
الغالي على قلبي بارك الله في عمره
إلى أمي التي وهبت فلذة كبدها كل العطاء والحنان،
إلى أمي التي صبرت على كل شيء، التي رعتني حق
الرعاية وكانت سندي في الشدائد، وكانت دعواها
بالتوفيق، تتبني خطوة خطوة في عملي، إلى من
أرتاح كلما تذكرت ابتسامتها في وجهي نبع الحنان
أمي أعز ملاك على القلب والعين جزاها الله عني خير
الجزاء في الدارين؛
إليهما أهدي هذا العمل المتواضع؛
وإلى إخوتي وأخواتي الذين تقاسموا معي عبء
الحياة؛
و إلى كل من ساهم من قريب أو بعيد
وإلى كل طالب علم
عريبي فايزة



إلى من نذرت عمرها في أداء رسالة صنعتها من
أوراق الصبر وطرزتها في ظلام الدهر أخص هذا
الإهداء إلى أمي الغالية أمد الله في عمرها بالصالحات؛
إلى من أنار دربي وكان السراج الذي لا ينطفئ نوره
أبدا ومن بذل جهد السنين من أجل أن اعتلي سلالم
النجاح أبي الغالي؛

إلى من كانوا سندي وقوتي وملاذي إخوتي؛
إلى كل الأهل والأصحاب من قريب أو بعيد؛

بن مسعود نور الهدى



شكر وتقدير

نشكر الله العلي القدير الذي أنعم علينا بنعمة العقل
والدين القائل في محكم التنزيل ﴿ وَفَوْقَ كُلِّ ذِي عِلْمٍ

عَلَيْمٌ ﴾ الله، سورة يوسف، الآية: 76

وقال رسول الله صلى الله عليه وسلم: (من صنع إليكم
معروفاً فكافئوه، فإن لم تجدوا ما تكافئونه فادعوا له
حتى تروا أنكم كافئتموه)... رواه ابو داود
وفاءً وتقديراً واعترافاً منا بالجميل نتقدم بجزيل
الشكر لأولئك المخلصين الذين لم يوالوا جهداً في
مساعدتنا في مجال البحث العلمي ونخص بالذكر
الدكتور الفاضل بلحبيب بشير على توجيهنا
ومساعدتنا في تجميع المعلومات فجزاه الله كل خير.
وأخيراً نتقدم بجزيل الشكر إلى كل من مدواً إلينا يد
العون والمساعدة

المقدمة



بسم الله الرحمن الرحيم، والصلاة والسلام على من لا نبي بعده، أما بعد:

المال عصب الحياة و قوامها و به تدور عجلة التنمية و لضرورت لبني البشر فقد اهتمت به الشريعة أيما اهتمام ووضعت ضوابط للتعامل به حتى لا يضر الناس بعضهم بعضا و لا يستغل بعضهم بعضا، لذلك حرمت الربا و الغرر لما فيهما من استغلال و أكل لأموال الناس بالباطل فالنشاط الاقتصادي في الإسلام له جانب تعدي ينبغي للمكلفين أن لا يغفلوه في تعاملاتهم.

هذا و قد تطورت المعاملات المالية في هذا العصر و صار التبادل بصفة أسهل و أسرع و من أهم مظاهر هذا التطور بورصة الأوراق المالية التي تلعب دورا دورا هاما و أساسيا في حشد و تعبئة المدخرات و إعادة استثمارها في الوحدات الإنتاجية نتيجة لما توفره من أموال نقدية سائلة لحملة الأسهم، كما وأن سوق المال تعمل على تمويل خطط التنمية الاقتصادية التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوافر لدى الدولة و في هذه الحالة بدلاً من التجاء الدولة إلى عمليات الإصدارات النقدية الجديدة أو الاقتراض من الخارج الذي غالباً ما تترتب عليه أعباء كثيرة تثقل كاهل الدولة بالديون ؛ لذا تقوم بطرح مشاريعها التنموية في السوق المالية و بواسطة هذا السوق تستطيع تمويل عملياتها و مشروعاتها التنموية و يكون ذلك بإشراك أصحاب الفوائض المالية الصغيرة و المتوسطة و الكبيرة، وكذا إشراك القطاع الخاص و ذلك بواسطة طرح أسهم تلك المشروعات في الأسواق المالية للاكتتاب العام.

و في خضم ذلك تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظام الاقتصادي المعاصر، خاصة تلك التي تعتمد على نشاط القطاع العام و الخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف التنمية الاقتصادية، كما تتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة لما تزاوله من نشاط.

و تتركز فكرة الأسواق المالية على العلاقة التي تربط بين حجم السوق و حجم الإنتاج، فمع تطور حجم المشروعات الكبيرة، و تنوع نشاطها و اتساع تصريف المنتجات، و ظهور نظام الإنتاج الكبير في السوق مع انفصال الملكية عن الإدارة، زادت حاجة المشروعات لمزيد من الأموال، الأمر الذي أدى إلى ظهور المؤسسات المالية التي تقوم بتجميع المدخرات من الأفراد و إقراضها لهذه المشروعات لتمويل عملياتها التجارية، و مشروعاتها الاستثمارية، مع زيادة الطلب على الأموال من قبل المستثمرين و الشركاء عن المعروض منه في السوق المالي و ظهرت الأسواق المتقدمة مع الاهتمام بأسعار الفائدة على القروض و الودائع لأجل.

و تعتبر البورصة ذات أهمية كبرى للاقتصاد القومي و المستثمرين و الشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة في البورصة باعتبارها المنبع للأموال التي تتلقاها الشركات في تكوين رؤوس الأموال لمشروعاتها الاستثمارية و لتمويل عمليات النمو و التوسع في الشركات القائمة فضلا عن كونها أحد متطلبات الإصلاح



الاقتصادي.

إلا أنه من زاوية النظر الشرعية ينبغي أن يبنى تداول المال سواء في البورصة أو خارجها على أسس وقواعد شرعها الله سبحانه وتعالى، ، وذلك كله على أساس المنفعة، دون الإضرار بالآخرين مع الحفاظ على مال الغير، فقد نظمت الشريعة المعاملات، وحرمت منها ما حرمت وأحلت منها ما أحلت، فأحل ديننا الحنيف البيع وحرم الربا والقرب منه، وحدد للبيع والشراء قواعد عامة وشروط وضوابط، دون إغفال أخلاقيات العقود والمعاملات التجارية، وفي ذلك حفظ المال وضمان النفع لكل الاطراف.

ولا تتأتى المعاملات السليمة إلا من خلال الفقه الإسلامي، دون الميل أو الانحراف عن الواقع ومستجداته المعاصرة، إبان ظهور أسواق غير منضبطة وغير متبعة للشرع، ومن تلکم الأسواق، بورصة الأوراق المالية، التي تلعب دورا مهما من جهة ودورا حساسا ذو صبغة خطيرة اقتصاديا، والتي يعقد فيها الصفقات التجارية ذات المعاملات الضخمة، والتي تعتبر قناة لدوران الأموال بين الأطراف المعنية، والتي لا مناص من أن تكون خاضعة لنظم وضوابط شرعية، وذلك كله من أجل التعامل بالطرق الشرعية وحفاظ على المال العام من القنوات غير الشرعية، والابتعاد عن الكسب الحرام.

هذا وتتجلى العولمة المالية الحديثة من خلال البورصة التي تعتبر سوقا مستمرة ومنظمة، فهي مكان لالتقاء البائعين والمشتريين للتبادل، المبني على قانون العرض والطلب، دون إغفال أو إهمال للقانون الشرعي الفقهي.

ونلاحظ أن من بين الأدوات المهمة المتداولة في البورصة هي الأسهم والسندات التي تعتبر هي الأخرى ركيزة أساسية في السوق المالية والبورصة، وتدخل ضمن دائرة الأوراق المالية المتداولة، والتي تعبر بفحواها عن صكوك أو سندات تعتبر مرآة عاكسة للاقتصاد وتثبت حق لمن يمتلكها سواء في أصول أو موجودات الشركات المكتتب بها، وما تدره الأسهم من ربح أو ذلك الحق الذي على شكل دين في الشركة مصدرة الورقة مثل السندات، أو الحق في العائد فقط مثل ما هو الحال في حصص التأسيس، إذ تعتبر قابلة للتداول بالبيع أو الشراء في البورصة.

فبالأسهم باعتبارها الصك أو الوثيقة التي تعطي للمساهم إثباتاً لحقه، والتي تشكل في مجموعها رأس مال الشركة، يتطلب تداوله الرجوع إلى الشرع لتجنب الوقوع لاسيما في معضلة الربا، لذلك فإن إصدارها أو تداولها يجب أن يُكيف وفق الشرع للخروج من دائرة الكسب الحرام.

كما نجد السندات التي تُعتبر هي الأخرى وثيقة تثبت تمتع مالكيها بحق معين في الملكية، إذ تُعتبر وثائق قابلة للتداول مثبتة حق حاملها في قدمه من مال على سبيل القرض للشركة، وحقه في الحصول على الفوائد المستحقة واقتضاء دينه في الموعد المحدد لانتهاؤ مدة القرض، وعموماً فإن السندات أقرب ما تكون إلى



ذلك الكسب غير الشرعي؛ لذلك فإن تداولها يجب أن يخضع إلى الشرع لتجنب أي شبهة في الوقوع في الكسب الحرام، سواء كان ذلك في إصدارها أو تداولها.

هذا و تعتبر سوق الأوراق المالية بماليزيا من أكبر الأسواق التي تتعامل وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، حيث أصبحت الدولة الأولى من حيث إصدارات الصكوك الإسلامية، الخاضعة للقواعد والضوابط الفقهية في تعاملاتها وتداولاتها، محاولة الابتعاد عن كل الممارسات والتداولات التي لا تمت بصلة للشريعة الإسلامية لاسيما فيما يخص تداول وإصدار الأسهم والسندات التي تختلف في طياتها عن تلكم التقليدية، متجنباً أي أثر ربوي.

كما نجد في الدول العربية بورصة عمان التي تحاول في منهجها الابتعاد عن كل ما يشوب التعامل بالكسب الحرام، منتهجة في تسييرها التمويل التقليدي بالإضافة إلى التمويل الإسلامي، ونجد أن كلا البورصتين أو السوقين ضوابطها وأسسها منبثقة من الشريعة الإسلامية، دون التغافل عن التعامل بالمعاملات التقليدية.

الفصل التمهيدي



1- أسباب اختيار الموضوع:

يعود اختيارنا لهذا الموضوع لعدة أسباب نذكر منها:

- الميول إلى الجانب الاقتصادي والمالي، لاسيما منه سوق الأوراق المالية.
- الصيرفة الإسلامية المنتهجة حديثا في الجزائر، وضرورة تكييفها مع البورصة الإسلامية.
- إغفال كثير من الباحثين للدور المهم الذي تلعبه بورصة الأوراق المالية، بكونها حديثة في الجزائر، وبكونها أيضا مهملة في الجانب الاقتصادي.
- قلة الدراسات التي تناولت هذا الموضوع، وكمساهمة متواضعة منا رأينا أن نكتب في هذا الموضوع.
- شعورنا بأهمية الموضوع خاصة مع التحولات الراهنة وتوجه الدولة الجزائرية نحو التعامل بصيغ إسلامية عن طريق فتح شبائيك لها في البنوك التقليدية.
- إضافة جهد جديد ومتواضع للجهود التي سبقتنا لفائدة الجامعة الجزائرية.

2- أهداف الموضوع:

يهدف بحثنا إلى تحقيق عدة أهداف تكمن أساسا في دراسة بورصة الأوراق المالية من خلال بيان معناها ووظائفها ودورها الاقتصادي، ثم التطرق إلى أهمية التكييف الفقهي للأوراق المالية المتداولة فيها (الأسهم والسندات)، والعمليات التي تجري فيها على تلك الأوراق المالية، من منظور إسلامي.

3- أهمية الموضوع:

تندرج أهمية البحث في بيان فحوى أهمية البورصة في الحياة الاقتصادية بكونها مرآة عاكسة للاقتصاد، من خلال الدور الفعال الذي تلعبه، وفي كونها من جهة أخرى حاضنة للأوراق المالية، وبكونها أيضا مكانا لتداول الأسهم والسندات ومختلف الأوراق المالية، لذلك سنعرض أنواع المعاملات التي تتم في بورصة الأوراق المالية ونحللها من زاوية نظر إسلامية.

كما نتطرق إلى الصيغ الشرعية التي تنتهجها بورصة الأوراق المالية الإسلامية لاسيما في مسائل الأسهم والسندات، بُغية بناء سوق وفق ضوابط الشريعة الإسلامية وتجنب الكسب الحرام.

دون إغفال ذكر التكييف الفقهي لحكم إصدار وتداول الأسهم والسندات وفق الضوابط الشرعية.

مع التنويه إلى أسس ودعائم إقامة سوق أوراق مالية إسلامية من خلال التكييف الفقهي لها وجعلها متماشية مع البورصة المعاصرة في ظل العمولة المالية، ومحاولة تعميمها في كل المعاملات المالية الإسلامية.



4- الإشكالية:

لا شك أن بورصة الأوراق المالية تُطرح حولها عدة إشكالات، سواء في كيفية التعامل فيها أو الأوراق المالية المتداولة بها، وعليه فإن بورصة الأوراق المالية بكونها تختلف من دولة إلى أخرى وبالتالي تختلف القوانين التي تنظمها، مما يدفعنا للبحث حول الأحكام والضوابط المتبعة في تداول الأسهم والسندات في البورصة الإسلامية.

وفي خضمّ هذا السياق، فإن السؤال الجوهرى الذي تحاول هذه الدراسة الإجابة عليه يمكن صياغته على النحو الآتى:

ما هي أحكام وضوابط تداول الأسهم والسندات في البورصة الإسلامية؟

- ويتفرع عن هذا الإشكال الرئيس أسئلة أخرى من أهمها:

1- ماهي البورصة، وما هي ظروف نشأتها وما وظائفها والهيكل الإداري لها؟

2- ما حقيقة الأسهم وما هو موقف الفقه منها؟

3- ما حقيقة السندات وما هو موقف الفقه منها؟

4- ما هي خصائص بورصة ماليزيا و بورصة عمان وما وجه الفرق بينهما؟

5-الفرضيات:

- يمكن أن يكون تأثير تطبيق الحكم الشرعي على البورصة تأثيرا إيجابيا،ومن ثم على الاقتصاد و هذا بالمقارنة مع ما حدث من تطور و توسع في عمل البنوك.

- عند عرض إصدار و تداول الأسهم و السندات على موقف الشريعة الإسلامية سيكون موقف الفقه الإسلامي جواز التعامل في الأسهم التي تكون في أنشطة مباحة شرعا،و عدم التعامل بالسندات لأنها تعتبر قرضا بفائدة و الفائدة في الإسلام هي الربا المحرم شرعا.

6- تحديد المفاهيم:

1- مفهوم البورصة بصفة عامة

أ-لغة: البورصة كلمة فرنسية تعني كيس النقود وبسبب إطلاق لفظ بورصة على السوق التي تعقد فيها الصفقات أو العقود للسلع والأوراق المالية، ويرجع ذلك إلى أن التجار كانوا يأتون إلى السوق المخصص لذلك



الفصل التمهيدي:

وهم يحملون نقودهم في أكياس¹.

ويرجع البعض كلمة البورصة إلى أحد المصدرين².

- هو فندق في مدينة بلجيكا كان يُزين واجهته شعار عملة عليها ثلاثة أكياس وكان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيون ووسطاء ماليون لتصريف أموالهم

- والثاني نسبة إلى عائلة غنية في مدينة بروج بلجيكا حيث كان يجتمع في قصر العائلة عملاء ووسطاء ماليون وكان يقال: ذهبنا، وبعدها تطورت فأصبحت ذهبنا.

ب-البورصة في الاصطلاح الاقتصادي :

للبورصة تعريفات عدة لاعتبارات متعددة هي: المكان . الاجتماع . نوع العمليات، ومن تلك التعاريف:

-عرفت البورصة بأنها: هي سوق منظمة تُقام في أماكن معينة وفي أوقات محددة يغلب أن تكون يومية بين المتعاملين بيعا وشراء، بمختلف الأوراق المالية وبالمثلثات³ التي تتعين مقاديرها بالكيل أو الوزن أو العد، وذلك بموجب قوانين ونظم تحدد قواعد المعاملات، والشروط الواجب توفرها في المتعاملين والسلعة المتعامل بها⁴.

- وعرفت أيضا بأنها: المكان الذي يتم فيه خلق وتداول الأصول والالتزامات المالية، أي تلك الآلية الائتمانية التي يمكن من خلالها حشد وتجميع وتوجيه وتوزيع ادخارات الشركات والحكومات والأفراد إلى

¹ - مهداوي هند، الاستثمار في البورصة رؤية من منظور إسلامي، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد-تلمسان، 2007-2008، ص: 17.

² - شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي -دراسة تحليلية نقدية-، دار الفكر المعاصر، دمشق-سورية، الطبعة الأولى، 2002، ص: 24.

³ المثلي: هو ما تماثلت آحاده وأجزاؤه بحيث يمكن أن يقوم بعضها مقام بعض دون فرق يعتد به وكان له نظير في الأسواق، و هو في العادة إما مكيل أو موزون أو مذرور أو معدود. نزه حماد =معجم المصطلحات المالية والاقتصادية في لغة الفقهاء، ط(1429هـ/2008م)، دار القم، دمشق، الدار الشامية، بيروت، ص: 402

⁴ - علاء الدين بن عبدالرزاق الجنكو، التقابض في الفقه الإسلامي وأثره على البيوع المعاصرة-بطاقات الائتمان-البورصة الشيكات والشيكات السياحية-الاعتمادات-الحوالات-الشهر العقاري-التجارة الإلكترونية، دار النفائس للنشر والتوزيع-الأردن، الطبعة الأولى، 2004، ص: 271.



مختلف أوجه الاستعمال - الانتاجية وغير الانتاجية¹.

ويقوم النشاط الاقتصادي على نوعين من الأسواق²:

الأول: أسواق السلع وهي الأسواق التي تختص بالتعامل في الأصول المادية الملموسة كالعقارات والأراضي والمباني والذهب والخضار والفواكه وغير ذلك من الأصول المادية، كما يجري أيضا التعامل في هذه الأسواق على الأصول غير الملموسة كخدمات النقل والتخزين والاستثمارات.

الثاني: أسواق رأس المال وهي الأسواق التي يجري التعامل فيها على الأصول المالية أو النقدية، وهذه الأسواق تقوم بدور كبير في تحويل الأموال من المقرضين إلى المقترضين، أو من الوحدات ذات الفائض في الطاقة التمويلية إلى الوحدات ذات العجز في الطاقة التمويلية وذلك من خلال الأدوات المالية القصيرة والطويلة الأجل.

ج- البورصة في الاصطلاح القانوني :

عرفها قانون التجارة الفرنسي في مادته 71 بأنها مجتمع التجار وأرباب السفن والسماسرة والوكلاء بعمولة رعاية الحكومة³. أي البورصة هي الإطار بين بائعي ومشتري الأوراق المالية بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفير قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية هي واحدة وذلك بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة.

و مما سبق يمكن تعريف البورصة بأنها سوق منظمة تقام في مكان ثابت يتولى إدارتها والإشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص، تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد يؤمها المتعاملون في الأسهم والسندات من الراغبين في الاستثمار، وناشدي الاستفادة من تقلبات الأسعار، تنعقد جلساتها في المقصورة يوميا، حيث يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البائعين والمشتريين⁴.

¹ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى 1426هـ/2006م، الجزء الأول، ص: 35.

² - عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات - مصر القاهرة، الطبعة الأولى، ص: 28.

³ - شعبان محمد إسلام البرواري، المرجع السابق، ص: 26.

⁴ - عبدالله بن ناصر السلمي، التغير في المضاربات في بورصة الأوراق المالية، بحث منشور في مجلة العدل، العدد (41)، محرم 1430هـ، ص: 117.



2- مفهوم بورصة الأوراق المالية

أ- تعريف البورصة (سوق الأوراق المالية): لها عدة تعاريف نذكر منها:

- البورصة (السوق المالية) هي همزة وصل بين الادخار والاستثمار من خلال عدة أدوات ومؤسسات متخصصة، فهي تُهيئ الفرصة للأرصدة الفائضة عن حاجة مالكيها لكي تُوضع في متناول أيدي الباحثين عنها.¹

- عُرفت أيضا بأنها السوق المستمرة إذ يجتمع فيها المشترون والبائعون الذين يرغبون في التعامل بشراء وبيع سندات الحكومة وأسهم الشركات المنقولة تسعيرة البورصة وتتم الصفقات عن طريق السماسرة² المعتمدين.³

- عرفت أيضا بأنها: مكان التقاء أو تنظيم يجمع بين عارضي رؤوس الأموال والطلبين لها وذلك بُغية تعبئة فوائض بعضهم وتوجيهها نحو عجز بعضهم الآخر وفق شروط محكمة مسبقا.

- ويعرف سوق الأوراق المالية على أنه عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون خلال ساعات معينة من النهار للتعامل في الصكوك المالية الطويلة الأجل، حيث يتم فيها مبادلة تلك الصكوك (برؤوس الأموال المراد الاستثمار فيها).⁴

ومن مستخلص التعاريف السابقة لسوق الأوراق المالية يمكن استنتاج التعريف التالي:

سوق الأوراق المالية سوق يتعامل فيها بالأوراق المالية أسهماً وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة. ففي الأسواق المنظمة تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يُسمى البورصة، أما السوق غير المنظم، فإنه يتكون من عدد من التجار والسماسرة يُباشر كل منهم نشاطه في مقره، ويتصلون ببعضهم بواسطة أجهزة الاتصال المختلفة.

¹ - بن عيسى عبد القادر، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية، دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى ديسمبر 2010، ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة-، 2011/2012، ص: 02.

² - السمسار: من السمسرة وهي التوسط بين البائع والمشتري لإمضاء البيع مقابل أجنبيظر:نزبه حماد، معجم المصطلحات المالية، مصدر سابق، ص: 249

³ - مكي سعيد عبدالوهاب، تمويل المشروعات في ظل الإسلام -دراسة مقارنة-، دار الفكر العربي، مصر، 1979م ص:

⁴ - صلاح الدين شريط، المرجع السابق، ص: 84.



3- مفهوم الأسهم:

لقد وردت عدة تعاريف للسهم لغة واصطلاحاً

أ- تعريف السهم لغة

جاء في مقاييس اللغة: "السين والهاء والميم: أصلان، يدل أحدهما: على تغير في لون والآخر: على حظ ونصيب وشيء من الأشياء"¹. يُطلق السهم في اللغة على معانٍ عدة، منها الحظ، النصيب، الشيء من أشياء، النبل والقدر الذي يقارع به، ويقال أسهم بينهم، أي أقرع، وسأهمه أي قاسمه، وأخذ سهماً أي نصيباً². والنصيب، أن يفوز كل واحد منهما بما يصيبه قال تعالى: ﴿ فَسَاهِمَ فَكَانَ مِنَ الْمُدْحَضِينَ ﴾³ أي قارع بالسهم فكان من المغلوبين⁴. وللهم معانٍ متعددة منها⁵.

الاقتراع: أي يقال استهم الرجلان أي اقتراعا، وسأهمته أي قارعته وأسهم بينهم أي اقترع.

والسهم: اسم القداح الذي يُقارع به.

والسُهمَة: بالضم، القرابة والنصيب.

والسهم: النصيب والحظ.

والسُهوم: أي العبوس، عبوس الوجه من الهم.

كما عرفها صالح سليمان: على أنها جمع سهم وهو نصيب المحكم، والسهم حظ، وجمع سهمان، وسهمه، والسهم في الأصل واحد السهام التي يُضرب بها في الميسر، وهي القداح... ثم كثر حتى سمي كل نصيب سهماً⁶.

¹ - أبو الحسين محمد أحمد بن فارس بن زكريا، معجم المقاييس، تحقيق عبد السلام محمد هارون، دار الفكر بيروت، د. ط، جزء 3، ص: 111.

² - شعبان محمد إسلام البرواري، المرجع السابق، ص: 87.

³ - سورة الصافات، الآية 141.

⁴ - الجامع لأحكام القرآن، أبو عبد الله محمد بن أحمد شمس الدين القرطبي، تحقيق: أحمد البردوني وإبراهيم أطفيش، دار الكتب المصرية - القاهرة- الطبعة: الثانية، 1384هـ - 1964 م، ج 15، ص 123

⁵ - ابن منظور جمال الدين محمد بن مكرم، لسان العرب، دار صادر، بيروت، ط 3، 1414هـ، ج 12، ص: 308.

⁶ - صالح بن محمد سليمان السلطان، الأسهم (حكمها وآثارها)، دار ابن لجوزي، للنشر والتوزيع، ط 1، 1427 هـ،

2006 م، دج، ص: 10.



ب- تعريف السهم اصطلاحاً

عُرف السهم في الاصطلاح بتعاريف منها:

التعريف الأول : الأسهم هي عبارة عن صكوك متساوية القيمة غير قابلة للتجزئة، وقابلة للتداول بالطرق التجارية، وتمثل حقوق المساهمين في الشركات التي أسهموا في رأس مالها¹.

التعريف الثاني : هي صك يمثل حصة في رأس مال شركة مساهمة، أو إحدى شركات الأموال².

التعريف الثالث : هي عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية، بطرق تجارية حيث يتم مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال عموماً، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي تُساهم في رأس مالها والذي يتكون من مجموعة الحصص سواء كانت حصة عينية أو نقدية³.

التعريف الرابع : الأسهم هي عبارة عن صكوك متساوية القيمة غير قابلة للتجزئة، وقابلة للتداول بالطرق التجارية المخصصة لذلك، وهي تمثل حقوق المساهمين في الشركات التي أسهموا في رأس مالها⁴.

ومن المفاهيم السابقة نستنتج أن الأسهم نوع من الأوراق المالية، وهي تمثل صكوك تكون متساوية القيمة، وتكون على شكل نقدي أو عيني، وعليه فهي تمثل حق ملكية للمكاتب بها وتكون قابلة للتداول وفقل للقوانين المتبعة سواء في البورصة أو البلد المعني.

4- مفهوم السندات.

أ - السند لغة.

السندات جمع سند وهو في اللغة انضمام شيء إلى شيء آخر، فيقال : سندات إلى شيء أسند سنوداً، واستندت استناداً، وسندت غيري إسناداً⁵.

ويأتي السند أيضاً بمعنى الاعتماد والركون إليه والالتكأ عليه وما ارتفع من الأرض وجمعه إسناد ولكن عندما أصبح السند علماً لنوع معين من الأوراق المالية جاز جمعه على السندات⁶.

¹ - وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، دمشق سورية، طبعة 8، 2008 م، ص: 362.

² - مبارك بن سلمان آل سليمان، المرجع السابق، ص 113، 114.

³ - بوكساني رشيد، المرجع السابق، ص: 19.

⁴ - وهبة الزحيلي، المرجع السابق، ص: 362.

⁵ محمد عثمان شبير، المرجع السابق، ص: 212.

⁶ شعبان محمد إسلام البرواري، المرجع السابق، ص: 128



ب - السند اصطلاحا.

عُرف السند في اصطلاح الاقتصاديين بتعاريف عدة منها :

- السند هو شهادة دين يتعهد بموجبها المصدر بدفع قيمة القرض كاملة عند الاستحقاق لحامل هذا السند في تاريخ محدد بالإضافة إلى منحه مبالغ دورية تعبر عن فائدة معينة في فترات محددة¹.

- السند عبارة عن صكوك متساوية القيمة تمثل ديونا في ذمة الشركة التي أصدرتها، وتثبت حق حاملها فيما قدموه من مال على سبيل القرض للشركة، وحقهم في الحصول على فوائد المستحقة دون أدنى ارتباط بنتائج أعمالها ربحا كانت أم خسارة².

- السند : يعتبر مصدر تمويل طويل الأجل تلجأ الحكومة أو الشركات أو المؤسسات إليه للحصول على احتياجاتها من خلال الاكتتاب العام عن طريق سوق رأس المال³.

وقد جمع سمير عبد الحميد رضوان هذه التعريفات في تعريف جامع⁴:

السندات صكوك متساوية القيمة تمثل ديونا في ذمة الشركة التي أصدرتها، وتثبت حق حاملها فيما قدموه من مال على سبيل القرض للشركة وحقهم في الحصول على الفوائد المستحقة، أو اقتضاء قيمة الدين المثبتة على الصكوك في مواعيد استحقاقها، وتكون هذه الصكوك قابلة للتداول. و حاصل القول أن السند وثيقة تصدرها شركة أو شخص ما، ويتعهد مصدره بأن يدفع لحامله بعد مدة محددة القيمة الاسمية للسند و فائدة سنوية محددة.

7- الدراسات

السابقة: لقد بحثنا

قدر الاستطاعة عن البحوث و الدراسات التي تناولت موضوع الأسهم والسندات، ومن أهم ما وقفت عليه منها ما يأتي:

الدراسة الأولى: دراسة للباحث شعبان محمد إسلام البرواري كانت في شكل كتاب بعنوان "بورصة

¹ الجوزية غنية، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطويرها، دراسة حالة مجمع صيدال، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التيسير، جامعة الجزائر 3، السنة الجامعية 2011، 2012، ص: 41.

² حريزي رابح، المرجع السابق، ص: 95.

³ ضياء مجيد، البورصات أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر سنة 2008، ص: 32.

⁴ سمير عبد الحميد رضوان، المرجع السابق، ص: 291.



الأوراق المالية من منظور إسلامي-دراسة تحليلية نقدية-"، حيث كان يهدف الباحث إلى دراسة 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 على تلك الأوراق المالية، ومن ثمّ نقدها من منظور إسلامي، وقد توصل فيها الباحث إلى أن البورصة أداة فعالة للتنمية من خلال الوظائف التي تقوم بها في مجال الاقتصاد الكلي والجزئي. وهي بهيكلها الإداري من لجان وعاملين، وبلوائها وقواعدها، ونظمها تدخل في دائرة الإباحة الشرعية، فلا يُوجد مانع من الأخذ بها. وإن إصدار الأسهم وتداولها بالبيع والشراء جائز شرعاً إذا لم تكن الجهة المصدرة لها مما يحرم التعامل معها كشركات إنتاج الخمور والبنوك الربوية. أما إصدار السندات وتداولها بفائدة ثابتة ومحددة، محرم شرعاً، ويعوض عنها بدائل شرعية كصكوك المضاربة والمشاركة والإيجار. وهذا يبين قدرة البديل الإسلامي على تنظيم وتداول الأسهم والسندات (البدائل الشرعية) المعروضة للبيع، مما يُمكن أصحاب الأموال السائلة من الاستثمار في مشروعات دون الوقوع في الربا (أكلاً أو مؤكلاً). ويمكن القول بأن العمليات التي تجري في بورصة الأوراق المالية أغلبها غير جائز شرعاً، وهي بحاجة إلى تعديل في طبيعتها إن أمكن، أو إيجاد بدائل شرعية لها.

و قد استفدنا من هذه الدراسة كثيراً خاصة فيما يتعلق ببيان مفهوم البورصة وأنواعها و خصائصها وكذا، ضبط مفهوم السندات و الأسهم و خصائصهما و تكييفهما الفقهي و حكم التعامل بهما إصداراً و تداولاً.

الدراسة الثانية: لنبيل خليل طه سمور، وهي عبارة عن مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال موسومة بعنوان "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق-دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي"، حيث حاول الباحث الإجابة على العديد من التساؤلات المطروحة حول مدى توافق معاملات وأنشطة سوق الأوراق المالية مع أحكام الشريعة الإسلامية، وإلى أي مدى يتطابق الواقع العملي التطبيقي مع نظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية، تلك النظرية التي وضعها علماء الاقتصاد المسلمين وأقرها الفقهاء في العالم الإسلامي، وهل استطاعت تلك الأسواق المالية أن توفر هذا المناخ الإسلامي للاستثمار، وأن تقوم بتوليد أصول مالية قادرة على جذب المدخرات وتوفير فرص التمويل المرغوبة في النشاطات الاقتصادية المختلفة وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

وقد أفادتنا هذه الدراسة في مدى تطابق الجانب النظري لسوق الأوراق المالية الإسلامية مع الجانب التطبيقي، خاصة سوق الأوراق المالية في التجربة الماليزية و آفاقها و مميزاتها و أسباب نجاحها و تميزها.

الدراسة الثالثة: دراسة للباحثة شافية كتاف، وهي رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية بعنوان " دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية -دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية"، ووضحت الباحثة أن السوق المالية الإسلامية تحتل مكانة هامة ومميزة في النظم



الاقتصادية المعاصرة، وتعتبر أحد العناصر المهمة والأساسية في القطاع المالي الذي يمثل العمود الفقري لعملية التنمية الاقتصادية خاصة في الدول الإسلامية، حيث تقوم بدورٍ بالغ الأهمية في عمليات التمويل المالي اللأربوي للمشاريع الاقتصادية المختلفة، ولذلك فقد أخذ موضوع إنشاء وتطوير سوق مالية إسلامية لها مميزاتا وخصائصها التي تختص بها ومبادئها وضوابطها التي تتقيد بها، وعناصرها ومؤسستها التي تدعمها، وقوانينها وأنظمتها التي تنظّمها، أهمية كبيرة في السنوات الأخيرة.

وقد استفدنا منها في تجربة الدولة العربية في سوق الأوراق المالية، و أيضا أفادتني في بيان أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية الاقتصادية، و في ملامح نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية.

الدراسة الرابعة: دراسة الباحثة مهداوي هند، وهي مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص مالية وبنوك، معنونة " بالاستثمار في البورصة رؤية من منظور إسلامي"، إذ في ظل التحديات التي تواجه التمويل المالي الإسلامي فإن الأمر يتطلب إعادة هندسة شاملة للقطاع المالي الإسلامي بما يعزز تنافسيته ويجعله قادرا على تلبية احتياجات العملاء وأكثر تطبيقا للمعايير المالية الإسلامية وأكثر استيعابا للتطورات التكنولوجية المصرفية الحديثة، وذلك من خلال زيادة نطاق التعاون والتنسيق المشترك بين المصارف الإسلامية ذاتها وبين المؤسسات المالية والمصارف المركزية التي يقع على عاتقها وضع الأطر التنظيمية والتشريعية والفقهية الملائمة لعمل السوق الإسلامية.

وقد تمثلت الاستفادة من هذه الدراسة في جانب بيان الرؤية الشرعية لبورصة الأوراق المالية و الضوابط الفقهية التي ينبغي أن يخضع لها تداول الأسهم و البدائل الشرعية للسندات و التكيف الفقهي الصحيح لكل من السندات و الأسهم.

الدراسة الخامسة: دراسة الباحث قط سليم عبارة عن رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع نقود وتمويل كانت تحت عنوان "مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية-دراسة مقارنة-"، حيث تطرق الباحث إلى أسواق الأوراق المالية في كل دول العالم التي شهدت عولمة مالية كبيرة، ومن مميزات هذه العولمة المالية درجة الترابط الكبير بين معظم أسواق الأوراق المالية، إذ أصبحت كل الأسواق وكأنها سوق واحدة عالمية مفتوحة لكل المتعاملين، كما شهدت أسواق الأوراق المالية تطورات في الصناعة المالية وابتكارات من خلال الهندسة المالية، لكن هذه الابتكارات كانت لها إيجابيات وسلبيات، إذ كانت في غالب الأحيان السبب المباشر أو غير المباشر في الكثير من الأزمات المالية المعاصرة، مما فتح الباب أمام ظهور المعاملات المالية الإسلامية التي أثبتت متانتها وقوتها في معالجة الأزمات وإيجاد حلول تمويلية واستثمارية بما يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وخير دليل على ذلك هو تبنيها من طرف كثير من الدول غير الإسلامية، إلا أن الصناعة المالية الإسلامية أمام تحدي التطور والابتكار في ظل القيود الشرعية أو ما يمكن أن نسميه الهندسة المالية الإسلامية التي تسمح بتوفير الحلول التمويلية والاستثمارية وفق القيود



الشرعية.

وقد أفادتنا هذه الدراسة في بيان أهم الحلول الشرعية البديلة عن المعاملات الموجودة في البنوك التقليدية، ومميزات السوق الإسلامية .

الدراسة السادسة: دراسة بوكساني رشيد وهي رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية رسالته كانت بعنوان "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها خلال 1999-2003"، الدراسة عبارة عن رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2006/2005. تهدف هذه الدراسة معرفة تطورات وأداء الأسواق المالية العربية، حيث تدور إشكالية هذا البحث حول "ما هي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة وما هي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية وما هي سبل تطويرها قصد ترابطها، حيث اعتمد الباحث على منهجين هما المنهج الوصفي في الجانب النظري أما في الجانب التطبيقي فقد اعتمد على المنهج التحليلي عند رصد التطورات وأداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة 1999-2003، ومن النتائج المتوصل إليها أن التشريعات والتنظيمات للأسواق المالية هي حجر الزاوية لبناء وفعالية السوق، وعدم كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية يعود إلى عدم توفر المعلومات ؛ لأن كفاءة السوق تتوقف على تحقيق أهدافه في تمويل التنمية وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة من توفير السعر العادل للأوراق المالية المتداولة الذي يعكس كافة المعلومات المتاحة ولا يُوجد فاصل زمني بين وصول المعلومة وتحليلها من أجل اتخاذ قرار الاستثمار والوقوف على معوقات تطور أسواق الأوراق المالية.

وقد تمثلت الاستفادة من هذه الدراسة في الاعتماد عليها في بيان خصائص سوق الأوراق المالية، وبيان مفهوم الأسهم و أهم أقسامها كما أفادتنا في التعرف على بورصة عمان خاصة الجانب التشريعي .

8- المنهج المتبع:

تحقيقاً لهدف البحث وفي ضوء طبيعته وأهميته ومفاهيمه وفروضه وحدوده، وحتى نستطيع الإجابة عن أسئلة البحث والإمام بكل جوانبه، في ضوء ما يتوفر لنا من بيانات ومنه ركزنا في بحثنا هذا على: المنهج الوصفي التحليلي النقدي، مع الاعتماد أيضا على شيء من المنهج الاستنباطي بُغية تجسيد موضوع البحث وتكييفه مع الدراسات المتبعة، وذلك من خلال وصف بورصة الأوراق المالية، وما يجري فيها من معاملات وعمليات، وما تقوم به من وظائف، ثم تحليل تلك الوظائف والعمليات والمعاملات على ضوء الفقه الإسلامي، ونقدها، وتكييفها مع الفقه الإسلامي

9- المنهجية:

وقد اتبعنا منهجية خلاصتها كالاتي



- عزونا الآيات القرآنية الواردة في البحث إلى سورها وذلك مع بيان اسم السورة ورقم الآية في الهامش.
- قمنا بتخريج الأحاديث والآثار الواردة في البحث وذلك بذكر من أخرج الحديث مع بيان الكتاب والباب ورقم الحديث والحكم على الحديث إن تيسر.
- قمنا بعزو الأقوال إلى مصادرها وقد اتبعنا في طريقة التهميش ذكر اسم المؤلف ثم الكتاب وبقية المعلومات عند ذكر المصدر لأول مرة.
- عند تناول المسائل الفقهية المختلف فيها فقد قمنا ببيان سبب الخلاف وتحرير محل النزاع وربما أغفلنا ذلك أحياناً وقد كنا نذكر القول ونشير لأدلته ما أمكن وربما أشرنا إلى ما اعترض عليه أحياناً ثم نختار الراجح.
- ترجمنا للأعلام الواردة أسماؤهم في البحث ما عدا الصحابة والأئمة الأربعة - ذيلنا البحث بخاتمة ذكرنا فيها النتائج المتوصل إليها.
- ألحقنا بالرسالة فهرس الآيات والأحاديث وفهرس المصادر والمراجع، ثم ختمناها بفهرس المحتويات.

10- صعوبات البحث:

- لا يخلو بحث من الصعوبات والتي وإن كانت تقف دون الوصول إلى المبتغى العلمي إلا أنها تعتبر حافزاً على البحث بصفقتها تحديداً لا مناص منه، ويمكن إجمال مختلف هاته الصعوبات في:
- قلة الدراسات التي تدخل ضمنها البورصة الإسلامية فمعظم الدراسات تغفل التكييف الفقهي للبورصة.
- معظم المراجع لا تُنوه بدور الجانب الفقهي الذي يجب أن يتبع في البورصة.
- الحجر الصحي المتزامن وإعداد المذكرة مما يصعب التوجه نحو المكتبات والاتصال بالخبراء لاسيما في المجال الاقتصادي.

11- خطة البحث:

- إن عميلة تجلية المضمون الكلي لورقة العمل كانت على سياق مقدمة عامة وثلاثة فصول ضمن كل فصل ثلاثة مباحث وضمن كل مبحث ثلاث مطالب، ثم تليها خاتمة عامة، وفي الأخير قائمة المراجع والمصادر.

ففي لب الموضوع افتتحنا بحثنا بمقدمة عامة، ثم تليها الفصول كالاتي:

- الفصل الأول كان تحت عنوان ماهية البورصة من خلال مبحثين، المبحث الأول تطرقنا فيه إلى



أنواع البورصة ووظائفها وشروط إقامتها، والمبحث الثاني تطرقنا فيه إلى الهيكل الإداري لبورصة الأوراق المالية وكيفية عملها.

- ثم تلى الفصل الأول الفصل الثاني الذي تطرقنا فيه إلى تداول الأسهم في البورصة الإسلامية من خلال ثلاث مباحث أيضاً، فكان المبحث الأول عبارة عن عرض خصائص الأسهم وأنواعها، أما المبحث الثاني فقد تطرقنا فيه إلى إصدار وتداول الأسهم وموقف الفقه الإسلامي منه، والمبحث الثالث تكلمنا فيه عن حصص التأسيس.

-الفصل الثالث الذي كان بعنوان تداول السندات في البورصة الإسلامية، هو الآخر قسمناه إلى ثلاثة مباحث، المبحث الأول أشرنا فيه إلى خصائص السندات وأنواعها، أما المبحث الثاني فكان بعنوان إصدار وتداول السندات، وفي الأخير المبحث الثالث الذي تكلمنا فيه عن صكوك المضاربة و صكوك المشاركة و صكوك الإجارة.

- الخاتمة التي عرضنا فيها النتائج النهائية للبحث، مع محاولة تقديم آفاق البحث بحيث يبقى المجال واسعاً أمام من يضيف رونقاً ويضع بصمة من أجل النهوض ببورصة الأوراق المالية الإسلامية.

الفصل الأول:

حقيقة البورصة

المبحث الأول: أنواع البورصة ووظائفها وشروط إقامتها

المبحث الثاني: الميكل الإداري لبورصة الأوراق المالية



تمهيد:

تتجلى مكانة البورصة، في كونها مرآة عاكسة لصدى الاقتصاديات من خلال الدور الفعلي التي تلعبه في حشد وتعبئة المدخرات والموارد المالية، ولم تعد في منأى من توجيه دفعة الاقتصاد نحو فحواها، فهي تلعب دوراً مهماً وجد حساس في تمويل منشآت الأعمال وشتى المشاريع الاقتصادية التي تنجز سواء من طرف الخواص أو من طرف الدولة، فأضحت أداة فعالة في ترجيح كفة الاقتصاد ودعمها وتحقيق الرواج الاقتصادي في قطاع المال والأعمال، ومنه تحقيق النهوض بالاقتصاد ككل، ومما زاد في أهمية البورصة، كونها تعتبر قناة من قنوات الادخار، حيث يتم جمع هذا الأخير من الجمهور وإعادة ضخه في الاقتصاد ككل كما تحتوي على عدة أدوات مالية تجلب المستثمرين وتضمن لهم الحماية من المخاطر، كالتقلبات في الأسعار.

و قد تفانت جهود المختصين على إيجاد وسيلة لقياس التغيرات التي تحدث في المنتجات المالية المطروحة للبيع والشراء ومن جهة أخرى تحسين وضعية الاقتصاد وامكانية التنبؤ بها، ونجد أنه يتم التعامل بعدة أدوات في البورصة لعل أهمها الأسهم والسندات التي تعتبر من أدوات التداول في الأسواق.

ووفقاً لما تقدم سوف نقوم بدراسة ماهية البورصة، وكيفية عملها من خلال المباحث التالية :

- المبحث الأول- أهمية البورصة و خصائصها و نشأتها

- المبحث الثاني- أنواع البورصة ووظائفها وشروط إقامتها.

- المبحث الثاني- الهيكل الإداري لبورصة الأوراق المالية.



المبحث الأول- أهمية البورصة وخصائصها ووظائفها ونشأتها

أشرنا سابقا إلى مفهوم بورصة الأوراق المالية، وسنعالج في هذا المبحث أهميتها وخصائصها وظروف نشأتها وذلك في المطالب الآتية:

المطلب الأول- أهمية البورصة:¹

تحتل البورصة مكانة متميزة في النظم الاقتصادية المعاصرة، وخصوصا تلك التي تركز على نشاطي القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال المطلوبة للأغراض التنموية.

وتستحوذ الأسواق المالية على أهمية خاصة، بالنظر لما تزاوله من نشاط، وهي تعد انعكاسا للنظم المالية والاقتصادية في أي بلد، وتظهر أهميتها من خلال الأنشطة والفعاليات التي تقوم بها، وترجع أهمية الأسواق المالية إلى مجموعة من العوامل يمكن إيجازها في الآتي:

-بالنسبة للأفراد: الرغبة في الادخار لدى الإنسان طبيعية، فالإنسان يُكون ثروة لكي يستفيد منها في المستقبل، وذلك تحسباً لحدوث أشياء لا يعملها في المستقبل، حيث أن دخله من عمله أو استثماره قد ينخفض أو ينتهي بسبب المرض أو العجز أو الكوارث أو أي سبب آخر فإنه يسعى إلى الادخار وعندما يدخر الفرد بعضاً من أمواله فإنه إما أن يحتفظ بها في صورتها النقدية السائلة، لكن الحياة أثبتت أن النقود لا تحتفظ دائما بقوتها الشرائية، فهي تتآكل شيئاً فشيئاً وبافتراض أنها تحتفظ دائما بقوتها الشرائية لكنها لا تنمو، وإما أن يقرضها لأحد أو يودعها في بنك مقابل الحصول على فائدة ثابتة، ورغم أن الفوائد من القرض ثابتة والمخاطر محدودة، إلا أن التضخم يكون في بعض الأحيان أكبر من الفائدة، وبالتالي فإن صاحب المال يخسر رغم الفائدة.

ولتفادي ما سبق، فإن المدخر يقبل بتحمل بعض المخاطر نظير اشتراكات في اقتسام الأرباح التي تستغل أمواله في تحقيقها، ويتحقق ذلك عن طريق شراء أسهم شركات تمثل جزء من رأس مالها، بحيث يتحول المدخر إلى شريك له حق المشاركة في اقتسام أرباح المشروع. ولذا فقد وُجد سوق الأوراق المالية لتشجيع حاجات ورغبات المتعاملين، وهو بالتالي ضرورة حتمية استلزمتهما المعاملات الاقتصادية بين البشر والمؤسسات والشركات، وقد أتى هذا السوق ليلبي رغبات الناس لما له من أهمية خاصة تتمثل في حماية المستثمرين. ويمكن القول أن سوق الأوراق المالية يوفر قنوات ومداخل سليمة للاستثمار أمام الأفراد، بالإضافة إلى إمكانية تحويل الاستثمار وذلك عن طريق إتاحة الفرصة أمام المستثمر لتحويل استثماراته المالية إلى نقود عند الحاجة إليها.

¹ - صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجرية جمهورية مصر العربية، دكتوراه في العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3-الجزائر - 2011/2012، ص: 87.



- بالنسبة للاقتصاد المحلي: سوق الأوراق المالية يحقق توازن فعّال ما بين قوى الطلب وقوى العرض، وإتاحة الحرية الكاملة وتوفير الشفافية الواضحة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، وكذلك ضمان حقوق المتعاملين جميعاً، من خلال حمايتهم من التيارات الضارة بمصالحهم وأموالهم وحقوقهم. بالإضافة إلى¹:

1- أنه أداة دفع غير محدودة في الاقتصاد، فهي تؤثر في كل جوانب ونشاطات الاقتصاد، وهي في نفس الوقت تتأثر بهذا كله، ومن خلال هذا التأثير والتأثير المتبادل تحدث نتائج جديدة.

2- جذب الفائض غير المعبأ، وذلك من خلال جذب المال الغير موظف وتحول من مال عاطل لا أثر له إلى رأسمال مشغل وله أثر ايجابي.

3- توظيف الأموال بفعالية، حيث يجذب طرح الأسهم مدخرات الأفراد والشركات ويوظفها لهم بشكل يحقق عائداً مناسباً لهم.

4- تحسين كفاءة الإدارة، حيث تتابع الإدارة أسعار أسهم شركتها في البورصة، وبالتالي تعمل هذه الإدارات على تحسين كفاءتها وزيادة فعاليتها حتى لا تنخفض أسعار أسهمها.

5- توجيه مجالات الاستثمار، فهي توجه المستثمرين إلى المشروعات الناجحة والتي من شأنها رفع قيمة أسهمها.

6- ترشيد الإنفاق الاستثماري، وذلك من خلال توجيه المستثمرين إلى الاستثمارات المناسبة وتحذيرهم من الاستثمارات الغير مناسبة.

7- توفير الموارد والأموال للمشروعات، فسوق الأوراق المالية يقوم بتوفير السيولة للمشروعات المختلفة مالياً وإمناً الصناعة والتجارة.

8- تحدد الاتجاهات العامة في عملية التنوُّ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الاقتصاد وتسجيلها.

9- الحد من معدلات التضخم، وذلك من خلال امتصاص فائض السيولة وتوجيهها نحو الاستثمار.

¹ - بن دحمان إلياس الأزهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي-دراسة حالة الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، ماجستير في العلوم = الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد خيضر-بسكرة-، 2012-2013. ص:21.



-بالنسبة للاقتصاد الوطني: المساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي، حيث أن عمليات البيع والشراء في بورصة الأوراق المالية تعد مظهراً من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما زادت مظاهر هذا الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية، أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية. وكذلك نشر الوعي الادخاري لتعبئة الموارد التمويلية في المجتمع للمساهمة في دعم المشروعات الاقتصادية¹.

-بالنسبة للشركات: تحويل الخطر وذلك عن طريق تنمية الاستثمارات المادية التي تقوم بها الشركات المساهمة، وكذلك تعتبر الأسواق المالية بمثابة أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات وأيضا تساعد الشركات على توسيع نشاطاتها وذلك من خلال الحصول على الموارد التي تحتاجها من خلال طرح أسهمها للاكتتاب، لاسيما منها تلك التي تتعامل في السوق المالي الإسلامي².

- بالنسبة للتنمية:

1- تنمية الاستثمارات الضرورية اللازمة للتنمية الاقتصادية من خلال تزويد السوق المالية بالسيولة بشكل مستمر، وذلك من خلال اجتذاب رؤوس الأموال لشراء الأسهم والسندات.

2- المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك الأسواق، حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة زيادة لجوء الحكومات إلى الاقتراض العام من الجمهور، لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، وذلك عن طريق إصدار السندات والأذون التي تصدرها الخزينة العمومية ذات الآجال المختلفة، ومن هنا صارت هذه الصكوك مجالاً لتوظيف الأموال لا يقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى³.

¹ - نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق - دراسة حالة سوق رأس المال في ماليزيا، ماجستير في إدارة أعمال كلية التجارة، الجامعة الإسلامية - غزة، 2007، ص:30.

² - شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية-دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، 2013-2014، ص: 22.

³ - خالد محمد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية-دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة--، ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية - غزة، 2006، ص:53.



المطلب الثاني- خصائص سوق بورصة الأوراق المالية ووظائفها

تتميز سوق الأوراق المالية (البورصة) بجملة من الخصائص تميزها عن غيرها من الأسواق، كما تؤدي عدة وظائف، وفي الآتي ذكر لذلك:

أولاً-خصائص سوق بورصة الأوراق المالية:

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزه عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها¹:

- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظراً لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تُدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتُوفّر للمتعاملين المعلومات الضرورية.

- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.

- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.

- التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.

- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يُعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

ثانياً- وظائف بورصة سوق الأوراق المالية²:

لبورصة الأسواق المالية وظائف هي:

1- تشجيع الادخار: تقوم سوق رأس المال بتعبئة المدخرات من خلال الأدوات المالية التي توفرها للمدخرين

¹ - بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، دكتوراه في العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3 - الجزائر، 2006/2005، ص:46

² - رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة- دراسة حالة تونس الجزائر المغرب، ماجستير في علوم التسيير كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري- قسنطينة-، 2011/2010، ص:16



مثل الأسهم والسندات إلى جانب إتاحة فرص الربح للمستثمر وللمدخر الذي يعمل على زيادة المدخرات، وينعكس ذلك على ارتفاع النمو الاقتصادي وتحسين مستوى المعيشة.

2- المحافظة على الثروة وتنميتها: تعمل سوق رأس المال من خلال الأدوات المالية التي توفرها على القيام بدور مخزن للقيمة، أو مخزن للثروة، وذلك لأن المدخر يقارن بين أساليب الادخار المختلفة على أساس عدة معايير توفر له الربح والأمان وزيادة الثروة، وتتسم الأدوات المالية التي توفرها سوق رأس المال مثل السندات والأسهم بأنها لا تتعرض للإهلاك، كما أنها تولد دخلاً خلال فترة الاحتفاظ بها، وزيادة قدرة سوق رأس المال على تعبئة المدخرات وزيادة العائد على الأصول المالية يعنيان زيادة الثروة في الاقتصاد وبالتالي زيادة الاستثمار.

3- تسهيل الحصول على الائتمان: يقصد به اقتراض النقود مقابل وعد بالوفاء في المستقبل، حيث تتيح الأسواق المالية أدوات متعددة للائتمان والحصول عليه لمن يطلبه ممن تتوفر فيهم شروط الحصول عليه.

4- توفير السيولة: من أهم الوظائف التي توفرها سوق رأس المال هي توفير السيولة، بمعنى إمكانية تحويل الأدوات المالية بسهولة وسرعة إلى نقدية سائلة في حالة رغبة مالكيها بالسعر السائد في السوق، ومن ثم حرية الانتقال من استثمار قد يكون غير مجد من وجهة نظر مالك الأصل المالي إلى استثمار آخر عن طريق البيع وفقاً لنظم وقواعد السوق.

5- تسهيل المدفوعات: بواسطة الأدوات المالية ذات العلاقة الكميالات والبطاقات الائتمانية والقبولات وما شابه والتعامل معها، والتي تستعمل للوفاء بالديون الناشئة عن المعاملات التجارية والاقتصادية المختلفة¹.

6- المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية²: وذلك عن طريق البنك المركزي حيث يستعمل البنك المركزي أسلوب عمليات السوق المفتوحة والمقصود بها أنه إذا أراد البنك المركزي مكافحة التضخم، فإنه يلجأ إلى أساليب منها أن يستجيب (يشفط) جزء من الكتلة النقدية من يدي الجمهور والبنوك فيطرح في الأسواق المالية أدوات مالية (سندات وأذونات خزينة) ويبيعها بأسعار تعود على المشتريين بعوائد مغرية. وإذا أراد مكافحة الركود (يضخ) في الاقتصاد مبالغ من النقود عن طريق شراء سندات وأوراق وأدوات مالية أخرى.

7- توفير تمويل الاستثمار: تعمل سوق رأس المال بتوفير التمويل اللازم للاستثمار من خلال إمكانية طرح المنشآت للأوراق المالية والحصول على التمويل اللازم للاستثمار أو للتوسع، ويتميز التمويل الذي توفره سوق رأس المال بأنه تمويل طويل الأجل، كما أن المنشأة غير ملتزمة قانونياً باسترجاع الأدوات المالية التي تصدرها من

¹ بن عيسى عبد القادر، المرجع السابق، ص: 04.

² - المرجع نفسه، ص: 05.



أصحابها ولكن يقوم صاحب الأداة المالية ببيعها في سوق رأس المال لفرد آخر¹.

8- تخفيض المخاطر وإرشاد المستثمر: تعمل سوق رأس المال على تخفيض المخاطر من خلال فرص التنويع التي توفرها، حيث تمكن سوق رأس المال من بناء محفظة تضم أوراقاً مالية لقطاعات مختلفة ومنشآت متنوعة، مما يعمل على تخفيض المخاطر، ويكون التنويع على المستوى الدولي والمحلي، مما يتيح فرصة أكبر لخفض المخاطر².

9- تحقيق الاستقرار الاقتصادي: تعد سوق رأس المال أداة مهمة من أدوات السياسة الاقتصادية لتؤدي الحكومة مهامها في الوصول إلى الاستقرار الاقتصادي، وتجنب التضخم³ أو الكساد⁴، وذلك من خلال التأثير في معدلات الفائدة، وبالتالي تغير مستويات الاقتراض والاستثمار في الاقتصاد⁵.

10- كفاءة تخصيص الموارد: إن التخصيص الكفء للموارد يتوقف على مدى توفر سمات كفاءة في سوق رأس المال، ويتوقع أن يتحسن التخصيص الأمثل للاستثمارات مع زيادة توافر المعلومات في سوق رأس المال حيث يتحدد العائد والمخاطر بكفاءة⁶.

المطلب الثالث: نبذة عن تاريخ نشأة البورصة

تعود كلمة البورصة إلى القرن 15م نسبة إلى عائلة Vander Bourse التي كانت تملك فندقاً كان يجتمع فيه التجار القادمين من فلورنسيا إلى مدينة بريج البلجيكية، والتي كان يؤمه التجار من كافة المناطق حيث تطورت التعاملات فيه، ونظراً لعدم اصطحاب التجار بضائعهم معهم كانت تتم الارتباطات في شكل عقود وتعهدات، ومن ثم استبدلت البضائع الحاضرة بالتزامات مستقبلية قائمة على الثقة المتبادلة بين

¹ رشيد هولي المرجع السابق، ص16

² المرجع نفسه، ص16

³ التضخم: هو ارتفاع مطرد في المستوى العام للأسعار. خالد بن عبد الله المصلح، التضخم النقدي في الفقه الإسلامي، د.ط، د، ت.ص:75

⁴ الكساد: معناه عند الفقهاء أن يبطل التداول بنوع من النقود ويسقط رواجه. نزيه حماد، معجم المصطلحات المالية، مرجع سابق، ص:379

⁵ رشيد هولي المرجع السابق، ص17

⁶ المرجع نفسه، ص:17



الأطراف المتعاملة¹.

وأتى لفظ **Bourse** ليعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار والمتعاملين معهم، لإبرام الصفقات والعقود والإنفاق الحاضر أو الآجل عليها وبالطبع كانت هناك أماكن أخرى يجتمع فيها التجار قبل هذا التاريخ ولم تكن قد سُميت بالبورصات بعد، فعلى سبيل المثال كان الفراعنة في مصر يسمحون للتجار بعرض بضائعهم والاتفاق عليه وتحديد أسعارها لدى عزيز مصر حيث كان يجتمع كل التجار لديه وتتم الصفقات أمامهم، كما عرف تجار العرب نظام بورصات السلع من خلال الشيخ "بندر التاجر" وتمويلها والاتفاق لأجل عليها¹.

وأول بناء للبورصة عُرف بهذا الاسم هو بناء مدينة **Amers** في بلجيكا عام 1460، وفي هذا الصدد يجب أن نشير إلى أنها قامت عام 1952 بنشر تسعيرة الأسعار المسجلة ثم تلتها بعد ذلك ظهور العديد من البورصات في أوروبا، حيث تعتبر مدينة **Lyon** بفرنسا أول من نظمت بورصات للقيم ثم جاءت بورصة تولوز بباريس عام 1549 - 1563 ثم بورصة روما بإيطاليا عام 1566 لتأتي بعد ذلك بورصة بوردو بفرنسا 8 سنوات بعد ظهور بورصة باريس ثم ظهرت بورصة أمستردام بهولندا عام 1608 وفي بال عام 1683 وفي فينا عام 1762، أما في بريطانيا فظهرت بورصة لندن عام 1773 وفي نيويورك عام 1792 التي تعتبر أهم بورصة للقيم في العالم نظراً لحجم التبادلات اليومية.

وتجدر الإشارة إلى أنه في القرن السابع عشر ميلادي قام العاملون في البستنة في هولندا عقود آجلة بغية تغطية مخاطر انخفاض الأسعار.

و قد أدى انتشار شركات المساهمة، وإقبال الحكومات على الاقتراض إلى خلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية، وأدى هذا إلى ظهور بورصات الأوراق المالية، وقد كان التعامل بالصكوك في بادئ الأمر يتم على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وإنجلترا وأمريكا، ثم استقر التعامل بعد ذلك في أبنية خاصة، والتي تسمى الآن بورصات الأوراق المالية، وقد ذكر البعض أن تاريخ نشأة الأسواق المالية يرجع إلى الرومان حيث أنهم أول من عرف الأسواق المالية في القرن الخامس قبل الميلاد، وفي العصور الوسطى اعتبرت كل من بروج وأنفير وليون وأمستردام ولندن من المراكز المالية الهامة، حيث قامت فيها البورصات إلى جانب الأسواق التجارية، وتم فيها التبادل على السلع والنقود والحوالات وأسهم الشركات التجارية.

¹ - قط سليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية-دراسة مقارنة-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر-بسكرة،



و على الرغم من وجود مؤسسات للبورصة منذ قديم الزمان، إلا أنها لم تأخذ شكلها النهائي الذي نعرفه الآن منذ قيامها بل مرت بمراحل كثيرة متعددة.

ففي أثينا وجدت السوق العظمى المسماة " Emponium "، وأقيمت في روما في القرن الخامس قبل الميلاد سوق مثلها باسم " La Coolegia Mercatorum "، وكانت تلك الأسواق تشبه إلى حد كبير بورصات التجارة في عصرنا الحاضر¹.

إلا أنه عند التطرق للظهور التاريخي للبورصة - ارتأينا أنه لا بد من الرجوع إلى فكرة تعددية النقد التي أدت إلى ولادة مهنة جديدة هي الصرافة؛ فلقد كلف حكام اليونان القديمة الصرافين في عام 527 قبل الميلاد بتبديل عملات الزائرين للمدن التي يوجدون فيها، وانتشرت هذه المهنة، وتطورت بشكل سريع طوال الفترة الهيلينية في اليونان، وبعد ذلك في الإمبراطورية الرومانية.

وفي السنوات الأولى بعد الميلاد، دخلت تلك المهنة مرحلة سكون، بل غياب كامل باستثناء المنطقة العربية دام 550 عاماً، حيث عادت وظهرت في شمال إيطاليا، عندما قرر المشرعون الرومانيون في حينه وضع عدد كبير من القوانين والتشريعات المتعلقة بعمليات الإيداع وتبادل النقود، بعد ذلك احتلت الجمهوريات الإيطالية ك " جنوة " و " فينيسيا " و " فلورنسا " بفضل تجارتها مع الشرق مركزاً مرموقاً على صعيد الاقتصاد الدولي، وبدأت رؤوس الأموال تصل إليها بكثافة بالغة، مما استدعى إعادة ظهور مهنة الصرافة، ولقب الأشخاص العاملون في تلك المهنة ما يعني بالإيطالية " المصرفيون "؛ بعد ذلك احتلت مدينة " بروج " البلجيكية في بداية القرن الرابع عشر المركز الأول فيما يتعلق بالسوق النقدية؛ فلقد جرت العادة في تلك الفترة أن تجتمع العائلات الست الأكبر العاملة في مجال " الصرافة " في منزل الرئيس من أجل دراسة عمليات بيع وشراء السلع، ومن ثم كتابة بوالص التأمين، إضافة إلى كل ما يمت بصلة لعمليات بيع وشراء النقود.

و تشير الدراسات إلى أن فكرة الأسواق المالية تستند تاريخياً وإيديولوجياً على نظرية آدم سميث التي تركز على فكرة تقسيم العمل، وتعتمد هذه الفكرة على حجم السوق وعلى حجم الإنتاج، مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج تبعاً للمزايا النسبية، وقد انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية، وما يترتب على ذلك من إيجاد سوق متخصص للأوراق المالية، وقد جاءت تسمية الأسواق المالية من مفهوم سوق بشكل عام، والإدارة التي يتم التعامل بها في تلك السوق، وقد مرت فكرة الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجود

¹ - حريزي رابح، سوق الأوراق المالية (البورصة) والأدوات المالية محل التداول فيها، مذكرة ماجستير في القانون، تخصص قانون الأعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة منتوري قسنطينة، 2009-2010، ص:22.



عليه حالياً بعدة مراحل يمكن إيجازها في الآتي¹:

المرحلة الأولى: تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة، وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية... الخ، مما أدى إلى اتساع المعاملات التجارية، وبالتالي كبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة، وأصبح الفرد يعجز عن تمويلها، مما أدى إلى اللجوء إلى البنوك للاقتراض وما قد يترتب على ذلك من عواقب وخيمة.

المرحلة الثانية: بدأت هذه المرحلة مع ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية، بعد أن كانت الأخيرة تتميز بجزية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي، وهو خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان وفقاً لقواعد وأوامر البنك المركزي، لذلك أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محدودة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.

المرحلة الثالثة: ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط وطويل الأجل، مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمارات.. الخ، وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال لكي تفي بحاجاتها لتمويل المشاريع المختلفة، ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزنة.

المرحلة الرابعة: ظهور الأسواق النقدية، حيث في هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية إنجاح السوق النقدي مع السوق المالي.

المرحلة الخامسة: اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية واندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق الدولية لتطور وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات المالية، وأصبحت الأسواق المالية تهتم ببيع الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات.

ولقد تعاضم الدور الاقتصادي للبورصة إذ أطلق عليها اسم " البورصات " والتي انتشرت في معظم دول العالم، ويرجع بعض الكتاب مدلول كلمة " بورصة " إلى معنيين أساسيين:

الأول: هو اسم أحد كبار التجار الأغنياء وكان اسمه " فان دي بورص " ولذلك أطلق لفظ بورصة على المكان الذي يجتمع فيه التجار، وتتم فيه عمليات البيع والشراء.

الثاني: فندق في مدينة بروج كانت تتزين واجهته بشعار عملة عليه ثلاث أكياس وكان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيين ووسطاء ماليين لتصريف الأعمال؛ لذلك إذا رجعنا إلى تاريخ إنشاء البورصات في العالم

¹ - حريزي رابع، المرجع السابق، ص: 23-24.



نجد أن أول بورصة أنشئت كانت في بلجيكا عام 1536، ثم في أمستردام عام 1608، ثم لندن عام 1666، ثم باريس عام 1808¹.

هذا، وتشير مراجع أخرى إلى أن استخدام كلمة "بورصة" يرجع إلى عام 1549 عندما أصدر الملك هنري الثامن الأمر الملكي الذي تم به إنشاء بورصة "تولوز".

وفي نفس الصدد، تشير دراسات أخرى إلى أن كلمة "بورصة" ترجع إلى اللقب الذي كان يُلقب به تاجر كان يمتلك فندقاً بمدينة "بروج" البلجيكية، وكان اسمه "Van Der Burse" (و في مراجع أخرى Van Der Birsen)، وقد كان هذا الفندق، الذي نقش فوق باب واجهته كيسين كبيرين من النقود، ملتقى التجار في هذه المدينة في القرن الخامس عشر، حيث أصبح رمزاً لسوق رؤوس الأموال وبورصة للسلع؛ وكان نشر ما يشبه قائمة بأسعار البورصة طيلة فترة التداول لأول مرة عام 1592 بمدينة "أنفرز Anvers" بأمستردام².

و من أقدم البورصات التي أنشئت بورصة "أنفرز Anvers"، فرانكفورت، برشلونة، ليون، بورصة نيويورك (1893)، وليفربول (1873)، ونيو أورليانز (1880)؛ وفي العالم العربي، بورصة الإسكندرية (1883)، وبورصة القاهرة (1890)³.

و في نفس الصدد، تشير مصادر أخرى إلى أن أول بورصة للأوراق المالية ظهرت في فرنسا عام 1824، بموجب أمر ملكي، حيث استقرت في باريس بقصر "برونيير Brongniart"، نسبة للمهندس الذي كلفه نابليون ببناء قصر للبورصة، حيث تم الانتهاء من بنائه سنة 1827؛ وفي إنجلترا استقرت أعمال بورصات الأوراق المالية في أوائل القرن التاسع عشر في مبنى خاص أطلق عليه "Royal Exchange"، وأيضاً في أمريكا تم إنشاء أول بورصة عام 1821، وفي نفس الشارع الذي كانت تتم فيه هذه المعاملات هو "وول ستريت".

Wall Street

و حتى القرن التاسع عشر كانت عمليات التبادل والاتفاقيات التجارية وعمليات البنوك والبورصات

¹ - حريزي رابع، المرجع السابق، ص: 24.

² - سحنون جمال الدين، الانضمام إلى البورصة-حالة صيدال-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2000-2001، ص: 44.

³ - حريزي رابع، المرجع السابق، ص: 25.



تختلط فيما بينها من الناحية العملية في نشاط واحد.

هذا، وقد عرف العالم نوعين من البورصات أحدهما بورصة الأوراق المالية، وتتعلق بالتعامل في الأسهم والسندات، والأخرى بورصة التجارة ويقتصر التعامل فيها على المنتجات الزراعية والصناعية.

و في القرن العشرين، أصبحت البورصة السوق الرئيسة للأوراق المالية، ومع مرور الزمن ازداد تنوع التعامل في الأوراق المالية داخل السوق سرعان ما راح البعض يستعمل أساليب احتيالية في البورصة للحصول على الربح غير المشروع والإثراء السريع؛ وبالفعل أمكن للكثيرين أن يحققوا أموالاً طائلة وبدأت المشاكل والتعقيدات تتفاقم، الأمر الذي أدى إلى تدخل الحكومات لتنظيم هذه الأسواق لحماية الاقتصاد الوطني وتأمين مصالح صغار المساهمين، وذلك بسن القوانين والتشريعات اللازمة ويمكن تقسيم البورصات من حيث إنشائها تاريخياً إلى أنواع، فإما أن تنشئها الحكومة بورصة الأوراق المالية في فرنسا، أو تنشئها الهيئات المهنية وحدها (كما في مصر والولايات المتحدة الأمريكية)، أو تنشئها السلطات العامة والتجارية (بورصة البضائع في فرنسا).

وقد ظهرت الحاجة للبورصات كنتيجة منطقية لصعود وتطور الرأسمالية، وتوفر الإمكانية للتوسع في الأعمال بأكبر مما يتوفر لدى رجال الأعمال من رؤوس أموال، في عصر كان التوسع الرأسمالي فيه بالغ السرعة، في ظل تواتر دخول العديد من بلدان العالم إلى مرحلة التطور الرأسمالي، وقد ارتبط تطور البورصات أو أسواق الأوراق المالية بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم.

و الاستقراء التاريخي مع بداية القرن العشرين، أمكننا من ملاحظة زيادة الوزن النسبي للشركات الصناعية المسجلة في البورصة، مقارنة مع الأنواع الأخرى من الشركات في كافة البورصات الدولية؛ ففي الحقيقة، ساعدت غزارة الادخار المتحقق في القطاع العائلي في بريطانيا وفرنسا والولايات المتحدة واليابان إلى انطلاقة قوية في موضوع الإصدارات الأجنبية الجديدة، وبالطبع عادت وانخفضت هذه الأخيرة في فترة ما بين الحربين العالميتين، لتظهر بقوة فائقة منذ بداية عقد الخمسينيات¹.

¹ حريزي رابع، المرجع السابق، ص: 25.



المبحث الثاني - أنواع البورصة ووظائفها وشروط إقامتها

إن تنوع القوانين والأنظمة والمواد المتداولة من شأنها أن تجعل أنواعاً للبورصات تسير وفق شروط وقوانين تحددها الجهات التي تنظمها، لذلك سنشير في هذا المبحث إلى أنواع البورصة ووظائفها وشروط إقامتها وفق الآتي:.

المطلب الأول - أنواع البورصة.

إن التطور الذي حدث في البورصات وعملياتها أدى إلى تنوع وتعدد نشاطها ليتسع هذا النشاط والتطور وليمتد إلى كافة ومختلف مجالات الحياة، الاقتصادية وهذا التنوع والتعدد في النشاط ولّد عدة أنواع للبورصة. باعتبارات مختلفة هي:

أولاً - حسب طبيعة النشاط.

أ- بورصة الأوراق المالية: وهي أعظم خطراً بالنسبة للعمليات المالية الهامة التي تتم فيها على الأوراق المالية، السندات التي تصدرها الحكومات والبلديات بالإضافة إلى الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات المختلفة¹.
أي تُباع فيها أسهم الشركات المختلفة أو السندات بسعر بات، أو بسعر البورصة، في تصفية محددة بتاريخ معين، وهذه الأوراق قد تكون حاضرة، وقد تكون على المكشوف، أي لا يملكها بائعها².

ب- بورصة العقود أو بورصة (الكونتراتات)

هي البورصة التي يكون موضوعها عقود ثنائية، مضمونها التزامات قائمة على بضائع نموذجية غير موجودة فعلياً، ويمكن التحلل منها بدفع فرق السعر المتحقق لدى تصفية العملية³.
وهي أيضاً التي يتم البيع فيها لسلع غائبة غير حاضرة بسعر بات، أو بسعر معلق على سعر البورصة في تصفية محددة، ويكون البيع على المكشوف، أي بيع مقدور التسليم في المستقبل لا في الحال⁴.

¹ - عبدالرزاق عفيفي، بورصة الأوراق المالية والضرائب، مكتبة الهدى المحمدي، القاهرة، دار السلفية، نيجيريا، الطبعة الأولى 1429هـ م 2008م، ص: 209

² - أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية، 1424، ص: 36.

³ - شعبان محمد إسلام البرواري، المرجع السابق، ص: 36.

⁴ - أحمد بن محمد الخليل، المرجع السابق، ص: 37.



ج- بورصة البضائع:

عملياتها تقوم على محاصيلات البلاد الزراعية من قطن وحبوب وغيرها وعلى ما يلزم الصناعات من مواد أولية لا بد منها لها.

وهناك من يسميها بورصة البضائع الحاضرة وهي التي يتم التعامل فيها بناء على عينة، ثم يدفع غالب الثمن عند التعاقد، والباقي عند التسليم، أو يجري التعامل فيها على سلع حاضرة بثمن مؤجل على سعر بات أو معلق خلال فترة معينة¹.

وتشمل البورصات التالية:

د. بورصة المعادن النفيسة : وهي الأسواق التي تتداول فيها السلع المعدنية النفيسة كالذهب والفضة والألماس².

. بورصة الخدمات : وهي بورصة ذات خدمات كثيرة التنوع لتعدد المجالات التي يمكن استخدامها فيها، أهمها السياحة والفنادق، وبورصة التأمين وبورصة النقل وتأجير السفن³.

- بورصة الأفكار : وهي أحدث أنواع البورصات والتي تتعلق بعرض وبيع الحقوق، كحقوق الاختراع وحقوق المعرفة والعلامات التجارية، وصفقات نظم المعلومات⁴.

ثانيا - من حيث التسجيل والاعتراف الحكومي⁵:

أ. بورصة رسمية : وهي البورصات التي تجري فيها المعاملات بشكل رسمي وتكون خاضعة للرقابة الحكومية وتكون معاملاتها وفق نظم محددة.

ب. بورصات غير رسمية : وهي البورصات التي تعمل بشكل غير رسمي ولا تخضع لأي رقابة حكومية ولا تتعامل فيها أي من الجهات الرسمية وتكون المخاطر فيها كبيرة عكس البورصات الرسمية.

1 - المرجع نفسه، ص: 36.

2 هارون محمد صبري، أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات)، دار النفائس للنشر والتوزيع الأردن، الطبعة الأولى 1999م، ص: 26.

3 - شعبان محمد إسلام البرواري، المرجع السابق، ص: 37.

4 المرجع نفسه، ص 37.

5 - وليد أحمد الصافي، سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، حالة تطبيقية لسوق عمان العالمي، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، جامعة الجزائر، 1996-1997م، ص: 24.

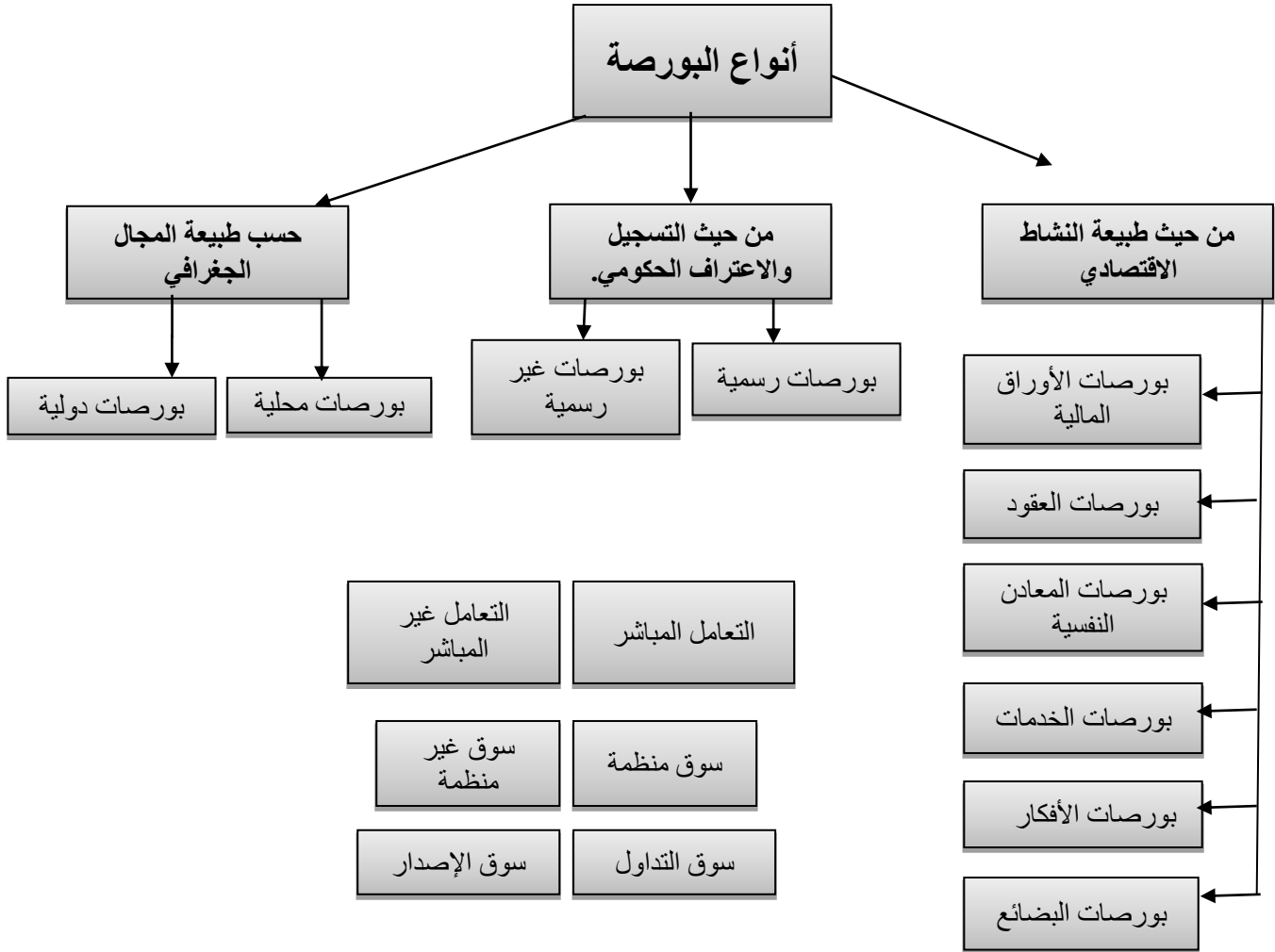


ثالثا - حسب طبيعة المجال الجغرافي¹:

أ. بورصات محلية : وهي لتمتد معاملاتها دوليا ويكون نشاطها محصورا للغاية.

ب. البورصات الدولية : وهي عكس سابقتها يكون نشاطها واسعا تمتد معاملاتها دوليا.

الشكل(2): مخطط توضيحي لأنواع البورصات²:



¹ - محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البرصة، دار إيتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الأولى 1996م، ص: 25-26

² من إعداد الطالبين بالاعتماد على: مهداوي هند، المرجع السابق، ص: 25.



المطلب الثاني : شروط إقامة البورصة

ذكرنا سابقا أن البورصة تقوم بتقديم وظائف هامة ومفيدة للاقتصاد وكلما كانت هذه البورصة أكثر نجاعة، كلما كان أداؤها في الاقتصاد أكثر تأثيراً. والبورصة التي تكون أكثر نجاعة هي بورصة فعالة وهي التي تتوفر على عدة شروط منها¹:

أولاً . وجود مكان محدد ومعلوم عند كافة المتعاملين والراغبين في التعامل.

ثانياً . سهولة الاتصال بين المتعاملين مباشرة أو عن طريق الوسطاء، وذلك بأن تكون البورصة مجهزة بأجهزة العرض والاتصال والنظم المعلوماتية.

ثالثاً . وجود الاستمرارية والتنظيم فيها فلا بد أن تكون البورصة سوق مستمرة وذلك من خلال الأمور الآتية:

1 وجود الحرية التامة بين المتعاملين، والمعاملات التي تجرى فيها.

2 إجراء عمليات كثيرة ومتكررة.

3 وجود عدد كافٍ من المتعاملين فيها يضمن الاستمرارية من ناحية، والاستقرار من ناحية أخرى.

رابعا . أن تكون المؤسسات التي تصدر الأوراق المالية ذات سمعة جيدة، وأن توفر المعلومات عن طريق الأوراق المالية التي يجري التعامل فيها.

خامسا . وجود إطار قانوني وقواعد خاصة لتنظيم ورقابة المعلومات التي تجرى في البورصة لحماية المتعاملين من المخاطر ومحاسبة من يخرج عن ذلك الإطار القانوني.

سادسا . تنشيط أسواق الأوراق المالية ؛ لذا خصصت معظم البورصات الأوروبية أيما لزيارة الجمهور لمعرفة ماهية هذه الأسواق وتعريفهم بالكيفية التي تعمل بها.

سابعا . الإفصاح عن المعلومات المالية وذلك بنشر الأسعار اليومية للأوراق المالية، المتعامل بها في نشرة مكتوبة.

¹ - شعبان محمد إسلام البراوي، المرجع السابق، ص: 41-43. و ينظر أيضا: سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية المعهد العالمي للفكر الإسلامي،

القاهرة، ط1، 1417هـ، 1996م، ص: 71



المطلب الثالث - وظائف بورصة الأوراق المالية بالنسبة للاقتصاد الكلي والجزئي.

للبورصة وظائف اقتصادية ومالية وتنظيمية عديدة، وما جاءت البورصة إلا من أجل تحقيق هذه الوظائف ويمكن عرضها كالآتي:

أولاً - دور البورصة بالنسبة للاقتصاد الكلي¹ :

1 . خلق سوق مستمرة لأدوات الاستثمار المتاحة بحيث يكون بوسع المستثمر في أي وقت تسهيل أصوله المالية أو جزء منها بسرعة وسهولة وبأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة وتحقق السوق هنا من خلال وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين الراغبين في استثمار أموالهم أو تصفية استثماراتهم، سواء كان الدافع إلى تصفية استثماراتهم، هو الحاجة إلى السيولة المطلقة المتمثلة في النقدية، أو الانتقال من قطاع استثماري إلى آخر تتعاضد فيه معدلات الربحية، أو لإيثار المستثمر الخروج من سوق رأس المال كمستثمر ليلج سوق النقد كمُدخر إذا ما ارتفعت أسعار الفائدة في السوق الأخيرة.

2 . توفر البورصة مؤشراً يومياً عن ظروف الاستثمار واتجاهات الأسعار، ويرى بعض علماء التمويل والاستثمار وخبراء البورصات أن حجم العمليات والمستوى النسبي للأسعار يعتبر مؤشراً لقوة الاقتصاد الوطني وضعفه أو لقطاع من قطاعاته.

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

4 . إتاحة الفرصة للاستثمارات القصيرة الأجل، حيث إن المؤسسات المالية من الشركات ومصارف ونحوها تقوم عادة بتوظيف الأموال في مشاريع استثمارية لآجال طويلة أو متوسطة. ولكن هذا التوظيف لا يستغرق كل أموال المؤسسة، فتبقى عندها فوائض مالية، ومن غير المعقول الاحتفاظ بها على هيئة نقدية صرفية، فتقوم باستثمارها عن طريق بورصة الأوراق المالية على هيئة أدوات مالية قابلة للتداول والسيولة، في الوقت الذي يرون فيه تحويلها إلى نقد سائل.

5 . تقويم الأداء الاقتصادي للشركات والمشروعات، وإيجاد حلقة اتصال بين جميع فعاليات شبكة الاقتصاد الكلي، منها المصارف وبيوت التمويل والشركات والمؤسسات الاستثمارية، والمساهمة في تنشيط أعمالها.

¹ - شعبان محمد إسلام البراوري، المرجع السابق، ص: 45-47. و أيضاً: سمير عبد الحميد رضوان، المرجع السابق، ص: 33.



ثانيا - دور البورصة في الاقتصاد الجزئي.

تؤدي بورصة الأوراق المالية عدة وظائف بالنسبة إلى الاقتصاد الجزئي، يمكن إجمالها فيما يلي¹:

1. تيسير تداول الأوراق المالية لتنشيط عمليتي الاستثمار والسيولة.
إن بورصة الأوراق المالية توفر للمدخر مكانا لاستثمار مدخراته، ومكاناً أيضاً لتسييلها عند الحاجة. كما أنها توسع وتنوع دائرة الاستثمارات، وهذا يقلل من مخاطر الاستثمار في مكان واحد.
2. بيع الحقوق وشرائها : فعن طريق البورصة يستطيع المستثمر الانسحاب من الشركة وذلك بقيام البورصة بوظيفة بيع الحقوق وشرائها، دون المساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع من أرض ومبان وآلات ومعدات... الخ ؛
3. توفير مجموعة من الأدوات المالية التي تُهيئ للمستثمر فرصاً أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار
4. توفير قنوات سليمة للاستثمار، وذلك بتوجيه المستثمرين نحو المشروعات التي في صالحهم وترشيد الإنفاق الاستثماري، وتحذيرهم من مخاطر الاستثمارات في المجالات الأخرى.
5. تعتبر البورصة أداة إشباع للمستثمر الصغير الذي لا يستطيع أن يُنشئ مشروعاً لقله رأسماله، وكذلك تعطي فرصة للمستثمر الكبير لشراء الأسهم والسندات المطروحة للتداول
- 6- قبول الدائنين للأسهم كضمان لقروضهم، لأن الراهن لا يقبل رهنا لا يمكن تحويله إلى أصل سائل سريعاً وبدون خسارة في قيمته، ويتم ذلك بعد معرفة الأمور الآتية: مكانة المركز المالي للشركة، كمية الأرباح السنوية الموزعة على السهم الواحد، سرعة تداول أسهم الشركة واستقرار أسعارها في البورصة.
7. التأمين ضد تقلبات الأسعار، يستفيد من البورصة التجار والصناع والزراع، حيث يتمكن كل منهم من التأمين على مركزه ضد تقلبات الأسعار، بفضل عمليات التحويط أو التغطية، فالمضارب مثلاً: يشتري سلعة لبيعها فيما بعد إذا ارتفع سعرها، فإنه يحتاط لنفسه فيبيع في الوقت نفسه، كمية مماثلة لما اشتراه، فإذا هبط السعر فإنه يشتري ما سبق أن باعه فيعوض بالشراء ما سبق أن خسره.
8. إيجاد مجال للمضاربة : إن المضاربة بلغة الاقتصاد هي العمليات التي يقوم بها بعض الأشخاص بناء على معلومات فنية وتقديرات معقولة للانتفاع من فروق الأسعار في الزمان والمكان. وهي لازمة لاستمرار العمل في

¹ شعبان محمد إسلام البراوري، المرجع السابق، ص: 47-49، و ينظر أيضاً: سمير عبد الحميد رضوان، المرجع السابق، ص:



البورصة. ولكن تخرج عن وظيفتها وتتخذ شكل المقامرة بفعل المصالح الفردية وبوسائل غير مشروعة فتؤدي إلى الإخلال بموازن الأسعار.



المبحث الثالث- الهيكل الإداري لبورصة الأوراق المالية وكيفية عملها

يُقصد بالهيكل الإداري للبورصة تلكم التنظيمات التي تكون منها إدارة البورصة من لجان وأعضاء وممارسة وسطاء، والتي تنظم عمل هؤلاء وترتب العلاقة بينهم، وذلك وفقاً لقواعد ولوائح تكفل الاستمرارية والانضباط لعمليات البورصة، وسيرها بسهولة ويسر¹.

وستتطرق في هذا المبحث إلى عرض نموذج للهيكل الإداري لبورصة الأوراق المالية، يكون قاسماً مشتركاً بين معظم بورصات الأوراق المالية في العالم.

المطلب الأول - لجان بورصة الأوراق المالية

لبورصة الأوراق المالية لجنة تكون في قمة الهرم الإداري للبورصة، ولجان فرعية يتم تشكيلها من قبل اللجنة العليا لمساعدتها في المسائل المختلفة والمتعلقة بعمل البورصة.

أولاً - اللجنة العليا لبورصة الأوراق المالية²:

تعتبر اللجنة العليا أحد التنظيمات الرئيسية لإدارة البورصة، وتتكون من مكتب ولجان فرعية ومجموعة أعضاء بمختلف عددهم وطريقة تعيينهم من بورصة لأخرى. وتقوم بمجموعة من المهام منها:

1. الإشراف على سير العمل في البورصة والعمليات الجارية فيها.
 2. تنفيذ القوانين واللوائح المنظمة للبورصة، ومراقبة ومتابعة مدى التزام الأعضاء بها.
 3. الإشراف على الأسعار: كتحديد جدول أسعار الأوراق المالية والإعلان عنها.
 4. قبول السماسرة وشركات السمسرة للعمل لصالح العملاء.
- وللجنة البورصة مكتب يتكون من رئيس ونوابه وأمين صندوق، يباشر مهامه السكرتارية، وتنظيم أعمال لجان البورصة وتحديد جدول أعمال الاجتماعات، والإشراف على النواحي المالية الخاصة باللجنة. هذا مع الإشارة إلى أن التنظيم يختلف من دولة إلى أخرى ومن سوق إلى أخرى.

¹ شعبان محمد إسلام البراوري، المرجع السابق، ص:50

² - المرجع نفسه ص:50.



ثانيا - اللجان الفرعية لبورصة الأوراق المالية¹:

عند أول جلسة تعقدها اللجنة العليا للبورصة بعد كل انتخاب دوري (تختلف دورتها من سوق إلى آخر حسب القوانين الأساسية) تشكل لجانا فرعية لتساعدها في تأدية وظيفتها، وتتكون اللجان الفرعية من ثلاثة أعضاء على الأقل وهي مسؤولة عن الأعمال المنوطة بها أمام لجنة البورصة، وتختلف أسماء هذه اللجان من سوق إلى آخر إلا أن المهام المنوطة بها متشابهة إلى حد بعيد.

ومن أهم اللجان الفرعية:

1. لجنة التأديب: تختص بالفصل في المخالفات التي ترتكب أثناء العمل، و تنظر في الشكاوى المرفوعة إليها.
2. لجنة التحكيم: تختص بفصل النزاعات بين أعضاء البورصة والوسطاء والمندوبين الرئيسيين وكذلك النزاعات بين الأعضاء وعملائهم.
3. لجنة قيد الأوراق المالية: تختص بقبول أو رفض طلب الشركات التي ترغب في إدراج أوراقها المالية في جدول التسعيرة وفقا للوائح والشروط الموجودة في اللائحة العامة.
4. لجنة التسعيرة: ومهامها تحديد الأسعار والإعلان عنها في وسائل الإعلام المختلفة.
5. لجنة المقاصة: تختص بعملية المقاصة بين أعضاء عمليات البورصة بعضهم لبعض من بائعين ومشتريين أو دائنين ومدينين.
6. لجنة المراقبة: تختص هذه اللجنة بمراقبة أعمال السوق من صحة تنفيذ القرارات واللوائح وغير ذلك من أنشطة البورصة.
7. الجمعية العمومية: تصادق على الميزانية المقدمة لها وإبداء الآراء في جميع المسائل التي تهم الأعضاء والتي تتعلق بالبورصة وأعضائها.
8. لجنة السماسرة: تختص هذه اللجنة بقبول السماسرة وفقا للشروط التي وردت في قوانين البورصة.

المطلب الثاني- طرق تداول الأوراق المالية

قبل تداول الأوراق المالية هناك إصدار لتلك الأوراق إلى السوق الأولية سوق الاكتتاب الأول الذي من خلاله تطرح الشركات والبنوك أو الحكومة بطرح الأوراق المالية للاكتتاب لأول مرة في البورصة بقيمتها الاسمية

¹ - شعبان محمد إسلام البراوري، المرجع السابق، ص: 51-53



وتعرف هذه العملية بالدورة الأولى للإصدار في السوق الأولية، والتي من خلالها تنشأ وتدخّل أوراق مالية جديدة من الأسهم والسندات والصكوك في البورصة لأول مرة ومن أهم شروط إصدار الورقة المالية أن تكون عن طريق سمسار أو عن طريق بنك أو شركة¹.

في السوق الثانية يتم تدوير الورقة المالية ونقل ملكيتها وحيازتها من شخص إلى آخر عن طريق عمليات البيع والشراء، التدوير، إعادة طرح الأوراق

وسنوضح كيفية طرق تداول الأوراق المالية من خلال الخطوات التي تتم بها عملية تداول الأوراق المالية في البورصة فيما يأتي²:

1 . البنك : يتوجه المستثمر إلى البنك الذي يريد التعامل معه، ويصدر إليه التعليمات بشراء الأوراق المالية التي يرغب في استثمار أمواله فيها، وسيقوم البنك بكافة الإجراءات اللازمة عن العميل، وفي حدود التعليمات التي يتلقاها منه.

2 . السمسار : يتصل المستثمر بأحد بيوت السمسرة المتخصصة ببيع وشراء الأوراق المالية. وفي هذه الحالة لا بد للعميل أن يسعى للبحث عن سمسار مشهود له بالكفاءة، والأمانة والسمعة الطيبة³.

و لا بد للعميل أن يصدر أوامر للبنك أو السمسار محددًا الآتي⁴:

-تحديد كمية الأوراق المطلوب تداولها والأسعار التي يرغب في التعامل بها

-تحديد الورقة المالية المطلوب تداولها بتحديد اسمها كما هو وارد في لائحة أسعار البورصة وتحديد نوعها (سهم، سند، حصص التأسيس).

وأيضًا هناك مجموعة من الأوامر التي يجب على المستثمر الإلمام بها وهي:

-الأمر السوقي : وهو أمر طلب تنفيذ الصفقة بأفضل سعر يمكن الحصول عليه في السوق (بيع أو شراء).

. الأمر الساري المفعول حتى إلغائه : وهو الأمر المتعلق بشراء ما يعرض في السوق بسعر معين دون تحديد نوع الورقة المالية ومدة التنفيذ.

1 - شعبان محمد إسلام البراوري، المرجع السابق، ص:67.

2 المرجع نفسه، ص:70.

3 سمير عبد الحميد رضوان، المرجع السابق، ص 110.

4 شعبان محمد إسلام البراوري، المرجع السابق، ص:71-72



- . الأمر المحدد : وهو الأمر المحدد بعدد من الأوراق المالية أو بسعر محدد أو مدة محددة.
- . الأمر اليومي : وهو الأمر الذي لا بد من تنفيذه خلال يوم العمل.
- . الأمر المتدرج : وهو الأمر الذي يوجه إلى السمسار ببيع وشراء عدد معين من الأوراق بأسعار متفاوتة بالتدرج.

المطلب الثالث - طرق تحديد أسعار الأوراق المالية

سنعرض هنا طرق تحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة، وهي وفق ما يلي¹:

- 1- **التسعير بالمناداة**: يجتمع الوسطاء من السماسرة والندوبين وغيرهم في محل البورصة، وينادون بأعلى أصواتهم بالعروض والطلبات التي بحوزتهم، ويستعملون إشارات اليد مع المناداة، وذلك بوضع الساعد أفقياً في اتجاه الجسم في حالة الشراء ورأسياً في حالة البيع.
- 2- **التسعير بالإدراج** : وفي هذه الطريقة توزع مختلف الأسهم على الوسطاء الذين لديهم الخبرة وتخصص في بعض الأسهم، حيث إن كل الأوامر المتعلقة بسهم معين تجمع في إدراج الاختصاصي الذي يحدد السعر، وفقاً لطريقة مماثلة للتسعير بالمناداة.
- 3- **التسعير بالاعتراض أو المقارنة** : يُدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع أو طلبات الشراء عليها، وتؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأوراق المالية، وحدود الأسعار المعروضة، وذلك عن طريق وسيط متخصص.
- 4- **التسعير بالصندوق** : تستخدم هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء في البورصة كثيرة ومتعددة، فيعمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص ثم تقوم لجنة خاصة بالبورصة بتحديد الأسعار من خلال حساب معدل تلك العروض والطلبات.
- 5- **التسعيرة بالنسبة المئوية** : في هذه الطريقة تظهر الأسعار على جدول التسعيرة بالنسبة المئوية من قيمة السهم الاسمية مخصومة منها قيمة الجزء المعروف من القسيمة منذ الاقتطاع الأخير.
- 6- **التسعير بالمطابقة** : عندما يتلقى أحد الوسطاء أمرين متقابلين، يتعلق أحدهما بالبيع والآخر بالشراء، فيشتري الوسيط من الأول لحساب الثاني، وهي طريقة محظورة في كثير من الأسواق المالية، إلا بعد أن يتأكد الوسيط بواسطة أحد السماسرة من أنه لا يوجد عرض أو طلب أكثر ملائمة.

¹ - شعبان محمد إسلام البراوري، المرجع السابق، ص: 75-77



خلاصة الفصل:

إن حتمية الظروف والتعاملات الاقتصادية والتطور المالي، مهدا لظهور كيان منظم تحت مسمى البورصة، والتي كانت انطلاقتها منذ زمن غابر، وقد دعت إليها الظروف الاقتصادية، وقد تطورت مع تطور الأنظمة الاقتصادية والمعاملات التي تنشأ بين الأفراد، وحددت معالمها ومكوناتها الأدوات التي يتم التعامل بها، فظهرت أنواع عديدة من البورصة، ولعل أهمها بورصة الأوراق المالية أو ما يعرف بسوق الأوراق المالية.

ولا مناص من أن البورصة (السوق المالية) إنما هي تلكم القناة التي يمر عبرها تدفق الأموال من الجهات التي لها فوائض مالية إلى الجهات التي لها عجز أو احتياج، وبالتالي فإن أسواق الأوراق المالية تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها.

و كذلك تمثل البورصة (سوق الأوراق المالية) سوقا بالمفهوم الاقتصادي للسوق، حيث تمثل المكان المنظم الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال السماسرة لتبادل السلع وهي الأسهم والسندات التي تتميز بسهولة نقلها من مكان لآخر، وعنصر الجذب الوحيد هو السعر بالنسبة للبائع والمشتري وتصنف الأسواق الأوراق المالية ضمن سوق المنافسة الكاملة إذ يتحدد فيها السعر بفعل قوى العرض والطلب.

ولقيام سوق أوراق مالية يجب توفر مقومات رئيسية حتى تحقق الهدف الذي أنشئت من أجله والمتمثلة في المناخ الاستشاري الملائم، ومتطلبات أساسية على المستوى الكلي ولضبط هذه العناصر يجب توفر متطلبات متعلقة بالجانب القانوني.



الفصل الثاني:

تداول الأسماء في البورصة

الإسلامية

المبحث الأول: خصائص الأسماء وأنواعها

المبحث الثاني: إصدار الأسماء وموقف الفقهاء الإسلامي منه

المبحث الثالث: خصائص التأسيس

تمهيد:

يتناول هذا الفصل حكم تداول الأسهم في البورصة الإسلامية وسوف نتطرق فيه إلى بيان خصائصه ودراسة أنواعه، ثم نبين موقف الفقه الإسلامي من إصدار الأسهم وتداولها؛ لذلك ارتأينا تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث هي كالآتي :

المبحث الأول : خصائص الأسهم وأنواعها

المبحث الثاني : إصدار الأسهم وموقف الفقه الإسلامي منه

المبحث الثالث : حصص التأسيس



المبحث الأول: خصائص الأسهم و أنواعها

تُعتبر الأسهم أداة ذات أهمية بالغة كونها، فهي الأكثر تداولاً نظراً للعائد الكبير الذي تدره، في حين أنها لا تخلو من المخاطر، وسوف نتطرق في هذا المبحث إلى خصائص الأسهم وأنواعها.

المطلب الأول - خصائص الأسهم وحقوق مالكيها

أولاً - خصائص الأسهم

يتميز السهم بعدة خصائص هي : تساوي القيمة، وعدم القابلية للتجزئة والقابلية للتداول بالطرق التجارية، ونذكرها وفق الآتي¹:

1. تساوي القيمة:

الأسهم متساوية القيمة الاسمية، فلا يجوز إصدار أسهم بقيمة مختلفة، والقيمة المتساوية : هي القيمة الاسمية التي يصدر بها السهم والتي يحددها القانون بنسبة تتراوح في بعض البلاد، كالإمارات بين درهم ومائة درهم. وتساوي قيمة الأسهم يقتضي تساوي حقوق المساهمين، وتحديد مسؤولية، الشركاء بحسب قيمة السهم، فلا يُسأل الشريك عن ديون الشركة إلا بمقدار أسهمه التي يملكها.

2. عدم القابلية السهم للتجزئة:

لا تقبل الأسهم التجزئة، أي لا يمكن أن تتمثل في صورة كسور حين يتعدد مالكو السهم في مواجهة الشركة، فإذا مات الشريك، اختار الورثة ممثلاً عنهم في الجمعية العمومية للمساهمين، ليباشر الحقوق المتعلقة بالسهم.

3. القابلية للتداول بالطرق التجارية:

أي يمكن انتقال الأسهم من شخص لآخر بالطرق التجارية، ودون حوالة مدنية من قبل الشركة. وهذه أهم خاصية للسهم، فإذا نص على خلاف ذلك، فقدت الشركة صفة المساهمة. وإن كان السهم إذنيًا (أي يصدر لإذن أو أمر مساهم) فإن تداوله يتم بطريق التظهير، وإن كان السهم لحامله (أي يصدر من دون ذكر صاحبه فإن تداوله يتم بمجرد التسليم.

هذا بالإضافة إلى كون مسؤولية الشركات المساهمين تجاه التزامات الشركة محدودة بقيمة الأسهم التي يمتلكونها.

¹ - وهبة الزحيلي، المرجع السابق، ص: 363-364، شعبان محمد إسلام البرواري، المرجع السابق، ص: 89.



ثانيا - حقوق مالكي الأسهم

يعطي تملك السهم للمساهم حقوق أساسية للمساهم، بصفته شريكا فلا يجوز حرمانه منها أو المساس بها وتتلخص فيما يلي¹:

1. حق البقاء في الشركة :

فلا يجوز فصل أي مساهم من الشركة، لأن المساهم ممتلك في الشركة، ولا يجوز نزع ملكيته إلا برضائه، وذلك فيما عدا حالة التأميم التي تنتزع فيها الملكية الخاصة، وتتحول إلى ملكية عامة.

2. حق التصويت في الجمعية العمومية :

وهو السبيل للمساهم إلى الاشتراك في إدارة الشركة، وهو حق يجوز له التنازل عنه إلى سواه، ولكل سهم صوت إلا إذا كان السهم امتيازاً بأن يكون متعدد الأصوات.

3. الحق في نصيب من الأرباح والاحتياطات :

وذلك لأن المساهم يقدم حصته في رأس المال من أجل الربح فلا يصح حرمانه من هذا الحق عند توزيع الأرباح المحققة، وكذلك له الحق في الاحتياطي المتكون من الاقتطاعات من الأرباح.

4. حق التنازل عن السهم :

فلمساهم أن يتصرف في أسهمه بالبيع أو الهبة أو غيرها، ويعد باطلا كل شرط يحرم المساهم من هذا الحق.

المطلب الثاني - أنواع الأسهم وموقف الفقه منها

أولاً-أنواع الأسهم من حيث الشكل²:

من خصائص السهم أنه قابل للتداول فيجب أن يتخذ شكلا يسمح بتداوله بسهولة، ولذلك أنواع وأشكال هي كما يلي :

1. أسهم اسمية :

وهو السهم الذي يحمل اسم صاحبه، وتثبت ملكيته بقيد اسم المساهم في سجل الشركة.

¹ - وهبة الزحيلي، المرجع السابق، ص: 366 شعبان محمد إسلام البرواري، المرجع السابق، ص: 89.

² - أحمد بن محمد الخليل، المرجع السابق، ص: 52 - 54.



2 . أسهم لحاملها :

وهو السهم الذي لا يحمل اسم صاحبه وإنما يُذكر فيه أن السهم لحامله، أو يُعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة، فتصبح حيازته دليلاً على الملكية.

3 . أسهم ذاتية (لأمر) :

وهي أسهم تتضمن عبارة لأمر، وتتداول بطريقة التظهير كسائر السندات التي تحمل شرط الأمر، وهذا هو السهم الإذني إذ يكتب اسم صاحب الحق مسبقاً بعبارة (لأمر أو لإذن).

ثانياً-أنواع الأسهم من حيث حقوق أصحاب الأسهم¹.

1 . أسهم عادية:

وهي صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية وتمثل المشاركة في رأس إحدى الشركات وتمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأس مالها.

2 أسهم ممتازة هي التي يختص بها بعض المساهمين، ويتمتعون بمزايا لا تتمتع بها الأسهم العادية، كالاختصاص بحصة من الأرباح، وكاستيفاء فائدة سنوية ثابتة سواء ربحت الشركة أم خسرت.

ثالثاً-أنواع أسهم من حيث نوع الحصة التي يدفعها².

1 . أسهم نقدية :

وهي الأسهم التي تسد قيمتها نقداً، سواء دفعها دفعة واحدة أو على أقساط حسب المقرر قانوناً.

2. أسهم عينية :وهي الأسهم التي تسد قيمتها عينا عقاراً أو منقولاً.

3.أسهم مختلطة: وهي الأسهم التي يدفع بعض قيمتها عينا، و يسدد الباقي منها نقداً³

¹ شعبان محمد إسلام البرواري، المرجع السابق، ص:89. بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص: 57، وهبة الزحيلي، المرجع السابق، ص:367

² - أمين السيد أحمد لطفي، المحاسبة عن الأسهم والسندات (المتداولة في بورصة الأوراق المالية)، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000م، د ط، ص: 17، 18. شعبان محمد إسلام البرواري، المرجع السابق، ص:94 وهبة الزحيلي، المرجع السابق، ص:36

³ بوكساني رشيد، المرجع السابق، ص:57.



رابعاً- أنواع الأسهم باعتبار الاستهلاك واسترداد القيمة¹ :

1-أسهم رأس المال : هي الأسهم التي يقدمها المساهم للشركة، ولا تعود إليه إلا عند التصفية النهائية للشركة، أي: لا تستهلك قيمتها.

2- أسهم التمتع(الاستهلاك) : هي الأسهم التي استهلكت قيمتها بأن ردت قيمتها الاسمية إلى المساهم تدريجياً أو دفعة واحدة أثناء حياة الشركة

خامساً-أنواع الأسهم باعتبار قيمتها²:

للسهم قيم تختلف بحسب ما يعتبر فيه، وتبعاً لذلك فهناك أسهم القيمة السوقية والقيمة الاسمية، وأسهم القيمة الحقيقية، وأسهم القيمة الدفترية، و أسهم قيمة الإصدار

1-القيمة الاسمية : هي القيمة المبينة في الصك، والقيمة الاسمية لمجموع الأسهم تشكل رأس مال الشركة.

2- قيمة الإصدار: وهي القيمة التي يصدر بها السهم ولا يجوز إصدار السهم بأقل من قيمته الاسمية.

3- القيمة الحقيقية : و هي النصيب الذي يستحقه السهم في صافي أموال الشركة بعد خصم ديونها والتزاماتها.

4-القيمة السوقية: هي القيمة التي تتحدد في سوق الأوراق المالية، وهي عرضة للتقلبات ارتفاعاً وانخفاضاً تبعاً لعوامل كثيرة منها سلامة المركز المالي للشركة ونجاح مشروعها

¹ شعبان محمد إسلام البرواري، المرجع السابق، ص:97

² أحمد بن محمد الخليل، المرجع السابق، ص: 61.



المبحث الثاني - إصدار وتداول الأسهم وموقف الفقه الإسلامي منها

يُعالج هذا المبحث كيفية إصدار الأسهم وتداولها، وموقف الفقه الإسلامي منها، وذلك وفق الآتي:

المطلب الأول - كيفية إصدار وتداول الأسهم

أولاً . عملية إصدار الأسهم¹:

عندما يتم إنشاء شركة مساهمة فإنها تقسم رأسمالها إلى أسهم ذات قيمة اسمية مكتوب عليها، فتطرح الأسهم للاكتتاب العام. أي: عرض بيعها على الجمهور، وإذا كانت الشركة قائمة، فإنها تعرض أسهمها الجديدة للاكتتاب الخاص أي عرضها على أفراد محدودين كالمساهمين القدامى. وتتم عملية الإصدار في السوق الأولية، ومن خلال أحد البنوك المرخص لها والشركات المنشئة لهذا الغرض.

ويتم الاكتتاب على شكل ورقة يُذكر فيها اسم المكتتب والأسهم التي اكتتب فيها وقبوله لعقد تأسيس الشركة ونظامها الأساسي. والأسهم التي تصدرها الشركة تحت التأسيس تكون اسمية أو لحاملها أو لأمر، ولكن أغلب الدول لا تسمح إلا بالأسهم الاسمية.

ثانياً - كيفية تداول الأسهم²:

وهي عملية بيع الأسهم بعد إصدارها، وتتم في السوق الثانوية ولا يجوز في أول تداول للأسهم أن يبيع المساهم أسهمه بأزيد من قيمتها الاسمية إلا بعد نشر حساب الأرباح والخسائر عن سنة مالية كاملة للشركة، أما بعد ذلك فيجوز.

ويتم تداول الأسهم ببيع أحد المساهمين حصته في الشركة، وانتقال السهم من البائع إلى المشتري، وبإحدى الطرق الآتية :

1 . **التسجيل** : وهي الطريقة التي يتم بها تداول الأسهم الاسمية، فعندما يريد صاحب السهم بيعه، يسجل اسم المشتري على ظهر السهم في جدول خاص يسمى جدول التنازلات، وفي الوقت نفسه، يسجل اسم المشتري في دفاتر الشركة ويوقع اثنان من أعضاء مجلس إدارة الشركة على التنازل.

2 . **الحيازة الفعلية** : وهي الطريقة التي يتم بها تداول الأسهم لحاملها، بحيث تنتقل ملكيتها بمجرد الحيازة،

¹ - شعبان محمد إسلام البرواري، المرجع السابق، ص: 103.

² المرجع نفسه، ص: 104.



الفعلية للسهم؛ وذلك لأن اسم المالك غير مكتوب على السهم.

3 . **التظهير** : وهي الطريقة التي يتم بها تداول السهم لأمر، حيث يتم نقل ملكية السهم إلى المشتري، بالكتابة على ظهر السهم بأنه تم تحويله إلى المشتري (كتابة اسمه) دون الرجوع إلى الشركة.

المطلب الثاني - موقف الفقه من إصدار وتداول الأسهم.

قبل الكلام عن حكم إصدار وتداول الأسهم يحسن أن نبين التكيف الفقهي للأسهم ثم بعد ذلك نبين الحكم، وذلك وفق ما يأتي:

أولا . التكيف الفقهي لإصدار الأسهم:

سبق تعريف السهم بأنه حصة في رأس مال الشركة، وأن مجموع الأسهم يُشكل شركة، والشركة في الفقه الإسلامي مبناها على الوكالة، فالشريك وكيل عن صاحبه في التصرف، ولهذا فإن تصرف كل واحد من الشريكين أو الشركاء، يُنفذ في الشركة بحكم الملك في نصيبه والوكالة في نصيب شريكه، لكن لما كانت بعض القوانين المنظمة لعمل الشركات تنص على أن أموال الشركة المساهمة ليست مملوكة لحملة أسهمها، وأن شركة المساهمة شخصية اعتبارية مستقلة عن ملاكها، وذمة الشركة المالكة مستقلة عن ذمة الشركاء، فقد وقع الخلاف بين العلماء المعاصرين في التكيف الفقهي للسهم¹ على قولين هما:

القول الأول: السهم عروض تجارة، ولا ينظر إلى ما تمثله هذه الأسهم من حصص في أموال الشركة. وهو ما ذهب إليه الشيخ علي جاد الحق، وجمع من العلماء المعاصرين والباحثين، وقد عللوا لما ذهبوا إليه بالآتي:

أ- أن الشركات من نتائج القوانين الوضعية، والقوانين تنص على أن أموال الشركة ليست مملوكة لحملة أسهمها.

وأجيب عن هذا بأن إثبات الشخصية الاعتبارية للشركة وكونها ذات مسؤولية محدودة لا يخرجها عن حقيقة شركة العنان² فالمال للشركاء جميعا والضمان عليهم أيضا.

ب- الأسهم أموال اتخذت للتجارة ولها أسواقها، ومن يتاجر فيها بالبيع والشراء قد يربح فيها وقد يخسر،

¹ سعد بن تركي الختلان، فقه المعاملات المالية المعاصرة، دار الصميعي للنشر وتوزيع 1433 هـ، ط 2، 1433 هـ، 2012 م،

د. ط، ص 42

² شركة العنان: هي التي لا يحق للشريك أن يتصرف في الشركة إلا بحضوره صاحبه وموافقته. التسولي، أبو الحسن علي بن عبد السلام، البهجة في شرح التحفة، ت: محمد عبد القادر شاهين، ط 1. (1418 هـ 1998 م)، دار الكتب العلمية، بيروت. ج 2،

ص 345



ومناطق التعامل فيها هو قيمتها التجارية في الأسواق المالية، فهي بهذا من العروض¹.

وأجيب عن هذا بأن كونها عروضاً أو ليست بعروض لا يخرجها عن كونها حصة في موجودات الشركة. القول الثاني: السهم يمثل نصيب الشريك في موجودات الشركة، وإليه ذهب أكثر العلماء المعاصرين، وقد عللوا لما ذهبوا إليه بالآتي:

أ- السهم يمثل نصيب الشريك في موجودات الشركة؛ لأن الشركة في الفقه الإسلامي مبناه على الوكالة، فالشريك وكيل عن صاحبه في التصرف، وينفذ تصرف كل من الشريكين أو الشركاء بحكم الملك في نصيبه والوكالة في نصيب شريكه، ولا يُعرف في تاريخ الفقه الإسلامي أن للشركة شخصية معنوية منفصلة عن ذمم الشركاء قال ابن رشد²: "ويتنزل كل واحد منهما منزلة صاحبه فيما له وفيما عليه في مال التجارة"³. وجاء في روضة الطالبين: "وتصرف الشريك كتصرف الوكيل"⁴ وفي كشف القناع: "وينفذ تصرف كل واحد منهما في جميع المالكين بحكم الملك في نصيبه، وبحكم الوكالة في نصيب شريكه"⁵.

فهذه العبارات صريحة في أن الفقهاء يرون أن الشركة مبناه على الوكالة، وأن الشريك وكيل عن صاحبه في التصرف، وعلى هذا فالمساهم شريك، والسهم يمثل حصة المساهم في موجودات الشركة.

¹ - العرض جميع صنوف المال غير الذهب والفضة. نزيه حماد، معجم المصطلحات المالية، مرجع سابق، ص 313

² - هو محمد بن أحمد بن محمد بن رشد، أبو الوليد ولد سنة 520 هـ. فقيه مالكي وفيلسوف، طبيب، من أهل الأندلس. قال فيه ابن الأبار " كان يفرغ إلى فتواه في الطب كما يفرغ إلى فتواه في الفقه " توفي -رحمه الله- سنة 595 هـ ويلقب بالحفيد تمييزاً له عن جده أبي الوليد محمد بن أحمد بن رشد الذي يميز بالجدّ. كتبه قيمة نافعة ومن أشهرها: " تحافت التهافت " في الفلسفة، و" الكليات " في الطب، و" بداية المجتهد ونهاية المقتصد " في الفقه. ينظر: ابن الأبار، أبو عبد الله محمد بن عبد الله البنسي، التكملة لكتاب الصلة، تح: عبد السلام الهراس، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، د، ط. 1415 هـ 1995 م. ج 2، ص: 74

³ - أبو الوليد محمد بن أحمد بن رشد (الحفيد)، بداية المجتهد ونهاية المقتصد، دار الحديث - القاهرة، د. ط (1425 هـ - 2004 م)، ج 4، ص 39

⁴ - أبو زكريا يحيى الدين يحيى بن شرف النووي، روضة الطالبين وعمدة المفتين، تحقيق: زهير الشاويش، المكتب الإسلامي، بيروت، دمشق، عمان، ط 2، (1412 هـ / 1991 م)، ج 4، ص 283

⁵ منصور بن يونس البهوتي، كشف القناع عن متن الإقناع، دار الكتب العلمية، د. ط، ج 3، ص 497



القول الراجح¹ :

بعد عرض المذهبين في تكييف الأسهم يترجح رأي الجمهور في أن السهم يمثل نصيب الشريك في موجودات الشركة، وأما ما ذهب إليه أصحاب القول الآخر من أنها تعتبر عروضاً تجارية ولا يُنظر إلى ما تمثله من حصص في أموال التركة فهو مأخوذ من القوانين ولا يعرف له في الفقه أصل، كما أنه يتعارض مع أحكام متفق عليها في أحكام شركة المساهمة، ومنها أن المساهم له حق التصرف في سهمه بالبيع أو الهبة ونحوها، وهذا دليل الملك؛ لأن الإنسان لا يتصرف فيما لا يملك.

ثانياً- حكم إصدار الأسهم :

اختلف الفقهاء المعاصرون في حكم الأسهم، فمنهم من أباحها مطلقاً واشترط خلوها مما يُوجب التحريم، ومنهم من منعها مطلقاً، ومنهم من فصل فأجاز بعض أنواعها وحرم بعضها الآخر، ويمكن إجمال أقوالهم في الآتي :

1- القول الأول: ذهب أصحابه إلى تحريم التعامل بالأسهم مطلقاً، وهو رأي الشيخ تقي الدين النبهاني وعيسى عبدو²، وقد استدلوا بالآتي:

أ- الأسهم جزء من كيان الشركة لا من رأسمالها، فهي بمثابة سندات بقيمة موجودات الشركة.

ب- الأسهم ليست موحدة القيمة في كل السنين، بل تتفاوت قيمتها وتتغير؛ ولهذا فإنها لا تمثل رأس المال المدفوع عند تأسيس الشركة، وإنما تمثل رأس مال الشركة حين البيع، أي في وقت معين فهي كورقة النقد ينخفض سعرها ويرتفع.

ج- شركة المساهمة عقد باطل، فكل ما يصدر عنها فهو باطل؛ لأنها تتضمن مبالغ المخلوط من رأس مال حلال ومن ربح حرام.

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

¹ سعد بن تركي الخثلان، المرجع السابق، ص: 46

² ينظر هذا القول وأدلته في: الخياط عبد العزيز، الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي، بيروت، مؤسسة الرسالة، ط 4، 1414 هـ 1994، ص: 186. تقي الدين = النبهاني، النظام الاقتصادي في الإسلام، دار الأمة للطباعة والنشر، بيروت، ط 6 (1425 هـ 2004 م)، ص: 161، صالح بن زين المرزوقي البقمي، شركة المساهمة في النظام السعودي دراسة مقارنة بالفقه الإسلامي، مركز البحث العلمي وإحياء التراث الإسلامي، جامعة أم القرى، السعودية، د. ط. 1406 هـ، ص: 340، 341، شعبان محمد إسلام البروراي، المرجع السابق، ص: 106.



2- القول الثاني : ذهب جمهور الفقهاء المعاصرين إلى جواز إصدار الأسهم وقد استدلو بما يأتي¹ :

أ- يجوز في الفقه الإسلامي تجزئة رأس مال الشركة إلى أجزاء متساوية يصطلح عليها الشركاء بحيث يكون كل شريك مالكا جزءا أو أكثر من هذه الأجزاء التي سُميت بالأسهم، وقد جاء في البدائع بأن السهم "اسم شائع وهو جزء معلوم من الثلث والرابع والعاشر ونحو ذلك، فبيع عشرة أسهم من مئة سهم من الدار، هو بيع عشرة أجزاء من مئة جزء منها، وهو ربع جزء معدوم منها"².

2. الأسهم حقوق لأصول عينية ونقدية على المشاع.

3. الأسهم تشبه حصص المضاربة المشتركة، فهي عرضة للربح والخسارة. حيث ذهب حسين الأمين إلى جواز خلط أموال المضاربة بمال المضارب أو مال غيره للعمل بها مضاربة، والربح بين هذه الأموال بنسبة كل منها.

ويقول أيضا: " يعتبر في نظرنا جميع مساهمي المصرف ممثلين لمجلس الإدارة هم عامل المضاربة، وأصحاب الودائع الاستثمارية هم أصحاب المال في عمليات المضاربة المشتركة التي تجربها المصاريف الإسلامية. أما الإدارة التنفيذية فتعتبر أداة عمل يستعملها ويستعين بها مجلس الإدارة. أصحاب الأسهم باعتبارهم بمجموعهم شخصية معنوية، ذات ذمة في عمليات المضاربة المشتركة التي تمارسها المصاريف بأموال المستثمرين"³.

4. انطباق قواعد الإباحة الأصلية في الأشياء والعقود على الأسهم.

5. تحكيم العرف الصحيح المعتبر الذي لا يعارض دليلا شرعيا، حيث إن إصدار الأسهم وتداولها أمرا تعارف عليه الناس، فينطبق عليه القاعدة الفقهية " المعروف عرفا كالمشروط شرطا "⁴.

6. انطباق شروط العقد على الأسهم كعدم الجهالة المفضية إلى النزاع والغرر، واستبداد شريك بشريك وإلى غير ذلك.

وننبه إلى أن الذين قالوا بالإباحة منهم من أباح إصدار الأسهم مطلقاً ومنهم من أباحها بشروط : فمن أطلق

¹ - ينظر هذا القول وأدلته في: الخياط عبد العزيز، المرجع السابق، ص: 187. شعبان محمد إسلام البرواري، المرجع السابق، ص:

107. صالح بن زين المرزوقي البقمي، المرجع السابق، ص: 431. علي محيي الدين القره داغي، بحوث في الاقتصاد الإسلامي،

شركة البشائر الإسلامية، بيروت، ط1. (1431هـ/2010م)، ص: 157.

² - الكاساني علاء الدين بن مسعود، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، دار إحياء التراث العربي، ط2، 1998، ج، ص: 55.

³ - الأمين حسين، المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة، جدة، البنك الإسلامي للتنمية، 1998، ص: 37.

⁴ - مصطفى أحمد الزرقا، المدخل الفقهي العام، دار القلم، دمشق، ط 1، 1418هـ، 1998 م، ج 2، ص: 1009.



الإباحة الشيخ محمد عبده والدكتور محمد يوسف موسى والشيخ محمد الخالصي¹.

ومن قيد: الشيخ شلتوت الذي اشترط في التعامل الربوي أن يكون لضرورة، والشيخ علي خفيف الذي اشترط ألا تتعارض مع أصل من الأصول الدينية كتحریم الربا وبيع الخنزير².

أما الدكتور عبد العزيز الخياط فقد فرق بين أنواع الأسهم فقال بإباحة إصدار أنواع كالأسهم العادية وتحریم أنواع أخرى كالأسهم الممتازة³.

القول الراجح :

بعد ذكر آراء المانعین والمخزين فالرأي الصائب والله أعلم هو رأي المجيزين الذي قيدوا الجواز بشروط لا بد من توافرها في الشركة والأسهم⁴، حيث يتوقف جواز الأسهم على أمرين هما :

. مجال عمل الشركة : كعدم تعاملها بالربا وعدم اشتغالها على أعمال محرمة كصناعة الخمر وبيعها.
. طبيعة السهم من حيث الضمان والتفضيل والتقييد.

ثانيا - موقف الفقه الإسلامي من تداول الأسهم :

إن عملية التداول هي بيع أحد المساهمين أو الشركاء حصته في الشركة وانتقال السهم من البائع إلى المشتري، بحيث تعتبر قابلية السهم للتداول من أهم خصائصه، ولذلك سنعرض فيما يلي رأي الفقه في هذا التداول :
انقسم الفقهاء المعاصرون في حكم تداول الأسهم على قولين هما⁵ :

1- القول الأول : ذهب أصحابه إلى جواز تداول الأسهم وهو رأي جمهور المعاصرين، وقد استدلووا بالآتي :

أ- الأسهم ملكية خاصة للمساهم وله حق التصرف بها شرعا من بيع أو هبة أو رهن ما لم يلحق الضرر بباقي الشركاء، وهذا الشرط معمول به في العرف التجاري وهو معتبر حسب القاعدة الفقهية "المعروف عرفاً كالمشروط

¹ - شعبان محمد إسلام البرواري، المرجع السابق، ص: 108-109

² - المرجع نفسه، ص: 108-109

³ - الخياط عبد العزيز، الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي، بيروت، مؤسسة الرسالة، ط 4، 1414هـ 1994،

ص: 188. شعبان محمد إسلام البرواري، المرجع السابق، ص: 109

⁴ - شعبان محمد إسلام البرواري، المرجع السابق، ص: 109 وأيضا: علي محيي الدين القره داغي، المرجع السابق، ص: 157،

⁵ - شعبان محمد إسلام البرواري، المرجع السابق، ص:، 109 صالح بن زين المرزوقي البقمي، المرجع السابق، ص: 347 وما



شرطا " وفي المغني: " إن اشترى أحد الشريكين حصة شريكه منه جاز، لأنه يشتري ملك غيره " ¹، ومنه جاز أن يبيع المساهم أسهمه لشريكه أو لغيره برضاه فعن جابر رضي الله عنه أن الرسول صلى الله عليه وسلم : ((من كان له شريك في ربة² أو نخل فليس له أن يبيع حتى يؤذن شريكه، فإن رضي أخذه وإن كره ترك)) ³.

ب- يجوز بيع حصة المساهم مع أنها شائعة وغير محددة في ملكية بعض الأصول لأن "بيع النصيب الشائع جائز إذا لا يتوقف على إفرازه".

ج- جواز بيع المساهم حصته وهي ليست مقبوضة، فقد جاء في المجموع : "إذا قاسم شريكه باع ما صار له قبضه، يُبنى على أن القسمة بيع أو إفراز... فإن قلنا القسمة إفراز جاز بيعه قبل قبضه من يد شريكه " ⁴.

د- بيع السهم مباح بعموم قوله تعالى : ﴿وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا﴾ ⁵ وبقاعدة "الأصل في الأشياء الإباحة".

هـ- إن بيع المساهم لحصته لا يفسخ الشركة، وذلك لأن الشركاء في شركة المساهمة حسب نظام الشركة متفقون وراضون على إدخال شركاء جدد مع عدم اشتراط معرفتهم، والرضا أساس في الشريعة الإسلامية لقوله تعالى:

﴿إِلَّا أَنْ تَكُونَ تَحَكُّرًا عَنْ تَرَاظٍ مِّنْكُمْ﴾ ⁶

القول الثاني ذهب أصحابه إلى عدم جواز تداول الأسهم، وقد استدلوا بالآتي ⁷ :

¹ - ابن قدامة موفق الدين أبي عبد الله بن أحمد المقدسي، المغني، تحقيق عبد الله التركي، وعبد الفتاح الحلو، دار الكتاب العربي، ط 2، 1983، ص 173.

² - الرِّبْعَةُ وَالرَّبْعُ: بفتح الراء وإسكان الباء والربع الدار والمسكن ومطلق الأرض وأصله المنزل الذي كانوا يرتبعون فيه النووي، أبو زكرياء يحيى بن شرف، شرح النووي على مسلم، ط 1، 1349 هـ 1930 مالمطبعة المصرية بالأزهر (مصر). ج 11، ص: 45

³ - مسلم بن الحجاج أبو الحسن القشيري النيسابوري، (المتوفى: 261 هـ) صحيح مسلم، المسمى بالمسند الصحيح المختصر بنقل العدل عن العدل إلى رسول الله صلى الله عليه وسلم، تحقيق: محمد فؤاد عبد الباقي، دار إحياء التراث العربي، بيروت، د،

ت. في كتاب: المساقاة، باب: الشفعة، برقم: 1608 ج 3، ص 1229

⁴ - المجموع شرح المذهب ((مع تكملة السبكي والمطيعي))، أبو زكريا محيي الدين يحيى بن شرف النووي، دار الفكر، بيروت، د. ت، ج 9، ص 268

⁵ - سورة البقرة، الآية 275.

⁶ - سورة النساء، الآية 29.

⁷ - شعبان محمد إسلام البرواري، المرجع السابق، ص: 112 صالح بن زين المرزوقي البقمي، المرجع السابق، ص: 342 وما بعدها.



أ- اختلاف قيمتها السوقية ويرد على هذا أنه أمر طبيعي لأن مركز الشركة المالي قد يقوى فترتفع القيمة الحقيقية لأسهمها وبالتالي ترتفع قيمتها السوقية، وإذا ضعف المركز المالي للشركة يحصل العكس.

ب- وجود الجهالة والغرر : ويرد على هذا بأن الجهالة والغرر منتفیان لأن ميزانية الشركة تعرض دورياً وتنشر الأسعار ساعة بساعة وبالتالي فالمشتري على علم كاف بقيمة الأسهم مما يكفي لصحة البيع..

ج- نص الفقهاء على أن موت الشريك أو بيعه حصته لشخص آخر يفسخ الشركة؛ لأن الشركة قامت على معرفة الشركاء بعضهم ببعض. ويرد على هذا بأن بيعه لا يفسخ الشركة لأن الشركاء متفقون وراضون على إدخال شركاء جدد، والرضا أساس التعامل.

المطلب الثالث - حكم التعامل بأسهم الشركات باعتبار نوع من نشاطها

تختلف الشركات في نشاطاتها ومجالات أعمالها، وبذلك لا يكون حكم التعامل بأسهمها واحداً، بل لكل شركة حكمها الشرعي وفقاً لنوع النشاط الذي تزاوله، ويمكن تقسيم الشركات باعتبار نوع النشاط إلى أقسام¹ :

النوع الأول : أسهم الشركات ذات الأنشطة المباحة :

وهي أسهم الشركات التي تقع كل عمليتها 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 واقتراضاً ولا تتضمن امتيازاً لبعض دون بعض.

وهذا النوع لا خلاف فيه بين العلماء في جواز إنشائها والاكتتاب بها وبيعها وشرائها والاستثمار والمتاجرة فيها².

النوع الثاني - أسهم الشركات ذات الأنشطة المحرمة

وهي أسهم الشركات التي يكون مجال استثماراتها في أمور محرمة كشركات تصنيع الخمر والمخدرات والدخان واللحوم والبنوك الربوية ونحو ذلك.

وهذا النوع من أسهم الشركات لا خلاف بين العلماء في تحريم إنشائها والاكتتاب فيها وبيعها وشرائها والاستثمار

¹ علي محيي الدين القره داغي، المرجع السابق، ص: 157، شعبان محمد إسلام البرواري، المرجع السابق، ص: 113، سعد بن تركي الختلان، الأسهم الحائزة والمخطورة، بحث مقدم إلى مؤتمر = أسواق الأوراق المالية، و البورصات، آفاق وتحديات، كلية

الشرعية والقانون، الإمارات العربية المتحدة، 1428هـ/2007م، ص18

² - علي محيي الدين القره داغي، المرجع السابق، ص: 158 شعبان محمد إسلام البرواري، المرجع السابق، ص: 113



والمتاجرة فيها¹.

. النوع الثالث - أسهم الشركات ذات الأنشطة المختلطة

وهي أسهم الشركات التي يكون العمل الذي تقوم به الشركة مباحا في الأصل، ولكن هذه الشركة تتعامل بالربا إقراضا واقتراضا، مثل العمل في تجارة أو صناعة أو زراعة، لكن مع التعامل ببعض المعاملات المحرمة، مثل أن تكون لها أرصدة في البنوك بفوائد ربوية، وهذا هو حال معظم الشركات الموجودة الآن وهو يسمى بالشركات المختلطة.²

وقد اختلف العلماء المعاصرون في حكم التعامل بأسهم هذه الشركات وثار جدل كبير حول هذه المسألة على قولين³:

تحرير محل الخلاف :

لا خلاف بين العلماء المعاصرين في تحريم المساهمة أو التجارة في أسهم شركات غرضها الأساسي محرم، كإنتاج الخمور ونحوه، وكذا أسهم الشركات التي يغلب عليها المتاجرة بالأنشطة المحرمة.

ولا خلاف بين العلماء في جواز الاستثمار أو المتاجرة في أسهم شركات ذات أنشطة مباحة ولا تتعامل بالحرام مطلقا.

ولا خلاف بين العلماء في أن من يباشر إجراء العقود المحرمة بالشركة- كأعضاء مجلس الإدارة الراضون بذلك - أن عملهم محرم، وإنما الخلاف في حكم المساهمة في الشركات المختلطة التي يكون أصل تعاملها مباحا لكنها تتعامل تعاملات محرمة من الإقراض والاقتراض بالربا وغيره⁴.

سبب الخلاف في هذه المسألة :

يعود سبب الخلاف في هذه المسألة إلى اختلاف النظر والرؤية، فمن نظر إلى الغرض الأساسي لهذه الشركات، والأنشطة الأصلية الغالبة فيها وإلى عموم البلوى، والحاجة، وإلى قاعدة الكثرة والغلبة والأصالة والتبعية، أباح المساهمة والتعامل في أسهمها، ومن نظر إلى وجود العنصر المحرم في أنشطة هذه الشركات ولو كان يسيراً، وأن

¹ - علي محيي الدين القره داغي، المرجع السابق، ص: 158 شعبان محمد إسلام البرواري، المرجع السابق، ص: 113

² - سعد بن تركي الخثلان، المرجع السابق، ص: 49. علي محيي الدين القره داغي، المرجع السابق، ص: 165

³ - شعبان محمد إسلام البرواري، المرجع سابق، ص: 113.

⁴ - سعد بن تركي الخثلان، الأسهم الجائزة والمحظورة مرجع سابق، ص: 19



الحلال يتبع الحرام، وإن المانع مقدم على السبب حرم المساهمة في هذا النوع من الشركات¹.

. أقوال العلماء في المسألة :

اختلف العلماء المعاصرون في هذه المسألة على قولين²:

القول الأول : جواز التعامل والمساهمة والمتاجرة في أسهم هذا النوع من الشركات ولكن بشروط وضوابط شرعية بناء على القواعد الفقهية ونصوص الفقهاء المبنية على عموم الشريعة ومبادئها في اليسر ورفع الحرج، مع وجوب التخلص من الكسب الحرام ومن أبرز من ذهب إلى هذا القول هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، والهيئة الشرعية لمصرف الراجحي وعدد من العلماء المعاصرين منهم الشيخ أبو زهرة، و الشيخ محمد شلتوت، الشيخ محمد بن صالح العثيمين -رحمه الله والدكتور علي محيي الدين القره داغي وغيرهم³.

وقد استدل أصحاب هذا القول بما يأتي :

أ-اختلاط جزء محرم لا يجعل مجموع المال حراما وللعلماء قاعدة في هذا المعنى وهي أن : اختلاط جزء المحرم بالكثير المباح لا يجعل مجموع المال حراما " وقاعدة أخرى هي أن " للأكثر حكم الكل " وقد ذكر العلماء تطبيقات متعددة لهاتين القاعدتين ومن ذلك : ما جاء في مجموع الفتاوى أن : "الحرام إذا اختلط بالحلال فهذا نوعان: أحدهما أن يكون محرماً لعينه كالميتة، فإذا اشتبه المذكي بالميتة حُرماً جميعاً. الثاني: ما حرم لكونه غصباً أو المقبوض بعقود محرمة كالربا والميسر فهذا إذا اشتبه واختلط بغيره لم يحرم الجميع، بل يميز قدر هذا فيصرف هذا إلى مستحقه وهذا إلى مستحقه"⁴ جاء في البدائع أن : "كل شيء أفسده الحرام والغالب عليه الحلال فلا بأس ببيعه

¹ - شعبان محمد إسلام البرواري، المرجع السابق، ص: 117، سعد بن تركي الخثلان، الأسهم الجائزة والمخطورة، مرجع سابق، ص: 19

² علي محي الدين القره داغي، مرجع سابق، ص 57. شعبان محمد إسلام البرواري، المرجع السابق، ص: 113، سعد بن تركي الخثلان، الأسهم الجائزة والمخطورة، مرجع سابق، ص: 20

³ - شبيب محمد عثمان، المدخل الى فقه المعاملات المالية، دار النفائس، الأردن، ط2، 1418 هـ، 1998 م، ص 203. سعد بن تركي الخثلان، الأسهم الجائزة والمخطورة، مرجع سابق، ص: 20، الهيئة الشرعية بمصرف الراجحي، قرارات الهيئة الشرعية بمصرف الراجحي، دار كنوز إشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض، ط1، 1431هـ/2010م، ج1، ص105، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، دار الميمان للنشر والتوزيع، الرياض، د، ت، ص568

⁴ - تقي الدين أبو العباس أحمد بن عبد الحليم بن تيمية، مجموع الفتاوى، جمع وترتيب عبد الرحمان بن محمد بن قاسم وابنه محمد جء 29، ص: 320، 321.



وقال ابن نجيم² : " إذا غلب على ظنه أن أكثر بيعات أهل السوق، لا تخلو عن الفساد فإن كان الغالب هو الحرام تنزه عن شرائه، ولكن مع هذا لو اشتراه يطيب له"³.

قال العز بن عبد السلام⁴ : " وإن غلب الحلال بأن اختلط درهم حرام بألف درهم حلال جازت المعاملة"⁵. وبالتالي فإن جزءاً يسيراً من أسهم هذا النوع من الشركات هو الحرام والباقي منها وهو الكثير مباح فيكون الحكم للأكثر وهو المباح. ويرد على هذا بأن تنزيل ما ذكره الفقهاء في مسألة اختلاط الحرام بالحلال على أسهم الشركات المختلطة غير صحيح؛ لأن كلام الفقهاء إنما يُقصد به صحة معاملة من اختلط ماله بالحرام القليل المحرم لكسبه لا لعينه، و فرق بين من يشتري سهماً في شركة فيصبح شريكاً فيها، وبين من يتعامل مع من اختلط ماله الحلال بالحرام⁶.

ب- حاجة الناس إلى هذا النوع من التعامل⁷، فقد عمت به البلوى، والقول بمنع هذا النوع من الشركات يوقع الأمة في الحرج والمشقة وليس ذلك من مقاصد الشريعة، و"الشريعة جميعها مبنية على أن المفسدة المقتضية للتحريم إذا عارضتها حاجة راجحة أبيض المحرم"⁸، و يقول العز ابن عبد السلام: "لو عم الحرام الأرض بحيث لا يوجد فيها

1 - علاء الدين بن أبي بكر مسعود الكاساني، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، دار الكتب، بيروت، ج 5، ص 144.
2 - هو زين الدين بن إبراهيم بن محمد الشهير بابن نجيم، من أهل مصر فقيه وأصولي حنفي، عالماً محققاً ومكثراً من التصنيف. أخذ العلم عن شرف الدين البلقيني وشهاب الدين الشلي وغيرهما. وأجيز بالإفتاء والتدريس، توفي -رحمه الله- سنة 970 هـ. من أشهر مصنفاته: "البحر الرائق في شرح كنز الدقائق" و"الأشباه والنظائر". تنظر ترجمته في: ابن العماد عبد الحي بن أحمد بن، أبو الفلاح: شذرات الذهب، ط د، ت، دار الكتب العلمية، بيروت، ج 8، ص: 355.

3 - ابن نجيم الحنفي، الأشباه والنظائر، دار الكتب العلمية، بيروت، 1400 هـ، ج 1، ص: 97.
4 - هو عبد العزيز بن عبد السلام أبو القاسم بن الحسن الشلمي من فقهاء الشافعية الكبار، لقب بسلطان العلماء ولد بدمشق سنة 577 هـ، وتولى التدريس والخطابة بالجامع الأموي. فتولى القضاء والخطابة، توفي -رحمه الله- سنة 660 هـ، أكثر من التصانيف المتميزة القيمة منها: "قواعد الأحكام في مصالح الأنام" والتفسير الكبير و"الفتاوى". تنظر ترجمته في: تاج الدين عبد الوهاب بن علي بن عبد الكافي السبكي، طبقات الشافعية الكبرى، تحقيق: عبد الفتاح محمد الحلو، محمود محمد الطناحي، ط 2،

1413 هـ 1992 م، هجر للطباعة والنشر والتوزيع، ج 8، ص: 209.

5 - العز بن عبد السلام، قواعد الأحكام في مصالح الأنام مكتبة ابن تيمية، القاهرة، ط 2، 1412 هـ، ج 1، ص: 84.

6 - سعد بن تركي الخثلان، الأسهم الجائزة والمحظورة، المرجع السابق، ص: 26

7 - الهيئة الشرعية لمصرف الراجحي، المرجع السابق، ج 1، ص: 108

8 - ابن تيمية، المصدر السابق، ج 29، ص 49



حلال جاز أن يستعمل من ذلك ما تدعو إليه الحاجة، ولا يقف تحليل ذلك على الضرورات لأنه لو وقف عليها لأدى إلى ضعف العباد واستيلاء أهل الكفر والعناد على بلاد الإسلام، ولا انقطع الناس عن الحرف والصنائع والأسباب التي تقوم بمصالح الأنام"¹.

ويرد على هذا بأن هذا بأن هذه القاعدة مختلف فيها، ولو سلمنا صحتها فإنه لا توجد حاجة عامة إلى المساهمة في هذا النوع من الشركات أصلاً، ولا يلحق الأفراد الحرج والمشقة من عدم شراء أسهم هذه الشركات إذ لم تتعين طريقاً للكسب فتوجد طرقاً أخرى للكسب أفضل منها وتغني عنها.²

ج-قاعدة "يجوز تبعاً ما لا يجوز استقلالاً" فهذه الشركات وإن كانت فيها نسبة بسيطة من الحرام، لكنها جاءت تبعاً، وليست أصلاً مقصوداً بالتملك والتصرف، وما دامت أغراض الشركة مباحة فإن نشاطها غير محرم؛ وبالتالي فالحرام تبعية وليس هو الغالب حتى تحرم من أجله الشركة.³

ويرد على هذا بأن هذه القاعدة لا تنطبق على هذه المسألة؛ لأن المساهم في هذه الشركات يُعتبر شريكاً في جميع أعمالها ومنها الربا والربا قليلاً وكثيره حرام.⁴

د-جواز معاملة غير المسلم مع وجود الشبهة في ماله إذ لا يؤمن تعامله بالربا وغير ذلك من المعاملات غير المشروعة.⁵

. القول الثاني : تحريم المساهمة في هذا النوع في هذا النوع من الشركات مطلقاً سواء كان ذلك عن طريق الاكتتاب بها أو البيع أو الشراء أو المتاجرة (المضاربة) أو الاستثمار ومن أبرز من ذهب إلى هذا مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي، و الهيئة الشرعية لبيت التمويل الكويتي، وأكثر العلماء المعاصرين مثل الدكتور علي السالوس، والشيخ الشيباني، دكتور صالح المرزوقي وغيرهم.⁶
وقد استدلل أصحاب هذا القول بالآتي:

¹ -العز بن عبد السلام، المصدر السابق، ج2، ص188

² -سعد بن تركي الخثلان، الأسهم الجائزة والمحظورة، المرجع السابق، ص: 29

³ -شعبان محمد إسلام البرواري، المرجع السابق، ص: 115

⁴ -سعد بن تركي الخثلان، الأسهم الجائزة والمحظورة، مرجع سابق، ص: 28

⁵ -شعبان محمد إسلام البرواري، المرجع السابق، ص: 115، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، : من الدورة الأولى في عام (1406هـ) - إلى الدورة الثامنة عشرة في عام (1428هـ) إعداد: جميل أبوسارة، ص:96، ص:329

⁶ -سعد بن تركي الخثلان، الأسهم الجائزة والمحظورة، مرجع سابق، ص: 20



أ- عموم الأدلة الدالة على تحريم الربا، ومنها قوله تعالى : ﴿يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا بِتَقْوَى اللَّهِ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ﴾¹ ، وقوله تعالى: ﴿وَاحْلَ اللَّهُ النَّبِيعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا﴾² وعن جابر رضي الله عنه قال ((لعن رسول الله صلى الله عليه وسلم آكل الربا، ومؤكله، وكاتبه، وشاهديه، وقال: هم سواء))³ ووجه الدلالة في هذه : أنها عامة في التحريم فتشمل الربا قليله وكثيره، فكلمة : (الربا) في الآيتين معرفة ب (أل) التي تفيد استغراق الجنس فتعم، وكلمة : (كل) في حديث جابر من صيغ العموم، (و آكل الربا وموكله) نكرتان مضافتان إلى معرفة، والربا في الحديث الأخير معرف ب (أل) فيشمل الربا كله قليله وكثيره⁴ . ويرد على هذا بأن المستثمر لا يأخذ الربا؛ لأنه يجب عليه فوراً التخلص من مقدار الكسب المحرم و صرفه في وجوده الخير.

وأجيب بأنه وإن لم يأكل الربا فهو يؤكله فيدخل في لعن الرسول صلى الله عليه وسلم⁵ ب-المساهم في شركات تتعامل بالربا مرابٍ في حقيقة الأمر؛ لأن يد الشركة على المال هي نفسها يد المساهم فأبي عمل تقوم به الشركة فهو منسوب للمساهمين. وبالتالي يحرم على المسلم المشاركة في شركات تتعامل بالحرام. فالشريك يده نفس يد الآخر بحيث أي عمل يعمل به الآخر بالشركة فهو عمله هو لا فرق بينهما⁶ جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي "و لأن شراء أسهم الشركات التي تتعامل بالربا مع علم المشتري بذلك، يعني اشتراك المشتري نفسه في التعامل بالربا؛ لأن السهم يمثل جزءاً شائعاً من رأس مال الشركة، والمساهم يملك حصة شائعة في موجودات الشركة، فكل مال تقرضه الشركة بفائدة أو تقرضه بفائدة فللمساهم نصيب منه، لأن الذين يُباشرون الإقراض والاقتراض بالفائدة يقومون بهذا العمل نيابة عنه والتوكيل بعمل المحرم لا يجوز"⁷ ج-دلت النصوص الشرعية على أن ما نهى الله عنه يجب اجتنابه بالكلية، وما أمر به يفعل منه قدر المستطاع،

¹ - سورة البقرة، الآية: 278.

² - سورة البقرة، الآية: 275.

³ -مسلم، في صحيحه، كتاب: المساقاة، باب: باب لعن آكل الربا ومؤكله، برقم: 1598، ج3، ص1219

⁴ -سعد بن تركي الخثلان، الأسهم الجائزة والمحظورة، مرجع سابق، ص: 21

⁵ -المرجعين نفسهما

⁶ -عبد الله بن الشيخ بن بيه، مقاصد المعاملات ومراصد الوقعات، دار الموطأ للنشر، أبو ظبي الإمارات. ط4، 2017م،

ص:190

⁷ - قرارات مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي، مرجع سابق، ص:329



قال صلى الله عليه وسلم: ((فإذا نهيتمكم عن شيء فاجتنبوه، وإذا أمرتكم بأمر فأتوا منه ما استطعتم))¹، فكل شيء نهي الله عنه يجب اجتنابه لا سيما الربا، و مقتضى دلالة هذا الحديث عدم جواز المساهمة في هذا النوع من الشركات²

د- كره العلماء مشاركة اليهودي والنصراني، ومن لا يحتز من الشبهة، و بعضهم حرم ذلك، و هذا إذا لم يكن يعلم أنه يستثمر في الحرام وإلا فالتحريم متعين، جاء في المدونة "قلت: أتصلح شركة النصراني المسلم، واليهودي المسلم في قول مالك؟ قال: قال: لا، إلا أن يكون لا يغيب النصراني واليهودي على شيء، في شراء ولا بيع ولا قبض ولا صرف ولا تقاضي دين إلا بحضرة المسلم معه. فإن كان يفعل هذا الذي وصفت لك وإلا فلا"³

فهذا النص يُوضح أنه لا يجوز عند الإمام مالك أن يشارك المسلم الكتابي إذا كان الكتابي ينفرد بالمال خشية الوقوع في الحرام، و هذا الحكم ينطبق على شراء المسلم أسهم الشركات التي يديرها غير المسلمين؛ لأن الشأن فيها التعامل بالربا وينطبق من باب أولى على الشركات التي يديرها مسلمون يتعاملون فعلاً بالربا⁴

القول الراجح :

بعد ذكر آراء المجيزين والمانعين للتعامل بأسهم الشركات التي أسست لأغراض مشروعة ولكن تتعامل أحياناً بالحرام، يتبين أن المانعين نظروا إلى المسألة من ناحية المعاملة نفسها والنصوص الصريحة في تحريمها ورأيهم هو الراجح، وأما المجيزين فقالوا بجرمة تلك المعاملات مع جواز التعامل بأسهم تلك الشركات، كالتعامل مع غير المسلم مع العلم أن أصوله المالية ليست كلها حلالاً. خاصة أن المجيزين قيدوا ذلك الجواز بشروط ولم يطلقوه وهذا لا يعني عدم الحاجة إلى البدائل الشرعية، والسعي لإيجادها، فإن هذا الجواز لا يتعدى الضرورة، وإباحة المحظور للضرورة لا تعني إباحته مطلقاً⁵.

¹ - البخاري، في صحيحه، كتاب: الاعتصام بالكتاب والسنة، باب: باب الاقتداء بسنن رسول الله صلى الله عليه وسلم، برقم: 7288، ج9، ص94

² - سعد بن تركي الخثلان، الأسهم الجائزة والمحظورة، المرجع السابق، ص: 23

³ - مالك بن أنس بن مالك بن عامر الأصبحي المدني، المدونة، دار الكتب العلمية، بيروت، ط1، 1415هـ - 1994م، ج3، ص617

⁴ - سعد بن تركي الخثلان، الأسهم الجائزة والمحظورة، المرجع السابق، ص: 24

⁵ - شعبان محمد إسلام البرواري، المرجع السابق، ص: 117



المبحث الثالث : حصص التأسيس

من الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة هي حصص التأسيس لذلك سنقوم في هذا المبحث بالتعرف على معنى حصص التأسيس وأهم خصائصها، والتكيف القانوني والفقهي لها.

المطلب الأول : مفهوم حصص التأسيس وخصائصها

أولاً . مفهوم حصص التأسيس

حصص التأسيس : هي صكوك قابلة للتداول بطرق تجارية تصدرها شركات المساهمة، وتمنح أصحابها نصيباً من أرباح الشركة مقابل ما قدموه من خدمات أثناء التأسيس¹.

وتمت بحصص التأسيس، لأنها تقرر في بدء الشركة للمؤسسين مكافأة على ما بذلوه من جهد في سبيل تأسيس الشركة، وهذا كان معمولاً به أول ما عرفت هذه الحصص، ولكن أعطت حصص التأسيس بعد ذلك لغير المؤسسين وفي غير وقت تأسيس الشركة².

وقد ظهرت حصص التأسيس لأول مرة سنة 1858، بمناسبة تأسيس شركة قناة السويس كوسيلة لشراء ذمم بعض رجال السياسة الأوربيين وحملهم على الدفاع عن مشروع حفر قناة السويس في مواجهة معارضيها، لاسيما في إنجلترا وأيضاً الباب العالي، وقد كشفت التجربة على أن المؤسسين اتخذوا حصص التأسيس ذريعة للحصول على جانب كبير من الأرباح لا يتناسب وما أدوه من خدمات للشركة³.

ثانياً - خصائص حصص التأسيس⁴

تتمتع حصص التأسيس بخصائص عديدة أهمها :

1 . أنها ليست جزءاً من رأس مال الشركة، حيث لم يقدم صاحبها أي حصة نقدية أو عينية، ويمكن أن تدخل في ضمان رأس المال، وليس لهم أي حق في موجودات الشركة، ولا يتحملون مخاطر المشروع.

¹ - أحمد محمد محمود ناصر، الاستثمار بالمشاركة في البنوك الإسلامية، د ط، ص: 95.

² - عبد الله بن سليمان الجريش، تداول الأسهم في السوق المالية، دراسة تأصيلية مقارنة، مكتبة القانون والاقتصاد الرياض، ط 1، ص: 105.

³ - سمير عبد الحميد رضوان، المرجع السابق، ص: 305.

⁴ - ديبان بن محمد الديبان، المعاملات المالية أصالة والمعاصرة، كتبة الملك فهد الوطنية، الرياض، مملكة العربية السعودية، ط 2، 1432هـ، ج 13، ص: 432.



2. لا يملك أصحابها حق التدخل في الشركة، ولا حضور الجمعيات العامة والتصويت فيها
3. كونها قابلة للتداول وفقا لتداول أسهم الشركة العادية.
4. كونها قابلة للإلغاء من قبل الشركة، بشروط محددة، كأن يمضي ثلث مدة الشركة على الأكثر ابتداء من تاريخ إنشائها مقابل تعويض عادل لأصحابها.
5. كونها قابلة للتجزئة.
6. كما أنها ليس لها أي قيمة اسمية، وإنما لها نصيب في الأرباح فقط.

المطلب الثاني - التكييف القانوني لحصص التأسيس.

لقد أثار حصة التأسيس جدلا في أوساط القانونيين، ويرجع الاختلاف حول طبيعة ومركز صاحب هذه الحصص، إذ يرى البعض أنه مساهم من نوع خاص. بينما يرى البعض أنه دائن للشركة بنصيب من الربح، أو له حق ذو طبيعة خاصة، ينفرد بها دون سائر الحقوق المترتبة على الصكوك التي تصدرها شركة المساهمة¹.

التأسيس بمثابة دائن بحق أو دائن احتمالي أو إن له فرصة في الحصول على نصيب من الربح².

بينما يرى مصطفى كمال محمد، أن صاحب حصة التأسيس شريك في الشركة، وذلك بمشاركته في جزء من الأرباح، وإن لم يشترك في رأس المال، ولم يتدخل في إدارة الشركة فإن الموصي مثلا شريك في الشركة (شركة التوصية) وليس له الحق في التدخل في إدارة الشركة³.

وفندت سميحة القيلوبي، رأي مصطفى الذي قاس الشريك الموصي بصاحب حصة التأسيس، و قالت بعدم حصة القياس، وإن الشريك الموصي وإن كان ممنوعا من التدخل في الإدارة الخارجية، إلا أنه له الحق في الإدارة الداخلية ولا يملك أحد حرمانه منها⁴.

أما من ناحية الإصدار، فبعد أن أصدرت شركة قناة السويس البحرية لأول مرة حصص التأسيس

¹ - رضوان أبوزيد، شركات المساهمة في التشريع المصري والقطاع العام، دار الفكر العربي، مصر 1983 م، ص: 142. شعبان

اسلام محمد البرواري، المرجع السابق، ص: 123.

² - رضوان أبوزيد، المرجع السابق، ص: 142.

³ - سمير عبد الحميد، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، ط1، 1996 م، ص 307.

⁴ - القيلوبي سميحة، الشركات التجارية، دار النهضة، القاهرة ط3، 1993 م، جزء 2، 316، 317.



لمؤسسيها بنسبة من الربح وتشجيع ذوي النفوذ للإقدام على المساعدة في تأسيس هذه الشركات 1. ونتيجة لطبيعة الأهداف التي تسعى من ورائها حصص التأسيس وما أدت إليه من نتائج بالغة السوء، وقفت كثير من التشريعات ضدها، فمنعها المشروع الفرنسي في قانون الشركات الصادر 1966، كما حظرها المشروع اللبناني والسوري، وأقرها المشروع المصري والسعودي بشروط، وأن تحريم بعض القوانين حصص التأسيس ليس ناتجا عن الشعور الديني وإنما عما لمسوه فيها من مخالفتها لمقتضى العدالة والمصلحة الاقتصادية²

المطلب الثالث - التكييف الفقهي لحصص التأسيس.

صاحب حصة التأسيس ليس شريكا في الشركة لأنه ليس مساهم في رأس المال سواء بتقديم حصة نقدية أو عينية ولا عملا مستمرا، فلا ينطبق عليها عقد الشركة³، فلا يجوز إصدار وتداول حصص التأسيس كحصص شركاء في الشركة.

وصاحب حصة التأسيس ليس بدائن للشركة، فلا ينطبق عليه عقد القرض فلا يحق له أن يحصل على القيمة الاستردادية عند تصفية الشركة.

وبما أن الخدمة التي قدمها المؤسس ليست محددة، وكذلك الحصة التي تدفع له ليست معلومة، فلا ينطبق على حصص التأسيس عقد البيع لجهالة الثمن والمثمن معا.

وقد ذهب علي حسن يونس إلى أن أصحاب حصص التأسيس شبيه بالبائع الذي ارتضى أن يكون ثمن البيع حقا احتماليا غير محدد المقدار، و المبيع حقا معنويا وهذا النوع من البيع غير جائز شرعا، لا لكونه حقا معنويا⁴، وإنما لجهالة الثمن الذي هو شرط من شروط صحة البيع.

وبناء على ما سبق، فلا يجوز إصدار حصص التأسيس وتداولها بالبيع ونحوه، ولا أن يُعطى أصحابها حقا في أرباح الشركة، ولا الفوائد في موجوداتها.

ولكن لا بد من عدم حرمان المؤسسين، والذين قدموا خدمات من أجل نجاح الشركة وحتى لا تضيق حقوقهم يمكن أن تقوم براءة الاختراع أو حق الامتياز التي قدمت للشركة عند التأسيس بقيمة نقدية، وتعطى لهم مقابل ما قدموه للشركة أو تحويل قيمة هذه الحصص بمكافأة بعد تحديد قيمتها إلى أسهم عادية تتساوى معها في

¹ - رضوان أبو زيد، المرجع السابق، ص: 142، 143.

² - شعبان إسلام محمد البرواري، مرجع سابق، ص: 123.

³ - صالح بن زين المرزوقي البقمي، المرجع السابق، ص: 381.

⁴ - المرجع نفسه، ص: 238.



جميع الحقوق والامتيازات¹.

وذهب إلى اختيار هذين البديلين كل من عبد العزيز الخياط وصالح البقمي والدكتور، علي القره داغي وسمير رضوان².

¹ - المرجع نفسه، صالح بن زين المرزوقي البقمي، المرجع السابق، ص: 384، 385.

² - المرجع نفسه، ص: 385، عبد العزيز الخياط، المرجع السابق، ج2، ص: 23 علي محيي الدين القره داغي، المرجع السابق، ص: 200.



الخلاصة :

بعد تطرقنا إلى ثنایات هذا الفصل نستخلص منه أن رأس مال الشركة ينقسم إلى أسهم، وتمثل هذه الأسهم مقابل المساهمات العينية أو النقدية، المقدمة للشركة، وعند إنشاء شركة ما يُدعى الأشخاص المساهمون في تكوين رأسمالها المساهمون المؤسسون، حيث إن هذه الأسهم يمكن تداولها، أي: يمكن بيعها في الأسواق وحيازتها من قبل أشخاص آخرين لم يشاركوا في إنشائها، ولذلك فإن السهم هو سند ملكية يمثل جزءا من رأس مال الشركة، هذا بصفة عامة أما في الفقه الإسلامي أو البورصة الإسلامية فإن إصدار أو بيع أو تداول الأسهم يجب أن يخضع لأحكام الشريعة التي تحرم لاسيما الفوائد الزائدة باعتبارها ربا، وتحدد وتضبط الأمور الشرعية في كيفية تداولها أو حيازتها، وعليه فإن البورصة الإسلامية تحدد معالم تداول الأسهم فيها بطريقة شرعية تبتعد عن المعاملات غير المرغوب فيها.

الفصل الثالث:

تداول السندات في البورصة الإسلامية

المبحث الأول: خصائص السندات وأنواعها

المبحث الثاني: إصدار وتداول السندات

المبحث الثالث: البدائل الشرعية للسندات



رأينا فيما سبق أن السوق المالية أو البورصة تركز على الأسهم والسندات، و قد تطرقنا في الفصل الثاني إلى الأسهم من حيث أقسامها وحكم تداولها في الفقه الإسلامي، وسنخصص هذا الفصل للكلام عن تداول السندات في البورصة الإسلامية مبينين أنواع السندات و خصائصها ثم موقف الفقه الإسلامي منها من حيث الإصدار والتداول؛ و لذا سيشتمل هذا الفصل على المباحث الآتية:

المبحث الأول: خصائص السندات وأنواعها

المبحث الثاني: إصدار وتداول السندات

المبحث الثالث: البدائل الشرعية للسندات



المبحث الأول - خصائص الأسهم وأنواعها

المطلب الأول - خصائص ومميزات السندات

للسندات خصائص تميزها عن باقي الأوراق المالية من أهمها مايلي¹ :

- تمثل السندات ديونا في ذمة الجهة المصدرة لها (حكومة . شركة . مؤسسة)، وحاملها يكون دائما لتلك الجهة.

- السندات قابلة للتداول كالأسهم، بطريقة القيد أو التسليم.

- السندات صكوك متساوية القيمة، وتصدر بالقيمة الاسمية، ولا تقبل التجزئة في مواجهة الشركة المصدرة لها، ولحاملها حق استيفاء قيمتها من الجهة المصدرة قبل حاملة الأسهم.

- للسندات أجل لاستيفاء قيمتها، وهذا الأجل قد يكون قصيرا أو متوسطا أو طويلا.

- يعطي السند لحامله حقين أساسيين : حق الحصول على فائدة ثابتة، وحق استرداد قيمة سنده في أجل الأستحقاق .

كما نجد من أهم مميزات السند² :

- معدل الفائدة الاسمية أو الكوبون : هو المكافأة أو التعويض الذي يعطيه مصدر السهم إلى حامله، ويتم تحديد هذه النسبة بعد إصدار السهم ويمكن أن تتراوح على فترات من الوقت، أو يمكن أن تكون ثابتة ثباتا مطلقا، كما يستخدم أيضا تحديد مبلغ الكوبون الذي يتم رده على أقساط منتظمة، ويطلق عليه النسبة المثغوية للقيمة الحقيقية.

- موعد الاستحقاق : هو الموعد الذي ينتهي بمقتضاه العقد الذي يربط مصدر السهم وحامله، وهذا هو التاريخ الذي يتم فيه رد المبلغ الأصلي إلى حامل السند.

¹ نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، كلية التجارة قسم إدارة الأعمال الجامعة الإسلامية، غزة، 1428هـ، 2007م، ص56.

² حريري رابع، المرجع السابق، ص: 98-99.



المطلب الثاني - أنواع السندات

يمكن تقسيم السندات إلى أنواع مختلفة وذلك استناداً إلى مجموعة من الاعتبارات هي :

أولاً- حسب الجهة المصدرة :

1- السندات الحكومية¹ :

وهي صكوك متساوية القيمة تمثل ديناً مضموناً في ذمه الحكومة، ولها عائد غالباً ما يكون ثابتاً ولها آجال محددة ومعلومة ويتم طرحها للاكتتاب العام وتداولها بالطرق التجارية وتصدر الحكومة السندات عن طريق الاكتتاب المباشر العام، أو طرحها في البورصة بصورة تدريجية، أو الاستعانة بالمصارف لبيعها، وتتميز هذه السندات بخلوها من المخاطر، وتمتعها بدرجة عالية من السيولة، وإعفائها من الضرائب².

2- السندات الأهلية (سندات القطاع الخاص)³ :

وهي التي تصدر عن المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص، أو الشركات التجارية والصناعية والخدمية، وذلك لتمويل مشاريعها، وأهم ما يميز تلك السندات عن السندات الحكومية هي أنها بمعدلات فائدة أعلى، ولكن في مقابل أكثر مخاطرة من مثلتها الحكومية، وتنقسم هذه السندات إلى عدة أقسام حسب اعتبارات مختلفة نذكر منها ما يأتي :

أ. وفقاً لقيمة الاستحقاق : تنقسم السندات الأهلية وفقاً لقيمة الاستحقاق إلى قسمين :

- سندات ذات قيمة استحقاق ثابتة (سندات عادية) : وهي سندات ذات قيمة واحدة، تُعطى عليها فوائد ثابتة، فضلاً عن قيمتها عند نهاية مدة القرض.

- سندات ذات قيمة استحقاق بعلاوة إصدار : وهي سندات تصدر بقيمة اسمية معينة تكون أعلى من القيمة النقدية عند الاكتتاب، ويكون الفرق بين القيمتين علاوة الإصدار.

وفقاً لوجود الضمانات : تنقسم السندات الأهلية وفقاً لحق الاسترداد إلى قسمين : -

- سندات مضمونة : وهي سندات عادية تصدر بقيمة اسمية، تدفع عند الاكتتاب، وتحسب الفوائد على

¹ - سمير عبد الحميد رضوان، المرجع السابق، ص: 293.

² - شعبان إسلام البراوي، المرجع السابق، ص: 132.

³ - نبيل طه سمور، المرجع السابق، ص: 58، 59.



أساسها، إلا أنها مصحوبة بضمان شخصي مثل كفالة الحكومة أو إحدى البنوك، أو بضمان عين مرهونة بأصل ثابت كالأرض أو العقار.

-سندات غير مضمونة : وهي سندات عادية غير مصحوبة بضمان بأصول ثابتة معينة، وعائدها عادة أعلى من السندات المضمونة.

3. وفقا لحق الاسترداد : تنقسم السندات الأهلية وفقا لحق الاسترداد إلى قسمين :

أ . سندات النصيب : وهي سندات تصدر بقيمة اسمية، وتحدد الشركة لحاملها فائدة بتاريخ استحقاق معين، ولا تسترد قيمة هذه السندات عند الخسارة.

ب . سندات النصيب بدون فائدة : وهي السندات التي يسترد حاملها رأس ماله في حال الخسارة بخلاف سندات النصيب (ذات فائدة).

4. وفقا لقابلية التحويل : وتنقسم السندات الأهلية وفقا لقابلية التحويل إلى قسمين :

أ . السندات القابلة للتحويل : وهي سندات تعطي لحاملها الحق في طلب تحويلها إلى أسهم أو سندات أو كليهما.

ب . سندات غير قابلة للتحويل : وهي السندات التي تعطي صاحبها حق التحويل إلى أسهم أو سندات.

ثانيا-حسب آجال الاستحقاق¹ : تنقسم السندات حسب طول أجلها إلى.

1 - سندات قصيرة الأجل : وهي السندات التي لا يتجاوز أجلها عاما واحدا، ويعتبر هذا النوع من السندات أداة تمويل قصيرة الأجل بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطرة المرافقة لها، لذا تصدر بمعدلات فائدة منخفضة نسبيا.

2- سندات طويلة الأجل : وهي السندات التي يزيد أجلها عن سنة لذا تتداول في سوق رأس المال، وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك السندات قصيرة الأجل أو متوسطة الأجل ومن الأمثلة عليها السندات العقارية.

¹ صلاح الدين شريط، المرجع السابق، ص: 127.



ثالثا-حسب الشكل¹:

1-سندات اسمية : وهي السندات التي تحمل اسم صاحبها، وتنتقل بطريق التسجيل.

2. سندات لحاملها : وهي السندات التي لا تحمل اسم صاحبها، ويعتبر الحائز عليها مالكا لها.

رابعا-حسب قابليتها للإطفاء من عدمه²:

1- سندات قابلة للإطفاء : وهي السندات التي لا تستطيع الشركة سداد قيمة القرض قبل حلول أجله.

2-سندات غير قابلة للإطفاء : وهي سندات تملك فيه الجهة المصدرة للسند فرصة سداد القرض قبل نهاية المدة. ويكون الإقبال عليه متدنيا، لأن الشركة ربما تطفيه في وقت ارتفاع سعره، وهي تستدعيه بالقيمة الاسمية حسب شرط الاستدعاء، أو ربما تستدعيه الشركة حين تكون أسعار الفائدة الثابة عليه أعلى من تلك السائدة في السوق.

¹ - الديبان، المرجع السابق، ص: 297.

² - المرجع نفسه، ص: 297.



المبحث الثاني : إصدار وتداول السندات وموقف الفقه الإسلامي منها

المطلب الأول: عملية الإصدار والتداول.

أولاً- إصدار السندات : تتم عملية إصدار السندات بواسطة الاكتتاب العام، وتكون عادة بواسطة البنوك أو الشركات التي تنشأ لهذا الغرض، وذلك عندما تحتاج الشركة إلى أموال جديدة لتوسيع أعمالها، أو لمواجهة صعوبات مالية، ولا تريد أن تزيد في أسهم الشركة فتلجأ إلى الاستدانة بقروض طويلة عن طريق إصدار السند. الذي هو عقد بين الجهة المصدرة والمستثمرة، وبمقتضى هذا العقد يقترض المستثمر الجهة المصدرة مبلغاً لمدة محددة وسعر فائدة معين¹.

وإذا رغبت الشركة في طرح سندات قرض للاكتتاب العام الموجه إلى الجمهور من قبل الجمعية العامة لها، تتم دعوة الجمهور للاكتتاب بنشرة يوقعها أعضاء مجلس الإدارة وتشتمل بصفة خاصة على البنات الآتية²:

1. قرار الجمعية العامة بإصدار السندات وتاريخ إشهار القرار.
2. عدد السندات التي تقرر إصدارها وقينتها.
3. تاريخ بدء الاكتتاب ونهايته.
4. ميعاد استحقاق السندات وشروط و ضمانات الوفاء.
5. قيمة السندات السابق إصدارها، و ضماناتها وقيمة ما لم يدفع منها وقت إصدار السندات الجديدة.
6. رأس مال الشركة والقدر المدفوع منه.

ثانياً- تداول السندات³:

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

¹ - شعبان محمد إسلام البراوي، المرجع السابق، ص: 139.

² - صالح بن زاین المرزوقي البقمي، المرجع السابق، ص: 389.

³ - مهداوي هند، المرجع السابق، ص: 72.



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

المطلب الثاني - موقف الفقه الإسلامي من إصدار وتداول السندات

تطرقنا فيما سبق إلى تعريف السندات وبيان أقسامها وخصائصها، كما بينا كيفية إصدارها وتداولها، وسنبين في الآتي موقف الفقه الإسلامي من إصدارها وتداولها فنتطرق في بداية الأمر إلى بيان التكييف الفقهي لها، ثم نعرض لموقف الفقه منها بإجمال وذلك وفق الآتي:

أولاً- التكييف الفقهي للسندات:

تمثل السندات في حقيقتها العرفية قرضاً وهي كذلك في القوانين الوضعية، كما ينطبق عليها معنى القرض في الحقيقة الشرعية؛ لأن القرض في الفقه هو دفع مال لآخر ليرد بدله، ومن حكم القرض أن المقرض يملك المال المقرض بقبضه وله أن يتصرف فيه كيف ما شاء جاء في البدائع "و أما حكم القرض فهو ثبوت الملك للمستقرض في المقرض للحال، وثبوت مثله في ذمة المستقرض للمقرض للحال"¹، وهذا كله مما يجري به العرف في الأموال المقرضة عن طريق السندات².

فالسند يمثل جزءاً من قرض وحامل السند في الحقيقة دائن للشركة التي أصدرته، وهذا يعني أن حامل السند لا حق له في المشاركة في إدارة الشركة، مما يؤكد أن السندات قروض؛ لذلك يحسن بنا قبل بيان الموقف الفقهي من السندات أن نعالج القرض ونقف خصوصاً عند اشتراط الزيادة في القرض ونبين حكمه؛ لأن السندات قروض بفائدة مشروطة، وتفصيل ذلك في الآتي:

1 - تعريف القرض:

القرض لغة هو القطع، ثم استعمل في معانٍ أخرى منها البلاء الحسن، وما يتجاوزى به الناس بينهم³ وفي الاصطلاح عرف بتعاريف متعددة ترجع في الجملة إلى أنه "دفع مال إرفاقاً لمن ينتفع به ويرد بدله"⁴ أو "دفع

¹ - الكاساني، بدائع الصنائع، المصدر السابق، ج7، ص396

² - مبارك بن سليمان، المرجع السابق، ج1، ص:211

³ - ابن منظور، المصدر السابق، ج7، ص:216

⁴ - البهوتي، المصدر السابق، ج3، ص:312



المال على جهة القرية لينتفع به آخذه، ثم يتخير في رد مثله أو عينه ما كان على صفته¹

2- حكم القرض:

القرض من العقود الجائزة والأصل فيه أنه مندوب في حق المقرض، ومباح في حق المقترض، لأن القرض منه معونة المقترض ودفع كربته² وقد دل على مشروعيته الكتاب والسنة والإجماع

فمن الكتاب قوله تعالى: ﴿يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِذَا تَدَايَنُتُمْ بِدِينٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُوبُوهُ﴾³

فآية دلت على إباحة الدين إذ أمرت بكتابته، و الأمر بالكتابة فرع الإباحة، و القرض دين فيدخل في عموم هذه الآية فيكون مباحاً⁴ ومن السنة ما رواه أبو هريرة رضي الله عنه، قال: (استقرض رسول الله صلى الله عليه وسلم سنا، فأعطى سنا فوقه، وقال: خياركم محاسنكم قضاء)⁵ وقد أجمع العلماء على جوازه في الجملة، جاء في الإقناع: " واتفقوا على أن القرض فعل خير، وأنه إلي أجل محدود أو حال في الذمة جائز"⁶ والحكمة من مشروعيته دفع حاجة الناس وتنفيس كربهم⁷ وبالتالي فالقرض جائز لا إشكال فيه، والسندات في حقيقتها كما سبق قرض، لكن الإشكال أن السندات فيها زيادة فهي قرض بفائدة، فما حكم هذه الفائدة في الفقه الإسلامي؟

ثانيا- حكم القرض الذي يجز نفعاً:

يشترط في القرض عند الفقهاء أن لا يشترط فيه منفعة سواء تمثلت في رد المقترض أكثر مما اقترضه أو أجود

¹ - جلال الدين عبد الله بن نجم بن شاس، عقد الجواهر الثمينة في مذهب عالم المدينة، وتحقيق: حميد بن محمد لحر، الناشر: دار

الغرب الإسلامي، بيروت، لبنان، ط1، 1423 هـ - 2003 م، ج2، ص:758

² - البهوتي، كشف القناع، ج3، ص:312

³ - البقر، الآية:283

⁴ - مبارك بن سليمان، المرجع السابق، ج1، ص:212

⁵ - مسلم، في صحيحه، كتاب:المساقاة، باب: من استسلف شيئاً ففرض خيراً منه، وخيركم أحسنكم قضاء، برقم: 1601،

ج3، ص:1225

⁶ - علي بن محمد، أبو الحسن ابن القطان الفاسي، الإقناع في مسائل الإجماع، تحقيق: حسن فوزي الصعيدي، الفاروق الحديثة

للطباعة والنشر، ط1، 1424 هـ - 2004 م، ج2، ص:196

⁷ - البهوتي، كشف القناع، ج3، ص:312



منه¹، فلا خلاف بين الفقهاء في أن اشتراط المنفعة في القرض محرم وأنه متى وقع ذلك فإنه يجعل العقد ربوياً² وقد استدلووا على ذلك بالآتي:

1 - من القرآن الكريم : قوله تعالى: ﴿وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا﴾³ والقرض بفائدة أو زيادة مشروطة ربا، فكل آية تنهي عن الربا فهي دليل على تحريم القرض⁴ جاء في مجموع الفتاوى- " لفظ الربا فإنه يتناول كل ما نهي عنه من ربا لنسأ و ربا الفضل؛ والقرض الذي يجر منفعة وغير ذلك فالنص متناول لهذا كله"⁵

التعامل بالسندات يشبه تماما ربا الجاهلية" ولم يكن تعاملهم بالربا إلا على الوجه الذي ذكرنا من قرض دراهم أو دنانير إلى أجل مع شرط الزيادة.⁶ فهذه السندات متطابقة تماما مع ربا الجاهلية⁷ وقوله تعالى: ﴿يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا بِتَقْوَى اللَّهِ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ﴾⁽²⁷⁸⁾ فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ وَإِن تُبْتِغُوا فَلَئِمَّ رُءُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَآتِظُمُونَ وَلَا تَظْلُمُونَ﴾⁸

فقد دلت الآية على أن حق الدائن في رأس المال الذي أقرضه ولا يجوز له إذا تاب إلا استرجاع أصل ماله وأن الزيادة عليه ظلم، وهذا دليل قوي على تحريم القرض بفائدة⁹

2- من السنة النبوية : وردت مجموعة من النصوص في تحريم اشتراط الزيادة في القرض منها: - ما روي عن النبي صلى الله عليه وسلم أنه قال: ((كل قرض جر منفعة فهو ربا))¹⁰

¹ - مبارك بن سليمان، المرجع السابق، ج1، ص:213، أحمد بن محمد الخليل، المرجع السابق، ص:293

² - يوسف بن عبد الله الشيبلي، الخدمات المصرفية لاستثمار أموال العملاء وأحكامها في الفقه الإسلامي، د، ط.1423هـ-2002م، جامعة محمد بن سعود، الرياض، ج1، ص:336

³ - البقرة، الآية:275

⁴ - الشيبلي، المرجع السابق، ج1، ص:337

⁵ - ابن تيمية، المصدر السابق، ج19، ص:284

⁶ - أحمد بن علي أبو بكر الرازي الجصاص الحنفي، أحكام القرآن، تحقيق: عبد السلام محمد علي شاهين، دار الكتب العلمية بيروت، ط1، 1415هـ-1994م، ج1، ص:564

⁷ - أحمد بن محمد الخليل، المرجع السابق، ص:294

⁸ - البقرة، الآيتين:278-279

⁹ - الشيبلي، المرجع السابق، ج1، ص:338

¹⁰ - رواه الحارث بن أبي أسامة (المتوفى: 282هـ) في مسنده من حديث علي مرفوعا، بغية الباحث عن زوائد مسند الحارث، ت:حسين أحمد صالح البكري، مركز خدمة السنة والسيرة النبوية، (المدينة المنورة)، ط 1.1413هـ-1992 كتاب: البيوع=



- عبد الله بن عمرو قال: قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: ((لا يجل سلف وبيع، ولا شرطان في بيع، ولا ربح ما لم تضمن، ولا بيع ما ليس عندك))¹ فقد دل هذا الحديث على منع الجمع بين البيع والسلف (القرض) " حرم النبي صلى الله عليه وسلم الجمع بين السلف والبيع؛ لأنه إذا أقرضه وباعه: حابه في البيع لأجل القرض وكذلك إذا آجره وباعه. " ² فيصير القرض جر منفعة وذلك ربا ³.

3- الإجماع:

أجمعت الأمة على تحريم القرض بفائدة " وقد أجمع المسلمون نقلا عن نبيهم صلى الله عليه وسلم إن اشتراط الزيادة في السلف ربا ولو كان قبضة من علف أو حبة كما قال ابن مسعود " ⁴.

4-المعقول: عقد القرض عقد إرفاق، وقرية، و الأصل فيه عدم الجواز، وقد جوز للحاجة فإذا اشترطت فيه الزيادة فقد خرج عن موضوعه⁵ وفي الفروق ما نصه:- " اعلم أن قاعدة القرض خولفت فيها ثلاث قواعد شرعية: قاعدة الربا إن كان في الربويات كالنقدين والطعام وقاعدة المزابنة، وهي بيع المعلوم بالمجهول من جنسه إن

=باب: في القرض يجر المنفعة برقم: 437 ج 1، ص 486، وأخرجه أحمد بن الحسين، أبو بكر البيهقي (المتوفى: 458هـ)، السنن الكبرى، عن فضالة بن عبيد موقوفا بلفظ: (كل قرض جر منفعة فهو وجه من وجوه الربا)، ت: محمد عبد القادر عطا، مكتبة دار الباز (مكة المكرمة). د، ط، 1414هـ 1994م كتاب: البيوع، باب: كل قرض جر منفعة فهو ربا، برقم: 10715، ج 5، ص: 263، لكن في إسناده سوار بن مصعب وهو متروك، الشوكاني: "في إسناده سوار بن مصعب، وهو متروك... ووهم إمام الحرمين والغزالي فقالا: إنه صح. ولا خبرة لهما بهذا الفن". ينظر: محمد بن علي بن محمد بن عبد الله الشوكاني، : نيل الأوطار، تحقيق: عصام الدين الصبابطي، دار الحديث، مصر، ط 1، 1413هـ - 1993م، ج 5 ص: 262، لكن معناه صحيح وقد تلقتة الأمة بالقبول، صديق حسن خان: الروضة الندية شرح الدرر البهية دار المعرفة، د، ط، د، ت، ج 2 ص: 99.

¹ - أبو داود سليمان بن الأشعث الأزدي (المتوفى: 275هـ)، سنن أبي داود، تحقيق: محمد محيي الدين عبد الحميد، مكتبة العصرية، صيدا - بيروت، دت، دط، ج 3، ص: 283، محمد بن عيسى الترمذي، (المتوفى: 279هـ)، السنن، تحقيق وتعليق: أحمد محمد شاكر، محمد فؤاد عبد الباقي، شركة مكتبة ومطبعة مصطفى البابي الحلبي - مصر، ط 2 1395 هـ - 1975 م، كتاب: البيوع، باب: كراهية بيع ما ليس عندك، رقم: 1234، ج 3، ص: 535. وقال: "حديث حسن صحيح"

² - ابن تيمية، المصدر السابق، ج 29، ص: 334

³ - الشيبلي، المرجع السابق، ج 1، ص 399

⁴ - أبو عمر يوسف بن عبد الله بن محمد بن عبد البر، التمهيد لما في الموطأ من المعاني والأسانيد، تحقيق: مصطفى بن أحمد العلوي، محمد عبد الكبير البكري، : وزارة عموم الأوقاف والشؤون الإسلامية - المغرب، د، ط. عام النشر: 1387 هـ، ج 4، ص: 68

⁵ الشيبلي، المرجع السابق، ج 1، ص: 341



كان في الحيوان ونحوه من غير المثليات وقاعدة بيع ما ليس عندك في المثليات، وسبب مخالفة هذه القواعد مصلحة المعروف للعباد فلذلك متى خرج عن باب المعروف امتنع إما لتحصيل منفعة المقرض أو لتردده بين الثمن والسلف لعدم تعيين المعروف مع تعيين المحذور، وهو مخالفة القواعد"¹.

ثالثاً-موقف الفقه الإسلامي من السندات

من خلال ما سبق اتضح أن السندات، ما دامت قرضاً بفائدة والفائدة أو الزيادة المشروطة في القرض محرمة إجماعاً؛ لذا فموقف الفقه من السندات هو التحريم إصداراً وتداولاً وهذا هو رأي الغالبية العظمى من العلماء والباحثين وبه صدرت قرارات المجامع الفقهية والهيئات الشرعية، منها:

قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، فقد جاء في قرار دورة مؤتمره السادس بجدة في المملكة العربية السعودية من 17 إلى 23 شعبان 1410هـ الموافق 14-20 (مارس) م 1990 ما نصه: " بعد الاطلاع على أن السند شهادة يلتزم المصدر بموجبها أن يدفع لحاملها القيمة الاسمية عند الاستحقاق، مع دفع فائدة متفق عليها منسوبة إلى القيمة الاسمية للسند، أو ترتيب نفع مشروط سواء أكان جوائز توزع بالقرعة أم مبلغاً مقطوعاً أم خصماً. قرر:

1- إن السندات التي تمثل التزاماً بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروط محرمة شرعاً من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول، لأنها قروض ربوية سواء أكانت الجهة المصدرة لها خاصة أو عامة ترتبط بالدولة ولا أثر لتسميتها شهادات أو صكوكاً استثمارية أو ادخارية أو تسمية الفائدة الربوية الملتزم بها ربحاً أو ربحاً أو عمولة أو عائداً.

2- تحرم أيضاً السندات ذات الكوبون الصفري باعتبارها قروضاً يجري بيعها بأقل من قيمتها الاسمية، ويستفيد أصحابها من الفرق باعتبارها خصماً لهذه السندات.

3- كما تحرم أيضاً السندات ذات الجوائز باعتبارها قروضاً اشترط فيها نفع أو زيادة بالنسبة لمجموع المقرضين، أو لبعضهم لا على التعيين، فضلاً عن شبهة القمار."² وهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إذ نصت على أنه: "يحرم إصدار جميع أنواع السندات الربوية وهي التي تتضمن اشتراط رد المبلغ المقترض وزيادة على أي وجه كان، سواء أذفعت هذه الزيادة عند سداد أصل القرض، أم دفعت على أقساط شهرية أم سنوية أم غير ذلك وسواء أكانت هذه الزيادة تمثل نسبة من قيمة السند، كما في أغلب أنواع السندات أم خصماً منها كما في السندات ذات الكوبون (العائد) الصفري. وتحرم كذلك السندات ذات الجوائز سواء أكانت السندات خاصة أم

¹ شهاب الدين أحمد بن إدريس القراني، أنوار البروق في أنواء الفروق، عالم الكتب، د.ط، د، ت، ج4، ص:2

² منظمة المؤتمر الإسلامي، المرجع السابق، ص:90



عامة أم حكومية لا يجوز تداول السندات الربوية بيعاً وشراءً ورهنًا وحوالاً وغير ذلك¹

المطلب الثالث - موقف الفقهاء المعاصرين

رأينا سابقاً أن حقيقة السندات أنها قرض بفائدة، و القرض بفائدة محرم إجماعاً لذلك فالحكم الفقهي للسندات هو التحريم وهو رأي غالبية العلماء المعاصرين، ولكن ذهب جمع من المعاصرين إلى جوازها، إذ منهم من أجازها بإطلاق ومنهم من أجاز بعضها منها، و يمكن إجمال أقوالهم في ثلاثة وهي:

القول الأول: ذهب عامة العلماء والباحثين المعاصرين إلى تحريم السندات مطلقاً فلا يجوز إصدارها ولا تداولها بالبيع وغيره²، و قد استدلووا بالآتي³:

1- السندات قروض على الجهة المصدرة لأجل مشروط بفائدة ثابتة ومحددة فهي ربا وتحريم الربا معلوم من الدين بالضرورة وصورة الربا في السندات شبيهة تماماً بربا الجاهلية الذي نزل القرآن بتحريمه " ولم يكن تعاملهم بالربا إلا على الوجه الذي ذكرنا من قرض دراهم أو دنانير إلى أجل مع شرط الزيادة."⁴ كما أن بعض السندات تجمع بين الربا والجهالة كالسندات لحاملها، كما يجمع بعضها بين الربا والميسر كشهادات النصيب وشهادات الاستثمار.

2- حامل السندات ليس شريكاً في الشركة لأنه لا يتحمل شيئاً من الخسارة، ولا يهيمه ربحت الشركة أم خسرت وإنما يهيمه ما يحصل عليه من فوائد ثابتة محددة

3- السندات قروض إنتاجية تستخدم في الاستثمار بعد تملكها وتتضمن ضمان رد القيمة الاسمية مع زيادة ثابتة فهي قروض ربوية، كما أنه لا توجد ضرورة في شراء هذه السندات أو تداولها.

القول الثاني: ذهب بعض العلماء المعاصرين إلى إباحة التعامل بالسندات مطلقاً، منهم الشيخ على الخفيف والشيخ عبد الوهاب خلاف، ومحمد رشيد رضا وغيرهم وقد استدلووا بالآتي⁵:

1- هذه المعاملة مستحدثة فتأخذ حكم المسكوت عنه وهو أن الأصل في الأشياء النافعة الإباحة فتكون

¹ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المرجع السابق 574

² - عبد الحميد رضوان، المرجع السابق، ص: 301، مبارك بن سلمان، المرجع السابق، ج 1، ص: 222، القره داغي، المرجع

السابق، ص: 298، المرزوقي، المرجع السابق، ص: 394، البروارى، المرجع السابق، ص: 148

³ - البروارى، المرجع السابق، ص: 149، المرزوقي، المرجع السابق، ص: 395-396، عثمان شبير، المرجع السابق، ص: 216

⁴ - الجصاص، المصدر السابق، ج 1، ص: 564

⁵ - الديبان، المرجع السابق، ج 13، ص: 306، بن سلمان، المرجع السابق، ج 1، ص: 224، أحمد بن محمد الخليل، المرجع

السابق، ص: 297



السندات جائزة شرعاً؛ لأنها معاملة فيها مصلحة للعامل ورب المال فللعامل ثمرة عمله ولرب المال ثمرة ماله¹ ويرد على هذا بأن دعوى أن المعاملة مستحدثة دعوى غير صحيحة وتغيير الأسماء لا يغير حكم الأشياء لأن الأمور بمعانيها لا بألفاظها، و حقيقة السندات أنها قرض إلى أجل بفائدة هكذا عرفت في القانون وفي الفقه وبالتالي فهي من الربا، و أما دعوى النفع فيرد عليه أن ضررها أكبر من نفعها وما كان كذلك فحكمه المنع والتحریم.²

2- ينطبق على السندات حكم المضاربة وهي جائزة شرعاً، ولا ينبغي أن نخضع السندات لشروط المضاربة التي ذكرها الفقهاء؛ لأنها شروط اجتهادية معللة بجلب المصالح ودفع المضار، والمضاربة التي تجري بين الأفراد والمؤسسات ليس محلاً لهذه الشروط لأنه بطريقة علمية مدروسة فالاحتمال الموجب لاشتراطها لا وجود له فيها.³ ويرد على هذا بأنه مخالف للواقع فلا تشابه بين المضاربة والسندات لأن حقيقة كل منهما تختلف عن الآخر فالسند قرض بفائدة والمضاربة شركة بين صاحب المال والعامل فافتراقاً.⁴

3- الزيادة المحرمة هي التي يقرضها المقرض مستغلاً حاجة المقرض إلى المال، أما إذا كان المقرض هو الذي يحدد نسبة الربح فإن ذلك لا يكون ربا إذ لا ظلم عليه في ذلك، و الربا المحرم بالقرآن متعلق بالقرض الاستهلاكي لما فيه من استغلال أما القرض الإنتاجي فلا استغلال فيه. و بالتالي فالسندات جائزة لأن الحكمة من تحريم الربا هي حماية الضعيف من استغلال القوي ومعلوم أن السندات التي تصدرها الحكومة أو الشركات لا يقتصر شراؤها على أصحاب الدخل الضعيف بل يشترك فيها الشركات الكبرى ونحوها فلم يكن المقرض ضعيفاً والربا المحرم هو ما كان فيه طالب المال ضعيفاً محتاجاً والمعطي قوياً غنياً فإذا انعكس الحال لم يكن ذلك من الربا المحرم.⁵

ويرد على هذا بأن الأمة أجمعت على تحريم القرض الذي يجر نفعاً من غير تفريق بين أن يكون المقرض غنياً أو فقيراً فالقول بالتفريق مخالف للإجماع ومخالفة للإجماع لا تجوز. و الحكمة من تحريم الربا في الحقيقة هي الظلم المتمثل في أكل أموال الناس بالباطل فلا يصح أن نغفل الحكمة الأصلية وهي منع الظلم مطلقاً.⁶

¹ - الديبان، المرجع السابق، ج13، ص:306، عثمان شبير، المرجع السابق، ص:217

² - الديبان، المرجع السابق، ج13، ص:

³ - أحمد بن محمد الخليل، المرجع السابق، ص:299، الديبان، المرجع السابق، ج13، ص:309

⁴ - أحمد بن محمد الخليل، المرجع السابق، ص:299، الديبان، المرجع السابق، ج13، ص:312

⁵ - مبارك بن سلمان، المرجع السابق، ج1، ص:227، الديبان، المرجع السابق، ج13، ص:307، البراوري، المرجع

السابق، ص:152

⁶ - مبارك بن سلمان، المرجع السابق، ج1، ص:229،



4- الربا المحرم هو ما كان أضعافاً مضاعفة لقوله تعالى: ﴿يَأْتِيهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا الرِّبَا أَضْعَافًا مُضَاعَفَةً﴾¹ فالاستغلال متحقق في الربا المضاعف فهو المحرم ولا تدخل السندات فيه².

ويرد على هذا بأن هذه الآية لا حجة فيها لأنها جاءت لبيان حال أهل الجاهلية وواقع تعاملهم وهذه الآية " إخبار عن الحال التي خرج عليها الكلام من شرط الزيادة أضعافاً مضاعفة، فأبطل الله تعالى الربا الذي كانوا يتعاملون به وأبطل ضربوا آخر من البياعات وسماها ربا، فانظم قوله تعالى: (وحرم الربا) تحريم جميعها لشمول الاسم عليها من طريق الشرع"³.

القول الثالث: ذهب أصحابه إلى جواز بعض أنواع السندات وحرمو البعض الآخر، فمنهم من أباح السندات الحكومية فقط كالشيخ محمد سيد طنطاوي، ومنهم من أباحها في حالة الضرورة كالشيخ محمد شلتوت ومنهم من أباح السندات ذات الجوائز كالشيخ علي جاد الحق⁴، وقد استدلووا بالآتي:

- 1- أن مشتري السندات دفع أمواله للبنك بقصد توكيله عنه ليستثمر له، و لم يدفعها بقصد القرض⁵. ويرد على هذا بأن البنك لو كان وكيلاً عن أصحاب الأموال لوجب أن يتحمل أصحاب هذه الأموال نتيجة هذا الاستثمار ربحاً وخسارة، ولا وجود لذلك في التعامل بالسندات فليس ذلك من الوكالة في شيء⁶.
 - 2- ما يقدمه البنك لأصحاب السندات من الأرباح هو جزء من أرباحه التي تتحقق عن طريق المشروعات الإنتاجية يقوم بها أو يشارك فيها⁷.
- يرد عليه بأن أصحاب السندات لا علاقة لهم بالمشروعات التي يستثمر فيها البنك لأن العقد الذي بينهم وبين البنك هو عقد قرض فيملك البنك المال ويتصرف فيه كيفما شاء ولا علاقة للأرباح بالاستثمار في

¹ -آل عمران، الآية:130

² -البراوري، المرجع السابق، ص:152

³ - الجصاص، المصدر السابق، ج1، ص:564

⁴ - مبارك بن سلمان، المرجع السابق، ج1، ص:237، الديان، المرجع السابق، ج13، ص:320، لبراوري، المرجع السابق، ص:151

⁵ - مبارك بن سلمان، المرجع السابق، ج1، ص:237، الديان، المرجع السابق، ج13، ص:321

⁶ - مبارك بن سلمان، المرجع السابق، ج1، ص:238، الديان، المرجع السابق، ج13، ص:321

⁷ - مبارك بن سلمان، المرجع السابق، ج1، ص:240، الديان، المرجع السابق، ج13، ص:322



المشروعات، بل يأخذ أصحاب السندات الفوائد سواء ربح البنك أو خسر¹.

3- حاجة الدولة إلى العملات الأجنبية وهي حاجة تصل إلى حد الضرورة، والضرورات تبيح المحظورات، و بالتالي فالتعامل بالسندات ضروري للأمة².

يرد على هذا بأنه لا ضرورة قائمة في إصدار السندات لأن الضرورة هي أن يبلغ الإنسان مبلغا إن لم يتناول الممنوع هلك أو قارب، كالمضطر للأكل، وهنا المتعامل بالسندات بعيد كل البعد عن الوقوع في الضرورة التي تبيح المحرم³.

واستدل من أجاز السندات ذات الجوائز بأنها تدخل في نطاق الوعد بجائزة الذي أباحه بعض الفقهاء ومن ثم تصبح قيمة الجائزة مباحة شرعا⁴.

ويرد على هذا بأن شهادات الجوائز ما هي إلا صورة جديدة للفوائد المعطاة على السندات فلا تخرج عن حكم القرض الذي يجر منفعة، فهذه الجوائز ما هي إلا فوائد ربوية للودائع والقروض قسمت ووزعت بطريق القمار الذي نهى عنه الإسلام⁵.

القول الراجح:

بعد عرض أقوال الفقهاء في هذه المسألة يظهر والله أعلم أن ما ذهب إليه أصحاب القول الأول من تحريم السندات بجميع أشكالها وأنواعها هو الراجح للآتي:

- لأن السندات قروض بفائدة فهي من ربا النسيئة المحرم بالكتاب والسنة.

- وضوح أدلة المانعين وقوتها وسلامتها وموافقتها للأدلة الشرعية القاضية بتحريم الربا بجميع أشكاله سواء أكان يسيرا أم كثيرا.

- ضعف أدلة المجيزين وعدم سلامتها من الاعتراضات.

¹ - مبارك بن سلمان، المرجع السابق، ج1، ص:240، الديبان، المرجع السابق، ج13، ص:323

² - الديبان، المرجع السابق، ج13، ص:324

³ - الديبان، المرجع السابق، ج13، ص:327

⁴ - محمد عثمان شبير، المرجع السابق، ص:220، أحمد بن محمد الخليل، المرجع السابق، ص:311

⁵ - محمد عثمان شبير، المرجع السابق، ص:222، أحمد بن محمد الخليل، المرجع السابق، ص:311



المبحث الثالث- البدائل الشرعية للسندات:

إعطاء البدائل للمعاملات المحرمة سنة قرآنية قال تعالى: ﴿وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الزُّبْنَ﴾¹ لذلك أوجد العلماء بدائل للسندات تعتمد تغيير حقيقة السند وتنقله إلى عقد آخر من العقود المشروعة؛ وتأسياً ب بمنهج القرآن فقد أوجد الفقهاء المعاصرون بدائل لمختلف المعاملات المحرمة، ومن ذلك مسألة التعامل بالسندات، إذ وضعوا لها مجموعة من البدائل، وفيما يأتي سنتطرق لمرتكزات الاستثمار الإسلامي ثم تليه بعض البدائل وسنعرض ذلك وفق الآتي:

المطلب الأول-مرتكزات الاستثمار الإسلامي:

يرتكز الاستثمار في الإسلامي على ركائز أساسية من أهمها ما يأتي:

1- التشاركية

فالأساس الأهم الذي يقوم عليه الاستثمار في الإسلام هو المشاركة مثل المضاربة والشركة والمزارعة وأيضاً البيوع المتضمنة للأجل من سلم واستصناع والبيع المؤجل الثمن والإيجارات بمختلف أشكالها إضافة للقرض والهبة والوصية².

و بهذا فنظرية التمويل والاستثمار في الإسلام تُشكل على هذه المرتكزات الفقهية وبشكل خاص على المشاركات التي تقتضي المشاركة في الأرباح والخسائر تطبيقاً لقاعدة الغنم (المكسب) والغرم (الخسارة) فعلاقة البنك مع المودعين تُؤسس على أساس عقد المضاربة الشرعي حيث يتم توظيف الأموال مباشرة في مشروعات تمتلكها البنوك الإسلامية أو مشاركة الغير في مشروعات صناعية أو زراعية أو تجارية ويتم اقتسام العائد بين المودعين والمستثمرين والبنك³.

2- الغنم بالغرم والخراج بالضمان:

تعتبر هاتان القاعدتان الأساس الفكري لكل المعاملات القائمة على المشاركة أو المعارضة، والمقصود بها أن الحق في الحصول على الربح يكون بقدر تحمل المشقة (كالمخاطر، والخسائر) فعميل البنك مثلاً هو شريك في أعماله فله الحق في الربح (الغنم) ويكون ذلك بقدر استعداده لتحمل الخسارة (الغرم).

و الخراج بالضمان: أي أن الذي يضمن أصل شيء جاز له أن يحصل على ما تولد عنه من عائد فالبنك

¹ - البقرة، الآية: 275

² - سمير رمضان الشيخ، المصرفية الإسلامية، الميلاد النشأة والتطور (ورقة تشغيلية) د-ط 1432هـ-201، ص:15

³ - المرجع نفسه، ص:15



الإسلامي مثلا يقوم بضمان أموال المودعين لديه في شكل ودائع أمانة تحت الطلب، ويكون الخراج أي: ما خرج من المال المتولد عن هذا المال جائز الانتفاع لمن ضمن (وهو البنك) ؛ لأنه يكون ملزما باستكمال النقصان الذي يجتمل حدوثه وتحمل الخسارة في حالة وقوعها أي: أن الخراج غنم والضمان غرم¹.

3- تحريم الربا والغرر

والغرر: "ما يكون مجهول العاقبة لا يدري أيكون أم لا"² وقد اتفق العلماء على منع الغرر في المعاملات لحديث أبي هريرة رضي الله عنه أن النبي صلى الله عليه وسلم : ((نهى عن بيع الغرر))³ وقد اشترط العلماء للغرر المنهي عنه شروطا وهي⁴:

1- أن يكون الغرر كثيرا غالبا، فأما الغرر اليسير فمعفو عنه كبيع كدخول الحمام من غير معرفة مقدار استعمال الماء قلة وكثرة.

2- أن لا تدعو حاجة عامة إلى الغرر لأنها تنزل منزلة الضرورة؛ و الشارع لا يحرم ما يحتاج الناس إليه.

3- أن يمكن التحرز منه بلا حرج ولا مشقة، فإذا لم يمكن التحرز منه فهو معفو عنه وقد مثل العلماء لذلك بأساسيات الحيطان. أن يكون في عقود المعاوضات أما التبرعات فيجوز فيها الغرر عند المالكية خلافا للجمهور الذين لا يفرقون بين عقود المعاوضات وعقود التبرعات.

و دامت مرجعية الاستثمار في الدين فيتعين أن يخضع الاستثمار لتعاليم الشرع فيجب أن لا يكون فيه ربا أو غرر بل يجب أن يرتبط بالحلال وفق المنظور الديني⁵.

¹ - نسيم حشوف، ماهية البنوك الإسلامية، مجلة الفرقان. العدد: 79 (هـ 1438-2017م) ص: 23

² - الجرجاني، أبو الحسن علي بن محمد، التعريفات، وضع حواشيه محمد باسل عيون السود، دار الكتب العلمية بيروت، ط2، 1424هـ 2003م

³ - أخرجه مسلم، في صحيحه، كتاب: البيوع، باب: بطلان بيع الحصة والبيع الذي فيه غرر، بقم: 1513، ج3، ص: 1153

⁴ - عبد اللطيف آيت عمي، قضايا فقهية معاصرة، وفق التطبيقات المغربية، المطبعة والوراقة الوطنية، مراكش، ط1. 1.2011م، ص: 15

⁵ - محمد أمين، معالم النظرية البنكية المعاصرة. المرجع نفسه، ص: 31



المطلب الثاني - صكوك المضاربة

تعتمد سندات المضاربة في أساسها الفقهي على المضاربة لذلك سنتحدث ابتداء عن حقيقة المضاربة وشروطها ثم نتطرق إلى صكوك المضاربة وحكمها.

أولاً - حقيقة المضاربة ومشروعيتها وشروطها

1- تعريف المضاربة:

المضاربة في اللغة مأخوذة من الضرب في الأرض وهو السير فيها للسفر أو للسفر بغرض التجارة، وهي مرادفة للقراض عند الفقهاء فأهل العراق يسمون هذا العقد مضاربة وأهل الحجاز يسمونه قراضاً¹

و في الاصطلاح هي عقد شركة في الربح بمال من جانب وعمل من جانب²

و لا تخرج تعريفات المذاهب الأخرى عن هذا المعنى³

فالمضاربة اتفاق بين طرفين يبذل أحدهما فيه ماله ويبذل الآخر جهده ونشاطه في الاتجار والعمل بهذا المال على أن يكون الربح بينهما على حسب ما يشترطان من الربع أو الثلث أو النصف واذا خسرت الشركة لم يكن لصاحب المال غير رأس ماله وضاع على المضارب (العامل) جهده⁴.

2- مشروعية المضاربة

دل على مشروعية المضاربة الكتاب والسنة والإجماع

أ- فمن القرآن قوله تعالى: ﴿وَأَخْرُونَ يَضْرِبُونَ فِي الْأَرْضِ يَبْتَغُونَ مِنْ فَضْلِ اللَّهِ﴾⁵

و المضارب يضرب في الأرض يبتغي من فضل الله.

ب- من السنة: بُعث النبي صلى الله عليه وسلم والناس يتعاملون بها

¹ - ابن منظور، المصدر السابق، ج1-7، ص:543، 216، حسين الأمين، المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة، المعهد

الإسلامي للتنمية 1421هـ، ص: 19

² - ابن عابدين، المصدر السابق، ج5، ص:645

³ - وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية الكويتية، الموسوعة الفقهية الكويتية، ط2(1404هـ-1983م)، طباعة ذات السلاسل، الكويت.

⁴ - حسين الأمين، المرجع السابق، ص:19

⁵ - المزمل، الآية:20



فأقرهم بها وقد فعلها صلى الله عليه وسلم بمال السيدة خديجة¹

د- أجمعت الامة على جوازها ومشروعيتها

3- شروط المضاربة²:

ذكر الفقهاء لصحة المضاربة شروطاً منها:

أ- أن يكون رأس المال معلوماً، لأن جهالة رأس المال تؤدي إلى جهالة الربح، وكون الربح معلوماً شرط لصحة المضاربة.

ب- أن يكون رأس المال عينا لا ديناً، على خلاف بين الفقهاء في هذا الشرط.

ج- أن يكون رأس المال من النقود فلا تجوز المضاربة بالعروض على خلاف بين الفقهاء في هذا الشرط.

د- أن يكون المال معيناً

هـ- أن يكون المشروط من الربح معلوماً مشاعاً لرب المال والمضارب

و- أن تكون الوضعية على رأس المال والعامل يخسر عمله وجهده إذا لم يحصل الربح.

ثانياً- سندات المضاربة

1- تعريفها: هي سندات اقترحها الدكتور سامي حمود بديلاً عن سندات القرض بفائدة، للبنك الإسلامي

في الأردن، وقد عرفها القانون الأردني بأنها وثائق محددة القيمة تصدر بأسماء مالكيها مقابل الأموال التي قدموها لصاحب مشروع بعينه، بقصد تنفيذ المشروع واستغلاله وتحقيق الربح ويحصل مالكوها على نسبة محددة من أرباح المشروع ولا تنتج هذه السندات أي فوائد أو هي عبارة عن أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال المضاربة، بإصدار صكوك ملكية يمثل مجموعها رأس المال ويكتب في هذه الصكوك أسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة³.

فهي تقوم على تجميع المدخرات والأموال اللازمة على شكل صكوك متساوية القيمة يشكل مجموعها رأس المال المطلوب لمشروع معين أو مشروعات متعددة، فإذا تجمع لدى المؤسسة المالية رأس المال المطلوب بشراء أرباب المال لهذه الصكوك باشرت العمل.

¹- أحمد بن محمد الخليل، المرجع السابق، ص: 250، حسين الأمين، المرجع السابق، ص: 23، الموسوعة الفقهية ج38، ص37

²- أحمد بن محمد الخليل، المرجع السابق، ص: 251-253- الموسوعة الفقهية الكويتية، ج38، ص: 40

³ - أحمد بن محمد الخليل، المرجع السابق، ص328



و من خلال هذا التعريف نجد أن سندات المقارضة تستمد أحكامها من عقد المضاربة في الفقه الإسلامي .
و يُعامل حامل السند معاملة صاحب المال وتُعامل الشركة معاملة المضارب وينال كل طرف نصيبه من الأرباح إذا تحققت ويتحمل الخسائر إن لحقت¹

وهذه السندات تعتمد في أساسها الفقهي على المضاربة وهي تقوم على العناصر التالية:

1- سندات المقارضة تمثل حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة متساوية القيمة فحامل السند يعتبر مالكا لحصصة شائعة في المشروع، وله جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعا للمالك في ملكه من بيع وهبة ورهن وإرث وغير ذلك ويسجل السند باسمه ويشترك في الأرباح.

2- يقوم عقد المضاربة على أساس من الإيجاب والقبول والشروط التي تحددها نشرة الإصدار فالإيجاب يعبر عنه الاكتتاب في هذه السندات والقبول تعبر عنه موافقة الجهة المصدرة، ولا بد أن تشمل نشرة الإصدار على جميع المعلومات المطلوبة شرعا من معلومية رأس المال وتوزيع الأرباح بحيث تتفق مع الشريعة الإسلامية.

3- سندات المقارضة قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية.

4- تخصص نسبة من الأرباح للإطفاء التدريجي لأصل قيمة السند الأصلية، وبذا يسترد صاحب السند مقدار ما دفعه أولا بأول وينال من خلال هذه الفترة ربحا معقولاً وبنهاية المدة المقررة ينتهي صاحب المشروع إلى امتلاك المشروع ودخله كاملاً.

5- يقوم طرف ثالث مثل الدولة بضمان رأس المال للمكتتبين بحيث لا يتعرض المكتتبون للخسارة وتعاد لهم أموالهم كاملة غير منقوصة بصرف النظر عن ربح المشروع أو خسارته وذلك تشجيعاً للاكتتاب في هذا النوع من السندات.

أنواع سندات القراض²

سندات القراض نوعان هي:

النوع الأول: سندات المقارضة المشتركة وهي عبارة عن سندات بفئات معينة يصدرها المصرف ويطرحها في السوق، ويقوم بتمويل المشاريع المختلفة من حصيلتها، ومن ثم يتم تقسيم الأرباح الناتجة عن هذه الاستثمارات بينه وبين أصحاب رؤوس الأموال حاملي السندات بنسب محددة ومتفق عليها مسبقاً.

¹ - الديبان، المرجع السابق، ج13، ص:356، عثمان شبير، المرجع السابق، ص: 228

² -الديبان، المرجع السابق، ج13، ص 356



النوع الثاني: سندات المقارضة المخصصة

و هي عبارة عن سندات لمشاريع خاصة ومحددة يكتب فيها الراغبون في هذه المشروعات، كل على حسب اختياره، ومن حصيلتها يمول المصرف تلك المشروعات ومن تم يقسم المصرف صافي الربح المحقق بينه وبين حاملي هذه السندات بنسب محددة ومتفق عليها.

حكم سندات المقارضة

تقسيم رأس مال المضاربة إلى حصص متساوية القيمة أمر جائز شرعا.

أما تداول سندات المقارضة وإطفارها ففيه تفصيل لأنه لا يخلو من حالين فإما أن يكون قبل بدء العمل في المشروع وأما يكون بعده :

فإن كان قبل بدء العمل في المشروع فلا يجوز تداول السندات بسعر السوق الذي يخضع للعرض والطلب؛ لأن السندات تمثل حصصا في رأس المال، وهو ما يزال نقودا، ولا مجال للقول ببيع النقود ببعضها متفاضلة أو نسيئة ويطبق في مبادلة النقد بالنقد أحكام الصرف المعروفة في الفقه الإسلامي.

و أما إن كان تداول السندات بعد العمل في المشروع فيختلف الحكم باختلاف موجودات المشروع :

أ- فإن كانت موجوداته ديونا كأن يفسل المشروع وتصبح السندات ديونا على المشروع فلا يجوز بيع السندات بدين؛ لأنها تدخل في بيع الدين بالدين ويأخذ التداول حكم التصرف بالدين.

ب- وإن كانت موجودات المشروع أعيانا ومنافع ونقودا وديونا ولكن الغالب عليها الأعيان والمنافع فيجوز تداول تلك السندات بسعر السوق الذي يحدده قانون العرض والطلب¹.

هذا وقد صدر قرار مجمع الفقه الإسلامي بجوازها بشروط، إذ جاء فيه ما نصه: قرار رقم: 30 (4/5)
"إنَّ مجلس مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره الرابع بجدة في المملكة العربية السعودية من 18-23 جمادى الآخر 1408هـ الموافق 6-11 شباط (فبراير) 1988م، بعد اطلاعه على الأبحاث المقدمة في موضوع سندات المقارضة وسندات الاستثمار، والتي كانت حصيلة الندوة التي أقامها المجمع بالتعاون مع المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب بالبنك الإسلامي للتنمية بتاريخ 6-9 محرم 1408هـ الموافق 2-8 أيلول 1987م تنفيذاً للقرار رقم (3/10) المتخذ في الدورة الثالثة للمجمع وشارك فيها عدد من أعضاء المجمع وخبرائه وباحثي المعهد وغيره من المراكز العلمية والاقتصادية، وذلك للأهمية البالغة لهذا الموضوع وضرورة استكمال جميع جوانبه، للدور الفعال لهذه الصيغة في زيادة القدرات على تنمية الموارد العامة عن طريق اجتماع المال والعمل، وبعد استعراض

¹ - عثمان شبير. المرجع السابق، ص: 229، الزحيلي، المرجع السابق، ص: 226



التوصيات العشر التي انتهت إليها الندوة ومناقشتها في ضوء الأبحاث المقدمة في الندوة وغيرها،

قرر ما يلي :

أولاً : من حيث الصيغة المقبولة شرعاً لصكوك المقارضة :

1- سندات المقارضة هي 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.

2- الصورة المقبولة شرعاً لسندات المقارضة بوجه عام لا بد أن تتوفر فيها العناصر التالية:

العنصر الأول: أن يمثل الصك ملكية حصة شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته.

ترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك في ملكه من بيع وهبة ورهن وإرث وغيرها، مع ملاحظة أن الصكوك تمثل رأس مال المضاربة.

العنصر الثاني: يقوم العقد في صكوك المقارضة على أساس أن شروط التعاقد تحددها نشرة الإصدار وأن الإيجاب يعبر عنه الاكتتاب في هذه الصكوك، وأن القبول تعبر عنه موافقة الجهة المصدرة. ولا بد أن تشمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعاً في عقد القراض (المضاربة) من حيث بيان معلومية رأس المال وتوزيع الربح مع بيان الشروط الخاصة بذلك الإصدار على أن تتفق جميع الشروط مع الأحكام الشرعية.

العنصر الثالث: أن تكون صكوك المقارضة قابلة للتداول بع انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب باعتبار ذلك مأذوناً فيه من المضارب عند نشوء السندات مع مراعاة الضوابط التالية :

1- إذا كان مال القراض المجتمع بعد الاكتتاب وقبل المباشرة في العمل بالمال ما يزال نقوداً فإن تداول صكوك المقارضة يعتبر مبادلة نقد بنقد وتطبق عليه أحكام الصرف.

2- إذا أصبح مال القراض ديوناً تطبق على تداول صكوك المقارضة أحكام التعامل بالديون

ج- إذا صار مال القراض موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع فإنه يجوز تداول صكوك المقارضة وفقاً للسعر المتراضي عليه، على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعياناً ومنافع. أما إذا كان الغالب نقوداً أو ديوناً فتراعى في التداول الأحكام الشرعية التي ستبينها لائحة تفسيرية توضع وتعرض على المجمع في الدورة القادمة.



وفي جميع الأحوال يتعين تسجيل التداول أصولياً في سجلات الجهة المصدرة

العنصر الرابع: أن من يتلقى حصيلة الاكتتاب في الصكوك لاستثمارها وإقامة المشروع بها هو المضارب، أي عامل المضاربة، ولا يملك من المشروع إلا بمقدار ما قد يسهم به بشراء بعض الصكوك، فهو رب مال بما أسهم به، بالإضافة إلى أن المضارب شريك في الربح بعد تحققه بنسبة الحصة المحددة له في نشرة الإصدار، وتكون ملكيته في المشروع على هذا الأساس.

وأن يد المضارب على حصيلة الاكتتاب في الصكوك وعلى موجودات المشروع هي يد أمانة لا يضمن إلا بسبب من أسباب الضمان الشرعية.

3- مع مراعاة الضوابط السابقة في التداول : يجوز تداول صكوك المقارضة في أسواق الأوراق المالية، 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. كما يجوز الإعلان عن الالتزام بالشراء من غير الجهة المصدرة من مالها الخاص، على النحو المشار إليه.

4- لا يجوز أن تشمل نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على نص بضمان عامل المضاربة رأس المال أو ضمان ربح مقطوع أو منسوب إلى رأس المال، فإن وقع النص على ذلك صراحة أو ضمناً بطل شرط الضمان واستحق المضارب ربح مضاربة المثل.

5- لا يجوز أن تشمل نشرة الإصدار ولا صك المقارضة الصادر بناء عليها على نص يلزم بالبيع ولو كان معلقاً أو مضافاً للمستقبل. وإنما يجوز أن يتضمن صك المقارضة وعداً بالبيع وفي هذه الحالة لا يتم البيع إلا بعقد بالقيمة المقدرة من الخبراء وبرضا الطرفين.

6- لا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار ولا الصكوك المصدرة على أساسها نصاً يؤدي إلى احتمال قطع الشركة في الربح فإن وقع كان العقد باطلاً.

ويترتب على ذلك :

أ- عدم جواز اشتراط مبلغ محدد لحملة الصكوك أو صاحب المشروع في نشرة الإصدار وصكوك المقارضة الصادرة بناء عليها.

ب - أن محل القسمة هو الربح بمعناه الشرعي، وهو الزائد عن رأس المال وليس الإيراد أو الغلة. ويعرف



مقدار الربح، إما بالتنضيض أو بالتقويم للمشروع بالنقد، وما زاد عن رأس المال عند النقيض أو التقويم فهو الربح الذي يوزع بين حملة الصكوك وعامل المضاربة، وفقاً لشروط العقد.

ج- أن يعد حساب أرباح وخسائر للمشروع وأن يكون معلناً وتحت تصرف حملة الصكوك.

7- يستحق الربح بالظهور، ويملك بالتنضيض أو التقويم ولا يلزم إلا بالقسمة. وبالنسبة للمشروع الذي يدر إيراداً أو غلة فإنه يجوز أن توزع غلته، وما يوزع على طرفي العقد قبل التنضيض (التصفية) يعتبر مبالغ مدفوعة تحت الحساب.

8- ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة، إما من حصة حملة الصكوك في الأرباح في حالة وجود تنضيض دوري، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال.

9- ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في مشروع معين، على أن يكون التزاماً مستقلاً عن عقد المضاربة، بمعنى أن قيامه بالوفاء بالتزامه ليس شرطاً في نفاذ العقد وترتب أحكامه عليه بين أطرافه، ومن ثم فليس لحملة الصكوك أو عامل المضاربة الدفع ببطالان المضاربة أو الامتناع عن الوفاء بالتزاماتهم بما بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به، بحجة أن هذا الالتزام كان محل اعتبار في العقد.¹ والذي يبدو أن هذا البديل من أحسن البدائل المطروحة فقد احتزز فيه مجلس الجمع عن كل ما يخالف شروط وأحكام المضاربة المشروعة وذكر ذلك مفصلاً، فهو حري بالتطبيق لمن أراد الاستثمار عن طريق الأوراق المالية الإسلامية²

¹ - منظمة المؤتمر الإسلامي، المرجع السابق، ص: 44

² - أحمد بن محمد الخليل، المرجع السابق، ص: 329



المطلب الثالث - صكوك المشاركة وصكوك الإجارة

أولاً- صكوك المشاركة

1-تعريفها:

تعتمد صكوك المشاركة بصفة أساسية على عقد الشركة الجائر شرعا وهي مشابها كثيرا لصكوك المقارضة أو المضاربة ولكن الاختلاف الأساسي بينهما يتمثل في أن أصحاب هذا النوع (صكوك المشاركة) لهم الحق في الإدارة مثل الأسهم وتختلف عن هذه الأخيرة (الأسهم) في كونها مؤقتة بمشروع معين أو معينة¹.

2-صور صكوك المشاركة

لصكوك المشاركة أنواع وهي:

أ- صكوك المشاركة الدائمة:

و هي 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 للاكتتاب²

و هذا النوع له تطبيقاته من خلال الأسهم بجميع أنواعها المباحة وكذلك يمكن للبنك أن يطرح صكوكا لمشروع معين يشترك فيه البنك بنسبة معينة ويطرح الباقي على شكل صكوك سواء كانت الإدارة للبنك المصدر أم للمجموعة المشاركة أم لجهة ثالثة³

ب- صكوك المشاركة المحدودة:

وهي المؤقتة بفترة زمنية محددة، والتي تحدد بفترة زمنية متوسطة وتكون بانتهاء المشروع أو بانتهاء الموسم أو بانتهاء الدورة الصناعية⁴ وهذا النوع له عدة صور¹

¹ - سارة بوسعيد وآخرون، دور الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة- عدد خاص مج 1 أفريل

208. ص:92

² - بوسعيد، المرجع السابق ص:92

³ - القره داغي، المرجع السابق، ص: 315

⁴ - بوسعيد، المرجع السابق، ص:315



-صكوك المشاركة المستردة بالتدرج:

حيث تسترد قيمة هذه الصكوك وفق أقساط دورية ويصرف لحاملها من الأرباح إن وجدت ما بقي له من رصيد لم يُستحق بعد.

- صكوك المشاركة المستردة:

كأن يصدر البنك صكوكا للمشاركة في مشروع معين أو في مشروعات عامة دون تخصيص، ويحددها بخمس سنوات أو عشر أو أكثر أو أقل ويشترك فيه البنك بنسبة معينة، ثم يُصفى المشروع ويأخذ كل واحد نصيبه أو يبقى المشروع ويُتفق فيه على أن ينتهي بأن يملكه الطرف الأول أو الثاني حسب الاتفاق.

ج- صكوك المشاركة المنتهية بالتملك.

لهذا النوع عدة صور من أهمها ما أقره المصرف الإسلامي بدبي 1399هـ.

- **الصورة الأولى:** أن يتفق المصرف مع عميله على تحديد حصة كل منهما في رأس مال المشاركة وشروطها، وقد رأى المؤتمر أن يكون بيع حصة المصرف إلى العميل بعد إتمام المشاركة، بعقد مستقل بحيث يكون للعميل - شريك المصرف - حرية التصرف، ولا يلتزم بأن يبيع حصصه للبنك خاصة بل يكون له الحق في بيعها للمصرف أو لغيره، وكذلك يكون الأمر بالنسبة للمصرف بأن تكون له حرية بيع حصصه للعميل شريكه أو لغيره.

- **الصورة الثانية:** أن يتفق المصرف مع عميله على المشاركة في التمويل الكلي أو الجزئي لمشروع ذي دخل متوقع وذلك على أساس اتفاق المصرف مع الشريك الآخر لحصول المصرف على حصة نسبية من صافي الدخل المتحقق فعلا مع حقه في الاحتفاظ بالجزء المتبقي من الإيراد، أو أي قدر منه يُتفق عليه ليكون ذلك الجزء مخصصا لتسديد أصل ما قدمه المصرف من تمويل²

- **الصورة الثالثة:** يُحدد نصيب كل من المصرف وشريكه في الشركة في صورة أسهم تمثل قيمة الشيء موضوع المشاركة (عقارا مثلا) يحصل كل من الشريكين (المصرف والشريك) على نصيبه من الإيراد المتحقق من العقار

و للشريك إذا شاء أن يقتني من هذه الأسهم المملوكة للمصرف عددا معينا كل سنة بحيث تكون الأسهم الموجودة في حيازة المصرف متناقصة إلى أن يتم تملك شريك المصرف الأسهم بكاملها فتصبح له الملكية المنفردة

¹ - بوسعيد، المرجع السابق، ص: 315، القره داغي، المرجع السابق، ص: 316

² - القره داغي، المرجع السابق، ص: 317



للعقار¹.

ثانيا-صكوك الإجارة :

1- تعريفها

هي صكوك ذات قيمة متساوية تمثل ملكية أعيان مؤجرة، أو منافع، أو خدمات، وهي قائمة على أساس عقد الإجارة كما عرفته الشريعة الإسلامية².

أو هي صكوك متساوية القيمة تمثل أجزاء متماثلة مشاعة في ملكية أعيان معمرة مرتبطة بعقود إجارة أو تمثل عددا متماثلا من وحدات خدمة موصوفة تقدم من ملتزمها لحامل الصك في وقت مستقبلي، فهذه الصكوك تمثل أعيانا معمرة أو ملكية خدمات مستقبلية³ أو موصوفة في الذمة وقد اختارت هيئة المعايير الشرعية للمؤسسات المالية هذا التعريف⁴

2- أنواع صكوك الإجارة

من خلال تعريف صكوك الإجارة تبين أنها ثلاثة أنواع وهي تتفرع عنها صور عديدة⁵ وهي جميعها تستند إلى خصائص الإجارة.

أ- سندات الأعيان المؤجرة

وهي تمثل سندات ملكية لعين قد تكون أرضا أو عقارا أو آلة أو مصنعا... إلخ وتكون العين المملوكة مؤجرة فهي تدر عائدا محددًا بعقد الإجارة⁶.

و المتأمل في هذه السندات يجد أنها تقوم على مبدأ الشركة فهي شركة ملك وهذا المملوك- العقار- عُرض للإجارة للاستفادة من عائده وتقسيمه على أصحاب الأسهم الذين يملكون بمجموعهم العقار فليس تسميته سندات إجازة بأولى من تسميته سندات ملك، بل هذا أقرب لحقيقته⁷.

¹ - المرجع نفسه، ص: 317

² - منذر قحف سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ط1.1415هـ 1995م، ص: 37

³ - بوسعيد، المرجع السابق، ص: 94

⁴ - هيئة المحاسبة والمراجعة، المرجع السابق، ص: 467

⁵ - منذر قحف، المرجع السابق، ص: 37-38

⁶ - المرجع نفسه، ص: 38

⁷ - أحمد بن محمد الخليل، المرجع السابق، ص: 331



و صورة ذلك أن يقوم مالك عين أو أعيان مؤجرة إما بنفسه أو عن طريق وسيط مالي بتقسيم ملكية هذه الأعيان إلى صكوك متساوية العدد ثم يطرحها للاكتتاب العام على أن كل صك من هذه الصكوك يمثل حصة شائعة من هذه العين أو الأعيان¹.

*حكم سندات الأعيان المؤجرة

هذه الصورة من الصكوك تمثل بيع حصة مشاعة في عين مؤجرة أو موعود باستئجارها فالبائع هو مصدر هذه الصكوك هم المكتتبون فيها وثن السلعة حصيلة الاكتتاب وعليه فإن حملة هذه الصكوك هم شركاء في ملكية العين المؤجرة على الشيوع، شركة ملك، لهم غنمها وعليهم غرمها وهذه السندات جائزة في الجملة لأن بيع الحصة المشاعة، وبيع الحصة المشاعة في العين المؤجرة جائز عند المالكية والشافعية والحنابلة لغير المستأجر ولما كان من يشترى هذه الصكوك يستحق الأجرة بمقتضى العقد فلا مانع من صحة البيع.

و أما إجارة المشاع فإن قام به الشركاء كلهم فأجروه لآخر وهذا هو الغالب في صكوك الإجارة. أو قام أحد الشركاء بتأجيره لشريكه فلا خلاف بين العلماء في جواز هذا، وإن قام أحد الشركاء بتأجير نصيبه لأجنبي فقد اختلف الفقهاء في هذا فذهب المالكية والشافعية ورواية عن أحمد إلى جوازه قياسا على البيع فإذا جاز بيع المشاع جازت إجارته، بينما خالف في ذلك الحنفية لأن منفعة المشاع غير مقدورة الاستيفاء. المشاع جازت إجارته².

و الحاصل أن بيع العين المؤجرة صحيح وتأجير المشاع صحيح أيضا مما يجعل

صكوك ملكية الأعيان المؤجرة بديلا شرعيا لا غبار عليه لبعض الأوراق المالية الربوية كالسندات³.

ب- سندات إجارة الخدمات:

هي صكوك ذات قيمة متساوية تمثل حصصا شائعة في ملكية خدمة أعمال معينة قائمة أو موصوفة في الذمة⁴.

و هي قسمان هما:

- سندات ملكية خدمات أعمال معينة قائمة: وذلك بأن يكون العمل المعقود عليه قائما وموجودا عند انعقاد العقد.

¹ - الديبان، المرجع السابق، ج13، ص: 377

² - الديبان، المرجع السابق، ج13، ص: 381 وما بعدها بتصرف. أحمد بن محمد الخليل، المرجع السابق، ص: 332

³ - الديبان، المرجع السابق، ج13، ص: 395

⁴ - الديبان، المرجع السابق، ج13، ص: 425، أحمد بن محمد الخليل، المرجع السابق، ص: 331



و يتصور إصدار صكوك لهذا النوع من الإجارة بحيث تقوم الجهة المعنية بتمثيل خدماتها على شكل صكوك فيها وصف دقيق منضبط لحصة شائعة مقدرة من خدماتها ثم تطرح للاكتتاب العام فيكون المكتتب في صك من هذه الصكوك مالكا

لصحة مشاعة من خدمات هذه الجهة¹.

مثل أن تقوم جامعة ما بإصدار صكوك متساوية القيمة بغرض تقديم خدمة التعليم الجامعي ومقرراته الخاصة بالحصول على الشهادة الجامعية لمدة معينة محددة².

- **سندات ملكية خدمات أعمال موصوفة في الذمة** : وذلك بأن تكون الخدمة أو العمل المعقود عليه ليس موجودا عند انعقاد العقد وإنما يكون مستحقا في مواعيد مستقبلية محددة³.

مثل أن تقوم الجامعة بإصدار سندات خدمة موصوفة في الذمة تمثل تعليم طالب في الجامعة على أن تقدم هذه الخدمة الموصوفة في الذمة بعد خمس سنوات مثلا، ويمثل السند حصة ساعة واحدة، ولحامل السند الحق في الحصول على الخدمة الموصوفة مقابل ما يدفعه الآن من ثمن السند الذي يمثل ملكيته للمنفعة⁴.

*حكم سندات إجارة الخدمات

هذه الصورة تمثل عقد إجارة، إلا أنها من قبيل إجارة الأشخاص وهو ما يسمى الأجير المشترك في الفقه الإسلامي فالأجير المشترك هو مصدر هذه الصكوك والمستأجرون هو المكتتبون في هذه السندات والأجرة هي حصيلة الاكتتاب.

و الخدمة هي المنفعة المعقود عليها ولا خلاف بين الفقهاء في جواز عقد الإجارة على العمل (الأجير المشترك) ولا مانع شرعا من تداول هذا النوع من الصكوك إذا كانت ملكية خدمات جهة معينة وتوفرت شروط عقد الإجارة الواردة على العمل من حيث تحديد نوع العمل ومدته ومقدار الأجرة ووقت دفعها إذا كانت ملكية.

و أما إذا كانت سندات ملكية خدمات أعمال موصوفة في الذمة فيُنظر فإن كانت هذه الخدمات (المنافع) هي منافع أشخاص غير معينين جاز هذا بلا خلاف، ولا مانع من تداول هذه الصكوك إذا كانت هذه المنافع

¹-ميرة حامد بن حسين، صكوك الإجارة دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية. بنك البلاد-الرياض، دار الميمان للنشر والتوزيع القاهرة

ط1. 1429 هـ-2008 م. ص326

²- الديبان، المرجع نفسه، ج13 ص:426، منذر قحف، المرجع السابق، ص:53. أحمد بن محمد الخليل، المرجع السابق، ص:331

³- الديبان، المرجع السابق، ج13، ص: 428، أحمد بن محمد الخليل، المرجع السابق، ص: 331

⁴- الديبان، المرجع السابق ج13، ص: 428، منذر قحف المرجع السابق، ص:54



من أشخاص غير معينين وليست عقارا¹

ج- سندات إجارة المنافع

و هي صكوك ذات قيمة متساوية عند إصدارها تمثل حصصا شائعة في ملكية منافع أعيان معينة أو موصوفة في الذمة مما يخول مالكيها حقوق هذا الصك، ويرتب عليه مسؤولياته² و هي نوعان³:

أ- صكوك منافع الأعيان الموجودة:

وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجر) بنفسه أو عن طريق وسيط مالي بغرض إعادة إيجارها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

ب- ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة : وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك.

*حكم سندات ملكية المنافع:

هذه الصورة من الصكوك تمثل عقد إجارة على شيء غير موجود فالمؤجر بائع هذه الصكوك، والمستأجر مجموعة المكتتبين والأجرة حصيلة الاكتتاب والعين المؤجرة هي العقار الموصوف في الذمة مثلا، وهذه الصورة جائزة لأنها تنبني على حكم إضافة الإجارة إلى زمن المستقبل وقد أجازها جماهير العلماء في الإجارة كما تنبني هذه الصورة على مسألة إجارة العقار إذا كان العقار موصوفا في الذمة وتأجير العقار قبل قيامه إما أن تُعين له الأرض أم لا. فإن لم تُعين له الأرض فلا يصح تأجيره قولا واحدا، وأما إذا كانت الأرض معينة والعقار مازال موصوفا في الذمة ومازال دينا في ذمة المكاول فهل يجوز تأجيره ويُعتبر من قبيل السلم في المنافع؟. الصحيح أن الأرض إذا تعينت لم يصح أن يكون العقار سلما لأن السلم لا بد أن يكون كله موصوفا في الذمة فتعيين بعضه يخرج من كونه سلما إضافة إلى أن العقار لا يثبت في الذمة عند الفقهاء⁴

و قد اختلف المعاصرون في حكم تداول صكوك الأعيان الموصوفة على قولين:

¹ - الديبان، المرجع السابق، ج13، ص:426-428

² - ميرة، المرجع السابق، ص:326

³ - هيئة المحاسبة والمراجعة، المرجع السابق، ص: 468

⁴ - الديبان، المرجع السابق، ج13، ص421



القول الأول: لا يجوز تداول صكوك منافع الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفي المنفعة منها إلا بضوابط التصرف في الديون باعتبار أن تأجير العقار الموصوف في الذمة لا يمكن أن يكون سلماً. وهو ما ذهب إليه محي الدين القره داغي¹.

القول الثاني: جواز تداول هذه الصكوك وهو ما ذهب إليه منذر قحف وحسين حماد.

ويرد عليه أن بيع الدين بالدين ليس كله ممنوعاً² لأنه إجارة للعين الموصوفة في الذمة وهو فرد من أفرادها.

3- خصائص سندات الإجارة³

تتميز سندات الإجارة بجملة من الخصائص منها:

- 1- تعتبر صكوك الإجارة قابلة للتداول لأنها تمثل ملكية في أصل حقيقي.
- 2- تتميز بمخاطر منخفضة لأن عائدها (الإيجار) معروف مسبقاً.
- 3- لها قيمة اسمية محددة تحددها الأنظمة القانونية أو تحددها نشرة الإصدار.
- 4- تعتبر بديلاً إسلامياً مهماً لبعض الأوراق المالية الربوية كالسندات.
- 5- تتمتع باستقرار نسبي قد يصل قريباً من درجة الثبات في عوائدها الصافية.
- 6- تعتبر أداة متميزة للسياسة النقدية للدولة في هذا العصر وذلك لاحتياج الحكومات إلى أوراق مالية ذات استقرار نسبي في أسعارها.
- 7- لها قيمة اسمية متساوية وهو ما ينتج عنه المساواة في حقوق وواجبات حامليها وملاكها.
- 8- عدم قابلية صكوك الإجارة للتجزئة في مواجهة المصدر وعليه فلو آل الصك لملاك عدة بسبب إرث أو وصية أو هبة ونحو ذلك تعين عليهم أن يختاروا أحدهم ممثلاً عنهم أمام الجهة المصدرة⁴.

¹ - الديبان، المرجع السابق، ج13، ص: 421 بتصرف

² - حامد ميرة، المرجع السابق، ص: 171

³ - الديبان، المرجع السابق، ج13، ص: 375، بوسعيد، المرجع السابق، ص: 94، منذر قحف، المرجع السابق، ص62 وما

بعدها

⁴ - ميرة، المرجع السابق، ص: 307



خلاصة

اتضح من خلال مباحث هذا الفصل أن السندات في حقيقتها العرفية والشرعية هي قروض بفائدة، ولذلك فموقف الفقه منها هو المنع للإجماع الوارد في مسألة القرض الذي يجر نفعا إذ القرض المقصود منه الإرفاق فينبغي أن يكون لوجه الله فإذا خرج عن هذا الأصل كان حكمه المنع، ولذلك ذهبت الغالبية العظمى من المعاصرين إلى تحريم السندات بمختلف أشكالها وأنواعها وصدرت بذلك قرارات المجامع الفقهية والهيئات الشرعية، و لكن ذهب بعض فقهاء العصر إلى تجويز التعامل بالسندات إما بإطلاق أو تجويز بعض منها وقد استندوا في ذلك إلى الضرورة أو المصلحة، ورأى بعضهم أن السندات شبيهة بالمضاربة وص بالتالي فحكمها الجواز، ولكن الرأي الأصوب كما رأينا هو رأي الجمهور إذ الحاجة والضرورة على فرض وجودها في التعامل بالسندات تندفع ببدائل شرعية توصل إليها فقهاء العصر أشرنا إلى بعضها في ثنايا هذا الفصل وهي: صكوك المضاربة وصكوك المشاركة وصكوك الإجارة هاته الصكوك التي لها دور فعال في التنمية الحقيقية وتسريع عجلة التنمية إلى جانب حلوها من المحظورات الشرعية.

الفصل الرابع:

مقارنة بين بورصة ماليزيا وبورصة عمان

المبحث الأول: ماهية بورصة ماليزيا

المبحث الثاني: ماهية بورصة عمان

المبحث الثالث: مقارنة بورصة ماليزيا ببورصة عمان



تمهيد:

يعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية من بين الأسواق والبورصات الناجحة عالمياً، إذ تعتبر مركزاً للصناعة المالية الإسلامية العالمية، وهي مركز حيوي في النظم الاقتصادية الحديثة؛ وذلك لما تقدمه من خدمات مالية ذو صبغة إسلامية، لذلك نجد سوق رأس المال الإسلامي في دولة ماليزيا من بين الأسواق التي تتوافر فيه فرص استثمار وتمويل متوسطة وطويلة الأجل، وهي متوفرة على جل الأدوات المالية والخدمات المتوافرة والتي تتماشى ومبادئ الشريعة الإسلامية، منتهجة في طياتها أساس اجتناب الكسب والمال الحرام والتعامل بالربا والميسر والغرر في معاملاتها.

وعليه فإن بورصة ماليزيا تسعى لتقديم البديل الشرعي لسوق رأس المال التقليدي وذلك بطلب وتوجيه المتعاملين والجمهور على التعامل وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، لذلك أصبحت البورصة هي من تدعو إلى نظام مصرفي إسلامي وذلك توسيعاً للتعاملات المالية الإسلامية.

من جهة أخرى نجد أن بورصة عمان بدولة الأردن هي الأخرى تعتبر من بين أهم البورصات العربية التي أخذت منحى تصاعدياً في تطورها الملفت والناجح، إذ ساهمت في دعم الاقتصادي الأردني، إذ أن السلطات الأردنية قد خصصت لها قواعد وهيئات تنظمها، وما يشد الانتباه انتهاجها لقواعد الشريعة الإسلامية في تعاملاتها، إذ تأخذ بعين الحسبان شروط التداول والبيع والشراء بمفهوم الكسب الحلال.

وعليه فإننا نقسم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية بورصة ماليزيا

المبحث الثاني: ماهية بورصة عمان

المبحث الثالث: مقارنة بورصة ماليزيا ببورصة عمان



المبحث الأول- ماهية بورصة ماليزيا

إن بورصة ماليزيا تعتبر من بين أهم البورصات التي تنتهج الشريعة الإسلامية في معاملاتها، حيث تمتاز بعدة مميزات تجعلها تحتل مكانة مهمة في الاقتصاد الماليزي، نظراً لما تقدمه من خدمات مبنية على الشريعة الإسلامية، وسوف نتطرق في هذا المبحث إلى ماهية بورصة ماليزيا.

المطلب الأول- بورصة ماليزيا النشأة والمفهوم

أولاً- نبذة تاريخية عن نشأة سوق رأس المال الماليزي

بدأ النظام المالي الماليزي المنظم بتأسيس البنك المركزي الماليزي في تاريخ 24 جانفي 1959، بينما بدأت صناعة الأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية في الصناعة المطاطية والقصديرية. وتأسست عام 1930 م جمعية "سماسرة بورصة سنغافورة" "Singapore Stockbrokers' Association" وهي أول جمعية منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية¹، وفي تاريخ 9 ماي 1960 م تشكلت بورصة مشتركة بين سنغافورة وكوالالمبور حيث أُدخل نظام الغرف التجارية، إذ يكون في كل واحدة منهما نفس الأوراق المالية المدرجة ونفس الأسعار، وذلك من خلال ربطهم بالخطوط الهاتفية، وفي سنة 1964 م انفصلت سنغافورة عن ماليزيا رسمياً وأُسست بورصة مستقلة لها، وفي تاريخ 14-12-1976 تم التقسيم الفعلي للبورصة وتم تشكيل كلا من²:

-بورصة كوالالمبور للأوراق المالية برهاد بماليزيا لتداول الأسهم.

-بورصة سنغافورة للأوراق المالية بسنغافورة.

وتطور سوق الأوراق المالية في ماليزيا تطوراً ملحوظاً بعد عام 1993 م بتأسيس هيئة Kuala Lumpur Stock Exchange الأوراق المالية الماليزية، وبورصة كوالالمبور للأسهم التي أسست في عام 1994 م، وسوق المشتقات، وسوق السندات، بجانب تقديم بعض المعاملات المالية الجديدة مثل شهادات الشراء من الأسهم الموجودة ليصبح هذا السوق مصدراً رئيساً لتمويل المشروعات ذات رؤوس الأموال الكبيرة

¹ -كتاف شافية، المرجع السابق، ص: 114.

² - مونييه سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر-بسكرة، 2014-2015، ص: 161.



التكوين الرأسمالي الذي كان يحصل عليه القطاعان العام والخاص¹.

وبغرض تدعيم هذا السوق التزمت الحكومة الماليزية باعتماد الخطة الرئيسة لسوق رأس المال وتحت رعاية وزير المالية "Malaysien Capital Market Masterplan" الماليزي في تاريخ 22 فبراير/شباط 2001 م، وتضمنت الخطة ستة أهداف رئيسة² هي:

(1) تشجيع إدارة الاستثمار وجعل بيئة استثمارية أمثل للمستثمرين.

(2) إيجاد موقع تنافسي وكفاءة لمؤسسات السوق.

(3) جعل سوق رأس المال مركزا للحصول على الموارد التمويلية للشركات ماليزية.

(4) تطوير بيئة حسنة وتنافسية لخدمات الوساطة.

(5) جعل أنظمة الرقابة قوية ومنظمة.

(6) جعل ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي.

وقد انتهجت ماليزيا هذه المراحل للوصول للأهداف السابقة:

-المرحلة الأولى: من 2001 إلى 2004 عملت ماليزيا في ه الفترة على تقوية الوسطاء ومؤسسات

الاستثمار المحلي.

-المرحلة الثانية: من 2004 إلى 2006 وتميزت هذه المرحلة بتعزيز وتقوية القطاعات الأساسية، وجعلها

أكثر تنافسية والعمل أكثر على جعل سوق الأوراق المالية بصفة تدريجية قابلة للانفتاح.

-المرحلة الثالثة: من 2006 إلى 2010 وتعد آخر مرحلة وتتميز بالانفتاح على الأسواق والشركات

الأجنبية، مع تحصين مؤسسات السوق المحلي والمرافق الملحقه بها، وذلك لمواجهة التحديات الدولية في مختلف جوانبها.

ولا 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 المتوسطة والطويلة الأجل، فهو لا

يقتصر على السوق المنظم، بل يشمل أيضا السوق غير المنظم لاسيما سوق السندات، ويُعد من أهم الروافد لسد

الاحتياجات في الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل للمشاريع التنموية الماليزية، وميداناً للمنافسة بين

¹ - نبيل خليل طه سمور، المرجع السابق، ص: 85.

² - مونييه سلطان، المرجع السابق، ص: 162.



الشركات للحصول على رؤوس الأموال بهدف التطوير إلى الأفضل. وتتنوع الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق فتشمل سندات الحكومة الماليزية والشركات الخاصة، وأسهم الشركات المساهمة، وشهادات صناديق الاستثمار، وعقود المستقبلات للسلع والخدمات المالية، وعقود الخيارات وغيرها.

وعليه تعتبر سوق الأوراق المالية الماليزية على أنها السوق التي تضم كلا من سوق الأوراق المالية التقليدي، إلى جانب سوق الأوراق المالية الإسلامية للأصول المتوسطة والطويلة الأجل، وسوق الميزداك MESDAQ والبورصة المالية للمشتقات، ومركز لبوان LABUAN وهي أيضا سوق كبقية الأسواق تضم سوقين واحدة منظمة، وأخرى غير منظمة لاسيما سوق السندات، إذ يُعتبر هذا الأخير من أهم الأسواق لأنه يوفر الأموال الاستثمارية المتوسطة وطويلة الأجل، لمختلف المشاريع التنموية الماليزية، باعتبارها ميدانا خصبا للمنافسين بين الشركات لاجتذاب والحصول على رؤوس الأموال بهدف التطوير إلى الأحسن. وتتنوع الأدوات المالية في هذا السوق فهي تتمثل في الأسهم والسندات التقليدية والصكوك الإسلامية والسندات الحكومية وسندات الشركات الخاصة، وشهادات صناديق الاستثمار وعقود المستقبلات وغيرها¹.

ثانيا- مفهوم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي بأنه السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسطة وطويلة الأجل المتوافقة تماما مع أحكام الشريعة الإسلامية، والخالية من الأنشطة المحرمة شرعاً كالتعامل بالربا، والمقامرة، وبيع الغرر، وغيرها، إذن هو سوق مالي تتوفر فيه فرص لتمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، ولتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، ويقوم السوق بدور بارز في تعبئة الموارد المالية وتوجيهها للمشروعات، الاقتصادية وفقاً لنظام المعاملات الإسلامية. 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 والمستثمرين².

و يمكن تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية أيضا بأنها السوق التي تتم فيها النشاطات بطريقة لا تتعارض مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وهي من أهم أقسام البورصة الماليزية، لما تمثله من قيمة، إذ تعد البورصة الأولى عالميا من حيث القيمة السوقية للصكوك المدرجة بها بأكثر من 21 مليار دولار وهذا سنة 2010، كما تتمتع بدور هام في دعم النمو الاقتصادي لماليزيا، وتعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية جزءا هاما مكملا لنظام

¹ - مونية سلطان، المرجع السابق، ص: 163.

² - نبيل خليل طه سمور، المرجع السابق، ص: 99.



الصيرفة الإسلامية وهذا ما يزيد من عمق واتساع للسوق المالية الماليزية، وما تعطيه من منتجات إسلامية تجذب المتعاملين المسلمين للاستثمار¹.

المطلب الثاني- وظائف سوق الأوراق المالية الماليزية

يعد سوق الأوراق المالية في ماليزيا ركنا هاما وأساسيا من أركان النظام المالي والاقتصادي الماليزي، وتكمن أهمية هذا السوق في 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 بالوظائف الآتية²:

1. يساعد سوق رأس المال الماليزي في تعبئة الموارد المالية المعطلة، وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة طويلة الأجل في ماليزيا، ويساعد في جذب رؤوس الأموال الأجنبية.
2. تستطيع من خلال هذه السوق المؤسسات المالية الماليزية التي تتكون من المصارف الماليزية والشركات المالية، وشركات التأمين، وصندوق التوفير للعاملين والأفراد تجميع رؤوس الأموال بعضها إلى بعض للوصول إلى المشاريع التنموية الاقتصادية والاجتماعية، وتلبية احتياجات القطاعات الخاصة في ماليزيا.
3. يعتبر 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.
4. تشجيع تطور الشركات الخاصة في ماليزيا، وذلك بتوفير خدمة الوسطاء لتجميع المدخرات والصناديق للحصول على الموارد المالية، ورؤوس الأموال بهدف الاستثمار في الأنشطة الاقتصادية الماليزية، وتطور الملكية للشركات نفسها.
5. يساهم في عمليات التطور للاقتصاد الماليزي وذلك بتجميع الموارد المالية، خاصة في تدفق أسعار الأسهم المتغيرة وتعاملاتها يوميا في البورصة الماليزية للأوراق المالية، والتدفق الجاري في الأنشطة الاقتصادية الأخرى في ماليزيا.
6. أصبح سوق رأس المال الماليزي الوسيط الذي يتم عبره تدفق الأموال بين القطاعات التي تحقق فوائض لاسيما المؤسسات المالية والتأمينات الماليزية، وهيئة شؤون صندوق الحج، والأفراد من جهة، والقطاعات التي تعاني

¹ - مونه سلطان، المرجع السابق، ص:177.

² - المرجع نفسه، ص:163.



من عجز على وجه الخصوص من جهة أخرى مثل قطاعات الصناعة، والزراعة، والسياحة والخدمات والأنشطة الاقتصادية الأخرى في ماليزيا، وللتوضيح أكثر يقصد بها الوساطة بين عرض الأموال والطلب عليها لغرض تحقيق التوازن المالي المطلوب داخل الاقتصاد، وهذا راجع لكون سوق أوراق المالية أحد عناصر القطاع المالي الماليزي.

7. الإشراف والرقابة على كافة المعاملات والأدوات المالية الإسلامية في السوق، ومدى مطابقتها مع أحكام الشريعة الإسلامية، وخاصة بوجود اللجنة الاستشارية الشرعية، التي تعمل على تطوير المنتجات المالية الإسلامية في السوق الماليزي، كما تعمل على جذب المستثمرين الأجانب من أجل الاستثمار في السوق الإسلامية¹.

المطلب الثالث- أهمية سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

يقوم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بتلبية الطلبات المتزايدة من جمهور المسلمين الماليزيين على الأدوات المالية الإسلامية، ويقدم هذا السوق العديد من الخدمات أهمها²:

1- توفير فرص استثمارية متوافقة مع الشريعة الإسلامية: يتيح سوق رأس المال الإسلامي فرصة الاستثمارات الممتازة للمستثمرين المسلمين في القطاعات التي لا تتعامل بالحرمة الشرعية. وتشرف على هذا الجانب جهة رقابية شرعية لضمان مطابقة 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، 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 مركزاً دولياً 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

¹ - حرفوش سعيدة، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق-دراسة حالة سوق ماليزيا-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة المدينة، 2008-2009، ص: 163.

² - نبيل خليل طه سمور، المرجع السابق، ص: 102.



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.

كما يساهم في جذب رؤوس الأموال الأجنبية لتوظيفها في المشاريع المحلية التي لا تتعامل بالمعاملات المحرمة شرعاً. وهذه الحالة قد أدت إلى تطوير النظام المالي الإسلامي في ماليزيا حيث حقق الاقتصاد الماليزي معدلات مرتفعة في النمو الاقتصادي.



المبحث الثاني - ماهية بورصة عمان

في غياب سوق منظم لتداول الأوراق المالية فقد كان التعامل بها يتم من خلال مكاتب غير متخصصة أو ما يسمى بأدبيات الأسواق المالية بالسوق غير المنتظم ومع ازدياد أعداد الشركات المساهمة العامة وتوسع الحكومة في إصدار أدوات الدين العام اتضحت الحاجة إلى إنشاء سوق منتظم حيث دعت لذلك خطط التنمية المتعاقبة، وقد تبع ذلك جهود كبيرة ودراسات عدة مما أثمر عن تأسيس سوق عمان المالي بموجب القانون رقم 3 لسنة 1976 م¹.

المطلب الأول - نشأة ومفهوم بورصة عمان

أولاً - نشأة بورصة عمان

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، فقد بدأ الجمهور الأردني الاكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات، حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن وشركة التبغ والسجائر الأردنية عام 1931 وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938 وشركة مصانع الإسمنت الأردنية عام 1951². كما تم إصدار إسناد القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينات ونتيجة لذلك فقد ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة مما دعا الحكومة إلى التفكير جدياً في إنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وكذلك حماية صغار المدخرين وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناء على قوى العرض والطلب، وقد دعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة لإنشاء مثل هذا السوق حيث بدأت الجهات المختلفة وبدعم من الحكومة بالتحضير لإنشاء سوق منظم للأوراق المالية، حيث قام البنك المركزي خلال عامي 1975 و1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية المنبثقة عن البنك الدولي بإجراء دراسات مكثفة تبين منها بأن حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة وتوزيع مساهمته فيها على عدد كبير من المستثمرين يبرر إنشاء هذه المؤسسة، إذ من المتوقع منها أن تضيف إلى السوق المالي الأردني أعمالاً تقتضى التطور الاقتصادي تغطيتها وتلبيتها دعماً له وبعثاً لمزيد من النشاط الاقتصادي، وكثمرة لهذه الجهود فقد

¹ - بوكساني رشيد، المرجع السابق، ص: 182.

² - جهرة شنافة، أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 1980-2016، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس - سطيف - 1، 2017-2018، ص: 240.



صدر القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976، والذي تم بموجبه تأسيس ما كان يعرف بسوق عمان المالي وتم تشكيل لجنة لإدارة سوق عمان المالي بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 16-03-1977، وبأشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ. كما باشر السوق أعماله بتاريخ 01-01-1978، وكان قانون سوق عمان المالي قد حدد أهداف السوق آنذاك بتنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، وتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وبما يضمن مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين، بالإضافة إلى توفير البيانات والإحصائيات اللازمة لتحقيق أهداف السوق. ومنذ إنشاء السوق أوكل إليه القيام بدورين أساسيين وهما دور الهيئة المنظمة لسوق رأس المال¹.

ثانيا- بورصة عمان للأوراق المالية:

تتمتع بورصة عمان بشخصية اعتبارية واستقلالية مالية وإدارية، وهي مؤسسة لا تهدف إلى تحقيق الربح، وتمثل الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل كسوق نظامية لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية، وقد باشرت أعمالها بشكلها الجديد اعتبارا من تاريخ 11-03-1999، حيث تم تشكيل مجلس إدارة البورصة من خمسة أعضاء منتخبين وعضوين آخرين يتم تعيينهما من قبل هيئة الأوراق المالية، ومن مهامها توفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة، وترسيخ أسس التداول وتوفير وسائل الربط والاتصال اللازمة للتداول، ومراقبة عملية التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات بما يضمن حماية المستثمرين وعدم التلاعب في التداول وكذلك إعداد التقارير ونشر المعلومات عن نشاط البورصة².

ثالثا- الإطار التشريعي لبورصة عمان

تم افتتاح بورصة عمان رسميا بتاريخ 01/04/1978 م وقد صدر قانون عمان المالي لسنة 1990 م ثم تبعه في عام 1997 قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 ليتمكن كافة الأمور والقضايا المتعلقة بالسوق وهذا من خلال النصوص المتعلقة بالمواد التالية³:

¹ - حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم-دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية-الأردن، السعودية، فلسطين-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر-بسكرة-، 2014-2015، ص: 138.

² - سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية -دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2001-2010 مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012، ص: 128.

³ - بوكساني رشيد، المرجع السابق، ص: 182.



- المادة 23 وجاء فيها ما يلي:

تنشأ في المملكة سوق لتداول الأوراق المالية تسمى بورصة عمان وتتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري ولها بهذه الصفة جميع التصرفات القانونية بما في ذلك إبرام العقود وتملك الأموال المنقولة والتصرف فيها وهي الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل كسوق نظامي.

- المادة 24 وجاء فيها ما يلي:

يتم التداول بالأوراق المالية المدرجة في البورصة من خلال صفقات تبرم بين الوسطاء الماليين كل لصالح عمله تثبت بموجب قيود تدون في سجلات البورصة.

- المادة 25 وجاء فيها:

تتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين وتتألف الهيئة العامة من الأعضاء المسددين لرسوم الانتساب للبورصة ورسوم الاشتراك السنوية فيها ويكون لكل وسيط مالي صوت واحد في اجتماعات الهيئة العامة ويدير البورصة مجلس إدارة ومدير تنفيذي وتحديد الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بها والأحكام والإجراءات المتعلقة بالهيئة العامة وكيفية تشكيل مجلس الإدارة.

- المادة 26 وجاء فيها:

يضع مجلس إدارة البورصة بموافقة المجلس الأنظمة الداخلية والتعليمات اللازمة لإدارة شؤون البورصات بما في ذلك ما يتعلق بالأمور التالية:

- إدراج وتداول الأوراق المالية.

- صندوق ضمان الوسطاء الماليين.

- المعلومات والبيانات والسجلات التي تعتبر سرية والأشخاص المفوضين للاطلاع عليها بحكم عملهم.

- حل النزاعات بين أعضاء البورصة وبين الأعضاء وعملائهم.



المطلب الثاني - أهداف بورصة عمان

تهدف بورصة عمان بشكل رئيسي إلى توفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وترسيخ أسس التداول العادل من خلال¹:

- وضع وتطبيق الإجراءات وأساليب العمل الكفيلة بضمان تداول كفاء وشفاف.
- توفير أنظمة إلكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة. - مراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات؛
- فرض عقوبات تأديبية على أعضائها والأشخاص المرتبطين بهم المخالفين لأحكام القانون والتعليمات الصادرة بمقتضاه.

- إقامة علاقات تعاون مع البورصات والجمعيات والمنظمات العالمية وإبرام الاتفاقيات معها.
 - توفير بيئة سليمة وصحيحة لتداول الأوراق المالية وترسيخ أسس التداول السليم والعادل.
 - حماية المتعاملين في سوق رأس المال بتطبيق أنظمة وتعليمات تتماشى مع المعايير العالمية.
 - وضع معايير السلوك المهني لضمان التزام أعضائها بمبادئ التداول العادل والسليم.
 - النشر الفوري والصحيح للمعلومات لجميع المهتمين بنفس الوقت.
- ويمكن اختصار أهداف بورصة عمان في النقاط الآتية²:

- خلق بيئة استثمارية جاذبة وآمنة.
- تطوير عمليات وأساليب تداول الأوراق المالية في البورصة.
- تطبيق أحدث المعايير العالمية.
- نشر معلومات التداول إلى أكبر عدد ممكن من المتعاملين والمهتمين.
- زيادة وعي كافة فئات المجتمع وبشكل خاص المتعاملين بالأوراق المالية.
- الشفافية والمصدقية في تعاملات البورصة.

¹ - حليلة عطية، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات-دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة -2008-2013-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015، ص: 170.

² - حياة زيد، المرجع السابق، ص: 141.



المطلب الثالث- تسيير بورصة عمان:

أولاً- هيكل بورصة عمان¹:

تنقسم بورصة عمان إلى قسمين السوق الأولي أو سوق الإصدار الأول، وهو السوق الذي يتم فيه تصريف الإصدارات الجديدة الواردة للبورصة، والسوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية بيعة وشراء وفقاً لأحكام وقوانين وأنظمة وتعليمات منصوص عليها في النظام الداخلي.

أقسام السوق الثانوي:

يقسم السوق الثانوي إلى أربعة أقسام:

1-السوق الثاني:

يتطلب إدراج أسهم شركة ما في السوق الثانوي تقديم البيانات التالية:

أ. تقرير صادر عن مجلس إدارة الشركة يتضمن:

- نبذة عن تأسيس الشركة، أهدافها وعلاقتها بالشركات الأخرى.

- وصف للأوراق المالية المصدرة.

- تقييم لأداء الشركة مدعم بالأرقام.

- الأحداث الهامة التي مرت بها الشركة.

- الخطة المستقبلية للسنوات الثلاثة القادمة.

- أسماء الأشخاص الذين يملكون (5%) أو أكثر من أسهم الشركة.

- كشف بأسماء مجلس الإدارة ورتب الإدارة التنفيذية.

- كشف بأسماء مساهمي الشركة وعدد أسهم كل منهم والمساهمين غير الأردنيين.

ب. عقد التأسيس والنظام الأساسي.

ج. التقرير السنوي للشركة لآخر سنة مالية (إن وجد).

¹ - بلجيلة سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم-دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة- 1996-2006، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2009-2010، ص : 165.



د. الدراسة المالية للفترة من نهاية الربع الأخير الذي يسبق تاريخ طلب الإدراج (إن وجد).

بعد استيفاء كل هذه الشروط تقرر إدارة البورصة وهيئة الأوراق المالية إدراج الأوراق المالية لهذه الشركة للتداول في السوق الثاني.

2- السوق الأول: يتم فيه تداول الأسهم التي تتوفر فيها الشروط التالية:

- أن يكون قد مضى عام على الأقل على إدراجها في السوق الثاني.
- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن (100 %).
- أن تكون الشركة قد حققت أرباح في سنتين متتاليتين على الأقل خلال السنوات الثلاث الأخيرة التي تسبق نقل الإدراج.

- أن لا يقل عدد مساهمي الشركة بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن (100) مساهم.

- أن لا يقل عدد أيام تداول أسهم الشركة عن (20) % من عدد أيام التداول الكلي.

وتنتقل الشركة من السوق الأول إلى الثاني إذا انتفى أحد الشروط السابقة حسب المادة (8) من تعليمات إدراج الأوراق المالية.

3- سوق السندات: وهو جزء من السوق الثانوية حيث يتم التعامل بالسندات الحكومية وإسناد القرض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات الخاصة.

4- التحويلات خارج القاعة: وهي ذلك الجزء من السوق الثانوية الذي يتم من خلاله إجراء التحويلات الإرثية العائلية.

ثانياً- الأوراق المالية المتداولة في بورصة عمان:

يتم التداول في بورصة عمان بأسهم الشركات المساهمة العامة، والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار، وسندات التنمية الحكومية، بالإضافة لأذونات وسندات الخزينة، وكذلك سندات القروب الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات المساهمة العامة وحقوق الاكتتاب وذلك بعد استيفاء كافة شروط الإدراج¹، وبموجب

¹ - عدمان فائزة، سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة-دراسة قياسية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة ما بين 2005-2013، مذكرة ماجستير في مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2016-2017، ص:149.



قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 فإن تعريف الأوراق المالية يشمل¹:

- 1- أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول.
 - 2- إسناد القرب الصادرة عن الشركات.
 - 3- الأوراق المالية الصادرة عن الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو المؤسسات العامة أو البلديات.
 - 4- إيصالات إيداع الأوراق المالية.
 - 5- الأسهم والوحدات الاستثمارية في صناديق الاستثمار المشترك.
 - 6- إسناد خيار المساهمة.
 - 7- العقود الآنية التسوية والعقود الآجلة التسوية.
 - 8- عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع.
- ثالثاً- طريقة التسعير في بورصة عمان:

يتم تطبيق نظام التسعير المستمر عن جميع الشركات المدرجة في بورصة عمان، وتسمح هذه الطريقة بما يأتي²:

- التنفيذ على أسعار مختلفة وفقاً لتوافق العرض والطلب.
- إمكانية التنفيذ الفوري للأوامر.
- تعزيز السيولة وزيادة عمل السوق.
- الاستجابة لمجريات السوق وبالتالي قد تكون الأسعار أكثر دقة.
- زيادة مرونة السعر.

¹ - عبدالحفيظ خزان، تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي-دراسة سوق عمان للأوراق المالية من 2002-2013، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013-2014، ص: 126.

² - بن قمحة زهرة، أثر فعالية أداء الأسواق المالية على النشاط الاقتصادي -دراسة قياسية مقارنة بورصة الجزائر ببورصة عمان، خلال الفترة بين 2000-2013، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2013-2014، ص: 137.



- زيادة أحجام التداول.

- يبدأ وينتهي بنظام تسعير ثابت لاكتشاف سعر الافتتاح وسعر الإغلاق.

- تذبذب الأسعار خلال جلسة التداول.

رابعا- مؤسسات سوق رأس المال الأردني:¹

1-هيئة الأوراق المالية: وهي الهيئة الرقابية المنظمة لسوق رأس المال في الأردن، وتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، وللهيئة مجلس مفوضين باشر عمله لأول مرة في 01-09-1997 لممارسة عدة صلاحيات.

2-مركز ايداع الأوراق المالية: أسس مركز إيداع الأوراق المالية بموجب قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997 وبأشر عمله في عام 1999، يتمتع بشخصية اعتبارية، ذات استقلال مالي وإداري، يخضع لرقابة الهيئة وإشرافها، يهدف المركز إلى تعزيز ثقة المستثمرين بالأوراق المالية، وتمكينهم من متابعة استثماراتهم بالأوراق المالية، وذلك ببناء سجل مركزي لحفظ ملكية الأوراق المالية، والحد من المخاطر المتعلقة بتسوية عمليات التداول في السوق، من خلال وضع أنظمة وتشريعات وإجراءات تتسم بالعدالة والأمان.

3-شركة بورصة عمان:

في 20 شباط تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة، وتعتبر شركة بورصة عمان الخلف القانوني العام والواقعي لبورصة عمان، وتدار من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء يعينهم مجلس الوزراء ومدير تنفيذي يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة.

¹ - جهرة شناعة، المرجع السابق، ص: 245-246.



المبحث الثالث- مقارنة بين بورصة ماليزيا وبورصة عمان:

إن من بين أهم البورصات العربية والتي تنتهج قواعد الشريعة الإسلامية نجد كل من بورصة ماليزيا وبورصة عمان، إذا تتبع كل منهما في تسييرها وقواعد تنظيمها قواعد الشريعة الإسلامية باتباع الطرق الحديثة في السوق المالية، وعليه سوف نتطرق في هذا المبحث إلى مقارنة عامة بين البورصتين.

المطلب الأول- أدوات كل من بورصة ماليزيا وبورصة عمان:

أولاً- أدوات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا:

إن هيئة الأوراق المالية الماليزية جهة مسؤولة بصورة كاملة عن متابعة كافة أنشطة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، والمتعلقة بإصدار وتداول الأدوات المالية الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا، والتأكد من التزام السوق بمبادئ وضوابط الشريعة الإسلامية الغراء، والتزامه بالقرارات الصادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية المشكلة من قبل هذه الهيئة. أما السندات الحكومية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية مثل الإصدارات الاستثمارية الحكومية فتحض لرقابة البنك المركزي الماليزي.

ويمكن تقسيم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا إلى ثلاثة أقسام رئيسة كما يلي:

أولاً- الملكية الإسلامية: تشمل الملكية الإسلامية الأدوات المالية لاسيما الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والمدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية، وما يتعلق بالأسهم مثل صناديق الاستثمار الإسلامية والتي يمكن نقل ملكيتها من شخص لآخر بطريقة البيع أو الهبة، وأما مؤشر الشريعة فلا يعد من الأدوات المالية بل هو مقياس لمعرفة أداء سوق الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة في ماليزيا. وأهم عناصر ومكونات الملكية الإسلامية ما يأتي¹:

1- الأسهم العادية: في التجربة الماليزية تدرج هذه الأسهم في البورصة الماليزية للأوراق المالية. وتتكون من الأسهم الصادرة عن الشركات المساهمة التي تخلو أنشطتها الأساسية من العناصر المحرمة شرعاً. فهي الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة².

2- صناديق الاستثمار الإسلامية: صناديق الاستثمار الإسلامية هي الصناديق التي تتولى تجميع أموال صغار المستثمرين فضلاً عن كبارهم في صورة وحدات استثمارية، يعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص لتوظيفها في الشركات المعترف بها من اللجنة الاستشارية الشرعية وفقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية،

¹ - مونييه سلطان، المرجع السابق، 108.

² - نبيه مسعود، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال-تجربة ماليزيا أنموذجاً-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر-بسكرة، 2012-2013، ص: 279.



والمعاملات الإسلامية، وعلى سبيل المثال التوظيف في صناديق الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية، وصناديق الصكوك الإسلامية¹.

3- مؤشر الشريعة: المؤشر هو رقم حسابي قياسي يعكس تطور أسعار التعامل في سوق معينة سواء بالزيادة أو النقصان، وهو مقياس للتعرف على أداء سوق الأسهم بصورة عامة. وفي البورصة الماليزية يعتمد مؤشر الشريعة لقياس حركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة، وأدائها الاستثماري، ويحتسب باستخدام المتوسط المتحرك لأسعار الأسهم لهذه الشركات، وعلى سبيل المثال؛ عندما يصعد مثلاً مؤشر الشريعة من مستوى 115 نقطة إلى 120 نقطة، فهذا يعني أن متوسط أسعار أسهم الشركات الموضوعه عليه قد ارتفعت ب 5 نقاط. والنقطة هنا تعني مقدار التغير بوحدة واحدة في سعر السهم صعوداً أو هبوطاً.

ثانياً- الصكوك الإسلامية: تعتبر التجربة الماليزية هي الأولى لإصدار الصكوك الإسلامية وتعرف بأنها " عبارة عن شهادات متساوية القيمة وغير مجزأة في ملكية الأموال الاستثمارية، تحكمها مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية ومصادق عليها من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية". وإصدار هذه الصكوك يتم من طرف الشركات الخاصة وتخضع لرقابة هذه اللجنة، بينما يقوم البنك المركزي الماليزي بمراقبة الصكوك الإسلامية الحكومية، أي يتم إصدارها وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية².

ثالثاً- خدمات الوساطة: إن فئة الوسطاء الماليين تلعب دوراً هاماً في إدارة وتنظيم عمليات تبادل الأسهم لاسيما الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية وصناديق الاستثمار الإسلامية، وتعتبر وسيطاً بين وحدات العجز والفائض، وتمارس معاملاتها وفقاً لأحكام الشريعة وهي خالية من العناصر المحرمة شرعاً، وإحدى خدماتها هي توفير المعلومات اللازمة للبايعين والمشتريين عن كافة الأمور ذات الصلة بها. أما الرقابة الشرعية أيضاً فتعتبر إحدى الخدمات الجوهرية المتوفرة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وهذا لضمان التزام الأنشطة في هذا السوق بأحكام الشريعة الإسلامية، ومن أهم أقسام خدمات الوساطة المتوفرة في هذا السوق ما يأتي³:

1- السمسرة: يمكن تعريف السمسرة شرعاً بأنها الوساطة بين البائع والمشتري مقابل أجره في غير عقد إجارة، والسمسار مسؤول عن إتمام البيع والشراء في الأسهم المدرجة في البورصة بأجرة وفي التجربة الماليزية توفر

¹ - نصبه مسعودة، المرجع السابق، ص: 290.

² - المرجع نفسه، ص: 293.

³ - خليل طه سمور، المرجع السابق، ص: 111.



بعض شركات السماسرة خدمة السمسرة الإسلامية والتي تساعد جمهور المسلمين وغيرهم للاستثمار في الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية فقط، والتي تسمح بها اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية للتداول بها.

وتشترط البورصة الماليزية أن يتم التعامل في الأسهم المدرجة بواسطة السماسرة المقيدين بالبورصة، وذلك لأن المتعاملين في البورصة لا يعرف بعضهم بعضاً، بل يكفي أن يعطي العميل أمره إلى سمساره ليقوم بإجراء العمليات اللازمة حسب القوانين والأنظمة المقررة في قواعد أعمال البورصة الماليزية للأوراق المالية حيث وفرت هذه القواعد التعليمات العامة التي تتطلبها شركات السماسرة لتوفير خدمات السمسرة الإسلامية. والغرض الأساس لهذه الخدمات هو مساعدة المستثمرين المسلمين على التعامل في البورصة¹.

2- إدارة الاستثمار: إدارة الاستثمار عبارة عن أعمال الإدارة لحفظ الأوراق المالية التي تديرها وتمارسها الشركات المحددة ذات المؤهلات والمواصفات المعينة لغرض الاستثمارات نيابة عن عملائها. 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 مسؤولة كاملة عنها لأن تستثمر مجموعة الموارد المالية من عملائها في مجال الاستثمارات المعينة. وتكون إدارة الصندوق وسيطاً ووكيلاً عن عميله في تنفيذ كل الإجراءات المتعلقة بإدارة الاستثمار.

وتركز صناديق إدارة الاستثمار الإسلامية في ماليزيا حالياً على أصحاب المدخرات الصغيرة حيث تتجمع من الأموال لتشكيل محافظ استثمارية وفق مبدأ التنوع الذي يؤدي إلى تقليل مخاطر الاستثمار، وتستثمر هذه الصناديق في مجال الاستثمارات المتوافقة مع الضوابط الشرعية، وعمل ودور هذه الصناديق فعلياً كالوسطاء أو الوكلاء للمدخرات. ودور إدارة الاستثمار في السوق الماليزي الحالي أشمل من هذه الصناديق.

3- 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 دوراً هاماً في عملية إصدار الصكوك الإسلامية بصورة خاصة².

¹ - خليل طه سمور، المرجع السابق، ص: 112.

² - المرجع نفسه، 113.



ثانيا- الأدوات المتداولة في بورصة عمان

بموجب قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002م في عمان، صار يتم التداول في بورصة عمان بالأدوات المالية المتمثلة في أسهم الشركات، وأدوات الدين العام، وسندات الشركات والمؤسسات العامة العقود الآنية والآجلة، إضافة إلى عقود خيار الشراء وخيار البيع، حيث يتم تنفيذ أوامر بيع وشراء هذه القوات المالية خلال ساعات التداول في بورصة عمان، والذي يتم طيلة أيام الأسبوع ما عدا يومي الجمعة والسبت¹.

أولاً- الأسهم العادية: يعتبر الاستثمار أحد الأنشطة الرئيسة في مجال الاستثمار المالي لأي بلد يتوفر فيه سوق مالي منظم يعمل ضمن التشريعات والقوانين، وتعتبر الأردن من الدول الناشئة القليلة التي تتوفر بها سوق مال منظم، وبالتالي يلقي إقبال العديد من المستثمرين الأردنيين أصحاب الفوائض المالية، ويعود ذلك إلى سهولة دخول المستثمر السوق المالي، وأيضاً للحماية المتوفرة له من خلال مجموعة التشريعات والقوانين، ومن هنا نجد أن الأسواق المالية لها أهمية كبيرة في إعداد المعلومات المالية والمتمثلة في التقارير المالية الصادرة من قبل الشركة المدرجة في الأوراق المالية حيث تقوم هذه التقارير بتوفير المعلومات الأساسية والتي يستطيع من خلالها المستثمر تحديد أسعار الأسهم على أساس صحيح².

وهي أسهم نقدية ويجوز أن تكون عينية وتستند دفعة واحدة أو على أقساط لا تزيد عن أربع (04) سنوات من تاريخ المباشرة وهي متساوية الحقوق والواجبات، وتأخذ أرقاما تسلسلية، أما شهادات الأسهم فهي وثيقة تصدر من قبل الشركة لصالح حامل الأسهم تعترف بموجبها الشركة بملكية الثاني لهذه الأسهم وتشمل على البيانات التالية³:

- الاسم الكامل الشركة وموقعها الرئيسي.

- نوع المساهمة وعدد الأسهم وأسماء المساهمين.

- تسلسل ملكية السهم.

ثانيا- سندات القرض: وهي أوراق مالية ذات قيمة اسمية قابلة للتداول وتصدرها الشركات المساهمة العامة وتطرحها للاكتتاب العام أو الخاص للحصول على قرض لا تقل مدته عن خمس (05) سنوات وتتعد الشركة

¹ - حليلة عطية، المرجع السابق، ص: 183.

² - سامر فحري عبيدات، صفاء محمد الحمود، تحليل محددات أسعار أسهم البنوك التجارية -دراسة تطبيقية في بورصة عمان، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 46، السنة الثامنة 2010، ص: 4.

³ - حليلة عطية، المرجع السابق، ص: 183.



بموجب هذا الإسناد بسداد هذا القرض وفوائده طبقاً لشروط الإصدار، وتتقسم هذه السندات إلى الآتي¹:

- **السندات الاسمية:** وتكون باسم المالك ونقل الملكية حسب قانون السوق وتوثق في سجلات الشركات.

- **السندات لحاملها:** وتكون الحقوق المرئية عليها الشخص الذي يجوز عليها وتنتقل ملكيتها من شخص

إلى آخر بالاستلام والتسليم مباشرة.

وتكون القيمة الاسمية للإسناد في كل إصدار ثابتة لكنها بفئات مختلفة وذلك لغايات تسهيل عملية التداول، وقد تباع بقيمتها الاسمية أو بعلاوة إصدار أو بخخص ولكن في الحالات جميعها يكون التسديد بتاريخ الاستحقاق بالقيمة الاسمية.

ثالثاً- سندات المقارضة: وهي أداة من أدوات التمويل وفقاً لقواعد التمويل الإسلامي وتختلف عن مثيلاتها في الاقتصاد الوضعي لكونها عبارة عن علاقة إقراض بين مصدر مكتب تأخذ معنى لرد الأصل وليس المديونية أي أن الفائدة لا تحدد سلفاً وإنما يترك أمرها لمدى الربح المحقق ولا يوجد أي ضمان ترد الأصل وذلك لاحتمال وجود خسائر، ولكونها وثائق محددة القيمة تصدر بأسماء مالكيها مقابل الأموال التي قدموها لصاحب المشروع بعينه بقصد تنفيذ المشروع واستغلاله لتحقيق الربح وإصدارها يتم بإحدى الطريقتين التاليين²:

- أن تصدر لأجل معين للمشاركة في تمويل الاستثمار المزمع إقامته ويطلق عليها حين ذاك سندات المقارضة المشاركة.

- أن تصدر لهدف معين أي لتمويل استثمار محدد ويتم استردادها من خلال الدخل المتفق عليه بالإضافة للمشاركة في الربح، وفي كلا الحالتين لا تخضع الأرباح المحققة عنها لضريبة الدخل، وكذلك الحال بالنسبة لأصل القرض.

رابعاً- أدوات الدين العام: وهي عبارة عن أذونات وسندات الخزينة التي تصدرها الحكومة للحصول على قروض من الجمهور، ويعني الصك أو الكمبيالة الصادرة وسندات الخزينة الصادرة بالنيابة عن خزينة الحكومة والتي تنتقل ملكيتها بمجرد التسليم، وتنص على حق حاملها في استيفاء قيمتها الاسمية في التاريخ المحدد مع الفائدة المستحقة، أما سندات الخزينة فهي السندات المسجلة أو المستندات لحاملها الصادرة عن الحكومة³.

وبالتالي فإن شروط إصدارها تقرر من قبل مجلس الوزراء ولا يجوز بأي حال من الأحوال بعد إعلانها تغييرها أو تعديلها، وفي نفس الوقت لا يجوز أن تزيد في أي وقت من الأوقات عن (25%) من معدل الواردات المحلية

¹ - حليلة عطية، المرجع السابق، ص: 184.

² - المرجع نفسه، ص: 185.

³ - المرجع نفسه، ص: 186.



المحصلة في السنوات الثلاثة الأخيرة أو إجمالي المبلغ المتداول أيهما أكثر، وألا يزيد إجمالها عن مقدار النفقات الرأسمالية السنوية المقدرة في الميزانية وعن (20%) من النفقات الفعلية للعام المنصرم وألا يزيد الحد الأقصى لتاريخ الاستحقاق عن خمسة عشر (15) سنة، والاكتمال فيها مسموح لغير المقيمين في الداخل، وذلك وفقاً لأحكام قانون مراقبة العملات الأجنبية والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه، وطُرح هذا النوع من السندات لأول مرة سنة 1969 وقد لاقى هذا الإصدار إقبالا كبيرا من البنوك والشركات المالية، الأمر الذي شجع الحكومة على طرحها مرة أخرى وكان ذلك سنة 1971، وقد كان لها نفس الإقبال الذي لاقاه الإصدار الأول بل تعداه إلى الجمهور العادي وذلك نتيجة لسهولة تحويلها إلى نقد في أي وقت وإعفائها من ضريبة الدخل وامتدادا لهذا النجاح المحقق في كلا الإصدارين، اتجهت الحكومة ممثلة بالبنك المركزي نحو جميع المؤسسات والشركات العامة على إصدار مثل هذه السندات بكفالتها، وقد بدأ التداول فيها في سوق عمان ابتداءً من سنة 1979¹.

المطلب الثاني - خصائص كل من بورصة ماليزيا وعمان:

أولاً - خصائص بورصة ماليزيا:

الخصائص المميزة لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا الإسلام منهج شامل للحياة ليس فيما يتعلق بأمر العباد فحسب، وإنما في جميع المجالات، ومن هذا المنطلق بات من الضروري إقامة سوق رأس المال الإسلامي، لتحقيق مصالح المسلمين الاقتصادية المتوافقة مع شريعتهم. ويختلف هذا السوق اختلافاً تاماً عن سوق رأس المال التقليدي في جوانب متنوعة أهمها²:

1- الإشراف والرقابة الشرعية: وتعد هذه الخاصية إحدى الفوارق الجوهرية بين هذا السوق 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 باعتباره الإدارة المسؤولة عن دراسة وتحليل أنشطة السوق وعرضها.

2- العمليات والخدمات المقدمة خالية من أي محظور شرعي: وتعد هذه الخاصية الميزة الرئيسة التي يتميز بها سوق رأس المال الإسلامي عن السوق التقليدي، وأهم معاملته هو (إسقاط الفائدة الربوية من كل عملياته

¹ - حليلة عطية، المرجع السابق، ص: 186.

² - سلماني عادل، دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي - دراسة حالة ماليزيا - ، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة -، 2013-2014، ص: 212.



أخذاً أو عطاء) لاسيما في تداول الأوراق المالية، إلى جانب عناصر محرمة أخرى مثل بيع الغرر، والميسر، حيث يتم التأكد من أن الشركات المساهمة المدرجة في البورصة الماليزية لا تتعامل بالمحظورات الشرعية، وإنما تعمل في دائرة المباح، حيث يتم استبعاد المصارف الربوية وشركات الخمور، والتأكد أن الجهات المصدرة للصكوك الإسلامية ملتزمة بالأسس والضوابط الشرعية المقررة من اللجنة الشرعية.

3- اعتماد أدوات مالية متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية: يقوم سوق رأس المال الإسلامي بدراسة بعض الأدوات المالية التقليدية وفقاً لأحكام الشريعة مثل الأسهم العادية، وعقود الشراء من الأسهم الموجودة وعقود الشراء من الأسهم المشتقة، 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.

4- الالتزام بالقوانين والتشريعات المختلفة الصادرة عن الجهات المختصة: وتعد 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 on 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".

كما أن السوق الأولية للصكوك الإسلامية تخضع لهذه الهيئة، أما السوق الثانوية للصكوك الإسلامية فتخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي وفقاً لنظام التحويل الإلكتروني الآني للأموال والأوراق المالية.

ثانياً- خصائص بورصة عمان:¹

تعمل القاعدة الكبيرة والمتنوعة في سوق عمان المالي سواء كانوا أفراد أو شركات أو مؤسسات استثمارية على دفع السوق باتجاه أحد أفضل الأسواق المالية في الوطن العربي.

ويوجد حالياً 28 شركة وساطة عامة تقوم بمهام شراء وبيع الأوراق المالية لصالحها أو لصالح عملائها مقابل عمولة محددة كما يوجد 17 شركة مساهمة خصوصية محدودة المسؤولية تعمل أيضاً على بيع وشراء الأوراق المالية لصالحها ولصالح عملائها، أما الشركات الثلاث المتبقية فهي على شكل شركات تضامن تقوم فقط بأعمال

¹ - حليلة عطية، المرجع السابق، ص: 177.



الوساطة لصالح عملائها.

وقاعدة المساهمين في سوق عمان المالي كبيرة ومتنوعة، ويشكل الأفراد حوالي 50% من مجموع المساهمين في حين تشكل المؤسسات المختلفة النسبة المتبقية وأهم هذه المؤسسات الاستثمارية في الأردن والمشاركة في سوق عمان المالي هي: مؤسسة الضمان الاجتماعي للمؤسسة الأردنية للاستثمار التي تتولى إدارة استثمارات الحكومة، البنوك، شركات التأمين، صناديق الادخار، ومجموعة من صناديق الادخار والاستثمار للموظفين في المؤسسات والشركات المختلفة.

إن التعامل في سوق عمان المالي مفتوح لغير الأردنيين، وقد شهد سوق عمان المالي طلباً متزايداً من المؤسسات المالية الدولية للاستثمار في الأوراق المالية المدرجة في السوق وذلك نظراً لارتفاع نسبة سوق عمان المالي مقارنة بالأسواق الناشئة الأخرى.

و على الرغم من أن المستثمرين الأجانب يحق لهم التعامل بالأوراق المالية الأردنية إلا أن ملكيتهم لا يجب أن تتجاوز 49% من رأس المال المدفوع لأي شركة، كما لا يجوز للمستثمرين الأجانب تحويل الأموال والأرباح الرأسمالية إلى الخارج بدون عوائق.

المطلب الثالث- واقع وآفاق كل من بورصة ماليزيا وبورصة عمان:

أولاً- التجربة الماليزية:

شهدت التجربة الماليزية في تطبيق سوق رأس المال الإسلامية تطورات واعدة وأداءً مميزاً بالرغم من حداثةها مقارنة بنظيرتها التقليدية، حيث تمكنت من مواجهة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008م التي تعتبر أهم تحدي لها، وعليه نتعرض فيما يلي لمختلف العوامل التي ساعدت على نجاحها والتحديات التي لازالت تعترضها وآفاقها المستقبلية.

1- عوامل نجاح التجربة الماليزية¹

1-1 دعم الإطار التنظيمي والتشريعي: نجحت ماليزيا في وضع الإطار التنظيمي والتشريعي المناسب لعمل سوق رأس المال الإسلامية، وصناعة التمويل الإسلامي ككل، من خلال التسهيلات والتجهيزات والإرشادات التي كانت تهدف إلى تشجيع وتسهيل الممارسات المحلية والدولية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، ولعل أهم هذه التعليمات تمثلت في التعليمات الممارسة في سمسة البورصة الإسلامية لسنة 2007م،

¹ - عبلة لمسلف، سوق رأس المال الإسلامية الواقع والتحديات-حالة بورصة ماليزيا-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة عبدالحميد مهري-قسنطينة 2-، 2017-2018، ص: 298.



التعليمات وأفضل الممارسات لرأس المال المخاطر الإسلامي في ماي 2008م، تعليمات عرض الأوراق المالية الإسلامية في جويلية سنة 2004م، التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار العقاري الإسلامي في نوفمبر 2005م، تعليمات صناديق الاستثمار في نوفمبر 2008م، تعليمات إدارة الصناديق الإسلامية في ديسمبر 2007م.

1-2 البنية التحتية الملائمة: ساهمت هيئة الأوراق المالية الإسلامية في وضع البنية التحتية الملائمة لعمل سوق رأس المال الإسلامية الماليزية تحت إشراف الحكومة الماليزية وبنك نيغارا، من خلال إنشاء عدة مؤسسات مالية إسلامية وهيئات دولية لخدمة التمويل الإسلامي لعل أهمها: مجلس الخدمات المالية الإسلامية، شركة تسيير السيولة الإسلامية الدولية، مركز ماليزيا المالي الإسلامي الدولي.

1-3 توفر الكوادر والكفاءات البشرية: تتوفر ماليزيا على العديد من الكوادر والكفاءات البشرية وهي على مستوى عالٍ من التدريب، حيث عملت الحكومة الماليزية على بناء العديد من المؤسسات والهيئات الإسلامية التي تقوم بتعليم وتدريب الكفاءات البشرية، وتساهم في نشر الوعي بالتمويل الإسلامي، عن طريق مختلف الدورات التدريبية والأيام الدراسية والندوات والمؤتمرات، ولعل أهمها: المركز الدولي لتعليم التمويل الإسلامي، الأكاديمية الدولية لبيوت الترجمة والتمويل الإسلامي، معهد الخدمات المالية والمصرفية الإسلامية الماليزي.

1-4 تبني الخطط الاستراتيجية الأولوية للتمويل الإسلامي ووضوح الخطط التسويقية: إن وضع هدف جعل ماليزيا قطبا عالميا للتمويل الإسلامي من خلال الخطة الرئيسة لسوق رأس المال الأولى سنة 2001م، التي ساهمت في ابتكار وتطوير منتجات إسلامية جديدة، وتوفير البنية التحتية المهمة، وتوفير الحوافز الضريبية، وكان لها أثر إيجابيا كبيرا في جلب المستثمرين سواء كانوا محليين من داخل ماليزيا أو عالميين، وسواء من المسلمين أو من غير المسلمين.

1-5 البيئة الإسلامية المناسبة: تعمل سوق رأس المال الإسلامية الماليزية في ظل بيئة مندمجة بسبب إمكانية التعاون على المستوى الداخلي مع المصارف الإسلامية، شركات التأمين التعاوني (التكافل)، شركات السمسرة الإسلامية، وسوق النقد ما بين المصرف الإسلامية، وعلى المستوى الخارجي مع عدة مؤسسات وهيئات دولية إسلامية، لعل أهمها: مركز إدارة السيولة المالية، السوق المالية الإسلامية الدولية، البنك الإسلامي للتنمية، مجلس الخدمات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب.



2- تحديات التجربة الماليزية¹

1-2 التحديات الشرعية: إن أهم التحديات التي تواجه سوق رأس المال الإسلامية الماليزية هي التحديات الشرعية التي تعزى إلى الاختلافات الفقهية وتأثيرها على صناعة التمويل الإسلامي، وتشكل الفتوى المتضاربة والآراء الفقهية المختلفة أكبر خطر يهدد صناعة التمويل الإسلامي، وقد يسبب أزمات حقيقية في المستقبل، لأنه يؤدي إلى عدم الفهم الصحيح لطبيعة الفقه الإسلامي من حيث مرونته وكفاءته.

ثانيا - البيئة المحيطة بأسواق رأس المال: إن سوق رأس المال الإسلامية الماليزية الفتية تعمل في نفس البيئة بمختلف إجراءاتها التنظيمية التي وضعت لسوق رأس المال التقليدية العريقة، حيث أقيمت العديد من الدراسات التطبيقية التي أجريت حول هذه السوق، وسوق رأس المال الإسلامية تعمل كمكمل لسوق رأس المال التقليدية، والتي تختلف تماما عن السوق الإسلامية من حيث الأهداف والمعاملات.

ثالثا- نقص الكوادر المؤهلة: بالرغم من توفر الكوادر البشرية المؤهلة نتيجة وجود العديد من المعاهد المتخصصة في التمويل الإسلامي، إلا أنها غير كافية ولا زالت بحاجة إلى المزيد من التدريب والتأهيل خاصة الخبراء الذين يجمعون بين فقه المعاملات والعلوم الشرعية وبين العلوم المالية والاقتصادية، من أجل ابتكار وتطوير منتجات وأدوات مالية إسلامية تتميز بالأصالة في الطرح وتجمع بين الكفاءة الاقتصادية والالتزام بقواعد الشريعة الإسلامية، وتبتعد عن محاكاة وتقليد مختلف أدوات وعمليات وآليات تنظيم سوق رأس المال التقليدية في ماليزيا، وعن محاولة إيجاد مخارج شرعية لها وتكييفها فقهيًا.

رابعا- قلة الوعي الشعبي: أجرت بورصة ماليزيا دراسة تبين من خلالها أن العقبات الرئيسة في تطوير سوق رأس المال الإسلامية الماليزية هي قلة الوعي لدى المستثمرين المحتملين.

3- آفاق التجربة الماليزية²

رغم التحديات التي تعترض التجربة الماليزية إلا أنه تبقى لديها آفاق واعدة خلال السنوات القادمة - بإذن الله - حيث وضع البنك المركزي الماليزي القطاع المالي الإسلامي ضمن أهم أولوياته في مخطط القطاع المالي للفترة الممتدة من 2011م إلى غاية 2020م، والذي تزامن مع الخطة الرئيسة الثانية لسوق رأس المال التي وضعتها هيئة الأوراق المالية الماليزية وفق استراتيجية أساسية تتمثل في تمويل سوق رأس المال الإسلامي الماليزي إلى سوق للمنافسة الديناميكية خلال عشر سنوات قادمة منذ سنة 2010م إلى غاية سنة 2020. أما هيئة الأوراق المالية الماليزية فتتوقع حسب الإرشادات الصادرة منها في أفق سنة 2020م أن يبلغ إجمالي حجم رصمة سوق

¹ - عبلة لمسلم، المرجع السابق، ص: 301.

² - المرجع نفسه، ص: 304.



رأس المال الإسلامية قيمة 3 تريليون رينجيت ماليزي، وتحتل فيها سوق الملكية حصّة الأسد بقيمة 2,4 تريليون رينجيت ماليزي، موزعة بين 1,55 تريليون رينجيت ماليزي لسوق الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، و158 بليون رينجيت ماليزي لسوق صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، أما سوق الصكوك فيصل إلى قيمة 1,33 تريليون رينجيت ماليزي.

كما أعلن صندوق الاستثمار الوطني الماليزي التخطيط لإصدار أول صكوك لها تأثير اجتماعي، وتم برنامج إصدار صكوك إحسان بحجم 1 مليار رينجيت ماليزي بعد تقديم إطار صكوك الاستثمار القابل للتقوية والموثوقة من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية في أوت 2014، تحت هذا الإطار يمكن أن تصدر الصكوك لتمويل مشاريع تتعلق بحماية الموارد الطبيعية وتعزيز الطاقة المتجددة والتنمية الاجتماعية والاقتصادية، والتي تسمى الصكوك الخضراء أو المبادرات الموثوقة بالمجتمع.

ثانياً- تجربة عمّان¹

1- عوامل نجاح بورصة عمان:

1- مناخ الاستثمار في بورصة عمان:

تمثل نسبة مشاركة الأجانب في البورصة العمانية حوالي 50 % من مجموع القيمة السوقية للبورصة في نهاية عام 2013، وهو ما يدل على اتجاه المستثمرين لتوظيف أموالهم في مشاريع استثمارية في الأردن.

الموقع الاستراتيجي: يقع الأردن عند التقاء أوروبا وآسيا وأفريقيا وهو يمثل محور مواصلات بين دول الشرق الأوسط كما أنه يطل على البحر الأحمر من خلال ميناء العقبة، والموانئ الأخرى من خلال الدول الأخرى المجاورة.

البيئة السياسية المستقرة: والتي تتميز بما يلي:

- القيادة المخمصة والمستقرة في المملكة الأردنية الهاشمية والتي يساندها برلمان منتخب بطريقة ديمقراطية.
- حرية المعتقد والكلام والصحافة والتنظيم الحزبي والملكية الخاصة مضمونة تماماً.
- الالتزام الثابت من الأردن اتجاه نظام المشروع الخاص.

¹ - بن قمحة زهرة، المرجع السابق، ص: 179.



اقتصاد موجه نحو السوق الحر:

- لقد اختار تقرير مؤسسة التراث للمنافسة العالمية لعام 1998 الأردن كرائد في المنطقة، وهو الذي يتقدم في الترتيب من حيث الحرية الاقتصادية على كل من مصر.
- تعتمد السياسات الاقتصادية على الأسلوب الموجه لمخارج بقيادة القطاع الخاص.
- أن الخوصصة مستمرة للمشاريع الحكومية الرئيسية.
- التقدم الكبير في الإصلاح الهيكلي والقانوني.

الوصول إلى الأسواق العالمية:

- الوصول لأسواق الاتحاد الأوروبي معفى من الضرائب.
- الوصول إلى أسواق أكثر من 10 دول عربية من خلال الاتحاد العربي للتجارة الحرة.
- اتفاقيات ثنائية وبرتوكولات تفضيلية تجارية من أكثر من 20 دولة عربية.
- وصول معفى من الضرائب والخصص لسوق الولايات المتحدة من خلال المناطق الصناعية المؤهلة.
- عضو في هيئة ضمان الاستثمار متعددة الأطراف.

الموارد البشرية المؤهلة والمنافسة:

- وفرة الأيدي العاملة الماهرة والمدربة.
- وفرة نسبة عالية من الشباب المتعلمين تعليماً عالياً بين السكان.
- 87% من السكان متعلمين.

- يتلقى 17% من الأردنيين التعليم العالي.

- نسب أجور ذات تنافسية عالية.

مناخ استثماري جذاب:

- إعفاء من ضريبة الدخل والخدمات الاجتماعية لمدة 10 أعوام.
- إعفاء من كامل الرسوم الجمركية عمى الموجودات الثابتة المستوردة.
- إجراءات ترخيص وتسجيل سهلة وميسرة.



- إعفاء العائدات من الصادرات من ضريبة الدخل.
- الصناعات التصديرية لا تخضع لمرسوم الجمركية على المواد الخام الجديدة المستوردة.
- حرية إعادة رأس المال والأرباح والرواتب إلى وطن المستثمر الأصلي.

1-2 نظام تنظيم استثمارات غير الأردنيين:

صدر هذا النظام بمقتضى أحكام المادة 24 من قانون تشجيع الاستثمار رقم 16 لعام 1995، ويسمى هذا النظام نظام تنظيم استثمارات غير الأردنيين لسنة 2000، ويعمل به بعد ثلاثين يوماً من تاريخ نشره في الجريدة الرسمية؛ حيث أجاز للمستثمرين غير الأردنيين تملك نسبة 50% من رأس مال بعض المشاريع والأنشطة المالية والاقتصادية.

1-3 مبادئ توجيهية للاستثمار في بورصة عمان، منها¹:

- ليس من الحكمة الاستثمار في مجال واحد مثل الودائع في البنوك، بل يجب النظر إلى أدوات استثمارية أخرى كالأسهم والسندات.
- بورصة عمان هي سوق لتداول الأسهم والسندات؛ حيث يوجد للمستثمر العديد من الخيارات للاستثمار فيها، ومن أجل تسهيل عملية الاختيار يمكنك مثلاً اختيار قطاع معين كالقطاع المالي.
- على المستثمر أن يُكون فكرة عن السهم.
- عمل المحافظ الاستثمارية مهم في مجال الاستثمار عامة، وفي مجال الأوراق المالية خاصة ويتلخص في تقليل المخاطر من خلال توزيع الموارد الاستثمارية فهو عمل أكثر من أداة استثمارية.
- على المستثمر أن يراجع ويحمل القوائم المالية لمشركة قبل الدخول في العملية الاستثمارية، وأهمها قائمة الدخل والميزانية والتدفقات النقدية.
- وأخيراً يجب على المستثمر أن يبقى على اطلاع دائم عمى السوق المالية من أحداث ومستجدات من خلال كافة المصادر المتوفرة، وأهمها الموقع الرسمي للبورصة، والذي يوفر العديد من المعلومات عن الشركات المساهمة العامة، وعن التداول، ومعلومات أخرى ذات فائدة كبيرة للمستثمرين.

2- الواقع العملي لبورصة عمان: تقوم بورصة عمان بتوفير سوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة

¹ - بن قمحة زهرة، المرجع السابق، ص: 180.



يتسم بالعدالة والكفاءة والشفافية وتأمين بيئة قوية وآمنة لتداول الأوراق المالية لتعميق الثقة بسوق الأوراق المالية¹.

2-1 تداول الأوراق المالية: يتم تداول الأوراق المالية في بورصة عمان باستخدام التداول الإلكتروني منذ الربع الأول من عام 2111، وتطبيق نظام التداول يعتبر قفزة نوعية لمواكبة التطورات التي تمر بها بورصات العالم، لذا تشترط البورصة لعضوية الوسطاء وكذا البنوك المرخصة للمتعامل بالوساطة المالية، البنية التقنية والتجهيزات اللازمة لضمان قيامهم بإجراء عمليات التداول من خلال أنظمة البورصة بشكل سليم ودون انقطاع.

2-2 دور البورصة في توفير المعلومات

أوضح النظام الداخلي لبورصة عمان للأوراق المالية فيما يتعمق بالإفصاح، واجبات الشركات المساهمة بالإفصاح عن المعلومات والبيانات الكافية والمتكاملة للمستثمرين، التي تعكس الوضع المالي لها، وتلعب بورصة عمان بهذا الشأن دوراً بارزاً من خلال الآتي:

- للبورصة أن تطلب من الشركات المساهمة نشر أية معلومات إيضاحية حول أعضائها، بما يكفل سلامة التعامل واطمئنان المستثمر.
- تقوم الشركات بإعداد وتقديم نشرة إصدار عن طرح أوراقها المالية للاكتتاب، والتي تتضمن كافة المعلومات والإيضاحات للمستثمرين.
- على الشركات إعلام البورصة بأي معلومات مهمة تؤثر على أسعار الأوراق المالية، وللبورصة الحق في إعلان هذه المعلومات عبر وسائل مختلفة تضمن وصولها لعموم المستثمرين.
- يتوجب على رئيس أو أعضاء مجلس الإدارة أو المدير تقديم بيان عن كل ما يملكه من أوراق مالية للشركة التي يعمل بها.

¹ - بن قمحة زهرة، المرجع السابق، ص: 181.

خلاصة الفصل:

تعتبر البورصة الإسلامية أو سوق الأوراق المالية الإسلامية نافذة جديدة للتمويل المالي للدول، وتسييرها موافق للشريعة الإسلامية وبعيد عن الكسب المحرم، وقد صارت بوابة للتمويل المالي الشرعي، في كل من الدول العربية وعلى غرار بورصة مليزيا وبورصة عمان.

ونجد أن بورصة ماليزيا تنتهج في سوق أوراقها المالية، قواعد الشريعة الإسلامية، حيث تلعب دورا هاما في دعم النمو الاقتصادي بماليزيا، وتؤدي هذه السوق باعتبارها موازية لسوق الأوراق المالية التقليدية وسوقا مكملا للجهاز المصرفي الإسلامي إلى توسيع وعميق سوق المال الماليزي، وهذا ما جعلها أكثر جاذبية للمتعاملين المسلمين وغير المسلمين.

و الأردن هي الأخرى أنشأت بورصتها، وكانت من بين الأمور التي ساعدت على ازدهار النشاط الاقتصادي الأردني، وشهدت تطورا على المستوى التنظيمي والقانوني والتقني، فضلا عن انتهاج بعض قواعد الشريعة الإسلامية في تعاملاتها على غرار التعامل بالأدوات المالية الإسلامية محاولة الابتعاد عن كل طرق الكسب غير الحلال.

ومن خلال المقارنة بين هاتين الدولتين نجد أنهما سارا على درب التمويل عن طريق السوق المالية وفق الطريقة الإسلامية، مع الاحتفاظ بالتعامل بالأدوات التقليدية، فكلاهما قد أعطى للبورصة ذلك الدور المهم والفعال في التمويل، دون إغفال المراقبة والتعامل بالأدوات وفق ضوابط الشريعة الإسلامية.

الختام



يسيطر التمويل الإسلامي أطرافه في شتى المجالات، إذ عاش ولا يزال يعيش تطورا بالغ الأهمية وذلك منذ إنشاء المؤسسات المالية الإسلامية مروراً بعقود طويلة، وبكون السوق المالية أو البورصة أهم أجهزة الوساطة المالية، فقد تنوعت الأدوات المالية المتداولة فيها، وذلك من أجل تنشيط وتطوير سوق الأوراق المالية، حيث تعتبر هذه الأخيرة الوسيط بين أصحاب الفوائض المالية الذين يرغبون في استثمار أموالهم وبين أصحاب العجز المالي من أجل تمويل مشاريعهم الاستثمارية، فكانت الأدوات المالية التقليدية هي المسيطرة على السوق من حيث حجم وقيمة التداول، هذا مما أدى إلى امتناع الكثير من المستثمرين في توظيف أموالهم في أدوات مالية يكون فيه التعامل مخالف لأحكام الشريعة الإسلامية، فكانت بدائل جديدة متمثلة في الصكوك، هذه الأخيرة التي سمحت لهذه الفئات بالولوج واستثمار فائض أموالهم، وبالتالي جذب المزيد من الأموال سواء كانت محلية أو أجنبية إلى السوق، هذا وتعتبر سوق الأوراق المالية الماليزي مركزاً دولياً للتمويل الإسلامي ومحطة مهمة وبارزة في تاريخ السوق المالية التي تسيير وفق دعائم الشريعة الإسلامية، وذلك نظراً لاتباعها قواعد الكسب الحلال والابتعاد عن كل ما هو مشبوه ومنهي عنه في الإسلام.

و بورصة عمان بدولة الأردن هي الأخرى عرفت تطورا ملحوظا ودورا مهما وبارزا في الاقتصادي الأردني، ولم تغفل هي أيضا عن دعم تسييرها للبورصة لقواعد الشريعة الإسلامية فكونت بين ركائزها الأدوات المالية التي تحتكم إلى الشريعة الإسلامية، وعليه فإن الأدوات المالية التي يتم إصدارها والتعامل بها في السوق المالية، والتي من بينها الأسهم والسندات التي تعتبر ركائز سوق الأوراق المالية والبورصة، وأهم عناصرها والتي تنبثق منها أدوات أخرى كالصكوك الإسلامية والعقود الآجلة وغيرها من الأدوات، وجب أن تخضع لقواعد الشريعة الإسلامية من الابتعاد كل البعد عن الكسب الحرام والمشبوه لاسيما الربا الذي يعتبر من أخطر وأعظم ما نهانا عنه الله سبحانه وتعالى والذي توعد فيه بالحرب، وذلك كله من أجل بناء بورصة تسيير وفق أحكام الشريعة الإسلامية والكسب الحلال المطالبين به.



النتائج المتوصل إليها:

من خلال دراسة موضوع أحكام وضوابط تداول الأسهم والسندات في البورصة الإسلامية تم التوصل إلى جملة نتائج مستخلصة، ومن أهمها ما يأتي:

1- إن غاية السوق المالية " البورصة هي إيجاد سوق مستمرة ودائمة يتلاقى فيها المتعاملون بغرض القيام بعمليات تبادل يباعا وشراءً وهي أنواع متعددة منها بورصة الأوراق المالية.

2- بورصة الأوراق المالية: هي سوق منظمة يتم من خلالها التعامل بالأوراق المالية " الأسهم والسندات " على يد وسطاء ومساعدتهم، وتقوم بوظائف مهمة في الاقتصاد الكلي والجزئي كتنسيق عملية تداول الأوراق المالية لتنشيط عمليتي الاستثمار والسيولة وحماية المستثمرين من المخاطر كتقلبات الأسعار، وتوجيههم نحو المشاريع الإستثمارية.

3- لإقامة بورصة فعالة وجب أن تتوفر على جملة من الشروط منها : وجود الحرية التامة، والمؤسسات المتخصصة في أمورها، وجود إطار قانوني، وقواعد تنظيم سير العمل فيها، وجود السرعة والأمانة والدقة والانضباط في إجراء العمليات.

4- لبورصة الأوراق المالية هيكل إداري : يتكون من لجنة عليا تشرف على سير العمل فيها، ولجان فرعية مساعدة لها وأعضاء منظمين " بنوك ومؤسسات " وأعضاء عاملين ومساعدتهم بحيث يتم عن طريقهم تداول الأوراق المالية وتنفيذ العمليات فيها.

5- يتم تحديد أسعار الأوراق المالية بطرق متعددة منها: التسعير بالمناداة، بالإدراج، بالإعراض والمقارنة، بالنسبة المئوية، بالصندوق أو المطابقة.

6- السهم هو الحصة أو النصيب الذي يشترك به المساهم في الشركة من شركات الأموال حيث يقسم رأس المال الشركة إلى أجزاء متساوية القيمة، يسمى كل جزء منها سهما ويمثل هذا السهم بصك يعطى للمساهم يثبت به حقوقه في الشركة، لاسيما حقه في الحصول على الأرباح. ويكون هذا السهم غير قابل للتجزئة وقابل للتداول بالطرق التجارية ويمنح لحامله حقوقا أساسية متلازمة مع السهم، ويتمتع بها جميع حملة الأسهم بصفة متساوية وهي مستمدة لكل منهم بصفته شريك مساهم.

7- تنوع الأسهم التي يمكن إصدارها وتداولها في السوق المالية الإسلامية إلى أنواع عديدة منها: الأسهم النقدية، الأسهم العينية، الأسهم الاسمية، الأسهم الإذنية، الأسهم العادية، و أسهم رأس المال، في حين أنها تخلو من الأسهم التي لها خصائص مالية تؤدي إلى ضمان قدر من الربح أو تقديمها عند التصفية أو عند توزيع الأرباح



كالأسهم الممتازة وأسهم التمتع.

8- يجوز إصدار الأسهم إذا كان الغرض الذي من أجله أنشئت الشركة مباحا ونشاطها مشروعاً ويحقق مصلحة المجتمع، مثل الشركات الإنتاجية للسلع والخدمات، كشركات الكهرباء والماء وشركات الأدوية وغيرها، أما إذا كان غرضها غير مباح كشركات إنتاج الخمر ولحم الخنزير والمخدرات والقمار والربا ونحوه، فيحرم إنشاء الشركة ويحرم تبعاً لذلك إصدار الأسهم التي تتكون منها هذه الشركة.

9- يجوز تداول الأسهم بالشروط التالية:

ألا تكون في الشركات ذات الأغراض والأنشطة المحرمة والضارة مثل شركات الخمر والتبغ، ولحم الخنزير وشركات القمار والمصاريف الربوية وصناديق الاستثمار في السندات الربوية والتأمين التجاري.

ب ألا تكون في الشركة المتخصصة في بيع وشراء الديون على وجه محرم.

ج ألا تكون الأسهم محرمة كالأسهم الممتازة، فيجوز شراء أسهم الشركات المساهمة وبيعها إذا كان نشاط الشركة مباحاً سواء كان : استثماراً من خلال شراء الأسهم وتملكها بقصد الحصول على أرباحها، أو المتاجرة من خلال شراء الأسهم وبيعها بعد ارتفاع سعرها للاستفادة من فروق الأسعار.

10- حصص التأسيس: صكوك بدون قيمة اسمية تصدرها الشركات المساهمة تمنح الحق في حصة من أرباحها لأفراد مقابل خدمة مقدمة لها. فلا يجوز شرعاً إصدارها ولاتداولها بالبيع وغيره ولا يعطى أصحابها حقاً في أرباح الشركة، ولا في الفائض من موجوداتها، ولكي لا يحرم هؤلاء من حقوقهم يستبدل هذه الحصص بمكافأة نقدية أو عينية تعطى لهم أو تحويل تلك المكافأة بعد تحديدها بأسهم عادية يتساوى هؤلاء مع أصحاب الحصص العادية في الحقوق والالتزامات.

11- السندات قروض بفائدة وبالتالي فهي محرمة بمختلف أنواعها وأشكالها شرعاً لإجماع العلماء على تحريم الزيادة في القرض، وقد أوجد العلماء بدائل لها تتمثل في صكوك المضاربة والإجارة والمشاركة، فهذه الصكوك لها دور هام في التنمية ولا محذور شرعي فيها وقد بينت قرارات الجمع الفقهي ضوابطها وشروطها.

12- قامت السوق المالية في ماليزيا على دعائم تقديم البديل الشرعي لسوق رأس المال التقليدي في ماليزيا، وذلك بتوفير الخدمات المالية الإسلامية، وقامت ماليزيا بجعل الأدوات المالية تسير وفق الشريعة الإسلامية، لتحل محل الأدوات التقليدية الربوية.

13- السوق المالية في عمان بالرغم من أنها لا زالت تتعامل بالأدوات التقليدية في بورصتها، إلا أنها لم تغفل التعامل بالأدوات التي تسير وفق الشريعة الإسلامية، فعدلت في الأسهم والسندات بل وحتى الصكوك لتكون



ذات صبغة إسلامية.

14- عند المقارنة بين بورصة ماليزيا وبورصة عمان، نجد أن بورصة ماليزيا كانت السبّاقة في جعل السوق المالية تسير وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وبذلك تكون قد سنت قوانين تجعل الأدوات المالية سواء أسهم أو سندات أو صكوك إسلامية تخضع للشريعة الإسلامية وتبتعد عن كل تعامل ربوي وكسب غير حلال.

الاقتراحات:

- العمل على إرساء ثقافة البورصة وزيادة الوعي الادخاري والاستثماري للأفراد والشركات، وضرورة إنشاء بورصات أوراق محلية إسلامية تنضبط بالضوابط الشرعية كخطوة أولية نحو إقامة بورصات أوراق مالية عالمية من خلال التأصيل الفقهي وإعداد وتهيئة الكوادر والخبراء في هذا المجال والتطرق إلى العقبات التي تعترض طريق إنشائها، وإيجاد البدائل الشرعية بصورة مفصلة ودقيقة.

- إجراء بحوث في مجال المعاملات المعاصرة والأسواق المالية العالمية وتقييمها من الناحية الشرعية للاستفادة منها وتعديل ما يمكن تعديله أو إيجاد بدائل شرعية لها.

- ضرورة التعاون بين الاقتصاديين والفقهاء لإيجاد التكييف الفقهي المناسب للمعاملات المالية المعاصرة من خلال توجيه الدارسين للعلوم الشرعية إلى دراسة الأسس الاقتصادية للمعاملات المعاصرة وكذلك توجيه الدارسين للعلوم الاقتصادية للإمام بدراسة المعاملات المعاصرة في الفقه الإسلامي لأجل تحقيق أهداف اقتصادية وإسلامية معا.

- نقترح فتح المجال أمام دارسي الاقتصاد الإسلامي ليدرسوا هذه المادة في الجامعات، بالإضافة إلى دارسي العلوم الاقتصادية.

- تعزيز وتشجيع كل الأدوات المالية التي تسير وفق منهج الشريعة الإسلامية في كل من بورصة ماليزيا وعمّان، ومحاولة تعميمها في كل البلدان العربية والإسلامية.

فهرس الأبات القرائنة

| الصفحة | الرقم | الآية |
|-----------------|-------|--|
| سورة البقرة | | |
| -58-52 81-74 | 275 | ﴿وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا﴾ |
| سورة البقرة | | |
| 58 | 278 | ﴿يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا بِتَقْوَى اللَّهِ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا﴾ |
| سورة البقرة | | |
| 73 | 283 | ﴿يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِذَا تَدَايَنُتُمْ بِدِينٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى﴾ |
| سورة آل عمران | | |
| 79 | 130 | ﴿يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا الرِّبَا أَضْعَافًا مُّضَاعَفَةً﴾ |
| سورة النساء | | |
| 52 | 29 | ﴿إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنكُمْ﴾ |
| سورة الصفات | | |
| 07 | 141 | ﴿فَسَاهَمَ فَكَانَ مِنَ الْمُدْحَضِينَ﴾ |
| سورة المزمل | | |
| 83 | 20 | ﴿وَأَخْرُونَ يَضْرِبُونَ فِي الْأَرْضِ يَبْتَغُونَ مِنْ فَضْلِ اللَّهِ﴾ |

فهرس الأحاديث

| الصفحة | الراوي | الحديث |
|--------|-------------------------------------|---|
| 50 | جابر بن عبد الله رضي الله عنه | ((من كان له شريك في ربة)) |
| 56 | جابر بن عبد الله رضي الله عنه | ((لعن رسول الله آكل الربا)) |
| 57 | أبو هريرة رضي الله عنه | ((إذا نهيتم عن شيء فاجتنبوه)) |
| 72 | أبو هريرة رضي الله عنه | ((استقرض رسول الله صلى الله عليه وسلم سنا)) |
| 73 | علي رضي الله عنه | ((كل قرض جر منفعة فهو ربا)) |
| 74 | عبد الله بن عمرو رضي الله عنه | ((لا يجل سلف وبيع)) الله عنه |
| 81 | أبو هريرة رضي الله عنه | ((تھی عن بیع الغر)) |



فهرس الأعلام



| الصفحة | العلم |
|--------|--|
| 46 | ابن رشد الحفيد، محمد بن أحمد بن محمد، أبو الوليد |
| 54 | ابن عبد السلام، عبد العزيز بن عبد السلام، أبو القاسم |
| 54 | ابن نجيم، زين الدين بن إبراهيم ابن نجيم |

ملخص



إن سوق الأوراق المالية (البورصة) الإسلامية فرصة هامة جدا لكل المستثمرين المسلمين فهي تسمح لهم بالتعامل في هذه السوق بدلا من حرمانهم من فوائدها ومميزاتها، فيمكن لأصحاب الأموال السائلة من الاستثمار فيها دون الوقوع في الربا، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته من خلال تنويع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحا ومشروعية. كما تمثل سوق الأوراق المالية الإسلامية محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال وتمويل المشروعات البناءة والناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة إنتاج الطيبات في المجتمع. ومن مقومات السوق أدواتها فان صلحت واعتدلت وضبطت بالشريعة دعت إلى صلاح واعتدال السوق وقيامها على أصول الشريعة، لذا تعتبر الأدوات المالية الإسلامية ركيزة من خلالها نرى بوضوح حال السوق وشرعيته، ومن أجل الإلمام بأدوات هذه السوق وفق الضوابط الشرعية أسقطنا ذلك على سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا. وقمنا بتحليل أهم الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في هذه السوق لاسيما الصكوك وتطورها، كما نجد أن كل من بورصة ماليزيا وبورصة عمان تتبع في تسييرها الشريعة الإسلامية.

Abstract

The Islamic stock market is a very important occasion for all Muslims investors, it permits to them to deal with this market instead of depriving them of its advantages and features, the processors of liquid cash can invest in it without doing usury, while the investor can decrease his losses, his risks, and to increase his earnings through diversifying his portfolio, and to choose the effective and the legitimate and the more successful instruments. The Islamic stock market represents an important occasion for refinancing and pumping legitimate (halal) money and funding a constructive and successful project that leads to an increase in the economic development rate through halal product enhancement in society. Among the fundamentals of the market, there are its instruments, if these last are good and correct and controlled by Sharia (Islamic Law) they will make the integrity in the market, and establish it according to Sharia, for that the Islamic financial instrument is considered as a brace that gives as a clear vision on the state of the market and its legitimacy, for the acquaintance of this market's tools according to Sharia rules we project that on The Islamic stock market in Malaysia. We analyzed the most important Islamic financial instruments traded in this market mainly the checks and its evolution, as we saw via this research, also the stock market of Malaysia and the stock market of Oman follow in its management the Sharia (Islamic Law)

قائمة المصادر

والمراجع



قائمة المصادر والمراجع

• القرآن الكريم برواية وورش.

أولاً- كتب التفسير:

- 1- الجصاص، أحمد بن علي أبو بكر الرازي الحنفي، أحكام القرآن، تحقيق: عبد السلام محمد علي شاهين، دار الكتب العلمية بيروت - ط1، 1415هـ-1994م.
- 2- القرطبي، أبو عبد الله محمد بن أحمد شمس الدين، الجامع لأحكام القرآن، تحقيق: أحمد البردوني وإبراهيم أطفيش، دار الكتب المصرية - القاهرة- الطبعة: الثانية، 1384هـ - 1964م.

ثانياً- كتب السنة:

- 3- البيهقي، أحمد بن الحسين، أبو بكر (المتوفى: 458هـ)، السنن الكبرى، ت: محمد عبد القادر عطا، مكتبة دار الباز (مكة المكرمة). د، ط، 1414هـ-1994م.
- 4- الترمذي، محمد بن عيسى، (المتوفى: 279هـ)، السنن، تحقيق وتعليق: أحمد محمد شاكر، محمد فؤاد عبد الباقي، شركة مكتبة ومطبعة مصطفى البابي الحلبي - مصر، ط2 1395 هـ - 1975
- 5- الحارث بن أبي أسامة (المتوفى: 282هـ)، مسند الحارث بن أبي أسامة، بغية الباحث عن زوائد مسند الحارث، ت: حسين أحمد صالح البكري، مركز خدمة السنة والسيرة النبوية، (المدينة المنورة)، ط 1.1413هـ-1992
- 6- أبوداود سليمان بن الأشعث الأزدي (المتوفى: 275هـ)، سنن أبي داود، تحقيق: محمد محيي الدين عبد الحميد، مكتبة العصرية، صيدا - بيروت، دت، دط.
- 7- الشوكاني، محمد بن علي بن محمد بن عبد الله، : نيل الأوطار، تحقيق: عصام الدين الصبابطي، دار الحديث، مصر، ط1، 1413هـ - 1993م.
- 8- ابن عبد البر، أبو عمر يوسف بن عبد الله بن محمد، التمهيد لما في الموطأ من المعاني والأسانيد، تحقيق: مصطفى بن أحمد العلوي، محمد عبد الكبير البكري، : وزارة عموم الأوقاف والشؤون الإسلامية - المغرب، د، ط. عام النشر: 1387 هـ.
- 9- مسلم بن الحجاج أبو الحسن القشيري النيسابوري، (المتوفى: 261هـ) صحيح مسلم، المسمى بالمسند الصحيح المختصر بنقل العدل عن العدل إلى رسول الله صلى الله عليه وسلم، تحقيق: محمد فؤاد عبد الباقي، دار إحياء التراث العربي، بيروت، د، ت.



10- النووي، أبو زكرياء يحيى بن شرف، شرح النووي على مسلم، ط 1، 1349 هـ 1930م المطبعة المصرية بالأزهر مصر .

ثالثا- كتب الفقه وأصوله:

11- ابن الأبار، أبو عبد الله محمد بن عبد الله البلسني، التكملة لكتاب الصلة، تح: عبد السلام الهراس، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، د، ط. 1415 هـ 1995م.

12- البهوتي، منصور بن يونس، كشف القناع عن متن الإقناع، دار الكتب العلمية، د. ط.

13- التسولي، أبو الحسن علي بن عبد السلام، البهجة في شرح التحفة، ت: محمد عبد القادر شاهين، ط 1. (1418 هـ 1998 م)، دار الكتب العلمية، بيروت.

14- ابن تيمية، تقي الدين أبو العباس أحمد بن عبد الحلیم، مجموع الفتاوى، جمع وترتيب عبد الرحمان بن محمد بن قاسم وابنه، مجمع الملك فهد لطباعة المصحف الشريف، المدينة النبوية، المملكة العربية السعودية، د، ط، 1416 هـ / 1995 م.

رابعا- كتب التراجم:

15- ابن رشد (الحفيد)، أبو الوليد محمد بن أحمد بداية المجتهد ونهاية المقتصد، دار الحديث - القاهرة، د. ط. 1425 هـ - 2004 م.

16- السبكي، تاج الدين عبد الوهاب بن علي بن عبد الكافي، طبقات الشافعية الكبرى، تحقيق: عبد الفتاح محمد الحلو، محمود محمد الطناحي، ط 2، 1413 هـ 1992 م، هجر للطباعة والنشر والتوزيع.

17- ابن شاس، جلال الدين عبد الله بن نجم، عقد الجواهر الثمينة في مذهب عالم المدينة، وتحقيق: حميد بن محمد لحر، الناشر: دار الغرب الإسلامي، بيروت - لبنان، ط 1، 1423 هـ - 2003 م.

18- ابن عبد السلام، أبو محمد عز الدين بن أبي القاسم بن الحسن السلمي، قواعد الأحكام في مصالح الأنام مكتبة ابن تيمية، القاهرة، ط 2، 1412 هـ.

19- ابن العماد، عبد الحي بن أحمد بن، أبو الفلاح: شذرات الذهب، ط د، ت، دار الكتب العلمية، بيروت.

20- ابن قدامة موفق الدين أبي عبد الله بن أحمد المقدسي، المغني، تحقيق عبد الله التركي، وعبد الفتاح الحلو، دار الكتاب العربي، ط 2، 1983



- 21- القرافي، شهاب الدين أحمد بن إدريس، أنوار البروق في أنواء الفروق، عالم الكتب، د.ط، د، ت.
- 22- ابن القطان، علي بن محمد أبو الحسن الفاسي، الإقناع في مسائل الإجماع، تحقيق: حسن فوزي الصعيدي، الفاروق الحديثة للطباعة والنشر، ط1، 1424 هـ - 2004 م.
- 23- الكاساني علاء الدين بن مسعود، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، دار إحياء التراث العربي، ط2، 1998.
- 24- مالك بن أنس بن مالك بن عامر الأصبحي المدني، المدونة، دار الكتب العلمية، بيروت، ط1، 1415 هـ - 1994 م.
- 25- ابن نجيم زين الدين بن إبراهيم بن محمد، الحنفي، الأشباه والنظائر، دار الكتب العلمية، بيروت، 1400 هـ.
- 26- النووي، أبو زكريا محيي الدين يحيى بن شرف، روضة الطالبين وعمدة المفتين، تحقيق: زهير الشاويش، المكتب الإسلامي، بيروت- دمشق- عمان، ط2، 1412 هـ 1991 م.
- 27- النووي، المجموع شرح المهذب ((مع تكملة السبكي والمطيعي))، دار الفكر، بيروت، د.ت.
- 28- وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية الكويتية، الموسوعة الفقهية الكويتية، ط2 (1404 هـ-1983 م)، طباعة ذات السلاسل، الكويت.
- خامسا- كتب المعاجم:**
- 29- الجرجاني، أبو الحسن علي بن محمد، التعريفات، وضع حواشيه محمد باسل عيون السود، دار الكتب العلمية بيروت، ط2، 1424 هـ 2003 م.
- 30- ابن فارس أبو الحسين محمد أحمد بن زكريا، معجم المقاييس، تحقيق عبد السلام محمد هارون، دار الفكر بيروت، د. ط.
- 31- ابن منظور جمال الدين محمد بن مكرم، لسان العرب، دار صادر، بيروت، ط3، ط3، 1414 هـ
- 32- نزيه حماد، معجم المصطلحات المالية والاقتصادية في لغة الفقهاء، ط(1429 هـ 2008 م)، دار القم، دمشق، الدار الشامية، بيروت.
- سادسا- المجلات والرسائل الجامعية:**
- 33- ابن عيسى عبد القادر، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية، دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى ديسمبر 2010،



- ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،
جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -، 2012/2011.
- 34- بلجليلة سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم-دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة
في بورصة عمان للفترة-1996-2006، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية
وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2009-2010م.
- 35- بن دحمان إلياس الأزهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي-
دراسة حالة الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، ماجستير في العلوم الاقتصادية،
كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد خيضر-بسكرة-، 2012-
2013.
- 36- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، دكتوراه في العلوم الاقتصادية
كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3 - الجزائر-، 2006/2005.
- 37- جهرة شنافة، أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي-دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية
خلال الفترة-1980-2016، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية
التجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس-سطيف-1-، 2017-2018.
- 38- الجوزية غنية، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطويرها، دراسة حالة مجمع
صيدال، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، السنة الجامعية
2011، 2012م.
- 39- حرفوش سعيدة، سوق الأوراق المالية الاسلامية بين النظرية والتطبيق-دراسة حالة سوق ماليزيا-،
مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة المدية،
2008-2009.
- 40- حريزي رابع، سوق الأوراق المالية (البورصة) والأدوات المالية محل التداول فيها، مذكرة ماجستير في
القانون، تخصص قانون الأعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة منتوري قسنطينة،
2009م-2010م.
- 41- حليلة عطية، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات-دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة -
2008-2013-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات،
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015م.



- 42- حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم-دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية-الأردن، السعودية، فلسطين-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر-بسكرة-، 2014-2015م.
- 43- خالد محمد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية-دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة--، ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية-غزة-، 2006.
- 44- رابطة العالم الإسلامي، قرارات المجمع الفقه الإسلامي، بمكة، في دوراته العشرون 1977م-2010م.
- 45- رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة-دراسة حالة تونس الجزائر المغرب-، ماجستير في علوم التسيير كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري-قسنطينة-، 2010/2011.
- 46- سارة بوسعيد وآخرون، دور الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة- عدد خاص مج 1 أبريل 2008.
- 47- سامر فخري عبيدات، صفاء محمد الحمود، تحليل محددات أسعار أسهم البنوك التجارية-دراسة تطبيقية في بورصة عمان، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 46، السنة الثامنة 2010م.
- 48- سحنون جمال الدين، الانضمام إلى البورصة-حالة صيدال-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2000م-2001م.
- 49- سلماني عادل، دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي-دراسة حالة ماليزيا-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر-بسكرة-، 2013-2014م.
- 50- سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية-دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2001-2010م مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012م.
- 51- شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية-دراسة



- تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، 2013-2014.
- 52- صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية، دكتوراه في العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3-الجزائر - 2012/2011.
- 53- عبدالحفيظ خزان، تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي-دراسة سوق عمان للأوراق المالية من 2002-2013، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013-2014م.
- 54- عبدالله بن ناصر السلمي، التغيير في المضاربات في بورصة الأوراق المالية، بحث منشور في مجلة العدل، العدد (41)، محرم 1430هـ.
- 55- عبلة لمسلف، سوق رأس المال الإسلامية الواقع والتحديات-حالة بورصة ماليزيا-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبدالحميد مهري-قسنطينة 2-، 2017-2018م.
- 56- عدمان فائزة، سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة-دراسة قياسية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة ما بين 2005-2013، مذكرة ماجستير في مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2016-2017م.
- 57- قط سليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية-دراسة مقارنة-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر-بسكرة، 2015-2016.
- 58- منظمة المؤتمر الإسلامي، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي، من الدورة الأولى في عام 1406هـ- إلى الدورة الثامنة عشرة في عام (1428هـ).
- 59- مهداوي هند، الاستثمار في البورصة رؤية من منظور إسلامي، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد-تلمسان، 2007-2008.



- 60- مونييه سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر-بسكرة، 2014-2015.
- 61- نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، كلية التجارة قسم إدارة الأعمال الجامعة الإسلامية، غزة، 1428هـ، 2007م. 62- نسيم حشوف، ماهية البنوك الإسلامية، مجلة الفرقان. العدد: 79 هـ 1438-2017م.
- 62- نضبه مسعودة، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال- تجربة ماليزيا أنموذجا-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر-بسكرة، 2012-2013م.
- 63- وليد أحمد الصافي، سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، حالة تطبيقية لسوق عمان العالمي، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، جامعة الجزائر، 1996-1997م.
- سابعا- كتب معاصرة:
- 64- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، دار الميمان للنشر والتوزيع، الرياض، د، ت.
- 65- الهيئة الشرعية بمصرف الراجحي، قرارات الهيئة الشرعية بمصرف الراجحي، دار كنوز إشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض، ط1، 1431هـ 2010م.
- 66- أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية، 1424.
- 67- أحمد محمد محمود ناصر، الاستثمار بالمشاركة في البنوك الإسلامية، د ط.
- 68- الأمين حسين، المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة، جدة، البنك الإسلامي للتنمية، 1998 أمين السيد أحمد لطفي، المحاسبة عن الأسهم والسندات (المتداولة في بورصة الأوراق المالية)، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000م.
- 69- آيت عمي عبد اللطيف، قضايا فقهية معاصرة، وفق التطبيقات المغربية، المطبعة والوراقة الوطنية، مراكش، ط1. 2011م.



- 70- الجريش، عبد الله بن سليمان، تداول الأسهم في السوق المالية، دراسة تأصيلية مقارنة، مكتبة القانون والاقتصاد الرياض، ط 1
- 71- خالد بن عبد الله المصلح، التضخم النقدي في الفقه الإسلامي، د، ط.د، ت. 72- الخياط عبد العزيز، الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي، بيروت، مؤسسة الرسالة، ط 4، 1414هـ 1994.
- 72- الخضير، محسن أحمد، كيف تتعلم البرصة، دار إيتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الأولى 1996
- 73- ديبان بن محمد الديبان، المعاملات المالية أصالة والمعاصرة، كتبة الملك فهد الوطنية، الرياض، مملكة العربية السعودية، ط 2، 1432هـ.
- 74- رضوان أبوزيد، شركات المساهمة في التشريع المصري والقطاع العام، دار الفكر العربي، مصر 1983 م.
- 75- الزرقا، مصطفى أحمد، المدخل الفقهي العام، دار القلم، دمشق، ط 1، 1418هـ، 1998 م.
- 76- سعد بن تركي الخثلان، الأسهم الجائزة والمحظورة، بحث مقدم إلى مؤتمر أسواق الأوراق المالية، والبورصات، آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون، الإمارات العربية المتحدة، 1428هـ 2007م.
- 77- سعد بن تركي الخثلان، فقه المعاملات المالية المعاصرة، دار الصميعي للنشر وتوزيع 1433 هـ، ط 2، 1433هـ، 2012م، د.ط.
- 78- سمير رمضان الشيخ، المصرفية الإسلامية، الميلاد والنشأة والتطو (ورقة تشغيلية) د-ط 1432هـ.
- 79- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، ط1، 1417هـ.
- 80- شبير محمد عثمان، المدخل الى فقه المعاملات المالية، دار النفائس، الأردن، ط2، 1418 هـ، 1998 م.
- 81- الشبيلي يوسف بن عبد الله، الخدمات المصرفية لاستثمار أموال العملاء وأحكامها في الفقه الإسلامي، د، ط. 1423هـ 2002م، جامعة محمد بن سعود، الرياض. 83- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي -دراسة تحليلية نقدية-، دار الفكر



- المعاصر، دمشق-سورية، الطبعة الأولى.
- 82- صالح بن محمد سليمان السلطان، الأسهم (حكمها وآثارها)، دار ابن لجوزي، للنشر والتوزيع، ط 1، 1427 هـ، 2006 م.
- 83- ضياء مجيد، البورصات أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر سنة 2008م.
- 84- عبدالرزاق عفيفي، بورصة الأوراق المالية والضرائب، مكتبة الهدى المحمدي، القاهرة، دار السلفية، نيجيريا، الطبعة الأولى 1429 هـ م 2008م.
- 85- عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات- مصر القاهرة، الطبعة الأولى.
- 86- علاء الدين بن عبدالرزاق الجنكو، التقابض في الفقه الإسلامي وأثره على البيوع المعاصرة-بطاقات الائتمان-البورصة الشيكات والشيكات السياحية-الاعتمادات-الحوالات-الشهر العقاري-التجارة الإلكترونية، دار النفائس للنشر والتوزيع-الأردن، الطبعة الأولى.
- 87- القره داغي، علي محيي الدين، بحوث في الاقتصاد الإسلامي، شركة البشائر الإسلامية، بيروت، ط 1. 1431 هـ 2010م.
- 88- القيلوبي سميحة، الشركات التجارية، دار النهضة، القاهرة ط3، 1993 م.
- 89- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى 142 هـ 2006م.
- 90- المرزوقي، صالح بن زين البقمي، شركة المساهمة في النظام السعودي دراسة مقارنة بالفقه الإسلامي، مركز البحث العلمي وإحياء التراث الإسلامي، جامعة أم القرى، السعودية، د.ط. 1406 هـ.
- 91- مكّي علي سعيد عبدالوهاب، تمويل المشروعات في ظل الإسلام -دراسة مقارنة-، دار الفكر العربي، مصر، 1979م.
- 92- منذر قحف، سندات الإجازة والأعيان المؤجرة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ط 1 1415 هـ 1995م.
- 93- منذر قحف، الاقتصاد الإسلامي، علما ونظاما، د-ط، د، ت.
- 94- ميرة حامد بن حسين، صكوك الإجارة دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية. بنك البلاد-الرياض، دار



- الميمان للنشر والتوزيع القاهرة ط1. 1429 هـ -2008م.
- 95- النبهاني، تقي الدين، النظام الاقتصادي في الإسلام، دار الأمة للطباعة والنشر، بيروت، ط 6، 1425هـ/2004م.
- 96- هارون محمد صبري، أحكام الأسواق المالية(الأسهم والسندات)، دار النفائس للنشر والتوزيع الأردن، الطبعة الأولى1999م.
- 97- وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، دمشق سورية، الطبعة8، 2008

فهرس المحتويات



| | |
|----|---|
| أ | المقدمة العامة..... |
| 2 | الفصل التمهيدي : |
| 16 | الفصل الأول... ماهية البورصة..... |
| 16 | المبحث الأول : . أهمية البورصة و خصائصها ووظائفها و نشأتها..... |
| 16 | المطلب الأول :أهمية البورصة..... |
| 20 | المطلب الثاني :.... خصائص سوق بورصة الأوراق المالية ووظائفها..... |
| 22 | المطلب الثالث : نبذة عن تاريخ نشأة البورصة..... |
| 28 | المبحث الثاني : أنواع البورصة ووظائفها وشروط إقامتها..... |
| 28 | المطلب الأول : أنواع البورصات..... |
| 31 | المطلب الثاني : شروط إقامة بورصة فعالة..... |
| 32 | المطلب الثالث : وظائف بورصة الأوراق المالية بالنسبة للاقتصاد الكلي والجزئي..... |
| 35 | المبحث الثالث : الهيكل الإداري لبورصة الأوراق المالية وكيفية عملها..... |
| 35 | المطلب الأول : لجان بورصة الأوراق المالية..... |
| 36 | المطلب الثاني : طرق تداول الأوراق المالية..... |
| 38 | المطلب الثالث: طرق تحديد أسعار الأوراق المالية..... |
| 39 | خلاصة الفصل..... |
| 40 | الفصل الثاني : تداول الأسهم في البورصة الإسلامية..... |
| 41 | تمهيد..... |
| 42 | المبحث الأول : خصائص الأسهم و أنواعها..... |
| 42 | المطلب الأول :.. خصائص الأسهم و حقوق مالكيها..... |
| 43 | المطلب الثاني : أنواع الأسهم وموقف الفقه منها..... |
| 46 | المبحث الثاني : إصدار وتداول الأسهم وموقف الفقه الإسلامي منه..... |



| | |
|----|--|
| 46 | المطلب الأول : كيفية إصدار وتداول الأسهم..... |
| 47 | المطلب الثاني : موقف الفقه من إصدار وتداول الأسهم..... |
| 53 | المطلب الثالث : حكم التعامل بأسهم الشركات باعتبار نوع من نشاطها..... |
| 60 | المبحث الثالث : حصص التأسيس..... |
| 60 | المطلب الأول : مفهوم حصص التأسيس وخصائصها التأسيس..... |
| 61 | المطلب الثاني : التكيف القانوني لخصص التأسيس..... |
| 62 | المطلب الثالث : موقف الفقه الإسلامي من حصص التأسيس..... |
| 64 | خلاصة الفصل..... |
| 65 | الفصل الثالث : تداول السندات في البورصة الإسلامية..... |
| 67 | المبحث الأول : خصائص الأسهم وأنواعها..... |
| 67 | المطلب الأول :.. خصائص ومميزات السندات..... |
| 68 | المطلب الثاني :..... أنواع السندات..... |
| 71 | المبحث الثاني : إصدار وتداول السندات..... |
| 71 | المطلب الأول : عملية الإصدار والتداول..... |
| 72 | المطلب الثاني : موقف الفقه الإسلامي من إصدار و تداول السندات..... |
| 77 | المطلب الثالث : موقف المعاصرين..... |
| 81 | المبحث الثالث : البدائل الشرعية للسندات..... |
| 81 | المطلب الأول :مرتكزات الاستثمار الإسلامي..... |
| 82 | المطلب الثاني : صكوك المضاربة..... |
| 89 | المطلب الثالث : صكوك المشاركة وصكوك الإجارة..... |
| 97 | خلاصة الفصل..... |
| 98 | الفصل الرابع: مقارنة بين بورصة ماليزيا وبورصة عمان..... |



| | |
|-----|--|
| 99 | تمهيد..... |
| 100 | المبحث الأول: ماهية بورصة ماليزيا..... |
| 100 | المطلب الأول: بورصة ماليزيا النشأة والمفهوم..... |
| 103 | المطلب الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية الماليزية..... |
| 104 | المطلب الثالث: أهمية سوق رأس المال الإسلامي الماليزي..... |
| 106 | المبحث الثاني: ماهية بورصة عمان..... |
| 106 | المطلب الاول: نشأة ومفهوم بورصة عمان..... |
| 109 | المطلب الثاني: أهداف بورصة عمان..... |
| 110 | المطلب الثالث: تسيير بورصة عمان..... |
| 114 | المبحث الثالث: مقارنة بين بورصة ماليزيا ببورصة عمان..... |
| 114 | المطلب الأول: أدوات كل من بورصة ماليزيا وبورصة عمان..... |
| 119 | المطلب الثاني: خصائص كل من بورصة ماليزيا وعمان..... |
| 121 | المطلب الثالث: واقع وآفاق كل من بورصة ماليزيا وبورصة عمان..... |
| 128 | خلاصة الفصل..... |
| 129 | الخاتمة العامة..... |
| 175 | ملخص..... |
| 139 | .فهرس المصادر و المراجع..... |
| 143 | فهرس المحتويات..... |

تم بتوفيق الله

