

دور الأدوات المالية الإسلامية في الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية

بن زواي محمد الشريف، المدرسة العليا للتجارة. الجزائر

benzouaimed@hotmail.fr

نشش فتيحة، جامعة الجزائر -2-

med.berrag.esc@hotmail.fr

الملخص

ترتكز الأسواق، بشكل عام في الوقت الراهن، على التمويل المباشر والتوجه أكثر فأكثر نحو أسواق الأوراق المالية، حيث تؤدي هذه الأسواق دورا مهما في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات الأكثر مردودية. ومن أجل القيام بهذا الدور، توفر سوق الأوراق المالية مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصا أوسع للاختيار. غير أن هذه الأوراق قد تجذب مستثمر دون آخر، لذا يجب أن تكون هذه الأخيرة ذات جاذبية لجميع المستثمرين، وهذا ما يدفع للحديث عن الأوراق المالية الموافقة للشريعة الإسلامية، والتي تعتبر صكوك تمويل واستثمار، تحمل مخاطرة، تعكس أصلاً وتدر عائداً متغيراً مرتبطاً بأداء هذا الأصل.

يعد أهم معيار لوجود كفاءة وبمستوى معين في السوق أو عدم وجودها هو سرعة هذه السوق في الاستفادة من المعلومات المتعلقة بسعر السهم، حيث تكون هذه الأسواق ذات كفاءة كلما كانت أسعار الأوراق المالية أكثر قربا من القيمة الحقيقية لتلك الأوراق.

تلقي هذه الورقة البحثية الضوء على أهمية إدراج أوراق مالية موافقة للشريعة الإسلامية، مع الإشارة إلى إمكانية تكييف الأوراق المالية التقليدية لتوافق مبادئ الشريعة الإسلامية، وذلك لما تؤديه هذه الأوراق من دور بالغ الأهمية في جذب المستثمرين، فضلا عن الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية، من خلال التداول بسعر عادل وعائد ملائم، فالأوراق المالية الموافقة للشريعة الإسلامية تعمل على تفادي الاختلافات الموجودة بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية من خلال توفير المعلومات اللازمة بشكل دقيق، متساوي وكاف من خلال الإفصاح التام وكذا الخلو من الغرر، التحكم في الأسعار والاحتكار وخاصة حماية المصالح المرسله للمستثمرين.

المقدمة

ارتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم ولاسيما الدول الرأسمالية. وقد جاء انتشار مؤسسات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض ليخلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية والذي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية.

حيث كان التعامل بتلك الصكوك في بداية الأمر يتم على قارعة الطريق في الدول الكبرى، ثم استقر التعامل في أعقاب ذلك في أبنية خاصة والتي أصبحت تعرف بأسواق الأوراق المالية، تضم عددًا كبيراً من المتعاملين إضافة إلى تنوع الأدوات المالية المطروحة بها والتي تهيئ للمستثمر فرصاً أوسع لاتخاذ القرارات المناسبة، كل هذه العوامل تمكن سوق الأوراق المالية من القيام بوظائفها سواءً بالنسبة للاقتصاد ككل أو المؤسسات بشتى أنواعها.

ولقد تميزت أسواق الأوراق المالية في الآونة الأخيرة بتعرضها لموجات حادة من الأزمات المالية مما أدى إلى تدهور اقتصاديتها. وأصبح البحث عن بديل للأدوات المالية التقليدية المتداولة في أسواق الأوراق المالية أمراً عاجلاً، لذا جاءت الأدوات المالية الإسلامية كبديل لتلك الأدوات، بهدف إنعاش أسواق الأوراق المالية والتقليل من حدة النكبات الاقتصادية التي هزتها وهذا من خلال المبادئ التي بنيت عليها، والتي تتوافق مع أحكام الفقه الإسلامي.

ووجود مثل هذه الأدوات يدفع إلى طرح السؤال الموالي: هل إدراج أدوات مالية موافقة للشريعة الإسلامية للتداول في سوق الأوراق المالية يسمح بالرفع من كفاءتها؟

وللإجابة عن هذا السؤال سيتم عرض المحاور الآتية:

- أساسيات سوق الأوراق المالية؛
- الأدوات المالية الموافقة للشريعة الإسلامية؛
- كفاءة سوق الأوراق المالية؛
- علاقة كفاءة سوق الأوراق المالية بالأدوات المالية الإسلامية.

المحور الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

سوق الأوراق المالية عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، مما يمكن المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات.

1 - مفهوم سوق الأوراق المالية

يمكن تعريف سوق الأوراق المالية "كمكان للالتقاء والتبادل بين العرض والطلب على رأس المال"،⁽¹⁾ غير أن هذا التعريف التقليدي يتميز بالبساطة فهو يتجاهل خصائص الأسواق المالية مقارنة بأسواق السلع والخدمات، ولا يعطي صورة كاملة عن وحدانية النقود ودورها الخاص في المعاملات الاقتصادية.

كما يمكن تعريف سوق الأوراق المالية بأنها "المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري لأصول مالية من خلال إجراءات قانونية وإدارية ومالية تمثل النظام الذي يعمل من خلاله السوق المالي سواءً كان البائع أو المشتري، مدخرا أو مستثمرا للأموال ويحقق الصلة بينهما وسيط يساعد على تحويل المدخرات النقدية إلى أصول استثمارية أو تحويل هذه الأصول إلى نقدية مرة أخرى ويتحكم في هذا النظام العرف السائد في السوق المالي، نمط العلاقة بين العرض والطلب على الأموال، القوانين والإجراءات المنظمة للتعامل في السوق المالي وسلوك البائع والمشتري للأصول المالية".⁽²⁾

ومنه سوق الأوراق المالية هي تلك الفضاءات التي تربط بين أصحاب القدرة على التمويل وأصحاب الحاجة إلى التمويل، وبالتالي فهي تعطي الفرصة لأصحاب الفائض المالي بتوظيف قدرتهم على التمويل وأصحاب العجز المالي لتلبية حاجتهم إلى التمويل، كما تمثل أسواق رأس المال بمختلف أشكالها مكاناً يمكن الطرفين من الالتقاء والتفاوض حول تبادل الأرصدة المالية الفائضة، فهي تسمح لأصحاب الفائض باختيار التوظيف الملائم أخذاً بالاعتبار معايير العائد، السيولة والمخاطرة.

2- وظائف سوق الأوراق المالية

يمكن تلخيص أهم وظائف سوق الأوراق المالية في:⁽³⁾

2-1- جمع المدخرات لتمويل الاستثمارات الكبيرة

تعمل سوق الأوراق المالية على جمع المدخرات وتوظيفها في المشاريع الاستثمارية وذلك من خلال طرح الأوراق المالية للاكتتاب من طرف المدخرين الراغبين في الحصول على عائد وحتى يقبل المدخر الاكتتاب يجب أن تتوفر عملية التوظيف على عدة صفات أهمها:

- الأمان، وهذا ما يؤدي إلى طمأنة المدخرين بحكم أن أموالهم بموضع آمن وأنها سوف تزداد وتتموا في المستقبل من خلال استثمارها في شراء الأوراق المالية.
- السيولة، توفر البورصة سوق مستمرة لتداول الأوراق المالية، الأمر الذي يتيح للمستثمر درجة عالية من السيولة، مما يشجع المستثمرين على توظيف مدخراتهم في شراء الأوراق المالية طالما انه يمكن تحويلها بسهولة وبسرعة إلى نقد دون تحمل خسائر.
- الحماية من تناقص قيمة الأموال، من خلال توظيف المستثمر لأمواله في الأسهم لتجنب انخفاض القوة الشرائية لها ومن ثمة تناقص القيمة الحقيقية لاستثماراته.
- المردودية، من خلال الحصول على عائد سواء في شكل فوائد أو أرباح أو قيم مضافة.

2-2- رفع رأسمال المؤسسات

تمكن سوق الأوراق المالية من رفع رأس مال المؤسسات وذلك بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل توسعها ونموها، والتي قد عجز المؤسسون عن تلبيةها، ويكون هذا الدور ذا أهمية خاصة في حالات الخوصصة بالنسبة للمؤسسات العمومية وأيضاً بالنسبة للشركات الخاصة، إلا أن عملية نشر رأس المال لكل من النوعين، تختلف فبالنسبة للمؤسسات الخاصة فإن العملية تعني توسيع قائمة المساهمين أما بالنسبة للمؤسسات العمومية فعلمية نشر رأس المال تعني خوصصتها وانتقال

ملكيتها من الحكومة إلى القطاع الخاص، كما تعتبر عملية نشر رأس المال كحملة إخبارية دائمة للمؤسسة تزيد من إقبال الجمهور على الاستثمار في أوراقها المالية وبالتالي زيادة إمكانياتها التمويلية بأقل تكلفة.

2 3 - تخفيض المخاطر والإفصاح عن المعلومات: توفر السوق المالية العديد من الفرص لتخفيض المخاطر من خلال تعدد وتنوع الأوراق المالية (أسهم، سندات المؤسسات...)، حيث يمكن من تكوين محافظ استثمارية تضم أوراقاً مالية لقطاعات متعددة ومؤسسات متنوعة. إلى جانب وظيفة تخفيض المخاطر تساهم البورصة في توفير المعلومات والبيانات عن الأوراق المتداولة بها ومن شأن ذلك أن يساهم في التسعير العادل لهذه الأوراق كما يمكن المستثمر من دراستها ومقارنتها فيما بينها وتحديد تلك التي يرغب الاستثمار فيها.

2 4 - إعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار: تعمل سوق الأوراق المالية على تسجيل حركة الأسعار بجميع الصفقات وعروض البيع وطلبات الشراء التي تتم فيها، حيث تتحدد فيها الأسعار من خلال قوى العرض والطلب، ويتم نشرها من قبل إدارة السوق ويعتمد عليها المتعاملون عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

2 5 - تقييم أداء الاقتصاد الوطني: من خلال تقييم الأداء الاقتصادي للمؤسسات والمشروعات وإيجاد حلقة اتصال بين جميع فعاليات شبكة الاقتصاد الوطني كالمصارف وللمؤسسات الاستثمارية والمساهمة في تنشيط أعمالها، كما أن سعر الورقة المالية في سوق الأوراق المالية يعكس وضعية الشركة المعنية وأيضاً سوق الأوراق المالية تعطي مؤشرات عامة لاتجاهات الأسعار ومعدلات الادخار والاستثمار التي تعكس جزءاً مهماً من واقع الاقتصاد الوطني، فهي مقياس جيد لما سيعمله الاقتصاد في المستقبل.

2 6 - التوجيه السليم للموارد الاقتصادية بالبلد: ينجم عن التفاعل بين البائعين والمشتريين داخل السوق سعر توازني للأوراق المالية حسب آلية العمل بسوق المنافسة التامة، وتعتمد المؤسسات على هذا السعر التوازني في اتخاذ قراراتها لتغطية نفقاتها الاستثمارية غير أن الأموال لا تتحرك إلا في الاتجاه الذي يرغب فيه المدخرون بناءً على العائد الذي يرغبون فيه فلا يبقى في الاقتصاد إلا الاستثمارات التي تحقق رغبات هؤلاء المدخرين، فلا يمكن لمؤسسات الأعمال أن تحقق عوائد مرتفعة إلا إذا كانت سلعتها وخدماتها وأهداف نشاطاتها تخدم حاجات أفراد المجتمع وترضي رغباتهم، لذا فآلية عمل سوق الأوراق المالية تساهم في توجيه الاقتصاد لتحقيق وإشباع رغبات المجتمع.

3 - الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تمثل الأوراق المالية السلعة التي يتم تداولها بيعاً وشراءً في سوق الأوراق المالية، والاقتصاد المعاصر بأشكاله كافة يرتكز على الأوراق المالية بسبب خصائصها ومرونة التعامل بها ما بين وحدات العجز ووحدات الفائض.

والورقة المالية تمثل حقا قانوني لحاملها (أو المسماة له) في أصل رأسمالي (نقدي أو عيني) اتجاه جهة الإصدار،⁽⁴⁾ وقد عرفت الأوراق المالية أيضا بأنها "قيم منقولة تصدر من قبل أشخاص معنويين، سواء عموميين (الدولة، السلطات الولائية، المحلية) أو مؤسسات خاصة، وينتج عنه دين على عاتق تلك الهيئة المصدرة أو المشاركة في الملكية".⁽⁵⁾

هناك العديد من الأسس المستخدمة في تصنيف الأوراق المالية أهمها التصنيف من حيث ماهية الورقة المالية، وبالتالي يمكن تقسيم الأوراق المالية إلى أوراق مالية تمثل ملكية المؤسسة وأوراق مالية تمثل مديونية المؤسسة، إضافة إلى العديد من الأوراق المالية الحديثة نسبيا. وتتمثل الأوراق المالية التي تمثل ملكية المؤسسة أساسا في الأسهم العادية والممتازة بمختلف أنواعهما، في حين تتمثل الأوراق المالية التي تمثل مديونية المؤسسة أساسا في السندات، وتعتبر أدوات المديونية مصدرا من مصادر التمويل المقترض، تلجأ إليها المؤسسات والحكومات لسد احتياجاتها المالية الكبيرة، التي لا يمكن تمويلها من قبل جهة واحدة. و يوجد صنف آخر من الأوراق المالية التي تجمع بين خصائص الأسهم والسندات كأوراق المساهمة والسندات بقسيمات الاكتتاب في الأسهم.

تتمثل الأوراق الحديثة أساسا في المشتقات المالية، والتي تعد من المستحدثات في الأصول المالية، نتيجة الرغبة في تعظيم العائد فضلا عن تقليل المخاطرة، والمشتقات عقود تشتق قيمتها من الأصول المالية (الأسهم، السندات، وكذا السلع و العملات الأجنبية)، وباختصار المشتقات المالية هي عقود تجري تسويتها في تاريخ مستقبلي يتحمل المتعامل بها تكلفة فضلا عن ذلك تتوقف المكاسب أو الخسائر للأطراف المشتقة على الأصل المالي محل التعاقد.⁽⁶⁾

المحور الثاني: الأدوات المالية الموافقة للشريعة الإسلامية

يضم المحور الثاني مختلف الأوراق المالية الموافقة للشريعة الإسلامية سواء عن طريق تكييفها أو تلك التي سبق أن تم التعامل بها.

1 - التكييف الفقهي للأدوات المالية التقليدية المتعامل بها في أسواق الأوراق المالية

يمكن تكييف بعض الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية التقليدية لتوافق أحكام الشريعة الإسلامية.

1 1 - الأوراق المالية التي تمثل ملكية المؤسسة: تتمثل أساسا في الأسهم التي يعد إصدارها أمرا جائزا شرعا على كلا المعنيين، لا مانع في الشريعة الإسلامية من تجزئة رأس مال المؤسسة، إلى أجزاء أو أكثر من هذه الأجزاء التي سميت بالأسهم⁽⁷⁾ وهي ثلاثة أنواع:

1 1 1 - الأسهم العادية: وهي التي تتساوى في قيمتها وتعطي أصحابها حقوقا متساوية،⁽⁸⁾

هذه الأسهم جائزة شرعا ما دامت الشركة المصدرة لها تتعامل بما يتوافق مع الفقه الإسلامي،⁽⁹⁾ هذا

من جهة لكن من جهة أخرى هناك مؤسسات وفقا للقوانين الوضعية تصدر أسهما متفاوتة في الحقوق، كحق التصويت أو توزيع الأرباح.

وهناك أسهم عادية ضامنة لها طرف ثالث (حكومة مثلا أو مؤسسة أخرى) يضمن لها حد أدنى من الأرباح الموزعة، فالأسهم المتفاوتة في الحقوق لا تجوز شرعا، وذلك لأن الأصل هو عدم التفاوت في الحقوق بين الأسهم إلا بمقدار عددها ما دامت متساوية.⁽¹⁰⁾

- **الأسهم الاسمية**، وهي المكتوبة على الصك (الصك يمثل وثيقة لإثبات المشاركة بقدر في رأس مال المؤسسة) وهذه القيمة هي حصة الشريك في رأس مال المؤسسة حسب ما يفرضه الفقه الإسلامي، لأن الأرباح توزع بناءً على القيمة الاسمية للسهم، فيحدد بها ما يستحقه كل مساهم من الأرباح، لأنه لا يجوز شرعا أن يتساوى الشركاء في الربح مع تفاوتهم في رأس المال.⁽¹¹⁾

- **الأسهم لحاملها**، في هذا النوع يوجد رأيان، الأول يرى هذا النوع من الأسهم لا يصح إصداره وتداوله شرعا لجهالة صاحبها، وهي التي تؤدي إلى النزاع والخصومة وإضاعة الحقوق، ووقوع الضرر على من اشتراها، لاحتمال سرقتها أو اغتصابها، ثم إن جهالة صاحبها قد يجعلها في يد فاقد الأهلية الذي لا يجوز اشتراكه بنفسه. حيث يشترط على العموم أن يكون الشركاء عاقلين ومميزين.⁽¹²⁾ أما الثاني فهو عبارة عن قرار صادر من مجمع الفقه الإسلامي في المؤشر السابع المنعقد في جدة في الفترة بين 9 و14 ماي 1992 (القرار رقم 7/ 1/64 المتعلق بالأسواق المالية)، فحسب هذا القرار لا مانع شرعا من تداول هذه الأسهم، ما دام البيع حصة شائعة في موجودات المؤسسة، وأن شهادة السهم هي وثيقة لإثبات حقه في الحصة.

أما إذا كان نوع الحصة في رأس المال هناك:

- **الأسهم النقدية**، هي التي يدفع المساهم قيمتها نقدا، والأصل في المؤسسة في الفقه الإسلامي أن تكون حصة كل شريك نقدية حيث أجمع الفقهاء على جواز الشركة بالأثمان المطلقة التي لا تتعين بالتعيين في المفاوضات كالنقدين.

"يعتبر الورق النقدي نقداً قائماً بذاته كقيام النقدية في الذهب والفضة وغيرهما من الأثمان ويجوز جعله رأس مال في بيع السلم والمؤسسات".⁽¹³⁾

- **الأسهم العينية**، يعبر الفقهاء عن الاشتراك بالحصة العينية بالعروض ولقد اختلفوا في جواز ذلك ويمكن تلخيصها في ثلاثة آراء:

- ذهب المالكية إلى أنه يصح الاشتراك بالعروض المقدمة.

- أما حسب الأحناف، لا تصح الشركة بالعروض مطلقا. (لأن الربح والخسارة في العروض قد تظهر قبل التصرف فيها، يفضي ذلك إلى التنازع).

- ويرى الشافعية أنه "تصح الشركة في المثليات من العروض (كالحبوب والأدهان) وذلك لأن المثلى إذا اختلط بجنسه ارتفع معه التمييز فأشبهه بالنقدين".

وعليه فيجوز تقديم الحصة عينية طالما يمكن معاينتها وتقويمها تقويماً صحيحاً في صورة نقدية وعندما تؤول الحصص العينية إلى حصص نقدية.⁽¹⁴⁾

2 1 1 - الأسهم المؤجلة

هذه الأسهم غير جائزة شرعاً وهي تتمثل في:⁽¹⁵⁾

- أن يعطي المساهم قيمة اسمية للسهم أقل من القيمة الحقيقية.
- التصفية الجزئية المستمرة بإعطاء كل من المساهمين نسبة معينة من قيمة أسهمهم بالتساوي وحسب عدد الأسهم.

- اقتطاع مبلغ معين من أرباح المؤسسة سنوياً وإيداعه باسم المساهمين، إلى أن يبلغ قيمة الأسهم جميعاً إلى حين انتهاء المؤسسة أو انتهاء امتيازاتها فيأخذونه.

3 1 1 - الأسهم الممتازة

هذا النوع لا يجوز إصداره لتضمنه الربا ولمخالفته لمبادئ الشريعة وقد صدر قرار من المجمع الفقهي بخصوص الأسهم الممتازة ونصه "لا يجوز إصدار أسهم ممتازة، لها خصائص مالية تؤدي إلى ضمان رأس المال أو ضمان قدر من الربح أو تقديمها عند التصفية، أو عند توزيع الأرباح. ويجوز إعطاء بعض الأسهم خصائص تتعلق بالأموال الإجرائية أو الإدارية".⁽¹⁶⁾

لا يجوز تداول الأسهم الممتازة إلا في حالة استثناء، وهي حق الأولوية للمساهمين في الاكتتاب عند تقرير زيادة رأس المال على المساهمين الجدد، ذلك لأنهم أولى من غيرهم بأن تظل المؤسسة منحصرة فيهم، بل لا يصح إصدار أسهم جديدة إلا بموافقتهم،⁽¹⁷⁾ والغير الجائز منها شرعاً:

أ - استيفاء بعض الأسهم فائدة سنوية محسوبة كنسبة مئوية من رأس المال المدفوع سواء ربحت المؤسسة أم خسرت مما يحيلها إلى سندات، وهذا الامتياز غير جائز بإجماع الفقهاء، وذلك لأن الأسهم متساوية وليس لأصحاب الأسهم الممتازة زيادة مال أو عمل أو ضمان يستحقون به هذه الزيادة وجاء في المجموع "إذا شرط التفاضل في الربح والخسارة مع تساوي مالين لم يصح العقد لأنه شرط ينافي مقتضى المؤسسة".

ب - امتياز يقضى بحق أصحاب الأسهم الممتازة في استرجاع قيمة أسهمهم بكاملها عند التصفية وقبل إجراء القسمة بين الشركاء وهو غير جائز لثلاثة أسباب:⁽¹⁸⁾

- قيام المؤسسة على المخاطرة أما ربح أو خسارة وضمن لأصحاب هذه الأسهم حق استرجاع قيمتها منافياً لمعنى المؤسسة.

- خسارة المؤسسة تؤدي إلى خسارة أصحاب الأسهم العادية دون أصحاب الأسهم الممتازة وهو شرط غير صحيح في المذاهب الفقهية.

- المرودية سلبية على المؤسسة إضافة من ظلم وأكل أموال المساهمين بالباطل.

ج - منح امتياز أكثر من صوت في الجمعية العمومية لبعض الأسهم وهو امتياز غير شرعي لأنه يجب تساوي الشركاء في الحقوق منه تمتع الأسهم بحقوق توصية واحدة.

أما بالنسبة لأنواع الأسهم الممتازة فإن الأسهم ذات حق التصويت المضاعف جائزة، الهدف من إجازة المشرع لذلك إيجاد آلية لمكافئة حملة الأسهم على وفائهم للمؤسسة باحترام مدة توظيف الاستثمار وهذا ما يميزهم عن المساهمين المضاربين.⁽¹⁹⁾

1 2 - الأوراق المالية التي تمثل مديونية المؤسسة: باستثناء سندات المقارضة الإسلامية التي قدمها الفكر الإسلامي بديلا لأدوات التمويل المعاصر، باعتبارها أحد صيغ عقود المضاربة الإسلامية، فإن كافة أنواع السندات التي تحمل فائدة ثابتة ومحددة سلفا بمقدار أو متغيرة ولكنها لا ترتبط بنتيجة النشاط سلبا وإيجابا لا تخرج عن كونها عقد قرض اجتمعت فيه عناصر ربا الديون الثلاثة وهي الدين، الأجل وزيادة مشروطة في الدين مقابل الأجل.⁽²⁰⁾

فالسند يعرف في الفقه على أنه صك يثبت دين المؤسسة أمام المقرض ويعرفه جانب آخر من الفقه على أنه عقد أو اتفاق بين المؤسسة "المقترض" والمستثمر "المقرض"، بمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغا معيناً إلى الطرف الأول، الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ والفوائد المتفق عليها في تواريخ محددة.⁽²¹⁾

وبالتالي فالسندات التي تمثل التزاما بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليها أو دفع مشروط محرمة شرعا من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول، لأنها قروض ربوية.⁽²²⁾

كما تحرم السندات ذات الكوبون الصرفي باعتبارها قروضا يجري بيعها بأقل من قيمتها الاسمية، ويستفيد أصحابها من الفروق باعتبارها قروضا اشترط فيها نفع أو زيادة بالنسبة لمجموع المقرضين، أو لبعضهم لا على التعيين فضلا على شبهة القمار.⁽²³⁾

وهناك من أباح بعض أنواع السندات حيث اعتبروها:⁽²⁴⁾

- رصورة من صور المضاربة.
 - الفائدة التي يحصل عليها مالك الشهادات هي نوع من المكافآت أو هبة.
 - شراء هذه الشهادات هو بنية مساعدة الدولة لا يقصد استغلال الفرد.
 - وجود التراضي بين الطرفين تجعل المعاملة جائزة.
 - جواز تحديد الفائدة أو الربح.
- وهناك من اعتبرها مباحة اباحة مقيدة لوجود أسباب تبررها كما يلي:⁽²⁵⁾
- الأصل في السندات التحريم والإباحة للضرورة.
 - الربا المحرم هو الإضعاف فلا تدخل السندات تحته.
 - إباحة السندات للمصلحة.

وهناك من يرى أن التعامل بالسندات مباح مطلقا لأنها عبارة عن سلع تباع كما تباع أي سلعة بالنقد. بعد عرض آراء المعاصرين في تداول السندات الرأي الراجح هو الأول وأن جميع السندات التي مر ذكرها محرمة شرعا ما دامت تصدر بفائدة ثابتة ومحددة، ويسترد قيمتها في مواعيد استحقاقها سواء كانت الجهة المصدرة لها مؤسسة أم حكومة.

3 1 - الأوراق المالية التي تجمع بين الملكية والدين : تمزج هذه الأوراق بين الأسهم والسندات بنسب مختلفة لكل ورقة، وهذه الأوراق تختلف أحكامها الفقهية لاختلاف صفاتها فبعضها يمثل ديون وبعضها يمثل ملكية ويمكن تفصيل ذلك من خلال⁽²⁶⁾.

- **أوراق المساهمة،** إن شركة الأسهم عبارة عن رؤوس أموال بعضها ديون عليها وبعضها ممتلكات لها وأخرى أدوات هجينة، تداولها جائز بشرط معرفة أثمانها وأن يكون أصل الإشتراك معلوماً وحتى إن كان قسطاً من الديون التي قد تكون على أصل المؤسسة فيجوز بيعها لأن الهدف منها الحصول على الأرباح واستمراريتها.

- **شهادات الاستثمار،** يجوز التعامل بها لأنها تحقق منفعة للأمة وللأفراد.

4 1 - تعريف المشتقات المالية، أنواعها، وموقف الإسلام منها: فيما يلي يتم تعريف المشتقات

المالية وعرض مختلف أنواعها مع توضيح موقف الإسلام منها.

1 4 1 - تعريف المشتقات المالية: تعد المشتقات المالية من أهم العوامل التي تؤدي إلى انهيار

المؤسسات فهي تعتبر السبب الرئيسي للأزمات المالية وتمثل "جانب الرهان على أداء ورقة مالية أو حزمة من هذه الأوراق"، فالمشتقات بصورتها الراهنة لا تجوز شرعاً وذلك للأسباب أدناه⁽²⁷⁾

- تعد من جنس الربا المحرم.

- تعد من جنس القمار والرهان الذي حرّمته الشريعة الإسلامية.

- ينتفي فيها الملك والقدرة على التسليم إضافة إلى عدم تساوي إمكانية الربح والخسارة.

- الإيجاب والقبول فيها يتم على محض المراهنة على ارتفاع الأسعار أو انخفاضها في السوق

أثناء فترة العقد.

2 4 1 - أنواع المشتقات المالية وموقف الإسلام منها: المشتقات المالية أنواع نذكر منها:

3 4 1 - الخيارات: تعرف شرعاً "هو ما يتثبت لأحد المتعاقدين أو لغيرهما من الحق في

إمضاء العقد أو فسخه بناء على اشتراط ذلك له"⁽²⁸⁾ ويرى اتحاد المصارف العربية أن " عمليات الخيار من قبيل الرهان والقمار الحقيقي وهو علم له أصوله فنونه ولاعبوه ونتائجها"، ومنه لا يجوز شرعاً التعامل بها على صورتها الراهنة.⁽²⁹⁾

فبعض عمليات أسواق الخيارات على موازين الفقه الإسلامي يتضح:

- يشوبها غرر فاحش بحيث يحول العقد إلى عقد مقامرة.

- تتعارض أسواق الخيارات مع قصد الشرع من إباحة خيار الشرط.

- تعتبر الشروط المتضمنة في أسواق الخيارات من الشروط الفاسدة في مختلف المذاهب الفقهية.

1-4-2- العقود الآجلة: العقود الآجلة بأنواعها التي تجري على المكشوف أي على الأسهم والسلع

ليست في ملك البائع، بالكيفية التي تجري في السوق المالية غير جائزة شرعاً لأنها تشتمل على بيع الشخص ما لا يملك اعتماداً على أنه سيشتريه فيما بعد ويسلمه في الموعد وهذا لا يجوز شرعاً. تشبه العقود الآجلة عقد السلم الجائر في الشريعة الإسلامية إلا أن هناك فرق بينهما من جهتين:

- في سوق الأوراق المالية لا يدفع الثمن في العقود الآجلة في مجلس العقد وإنما يؤجل دفع الثمن إلى موعد التصفية، بينما الثمن في بيع السلم يجب أن يدفع في مجلس العقد.
- في سوق الأوراق المالية تباع السلعة المتعاقد عليها وهي في ذمة البائع الأول وقبل أن يحوزها المشتري الأول تخضع لعدة بيوعات، وليس الغرض من ذلك إلا قبض أو دفع فروق الأسعار بين البائعين والمشتريين غير الفعليين مخاطرة منهم على الكسب والربح بالاعتماد على المقامرة، بينما لا يجوز البيع في عقد السلم قبل قبضه.⁽³⁰⁾

2 - الأدوات المالية الإسلامية

يعتمد تداول الأدوات المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية على عنصر أساسي يتمثل في لقاء رأس المال مع العمل المنتج للربح أو لأي شكل من أشكال العائد أو الإيراد، وتتميز الأدوات المالية الإسلامية بتنوعها مما أدى إلى تعدد مجالات استخدامها، وإن كان يغلب عليها شكل المضاربة الشرعية إضافة إلى وجود عقود أخرى تحكمها مثل السلم والتأجير والمرابحة وغيرها. وفيما يلي يتم تعريف الأدوات المالية الإسلامية، خصائصها وأنواعها:

2 1 - تعريف الأدوات المالية الإسلامية: تعرف الأدوات المالية الإسلامية بأنها عبارة عن "صكوك تصدرها مؤسسات مالية باعتبارها مضاربا، وتمثل حصة شائعة في رأس مال مشروع معين أو مشروعات متعددة تشارك في الأرباح المتوقعة والخسائر المحتملة وتتميز بأجال متفاوتة وبقدرة مختلفة على التداول والاسترداد".⁽³¹⁾

2 2 - خصائص الأدوات المالية الإسلامية

- وفقا للتعريف السابق يمكن تحديد مجموعة من الخصائص تتصف بها الأدوات المالية الإسلامية:⁽³²⁾
- مثل حق ملكية حصة شائعة من موجودات المشروع الممول من حصيلة إصدارها، فلا يصح أن تكون ديناً في ذمة مصدرها.
 - يمثل العائد حصة من الربح ولا يصح تحديده مسبقاً.
 - الأدوات المالية الإسلامية هي أدوات تمويل واستثمار تقوم على مبدأ المضاربة الشرعية ويعد مصدرها مضاربا أميناً عليها ولا يضمن إلا في حالات التقصير أو التعدي وعند مخالفة الشروط التي تتضمنها نشرة الإصدار، أما حملة الأدوات المالية فهم أرباب المال يتحملون في حدود ما اكتتبوا به المخاطر التي يتعرض لها المشروع.
 - حق إدارة المشروع وسلطة اتخاذ القرارات الاستثمارية تكون من حق المصدر دون تدخل حملة الصكوك.
 - يتمتع المشروع بذمة مالية مستقلة عن ذمة كل من المصدر والمكتتبين.
 - تكون الأدوات المالية قابلة للتداول بعد نهاية فترة الاكتتاب وحتى يصح تداولها يشترط ما يلي:
 - إذا لم يتم مباشرة المشروع المعني فإن التداول يعتبر مبادلة نقد بنقد و تطبق عليه أحكام الصرف.

- إذا أصبح رأس مال المشروع ديونا يتم التداول وفق لأحكام التعامل بالديون في الفقه الإسلامي.
- يجوز تداول أوراق المشروع الذي تكون موجوداته مختلطة بشرط أن تكون المنافع والأعيان غالبية على النقود.

2 3 - أنواع الأدوات المالية الإسلامية: يمكن تقسيمها إلى:

2 3 1 - أدوات المشاركة: وتضم:

صكوك المقارضة، وتعرف بأنها "الوثائق المحددة (والموحدة) القيمة والتي تصدر بأسماء مالكيها مقابل الأموال التي قدموها لصاحب المشروع بعينه، بقصد تنفيذ المشروع واستغلاله وتحقيق الربح"، ويحصل مالكوها على نسبة معينة من أرباح المشروع، ولا تنتج هذه الصكوك فوائد وتعتمد في أساسها الفقهي على المضاربة من إيجاب وقبول ومعلومية رأس المال ونسبة الأرباح.⁽³³⁾

صكوك المشاركة، تقوم على فكرة أن يكون رأس مال المضاربة مقسما إلى حصص حيث يعطى الصك لحامله لإثبات حقه، وهي لا تختلف عن صكوك المقارضة إلا في تنظيم العلاقة بين جهة الإصدار الزراعية للصكوك وحملة الصكوك.⁽³⁴⁾

2 3 2 - أدوات البيوع: تتمثل في:

صكوك التمويل بالمربحة لأمر بشراء، وهي التي تخصص لتمويل عمليات المربحة، تعتبر هذه الوسيلة التمويلية تكملة لما لا يمكن تمويله عن طريق المضاربة والمشاركة، ويقوم هذا البيع على أمر المستفيد من التمويل للبنك أن يشتري له سلعة معينة بسعر معروف لديهما وأن يشتريها المستفيد من التمويل بسعر أعلى ويؤجل الدفع.⁽³⁵⁾

تتخذ صيغة المربحة للأمر بالشراء شكلين فأما أن يكون دفع الثمن للممول بالتقسيط في مواعيد زمنية محددة أو أن يكون دفع الثمن كاملا في موعد مستقبل.

صكوك السلم والإستصناع، هي "صكوك تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل، والسلع المعجلة التسليم هي من قبيل الديون العينية لأنها موصوفة تثبت في الذمة، لا يزال في ذمة البائع، لذلك تعتبر الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول. في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين، البائع أو المشتري، فهي من قبيل الإستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق".

أما صكوك الإستصناع فهي في حقيقتها كصكوك السلم، إذ تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل والسلعة هي من قبيل الديون العينية، لأنها موصوفة تثبت في الذمة، إلا أنه يجوز تأجيل ثمنها والمبيع في الحالتين لا يزال في ذمة الصانع والبائع بالسلم، لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين، البائع أو المشتري.

2 3 3 - أدوات المنافع: تتمثل في سندات الإيجار،⁽³⁶⁾ ويتم إصدارها من البنك الإسلامي

لشراء معدات وعقارات ثم تأجيرها لمن يرغب في ذلك فيكون ثمن الإيجار هو العائد الذي يتحصل عليه أصحاب هذه السندات ويمكن إصدارها على نوعين:

- **سندات الإيجار الثابتة**، وهي تمثل الإيجار المستمر حيث يقوم البنك الإسلامي بإصدار هذه السندات ثم يشتري بأموال الاكتتاب فيها عقارا مثلا ويقوم بتأجيرها لمن يرغب في ذلك فيكون ثمن الإيجار هو العائد الذي يوزع في نهاية كل فترة على حاملي هذه السندات بصفته مالكي هذا العقار.

- **سندات الإيجار المتناقصة**، ويتم إصدارها بالشكل السابق ولكن يتم تخصيص الأموال لشراء معدات قابلة للإيجار بطريقة التأجير التمويلي.

وإلى جانب هذه الأدوات يمكن استحداث أدوات جديدة، إذ أن أي أداة تحمل مخاطرة، تعكس أصلا وتدر معدل عائد متغير مرتبط بأداء الأصل تعتبر موافقة للشريعة.

المحور الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية

وفقا لمفهوم الكفاءة، الموارد المتوفرة عن طريق الادخار تستعمل بشكل فعال لأن الأصول المالية التي تسمح بتحويل رأس المال مقيمة حسب مردوديتها والأخطار المتوقعة، وأيضا التوقعات التي يجب أن تعكس كامل نضام تحليل المعلومة المتعلقة بالإيراد المستقبلي والخطر المرافق للأصل.

1 - مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

يتحقق السعر الحالي لأصل في سوق الأوراق المالية إذا كان التوقع الأمثل لمعدل المردودية باستعمال كل المعلومات المتاحة يساوي المردودية التوازنية للأصل.⁽³⁷⁾ ويعبر عنه الاقتصاديون بأنه في سوق أوراق مالية كفاءة، سعر الأصل يعكس كل المعلومات المتوفرة وبتعبير آخر نقول عن سوق أوراق مالية أنها كفاءة إذا وفقط إذا كانت كل المعلومات المتوفرة (سواء ماضية أو متوقعة) التي تخص كل أصل مالي في السوق تتعكس فوراً على أسعار هذا الأصل.⁽³⁸⁾

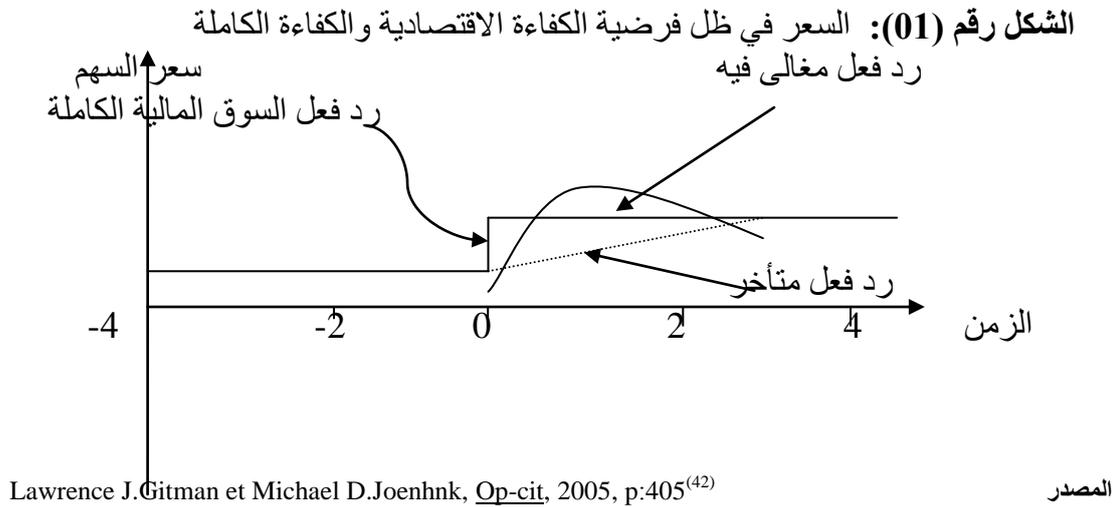
إذن يمكن القول عن سوق أنها كفاءة إذا عكست أسعار الأوراق المالية التي تصدرها شركة ما كافة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت ماضية أو متوقعة وتشمل هذه المعلومات السجل التاريخي لسعر الورقة المالية، القوائم والتقارير المالية، تحليلات وتقارير عن وضعية الشركة الحالية أو التوقعات المستقبلية... وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للورقة المالية.

في سوق مالية كفاءة سعر الأصل يتغير فور ورود معلومات جديدة للسوق بحيث تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناتجة عن امتلاك هذا الأصل - والمقصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر - تساوي تماما القيمة السوقية للأصل عند شرائه.

2 - الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية

يشير مفهوم الكفاءة الكاملة (perfectly efficient market) إلى قدرة السوق على جعل أسعار الأصول المالية تتعدل بشكل سريع وفوري وفقا لمحتوى المعلومات الواردة إلى السوق، دون أن يكون هناك فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة وبين الوصول إلى نتائج بخصوص السعر العادل، أو السعر التوازني للورقة المالية.⁽³⁹⁾ ويستدعي تحقيق الكفاءة الكاملة للسوق مجموعة من الشروط تتمثل في:⁽⁴⁰⁾

- وجود عدد كبير من المستثمرين يتصفون بالرشادة ويسعون إلى تعظيم منفعتهم من خلال التحليل والتقييم والتفاوض على كل ورقة مالية، ولا يؤثر أي منهم بصفة منفردة على سعر أي أصل.
- المعلومات متوفرة لجميع المستثمرين في الوقت نفسه و مجاناً.
- يظهر المستثمرون ردة فعل سريعة وصحيحة اتجاه المعلومات الجديدة ينتج عنها تعديل سريع في السعر.
- وهذه الشروط تتصف بالجمود في الواقع العملي، إذ يندر تحققها، أما فيما يخص الشرط الذي يقتضي بسعي المستثمر لتعظيم أرباحه من موارده الخاصة فهو شرط يتسم بالواقعية وسهل التحقيق.
- ويعد القبول بشرط الرشادة بمثابة نقطة التحول من مفهوم الكفاءة الكاملة إلى الكفاءة الاقتصادية، وهذه الأخيرة تتسم بوجود فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق وانعكاس تلك المعلومات على أسعار الأوراق المالية،⁽⁴¹⁾ يتطلب تحقيق الكفاءة الاقتصادية:
- **كفاءة التسعير**، وتعتمد على وصول المعلومات إلى المتعاملين بالسوق بسرعة وبتكلفة منخفضة بحيث يكون أمام كل المتعاملين فرصة لتحليلها وخسارة أي مستثمر تكون بسبب جهله وعدم تحليل المعلومات الواردة بالشكل المطلوب.
- **كفاءة التشغيل**، وتعرف بالكفاءة الداخلية أي قدرة السوق على إحداث التوازن بين العرض والطلب في ظل وجود تكاليف منخفضة للمعاملات، وبالتالي تحدث عملية التداول بسرعة وبحجم كبير مما يلغي فرص المتخصصين في تحقيق هامش كبير.
- والشكل أدناه يوضح السعر في ظل فرضية الكفاءة الاقتصادية و الكفاءة الكاملة:



3 - صيغ كفاءة السوق

هناك ثلاث صيغ لكفاءة السوق المالية محددة انطلاقاً من قدم المعلومات التي تنعكس في الأسعار، ويمكن تقسيم هذه المعلومات التي تخص الأصول المالية إلى معلومات تاريخية، معلومات عامة، ومعلومات غير عامة يحتكرها أشخاص لهم امتيازات نظراً للوظائف التي يشغلونها في المؤسسات أو

في صناديق الاستثمار أو هيئات المراقبة، وهذا التقسيم للمعلومات يسمح بتمييز ثلاث صيغ لكفاءة السوق المالية:⁽⁴³⁾

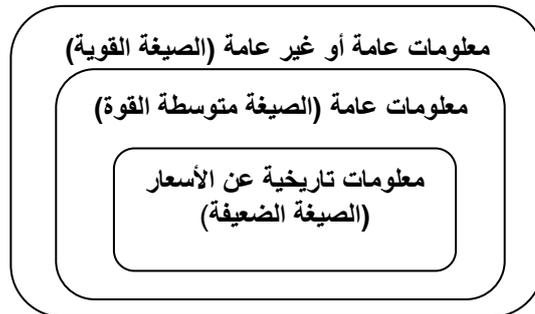
3-1- فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق: وتنص على أن استعمال المعلومات التاريخية لا يسمح بتحقيق أرباح غير عادية في الفترات المقبلة، هذه الفرضية ترمي إلى أن التحليل التقني لا يمكن من تحقيق عوائد غير عادية.

3-2- فرضية الصيغة متوسطة القوة لكفاءة السوق : وتعني أن كل المعلومات الموجهة لعامة الجمهور تنعكس فوراً في الأسعار، واستعمال هذه المعلومات لا يمكن من تحقيق أرباح غير عادية، إن هذه الفرضية ليست مبنية فقط على ردة الفعل الفورية للأسعار اتجاه المعلومات الجديدة بل على توقع المعلومة أيضاً.

3-3- فرضية الصيغة القوية لكفاءة السوق: حسب هذه الفرضية كل المعلومات (العامة والخاصة) تنعكس فوراً على أسعار الأوراق المالية، ولا يمكن لأي مستثمر تحقيق عوائد غير عادية، وتحت هذه الفرضية يعرف الاقتصاديون السوق الكفاءة بأنها السوق التي يكون فيها للمتعاملين توقعات رشيدة (مبنية على التقدير الأمثل آخذين بعين الاعتبار كل المعلومات المتوفرة)، لكنهم يضيفون شرطاً آخر ثانوي، يتمثل في أن السوق الكفاءة هي السوق التي يكون فيها سعر الأصل مساوياً للقيمة الحقيقية لهذا الأصل وكنتيجة تكون الأسعار في السوق الكفاءة دائماً صحيحة، فهي تعكس العناصر التي يكون لها تأثير مباشر على التدفقات المستقبلية لدخل هذه الأصول المالية.

ولهذه الفرضية عدة مضامين ففي سوق كفاءة الاستثمارات كلها جيدة، لأن سعر الأصول يعكس قيمتها الحقيقية، كما يعكس كل المعلومات المتوفرة، وأخيراً هذه الأسعار يمكن أن تستعمل من طرف المسيرين في المؤسسات لتحديد تكلفة رأس المال (تكلفة تمويل الاستثمارات).⁽⁴⁴⁾

الشكل رقم (02): الصيغ الثلاث لكفاءة السوق



Philippe Gillete, Op-cit, 1999, p: 34.⁽⁴⁵⁾

المصدر:

المحور الرابع: علاقة كفاءة سوق الأوراق المالية بالأدوات المالية الإسلامية

تتعلق كفاءة سوق الأوراق المالية بأساسيات محددة في مقدمتها السعر العادل للأوراق المالية التي يتم التعامل بها وبعود تلك الأوراق، حيث السعر العادل، هو السعر الذي يعكس القيمة الحقيقية للسهم التي تعتمد على القيمة الحالية للتدفقات النقدية، أما عائد السهم هو نصيب السهم من صافي الربح بعد

اقتطاع الفوائد والضرائب أي أنه يساوي صافي الربح بعد اقتطاع الفوائد والضرائب مقسوما على متوسط عدد الأسهم الذي يتألف منها رأس مال المؤسسة ولاستخراج العائد كنسبة مئوية من قيمة السهم فهناك نوعان من العائد هما الربح الجاري والربح الحقيقي.

يعد أهم معيار لوجود كفاءة وبمستوى معين في السوق أو عدم وجودها هو سرعة هذه السوق في الاستفادة من المعلومات المتعلقة بسعر السهم، حيث تكون هذه الأسواق ذات كفاءة كلما كانت أسعار الأسهم أكثر عدالة أي أكثر قربا من القيمة الحقيقية لتلك الأسهم.

أما فيما يتعلق بكفاءة الأسواق بعوائد الأسهم الحقيقية فتأتي من خلال علاقة الكفاءة بأسعار تلك الأسهم علما بأن العلاقة بين سعر السهم وعائده الحقيقي عكسية ويمكن تفسير تأثير عوائد الأسهم على كفاءة السوق كما يلي:

كلما كانت أسعار الأسهم أكثر (أو أقل) عدالة كانت كفاءة السوق التسعيرية أقوى (أو أضعف) وبما أن هناك علاقة عكسية بين سعر السهم وعائده الحقيقي، فإن ذلك يعني أنه كلما كان العائد يعبر عن المردود العادل الذي يستحقه حامل الورقة المالية كلما كانت كفاءة الأسواق أقوى (أو أضعف)، ويمكن للمستثمرين ومن خلال تحليلاتهم للمعلومات و/أو استفادتهم من المعلومات بشكل أو بآخر أن يحصلوا على عوائد إضافية غير عادية وبالتالي الأسواق تكون غير كفاءة.⁽⁴⁶⁾

إذن يكون هناك كفاءة إذا كان سعر السهم في السوق يساوي القيمة الحقيقية حيث القيمة السوقية للسهم تتحدد على أساس العائد المتوقع. يتولد عن شرائه، وعلى المخاطر التي يتعرض لها ذلك العائد وفي ظل هذا الاعتراف لا بد أن تكون القيمة السوقية للسهم مساوية لقيمه الحقيقية وإذا ما فرض أن تكون القيمة السوقية للسهم أكبر من قيمته الحقيقية حينئذ يتوقع أن يسعى المضاربون لبيع المزيد منه (زيادة العرض) مما يؤدي في النهاية إلى انخفاض قيمته السوقية حتى تتعادل مع القيمة الحقيقية وفي كلتا الحالتين سيحقق المضارب ربحا غير عادي يتمثل في الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية.⁽⁴⁷⁾

تنتج الاختلافات بين قيمة السهم السوقية وقيمة السهم الحقيقية لعدة أسباب :

- المضاربات والتلاعب في أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية.
 - عدم توافر المعلومات عن أداء المؤسسة.
 - الإفصاح الغير كافي عن المعلومات من قبل المؤسسة.
 - تحليل المعلومات بشكل خاطئ من قبل المستثمرين لنقص المعلومات.
 - بطئ ردة فعل السوق من حيث تعديل سعر السهم وفقاً للمعلومات الواردة.
- وهنا تظهر أهمية الأدوات المالية الإسلامية لتداول الأوراق المالية بسعر عادل وعائد ملائم، فهي تهدف إلى تحقيق سوق ذات كفاءة عن طريق تفادي الاختلافات الموجودة بين قيمة الورقة السوقية وقيمتها الحقيقية وبالتالي اختلافات في قيمة العائد بتوفير المعلومات اللازمة بشكل دقيق، متساوي

وكاف أي الإفصاح التام وكذا الخلو من الغرر، التحكم في الأسعار والاحتكار وخاصة حماية المصالح المرسلة للمستثمرين.

الخلاصة

تؤدي سوق الأوراق المالية دورا مهما على مستوى اقتصاد كل دولة، غير أن هذه الأسواق لا تعمل بالكفاءة المطلوبة، إذ أصبح تعرض هذه الأسواق لازمات مالية أمرا متكررا، أكثر حدة وأطول مدة كل مرة، ويعد السبب الأساسي في ذلك طبيعة الأوراق المالية المتداولة في هذه الأسواق وكذا الإجراءات المنظمة لها.

تظهر الأوراق المالية الموافقة للشريعة الإسلامية جملة من الخصائص، كتفادي الاختلاف بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة عن طريق توفير المعلومات اللازمة بشكل دقيق، متساوي وكاف من خلال الإفصاح التام وكذا الخلو من الغرر، التحكم في الأسعار والاحتكار وخاصة حماية المصالح المرسلة للمستثمرين. فمن شأن الأوراق المالية الموافقة للشريعة الإسلامية جذب عدد أكبر من المستثمرين والرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية وتجنبيها التعرض لازمات مالية.

يتيح خيار تكيف الأوراق المالية التقليدية لتوافق ضوابط الشريعة الإسلامية نقطة بداية مرنة من أجل التغيير، كما يتيح مختلف الأدوات المالية الإسلامية خيارات أوسع أمام المسؤولين لتوجيه الاقتصاد وتنظيمه.

المراجع المعتمدة:

(1) – Capelle-Blancard & Couderc & Van De Lanote, Marchés financiers en fiches, Ellipses Edition Marketing, SA, 2004, p:13.

(2) – محفوظ جبار، تنظيم وإدارة البورصة، دار هومة للطباعة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002، الجزء الثالث، ص:8.

(3) – مجموعة من مراجع :

– Capelle-Blancard & Couderc & Van De Lanote, Op-cit , 2004, p: 13.

- رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات -دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص : اقتصاد دولي ، جامعة باتنة، 2006-2007، ص ص:16-15 .
- سامية زيتاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة-حالة أسواق الأوراق المالية العربية ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية فرع اقتصاد قياسي، جامعة الجزائر، 2004، ص ص:59-60 .
- أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وأثارها الإثباتية في الاقتصاد الإسلامي ، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، المملكة العربية السعودية، 1995، ص ص:37-52.
- شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي -دراسة تحليلية نقدية ، دار الفكر، دمشق، 2001 ، ص ص:45-49.

- شرياق رفيق، دور البنوك التجارية في تفعيل سوق رأس المال- حالة الجزائر، مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير تخصص نقود ومالية، الجزائر، 2004-2005 ، ص ص:20-23.

(4) – محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات-أوراق-بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان-الاردن، 2005، ص:85.

(5) – محفوظ جبار، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، دار هومة للطباعة، الجزائر، 2002، ص:5.

(6) – محمود محمد الداغر، مرجع سابق، 2005، ص ص:124-125.

(7) – أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، 1995، ص:171.

- (8) - أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص: 110.
- (9) - شوقي جباري، بورصة القيم المتداولة من منظور قيمي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، جامعة الجزائر، 2004-2005، ص: 200.
- (10) - شعبان محمد إسلام البراوي، مرجع سابق، 2001، ص: 92.
- (11) - عبد الأول عابدين محمد بيسوني، مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة: دراسة فقهية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص: 9.
- (12) - شعبان محمد إسلام البراوي، مرجع سابق، 2001، ص: 91.
- (13) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، 1995، ص: 177.
- (14) - نفس المرجع أعلاه، ص: 178.
- (15) - شعبان محمد إسلام البراوي، مرجع سابق، 2001، ص: 92.
- (16) - أحمد معجب العتيبي، مرجع سابق، 2007، ص: 110.
- (17) - شعبان محمد إسلام البراوي، مرجع سابق، 2001، ص: 94.
- (18) - للمزيد يمكن الرجوع إلى:
- أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، 1995، ص: 179-182.
- محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية: رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2006، ص: 78-85.
- (19) - عبد السلام فيغو، "البورصة والأسهم دراسة قانونية شرعية"، جامعة محمد الخامس-كلية الحقوق-أكادال، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، الإمارات العربية، 2006، ص: 29-30.
- (20) - سمير عبد الحميد رضا، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها: دراسة مقارنة بين النظم الوضعية و أحكام الشريعة الإسلامية، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص: 6.
- (21) - عبد الأول عابدين محمد بيسوني، مرجع سابق، 2007، ص: 18.
- (22) - خالد محمود الزهار ورامي صالح عبده، "تحو أسواق مالية إسلامية"، المؤتمر العلمي الأول، الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، المنعقد بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية، 8-9 مايو 2005، ص: 6.
- (23) - عبد الله بن محمد العمراني، السندات من منظور شرعي، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، 2006، ص: 15-16.
- (24) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، 1995، ص: 210-222.
- (25) - شعبان محمد إسلام البراوي، مرجع سابق، 2001، ص: 153.
- (26) - للمزيد يمكن الرجوع إلى:
- أحمد معجب العتيبي، مرجع سابق، 2007، ص: 129-135.
- أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، 1995، ص: 210-222.
- (27) - أشرف محمد دوابية، "المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية"، مؤتمر الأسواق المالية والبورصات آفاق وتحديات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2006، ص: 21-22.
- (28) - سمير عبد الحميد رضا، مرجع سابق، 2005، ص: 521.
- (29) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، 1995، ص: 443.
- (30) - للمزيد يمكن الرجوع إلى:
- سمير عبد الحميد رضا، مرجع سابق، 2007، ص: 520.
- أشرف محمد دوابية، مرجع سابق، 2006، ص: 18.
- (31) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، 1995، ص: 251.
- (32) - نفس المرجع السابق، ص: 252-257.
- (33) - عبد الكريم أحمد قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإعدادها بالأدوات المالية الشرعية"، مؤتمر الأسواق المالية والبورصات آفاق وتحديات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2006، ص: 23.
- (34) - ضياء مجيد العربي، البورصات، أسواق المال و أدواتها، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص: 91.
- (35) - نفس المرجع السابق، ص: 102.

(36) – سليمان ناصر، "السوق المالية الإسلامية، كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي؟"، الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، سطيف، 23-28 ماي 2003.

(37) – Mishkin Fredric, Traduction de : Bordes Christian, Pierre-Cyrille Haut coeur Dominique Lacoue-Laberthe, Monnaie, Banque et Marché Financier, Pearson Education, France, 8 éme édition , 2007, p: 180.

(38) – Philippe Gillete, efficience des marchés financiers, France, 1999, p : 11.

(39) – رفيق مزاهدية، مرجع سابق، 2007، ص100.

(40) – Lawrence J.Gitman et Michael D.Joehnk, investissement et marchés financiers, pearcon education, France 2005, p: 406.

(41) – للمزيد يمكنك الرجوع إلى:

– إيهاب الدسوقي، مرجع سابق، 2000، ص: 34.

– حمدي شحدة زعرب، إختبار الكفاءة التشغيلية للسوق الفلسطيني، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول الاستثمار والتمويل في فلسطين بين الآفاق التنموية والتحديات المعاصرة، 2005، ص ص: 11-14.

(42) – Lawrence J.Gitman et Michael D.Joehnk, Op-cit, 2005, p:405.

(43) – Mondher Bellalah, Gestion de portefeuille, France 2004, p: 413.

(44) - Fredric Mishkin, Op-cit, 2007, pp: 181,182.

(45) – Philippe Gillete, Efficience des marchés financiers, France, 1999, p: 34.

(46) – زياد رمضان ومروان شموط، الأسواق المالية، جامعة القدس المفتوحة، مصر، 2008، ص ص: 208-209.

(47) – منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006، ص: 221.