

المجلس الأعلى للدراسات الإسلامية  
جامعة أم القرى  
كلية الشريعة والدراسات الإسلامية  
قسم الدراسات العليا  
شعبتة الدراسات والبحوث الإسلامية

تعداد اعداد



سرد

ص

ما

من ما

# فصل في الاقتصاد الإسلامي

## اقصاد إسلامي

بَحْثُ مُقَدِّمٍ لِنَيْلِ دَرَجَةِ الدَّكْتُورَاهِ فِي الْاِقْتِصَادِ الْاِسْلَامِيِّ

اعداد الطالب

أحمد يحيى الدين أحمد حسن

٢٥٤٠

المشرف الاقتصادي

د/ علي حياض



المشرف الفقهي

د/ محمد عبد الرحمن

١٤٠٩ هـ / ١٩٨٩ م

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

# إهداء

إلى والدي : الحاج محمد بن أحمد حسن  
وإلى أستاذي : الدكتور يوسف هammad العالحي  
يرحمهما الله ويغفر لهما وأساله تعالى أن يجعل  
نوازل هذا العمل في ميزان عملهما يومس ذلك نلقاه  
جميعاً

ابنكما /  
أحمد محمد الديني

# المقدمة

## شكر وتقدير

ان الحمد لله والشكر له عز وجل اولا وأخيرا .

وبعد ،

فانى اتقدم بجزيل تقديري للمقائمين على امر جامعة ام القرى ولاسرة كلية الشريعة والدراسات الاسلامية بها لاتاحتهم الفرصة لي للدراسة فى هذه الجامعة العريقة بهذا البلد الامين .

واقدم خالص شكرى وعرفانى وثنائى للاتاذين الفاضلين الاستاذ الدكتور على حافظ منصور والاستاذ الدكتور محمد محمد عبد الحى لما وجدته منهما من كريم رعاية وحن توجبه وكثير اهتمام ولهما الفضل الاوفر فى اخراج هذا العمل الى حيز الوجود .

كما ييرنى ان اعبر عن بالغ تقديري لاسرة سوق الكويت للاوراق المالية لدعمهم غير المحدود لهذا البحث ولاتجابتهم الكريمة لكل ما احتجته منهم ، وأخص بالشكر الاستاذ خالد على الخرافى المدير السابق للسوق ، والدكتور صعق عبد الله الركيبي رئيس ادارة الدراسات والبحوث الاقتصادية ، وادارة العلاقات العامة بالسوق .

كما ييرنى كذلك ان اشكر اسرة هيئة سوق المال بمصر وعلى راسهم الدكتور محمد فح النور رئيس هيئة سوق المال والدكتور جلال الجنزورى والدكتور فاروق فسوآد لكريمهم تعاونهم .

وأخيرا اتوجه بجزيل شكرى الى الاخوة والزملاء والامدقاء وكسبل

من مد يد العون والمساعدة حتى اكتمل هذا البحث ،،،،،

وجزا الله الجميع عنى خير الجزاء

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

الحمد لله رب العالمين أكمل لنا الدين واتم علينا النعمة وشرع لنا ما فيه صلاح معاشنا ومعادنا • وأشهد ان محمدا عبد الله ورسوله بلغ الرسالة وأدى الأمانة ونصح الأمة وجاهد في الله حق جهاده ، اللهم صل وسلم عليه وعلى اله وصحبه ومن تبع هداه باحسان الى يوم الدين •

وبعد

فان مشكلة ندرة رأس المال وضعف معدلات تركيبه تنصدر قائمة الخصائص الامامية لمشكلة التخلف الاقتصادي في معظم البلاد الاسلامية •

كما انه من اهم خصائص الاقتصاديات المعاصرة التمايز بين نمط الانفاق ونمط توزيع الدخل مما يؤدي الى ظهور وحدات فائض تنفق اقل من دخلها ووحدات عجز تنفق اكثر من دخلها . وهكذا تقوم الحاجة الى نقل الفائض من وحدات الفائض ووضعه تحسنت تصرف الوحدات العاجزة مع توفير عائد معقول مقابل ذلك • وتمثل الاموال المالية على اختلاف انواعها الوسائل التي يمكن ان يتم عبرها ذلك الانتقال ، ولذلك وبقدر تتطور انواع وصور الاموال المالية بما يراعى ظروف واحتياجات كل من وحدات الفائض ووحدات العجز بقدر ما تتم عملية التمويل بكفاءة اكبر •

ولقد ارتبطت الرأسمالية التجارية منذ القرن السادس عشر والقرن السابع عشر ثم تطور المجتمعات الصناعية منذ نهاية القرن الثامن عشر بتطور الاموال المالية وظهور اشكال جديدة من الاوراق المالية والتجارية التي ساعدت على نمو التجارة الدولية ثم نمو وتطور اشكال التمويل الداخلي •

وكان لا بد من ملاقة المتعاملين بالبيع والشراء في هذه الاموال المالية في جو تتأمن فيه حرية المنافسة التجارية فنشأت اسواق الاوراق المالية التي ساهمت في تطوير اقتصاد الدول الصناعية الكبرى من المرحلة البدائية والزراعية الى المرحلة الصناعية ، خاصة وانها وجدت في هذه الدول تنظيما قانونيا واداريا مكنها من الاسهام بفاعلية في تطوير

( ب )

اقتصادياتها

ورغم حدة مشكلات التمويل في البلاد الاسلامية الا ان اسواق الاوراق المالية ما تزال عندنا مجهولة نسبيا وما تزال رؤوس الاموال بعيدة عن التداول في نطاق عملياتها .  
وما زال المدخرون ينظرون اليها بنوع من الريبة وعدم الثقة رغم ان قضية التنمية الاقتصادية تتطلب الحصول على قدر اكبر من المدخرات لاغراض الاستثمار الامر الذي يقتضى انشاء مؤسسات مالية قادرة على تعبئة المدخرات الكامنة في المجتمع وتكون في نفس الوقت قنوات لتوجيه هذه الموارد نحو الاستثمار .

#### أهمية موضوع البحث

جاء اختياري لموضوع (( اسواق الاوراق المالية وآثارها الانمائية في اقتصاد اسلامي ))

موضوعا لبحثي هذا لعدة اسباب من اهمها ما يلي :-

أولا :- استجابة لدواعي التدين في عصر متجدد وفي ظروف حادثة ، خاصة وأن الإرادة الاسلامية التي لم يكن قد استقام لها الامر من قبل والتي كانت تجابهها ارادات جاهلية ترفض الاصلاح جملة قد سادت اليوم نسبيا .  
ولان انقطاع الفكر الاقتصادي الاسلامي عن حياة الناس جعله فكرا نظريا مجردا رايت انه يلزمنا ان نتعرض للمشكلات الاقتصادية الواقعية حتى نحقق الاقتصاد الاسلامي في واقع الحياة حتى يمتزج الدين بالواقع الاقتصادي امتزاجا حيا حتى نقبل على الاجتهاد بروح عملية واقعية .

ثانيا :- قضية التنمية الاقتصادية في البلاد الاسلامية قضية حيوية ويعتبر قصور راس المال من اهم المشكلات التي تواجهها خاصة وان البلاد النامية بمفحة عامة تحتاج الى مشروعات ضخمة ومؤسسات لا يستطيع المرء بمفرده ان يقوم بالاعباء المالية المترتبة على انشائها فاضحت الحاجة ملحة الى اللجوء الى ادخار الافراد والمؤسسات ، وبالتالي الى وجود

(ب)

مؤسسات مالية وسيطة تشجع الادخار وتستقطب الاموال المتاحة نحو المشروعات الاستثمارية وهذه هي الوظيفة الاساسية لاسواق الاوراق المالية التنموية الناجحة .  
ثالثا :- كثير من البلاد الاسلامية وادراكا منها بفاعلية اسواق الاوراق المالية بدأت فى انشائها ، ولكن تم ذلك اعتمادا على التقليد والمحاكاة للمؤسسات المماثلة فى الغرب ، فى حين ان البلاد الاسلامية تختلف كثيرا عن البلاد الغربية من حيث الهيكل المالى وحجم الادخار المتاح وظروف السوق المالية والنقدية ومتطلبات واولويات التمويل وطبيعة وسلوك المتعاملين بالادخار والاستثمار ، وقد شكل ذلك موقفا مغايرا بحيث أصبحت تلك المؤسسات عائقا امام التنمية الاقتصادية وليس كما ينبغي ان تكون دافعا لهذه التنمية .

الامر الذى يدل على ضرورة بناء سوق مالية ذات خصائص معينة لا تمثل مجرد امتداد للاسواق الدولية .

كما ان الادب المالى فى البلاد الاسلامية يحتوى على دراسات فنية مستوحاة بمجملها من الكتب والانظمة الغربية دون وضع التقنيات المالية الغربية فى ظروف نشأتها وتطورها فى بيئة معينة وفى ظروف تاريخية خاصة .

فالالياب والتقنيات المالية المعمول بها فى مراكز المال الكبرى فى الدول الغربية هي نتيجة لتطور الاقتصاد الصناعى الرأسمالى وتنجم مع الياته الاقتصادية وظروف البيئة الغربية ، ومهما اعترفنا بدورها المقدر فى تنمية الدول الصناعية الا انه لا يمكن نقلها وزرعها زراعة ناجحة فى البلاد الاسلامية الا اذا تكيفت مع البيئة الاسلامية المحلية ، وذلك لان اية دراسة عن الاسواق المالية فى البلاد الاسلامية يجب ان تنطلق من المعطيات العقدية والاقتصادية والجغرافية للعالم الاسلامى والا تبقى دراسة منفصلة عن الواقع وعن الامكانيات الفعلية للعالم الاسلامى .

رابعا :- ان اعتماد فوائض الدول الاسلامية على الاسواق الدولية فى التوظيف واعتماد معظم دول العالم الاسلامى على الاسواق الدولية فى التمويل يحتم ضرورة قيام اسواق اوراق مالية



( ث )

في الدول الإسلامية تلغى تدريجيا الحاجة الى وساطة الاسواق المالية الدولية •

خامسا :- من اجل تركيز دراسات التنمية الخاصة بالتمويل على السوق المحلية وعلسى الفائض الذي يمكن تجميعه وتعبئته محليا ، وعلى طريقة استخدامه بطريقة مثلى ، وعلى انشاء وتنمية المؤسسات التي تقوم بتجميعه وترشيد استخدامه بدلا من التركيز على الاقتراض من المؤسسات الدولية وحركة رؤوس الاموال الخارجية لانها ربوية ولارتفاع اعبائها وللشروط المجحفة لاعطائها والتي لا تتفق دائما مع المصالح القومية الاقتصادية والسياسية ومع اولويات خطة التنمية •

سادسا :- لابداء راي الفقه في عمليات اسواق الاوراق المالية القائمة حتى يتبين الامر لبعض اصحاب المدخرات من المسلمين الذين يريدون استثمارها في الاسواق المالية القائمة •

سابعا :- من اجل تصحيح الاختلال المتمثل في ازدهار عمليات النشاط التجاري على حساب الادخار وتنمية القطاع الصناعي و الزراعي في بلاد يعاني معظمها من تدنى الطاقة الانتاجية ونقص السيولة وزيادة الاستهلاك •

ثامنا :- حتى تكون مجموع الاسواق الاسلامية للاوراق المالية في البلاد الاسلامية تجيدا حيا للتكامل الاقتصادي في جانب التمويل الائمائي اذ ان من العوامل التي تؤثر في نمو السوق المالية هو حجم المدخرات ومقدار ما يعرض منها للاستثمار من خلال السوق المالية • والعالم الاسلامي بشرواته وسكانه يخلق طلبا وعرضا واسعين تبلورهما السوق المالية الاسلامية في شكل مشروعات ترفع من الانتاجية الحديدية لرأس المال الامر الذي نفتقده في الاسواق المالية المنتشرة في العالم الاسلامي والتي اخذت الطابع الدولي وحاولت أن تجاري اسواق المال الدولية في عملياتها واتجاهاتها •

تاسعا :- هناك العديد من الشواهد التي تدل على اهمية دراسة أسواق الاوراق من وجهة نظر اسلامية منها :-

- أ - ندرة ان لم يكن انعدام الدراسات التي تناولت هذا الجانب •
- ب - كثير من الابحاث العلمية الاكاديمية خرجت بتوصيات تنادي بضرورة انشاء أسواق

( ج )

اوراق مالية اسلامية .

ج - جاء ضمن مقررات المؤتمر الثاني للمصرف الاسلامي الذي انعقد في الكويت ٦ - ٨

جمادى الاخرى ما يلي :-

(( يقرر المؤتمر ان التعامل في اسواق السلع والاسهم وفي الاسواق المالية امر يحتاج الى دراسة منفصلة )) ، كما اومى مؤتمر اسواق راس المال في الدول العربية الذي انعقد في ابوظبي بين ٤ - ٦ فبراير ١٩٨٤ بضرورة التوسع في انشاء اسواق الاسهم والسندات

د - كما كان من توصيات ندوة البنوك الاسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية والتي

نظمها بنك فيصل الاسلامي المصري بين ٢٨ - ٣٠ ١٤٠٤ هـ ما يلي :-

(( يجب مواجهة فوائض السيولة المرتفعة في البنوك الاسلامية باقتراح ورقة مالية اسلامية قابلة للتداول تكون نواة لتكوين سوق مال اسلامي والامر يقتضى مزيدا من الدراسة الاقتصادية والشرعية للاوراق المالية التي يمكن الاعتماد عليها في تمويل المشروعات الضخمة طويلة الاجل )) .

هـ - تم عقد مؤتمرات خاصة عن الاسواق الاسلامية للاوراق المالية اخرها المؤتمر الذي سبقت

بنك التنمية الاسلامي بالمغرب . وكذلك المؤتمر الذي نظمته

مجموعة البركة للاستثمار بالجزائر في عام ١٩٨٧ م .

منهج البحث

اشير الان الى خطوط عامة بشأن المنهج الذي اتبعته في هذا البحث وهي :-

١ - هدفنا من خلال هذه الدراسة الى التعريف بأسواق الاوراق المالية والاشارة الى وظائفها الاقتصادية والى هيكلها وادارتها وعملياتها حتى يمكننا استبعاد ما يتعارض مع احكام المعاملات في الفقه الاسلامي ، وما يحتاج الى تعديل في الصيغة والشروط نشير اليه ، وما لا يتعارض مع احكام الشريعة الاسلامية نتركه على الاصل وهو الاباحة حتى يقرر المختصون وفقا للظروف الاقتصادية السائدة امكانية العمل به من عدمها .

٢ - اتبعنا في هذا البحث منهجا يجمع بين النظرية والتطبيق حيث قمنا بتوضيح المفاهيم التي تحكم ممارسة الاسواق المالية لوظائفها التنموية والتمويلية والرقابية وعرضنا هذه المفاهيم على التجربة القائمة بهدف الكشف عن اوجه القصور والمعوقات التي حالت دون ان تلعب الاسواق المالية القائمة في البلاد الاسلامية دورا اكثر فاعلية في ادائها لوظائفها .

٣ - فيما يختص بالمسائل الفقهية كنت اطرح مختلف الآراء في المسألة المعينة وادلة هذه الآراء حتى اقوم بترجيح ما يقوى دليله او تقوى حجته او اجد من نصوص وادلة اخرى ما يرجح هذا الرأي او ذاك .

٤ - فيما يختص بهياكل السوق الادارية والتنظيمية وطرق التداول وكل المسائل التي لا تحتاج الى حكم فقهي لم اشأ ان اقيد السوق الاسلامية للوراق المالية باى من تلك الاشكال وتركت المجال واسعا لكل سوق ان تختار اكفاً الااليب التي تتوافق مع الظروف الاقتصادية السائدة والمصطبات الخاصة بمدى انتشار الوعي الادخاري والاستثمارى وطريقة توزيع الدخل..... الخ الامر الذي جعلنا نقول اننا قد توصلنا الى نموذج لسوق الاوراق المالية محدد التوجهات (( فهو اسلامى وتنموى )) ففضاض الملامح مرن الهياكل والعمليات والادوات .

٥ - تركزت الامثلة والبيانات والنماذج المختارة للدراسة على الجانب العربى من البلاد الاسلامية رغم انى بذلت جهدا كبيرا للحصول على معلومات عن اوضاع الاسواق المالية فى البلاد الاسلامية غير العربية الا ان هذا النقص لم يحدث اثرا على نتائج الدراسة لتشابه الهياكل المالية (( ان لم يكن تطابقها )) ولان الجميع استعار النموذج الراسمالي لاسواق الاوراق المالية دون تطويعه او تكييفه بالبيئة المحلية .

٦ - واخيرا فانه يمكن القول - ولحد ما - انى قد اتبعت منهجا وصفيا تحليليا استنباطيا فى كتابتى لهذا البحث .

( خ )

### خطة الدراسة

---

---

يتكون هذا البحث من مقدمة وستة ابواب وخاتمة

المقدمة :  
\_\_\_\_\_

اشتملت المقدمة على اسباب اختيار موضوع البحث ومنهج الدراسة وخطة البحث

الباب الاول : تعريف اسواق الاوراق المالية وتاريخ نشأتها والوظائف الاقتصادية

\_\_\_\_\_ التي تقوم بها  
\_\_\_\_\_

وهو باب تمهيدي يتكون من فصلين :-

الفصل الاول : تعريف اسواق الاوراق المالية وتاريخ نشأتها .  
-----

الفصل الثاني : الوظائف الاقتصادية لاسواق الاوراق المالية .  
-----

الباب الثاني : الاوراق المالية المتداولة في اسواق الاوراق المالية وراى الفقه فى

اصدارها وتداولها  
\_\_\_\_\_

ويتكون هذا الباب من فصلين :-

الفصل الاول :- الاوراق المالية المتداولة فى اسواق الاوراق المالية :  
-----

تناول هذا الفصل بالدراسة الاسهم والسندات وحصص التأسيس حيث تم تعريف كل منها

وبيان خصائصها وانواعها والحقوق التى تمنحها لمالكها .

كما بحثنا فى هذا الفصل اسواق الدين الدولية المعاصرة باعتبارها تستقطب جزءاً

مهما من مدخرات البلاد والمؤسسات والافراد فى البلاد الاسلامية ، كما ان كثيراً من الدول

والمؤسسات تلجأ اليها للتمويل .

الفصل الثاني : - رأى الفقه فى اصدار وتداول الاوراق المالية المتعامل  
بها فى اسواق الاوراق المالية

---

اشتمل هذا الفصل على المباحث التالية :-

المبحث الاول :- وتناول رأى الفقه الاسلامى فى اصدار الاسهم وفى انواعها وفى تداولها  
بالبيع والشراء ، ثم تعرض لمشاركة المسلمين لغير المسلمين فى  
الشركات والاعمال .

المبحث الثانى :- اشتمل هذا المبحث على الاسباب الداعية الى القول بعدم صحة اصدار  
وتداول السندات ، وعلى مناقشة اقوال المبيحين لاصدار وتداول السندات ،  
المبحث الثالث :- رأى الفقه فى اصدار وتداول حصص التأسيس وفى بعض الاوراق المالية  
الاسلامية الجديدة .

الباب الثالث : هياكل ونظم وعمليات اسواق الاوراق المالية .

---

تناول هذا الباب بالدراسة الهيكل الادارى لاسواق الاوراق المالية كما ناقش نظام  
المصرة فى اسواق الاوراق المالية ، مع تقويم فقهي لهذا النظام .  
كما تعرض لانواع أوامر أسواق الاوراق المالية وطرق تداول الاوراق المالية فيها  
وناقش عمليات اسواق الاوراق المالية العاجلة والاجلة وعدد انواعها . ووضح رأى الفقه  
الاسلامى فى تلك العمليات .  
وتحدث كذلك عن طرق تحديد أسعار الاوراق المالية ورأى الفقه الاسلامى فى ذلك  
وتعرفنا فيه كذلك على مؤشرات أسعار الاسهم فى الاسواق العالمية .

الباب الرابع : دراسة لبعض أسواق الأوراق المالية القائمة فى البلاد الاسلامية :

---

تعرفنا من خلال هذا الباب على سوق الكويت للاوراق المالية وسوق القاهرة للاوراق  
المالية من حيث تاريخ وظروف نشأتها وهيكلها الادارى ونظام المصرة فيهما وأنواع

( ذ )

العمليات والادوات المالية المتداولة فيهما • كما تحدثنا عن اوضاع السوقين الاوليية والثانوية فيهما وافاق تطورهما والخطط المستقبلية لتطورهما •

ثم حللنا اوضاع الاسواق المالية القائمة في البلاد الاسلامية بصورة عامة وتوصلنا الى اهم المعوقات والسليات التي تقعد بها عن ممارسة دور تنموي فعال ، كما اشرنا في عجلة الى اهم الايجابيات المحمودة لها •

الباب الخامس : - المضاربة في أسواق الأوراق المالية -

---

---

عَرَفْنَا في هذا الباب المضاربة وقارنا بينها وبين مفاهيم الاستثمار والمخاطرة والمقامرة وعددنا أنواعها واقسام المضاربيين • ثم ذكرنا الفوائد التي ينسبها البعض للمضاربة ، ثم عددنا التأثيرات السلبية للمضاربة على استقرار النشاط الاقتصادي وعلى التعامل في أسواق الأوراق المالية •

ثم تناولنا أزمة سوق المناخ بالكويت حيث سردنا تطورات الازمة منذ بدايتها ثم ابرزنا الاسباب التي ادت الى حدوثها وتأثيراتها السلبية على الاقتصاد الكويتي وعلى سوق الأوراق المالية الرسمية •

ثم اختلفنا هذا الباب بايادى ، رأى الفقه الاسلامي في نشاط المضاربة وفي العمليات غير المخالفة لضوابط العقود في الفقه الاسلامي والتي تستهدف الربح من خلال التنبؤ بتغيرات أسعار الأوراق المالية •

الباب السادس : أجهزة وبرامج مقترحة من أجل اقامة سوق أوراق مالية تنموية متطورة :

---

---

في هذا الباب تحدثنا عن خطة على مستوى الاجهزة والبرامج تشمل ضمانات الاصدار وضمانات التداول ، وانشاء مصارف الاستثمار ، واقامة اندية الاستثمار والاهتمام بدور صنّاع السوق •

كما تحدثنا عن خطة على محور التعاون الاقتصادي بين البلاد الاسلامية تضمن تنظيم وتطوير التعاون الاقتصادي والمالي بين هذه الدول ، واقتراح برنامج لتطوير التشريعات

( ر )

المحلية لتكون في خدمة التنسيق بين اسواق الاوراق المالية واقتراح ثاني بانشاء اتحاد اسواق الاوراق المالية في البلاد الاسلامية . واقتراح ثالث بانشاء مشروعات مشتركة تمويلها الاسواق المالية في مختلف البلدان الاسلامية وتخدم اولويات استثمار منقسمة تخدم خطط التنمية الاقتصادية في هذه البلدان .  
ثم دللنا بصورة سريعة على قدرة النموذج الاسلامي للاوراق المالية على تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات .

الخاتمة : وتناولت اهم النتائج التي توصلت اليها هذه الدراسة .

# البابُ الأول

## تمهيد

تعريف أسواق الأوراق المالية وتاريخ نشأتها والوظائف  
الاقتصادية التي تقوم بها .



## الباب الأول " باب تمهيدى "

تعريف أسواق الاوراق المالية وتاريخ نشأتها والوظائف الاقتصادية التى توء ديها .

تمهد لهذه الدراسة بتعريف لأسواق الاوراق المالية ، وعرض تاريخى لظرف نشأتها مع بيان لأهم الوظائف الاقتصادية المنتظر أن توء ديها أسواق الاوراق المالية ، وذلك على النحو التالى :-

الفصل الأول : تعريف أسواق الاوراق المالية وتاريخ نشأتها ويتكون من :-

المبحث الأول : تعريف أسواق الاوراق المالية .

المبحث الثانى : تاريخ نشأة اسواق الاوراق المالية .

الفصل الثانى : الوظائف الاقتصادية لأسواق الاوراق المالية .

الفصل الأول

تعريف أسواق الأوراق المالية وتاريخ نشأتها

المبحث الأولتعريف أسواق الأوراق المالية :

يطلق الكتاب الاقتصاديون على " سوق الأوراق المالية " عدة أسماء تشير كلها غالباً الى مدلول واحد . فالبعض يسميها " سوق الأسهم والسندات " (١) وهذا الاسم وان كان يعبر عن واقع اسواق الاوراق المالية القائم اليوم ، الا انه لا يسمح باستحداث ادوات تعامل جديدة في السوق . ويسميها البعض " سوق رأس المال " (٢) باعتبار أنها مصدر الأموال لتمويل مختلف المشروعات . ويعرفها آخرون باسم " السوق المالية " (٣) أو السوق الاستثمارية كما يسميها هريبرت داوغل (٤) ، أي أنها " سوق الأموال طويلة ومتوسطة الأجل " تميزها لها عن " السوق النقدية " وهي " سوق الأموال قصيرة الأجل " وان كان البعض قد توسع في تعريف " السوق المالية " ، ولذلك لم يقصرها على سوق الأوراق المالية وحدها ، بل امتد مفهومه للسوق المالية ليشمل المصارف وشركات التأمين وكافة الأجهزة المؤسسية التي تقوم بدور الوساطة المالية . (٥) ومن الأسماء التي شاع إطلاقها على سوق الأوراق

(١) أنظر ، محمد صالح جابر - الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية، دار الرشيد للنشر ، بغداد ١٩٨٢ ط ١ ص ١٢ وما بعدها .

(٢) انظر ، سامي حسن حمود - الوسائل الشرعية لتداول الحصص الاستثمارية في حسابات السلم والايجار والمرابحة ، ورقة عمل مقدمة الى ندوة البركة الثانية في الاقتصاد الاسلامي . تونس ٤-٧ نوفمبر ١٩٨٤ ص ٣ وما بعدها .

(٣) انظر بيار برجه ، السوق النقدية - ترجمة على مقلد ، منشورات عويدات ، بيروت ط ١ ١٩٧٨ ، ص ٥ وما بعدها .

(٤) Herbert E. Dougall, Jack E. Gaumnitz . Capital Markets and Institutions, Prentice-Hall, Inc . P4-5

(٥) باري سيجل ، النقود والبنوك والاقتصاد ، ترجمة د . طه عبدالله منصور وآخرون دار المريخ للنشر ، ص ٦٩ ، ٨٥ .

المالية اسم " بورصة الأوراق المالية " (١) .

ولقد عرفت سوق الأوراق المالية بتعريفات عدة ، منها ما جاء في القاموس الاقتصادي والتجاري " ان سوق الأوراق المالية سوق منظمة تنظيماً دقيقاً لتداول الأسهم والسندات " (٢) كما عرفها أحد الاقتصاديين بأنها " سوق مالية منظمة يتداول فيها الأسهم والسندات وتتحدد فيها الاسعار وفقاً للعرض والطلب " (٣) ، كما عرفها آخر بأنها " سوق منظمة تباع وتشترى فيها الأوراق المالية وينفذ السامرة فيها أوامر عملائهم مقابل عمولة مناسبة " (٤) . كما عرفت بالتعريف التالي :- " البورصة سوق منظمة تنعقد في مكان معين في أوقات دورية للتعامل بيعة وشراءً . بمختلف الأوراق المالية " (٥) .

ونلاحظ أن هذه التعريفات التي أوردناها أكدت على أن سوق الأوراق المالية " سوق منظمة " تميزها لها عن المبادلات التي تتم بواسطة المتعاملين من غير تقييد بقوانين ونظم ولوائح سوق الأوراق المالية . ويظهر هذا التأكيد من خلال التعريف التالي لسوق الأوراق المالية :-

---

(١) يقال ان كلمة " بورصة " مشتقة من اسم أحد صياغة مدينة " بروج Bruges "

في " بلجيكا " كان اسمه " فان دير بورسيه Van der Beruse "

والذي كان يجتمع في قصره تجار المدينة لعقد الصفقات التجارية .

انظر مراد كاظم - البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية ، المطبعة التجارية بيروت . ط ٢ ١٩٦٢ ص ٧ .

(٢) K.L. Hanson , A dictionary of economic and commerce

Macdonald and eveons press , fifth . P 425

(٣) هشام البساط ، الاسواق المالية الدولية وبورصات الاوراق المالية وسياسات تكوين

محفظه الاوراق المالية في المصارف ، اتحاد المصارف العربية - بيروت . ص ٣٢ .

(٤) H.V.Prochnow, American financial institution, prentice

Hall - New york 1951 p 327,

(٥) مراد كاظم ، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية ، المكتبة التجارية

بيروت ، ط ٢ ١٩٦٢ ص ٧ .

" البورصة سوق مستمرة تقام في مكان ثابت للتعامل في مكوك معينه تصلح للمبادلات واسعة النطاق ، وذلك بموجب قوانين ولوائح وقواعد لتنظيم عقد الصفقات ، واقرار الشروط الواجب توفرها في المتعاملين وفي المكوك موضوع التعامل " (١) . والمتتبع للتعريفات السابقة يجد أنها لم تزد على أن جعلت من سوق الأوراق المالية مجرد المكان الذي يجتمع فيسه المتعاملون ، ومجموع العمليات التي تنعقد فيه ، دون أن تعطى مدلولاً مباشراً للدور تنموي لهذه السوق . وقد أبرزت دراسة مشتركة بين المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وسوق عمان المالي هذا الدور لسوق الأوراق المالية حيث عرفتها بأنها هي " السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال من الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة بما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد " (٢) ونحاول فيما يلي أن نخلص إلى تعريف لسوق الأوراق المالية يعكس هدفنا من هذه الدراسة ، والمتمثل في :-

(أ) بيان التزام سوق الأوراق المالية في اقتصاد إسلامي بالمنهج الإسلامي للاستثمار .

(ب) إبراز الدور الإنمائي لسوق الأوراق المالية .

وعليه فإننا نعرف سوق الأوراق المالية بأنها :-

" سوق منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية للتعامل الشرعي بيعاً وشراءً لمختلف الأوراق المالية ، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة" ولا يخفى من هذا التعريف أننا نقصد " بسوق منظمة " أنها تخضع لقوانين ولوائح وقواعد تنظم اداراتها وتحكم عملياتها . وقصدنا " بالتعامل الشرعي " أن يجري التداول على أوراق مالية يصح إصدارها شرعاً ، وأن تنقيد كافة عملياتها بالاطار الشرعي للمعاملات . كما

(١) يس عبد الحميد ، بورصة الأوراق المالية ، مكتبة التاجر والمحاسب القاهرة ط ١

١٩٤٨ ص ٢٨ .

(٢) انظر - المؤسسة العربية لضمان الاستثمار - أسواق الأوراق المالية العربية - تنظيمها ،

أدواتها ، وأوضاع التعامل فيها - الكويت ١٩٨٥ - ص ٣٢٢ .

أن التعريف اظهر بجلاء دور سوق الأوراق المالية في المساهمة الفعالة في أحداث التنمية الاقتصادية وذلك من خلال تجميع المدخرات وتمويل المشروعات الناجحة •

المبحث الثانيتاريخ نشأة أسواق الأوراق المالية

لم تنشأ أسواق الأوراق المالية القائمة اليوم بهيكلها وادارتها ونظمها هكذا مرة واحدة وإنما هي نتاج تاريخ طويل من التطور . ويمكن بيان أربع مراحل لنشوء ها وتطورها وذلك لأغراض الدراسة النظرية فحسب ، إذ أنه يصعب حقيقة الفصل الكامل بين هذه المراحل الأربع ، وذلك لأنها تتميز بدرجة من التداخل ، ويقدر من الاندماج وبشيء من التشابه في الخصائص والمقومات . وعليه فإنه يمكن - نظرياً - تقسيم تاريخ نشأة أسواق الأوراق المالية الى المراحل التالية :-

المرحلة الاولى : وهي مرحلة قيام " بورصات البضائع " .

المرحلة الثانية : وهي مرحلة التعامل بالأوراق التجارية .

المرحلة الثالثة : وهي مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطرق .

المرحلة الرابعة : وهي مرحلة استقلال أسواق الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها الخاصة بها .

وفيما يلي تفصيل للمراحل الأربع سابقة الذكر .

المرحلة الأولى : مرحلة قيام بورصات البضائع

إن وجود الأسواق المتخصصة لاجتماع التجار كان سالفاً لقيام أسواق الأوراق المالية المتخصصة المتخصصة المنظمة فلقد انشأ الرومان ما يسمى بكولييجيم ميركاتورم لاجتماع التجار ، وكذلك أنشأ اليونانيون متجر المقايضات في " أثينا " وذلك في القرن الخامس قبل الميلاد .<sup>(١)</sup> وكانت هناك كما نعرف رحلات قريش التجارية شتاءً الى " اليمن " وصيفاً الى الشام ، والتي نزل فيها قوله سبحانه وتعالى " لا يلاف قريش ايلافهم رحلة الشتاء والصيف " (٢) . كما كان في المدن الكبرى " كبغداد " و " القيروان " و " قرطبة "

(١) مقبل جمبى - الأسواق والبورصات ، مدينة النشر والطباعة الاكندرية ، ص ١١٧ ،

" سمرقند " حتى للتجار " بازار " يعرض فيه التجار أمتعتهم ويتفقون فيه على الأسعار . (١)  
 إلا أن أول بورصة للبضائع أنشئت كان في " باريس " عام ١٣٠٤ م على جسر عرف بأسم " جسر  
 المرافة " وأخذت البورصة اسمها منه . أما أول بناء أنشئ للبورصة وعرف بهذا الاسم  
 فهو بناء مدينة " انفرس " في " بلجيكا " وذلك في عام ١٤٦٠ م (٢) . ثم توالى انشاء  
 بورصات البضائع حيث قامت في عام ١٦٠٨ م بورصة " امستردام " والتي كانت مركزا للسوق  
 الآجله في البضائع ، وأنشئت بورصة " لندن " في عام ١٦٩٥ م ثم قامت بورصة " نيويورك " عام  
 ١٧٩٢ م فبورصة " روما " عام ١٨٢١ م ثم بورصة " جنيف " في عام ١٨٥٠ م .  
 ويرجع اهتمامنا بتاريخ نشأة بورصات البضائع الى حقيقة أن أسواق الأوراق المالية قد  
 انشقت عن بورصات البضائع ، كما أنه لم يكن في الماضي خط يفصل بين بورصات البضائع  
 والأسواق المالية حيث قد أدى التخصص المتزايد الى انفصال بعضها عن بعض على مر  
 الزمن ، ومن آثار ذلك الارتباط أنهما لا يزالان في بناء واحد في بعض المدن ومنها  
 الاسكندرية (٣) . كما أن المتعاملين في الأوراق المالية في " لندن " كانوا يجتمعون في  
 البورصة الملكية " وعندما زاد التعامل والضجيج ضايق ذلك المتعاملين في البضائع ، فانتقل  
 التعامل الى مكان آخر عند ممر بورصة البضائع .

#### المرحلة الثانية : مرحلة التعامل في الأوراق التجارية

بدأت هذه المرحلة مبكرا في القرن الثالث عشر في فرنسا حيث كان يجري تداول الكمبيالات  
 والسحوبات الاذنية ، ومن أجل تنظيم هذه العملية أوجد ملك فرنسا " فيليب الأشقر " .

(١) انظر سعيد الافغانى ، أسواق العرب في الجاهلية والاسلام ، دار الفكر للطباعة  
 والنشر ط ٣ ١٩٧٤ م الصفحات ١١٣ ، ٢٠ ، ١٦ .

(٢) Safag Al-Rekaibi - A descriptive Analysis of the development and  
 operation of the Kuwait Stock Exchange A Dissertation Presented  
 to the Degree of P H . D . International University sandiego u.s.A  
 1983 - P 20

(٣) مراد كاظم ، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية ، المرجع السابق -



مهنة سمسرة الصرف • (١) وفي عام ١٦٨٨ م وفي إنجلترا كان يتم التعامل في سندات الائتمان التي تمويل التبادل التجاري ، وكذلك في أسهم شركة الهند الشرقية وبعض الشركات الأخرى • وتأتى أهمية هذه المرحلة في أنها طورت عملية تبادل الأوراق التجارية وخاصة الكمبيالات اذ كانت أسواق الأسهم والسندات بأنواعها مجهولة - وعندما انتشرت الشركات المساهمة وأقبلت الحكومات والمؤسسات والأفراد على الاقتراض ، نشأت حركة رائجة للتعامل في المكوك مستمدة من حركة التعامل السابقة في الأوراق التجارية • واستمر التداخل في التعامل بين الأوراق المالية والأوراق التجارية حتى بعد قيام أسواق الأوراق المالية ، حيث تذكر المصادر أن بورصة باريس وفي عام ١٧٢٤ م كانت تقصر عملياتها على سندات بلدية باريس والأوراق المالية والكمبيالات • (٢)

المرحلة الثالثة : مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطرق

ابتداءً من القرن السادس عشر أخذت الحكومات تقترض من الجماهير ولجأت الشركات الى الاقتراض عن طريق اصدار السندات ، وتأسست شركة الهند الشرقية في ١٥٩٩ م وطرحت أسهمها للتداول ، الا أن الخطوة الأولى والهامة في تسهيل التعامل بسندات القرض كانت عندما أصدر الملك " وليم الثالث " في عام ١٦٩٣ قرارا حول سندات القرض التي أصدرها من قبل منح فيه مالك مك القرض الحق في التنازل عنه لأي شخص يرغب في شراءه • وهكــذا نشأت الخطوة الأولى لتحقيق سيولة الاستثمارات باقرار حوالة الحق في ملك الاستثمار • (٣) وفي امريكا وفي عام ١٧٩٠م وخلال حرب الاستقلال أصدرت الحكومة الفيدرالية صكوك الدين الموحد •

وكان يتم التعامل في هذا المكوك في الطرقات والمقاهي ، فقبل افتتاح بورصة لندن

(١) محمد صالح جابر ، الاستثمار بالاسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية ، المرجع السابق ، ص ٦٦ •

(٢) مقبل جميعي ، الأسواق والبورصات ، المرجع السابق ، ص ١١٩ •

(٣) W-T.C.King " the stock Exchange George Allen and union, London

وعقب خروج المتعاملين من البورصة الملكية للبضائع كان يحتتم المتعاملون فى الأوراق المالية فى ممر بورصة البضائع فى مكان غير مسقوف ، وفى الشتاء والأيام المظلمة يجتمعون فى قهوة " جوناثان " (١) .

أما فى " الولايات المتحدة " فان التعامل بدأ فى عام ١٧٢٥ م فى " وول ستريت " (٢) فى نيويورك ، ثم تحول فى نفس الشارع تحت " شجرة بتن وود " (٣) وفى عام ١٧٩٣ انتقل التعامل الى قهوة " تونتين " وقبل افتتاح بورصة باريس كان يجرى التعامل فى شارع " كانكانبوا " (٤) .

المرحلة الرابعة : مرحلة استقلال أسواق الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها الخاصة

صاحب مرحلة التطور الصناعى نشوء مشاريع ضخمة لا يستطيع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية المترتبة عليها ، ومع نمو الاقتصاد وزيادة الدخول ظهرت مؤسسات عملت على جذب مدخرات الأفراد وتوظيفها فى المشروعات الانتاجية . هذا التطور بالإضافة الى رواج التعامل فى الأوراق المالية ألقى ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة وضرورة تطور نظمها وأساليب التعامل فيها . واستجابة لهذه الضرورات استقلت أهم أسواق الأوراق المالية بمبانيها وطورت نظمها على النحو الذى يظهر من هذا التتبع السريع لنشأة أقدم وأهم أسواق الأوراق المالية وهى :-

١ - بورصة لندن ١٧٢٣ م

يرجع تاريخ التعامل فى الأوراق المالية فى " لندن " الى عام ١٦٠٠ عندما أنشئت البورصة الملكية " التى دمرها الحريق وأعيد بناؤها عام ١٦٦٩ م وساعدت هجرة الهولنديين الى انجلترا فى عام ١٦٨٨ م تقريبا على خلق سوق التعامل فى الأوراق المالية ، وكان أهم

(١) أحمد السيد جابر ، أسواق الأوراق المالية فى ظل الاشتراكية العربية رسالة ماجستير

مقدمة الى كلية التجارة جامعة القاهرة ، ص ١٧١ .

(٢) Wall street

(٣) Button Wood tree

Richard J. Teweles , Edwards . Bradley , " the stock market " ,4 th Edition John Wiley , Sons, Newyork 1982 P 70

(٤) مقبل جميعى، الأسواق والبورصات ، المراجع السابق ص ١١٨ .



( ١١ )

مايتداول وقتها السندات الحكومية وأسهم شركة " هدمس وشركة " النهر الجديد " واستمر التعامل في " البورصة الملكية " للبضائع حتى عام ١٦٩٨ م ثم انتقل من داخلها الى الممر المؤدى اليها كما ذكرنا وفي عام ١٧٢٣ م استأجر السماسرة مكانا خاصا أطلقوا عليه لأول مرة اسم " بورصة الأوراق المالية " (١) وفي ٢٧ مارس ١٨٠٦ تم توقيع دستور البورصة أطلق عليه اسم التسويات النهائية (٢) .

٢ - بورصة باريس ١٨٠٨ م

تمتد جذور بورصة " باريس " الى عام ١١٣٨ عندما كان يجتمع الدائنون والمقرضون فسي مكان كان يطلق عليه " سوق المنتجات المركزية " وكما ذكرنا فقد جرى تداول الأوراق المالية في بورصة البضائع " جسر الصرافة " واستمر ذلك الوضع حتى تم انشاء بورصة " باريس " للأوراق المالية عام ١٨٠٨ م (٣) .

٣ - بورصة نيويورك ١٨٢١

بدأ تبادل الأوراق المالية في " نيويورك " مع غيرها من البضائع منذ عام ١٧٢٥ فسي " شارع الحائط وول استريت " ولم يكن التعامل ذا حجم كبير ولا كان السماسرة متخصصون بل كانوا يجمعون بين الاتجار في البضائع وفي الأوراق المالية كما ذكرنا . ولكن بدأ التعامل في الأوراق المالية يزداد أهمية بعد طرح أسهم " بنك شمال انجلترا " للاكتتاب عام ١٧٨١ م و " بنك نيويورك " ١٧٨٤ م و " البنك الإلهي الأول للولايات المتحدة الأمريكية " (٤) الذي أسس في ١٧٩١ م ، بالاضافة الى مكوك الدين الموحد الذي أصدرته الحكومة الفدرالية عام ١٧٩٠ م (٥) .

(١) أحمد السيد جابر ، بورصات الأوراق المالية في ظل الاشتراكية العربية ، المرجع

السابق ص ١٧٣ ، ص ١٧٤ .

Deed of Settlement

(٢)

(٣) محمد جابر صالح ، الاستثمار بالاسهم والسندات ، المرجع السابق - ص ٦٨

the first national Bank of U.S.A

(٤)

(٥) Wilford j. Eiteman , Charles A. dice , David K. Eiteman " the stock

market " fourth Edition . mcgraw - Hill Book Company New York .

P 18-19

في ما بورصة نيويورك " الحالية فقد قامت بجانب الحائط الذي كان يجتمع خلفه المستثمرون الهولنديون للعناية بقطعانهم من الإبقار ، فعند هذا الحائط اتفق أربعـة وعشرون من المتاجرين بالإسهم والسندات في مارس ١٧٤٢ م على تنظيم لقاء اتهم بحيث تكون في ساعات محددة ، وكان هذا بداية تنظيم أكبر بورصة في العالم هي بورصة " نيويورك " وفي عام ١٨١٧ م قام المسارعة بدراسة النظام المعمول به في " بورصة فلادلفيا " - التسمى سبقتهم تاريخيا - ومن ثم تقرر اطلاق اسم " لجنة بورصة نيويورك للأوراق المالية " لإدارة وتنظيم البورصة ، واستقرت أعمال البورصة في عام ١٨٢١ م في شارع وول استريت (١) .

ثم توالى انشاء بورصات الأوراق المالية بعد ذلك حيث أنشئت بورصة طوكيو عام ١٨٢٨ م وفي بداية عملها احتكرت جماعة " زيباتسو " وهي جماعة من أصحاب الملايين أسهم معظم الشركات في بورصة " طوكيو " ، ولكن عند الحرب العالمية الثانية تم تصفية جماعة المحتكرين وبدأت حركة الاستثمار تشمل جميع الطبقات فيما سمي بـ " ديمقراطية الأسهم (٢) " اما قيام بورصة " هونج كونج " فيرجع لعام ١٨٩١ م عندما تكونت " جمعية هونج كونج لسامرة الأسهم " وهو تاريخ التبادل الرسمي للأوراق المالية هناك (٣) .

وبعد فلقد استعرضنا الحقبة التي شهدت بدايات التعامل في الأوراق المالية ، والظروف التي واكبت مولد أسواق الأوراق المالية الرائدة والعملاقة والتي أسست الهياكل ، وأرست النظم . وتوالى انشاء أسواق الأوراق المالية من بعدها على نمطها حتى تلك التي قامت في دول العالم الثالث بما فيها الأسواق التي نشأت في الدول العربية والاسلامية والتي سوف نتحدث عنها بخصومية . وحتى التطوير والتحديث الذي طرأ على الاسواق اللاحقة لم يكن حقيقة الا مدى ومجارة للنظم الحديثة المتبعة في أسواق الأوراق المالية الرائدة التي أشرنا اليها .

(١) أنظر - أحمد السيد جابر - اسواق الاوراق المالية في ظل الاشتراكية العربية - المرجع السابق ص ١٨٣ - ومحمد صالح جابر ، الاستثمار بالاسهم والسندات ، المرجع السابق

ص ٦٨ - ومقبل جميعي ، الأسواق والبورصات ، المرجع السابق ص ١١٩ .

(٢) على شلبي ، بورصة الأوراق المالية ، مكتبة النهضة المصرية القاهرة ط ١ ١٩٦٢ ، ص ٢٣

(٣) صغفق الركيبى - دورة تدريب الوسطاء ١٩٨٧ ، سوق الأوراق المالية الكويتية ، ص ٣ .

(١) وانظر E C . Sted man , the new york stok

Exchange , Green Wood press , new york P 261

## الفصل الثاني

الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية

ونحن نسعى نحو بناء سوق عالية لاثمتمل مجرد صدى لأسواق الأوراق المالية الدولية التي تعبر عن واقع النظام الاقتصادي الرأسمالي ، نستعرض فيما يلي أهم الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية ، والتي يمكن اجمالها فيما يلي :-

- أولا : سوق الأوراق المالية سوق مستمرة لبيع وشراء الأوراق المالية .
- ثانيا : تحديد أسعار الأوراق المالية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة .
- ثالثا : تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشروعات .
- رابعا : سوق الأوراق المالية أداة لتقويم المشروعات والشركات .
- خامسا : سوق الأوراق المالية مرآة للنشاط الاقتصادي ومؤشر لاتجاهات التنبؤ .
- سادسا : تتيح سوق الأوراق المالية الفرصة لاستثمارات قصيرة الأجل .
- سابعا : يتيح سوق الأوراق المالية البيانات والمعلومات عن الفرص الاستثمارية المتاحة ومواقفها وتكاليفها .
- ثامنا : تساعد سوق الأوراق المالية في جذب رؤوس الأموال الخارجية وفيما يلي تفصيل لما أجمالناه .

أولا : سوق الأوراق المالية سوق مستمرة لبيع وشراء الأوراق المالية

تتيح سوق الأوراق المالية سوقا مستمرة حرة لاتسيطر عليها فئة معينة ، وتمكن جمهور المتعاملين من شراء أو بيع الأوراق المالية طلبا للعائد المتولد منها أو تغييرا لنسوع الاستثمار ليتناسب مع رغبات المدخر (1) ، . . . وبهذا تصبح الاستثمارات الرأسمالية الثابتة في حكم الأصول المنقولة من حيث قابليتها للتسويق وتمتعها بدرجة كافية من

- 
- (1) - Nicholas Goodison, (( The regulatory role of the stock exchange)), London stock exchange, February 1981 p 1 .
  - m.s , (( stock market econommis)). sir issac pitman , and sons Ltd , London , p4.
  - Richard J teweles, Edward s . Bradley. ( The stock market ) fourth edition .john wiely and sons , Newyork 1981, p 61 .

السيولة النقدية الأمر الذي يمكن المتعاملين من تصفية استثماراتهم أو تنويع حافظتهم أوراقهم المالية دون أن يترتب على البيع أو الشراء خفض أو رفع كبير في الاسعار (١) .

ولا يخفى أن استثمار الأموال في المشروعات الكبيرة دون امكانية بيعها يكون بمثابة تجميد لها . الا أنه ليس كافيا مجرد وجود سوق لبيع الاستثمارات بل لابد من تنشيط التعامل بالقدر الذي يحقق رغبات معظم المتعاملين وبالقدر الذي يضمن درجة معقولة من السيولة للأوراق المالية المدرجة في جدول التعامل ولكن هل من الممكن أن تتيح سوق الأوراق المالية السيولة الكاملة في كل وقت لكل ورقة مالية مدرجة ؟ بالطبع لا يمكن لأي سوق مالية اتاحة تلك الدرجة من السيولة ، ولا ينتقص ذلك من دورها ومهامها ، اذ أن كل ورقة مالية لاتتمتع بذات الدرجة من السيولة ، كما ان السهم الواحد لا يحتفظ بمعدل واحد على مدار العام ، ففي أوقات الكساد والأزمات - مثلا - يهبط مستوى الاسعار الى مستوى لا يغري ملاك الأوراق المالية بالبيع فيقل التداول ، وقد يؤدي الى ذلك اتباع سياسة مصرفية انكماشية ، أو تفضيل ملاك الأوراق المالية الاحتفاظ بها لما تحققه من نسب مرتفعة من الأرباح (٢) .

ان الذي جعل سوق الأوراق المالية مكانا ملائما لبيع وشراء الأوراق المالية هو ثقة (٣) جمهور المتعاملين فيها ، وهي ثقة ناتجة عن :-

- ١ - توافر " الاقماح المالي " (٤) عن الشركات المدرجة أسهمها في السوق .
- ٢ - تحقق العدالة في اشهار المعلومات لكافة المتعاملين اذ أنها تُشهر في نفس الوقت بدرجة واحدة بذات المستوى من الوضوح .
- ٣ - امكانية تدخل ادارة السوق لضبط حركة الأسعار اذا تولدت عن عوامل غير عادية، وامكانية وقف تداول أي ورقة مالية ، أو عقد صفقة اذا هدفت لتلاعب أو خداع أو نتجت

(١) فؤاد شريف ، تخطيط الاستثمارات - مجموعة محاضرات ألقيت في البرنامج التدريبي

للسواء ، بورصة الاسكندرية ١٩٥٩ ص ٣١ .

(٢) أحمد السيد جابر ، أسواق الأوراق المالية في ظل الاشتراكية العربية ، المرجع

السابق ص ٧ ، ٨ ، ١٣ .

(٣) الحديث عن ثقة المتعاملين في السوق لا يضعفه بعض مظاهر الأزمات التي حدثت في أسواق الأوراق المالية عالميا واقليميا ، اذ أنها تعد استثناءات ولا زالت الثقة في هذه الأسواق هي الاتجاه العام للمتعاملين . فوق ذلك فنحن نتحدث عن سوق اسلامية للأوراق المالية مكفول لها كما سيتضح كل الترتيبات التي توفر الاستقرار في التعامل والثقة

في السوق .

(٤) المقصود بالاقماح المالي :- توفير معلومات دقيقة وكافية تبرز بجلاء مركز الشركة

المالي ، وتوصيلها للمتعاملين كافة لاتخاذ قرار مسبق بالاقدام على الاستثمار

أو الاحكام عنه .

عنها (١) وبصورة عامة فان هذه الثقة ناتجة عن تصميم ادارة أسواق الأوراق المالية على ترشيد التعامل في الأوراق المالية بما يكفل واستقرار التعامل ودقة وسلامة ويسر السعاملات ويجدر بنا ونحن نختم الحديث عن هذه الوظيفة أن نذكر أنه وفي غياب وجود سوق منظمة للأوراق المالية ، يعاني من يريد بيع وشراء ورقة مالية كثيرا في هذا الشأن ففي السودان - مثلا - يتم التعامل بأن يعلن الراغب في الشراء أو البيع عن مبتغاه في الصحف أو داخل أروقة المؤسسة الماهم فيها أو التي يريد الماهمة فيها وعلى المستجيب لتلك الرغبة أن يلم بظروف الورقة المالية محل التعامل بجهده الخاص ، ثم يسعى كل منهم نحو ملاقة الشخص الآخر أو من يوكله حتى يمكن اتمام الصفقة - وهكذا يعاني المتعاملون في غياب سوق منظمة للأوراق المالية من العديد من المشاكل والظروف أهمها مايلي :-

- ١ - عدم وجود أسعار واضحة ومعلنة للأوراق المالية المتداولة .
- ٢ - عدم وجود رقابة وافصاح مالي عن الشركات مصدرة الأوراق المالية المتداولة .
- ٣ - يتكلف المكتتب بالورقة المالية عمولات ومصاريف اضافية عند شرائه أو بيعه لها .
- ٤ - عدم وجود أقسام خاصة تسهل نقل ملكية الورقة محل التداول (٢) .

ثانيا : تحديد أسعار الأوراق المالية على أساس من المعرفة الكافية ،

وبدرجة كبيرة من العدالة .

يلعب قانونا العرض والطلب دورا رئيسيا في تحديد أسعار الأوراق المالية على أساس من

المعرفة الكافية ودرجة كبيرة من العدالة وذلك في ظل القواعد التالية : (٣)

- ( أ ) اتمال البائعين والمشتريين (٤) ببعضهم واجتماعهم في مكان واحد .
- ( ب ) حرية الماومة .

(١) المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ، حلقة الأسواق المالية وتمويل المشروعات - تونس ١٩٨٦ ، ص ٥ .

(٢) المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وسوق عمان المالي ، أسواق الأوراق المالية العربية المرجع السابق ص ١٨٥ .

(٣) Richard J . Tewles, Edward S. Pradley (The Stock Markets) o p . . cit , P64

(٤) أو من ينوب عنهم .



- ( ج ) عدم قدرة أى فرد فى التأثير على الأسعار .
- ( د ) توافر العلائقية بشأن المعاملات .
- ( هـ ) التعامل فى لىع متجانسة .

( و ) توفر المعلومات الضرورية والمهمة عن الأوراق محل التعامل . (١)

ويتحدد سعر الأوراق المالية عبر المفاوضة أو المزايمة التى تعكس صورة أقرب الى الدقة رأى المتعاملين فى السعر المناسب للورقة المالية وفق ظروف السوق السائدة . (٢) فضلا عن ذلك فانه يمكن القول ان سوق الأوراق المالية من خلال انظمتها ولوائحها تهدف للتقريب بين القيمة السوقية للورقة المالية وقيمتها الحقيقية حتى تعكس السوق الآداء الفعلى للمشروعات والشركات ممدرة الأوراق المالية . (٣)

ومما لاشك فيه أن غياب سوق الأوراق المالية المنظمة يؤدى الى أن يلعب سمسرة الأوراق المالية دورا مؤثرا فى تحديد أسعار الأسهم ، ففي السعودية - مثلا - حيث لا توجد قاعة للتداول ولانظام تداول مركزى ، تتم عمليات بيع وشراء الأسهم عن طريق ٢٢ مكتب سمسرة تقريبا ، مما يؤدى الى وجود فروقات فى أسعار الأسهم ، وقد تبين فعلا أن متوسط الفروقات اليومية للأسعار خلال فترة ٦ أسابيع (٤) يبلغ ١٧٪ وهى نسبة كبيرة جدا (٥) .

كما أن المعلومات السائدة قد تكون مضللة لأن مكاتب السمسرة هذه تقوم بالمتاجرة بالأسهم لحساب حقائبها الاستثمارية ولاكتفى بالوساطة بين المتعاملين . فضلا عن أن

---

(١) على شلى ، بورصة الأوراق المالية ، المرجع السابق ص ١٠ - ١١

(٢) محمد صالح جابر ، الاستثمار بالأسهم والسندات المرجع السابق ص ٦٤ كذلك -

B. I. Bojen ( Financial handbook ) new york , the ronald press company . P 66

(٣) لتفصيل أكثر عن محددات العرض والطلب فى السوق الرأسمالية أنظر Sidney Robbins , ( the securities markets ), the free press, new york pp 36, 34,

(٤) من ٢٨ / ١٠ / ١٩٨٤ الى ١٢ / ٦ / ١٩٨٤ .

(٥) المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وسوق عمان المالى ، أسواق الأوراق المالية العربية،

المرجع السابق ص ١٨٥ .

- فى تطور جديد صار التعامل فى الأوراق المالية فى السعودية يتم عبر المحارف التى تنشر بيانات دورية عن أسعار التبادل .

الإسعار السائدة لاتعتبر أسعار توازن لأنها لاتعكس كامل العرض وكامل الطلب اذ نجد  
أن كل مكتب سمرة يعمل كسوق مستقلة .

وانطبق نفس الحديث فيما مضى على الكويت ، فحتى عام ١٩٧٠ ونظرا لأن التداول كان  
يتم من خلال مكاتب سمرة متفرقة والاتصالات فيما بينها ضعيفة لم يكن هناك سعر موحد  
للورقة المالية بل كانت هناك عدة أسعار يحددها العرض والطلب لدى كل سمار .  
ومن خلال وظيفة تحديد الأسعار هذه تنشر ادارة السوق نشرة أسعار رسمية ، يعتمد عليها  
الأفراد والمشروعات عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية . (١) .

ثالثا : تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشروعات

الادخار هو ذلك الجزء من الدخل الذي لم يستهلك (٢) ، ودوافع الادخار عند الأفراد  
عديدة وأهمها مايلي :-

( أ ) دافع الدخل ، أي الرغبة في رفع مستوى الدخل حيث قد لايمح الوقت بأي عمل اضافي  
فيضطر الفرد الى ادخار جزء من دخله والعمل على استثماره .

( ب ) دافع الاحتياط ، ويكون بهدف التمكن من مواجهة الأحداث ذات الطبيعة الطارئة  
مثل المرض والبطالة وزواج الابناء ، الخ خصوصا اذا كان المدخر ممن يصعب  
عليهم الاقتراض لسبب أو آخر ، فيضطر الى الاحتفاظ بجزء من دخله ليكون في  
متناول يده عند الحاجة .

اذا فالحاجة الى الادخار لاهى عاجلة على الدوام ، ولاهى آجلة على الاطلاق . وهنا تشسور  
عدة اسئلة في نفس المدخر مثل :-

( أ ) هل اتمكن من الحصول على مدخراتي عند الحاجة دون خسارة محسوسة ؟

( ب ) وماهى الفترة الزمنية اللازمة لذلك ؟ وهل تتفق مع متطلباتي الخاصة ؟

(١) حازم السبلاوى ورائد فهمى ، دور سوق الأسهم فى الاقتصاد الكويتى ، ورقة عمل مقدمة  
الى مؤتمر تطوير سوق الاسهم فى الكويت - ١٤ - ١٦ نوفمبر ١٩٨١ - الكويت - منشورات  
غرفة تجارة وصناعة الكويت ، ص ٣٦

(٢) سامى خليل ، النظريات والسياسات النقدية والمالية ، شركة كاظمة للنشر والتوزيع  
والترجمة الكويت ط١ ١٩٨٢ ص ٤٠٥ .

فاذا كانت الاجابات على أسئلته السابقة سالمة ، فانه يتجه الى استخدام مدخراته في شكل استخدامات أكبر سيوله مثل الايداع في المصارف في حساب جارى ، أو اكتنازها في المنزل ، الأمر الذى يعد تريبا من تيار الانفاق الحقيقى .

فالقضية اذا هي قضية انعدام الانسجام بين شروط عرض المدخرات وخواص الطلب عليها ، فمن ناحية الطلب فان طبيعة الاستثمار فى المشروعات تتطلب تمويلا طويل الآجل ، ومن ناحية العرض تواجهنا شروط المدخر المتمثلة فى سرعة حصوله على أمواله لمقابلة نفقاته الطارئة (١) .

ويمكن التوفيق بين خواص الطلب على المدخرات وعرضها فى ايجاد سوق أوراق ماليسة تتداول فيها أدوات استثمارية طويلة الأجل يمكن تسيلها عند الحاجة دون خسارة ، فتلبى رغبة المدخر فى استثمار مدخراته مع الابقاء النسبى على سيولتها ، ورغبة المشروعات فى تمويل يتمف بالاستمرارية وطول الأجل . وهكذا تسهم سوق الأوراق المالية الناجحة فى تقليل حجم الدخل المتسرب نحو الاستثمار النقدى الأكثر سيوله والأقل فائدة بالنسبة للنشساط الاقتمادى ، وتسهم بالتالى فى تعبئة المدخرات وتهيئتها لتمويل المشروعات الاستثمارية الحقيقية . (٢)

كان تحليلنا السابق بالنسبة لمدخرات الأفراد ، وأما بالنسبة للمؤسسات والوحدات الاقتصادية ففيها هي الأخرى وحدات فائض تعرض مدخراتها للاستثمار ، ووحدات عجز تتطلب مدخرات الغير ، وتقوم أسواق الأوراق المالية بالتوسط بين وحدات الفائض ووحدات العجز كما فى حالة مدخرات الأفراد .

وبهذا تعتبر سوق الأوراق المالية آلية مهمة من آليات تجميع المدخرات وتوظيفها فى المشروعات الاستثمارية .

ومن خلال أداء سوق الأوراق المالية لهذا الدور فانها تعتبر مصدر تمويل انمائى مالى ،

(١) أحمد السيد جابر ، أسواق الأوراق المالية فى ظل الاشتراكية العربية ، المرجع السابق

(٢) Wilford j. Eiteman, Charles A , Dice, David K. Eiteman , (the stock markets ) op, cit,p7.

مما يؤدي نسبيا الى تناقص احتياجات التنمية • للتمويل الخارجي الذي يتمف بأنه تمويل ربوي ذو أعباء باهظة ويجلب معه تدخلات ادارية وسياسية خارجية • وأخيرا فان من ايجابيات قيام سوق الأوراق المالية بتمويل المشروعات ، الحيلولة دون الآثار التضخمية لقيام المصارف التجارية بالتمويل طويل الأجل والذي يؤدي الى التوسع فى حجم الائتمان ، ويشكل ضغوطا تضخمية على الاقتصاد القومى • (١)

رابعا : سوق الاوراق المالية أداة لتقويم الشركات والمشروعات

تعمل ادارة سوق الأوراق المالية من خلال نظمها ولوائحها على التعرف على المراكز المالية الحقيقية للشركات والمشروعات ، والتدقيق على حماياتها خاصة وأن نظام السوق يلزم الشركات التى تدرج أسهمها الالتزام بما يلى :-

( أ ) ملك الدفاتر القانونية •

( ب ) تعيين مراقب حمايات خارجى للشركة يكون مؤهلا ولا يشترك بشكل مباشر أو غير

مباشر فى ادارة الشركة ، ويتمتع بصلاحيات واسعة منها :-

١ - الاطلاع على كل البيانات التى يطلبها •

٢ - بيان المركز المالى الحقيقى للشركة

٣ - دعوة الجمعية العمومية للانعقاد اذا جد مايدمو لذلك •

وتقوم سوق الأوراق المالية بتسهيل معرفة أوضاع الشركات والمشروعات من خلال التقارير الدورية التى تنشرها عن أوضاع الشركات المدرجة على قائمة التداول ، وعن حركة التداول وتطورات الأسعار وغير ذلك من البيانات مما يسهم فى زيادة وعى المستثمرين ، ويصبرهم بواقع الشركات والمشروعات ، ولذلك فان سوق الأوراق المالية تمثل سلطة رقابية غير رسمية على كفاءة الشركات والمشروعات التى يجرى تداول أوراقها المالية فى السوق •

فضلا عن ذلك فانه وفى ظل الظروف العادية فان دراسة تذبذبات الأسعار تسهم فى تحديد الفعاليات الاقتصادية المثمرة ، فكلما زاد حجم التداول فى السوق استطاعت تذبذبات الأسعار

(١) انظر - مصطفى رشدي شيحه ، الاقتصاد النقدي والمصرفي الدار الجامعية للطباعة

ان تكون مقياسا جيدا لحد ما فى تقويم كفاءة المشروعات (١) ، وعن طريق هذا التقويم يتجه المستثمرون بمدخراتهم نحو المشروعات التى يرون أنها تحقق أهدافهم ، ولا يهتمون بذلك على المشروعات القائمة ولكنه ينسحب على المشروعات الجديدة فتتجه المدخرات نحو القطاعات التى تمنح مشروعاتها أرباحا أعلى وتلقى رواجاً أكثر فى سوق التداول .

وبصورة عامة فإنه يمكن القول ان سوق الأوراق المالية تؤمن الى حد ما سلامة تقويم المشروعات عن طريق سلامة تقويم أسهمها الأمر الذى يترتب عليه حين توجيه المدخرات (٢) إذ أن كل فرد وبينما هو يسعى نحو النفع الخاص يكون بمثابة آله حاسبه تعمل على دراسة أسعار الأسهم لمعرفة مدى نجاح استثمار المشروعات والمؤسسات التى يتم التعامل على أسهمها فى سوق الأوراق المالية .

خامساً : سوق الأوراق المالية مرآة للنشاط الاقتصادى ومؤشر لاتجاهات التنبؤ

تمثل سوق الأوراق المالية حلقة اتصال بين معظم الفعاليات الاقتصادية المؤثرة مثل المصارف ، الشركات ، المشروعات ، المدخرين . . . الخ . الأمر الذى يؤهلها لأن تكون مؤشراً عاماً لاتجاهات الاسعار ومعدلات الانحار والاستثمار ، وهى مؤشرات كلية تعكس جزءاً مهماً من واقع الاقتصاد القومى ، وتسهم فى الدراسات التى تهدف الى تحديد الفعاليات الاقتصادية المثمرة .

وفى خطوة أكثر تقدماً فان سوق الأوراق المالية وهى تسجل من خلال التعامل دورات النشاط الاقتصادى من انتعاش أو ركود ، تسهم فى تحقيق التنسيق والتكامل بين الأنشطة الاستثمارية والسياسات النقدية والمالية وحركة رؤوس الأموال عن طريق تقديم الرأى والمشورة الى الجهات المختصة ، مما يساعد فى استقرار النشاط الاقتصادى .

وتحدد سوق الأوراق المالية الاتجاهات العامة للتنبؤ إذ أنها المركز الذى يتم فيه تجميع وتسجيل الاتجاهات التى تحدث فى النشاط الاقتصادى ، فحجم المعاملات يعتبر مؤشراً لحجم الأموال السائلة المتداولة وتشير الأرقام القياسية للأسعار الى مدى نجاح

(١) مراد كاظم ، البورصة ، المرجع السابق ص ١٣

(٢) W. T.c. King , (the stock exchange ), op.cit.p19.

## الاستثمارات •

وفسّر تاريخ الدول المتقدمة تنبأت الأسواق المالية بكل فترات الكساد والنشاط دون استثناء، وذلك قبل حدوثها بمدة تتراوح بين ٦ - ٢٤ شهراً<sup>(١)</sup>، وان كان البعض يعترض على هذا الدور باعتبار أن حالات الرواج والكساد أصبحت لا تعتمد على تقديرات خاصة بالطلب والعرض المحليين، ولكن أصبح للعوامل الخارجية أثرها على النشاط الاقتصادي. (٢) بينما يقول روبرت سالمون " سوق الأوراق المالية يمكن أن تكون إحدى المؤشرات الرئيسية العامة التي تبين أو تعطي فكرة عن حركة النشاط الاقتصادي، إلا أنه ليس مؤشراً كاملاً، وذلك لأنها تعكس توقعات المستثمرين التي قد لاتصيب في جميع الأحوال. ومع هذا فان سوق الأوراق المالية تعتبر مؤشراً هاماً لاتجاهات المستثمرين، ومقياساً جيداً - ان لم يكن كاملاً - لما يحمله الاقتصاد في المستقبل " (٣)

سادساً : تتيح سوق الاوراق المالية الفرصة لاستثمارات قصيرة الاجل

تسهل سوق الأوراق المالية عمليات الاستثمار الخاصة بالأجل القصيرة وذلك بالنسبة للأموال التي تفيض عن العمليات الجارية لبعض الشركات والأفراد بصفة مؤقتة، وذلك بسبب تقلبات موسمية تعترى حجم أعمالهم، أو بسبب كساد مؤقت يطرأ على بعض انشطتهم، وهم يستثمرون هذه الفوائض المالية في سوق الأوراق المالية لثقتهم التامة في قدرتهم على بيع هذه الاستثمارات في الوقت الذي يريدون فيه تحويل قيمتها الى نقد سائل.

ويعترض البعض على هذا الدور باعتبار أن أدوات سوق الأوراق المالية وهي أدوات استثمارية طويلة الأجل تصبح أداة استثمارية قصيرة الأجل ولذلك فان اقتنائها لا يتم وفقاً للمعايير الاقتصادية السليمة. (٤)

(١) L. effler , (the stock market ), the Roland press comp- any new york , p11

(٢) أحمد السيد جابر ، أسواق الأوراق المالية في ظل الاشتراكية العربية ، المرجع السابق، ص ٢٢ .

(٣) روبرت - اس - سالمون ، المؤسسات العاملة في السوق المالية مؤتمر تطوير سوق الأسهم في الكويت ١٤ - ١٦ نوفمبر ١٩٨١ - منشورات غرفة تجارة وصناعة الكويت ، ص ٢٣٧

(٤) صادق ابل ، سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية في الكويت مجلة البورصة عدد ١ يونيو ١٩٨٦ الكويت ص ٦٦

ويرد على هذا الرأي بأن الاختلاف لا يمكن في تحديد مدى أو أجل الاستثمار باطلاق ، وإنما يكمن في موقع النظر اليه ، فإذا نظرنا اليه نظرة كلية يظل هذا الاستثمار طويل الأجل — إذا أن مالك الورقة المالية لم يفعل غير احلال غيره محله ولم يسحب نصيبه من الشركة ، أما إذا نظرنا اليه من جانب بائع أو مشتري الورقة المالية فانه يكون بالنسبة اليه استثمارا قصير الأجل .

ورغم ذلك فاني أشارك الكاتب تخوفه من أن يصبح الاستثمار قصير الأجل هذا ليس طارئاً فرضته ظروف خاصة وإنما أضحى اتجاهها عاما يحاول التأثير على الأسعار في الفترات القصيرة بواسطة عوامل لاتتركز على سند اقتصادى حقيقى ، للحصول على أرباح عالية فى أقصر وقت . فضلا عن ذلك فان كثرة التعامل فى أوراق بعض الشركات بالبيع والشراء من أجل الاستثمار قصير الأجل يعرض مثل هذه الأوراق لحالات طلب وعرض غير منظمة مما يؤدي الى تذبذبات غير حقيقية فى أسعارها ، هذه التذبذبات قد تؤثر على قرار المستثمر الذى يرغب فى مسي الاحتفاظ بأمواله فى شكل محفظه آمنه للأوراق المالية طويلة الأجل .

#### سابعاً :

تتيح سوق الأوراق المالية البيانات والمعلومات عن الفرص الاستثمارية المتاحة ومواقعها وتكاليفها ، بل أرى من وجهة نظر خاصة أنه يفترض أن تقوم بعض أجهزة السوق بدراسة الجدوى الاقتصادية لبعض المشروعات المهمة للاقتصاد القومى وقيادة الاكتتاب فى أسهمها ، ولأن هذا الدور يشكل احدى استراتيجيات سوق الأوراق المالية الاسلامية التنموية فسوف نتعرض له لاحقاً بتفصيل أكثر .

#### ثامناً :

يساعد وجود سوق أوراق مالية ناجحة ومتطورة فى جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة فى مشروعات محلية ، وذلك للمدى الذى تسمح به قوانين الاستثمار والشركات والاجراءات الادارية المنظمة للنشاط الاقتصادى .

ويعتد فذاك كان استعراضاً موجزاً للمهام المنوط بسوق الأوراق المالية القيام بها لخدمة النشاط الاقتصادي بصفة عامة ، وأهداف التنمية الاقتصادية بصفة خاصة ، والمطلوب تصميم آلية عمل وضوابط تعامل وأدوات استثمار تكفل قيام سوق الأوراق المالية بذلك الدور ، وذلك ما نأمل تناوله خلال الفصول التالية •

\*\*\*\*\*



# البَابُ الثَّانِي

الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية  
ورأي الفقه في إصدارها وتداولها .

## الباب الثانى

---

الأوراق المالية المتداولة فى أسواق الأوراق المالية ورأى الفقه فى اصدارها وتداولها

---

يتناول هذا الباب بالفحص والدراسة الأوراق المالية التى يجرى تداولها فى أسواق

الأوراق المالية القائمة من حيث أنواعها وخصائصها والحقوق التى تمنحها حائزها .

وسوف نبحث بعد ذلك مدى شرعية اصدار هذه الأوراق وتداولها على نحو يمهّد لنا

تعيين تلك الأوراق التى يمح اصدارها شرعا ، مع استبعاد أو تعديل تلك الأوراق التى لاتتقـر

أحكام الفقه الاسلامى اصدارها وتداولها بوضعها الراهن .

ويتكون هذا الباب من فصلين اثنين هما :-

١ - الفصل الأول : الأوراق المالية المتداولة فى أسواق الأوراق المالية .

٢ - الفصل الثانى : رأى الفقه فى اصدار وتداول تلك الأوراق .

## الفصل الاول

الاوراق المالية المتداولة في اسواق الاوراق المالية

## الفصل الأول

---

### الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية

---

---

نحاول في هذا الجزء من البحث التعريف بالأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية من حيث تعريفها وخصائصها وأنواعها ..... الخ . كما ذكرنا من قبل وذلك على النحو التالي :-

- المبحث الأول : عن الأسهم وحصص التأسيس .
- المبحث الثاني : عن السندات .
- المبحث الثالث : عن أسواق الدين الدولية .

## المبحث الاول

---

### الأهم وحصص التأسيس

---

---

يتكون هذا المبحث من المطالب التالية :-

- المطلب الأول : تعريف السهم وبيان أهم خصائصه .
- المطلب الثاني : الحقوق التي يمنحها السهم لمالكه .
- المطلب الثالث : أنواع الأسهم .
- المطلب الرابع : حصص التأسيس وأسهم التمتع .

## المطلب الاول

---

### تعريف السهم وبيان أهم خصائصه

---

---

أولاً : تعريف السهم .

---

عرف كتاب القانون التجارى الأسهم بعدة تعاريف منها " الأسهم مكوك متساوية القيمة عند اصدارها ، قابلة للتداول بالطرق التجارية ، ويتمثل فيها حق المساهم فى رأس مال الشركة التى ساهم فيها ، وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه لاسيما حقه فى الحصول على الأرباح واختيار مجلس ادارة الشركة " (١) . كما عرف آخرون السهم بأنه جزء من رأس مال

---

(١) أبو زيد رضوان ، الشركات التجارية فى القانون الكويتى المقارن ، دار الفكر العربى ،

الشركة ، ويمثل حق المساهم مقدرا بالنقود لتحديد نصيبه في الربح ، وحقه في أموال الشركة عند تصفيتها ، ومسئوليته تجاه الشركة (١) .

وتتفق معظم تعريفات كتاب القانون التجاري في مدلولها ، إلا أن أكثرها اختصارا

التعريف الذي يقول " السهم هو صك يمثل حصة المساهم في رأس مال الشركة " (٢)

والأصل أن يكون السهم وسيلة لإثبات الحق ولكن جرى العرف التجاري على ادماج حق

المساهم في الصك بحيث يكون التصرف في الصك تصرفا في الحق نفسه . ولذلك فإن السهم

أصبح واحدا من القيم المنقولة التي يمكن تداولها في الأسواق بالطرق التجارية .

ثانيا : خصائص السهم .

تتميز أسهم الشركات المساهمة بعدة خصائص أهمها مايلي :-

- ١ - الأسهم أنصبة متساوية القيمة .
- ٢ - السهم غير قابل للتجزئة .
- ٣ - الأسهم مكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية .

ونفصل فيما يلي ما أجملناه سابقا :-

١ - الاسهم أنصبة متساوية القيمة

ينقسم رأس مال شركة المساهمة الى أسهم متساوية القيمة ابتداءً ، وتلك القيمة هي

(١) انظر - ادوارد عيد ، الشركات التجارية ، مطبعة النجدي بيروت ١٩٧٠ ص ٢٣٧

- ومحمد صالح بك ، شركات المساهمة ، مطبعة جامعة فوءاد الأول ١٩٤٩ م ص ١٢١ .

(٢) محمد سامي مذكور ، أحكام القانون التجاري ، مطابع دار التعاون للطبع والنشر ١٩٦٨

ص ٢١٠ .

- ومصطفى كمال طه ، مبادئ القانون التجاري ، مؤسسة الثقافة الجامعية ١٩٧٩ م ص ٣٠٥ .

القيمة الاسمية التي يمد بها السهم وهي التي يتحدد على اساسها توزيع الارباح على الصاهمين ،  
وتقدير الأغلبية في الجمعية العمومية وغالبا ماتحدد التشريعات المحلية بكل دولة حدا أدنى  
وحدا أعلا للقيمة الاسمية للسهم لايحوز مخالفتها .

ولقد جرى العرف التجارى على عدم دفع رأس المال المكتتب به كاملا ، بل يكتفى بدفع  
نسبة محددة من قيمة السهم الاسمية عند الاكتتاب وهو ما اصطلح على تسميته برأس المال المدفوع  
ويحدد باقى رأس مال الشركة عند المطالبة به .

ويعنى تساوى القيمة الاسمية للأسهم انها يجب أن ترتب حقوقا والتزامات متساوية ،  
الا أن غالبية التشريعات المحلية خالفت هذا المبدأ وسمحت باصدار أسهم ممتازة تختص دون غيرها  
من الأسهم العادية ببعض المزايا (١) .

وتختلف القيمة الاسمية للسهم عن القيمة السوقية له ، وهي تلك القيمة التي تحدد  
طبقا لسعر السهم فى سوق الأوراق المالية . وهي قيمة عرضة للتقلبات تبعا لعوامل متعددة بعضها  
موضوعى يتعلق بمدى سلامة المركز المالى للشركة ودرجة نجاح مشروعاتها ، وبعضها ذاتى  
يتعلق بتوقعات المضاربين لأسعار الأسهم فى الأجل القصير .

كذلك تختلف القيمة الاسمية للسهم عن القيمة الحقيقية له ، وهي تلك القيمة التي يمثلها  
السهم فى صافى أصول وموجودات الشركة ولا تتبلور نهائيا الا عند تصفية الشركة وتسوية حقوقها  
 والتزاماتها ، وذلك فى التصفية النهائية عند حل الشركة ، أو فى التصفية غير الحقيقية مثل  
ما يحدث عند اندماج الشركات (٢) .

---

(١) مثل التشريعات السعودية والقانون السورى واللبنانى والفرنسى والانجليزى .

- صالح المرزوقى ، شركات المساهمة فى النظام السعودى ، منشورات جامعة أم القرى - مكة

١٤٠٦ هـ ص ٢٢٤ .

- انظر أبو زيد رضوان الشركات التجارية فى القانون الكويتى المقارن ، المرجع السابق ص ٤١٠ .

(٢) المرجع السابق مباشرة ص ٤٠٦ .

## ٢ - السهم غير قابل للتجزئة

---

لا يجوز أن يتعدد مالك السهم الواحد أمام الشركة ، فمثلا اذا آلت ملكية السهم الى أكثر من شخص نتيجة لارث أو هبة أو وصية ٠٠٠٠ الخ فان هذه التجزئة لاتسرى فى مواجهة الشركة ، ويتعين اما بيع السهم واقتسام قيمته أو اجراء صلح تؤول بموجبه ملكية السهم الى شخص واحد ينتدب بوكالة شرعية ليصبح بمثابة الحائز الوحيد للسهم أمام الشركة ، مع اعتبار باقى الشركاء فى السهم مسئولين بالتضامن فى حدود قيمة السهم عن الالتزامات الناتجة عن هذه الملكية (١) .

وتسهل خاصية عدم قابلية السهم للتجزئة مباشرة الحقوق مثل حق التتمويت فى الجمعية العمومية وكافة الحقوق التى لايتصور تجزئتها .

## ٣ - الأسهم مكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية

---

يجمع كتاب القانون التجارى على أن قابلية الأسهم للتداول بالطرق التجارية من الخصائص الجوهرية لها ، ويرون أن التداول هو المعيار الأكثر قبولا للتفرقة بين شركات الأشخاص وشركات الأموال ، بحيث أنه اذا نص على عدم قابلية السهم للتداول فقدت الشركة صفة المساهمة وأصبحت من شركات الأشخاص (٢) .

---

(١) رزق الله انطاكى ، الحقوق التجارية البرية ، ط ٢ ، ص ٢٣٣ ، ٢٣٤

(٢) انظر رزق الله انطاكى ، الحقوق التجارية البرية ، المرجع السابق ص ٢٣٤

- وأبو زيد رضوان ، الشركات التجارية ، المرجع السابق ص ٤٠٧ .

- ومطفى كمال طه ، مبادئ القانون التجارى ، المرجع السابق ص ٣٠٦ .



يتم تداول الاسهم لحاملها بتسليم الصك ، اما اذا كان الحق لاينتقل الا بالقيد ففى سجل الشركة فلا يتم تداوله الا اذا تم ذلك القيد ، وان كان الحق ثابتا فى ملك لأمر فيتداول عن طريق التظهير (١) .

ورغم أن التنازل عن ملكية السهم عن طريق التداول بالطرق التجارية من الحقوق الإلزامية والجوهرية للمساهم ولا يجوز حرمانه منها ، إلا أنه تقوم ظروف خاصة توجب الإبقاء على ملكية بعض المساهمين لأسهمهم مدة معينة ، أو توجب عدم دخول فئة معينة من الأشخاص فيها ، ومراعاة لهذه الظروف الخاصة تنشأ قيود قانونية مصدرها نصوص تشريعية ، وقيود اتفاقية مصدرها النظام الأساسى للشركة . ومن أهم القيود القانونية التى ترد عادة على حقوق المساهمين فى تداول أسهمهم ما يلى :-

١. عدم قابلية أسهم مؤسسى الشركة للتداول (٢) لفترة معينة تحددها التشريعات المحلية بكل دولة لاتقل عادة فى المتوسط عن ثلاث سنوات . ويهدف هذا القيد الى حماية المتعاملين مع الشركة من المستثمرين الجدد من التفريغ الدعائى غير الممتد الى المركز المالى الحقيقى للشركة . كما يهدف هذا القيد كذلك الى تلاقى قيام شركات وهمية ، أو شركات غير جادة يتخلص مؤسسوها من أسهمهم بنقل ملكيتها الى آخرين .
- ٢ - عدم قابلية أسهم المكتتبين للتداول فى أسواق الأوراق المالية الا بعد صدور أول ميزانية ثانوية للشركة ، وذلك منعا لتقلبات أسعار أسهم الشركات الوهمية وغير الجادة . وحتى يبنى التداول على معلومات حقيقية عن المركز المالى للشركة .

(١) مراد كاظم ، البورصة ، المرجع السابق ، ص ٢٠

(٢) مؤسساو الشركة هم : الأشخاص الذين تصدر عنهم فكرة تأسيس الشركة ويقومون بمباشرة  
 X X اجراءات التأسيس وترقيع العقد الابتدائى للشركة وقد يكونون اشخاصا طبيعية او اعتبارية .

- انظر - مصطفى كمال طه ، مبادئ القانون التجارى ، المرجع السابق ، ص ٢٨٩ ، ٢٩٠

٣ - القيد الثالث ويتعلق بأسهم الضمان وهي الأسهم التي يمتلكها أعضاء مجلس الإدارة حيث تنص قوانين الشركات التجارية على ضرورة تملك عضو مجلس الإدارة لعدد محدد من الأسهم (١) ويتعين عليه أن يودعها خلال شهر من تاريخ تعيينه لدى احدى المصارف المعتمدة . ويستمر هذا الابداع مع عدم قابليتها للتداول حتى تنتهي مدة عضويته ، مع اعتبار ابداع هذه الأسهم وعدم قابليتها للتداول شرط لصحة واستمرار العضوية .

وظاهر أن الحكمة من تجريد أسهم عضو مجلس الإدارة طوال مدة العضوية هو ضمان لحن الإدارة وعدم اساءة استعمال أموال الشركة ، وحماية المساهمين من التصرفات الضارة لأعضاء مجلس الإدارة والتي قد تلحق أضراراً بالمركز المالي للشركة وسمعتها . كما قصد به حماية الغير من دائن الشركة في حالة رجوعهم بالتعويض بدعوى المسئولية الشخصية على أعضاء مجلس الإدارة نتيجة للتصرفات الخاطئة الصادرة عنهم (٢)

فضلا عن القيود القانونية التي اشرنا اليها توجد بعض القيود الاتفاقية على حريسة تداول الأسهم والتي يتطوع المؤسسين تضمينها النظام الأساسي للشركة وهي مثل :-

- ١ - تقرير حق أولوية شراء الأسهم المتنازل عنها للمساهمين الأصليين بالأسعار الجارية تسمى الأوراق المالية مع تحديد مدة موقولة لاستعمال هذا الحق .
- ٢ - القيود التي تقصر الاكتتاب في الأسهم وتداولها على الوطنيين دون الأجانب أو تلك التي تقصره على فئة خاصة من الموظفين أو العمال .
- ٣ - اشتراط موافقة مجلس الإدارة على التنازل عن السهم ، وذلك اذا ماكانت طبيعة الشركة

---

(١) لانقر مشروعية هذه الشروط الا أن يكون الغرض منها تحقيق مصلحة مؤكدة جدية بالاعتبار

وألأ تؤدي الى الغاء حق المساهم كلية في التداول .

(٢) انظر - محمد سامي مذكور ، أحكام القانون التجاري ، المرجع السابق ، ص ٢٢٥

تستلزم قصرها على فئة خاصة من الأشخاص كشركة تمدر صحيفة يومية خاضعة لحزب معين مثلا .

### المطلب الثاني

الحقوق التي يمنحها السهم لمالكه

تمنح الأسهم مالكها الحقوق التالية :-

١ - حق اقتسام الربح :

لمالك السهم الحق في الحصول على نصيبه من الربح المتحقق عن نشاط الشركة .  
وترد على هذا الحق بعض القيود القانونية والاتفاقية منها مايلي :-

أ - ضرورة تجنب احتياطي قانوني من صافي أرباح الشركة يصل في بعض التشريعات الى حوالي ٢٠% من جملة الربح .

ب - ينص نظام الشركات عادة على منح الجمعية العمومية للمساهمين الحق في استقطاع حصة معينة من الأرباح التي لايجوز توزيعها لتكوين مايسمى بالاحتياطي الاختياري ولأبداً هذا الحق دون ضرورة أو مبرر وإنما يتقيد بجدية دواعي تكوينه حتى لا يُحرم المساهم من الربح .

ج - قد تلزم بعض التشريعات الشركات بأن تجنب نسبة من الأرباح الصافية بعد تكوين الاحتياطي القانوني والنظامي ، وذلك لشراء سندات حكومية أو لتخصيمها لخدمات اجتماعية .

وتجدر الاشارة الى أن أنظمة بعض الشركات تتضمن الى جانب توزيع الأرباح المتحققة، توزيع فائدة منسوبة الى رأسمال كل مساهم فى نهاية كل سنة مالية سواء حققت الشركة أرباحا أم لم تحقق ! وجرى القضاء المصرى - مثلا - على صحة ذلك وعدم الاعتبار باعتراض الدائنين مادام نظام الشركة قد أشهر ٠ (١)

كما أنه يحدث أحيانا أن توزع الشركة على المساهمين ربحا يزيد عن الربح المتحقق بالفعل وذلك بالسحب من احتياطي دعم الأرباح ٠

وتفعل الشركات ذلك لترغيب الآخرين للاكتتاب فيها وذلك عند طرحها أسهما للاكتتاب ، أو لتشجيع مساهميهـا والمتعاملين معها بوقوع أرباح ونجاح الشركة فى مشروعاتها اذا ما وزعت تلك المبالغ أثناء نشاط الشركة ٠ (٢)

وأخيرا وكما هو معروف فانه يرد فى أنظمة بعض الشركات شرط يعطى للجمعية العمومية الحق فى اصدار أسهم ممتازة يقرر لأصحابها بموجبها مزايا متعددة منها على سبيل المثال الاختصاص بنسبة من الأرباح توزع عليهم وحدهم ، مع الاحتفاظ بحقهم فى باقى الأرباح أسوة بباقى المساهمين كما نوضح لاحقا ٠ وأساس هذا الامتياز عقد تأسيس شركة المساهمة الذى ارتضاه جميع الشركاء ، حيث لا يحق لأصحاب الأسهم العادية - حسب بعض مواد القانون الوضعى - الاعتراض على صدور أسهم ممتازة ٠

٢ - حق المساهم فى توجيه ومراقبة نشاط الشركة :-

---

يتمثل حق المساهم فى توجيه ومراقبة نشاط الشركة فى التالى :-

أ - حق التصويت فى الجمعية العمومية ويمارس وفقا لنظام الشركة ٠ وتحدد بعض

---

(١) انظر محمد سامى مذكور ، أحكام القانون التجارى ، المرجع السابق ص ٢١٥ ، ٢١٨ ٠

(٢) محمود بابلى ، الشركات التجارية ، دون ، ص ١٨٩ ٠

الأ نظمة حدا أدنى من الأ سهم يحق لممتلكها حضور الجمعية العمومية والتصويت فيها ،  
ويجوز التوكيل فى استعمال هذا الحق •

ب - حق مراجعة ميزانية الشركة وحساب الأرباح والخاسر وتقارير مجلس ادارة  
الشركة ، والاطلاع على دفاتر الشركة ووثائقها وينظم استعمال هذا الحق بشرط عدم افشاء  
أو ارباك سير العمل بها •

ج - حق رفع دعوى المسئولية (١) على أعضاء مجلس الادارة •

د - حق طلب الأمر بالتفتيش على الشركة اذا تبين من تصرفات مجلس الادارة أو مراقب  
الحسابات الداخلى ما يدعو الى الريبه ، ويقيد استعمال هذا الحق بأن يوافق على ضرورة استعماله  
عدد من المساهمين يملكون ٥٠٪ من أسهم الشركة كحد أدنى • (٢)

٣ - حق المساهم فى الحصول على نصيبه من موجودات الشركة عند تمفيتها •

---

الأساس النظرى الذى يُبنى عليه حق المساهم فى الحصول على نصيبه من موجودات

الشركة ، هو حقه فى رأسمال الشركة عند انشائها وفى أرباح الشركة غير الموزعة وجميع  
الاحتياطات المحتجزة اذ أن الحرمان منها ليس دائما بل هو مؤقت ينتهى فى اليوم الذى ينقرر  
فيه تمفية الشركة •

ويترتب للماهم حينئذ الحق فى موجودات الشركة بنسبة حتمته فيها •

ولا يؤثر هذا الحق على الحقوق ذات الأولوية المترتبة لغير مالك السهم مثل

---

(١) المقصود بدعوى المسئولية هنا الاخطاء التقصيرية التى تقع منهم أثناء تأديتهم لوظائفهم

أو بسببها ويترتب عليها الأضرار بالغير •

انظر - محمد فريد العرينى ، القانون التجارى ، دار المطبوعات الجامعية الاسكندرية،

ط ١ ١٩٧٧ ص ٧٦ •

(٢) المرجع السابق مباشرة ص ١٩٤ - ١٩٦ -

- وانظر عبد العزيز الخياط الشركات فى الشريعة الاسلامية والقانون الوضعى ج ٢ ، مؤسسه

الرسالة ببيروت ط ٢ ١٩٨٢ ص ١٠١ •

حقوق الدائنين • (١) •

٤ - حق البقاء في الشركة :-

---

للمساهم حق بقاء مساهمته في الشركة وهو حق معلق على ارادته وحده فلا يجوز الزامه

بالبقاء فيها ولا يجوز طرده منها دون ارتكابه ما يستوجب ذلك نظاما •

٥ - حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة :-

---

إذا ماقررت شركة ما زيادة رأسمالها بطرح أسهم جديدة ، يُعطى للمساهمين الأصليين

في الشركة حق الأولوية في الاكتتاب وذلك خلال مدة معينة ، ثم تتاح الفرصة بعد ذلك

للمساهمين الجدد • (٢)

٦ - حق التنازل عن السهم :-

---

يحق للمساهم التصرف في السهم بالبيع أو الهبة وغيرها من التصرفات القانونية ،

ويعد باطلا كل تشريع أو تنظيم يمنع مالك السهم من مباشرة هذا الحق •

### المطلب الثالث

---

### أنواع الاسهم

---

يمكن تصنيف الأسهم الى ثلاث فئات بحسب الاعتبار الذي يُتخذُ أساسا للتصنيف •

---

(١) انظر - محمود بابلي ، الشركات التجارية ، المرجع السابق ، ص ١٩٣

(٢) الخياط ، الشركات في الشريعة الاسلامية والقانون ، المرجع السابق ، ص ١٠١

والاعتبارات التي على فوائدها يمكن تصنيف الأسهم هي :-

- ١ - الشكل القانوني للسهم .
- ٢ - الحقوق التي يمنحها السهم لمالكه .
- ٣ - طبيعة حصة المساهم .

أولا : أنواع الأسهم باعتبار الشكل القانوني للسهم :

تنقسم الأسهم باعتبار شكلها القانوني الى أسهم اسمية وأسهم لحاملها .  
الأسهم الاسمية هي تلك الاسم التي "يكتب" فيها اسم مالكيها وتنتقل ملكيتها بنقل  
قيدها في سجل المساهمين .

أما الأسهم لحاملها فلا يذكر فيها اسم المساهم وتتداول بالتسليم من يد الى أخرى  
دون الحاجة الى اثبات التنازل في دفاتر الشركة ، وعلى ذلك فان حيازة السهم دليل على  
ملكيتها استنادا على القاعدة القانونية " الحيازة في المنقول سند الحائز " . الا أن المتبع  
في أسواق الأوراق المالية ضرورة أن يصحب السهم لحامله الفاتورة الدالة على شرائه . (١)  
وتميل كثير من التشريعات الى الأخذ بالأسهم الاسمية دون الأسهم لحاملها ، بسبب  
ذهبت بعض التشريعات الى الزام الشركات المساهمة بأن تكون أسهمها اسمية وحظرت  
امدار الأسهم لحاملها (٢) ، وقد قصدت هذه التشريعات من هذا المنع عدة أمور منها :-

- أ - منع وقوع أسهم الشركات المساهمة في أيدي أجنبي .
- ب - درء مخاطر الضياع والسرقة .

---

(١) على شلبي ، بورصة الأوراق المالية ، المرجع السابق ص ٣٦

(٢) وذلك مثل القانون الكويتي والمصري والسوري

- انظر أبو زيد رضوان ، الشركات التجارية في القانون الكويتي المقارن المرجع السابق

ج - محاربة التهرب الضريبي .

د - فرض رقابة على تداول الأسهم .

ثانيا : أنواع الأسهم طبقا لنوع الحقوق التي يمنحها السهم لمالكه :

لما كانت الأسهم متساوية القيمة فالاصل أن تمنح المساهمين حقوقا متساوية ، إلا أنه كثيرا مايجرى العمل على اقامة نوع من التمييز بين الأسهم من حيث الحقوق التي تمنحها لمالكيها . ولذلك فقد جرى العرف التجارى والتشريع القانونى على التمييز بين نوعين من الأسهم هما الأسهم الممتازة والأسهم العادية .

الأسهم الممتازة هي تلك التي تخول لأصحابها حقوقا أعلى مرتبة من تلك التي تمنحها الأسهم العادية وهي تلك التي لا تعطى مالكيها أية امتيازات إضافية . ويتخذ الامتياز الذي يُعطى للأسهم الممتازة احدى الصور التالية :-

أ - استيفاء فائدة سنوية محسوبة على أساس نسبة مئوية من رأس المال المدفوع سواء ربحت الشركة أم خسرت .

ب - حق الأولوية فى الحصول على الأرباح كأن تختص الأسهم الممتازة بحصة من الأرباح لا تقل عن ٥٠% من مجموع الأرباح أولا ، ثم يتم توزيع باقى الربح على الأسهم جميعا بمسا فيها الأسهم الممتازة بالتساوى . (١)

ج - حق استعادة قيمة الأسهم الممتازة بالكامل عند تصفية الشركة وقبل اجراء القسمة بين سائر المساهمين ، مع مراعاة الحقوق الأخرى مثل أولوية حقوق الدائنين .

د - أن يكون للسهم الممتاز أكثر من صوت واحد فى اجتماعات الجمعية العمومية وهذا الامتياز قد يقصد به تغليب الوطنيين على الأجنبى وان لم تكن لهم أغلبية رأس المال أو أن يُقرر لمؤسى الشركة حتى يتيسر لهم معارضة الاجراءات الخطيرة التي قد يطلبها

(١) انظر ممطفى كمال طه ، مبادئ القانون التجارى ، المرجع السابق ص ٢٠٨



المساهمون العاديون كعزل المديرين من غير مسوغ مشروع تحقيقا لشبات الإدارة •  
ويُلجأ إلى اصدار اسهم ممتازة عند الرغبة في زيادة راس مال الشركة تحت ظل ظروف لا تشجع  
المدخرين عادة على الاكتتاب في الأسهم المطروحة للاكتتاب • وذلك مثل أن تكون القيمة  
السوقية لأسهم الشركة غير مشجعة ، أو أن يكون متوسط نسب الأرباح التي يحققها القطاع  
الذي تنتمي اليه الشركة متدنية ونحو ذلك ، فَيُلجأ إلى تحفيز هؤلاء المدخرين واغراءهم  
بواسطة اصدار اسهم جديدة (١)

ثالثا : أنواع الاسهم طبقا لطبيعة حمة الماهم :

تنقسم الأسهم باعتبار طبيعة حمة المساهم الى أسهم نقدية وأسهم عينية وحصص  
تأسيس •

الأسهم النقدية هي تلك الأسهم التي قام مالكوها بامتلكها بعد دفعهم لقيمتها  
نقدا • اما الأسهم العينية فتمثل أموالا غير نقدية كأن تكون عقارا ، أو منقولا مثليا  
كالمكيات والموزونات ، أو منقولا قيميا كالسيارات أو ابتكارات ••••• ألخ ولايجوز  
للشركة تسليم هذه الأسهم الى أصحابها الا عند اتمام تسليم مقابلها ومعابنتها • (٢)  
أما حصص التأسيس فوف نتعرض لها في المطلب الرابع •

#### المطلب الرابع

#### حصص التأسيس وأسهم التمتع

فضلنا أن نتناول كل من حصص التأسيس وأسهم التمتع في مطلب خاص بهما لطبيعتهما

- (١) ممطفي كمال طه ، مبادئ القانون التجاري ، المرجع السابق ، ص ٣٠٩ •
- (٢) نلاحظ أنه اذا ماتم تقويم الحمص العينية بمال نقدي ثم منح صاحبها مايقابلها من  
أسهم مارت الأسهم أسهم نقدية •

المختلفة عن باقي أنواع الأسهم .

أولا : حصص التأسيس .

يُرجع بعض الكتاب ظهور حصص التأسيس الى تاريخ انشاء قناة السويس حيث فُكر المؤسسون في منح السلطات الفرنسية والمصرية وغيرها ممن ساهموا في تقديم خدماتهم لانجاح المشروع حصص تأسيس لمكافأة جهودهم تلك . (١)

وتُعرف حصص التأسيس بأنها " صكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية تصدرها شركات الماهمة وتمنح أصحابها نصيبا من أرباح الشركة مقابل ما قدموه من خدمات اثناء تأسيس الشركة " (٢)

ولقد اختلف فقهاء القانون التجارى حول طبيعة حق صاحب حصة التأسيس ، فاعتبره البعض دائما للشركة بنصيب من الربح ، الا أن ذلك اُنقِدَ بأن الدائن يحمل على فائدة ثابتة سواء انتجت الشركة ربحا أم لم تنتج ، في حين أن صاحب حصة التأسيس لا يأخذ الانصيبا من الربح اذا تحقق .

كما اعتبر البعض صاحب حصة التأسيس شريكا في الشركة الا أن ذلك اُنقِدَ بأنه لا يتحمل مخاطر المشروع فلا يشترك في خسارته لأنه لم يقدم شيئا في رأس المال كما أنه ممنوع من ممارسة حقوق الشريك في ادارة الشركة .

ويرى البعض أنه بائع ارتضى أن يكون ثمن المبيع حقا احتماليا في ارباح الشركة

المتوقعة . (٣)

(١) على حسن يونس ، الشركات التجارية ، المرجع السابق ص ١١٩

(٢) محمد محمد السيد الجزار ، الشركات ، دون ، ط ١ ١٩٥٧ ص ٥٠

- يجوز أن تصدر حصص تأسيس لمالغ من قدم خدمات للشركة حتى اثناء نشاط الشركة .  
(٣) على حسن يونس ، الشركات التجارية المرجع السابق ص ١٢٠ ، ١٢٢

أما حقوق مالك حصة التأسيس فتتمثل في التالي :-

أ - تُعطي حصة التأسيس أصحابها نصيباً من الأرباح الصافية للشركة وتنمى معظم التشريعات ألا يتجاوز نصيب أصحاب حصة التأسيس ١٠٪ من صافي الأرباح .

ب - حصة التأسيس قابلة للتداول بالطرق التجارية وذلك بعد مضي مدة معقولة من

نشر ميزانية الشركة وحساب الأرباح والخسائر . (١)

ج - لا يكون لأصحاب حصة التأسيس التدخل في إدارة الشركة بأي وجه من الوجوه ، فلا

يشتركون في مداوات الجمعية العمومية أو التصديق على قراراتها .

د - لا يكون لأصحاب حصة التأسيس أي نصيب في فائض التصفية عند حل الشركة

وتصفية موجوداتها .

وبجوز الغاء حصة التأسيس بعد أجل معين مقابل تعويض عادل يؤخذ من أموال

الشركة الاحتياطية أو أرباحها المتحققة ، وذلك بقرار من الجمعية العمومية . وإذا لم

يوافق أصحاب حصة التأسيس على مبلغ التعويض الذي تقدره الجمعية العمومية كان لهم

رفع الأمر للقضاء .

كما يحق للشركة في أي وقت أن تشتري من صافي أرباحها حصة التأسيس بسعر

السوق أو بالاتفاق الخاص مع أصحابها . (٢)

ثانياً : أسهم التمتع .

سهم التمتع هو المك الذي يتسلمه المساهم عند استهلاك (٣) أسهمه (٤)، ولصاحبه

(١) مصطفي كمال طه ، مبادئ القانون التجاري ، المرجع السابق ص ٣٢٠ .

(٢) انظر محمود بابلي ، الشركات التجارية ، المرجع السابق ، ص ٢٠٤

- وعلى حسن يونس ، الشركات التجارية ، المرجع السابق ، ص ١٢٦ - ١٣٢

(٣) يُعنى باستهلاك السهم رد قيمته الى صاحبه قبل انقضاء الشركة .

(٤) ادوارد عيد ، الشركات التجارية ، مطبعة النجدي بيروت ١٩٧٠ ، ص ٢٥٤

بموجبه الحقوق التالية :

أ - حق الحصول على نسبة - غالباً ما تكون ضئيلة - من أرباح الشركة يحددها نظام الشركة

ب - حق الحصول على نسبة من أموال التصفية بعد استرداد أصحاب الالهم العادية لقيمة أسهمهم .

د - حق المشاركة في مداوالت الجمعية العمومية والتصويت فيها . (١)

وتصدر أسهم التمتع عادة عن الشركات ذات الامتياز الحكومي كشركات المياه والكهرباء .

---

(١) صالح المرزوقي ، شركات المساهمة في النظام السعودي ، المرجع السابق ، ص ٢٦٥ .

## المبحث الثانى

### السندات

- سوف نتناول فى هذا المبحث السندات وذلك على النحو التالى :-
- المطلب الأول : تعريف السندات وشروط اصدارها
  - المطلب الثانى : خصائص السندات وحقوق حاملها
  - المطلب الثالث : أنواع السندات
  - المطلب الرابع : أسواق الدين الدولية المعاصرة

### المطلب الاول

#### تعريف السندات وشروط اصدارها

" السند مك قابل للتداول تصدره الشركات والمؤسسات ذات الشخصية الاعتبارية عن طريق الدعوة الى الاكتتاب العام ويتعلق بقرض طويل الاجل ويعطى مالكة حق استيفاء فوائده سنوية ، وحق استرداد قيمته عند حلول الأجل " (١)

وتلجأ الشركات والمؤسسات الاعتبارية الى اصدار السندات عندما تحتاج بعد بدء مباشرة نشاطها الى مقدار معين من المال تتابع به اعمالها أو تنفقه فى توسعها وذلك بعسند أن تكون قد استوفت كامل قيمة الاسهم المكتتَب بها ، فتعلن عن المبلغ الذى تحتاجه وتقسمه

---

(١) انظر - رزق الله انطاكي ، الحقوق التجارية البرية ، المرجع السابق ص ٢٣٨

- وادوارد عبيد ، الشركات التجارية ، المرجع السابق ، ص ٢٥٤

- ومحطفى كمال طه ، مبادئ القانون التجارى ، المرجع السابق ص ٣١٥

- ومقبل جمبوعى ، الأسواق والبورصات ، المرجع السابق ، ص ٢٧٠

الى اجزاء متساوية القيمة وتحدد اجلا طويلا (١) لاسترداده ، ثم تدعو الجمهور الى الاكتتاب فيه مرغبة (٢) له في ذلك بمنح فوائد ثابتة أو منافع اخرى .

لم تتدخل التشريعات في النصف الثاني من القرن التاسع عشر عند ابتداء شركات الماهمة لاسلوب الاقتراض عن طريق السندات لتحديد شروطا لاصدار السندات ، وتركت للمتعاقدين الحرية التامة في الاتفاق على شروط القرض وكيفية تنفيذه ، الأمر الذي نتج عنه طلبات عديدة أبرزها اتجاه بعض الشركات ذات رأس المال الضئيل الى اصدار سندات بأضعاف رأس مالها المكتتب به ، واغراء الجمهور على الاكتتاب بوعود ومزايا قد لا تتمكن الشركة من الايفاء بها . ولتلافى تلك السلبات وحفظا لحقوق المدخرين ، وحرصا على سلامة المركز المالي للشركات بوجه عام ، تدخل المشرع في معظم البلدان وقيود اصدار سندات القرض بعدد من الشروط أكثرها ذيوعا الشروط التالية :-

١ - لايجوز للشركات اصدار سندات قرض الا بعد استيفاء كامل قيمة الاسهم المكتتب بها ، اذ ان الحاجة الحقيقية للاقتراض لاتستبين بوضوح الا بعد الوفاء الكلى برأس المال .

٢ - أن يصدر باصدار السندات قرار من الجمعية العمومية للشركة ، اذ أن مشكل هذا العمل لايعتبر من أعمال الادارة العادية التي يمارسها مجلس الادارة .

٣ - يجب ألا تزيد قيمة السندات المصدرة عن اجمالي رأس المال الموجود بحسب آخر ميزانية جرت الموافقة عليها ، وذلك بحسبان أن رأس المال يعتبر الضمان العام لدائتي الشركة فاذا زاد المبلغ المقترض عليه تعرض حملة السندات لخطر ضياع أموالهم عند

---

(١) وذلك لأن أسواق الاوراق المالية تختص بالاوراق ذات الأجل المتوسط والطويل خلافا للسوق النقدية التي تختص بالاوراق ذات الأجل القصير .

(٢) بالتأكيد ان عنصر الفائدة الثابتة لايشكل عامل ترغيب لأي مدخر أو مستثمر ملتزم بالمنهج الاسلامي للاستثمار .

اخفاق الشركة • (١)

- ٤ - يجب أن تكون الشركة المقترضة قد نشرت ميزانيتها عن سنة مالية - على الأقل - حتى يتسنى للجمهور معرفة المركز المالي للشركة قبل الاقدام على الاكتتاب في السندات •
- ٥ - يجب أن تكون دعوة الجمهور للاكتتاب العام في السندات عن طريق نشرة اكتتاب تشمل مايلي :-

- أ - سبب الامدار •
- ب - بيان رأسمال الشركة •
- ج - عدد السندات التي يُراد إصدارها وقيمتها •
- د - سعر الفائدة والمزايا الأخرى •
- هـ - تاريخ الاستهلاك وشروطه و ضماناته •
- و - تاريخ قرار الجمعية العمومية الخاص بالاصدار • (٢)

---

(١) يرى البعض أن هذا القول غير مبرر ، اذ لو كان الأمر كذلك لما سمح المشرع بأن يمل حجم القرض الى حد التساوى مع رأس المال بحيث لايبقى للدائنين الآخرين أي ضمان آخر ، ويبدو أن هذا القول يفترض خلو ذمة الشركة من أية التزامات أخرى ، والحكمة من هذا الشرط بمفغة عامة فرض نوع من الرقابة على اقتراض الشركات المساهمة •

- انظر أبو زيد رضوان ، الشركات التجارية في القانون الكويتي المقارن ، المرجع السابق ص ٤٣٤ •

(٢) بشأن شروط اصدار السندات انظر -

- محمد سامي مدكور ، احكام القانون التجاري ، المرجع السابق ، ص ٣١٦ •
- ورزق الله انطاكي ، الحقوق التجارية البرية ، المرجع السابق ، ص ٢٥٠ •
- ومطفى كمال طه ، مبادئ القانون التجاري ، المرجع السابق ، ص ٤٣٤ •
- أبو زيد رضوان ، الشركات التجارية في القانون الكويتي المرجع السابق ، ص ٢٣٤ ، ٢٣٦ •
- على حسن يونس ، الشركات التجارية ، دار الفكر العربي ، ص ١٣٩ •

## المطلب الثاني

### خصائص السندات وحقوق حامليها

أولا : خصائص السندات

للسندات خصائص تتميز بها عن الأسهم من جهة وعن صكوك الديون العادية من جهة أخرى ، وأهم هذه الخصائص مايلي :-

- ١ - يمثل السند ديناً على الشركة فإذا أفلسَت الشركة أو قامت بأعمال من شأنها أن تضعف الضمان الممنوح من قبلها لحملة السندات ، سقط أجل الدين واشترك حامل السند مع باقى دائنى الشركة فى المطالبة بحقوقهم .
- ٢ - يتوفى حامل السند فائدة ثابتة ربحت الشركة أم خرت ، ويجوز أن يشترط حملة السندات نسبة مئوية من الأرباح بالإضافة الى الفائدة الثابتة ويَمَى السند فى هذه الحالة السند المشترك فى الأرباح .
- ٣ - يتقدم حملة السندات على حملة الأسهم فى استيفاء قيمة سنداتهم من أموال الشركة عند تصفيتها .
- ٤ - لا يشترك حامل السند فى الجمعيات العمومية للمساهمين ولا يكون لقرارتها أى تأثير بالنسبة لهم . ولا يجوز للجمعية أن تعدل التعاقد الذى يربطه بالشركة ولا أن تغير ميعاد استحقاق الفوائد ولا نسبتها .



٥ - السند ورقة مالية طويلة الأجل قابلة للتداول بالطرق التجارية . (١)

ثانيا : حقوق حامل السند

---

لحملة السندات الحقوق التي تخولها القواعد العامة لكل دائن ، ولهم على وجهه

الخصوص الحقوق الأساسية التالية :-

- ١ - حق الحصول على فوائد سنوية ثابتة في المواعيد المتفق عليها وهو حق مؤكد سواء حققت الشركة أرباحا أم منيت بخسائر . وله اضافة على ذلك حق الحصول على نسبة من الأرباح ان أقر نظام الشركة هذا الامتياز تشجيعا للاكتتاب في سنداتها .
  - ٢ - الحق في استرداد قيمة السند عند حلول الأجل . وقد جرى العرف على الوفاء بقيمة السندات تدريجيا عن طريق استهلاك عدد منها يتم تعيينه بالقرعة كل عام ، كما تلجأ بعض الشركات الى استهلاك سنداتنا عن طريق شراءها من أسواق الأوراق المالية . وتخصص الشركة كل عام جزءاً من أرباحها الاجمالية لاستهلاك السندات ، فاذا لم تحقق الشركة ربحا في سنة من السنين فان الاستهلاك يحصل من الأموال الاحتياطية أو من رأس المال ذاته . كما يمكن للشركات وعوضا عن الوفاء بالسندات أن تقوم بالاتفاق مع حملتها على تحويلها الى أسهم وادماج قيمتها في رأس مال الشركة - وهو ما يسمى بالسندات قابلة التحويل الى أسهم - اذا ما كانت نشرة اصدار السندات تسمح بذلك ، ولماحب السند الخيار بين قبول التحويل أو قبض القيمة الاحمية للسند . (٢)
- 

(١) انظر -

- الخياط ، الشركات في الشريعة الاسلامية والقانون الوضعي ج ٢ ، المرجع السابق ص ص

١٠٢ ، ١٠٣ .

- ورزق الله أنطاكي ، الحقوق التجارية البرية ، المرجع السابق ، ص ٢٤٩ .

- ومصطفى كمال طه ، القانون التجاري ، المرجع السابق ص ٣١٦ .

(٢) على حسن يونس ، الشركات التجارية ، دار الفكر العربي ص ص ١٥٤ ، ١٥٥ .

٣ - لحامل السند الحق في التنازل عنه عن طريق تداوله بالطرق التجارية . فان كان السند لحامله يُتداول بالتسليم باليد ، وان كان اسمياً يُسَجَّل التنازل في دفاتر الشركة واذا كان للأمر تنقّل ملكيته بالتظهير .

٤ - اقامة دعوى الاقلاس ضد الشركة اذا تأخرت عن دفع قيمة السندات . (١)

### المطلب الثالث

#### أنواع السندات

يمكن تصنيف السندات الى خمسة أنواع هي :-

١ - السند المستحق الوفاء بعلاوة الاصدار :

يصدر السند المستحق الوفاء بعلاوة الاصدار بقيمة اسمية معينة كأن تكون ٥٠ ريالاً ، ولكن يدفع المكتب حقيقة قيمة أقل كأن تكون ٤٠ ريالاً ، والفرق بين القيمتين وهو ١٠ ريالاً يكون هو علاوة الاصدار . ويكون الوفاء بقيمة السند عندما يحين أجل وفائه طبقاً لقيمته الاسمية وغالباً ما تكون الفائدة لثابتة على القيمة الاسمية للسند أقل مما تمنحه أنواع السندات الأخرى التي تصدرها نفس الشركة (٢)

(١) انظر :-

- مراد كاظم ، البورصة ، المرجع السابق ، ص ٣٤ ، ٣٥ .

- أبو زيد رضوان ، الشركات التجارية في القانون الكويتي المقارن ، المرجع السابق ص ٤٣٧ ، ٤٣٩ .

- ومحمود بابلي ، الشركات التجارية ، المرجع السابق ، ص ٢٠٩ ، ٢١٠ .

- ومصطفى كمال طه ، مبادئ القانون التجاري ، المرجع السابق ، ص ٣١٧ ، ٣١٨ .

(٢) بشأن أنواع السندات انظر :-

- علي حسن يونس ، الشركات التجارية ، المرجع السابق ص ١٢٧ .

- والخياط ، الشركات في الشريعة الاسلامية والقانون ج ٢ ، المرجع السابق ص ١٠٤ ، ١٠٦ .

- وادوارد عيد ، الشركات التجارية ، المرجع السابق ص ٢٨٥ .

- ومحمد صالح بك ، شركات المساهمة ، المرجع السابق ، ص ١٨٥ .

- ومراد كاظم ، البورصة ، المرجع السابق ، ص ٣٣ ، ٣٤ .

- ورزق الله انطاكي ، الحقوق التجارية البرية ، المرجع السابق ص ٢٥١ ، ٢٥٤ .

٢ - السند ذو النصيب

---

يصدر هذا النوع من السندات بقيمة اسمية معينة ويكتتب فيه بذات القيمة ، ويحصل مالكه على الفائدة السنوية الثابتة المقررة . كما تجرى الشركة المصدرة سنويا قرعة لاجراج عدد معين من السندات من التداول حيث يتم استهلاكها وتصبح مستحقة الأداء ويدفع الى أصحابها مكافأة مالية كبيرة القيمة . ويكون معدل الفائدة السنوي الذي تمنحه مثل هذا النوع من السندات اقل من المعدل العادي وتتفيد الشركة المصدرة من الفرق لتعطيته في شكل مكافآت مالية . ويخضع اصدار مثل هذا النوع من السندات لتنظيم قانونى خاص أو لاذن حكومى . الى جانب سند النصيب بالفائدة هناك ما يسمى بسند النصيب دون فائدة ، وهو الذى يسترد حامله رأس ماله فقط فى حالة عدم فوزه بالقرعة .

٣ - السند ذو الاتحقات الثابت الصادر بسعر الاصدار

---

وهو السند العادى الذى يصدر بقيمة اسمية محددة يتعين دفعها بالكامل ويحصل حاملها خلال مدة القرض على فوائد سنوية ثابتة ، فضلا عن استيفاء قيمة السندات عند نهاية مدة القرض ، وتعطى فائدة مرتفعة نسبيا .

٤ - السند المضمون

---

وهو السند الذى يصدر من الشركة بضمان عيني يتمثل فى رهن مال منقول أو عقار وغيرهما من الحقوق العينية . (١)

(١) قد يكون الضمان شخصيا كالكفالة التى تقدمها الحكومة أو شركة أخرى لصالح اربساب السندات .

- انظر - على حسن يونس ، الشركات التجارية ، المرجع السابق ص ١٢٨ .

وتعتمد الشركات الى اصدار هذا النوع من السندات اذا ما خشيت من عدم اقبال المدخرين على الاكتتاب في السندات المطروحة من قبلها . ولحملة سندات القرض المضمونة الحق في تتبع المال المرهون لاستيفاء ديونهم ، ويكون لهم عند بيعه حق الأولوية في الثمن على سائر الدائنين .

#### ٥ - السند قابل التحويل الى سهم

---

يُعطى مثل هذا النوع من السندات لمالكة الحق في طلب تحويله الى سهم أو اقتضاء قيمته اذا رغب في ذلك . ويتم اصدار هذا النوع من السندات بقرار من الجمعية العمومية للمساهمين ، وغالبا ما يُعطى المساهمون الأصليون في الشركة حق الأولوية في الاكتتاب في السندات .

### المبحث الثالث

#### أسواق الدين الدولية المعاصرة

بعد أن عرّفنا السندات وبيّنا خصائصها وعددنا أنواعها نحاول في الجزء التالي من هذه الدراسة أن ننزل تلك المعرفة النظرية على واقع معاملات أسواق المال الدولية ، وذلك عن طريق دراسة أهم أدوات أسواق الدين الدولية المعاصرة ، والتي ازداد دورها التمويلي وأصبحت مركز العمليات التمويلية على مستوى الحكومات والأفراد والمؤسسات .

وتسمى أسواق الدين الدولية بعدة تسميات منها ، الأسواق الدولية (١) أو الأسواق الأوربية (٢) أو الأسواق الأوربية الدولارية (٣)، ويقصد بها " الديون المقومة بعملة مختلفة - وإن كان الدولار أهمها - الصادرة عن الحكومات والمؤسسات الخاصة والتي لا تخضع لرقابة السلطات النقدية أو المالية لأي من الدول (٤) .

ويشمل مصطلح أسواق الدين الدولية أنواعا ثلاثة من الأسواق من المفيد التفرقة بينها

بوضوح وهي :-

١ - سوق القروض طويلة الأجل وهي سوق اصدار السندات وتداولها وتسمى سوق السندات

الدولية (٥)

٢ - سوق القروض متوسطة الأجل ، وهي سوق التعامل بين المصارف ومختلف العملاء

بعملة خارج نطاق دول اصدارها مثل سوق الاقراض المصرفي بالعملة الدولية .

International Markets (١)

Euro - Markets (٢)

Euro - Dollar Markets (٣)

(٤) حكمت شريف النشاشيبي ، استثمار الارصدة العربية ، دار الشائع للنشر الكويت ، ط ١

١٩٧٨ ، ص ١١

Euro - Bond Markets (٥)

٣ - سوق الاقتراض قمير الأجل " السوق النقدية " ويشار إليها كثيرا باسم " أسواق اليورو دولار " . وهي سوق للتعامل فيما بين المصارف حيث تعتمد على حركة الودائع بين المصارف التجارية ، وهي مثل شهادات الإيداع المصرفية قصيرة الأجل . (١)

ويتكون هذا المبحث من المطالب التالية :-

- المطالب الأول : تاريخ نشأة أسواق الدين الدولية .
- المطالب الثاني : أدوات أسواق الدين الدولية .

#### المطلب الأول

#### تاريخ نشأة أسواق الدين الدولية (٢)

الرأي السائد في الأوساط المالية أن أسواق الدين الدولية بدأت بالفعل منذ عام ١٩٦٣م . إلا أن ذلك كان نتيجة لتطورات متعاقبة طرأت على سوق التمويل . ويمكننا تتبع مراحل نشأة هذه الأسواق من خلال دراسة العوامل التي فُتت تطور هذه الأسواق وهي :-

- أولا : محدودية أسواق رأس المال الوطنية .
- ثانيا : تقييد اللجوء الى السوق الامريكية .
- ثالثا : ضيق الأسواق المالية الأوروبية .
- رابعا : زيادة الطلب على الاموال .
- خامسا : انتشار ظاهرة الشركات متعددة الجنسية .
- سادسا : تدفق فائض الاموال النفطية .

(١) لأن هذه الدراسة تهتم أساسا بالادوات الاستثمارية طويلة ومتوسطة الأجل فوف نتعمد

اهمال الاشارة الى هذه الاداة قميرة الأجل .

(٢) يخص بعض الكتاب السندات الدولية وحدها بالعبارة Euro Markets

أولاً : محدودية أسواق رأس المال الوطنية :

لم تكن المنشآت الاقتصادية الكبيرة تستخدم التسهيلات المصرفية الوطنية الا بقدر محدود (١) ويرجع ذلك بالاساس الى ضعف قدرتها على الاقتراض والى ضعف درجة التخصص المالى لديها . لذلك وفى الخمسينات بدأ رجال الأعمال ومدراء البنوك فى البحث عن بعض المصادر الدولية لتوفير التمويل اللازم ، ف لجأوا الى " نيويورك " و " لندن " فصارنا مركزاً للعمليات التمويلية الدولية الكبيرة . وكان من نتيجة هذا ان اعتمد نظام التمويل الدولى على الحكومتين البريطانية والامريكية فى السماح باستخدام أسواق رأس المال بها كمراكز تمويل عالمية (٢) وبدأت " لندن " تلعب هذا الدور بكفاءة ، حيث كانت سوقاً قوية وعميقة اجتذبت مبالغ ضخمة من المدخرات الأجنبية ومولت معظم الاستثمارات الدولية وجزءاً كبيراً من التجارة الدولية . الا أن الأزمة النقدية العالمية فى الثلاثينات دفعت البريطانيين الى ايقاف تحويل الجنيه الاسترلينى الى ذهب قبل أن يفعل الأمريكيون ذلك ، الامر الذى جعل كثيراً من المنشآت والحكومات تقوم بتحويل انشطتها الى نيويورك ، وفى عام ١٩٥٢ م استجابت الحكومة البريطانية الى إحدى ازمات الجنيه الاسترلينى المتكررة فوضعت الالىبرقابة محكمة على اقتراض غير المقيمين بالجنية الاسترلينى من خلال المصارف البريطانية (٣) الامر الذى عنى عدم تقديم القروض الدولية وبالتالى أدى الى اقفاء سوق لندن عن كونه أحد مراكز التمويل الدولية .

وفى امريكا ومنذ العشرينات بدأت أهمية " نيويورك " تزداد كمسوق دولى لرأس المال،

(١) باستثناء السوق الأمريكية .

(٢) ويلسون براون ، جاك س هوجندرون - الاقتصاد الدولى الحديث . ترجمة د . سمير كريم .

مكتبة الوعى العربى - القاهرة - ١٩٢٩م ص ١٤٧ .

(٣) المرجع السابق مباشرة ص ١٤٩ .

ومع الانعاش الاقتصادي الذي حدث بعد نهاية الحرب العالمية الثانية أضحت نيويورك مركز الحيازات الكبيرة من الودائع الأجنبية . ولكن ومنذ بداية الستينات بدأت الولايات المتحدة تشعر بعدم الراحة عن دورها كمصرف عالمي وبدأ المتخصصون يصرحون عن قلقهم تجاه القروض طويلة الأجل وقصيرة الأجل المقدمة الى غير الأمريكيين ومع تناقص المخزون الأمريكي من الذهب أصبحت هذه الاستثمارات تشكل خطرا يتمثل في الخوف من تدفق كبير لرأس المال الى خارج الولايات المتحدة ، ونتيجة لذلك الخوف جاء دور العامل الثاني في تطور أسواق الديون الدولية وهو تقييد اللجوء الى السوق الأمريكية .

#### ثانيا : تقييد اللجوء الى السوق الأمريكية

---

يتمثل هذا التقييد في اجرائين أساسين هما :

أ - قانون ضريبة معادلة الدخل .

ب - برنامج التقييد الاختياري للتليف الخالجي .

أ - قانون ضريبة معادلة الدخل :

---

ويسميه البعض ضريبة المساواة بسعر الفائدة (١) ومدر هذا القانون عام ١٩٦٢م بسبب العجز الذي وصل اليه ميزان المدفوعات الأمريكي ويقضى بفرض ضريبة تتراوح ما بين ١ - ١٥ % في السنة من قيمة أي سند أجنبي يقوم بشرائه أي مقيم (٢) ويهدف القانون الى تحقيق تعادل بين أسعار الفائدة الأكثر ارتفاعا في خارج الولايات المتحدة وأسعارها المنخفضة داخل

---

(١) Interest Equalization

(٢) المرجع السابق مباشرة ص ١٥٠



الولايات المتحدة ، والقصد من ذلك الحد من اقبال المستثمر الامريكى على اقتناء أصول خارجية وبالتالي الحد من خروج الأموال الامريكية (١) وفعلا كانت الضريبة قاسية بدرجة كافية لايقاف التعامل فى معظم السندات الأجنبية نظرا لاقتطاعها معظم الفوائد المتحققة(٢)

ب - برنامج التقييد الاختيارى للتسليف الخارجى (٣)

بعد سريان العمل بقانون مساواة سعر الفائدة لجأت المنشآت الأجنبية - التى لم يعد فى مقدورها اصدار السندات - الى المصارف الامريكية للحصول على حاجتها من القروض، ونتج عن ذلك أن حجم القروض التى قدمتها المصارف الامريكية قد ارتفع فزاد القلق بشأن التدفقات الكبيرة الى الخارج من الدولار فوضع الرئيس " لندون جونسون " عام ١٩٦٥ م برنامجا اختياريا للرقابة المباشرة على قيام المصارف الامريكية والمؤسسات المالية الأخرى بتقديم القروض الى الأجانب وهو مسمى بالارشادات الاختيارية لتقييد الائتمان الأجنبى وهو عبارة عن عدة توجيهات هدفها الحد من اقبال البنوك الامريكية على اقراض الخارج وأهم هذه التوجيهات هى :

- ١ - عدم زيادة الاقراض عما كان عليه فى العام السابق الا بنسبة ٥ ٪ .
- ٢ - عدم اقراض مؤسسات مقيمة اذا نتج عنه اعادة اقراض للخارج .
- ٣ - عدم استخدام فروع البنوك الامريكية فى الخارج للتهرب من البرنامج وجعل هذه الفروع تعتمد على نفسها وعلى ما تستطيع جذبها من أموال خارجية (٥)

(١) زكريا نصر - مدخل الى أسواق السندات الدولية - الصندوق الكويتى للتنمية الاقتصادية العربية - الكويت ١٩٧٩ م ص ٢٨ .  
وانظر - عبد المعطى أرشيد - دليل المستثمر فى سوق السندات - سوق الكويت للأوراق المالية - الكويت ١٩٨٦ م ص ٥٤ .

(٢) أحمد فهمى الامام - أسواق الأوراق المالية فى البلاد العربية - اتحاد المصارف العربية بيروت - ص ٤٤ .

(٣) VOLUNTARY FOREIGN CREDIT RESTRAINT (VFCR)

(٤) جان س هو جندرون ، ويلسون ب براون - الاقتصاد الدولى الحديث - المرجع السابق ص ١٥٠

(٥) زكريا نصر مدخل الى أسواق السندات الدولية ، المرجع السابق ص ٢٨

وتم تشديد هذه الاجراءات سنة بعد سنة ، وفى عام ١٩٦٨ م أصبحت اجبارية . (١)

يضاف الى ذلك سياسة بدأت فى نفس العام استهدفت حث البنوك بل والشركات  
الامريكية العاملة فى الخارج على استعادة بعض أصولها النقدية فى الخارج دعماً لميزان  
المدفوعات الامريكى . (٢)

وهكذا ضعف مركز نيويورك كسوق دولية لرأس المال . اذن أصبح من غير الممكن  
لبنوك لندن تقديم قروض بالاسترلينى بحرية ، وفى نفس الوقت لم يكن فى استطاعة نيويورك  
أن تفعل ذلك بالدولار . وهنا ردت أسواق رأس المال الدولية على هذا التحدى بانشاء سوق  
الدولار الاوربى .

ثالثاً : ضيق الأسواق المالية الأوروبية :

الأسواق المالية الأوروبية رغم طابعها الدولى ومحاولة تحقيق تكاملها فى اطار السوق  
الأوروبية المشتركة ، الا أنها مفتتة وكل منها ضيق فى ذاته يحيط به سياج من الاجراءات  
الادارية والقانونية مستهدفة حسب الاموال لمواجهة الحاجات المحلية بالأولوية على حاجات  
الخارج . الامر الذى استوجب البحث عن بديل مناسب وجد فى الأسواق اليورودولارية . أكثر  
من ذلك وبسبب من ضيق الأسواق المالية الاوربية لم تشمل الحكومات الاوربية فاعلية هذه  
الاسواق داخل حدودها بمنع تعامل رعاياها فيها وبفرض قيود على الصرف رغم قدرتها على  
ذلك بل ان بعض الحكومات افسحت المجال لقيام البنوك والمؤسسات الوطنية بنشاطها

(١) جان س هوجنورون - الاقتصاد الدولى الحديث ، المرجع السابق ص ١٥٠ .

(٢) أَلْفَنَى قانون معادلة سعر الفائدة عام ١٩٢٤ م ، كما تم اعادة فتح السوق الامريكية للمقترضين

من الخارج ورغم ذلك حافظت أسواق الدين الدولية على وضعها وتقدمها - والحاضر يشهد  
تواجد السوقين وقيامهما معا بخدمة طالبي وعارضى الأموال استغلالاً لما لكل منهما من  
مزايا خاصة وهى :

- اتساع السوق الامريكية وطول الأجل فيها ورخصها النسبى .
- مرونة السوق الدولية وتقبلها لمتوسطى القدرة والسمة .

- انظر زكريا ، مدخل الى أسواق السندات الدولية ، المرجع السابق ، ص ٢٢

الاقراض والاقتراض من خلالها . (1)

رابعا : زيادة الطلب على الأموال :

تميز الاقتصاد العالمي ومنذ نهاية الحرب العالمية الثانية بمستوى مرتفع من الانفاق الاستهلاكي والاستثماري فعلى صعيد الدول النامية كانت الحاجة الى تمويل عملية التنمية الاقتصادية ، ولسداد نفقات تجهيز الجيوش ، ومقابلة للاحتياجات الميزخية لتكوين وارضاء <sup>x</sup> الدول الموالين للحكومات الانقلابية - الخ تضغط باستمرار نحو الاقتراض من مؤسسات التمويل الدولية والخاصة -

وفي الغرب الصناعي توجب الاتفاق لمكافحة البطالة ومقابلة احتياجات محاولة تحقيق العمالة الكاملة ومساندة الحكومات الصديقة ٥٥ الخ . وفي الدول الاشتراكية كان هدف تحقيق معدل نمو سريع وسباق لتسلح ٥٥ الخ . كل ذلك ادى الى تضخم الطلب على الاموال تنفيذا لمختلف المشروعات والاهداف ولمواجهة حاجات الاستيراد الامر الذى ادى الى بحث المقترضين عن مختلف المصادر لتمويل حاجاتهم من الموارد المالية مما اتاح الفرصة لقيام وازدهار سوق الدولار الاوربي .

خامسا : ظاهرة الشركات متعددة الجنسية :

من المظاهر التي ميزت الاقتصاد العالمي بعد الحرب العالمية الثانية ظهور الشركات متعددة الجنسية التي مدت نشاطها وفروعها في حركة دائبة للكشف عن فرص الاستثمار واستغلالها ، ويحتاج مثل هذا النشاط الى أموال طائلة لآجال مختلفة تحاول الحصول عليها بشتى الطرق لاسيما في اسواق دولية قادرة على تجميع الأموال المناسبة حجما ونوعا لمقابلة

(1) زكريا نصر - مدخل الى أسواق السندات الدولية - المرجع السابق ص ٢٩

ذلك الطلب الواسع والمتنوع • (١)

سادسا : فائض الاموال النفطية :

جرى كثير من الكتاب الاقتصاديين الغربيين ومن يجاريهم من الاقتصاديين العرب الى تحميل فائض الاموال النفطية درجة من المسئولية تجاه كل ظاهرة اقتصادية تطرأ على الاقتصاد العالمى ، وبالطبع وفي مثل حالتنا هذه لم يكن لتصحيح اسعار النفط عامى ٧٣ ، ١٩٧٤ م دور فى قيام اسواق الدين الدولية • الا انه من المؤكد ان تراكم فوائض الاموال النفطية - وتحت ظل الادعاء لمحدودية الطاقة الاستيعابية للدول النفطية ، وضعف الاسواق المالية فيها - قد أدى الى انتعاش اسواق الدين الدولية حيث تم تدوير هذه الفوائض فى الاسواق المالية الدولية عن طريق نشاط الافراد والمؤسسات المالية فى الدول النفطية والتي تفضل استثمارات مأمونة ذات عائد مباشر ثابت دون ان تكثر للموانع الشرعية ، وعن طريق المؤسسات المالية والمصرفية الاجنبية والمشاركة المقيمة فى الدول النفطية •

### المطلب الرابع

#### ادوات اسواق الدين الدولية

بعد ان اوضحنا ظروف نشأة اسواق الدين الدولية والمعاصرة نتناول فيما يلى اهم أدوات هذه السوق طويلة ومتوسطة الاجل والتي مر ذكرها وهى :-

- ١ - سوق السندات الدولية •
- ٢ - سوق الاقراض المصرفى الدولى باعتباره اهم الادوات متوسطة الاجل •

اولا : سوق السندات الدولية :

السندات الدولية يطلق عليها أحيانا السندات الاوروبىقوهى " السندات التى يتم اصدارها وبيعها خارج الدولة التى تصدر مقومة بعملتها (٢) وهناك تعريف مشابه يقـول " السندات الدولية هى سندات مقومة بعملة تختلف عن عملة البلد او البلدان التى يبيع

(١) المرجع السابق مباشرة ص ٣٠ • الشركات متعددة الجنسية هى المؤسسات العملاقة أو المشروعات التى تتركز سلطة اتخاذ القرارات فيها والاشراف عليها فى مجال قومى معين فى حين ان نشاطها الصناعى والتجارى ينفطى عدة بلاد •

- انظر محمد السيد سعيد ، الشركات متعددة الجنسية ، الهيئة المصرية العامة للكتاب القاهرة ١٩٧٨ ص ٥ •

(٢) جان س - هوهدرون - الاقتصاد الدولى الحديث - المرجع السابق ص ١٧٣ •

فيها القم الأكبر من هذه السندات عند اصدارها " (١)

ولا يحتاج الامر الى تعليق اذ أن الاختلاف بين التعريفين طفيف .  
ونستعرض واقع سوق السندات الدولية من خلال المواضيع التالية :-

- ١ - وظائف سوق السندات الدولية وأهميتها الاقتصادية .
- ٢ - المتعاملون في سوق السندات الدولية .
- ٣ - عملات الاصدار في سوق السندات الدولية .
- ٤ - سوق الاصدار " السوق الأولية " .
- ٥ - سوق التداول " السوق الثانوية "
- ٦ - مستقبل سوق السندات الدولية .

١ - وظائف سوق السندات الدولية وأهميتها الاقتصادية :

---

يكاد يجمع الاقتصاديون على أن وظيفة سوق السندات الدولية - بصفة عامة - تتمثل في تعبئة وإعادة توزيع الاموال لآجال طويلة وعلى نطاق دولي بين مختلف فئات المقترضين . فهي اذن تمثل حلقة وصل بين المدخرات المتوفرة عالميا والراغبة في الاستثمار (٢) والاحتياجات التمويلية طويلة الأجل ، والتي تتمثل عادة في :

- أ - تمويل عجز في ميزان مدفوعات دولة ما .
- ب - مواجهة نفقات برنامج معين أو تكاليف مشروع محدد .
- ج - تمويل برامج التوسع لدى المؤسسات .

---

(١) مجيب اطواني - الخدمات المصرفية الدولية الحديثة - ورقة عمل مقدمة الى مؤتمر العمليات المصرفية الدولية الحديثة بباريس ١٢- ١٦ نوفمبر - منشورات اتحاد المصارف العربية ص٨٢  
(٢) باعتبار ان اقراض المدخرات بفائدة ثابتة يمثل لوكا استثماريا وفق المنظور الغربي التقليدي لمفهوم الاستثمار .

- د - مواجهة التزامات ناشئة عن ديون سابقة اقترُب موعد حلولها .
- هـ - الرغبة في الافادة من احوال السوق المالية توقعاً لتغييرها الى غير ذلك من الاعتبارات التي تختلف باختلاف الزمان والمكان . (١)
- وتجدر الاشارة الى ان الدور المشار اليه لا تختص به سوق السندات الدولية وحدها وانما هو هدف مشترك لمختلف مؤسسات التمويل الدولية والمحلية ، الا ان سوق السندات الدولية تتميز على مؤسسات التمويل الدولية والمحلية بعدة مزايا أساسية منها :
- أ - قد يكون المقترض غير معروف في الأوساط المالية ويشكل ذلك عقبة في تقدير أهليته في الحصول على التمويل اللازم تواجهه أمام مؤسسات التمويل الاخرى الا أن سوق السندات تتميز بالسهولة في هذا الشأن حيث يعتمد مصرفيوها على مجموعة واسعة مختلفة من المعايير لتقدير أهلية الحصول على القروض .
- ب - القوانين المحلية خاصة القانون الامريكى (٢) يطلب من المقترضين تقديم معلومات عن شركائهم تفوق ماترغب الشركات طالبة القرض تقديمه .
- ج - قد يطلب المقترضون الحصول على قروض تفوق ما يمكن ان تطرحه اى سوق بديلة (٣) .
- بالاضافة الى ما ذكرنا فان سوق السندات الدولية تُعدُّ جاذبة للمقرض والمقترض والمستثمر العادى . فهى تتيح للمقرض :
- د - مجالاً للاستثمار يعطى فائدة ثابتة أعلى ، ويُبَرَّر ذلك بعنصر المخاطرة الاكبر ودرجة السيولة الاقل نسبياً .
- هـ - لاتخضع الفوائد التي تدفع لمالكي السندات للضرائب حيث ان (٤) السندات لحامله وكل

(١) انظر - زكريا نصر - مدخل الى أسواق السندات الدولية - المرجع السابق ص ٢٦

وانظر - حكمت النشاشيبي - استثمار الارصدة العربية - المرجع السابق ص ١٤

(٢) باعتبار ان السوق الامريكى هو البديل الاساسى لسوق السندات الدولية .

(٣) جان - س - هو جدرودن - الاقتصاد الدولى الحديث - المرجع السابق ص ١٧٧

(٤) المرجع السابق مباشرة ص ١٧٩

وانظر مجيب اسطوانى - الخدمات المصرفية الحديثة - المرجع السابق ص ٩٣

وكل ما ينتم هو قطع الكوبون وتقديمه للحصول على الفائدة .

أما بالنسبة للمقترض فهي تتيح له دوما الحصول على الأموال اللازمة بفائدة ثابتة خلال فترة القرض ، الأمر الذي يجنبه مخاطر تغير معدلات الفائدة في المستقبل وهو تكتيك مستحب في مجال تمويل المشاريع لسهولة احتساب وتحديد جدول التدفقات النقدية وبالتالي إجراء دراسات جدوى اقتصادية ومالية مبنية على اعتماد أعباء ثابتة في حساب تكاليف المشروع (١)

أما بالنسبة للمثمر العادي فتتيح له هذه السوق الاستثمار في شراء وبيع السندات الدولية دون الحاجة للارتباط مع المقرض ، وذلك بواسطة مؤسسات ومصارف متخصصة دون الحاجة للاهتمام بالمسائل الفنية والقانونية الملازمة لعقد القروض ، كما أنها تمثل له إحدى وسائل تنويع حافظته المالية .

٢ - المتعاملون في سوق السندات الدولية :

يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من المقترضين :

- أ - الحكومات القومية والمحلية .
- ب - المؤسسات الحكومية شبه المتقلة مثل بنوك التنمية وشركات البترول المملوكة للدولة وهيئات الموانئ . (٢)
- ج - الشركات الخاصة ، خاصة شركات الدول الصناعية وبالذات المؤسسات الأمريكية وفروعها في أوروبا التي كانت المقترض الأساسي حتى عام ١٩٦٩ م حين بدأت المؤسسات اليابانية والأوروبية في ولوج سوق السندات الدولية (٣)

(١) المرجع السابق مباشرة ص ٩٢ ، ص ٩٣

(٢) جان - س - هوجدرون - الاقتصاد الدولي الحديث - المرجع السابق ص ١٢٨

(٣) انظر حكمت شريف - استثمار الارصدة العربية - المرجع السابق ص ١٣

وانظر محمد نبيل ابراهيم - الاتجاهات الحديثة في اساليب التمويل الدولية

منشورات اتحاد المصارف العربية بيروت ١٩٧٤ م ص ٨ ، ص ٩

د - مؤنسات الائماء الدولية .

٣ - عملات الاصدار فى سوق السندات الدولية :

تمدر السندات الدولية اما بعملات حقيقية متداولة فى دولة من الدول وهو الغالب ،  
واما بوحدات حسابية مركبة لاتتداول (١) بالفعل وانما تستخدم كوحدرة تحاسب وذلك  
بغرض تجنب ماقد يطرأ على عملة واحدة من تقلبات قد تضر بمصلحة الممدر أو المقترض  
ويضع المقترضون عند اختيارهم لعملة الاقتراض الاعتبارات التالية :

أ - مستقبل أعار الصرف للعملة المعينة .

ب - ضرورة تفرادى الاقتراض بعملات قوية ، بينما تلاقى هذه العملات تحببا من المستثمرين  
طمعا فى تحقيق ارباح استثنائية من جراء اعادة تقييمها أو تحسن أعار صرفها  
مستقبلا . (٢)

ج - الاجراءات والسياسات النقدية فى الدولة التى صدر القرض بعملتها .

أما واقع أسواق السندات الدولية القائم اليوم فالملاحظ أنه رغم الضعف الذى يطرأ  
أحيانا على الدولار إلا أنه يعتبر عملة الاصدار الرئيسية مما حدا بأحدهم بأن يقول " ان سوق  
السندات الى حد بعيد سوق دولارية لاتلعب فيها العملات الأخرى - باستثناء المـ  
الامانى - الا دورا هامشيا (٣) ويعود ذلك جزئيا الى عدة اعتبارات من أهمها :

- ظل الدولار عملة الدولة الرئيسية فى مجال العلاقات الاقتصادية الدولية .

---

(١) مثل وحدة الحساب الأوروبية والوحدة الأوروبية المركبة وحقوق السحب الخاصة . انظر زكريا

نصر - مدخل الى سوق السندات الدولية - المرجع السابق ص ٨٧

(٢) حكمت الشريف - استثمار الارصدة العربية - المرجع السابق ص ١٣

(٣) زكريا نصر ، مدخل الى سوق السندات الدولية ، المرجع السابق ص ٨٩ .



- كما انه عملة دولة منحت الغير حرية استخدامها ، ولا تعرف القيود التي تفرضها

بقية الدول على استخدام عملاتها في مجال الاصدارات الدولية (١)

الا انه مؤخرا ونظرا لوضع ميزان المدفوعات الامريكى غير المشجع وارتفاع اسعار

الفوائد على الودائع بالدولار ، أخذت بعض العملات تأخذ مكانها في سوق اصدار السندات

الدولية كالمارك الالمانى والين اليابانى والفرنك السويسرى ، وهى عملات الدول التى

تتمتع بفائض فى موازين مدفوعاتها وتعانى من التضخم والبطالة بنسب اقل من تلك التى

تعانىها الولايات المتحدة \* (٢)

الجدول رقم (١)

جدول يوضح قيمة السندات الدولية المصدرة خلال الفترة ١٩٧١م - ١٩٧٥م حسب العملة  
التي تصدر بها بالمليــــــــــــــــون \*

المصدر : جان سـ ، هوجندرون ، ويلسون براون ، الاعتماد الدولى الحديث ، المرجع السابق ص ١٧٤

العملة	١٩٧١م	١٩٧٢م	١٩٧٣م	١٩٧٤م	١٩٧٥م	بالدولار الامريكى	%
دولار أمريكى	٢٢١٣	٢٩٩٣	١٨٨٣	٨٧٥	٢٦٩٢	١٠٥٣٨	٥٦
مارك ألمانيا	٨٠٥	١١٧٧	٩٥٨	٢٢١	١٥٩٦	٤٧٥٨	٢٥,٣
دولار كندى	—	—	—	٥٨	٥١٥	٥٧٣	٣,١
فرنك فرنسى	٤٧	٤٦٦	١٥٢	—	٢٢٩	٩٠٤	٤,٨
غيرها	٥٠	٣٢٩	١٥٩	٤٩	٢٠٩	٧٩٦	٤,٢
كوكتيل عملات	٢٥١	٣٠	١٥٨	٢٣٧	٥٦٣	١٢٤٠	٦,٦

(١) توجب السلطات فى كثير من الدول استخراج ترخيص خاص ، وتضع جداول سنوية تحدد

بها حجم الاصدارات المقبولة وتوقيتها وذلك حتى تبقى على مواردها المالية مصدرا

لاشباع الحاجات المحلية لكل من القطاع العام والخاص \*

- انظر المرجع السابق مباشرة ص ٨٧

(٢) انظر مجيب اسطوانى - الخدمات المصرفية الدولية الحديثة ، المرجع السابق ، ص ٨٩

ويظهر الجدول مقررناه من ان الدولار الامريكى يأتى فى مقدمة عملات الاصدار ثم المارك  
الالمانى ثم بقليل من الاهمية باقى العملات الموضحة فى الجدول .

#### ٤ - سوق الاصدار : " السوق الأولية "

لايلجأ المقترضون الى سوق السندات الدولية الا بعد موازنة وترجيح بين كافة  
الفرص المتاحة (١) فاذا فرضنا ان نتيجة الموازنة والترجيح أيدت اتخاذ القرار بالاقتراف  
فى اسواق السندات الدولية ، تكون الخطوة التالية الاتصال بالجهات المتخصصة (٢) فى  
هذا النوع من التعامل المالى ، فاذا اقتنع الطرفان بجدوى دراسة الأمر فان البيت المالى  
يقوم بدراسة عملية للجوانب التالية :

- أ - الاوضاع السياسية والاقتصادية للدولة طالبة القروض .
- ب - الاوضاع السائدة فى السوق المالية الدولية ومدى تقبل طرح اصدار جديد .
- ج - توقيت العملية والشروط المحتملة لها .
- د - العملة الانسب للاقتراض بها .
- هـ - أهلية المقترض لمباشرة الاصدار واحواله المالية وقدرته على الوفاء بما سوف يرتبط به  
من التزامات .
- و - الغرض الذى سوف تخصص له حصيلة القرض .
- ز - الضمانات التى يمكن الحصول عليها .

- (١) يمكن للحكومات مثلا اللجوء الى زيادة الضرائب ، طرح قرض داخلى ، زيادة اصدار  
النقود - اللجوء الى المصارف الاجنبية - وهناك الموازنة الخارجية . الخ كما  
يمكن للشركات ان تقترض من المصارف المحلية والاجنبية - زيادة رأس مالها بطرح  
أسهم جديدة - حجز الارباح المحققة - الخ .
- (٢) اختيار هذه الجهات يعتمد على عدة اعتبارات منها مثلا : التعامل السابق ، الاتصالات  
الشخصية ، مباداة من بيت مالى معين - الخ .

ح - هل من الملائم طرح الاصدار على الجمهور فى صورة اصدار أو قصره على عدد ممن  
المؤسسات فى صورة توظيف خاص • (١)

إذا كانت الدراسة السابقة ايدت متابعة الامر فان على البيت المالى المعنى أن

يركز على بعض المسائل المهمة والتي ينبغى البت بشأنها وهى :-

أ - أوصاف القرض من حيث الحجم وعملة الاصدار •

ب - توقيت الاصدار •

ج - سعر الاصدار • (٢)

د - سعر الفائدة •

هـ - تحديد البيوت المالية الاخرى التى سوف تشارك فى العملية •

فاذا وصل الامر الى تحديد أولى لأهم المسائل المطروحة واتفق البيت المالى مع

المقترض على تولى عملية الاصدار فان هذا البيت يُسمّى عميد الاصدار (٣) ويسميه البعض

البنك المدير (٤) ويطلق على البيوت المالية التى يرى عميد الاصدار دعوتها للمشاركة

فى انجاز الاصدار اسم ادارة الاصدار ويسمىها البعض التجمع المصرفى (٥)

يتم بعد ذلك اتفاق بين عميد الاصدار وزملائه فى ادارة الاصدار على المضى فى تنفيذ

العملية ويتبلور ذلك فى خطاب يرسله عميد الاصدار باسمه واسم زملائه الى المقترض يخطر

فيه بقبول تولى الاصدار على أساس شروط معينة •

---

(١) زكريا نصر - مدخل الى اسواق السندات الدولية - المرجع السابق ص ٣٧.

(٢) يكون سعر الاصدار للسندات الدولية ١٠٠٪ أو اقل بقليل أو أكثر بقليل بحسب اسم

المقترض وأجل السند والفائدة الثابتة المحددة له كما أن اعتبارات السوق تلعب دورا

كبيرا فى تحديد اعمار الاصدار •

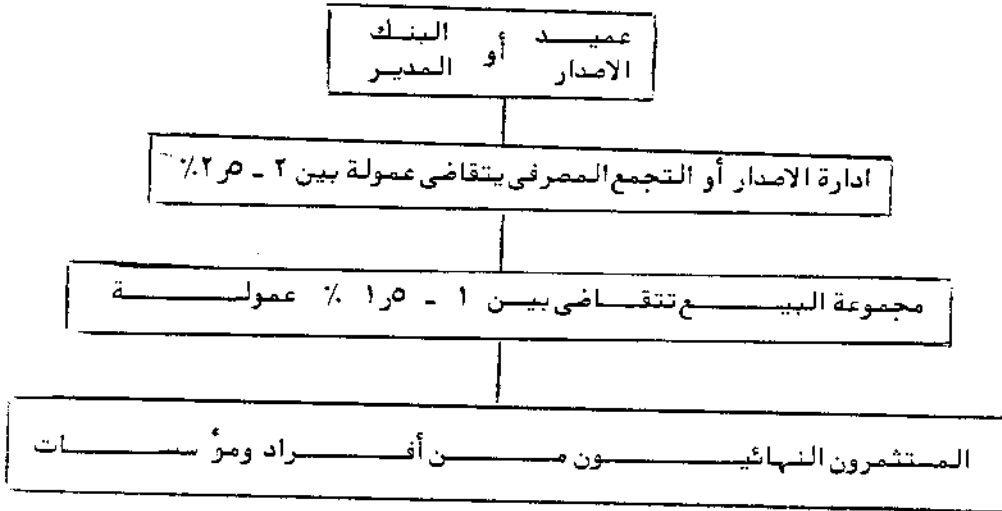
(٣) زكريا نصر - مدخل الى سوق السندات الدولية - المرجع السابق ص ٣٨

(٤) مجيب اسطوانى - الخدمات المصرفية الدولية الحديثة - المرجع السابق ص ٨٩

(٥) حكمت شريف ، استثمار الارصدة العربية ، المرجع السابق ص ١٤ ، ١٥

يجرى بعد ذلك تشكيل ما يسمى بمجموعة البيع التي تتألف من عدد أكبر من المصارف والوسطاء على مستوى دولي حيث يُوزَع الإصدار بينهم مقابل عمولة معينة تدفعها إدارة الإصدار وتتراوح بين ١ - ١.٥ ٪ مما تتقاضاه إدارة الإصدار من المقترض، وفي النهاية فإن مجموعة البيع هذه هي التي تتولى تسويق الإصدار إلى المستثمرين النهائيين من الأفراد والمؤسسات (١)

هذا شكل بياني يوضح التسلسل الهرمي في سوق الإصدار



(١) المرجع السابق مباشرة ص ١٤ ، ص ١٥

- ينبغي التنبيه إلى أن مدير الإصدار يحتفظ بجزء من السندات حتى تتاح له الفرصة في التدخل لتنظيم سوق السندات وتجنب اضطرابها .

وتعتبر عملية الاصدار قد تمت نهائيا في تاريخ يعرف بتاريخ الاقفال وهو التاريخ المحدد لدفع مبلغ القرض مخصصا منه العمولات المستحقة الى المقرض الذي عليه ان يسلم السندات . ويُعتبر هذا التاريخ هو الاساس الذي يبدأ منه احتساب الفوائد وأقساط السداد (١) .  
الأنه تجدر الاشارة الى أنه يحق لمدير الاصدار اغلاق الاصدار قبل الموعد المحدد في حال انتهاء عمليات الاكتتاب والبيع مبكرا كما يحق له رفع مبلغ الاصدار الاجمالي أو خفضه حسب ظروف السوق ، بل ويحق له سحب الاصدار كله دفعة واحدة دون سابق انذار كما حدث مؤخرا لعدة اصدارات مهمة بالدولار الامريكى (٢) .

#### ٥ - سوق التداول - السوق الثانوى :

بانتقال السندات الى الجمهور وبدء التعامل فيها بيعا وشراء يبدأ مايسمى بالسوق الثانوى أو سوق التداول ، والسوق الثانوى لكل سند تستمر حتى انتهاء أجله وتقام حداده . ويتوقف سعر السندات فى هذه السوق على عدة اعتبارات من أهمها :

أ - سعر الفائدة السائد ، حيث ان ارتفاع أسعار الفائدة عن السعر الذى تحمله السندات يميل الى انقاص ثمنها والعكس صحيح .

ب - تغير أحوال مصدر السندات (المقرض) وسمعته .

ج - تغير أحوال السوق المالية بصفة عامة نحو التفاؤل أو التفاؤل .

د - مدى اقبال البنوك التى تولت عملية الاصدار على التدخل للمحافظة على أسعارها (٣)

- 
- (١) زكريا نصر - مدخل الى أسواق السندات الدولية - المرجع السابق ص ٤٠
  - (٢) مجيب اسطوانى - الخدمات المصرفية الدولية الحديثة - المرجع السابق ص ٩٠
  - (٣) زكريا نصر - مدخل الى أسواق السندات الدولية - المرجع السابق ص ٤١  
وانظر مجيب اسطوانى - الخدمات المصرفية الدولية الحديثة - المرجع السابق ص ٩١

هـ - اجمالي ديون المقترض من السوق النقدية والمالية وحجم ديونه المخططة مستقبلاً .  
ويشير واقع السوق الثانوية للسندات الدولية الى وجود بعض المصاعب التي تواجهها  
ومن مظاهر ذلك أن نسبة كبيرة من السندات ما تزال في أيدي مشتريها الأوائل ، ويرجع ذلك  
جزئياً الى عدم تأمين جهاز كفاء من الوسطاء الذين يشكلون ما يمكن تسميته " بصانع  
السوق " (١) .

ومما يفاقم من وجود هذا المشكل ضخامة الاصدارات الجديدة بالنسبة الى مجموع  
الاصدارات القائمة حيث تشكل نسبة ١ : ٤ (٢) الامر الذي يقلل من القدرة على استيعاب  
الاصدارات الجديدة .

ومن أجل تنظيم اعمال السوق الثانوية وتلافى عدد من الصعوبات المتعلقة بمواعيد  
التسليم واجراءات التحويل فقد تم انشاء بعض الاجهزة لتقوم بعمليات التقاص كما أنشئت  
رابطة المتعاملين في سوق السندات (٣) ، وذلك لوضع أسس للتعامل في هذا السوق .

#### ٦ - مستقبل أسواق السندات الدولية

رغم الزخم والنجاح النسبي الذي حققته سوق السندات الدولية الا أن هناك كثيراً  
من العوامل الى جانب ضعف السوق الثانوية ييهم في تراجعها عما حققته من نجاحات واهم  
هذه العوامل هي :-

---

(١) Market Makers

(٢) حكمت النشايبي ، استثمار الارصدة العربية ، المرجع السابق ، ص ١٥

(٣) Association of international bond dealers ( AIBO )

(٤) اشارت بعض المصادر الى توقف الامدار نهائياً في السوق الأولى وتراجع التداول بصورة

ملحوظة في السوق الثانوى عام ١٩٨٤ .

ـ انظر - عبد المعطى ارشيد ، دليل المستثمر في سوق السندات ، المرجع السابق ، ص ٥٧

- أ - القيود التي بدأت تفرضها بعض الدول على اشتراك مؤسساتها المحلية في الاصدارات الجديدة ، أو على اشتراك مواطنيها في نشاطات السوق الثانوية ، وذلك بحجة عدم تعريض ميزان مدفوعاتها للمصاعب .
- ب - التحفظات التي تبديها بعض الحكومات في شأن استعمال العملة الوطنية في اصدار السندات خوفا من حدوث مضاربات في اسواق الصرف الاجنبي ، و حدوث تحركات في رؤوس الأموال قد تكون في غير صالح الاقتصاد الوطني .
- ج - القيود الادارية التي تفرضها بعض الحكومات بشأن اجراءات طرح الامدار والاكتتاب فيه وجهود الاعلان المطلوبة . (١)

ثانيا : سوق الاقراض المصرفي الدولي . (٢)

---

سوق الاقراض المصرفي الدولي هي " سوق القروض متوسطة الأجل بالعملات الدولية Euro - currencies ، على أساس سعر فائدة متحركة يحدد غالبا كل

سنة أشهر ، وتمارسه عادة المصارف الدولية . (٣)

ومن هذا التعريف يتبين لنا أهم خصائص هذه السوق وهي :

- ١ - ان المقرض هنا مجموعات مصرفية .
- ٢ - عمليات الاقراض ذات أجل متوسط
- ٣ - العملات التي تُتَّخَذُ في الاقراض عملات دولية كالدولار الاوربي أو الجنية الاسترليني الدولي أو المارك الدولي ويصل متوسط القرض الى ٢٠ - ٥٠ مليون دولار وقد تصل

---

(١) حكمت شريف - استثمار الارصدة العربية المرجع السابق ص ١٦

(٢) Euro - credit market

يطلق بعض الكتاب على سوق الاقراض المصرفي الدولي اسم سوق الائتمان الاوربي .  
- انظر محمد نجيب ابراهيم - الاتجاهات الحديثة في اساليب التمويل الدولية المرجع السابق ص ٩

(٣) حكمت شريف - استثمار الارصدة العربية - المرجع السابق ص ٢٦

بعض القروض الى ارقام تزيد عن الـ ١٠٠ مليون دولار (١) نظراً لهذه الاحجام الكبيرة مع زيادة اعمارها كان لابد أن تشترك مجموعة من البنوك في تغطية القرض وتسمى هذه المجموعة كنيسورتيوم (٢) وهى مجموعة من البنوك التجارية خرجت فى نشاطها الائتماني عن المفهوم التقليدى للبنك التجارى الذى يمنح قروضا قميرة الأجل وجمعت بين أنشطة البنوك التجارية وبين أنشطة بنوك الاستثمار .

#### ١ - أسلوب الاقراض فى سوق الاقراض المصرفى الدولى :

كما ذكرنا فان متوسط حجم القرض فى هذه السوق يُعدُّ كبيراً ، الامر الذى حتّم ضرورة توزيعه بين مصارف الكونسورتيوم - ويتم هذا التوزيع - عادة - بالوبين أساسيين هما :

- ١- الاسلوب الاول : وهو : اسلوب المشاركة حيث يتولى أحد المصارف التعمد بالقرض برمته ازاء المقترض ، ثم يقوم بعد ذلك بعرض الاشتراك فى تمويل القرض على عدد من المصارف بموجب شهادات اشتراك قد تكون قابلة للتداول بين المصارف (٣)
- ٢ - الاسلوب الثانى وهو الاسلوب الاكثر شيوعاً ، وهو التجمع المصرفى المباشر (٤) وهو تجمع مباشر لمجموعة بنوك مانحة القرض حيث يتولى المصرف المنظم ادارة العملية ، ويختار المجموعة المصرفية المشتركة معه فى تغطية القرض ويحتفظ لنفسه بحصة تعادل عادة ١٠ - ٢٠٪ من جملة القرض حيث أن المصارف المشتركة لاتطمئن كثيراً

---

(١) محمد نبيل ابراهيم - الاتجاهات الحديثة فى أاليب التمويل الدولية المرجع السابق ص ١٢ . وانظر امال التيجاشى على - الاشكال والتجديد فى الاسواق المالية الدولية - مأخوذ من دليل المستثمر فى سوق السندات - المرجع السابق ص ٧٩ .

(٢) Multi - national consortium banks

وانظر احمد فهمى الامام - أسواق الأوراق المالية فى البلاد العربية المرجع السابق ص ٥٠ ، ص ٥١ .

(٣) لمزيد من التفصيل عن اجراءات الاشتراك هذه راجع : حكمت شريف - استثمار الارصدة العربية - المرجع السابق ص ٢٨ ، ص ٢٩

(٤) Strightly syndication



عندما لا يكون للمصرف نصيب مقدر من القرض (١) .

٢ - شروط عقد القروض في سوق الاقتراض المصرفي الدولي :

يعتبر سعر الفائدة لمعظم قروض سوق الاقتراض المصرفي معنوماً ويحدد على اساس سعر الفائدة بين البنوك في لندن لمدة ستة أشهر ويطلق عليه اصطلاح ليبور Libor (٢) الا انه تجدر الاشارة الى اتجاه تدريجي حديث نحو تثبيت سعر الفائدة وقد ظهر هامش جديد يضاف الى سعر الفائدة ويتوقف مقداره على قدرة المقترض ويتراوح عادة بين ٢٨ - ٢٥ ٪ من قيمة القرض ويهدف الى الاسهام في تغطية مخاطر القرض كما يهدف الى تغطية فروق أسعار الفائدة اذا احتاجت البنوك الممولة لأموال اضافية لتمويل تجديد هذه القروض (٣) وتجدر الاشارة الى انخفاض المعدل الاضافي هذا نظرا لتزايد المنافسة بين البنوك حيث انخفضت ولايما للمقترضين من الدول النامية من ٢٥ الى ١ ٪ كذلك تتضمن اتفاقية القرض اعطاء الحرية في اختيار عملة الاقتراض او حق تغيير عملة القرض بشرط أن تكون العملة الجديدة متوافرة في السوق المالية ، اذ أن الاختيار الحكيم لنوع العملة سيقلل جوهرياً من تكلفة القرض بالنسبة للمقترض ، حيث يمكنه تخفيض دفع فوائد عن عملة ما قد يكون سعرها مرتفعاً لأي سبب كان (٤) .

(١) المرجع السابق مباشرة ص ٢٩

- محمد نبيل ابراهيم - الاتجاهات الحديثة في أساليب التمويل الدولية المرجع السابق

ص ١٢ ، ص ١٣

(٢) انظر احمد فهمي الامام سوق الاوراق المالية في البلاد العربية - المرجع السابق ص ٤٩

London interbank offered euro - money rate ( Libor)

(٣) محمد نبيل ابراهيم - الاتجاهات الحديثة في أساليب التمويل الدولية المرجع السابق

ص ١٢

(٤) أحمد فهمي الامام - أسواق الاوراق المالية في البلاد العربية المرجع السابق ص ٥٢

وأنظر - حكمت شريف - استثمار الارصدة العربية - المرجع السابق ص ٣٠

و تحتوى عقود بعض القروض على حق المقترض فى السداد قبل حلول الأجل بعد دفع غرامة محددة متفق عليها ويمكن وجود هذا الشرط المقترض من اللجوء الى الأسواق والاقتراض من جديد لتسديد القرض اذا ماكانت الاسعار السائدة تقرر جدوى مثل هذا التصرف (١) .

٣ - مدة القرض - تختلف مدة القرض حسب حاجة المقرض وظروف السوق وهى غالبا ما بين ٣ - ٥ سنوات الا أن بعض التطورات فى هذه السوق ادت الى تطويل آجال القروض حيث وصل بعضها الى ١٥ عاما (٢) .

وبعد فذاك استعراض سريع لمعالم سوق الاقتراض المصرفى الدولى ، ولم نشأ ان ندخل فى تفصيلاته - وكما هو واضح فانها تشابه سوق السندات الدولية فى عدة وجوه أهمها :

- أ - شروط استحقاقات الديون من حيث المدة وأسعار الفائدة .
- ب - خطوات عقد القروض خاصة مايتعلق بإدارة القرض واشتراك باقى المصارف فيه .
- ج - العملات الاوروبية " الدولية " التى يقوم بها القرض .

الا انها تباين سوق السندات الدولية من عدة أوجه كذلك أهمها :

- أ - فى سوق السندات الدولية لا يكون المقترضون بنوكا ولكن مستثمرين أفرادا كانوا او مرشبات تقوم بشراء مكوك السندات من السوق المالية .
- ب - كما أن السندات الدولية هى مكوك وليست مجرد ائتمان مصرفى ولذلك تتميز بوجود هيئات ضمان تغطية الاكتتاب وبملاحياتها للتعامل فى اسواق الأوراق المالية الدولية .
- ج - بينما تحمل السندات الدولية أسعار فائدة ثابتة فان سوق الاقتراض المصرفى تحمّل

---

(١) المرجع السابق مباشرة ص ٣٠

(٢) أحمد فهمى الامام - اسواق الأوراق المالية فى البلاد العربية المرجع السابق ص ٤٩  
و- محمد نبيل ابراهيم - الاتجاهات الحديثة فى اساليب التمويل الدولية المرجع السابق

أسعار فائدة معومة كل ستة أشهر (١) .

وفي ختام تناولنا لأسواق الدين الدولية المعاصرة يجدر بنا أن نذكر بأن هذه الأدوات في خصائصها وطبيعتها مطابقة لعمليات الاستثمار في السندات حيث أنها " مكسوك قابلة للتداول ، صادرة من مؤسسات ، وتتعلق بقروض طويلة أو متوسطة أو قصيرة الأجل وبأسعار فائدة ثابتة أو متحركة وبغض النظر عن رأينا في شرعية اصدار وتداول السندات - والذي سوف نوضحه - الا اننا نرى أهمية الاحاطة بها من حيث :

- ١ - التبصير بها على أساس انها واقع يجري التعامل وفقه في الأسواق الدولية ، وتمثل أرصدة مواطني وحكومات الدول الاسلامية جانباً من الحجم الاجمالي لهذه الاسواق .
- ٢ - لدراسة امكانية ايجاد سوق مالي يلتزم بأحكام المعاملات في الشريعة الاسلامية ، ومستفيدا من الخبرات العملية والفنية التي وفرتها هذه الأسواق .
- ٣ - تعتبر الأدوات الاستثمارية المتعامل بها في اسواق الدين الدولية منافسا للنموذج الاسلامي لأسواق رأس المال ، والاحاطة بأحوال المنافس لاشك أنها خطوة نحو تحقيق نجاح يُذكر في ميدان المنافسة هذه .

---

(١) محمد نبيل ابراهيم - الاتجاهات الحديثة في اساليب التمويل الدولية ، المرجع السابق ص ١٠ .

الفصل الثاني

رأى الفقه فى اصدار وتداول الاوراق المالية المتعامل بها

فى اسواق الاوراق المالية

## الفصل الثاني

رأى الفقه فى اصدار وتداول الأوراق المالية المتعامل بها فى أسواق الأوراق المالية

عزفنا فى الفصل السابق الأوراق المالية المتداولة فى أسواق الأوراق المالية ، وبيننا طبيعتها ، وأبرزنا خصائصها وأوضحنا القواعد المنظمة لاصدارها واستهلاكها • ونريد فى هذا الفصل ان نوضح رأى الفقه الاسلامى فى اصدار وتداول هذه الأوراق وذلك على النحو التالى :-

- المبحث الأول : رأى الفقه الاسلامى فى اصدار وتداول الاسهم
- المبحث الثانى : رأى الفقه الاسلامى فى اصدار وتداول السندات
- المبحث الثالث : رأى الفقه الاسلامى فى اصدار حصص التأسيس وفى بعض المكوك الاسلامية الجديدة •

## المبحث الأول

### رأى الفقه الاسلامي في اصدار وتداول الأسهم

تعتبر شركات المساهمة اضافة جديدة الى أنواع الشركات التي عرفها الفقه الاسلامي ولقد اقتضتها طبيعة النشاط الاقتصادي الحديث الذي يفضل صيغة المشروعات الكبيرة والتي يتعدى غالبا تمويلها تمويلا ذاتيا ، فيلجأ الى مدخرات الافراد والمؤسسات لتمويل تلك المشروعات . ونجح نموذج الشركات المساهمة في تجميع المدخرات واستثمارها وفي انشاء المشروعات الكبيرة .

ولقد تناولت دراسات أكاديمية متخصصة مناقشة مشروعية اقامة مثل هذه الشركات ، وناقشت باستفاضة آراء الذين يعترضون على هذه الصيغة رغم ضعفها وعدم تماكها وندرة من قالوا بها ، وخلصت الى ان شركات المساهمة جائزة شرعا وتنطبق عليها قواعد الشركات في الفقه الاسلامي .

كما وجدت صيغة الشركات المساهمة قبولا لدى شركات ومؤسسات الاستثمار الاسلامية وصارت طابعا مميزا لأكثرها بمباركة علماء الشرع المخلمين . وهكذا يتضح أن تبنى صيغة الشركات المساهمة قد لقي قبولا . بسبب الممارسة والتأييد من قبل مشايخنا الأجلاء .

لكل ذلك فاني لأجد نفسي مضطرا لتكرار الحديث عن مشروعية تأسيس الشركات المساهمة ، خاصة وان الكتابات التي تناولت هذا الامر نظريا متاحة (1) ، وان المؤسسات

(1) لتفصيل وافى عن مشروعية تأسيس شركات المساهمة انظر :-

- عبد العزيز الخياط ، الشركات في الشريعة الاسلامية والقانون الوضعي ، ج ٢ ، المرجع السابق ، ص ٢٠٦ وما بعدها .
- صالح بن زابن المرزوقي ، شركة المساهمة في النظام السعودي ، دراسة مقارنة بالفقه الاسلامي ، المرجع السابق ، ص ٢٩٩ وما بعدها .

الإسلامية التي تبنته عملياً قائمة • وكذلك حتى ننطلق في دراسة موضوعنا الأساسي وهو

الأوراق المالية محل التعامل في أسواق الأوراق المالية وهي الأسهم والسندات •

وتشمل د راستنا لهذا الجزء من البحث الموضوعات التالية :-

المطلب الأول : رأى الفقه فى إصدار الأسهم •

المطلب الثانى : رأى الفقه فى أنواع الأسهم •

المطلب الثالث : رأى الفقه فى تداول الأسهم بالبيع والشراء •

المطلب الرابع : رأى الفقه فى مشاركة غير المسلمين •

المطلب الخامس : رأى الفقه فى مشروعية الأسهم باعتبار نوع نشاط الشركة المصدرة لها

### المطلب الأول : رأى الفقه فى إصدار الأسهم

تحمل كلمة السهم معنيين :-

١ - معنى حصة الشريك فى شركة أموال •

٢ - معنى الصك الذى يُعطى للشريك اثباتاً لحقه •

ويُعدّ إصدار الأسهم أمراً جائزاً شرعاً على كلا المعنيين ، اذا لامنح فى الشريعة

الإسلامية من تجزئة رأس مال الشركة الى أجزاء متساوية يَصلح عليها الشركاء بحيث يكون

كل شريك مالكا لجزء أو أكثر من هذه الأجزاء التى سميت بالأسهم • (١)

يقول الكاسانى " السهم اسم شائع وهو جزء معلوم من الثلث والربع والعشر ونحو

ذلك • فبيع عشرة أسهم من مائة سهم من الدار ، هو بيع عشرة أجزاء من مائة جزء منها ،

---

(١) صالح المرزوقى ، شركات المساهمة فى النظام السعودى ، المرجع السابق ص ٢٢٢

وهو بيع جزء معلوم منها<sup>(١)</sup>

وعندما يصدر السهم فإنه يصدر بالقيمة " الاسمية " أي القيمة التي دفعت لامتلاكه ابتداءً ، وهذا ما يفرضه الشرع ، إذ أن الملك الذي يثبت حصة الشريك في رأس مال الشركة يجب أن يكون مطابقاً للمبلغ الذي ساهم به الشريك حقيقة ، خاصة وأنه يترتب على مقدار قيمته حصته في الأرباح . (٢)

كما أن الأسهم ترتب لأصحابها حقوقاً والتزامات متساوية وهو الأصل في الشريعة الإسلامية ومقتضى العدل في المعاملات ، ولا يكتسب أي حق إضافي الا بزيادة عمل أو مسال أو ضمان . وسناقش أمر الاستثناءات التي تطرأ على مبدأ تساوي الحقوق والواجبات عند حديثنا عن أنواع الأسهم .

كما أن من خصائص السهم في شركة المساهمة أن يجعل مسئولية الشركاء تجاه التزامات الشركة محدودة بقيمة الأسهم التي يمتلكونها ، فإذا أقلست الشركة ولم تستطع سداد ديونها لايلزم الشركاء بدفع ديون الشركة من أموالهم الخاصة ويعتبر هذا التحديد جائزاً شرعاً وينطبق عليه الأساس الفقهي لشركة المضاربة إذ لا يسأل رب المال فيها عن ديون الشركة الا بمقدار المال الذي قدمه للشركة . (٣)

وقد أجاز عدد من العلماء المعاصرين إصدار وملكية الأسهم ضمناً عندما تحدثوا عن وجوب دفع زكاة الأسهم ومن بين هؤلاء العلماء الشيخ محمد أبو زهرة والشيخ عبد الوهاب خلاف (٤) ، كما جاء في فقه الزكاة " الأسهم رأسمال نام بدر ربحاً سنوياً متجدداً ، ويكتفى

---

(١) الكاساني ، بدائع المناهج ج ٥ ، دار الكتاب العربي ببيروت ، ط ٢ ١٩٧٤ ص ١٦٣  
(٢) عبد العزيز الخياط ، الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي ج ٢ المرجع السابق ص ٢١٢ .

(٣) المرجع السابق مباشرة ص ٢١٨

(٤) الجزء الثاني من نشرات مجمع البحوث الإسلامية ، منشورات الأزهر ١٩٦٥ م ص ١٨٤

- محمد عبد المنعم خفاجي ، الإسلام ونظريته الاقتصادية دار الكتاب اللبناني ط ١ ببيروت



بأحد الزكّاتين فيه ، أما الزكاة عن غلة الشركة وإيرادها ، وأما الزكاة عن قيمة الأسهم وربحها " (١) • والزكاة كما نعرف لا تؤخذ الا في معاملة مشروعة مما يؤكد ضمنا مشروعية اصدار الأسهم والكسب من غلاتها •

ومن العلماء الذين أجازوها مراحة الشيخ شلتوت عندما قال " أما الأسهم وهي في الشركات التي أباها الاسلام وهي التي تتبع ربح الشركة وخارتها " (٢) ويقول • محمد يوسف موسى " الغالب في الشركات أنها تقم رأسمالها الى أسهم يكتسب فيها من يريد ، وتكون أسهمه عرضة للخسارة والربح تبعا لنشاط الشركة ، ولا يربح في جواز المساهمة في الشركات بملكية عدد من أسهمها لتوافر الشروط الشرعية فيها ، إذ أن لها حقها من الربح وعليها نصيبها من الخسارة " (٣)

وجاء في عقد تأسيس دار المال الاسلامي " مع الالتزام بأحكام الشريعة الاسلامية ، فمدار المال الاسلامي ان تصدر وتمتلك وتتداول كافة أنواع المكوك والأسهم والأوراق المالية" (٤) ولا يعني ذلك أننا نقر بصحة اصدار جميع أنواع الأسهم ، وذلك لأن بعضها يحتوي على شروط تخالف احكام المعاملات الاسلامية الصحيحة ، كما ان بعضها يتبع لشركات تزاول معاملات ممنوعة شرعا وستعرض لكلا الأمرين بشيء من التفصيل في الجزء التالي من البحث •

### المطلب الثاني : رأى الفقه في انواع الأسهم

كما ذكرنا من قبل فانه يمكن تصنيف الاسهم الى ثلاث فئات بحسب الاعتبار

(١) يوسف القرضاوى ، فقه الزكاة ج ١ مؤسسة الرسالة ، ط ٢ بيروت ١٩٧٢ ص ٥٢٩

(٢) محمود شلتوت ، الفتاوى دار الشروق ، ط ٨ جدة ١٩٧٥ ص ٣٥٥

(٣) محمد يوسف موسى ، الاسلام ومشكلاتنا الحاضرة ، ط ١٩٥٨ ، ص ٥٨ ، ص ٦٠

(٤) دار المال الاسلامي - عقد التأسيس - اغراض المؤسسة ، ص ١

الذي يتخذ أساساً للتمييز ، وعليه فسوف نناقش رأى الفقه فى أنواع الأسهم • بحسب تلك الاعتبارات وذلك على النحو التالى :-

- ١ - رأى الفقه فى أنواع الأسهم باعتبار شكلها القانونى •
  - ٢ - رأى الفقه فى أنواع الأسهم باعتبار طبيعة حصص الماهم •
  - ٣ - رأى الفقه فى أنواع الأسهم باعتبار الحقوق التى يمنحها السهم لمالكه •
- ١ - رأى الفقه فى أنواع الاسم باعتبار شكلها القانونى

ذكرنا أن الأسهم تنقسم باعتبار شكلها القانونى الى أسهم اسمية وأسهم لحاملها

#### أ - الأسهم الاسمية

وهى تلك التى يوضح فيها اسم مالكيها وتنتقل ملكيتها بنقل قيدها فى سجل الماهمين • وهذا النوع من الأسهم جائز شرعاً ، وذلك لأن الأصل أن الشريك الذى ساهم فى الشركة بتقديم حصة فيها هو الذى يملك السهم وله الحق فى ان تحمل المكوك المشبته لحصته اسمه • (١)

#### ب - الأسهم لحاملها •

وهى الأسهم التى لاتحمل اسم مالكيها ، ويحصل تداولها بالتسليم من يد الى يد دون الحاجة الى اثبات التنازل فى دفاتر الشركة • ويرى البعض ان هذا النوع من الأسهم لايمسح اصداره شرعاً للأسباب الاربعة التالية :-

- ١ - جهالة المُشتركِ التى قد تؤدى الى أن يكون الماهم فاقد الأهلية ، وفاقد الأهلية لايمسح اشتراكه بنفسه ، جاء فى المادة ١٣٢٠ من مجلة الأحكام العدلية " يُشترط على العموم فى الشركة أن يكون الشركاء عاقلين ومميزين " (٢)

(١) الخياط ، الشركات ج ٢ المرجع السابق ص ٢٢٠

(٢) على حيدر - دور السكام شرح مجلة الأحكام ، ج ٣ مكتبة النهضة ببيروت بغداد ص ٢٦٦

٢ - ان هذا الشكل يؤدي الى اضعاف الحقوق ، فاذا سرقت هذا المكوك أو غصبت أو فقدت ،

فان حاملها يكون مالكا لها وفي هذا تضييع لحقوق الأفراد وايقاع للضرر بهم .

٣ - ان هذا الشكل يقضي الى النزاع والخصومة ، وما أفضى الى ذلك يمتنع شرعا لأن درء

المفسدة مقدم على جلب المصلحة (١) .

ونرى ان مثل هذه المخاطر موجودة في هذا الشكل ، وتؤدي الى الحكم بعدم صحته ، الا أنه

اذا طُوِّرَ وَعَدِلَ بصورة تزول معها هذه المخاطر أو تخف كثيرا ، واذا ما أُحِيطَ بالضمانات

الكافية يمكن النظر اليها فقهيًا نظرة أخرى . وعلى سبيل المثال يمكن ان يكون التطوير

الذي يطراً في شكل السهم كما يلي:-

أ - لايفتبر التداول ولايتم الا في مكاتب الشركة وبعد تسجيل اسم المالك الجديد

والتأكد من توفر الشروط المطلوبة فيه .

ب - أن يكتب عليها لآمر وتداول بطريق التطهير مع الاحتفاظ لمجلس الادارة

بالحق في رفض أي شريك غير مستوف للشروط ، مع تحمل المظهر مسؤولية أي اخلال

بقواعد التداول .

الا أن البعض قد يرى أن هذه الشروط تقرب السهم الى الشكل الأول الاسمي

وتفقدته ميزة انه لحامله .

والمعمول به في أسواق الأوراق المالية بمصر حماية لماحب السهم لحامله أنهه

اذا فقدته يخطر الشركة المصدرة له ، والتي بدورها تبلغ ادارة سوق الاوراق المالية بذلك

والتي تقرر وقف تداول الأسهم . (٢)

(١) الخياط ، الشركات ، ج ٢ المرجع السابق ص ٢٢١

(٢) على شلبي ، بورصة الأوراق المالية ، المرجع السابق ، ص ١٢٨

وكما ذكرنا فان بعض التشريعات الوضعية كالتشريع السوري والمصري والكويتي

تحظر اصدار الأسهم لحاملها .(١)

٢ - رأى الفقه فى انواع الاسهم باعتبار طبيعة حصة المساهم

كما أشرنا من قبل فان الأسهم باعتبار طبيعة حصة المساهم تنقسم الى اسهم نقدية

وأسهم عينية وحمص تأسيس .

أ - الأسهم النقدية

وهى تلك الأسهم التى تمثل حمصا نقدية فى رأسمال الشركة ، وقد أجمع الفقهاء على جواز جعل الحصة المقدمة فى رأس مال الشركة من النقدين " الذهب والفضة " وهو الأصل (٢)

كما تفصّل العلماء المعامرون على أن الورق النقدى المتداول اليوم يُعدّ فى حكم النقدين ، جاء فى المجلة " المحكوكات النحاسية الرائجة معدودة عرفاهن النقود ، وذلك لانها ائمان اصطلاحا فتأخذ حكم النقود " (٣) أى أن الأمر موكول الى العرف والعرف السائد يقضى بأن الأوراق النقدية التى تصدرها الدولة تعدّ بدلا عن النقدين ، كما جاء ضمن فتاوى مجلس المجمع الفقهي " يُعتبر الورق النقدى نقدا قائما بذاته كقيام النقدية فى الذهب والفضة وغيرهما من الأثمان ويجوز جعله رأس مال فى بيع السلم والشركات (٤) .

(١) أبو زيد رضوان ، الشركات التجارية ، المرجع السابق ، ص ٤٠٨

(٢) ابن قدامة ، المغنى ج ٥ ، دار المنار - القاهرة ، ط ٣ ص ١٣

(٣) على حيدر ، درر الحكام شرح مجلة الأحكام ج ٣ ، المرجع السابق ص ٣٢٢

(٤) مقررات مجلس المجمع الفقهي الاسلامى لرابطة العالم الاسلامى ، منشورات رابطة

العالم الاسلامى ١٩٨٥ م ص ص ٩٦ ، ٩٧

- عبد الله بن منيع ، الورق النقدى ، مطابع الرياض ط ١ ١٩٧١ ص ١٦٦

### ب - الأسهم العينية

تمثل الأسهم العينية أموالا غير نقدية كأن تكون عقارا أو منقولا مثليا أو قيميا أو حقا معنويا . . . الخ ويعبر الفقهاء عن الاشتراك بالحصة العينية بالاشتراك بالعروض (١)، ولقد اختلفوا في جواز ذلك ، فذهب المالكية وفي إحدى الروايتين عن أحمد أنه يصح الاشتراك بالعروض مقومة ، (٢) ويرى الأحناف وفي ظاهر مذهب الحنابلة أنه لا يصح الشركة بالعروض مطلقا لأن الربح والخسارة في العروض قد تظهر قبل التصرف فيها ، كما ان قيمتها غير متحققة التدرج فيفضى الى التنازع . (٣) ويرى الشافعية ومحمد بن الحسن من الأحناف أنه تصح الشركة في المثليات من العروض وذلك لأن المثلى اذا اختلط بجنسه ارتفع معه التمييز فأشبهه بالنقدين . (٤)

ولعل تطور المعاملات الاقتصادية وظهور دور النقود كوسيط للتبادل ومقياس للقيم قد قضى على ثمرة الخلاف في هذه المسألة ، وجعل الخلاف شكليا الى حد ما ، فالواقع يؤكد أن معظم المشاركات صارت تُنجز وفق الحصص النقدية ، كما ان ماتقتضى الظروف أن يكون عينا توجب معايير دقيقة لتقويمه بالنقد تقريبا يرفع التمييز بين أنواع الحصص المقدمة تماما ويقطع المنازعة ، ويجعل الحصة العينية تحت ضمان الشركة بمجرد تقديمها . وعليه فيجوز تقديم الحصة العينية طالما يمكن معاينتها وتقويمها تقريبا محييا في صورة نقدية وعندها تؤول الحصص العينية الى حصص نقدية .

(١) صالح المرزوقي ، شركات المساهمة ، المرجع السابق ، ص ٩٧ وما بعدها

(٢) الخرشى على مختصر خليل ج ٦ ، دار صادر بيروت ، ص ٤٠

(٣) ابن الهمام ، شرح فتح القدير ج ٥ ، دار صادر للطباعة والنشر بيروت ط ١ ١٣١٦ هـ ص ١٤

- ابن قدامة ، المغنى ج ٥ ، المرجع السابق ص ١٣ .

(٤) ابن الهمام ، فتح القدير ج ٥ ، المرجع السابق ص ١٧

- الشربيني ، مغنى المحتاج ج ٢ ، شركة مطبى البابى الحلبي وأولاده مصر ١٩٥٨ ص ٢١٣

٢ - رأى الفقه فى أنواع الاسهم باعتبار نوع الحقوق التى يمنحها السهم لمالكه

أشرنا من قبل الى ان الاسهم تنقسم باعتبار نوع الحقوق التى تمنحها لمالكها

الى اسهم عادية وأسهم ممتازة .

أ - الاسهم العادية :

وهى تلك الاسهم التى ترتب على مالكيها التزامات وحقوق متناسبة مع نسبة مساهمته فى رأسمال الشركة ، دون ان يتمتع بزيادة اى حق ، او يلتزم بأى التزام زائد ، وليس فى ابحاثها اى تردد ، لان الاسهم انما تمثل حصة الشريك فى الشركة ابتداءً وانتهاءً . وهذه الحصة هى التى تعطى صاحبها الحق فى الربح وفى موجودات الشركة (١) ، وفى اموالها . ومادامت متساوية القيمة فان الاصل ان تمنح المساهمين حقوقا والتزامات متساوية .

ب - الاسهم الممتازة .

هى تلك الاسهم التى تخول لاصحابها مزايا اكثر من تلك التى تخولها الاسهم العادية، والامتياز فيها على انواع ، منه ما نرى عدم جوازه ومنه ما نرى جوازه ، والامتياز غير الجائز على ثلاثة انواع هى : -

(١) ان تتوفى بعض الاسهم فائدة سنوية محسوبة كنسبة مئوية من رأس المال المدفوع

(١) الخياط ، الشركات ج ٢ ، المرجع السابق ص ٢٢٠ .

سواءً ربحت الشركة أم خسرت ، وهذا بالطبع يحيلها إلى سندات ونحن نرى كما سنوضح حرمة السندات ، أو أن تختص بحصة في شكل نسبة مئوية من الأرباح تتوفىها أولاً ثم تسوزع باقى الأرباح على الأسهم جميعاً بما فيها الأسهم الممتازة .

وهذا الامتياز غير جائز باجماع الفقهاء ، وذلك لأن الأسهم متساوية وليس لأصحاب الأسهم الممتازة زيادة مال أو عمل أو ضمان يستحقون به هذه الزيادة .

جاء في فتح القدير (( أنه متى جُعل نصيب أحد الشركاء دراهم معلومة ، أو أن يجعل لنفسه جزءاً من عشرة بطلت الشركة )) (١)

كما جاء في الخرشى ((تفقد الشركة إذا وقعت بشرط التفاوت في الربح )) (٢) وفى منتهى الإرادات (( لا تصح الشركة أن شرط لبعضهم جزء مجهول أو دراهم معلومة )) (٣) وجاء فى المجموع (( إذا شرط التفاؤل فى الربح والخسارة مع تساوى المالىين لم يصح العقد لأنه شرط ينافى مقتضى الشركة )) (٤) كما يحتوى هذا الامتياز كذلك على ظلم وضرر يقع على باقى المساهمين والشرع يمنع من ذلك .

(٢) امتياز يقضى بحق اصحاب الأسهم الممتازة فى استرجاع قيمة أسهمهم بكاملها عند التصفية وقبل إجراء القسمة بين الشركاء . وهذا الامتياز غير جائز لثلاثة اسباب :-

الاول : الشركة تقوم على المخاطرة فاما ربح او خسارة فاذا ضمن لأصحاب هذه الأسهم حقوق استرجاع قيمتها كان ذلك منافياً لمعنى الشركة ، (٥) ومناقضاً لقول الرسول صلى

الله عليه وسلم (( الخساراج بالضمآن )) (٦)

(١) ابن الهمام ، فتح القدير ج٥ ، دار احياء التراث العربى بيروت ص٤٠٢

(٢) الخرشى على مختصر خليل ، ج٦ دار صادر ص٤٥

(٣) ابن النجار ، منتهى الإيرادات ، القسم الاول تحقيق عبد الغنى عبد الخالق مكتبة دار العروبة ، القاهرة ص٤٥٦

(٤) النووى ، المجموع شرح المصنوب ج١٤ دار الفكر ص٢١

(٥) الخياط ، الشركات ج٢ ، المرجع السابق ص٢٢٢

(٦) الحديث عن عائشة رضى الله عنها رواه الخمسة وضعفه البخارى لان فيه مسلم بن خالد الزنجي - ابن حجر ، سبل السلام ج٢ ، المكتبة التجارية الكبرى مصر ط٤ ص ٢٥١ ، ٢٥٢ .

الثاني : إذا ما خسرت الشركة يوء دى هذا الامتياز الى ان يتحمل اصحاب الاسهم العاديه وحدهم  
 ===== دون اصحاب الاسهم الممتازة ، وهو شرط غير صحيح فى جميع المذاهب الفقهيّة

والتي تقرر ان اقتسام الخسارة يكون على قدر راس المال وتمنع التفاوت فى ذلك ، جاء فى  
 الميسوط (( الوضيعة بينهما على قدر رء ووس اموالهما واشتراطهما غير ذلك باطل<sup>(١)</sup> ))  
 وجاء فى حاشية الدسوقي (( اذا حصل فى مال الشركة ربح أو خسارة فانه يقضى بين الشريكين  
 وجوبا على قدر الماليين )) (٢) وهو رأى الشافعية (٣) .

الثالث : لا يخفى ما فى هذا الامتياز من ظلم لباقي المساهمين وأكل لاموالهم بالباطل ، فضلا  
 عما به من غرر لاصحاب الاسهم الممتازة فقد لا تتمكن الشركة من جراء ما تصاب به من خائر  
 استرجاع قيمة اسهمهم كاملة .

(٣) ان يكون الامتياز بمنح بعض الاسهم اكثر من صوت فى الجمعية العمومية ، وهو امتياز غير  
 جائز شرعا لان المفروض تساوى الشركاء فى كافة الحقوق ومنها تمتع الاسهم بحقوق تصويتية  
 واحدة (٤) .

أما الامتياز الجائز شرعا ، فهو اعطاء امتياز لاصحاب الاسهم القدامي بأن يكون  
 لهم حق الاولوية فى الاكتتاب فى الاسهم الجديدة ، لانهم الشركاء الاولون وهم اولى من غيرهم  
 بأن تظل الشركة منحصرة فيهم ، بل ولا يصح أصلا ان تصدر اسهم جديدة الا بموافقتهم فى  
 الجمعية العمومية (٥) .

ويجدر بنا ونحن نختم الحديث عن انواع الاسهم أن نتعرض لما يسمى بسهم التمتع وهو  
 - كما ذكرنا - الملك الذى يتسلمه المساهم عند استهلاك قيمة سهمه ولما لكة بموجبه حق

(١) السرخسى ، الميسوط ج١ ص١٥١ - المعرفة للطباعة والنشر بيروت ط٢ ، ص ١٥٦ ، ١٥٧

(٢) حاشية الدسوقي عل الشرح الكبير ، ج٢ دار الفكر بيروت ص ٣١٨ .

(٣) مغنى المحتاج ج٢ ، المرجع السابق ، ص ٢١٥ .

(٤) محمد صالح بك ، شركات المساهمة ، مطبعة جامعة فوء اد الاول ١٩٤٩ ص ١٤٠ .

(٥) الخياط ، الشركات ج٢ ، المرجع السابق ، ص ٢٢٤ .



متأخر في ارباح الشركة وموجوداتها .  
 ونرى أن يعطى المساهم عند تحديد قيمة اسهمه ، القيمة الحقيقية لها ، وبذلك تكسبون  
 صلته بالشركة قد انتهت ، وليس له حق متأخر في ارباح الشركة وموجوداتها . ونرى انه لا يجوز  
 شرعا اصدار سهم التمتع اذ أن المساهم يكون قد استوفى من الاموال ما يواوى حمته (١) .

### المطلب الثالث : رأى الفقه فى تداول الاسهم بالبيع والشراء

أشرنا فيما سبق الى انه من الخصائص الجوهرية للاسهم هو قابليتها للتداول بالطرق  
 التجارية (٢) . وهو أمر جرى عليه العرف التجارى ، واقتضته طبيعة النشاط الاقتصادي،  
 ويحقق مصلحة للشركة تتمثل فى استمرارها وبقائها وعدم تعرضها للزعزعة والاضطراب كلما  
 أراد أحد الشركاء أن يخرج من الشركة او توفى شريك أو حجر عليه (٣) . ومن فوائد هذا  
 التداول ايضا أن الاموال الموظفة فى اصول ثابتة - الات ومبانى وأراضى - تصبح بفضل هذا  
 التداول اموالا سائلة كليا أو جزئيا فى أى وقت ، دون الحاجة الى تصفية هذه الاصول الثابتة (٤)  
 ونرى صحة هذا التداول شرعا تحقيقا لتلك المصالح خاصة وأن أسهم المساهم فى الشركة هي  
 ملك خاص له دون غيره ومن حق المالك التصرف فى ملكه بما يشاء مالم يترتب على هذا التصرف  
 ضرر باخرين لا سيما وان هذا الحق مشروط فى نظام الشركات ، وجرى عليه العرف ولا يصادم  
 نصا من كتاب او سنة (٥) .  
 والسهم - كما - أشرنا - ما هو الا ملك يدل على قيمة حصة المساهم . وقد اجاز فقهاء الاحناف

(١) لتفصيل أكثر بشأن أسهم التمتع انظر :-

• صالح المرزوقى ، شركات المساهمة ، المرجع السابق ، ص ٣٦٧ وما بعدها .

(٢) انظر ص ٣١ من هذا البحث .

(٣) الخياط ، الشركات ج ٢ ، المرجع السابق ص ٢١٠ .

(٤) على عبد الرسول ، المبادئ الاقتصادية فى الاسلام ، دار الفكر العربى ١٢٨ ص ١٨٨ .

(٥) صالح المرزوقى ، شركات المساهمة ، المرجع السابق ص ٣٤٧ .

بيع الشريك لحمته من شريكه أو أجنبي ، جاء في شرح فتح القدير ((يجوز بيع أحدهما نصيبه من شريكه في جميع الصور ، ومن غير شريكه الا في صورة الخلط والاختلاط فانه لا يجوز الا باذنه )) (١) وجاء في رد المحتار (( اذا باع أحد الشريكين في البناء أو الغراس حمته من أجنبي يجوز وكذا من الشريك )) (٢) اذا لم يقع ضرر لاحد الطرفين بالقلع والهدم . واشتروا لسحة البيع اذن الشريك ، وهذا الاذن منصوص عليه في عقد تاسيس الشركة ، وراعوا كذلك عدم وقوع ضرر على أى من الشركاء وهو ما تراعيه باستمرار الانظمة المسؤولة عن تداول الاوراق المالية .

ونص فقهاء الشافعية والحنابلة على صحة بيع الشريك لحمته ، جاء في المجموع رواية عن جابر بن عبد الله انه صلى الله عليه وسلم قال (( من كان له شريك في ربيع أو حائط فلا يبيعه حتى يوء ذن شريكه )) (٣) .

كما جاء في مجلة الاحكام الشرعية مادة ١٨٣٦ (( يصح لاحد الشريكين شراء حصة شريكه )) (٤) . وذلك لانه يشتري ملك غيره ، ويتخرج عليه جواز بيعه حصته من غيره برضاه .

وجاء في صحيح مسلم (( عن جابر قال : قال رسول الله صلى الله عليه وسلم : - من كان له شريك

(١) ابن الهمام ، شرح فتح القدير ج ٥ دار صادر بيروت ط ١٣١٦ هـ ص ٤ .

(٢) ابن عابدين ، حاشية رد المحتار ج ٤ مكتبة ومطبعة مطفى الباب الحلبي ط ١٩٦٢ ص ٣٠١ .

- وانظر - ابن نجيم ، البحر الرائق ج ٥ دار المعرفة بيروت ط ٢ ص ٣١٣ .

(٣) الترمذى ، الجامع الصحيح ج ٣ ، تحقيق محمد فوء اد عبد الباقي كتاب البيوع ، باب ما

جاء في أرض المشترك يريد بعضهم بيع نصيبه حديث رقم ١٣١٢ دار الكتب العلمية بيروت ،

ص ص ٦٠٣ ، ٦٠٤ .- انظر النووي ، المجموع شرح المذهب ج ١٢ ، الناشر زكريا على

يوسف ص ٥٠٦

(٤) احمد بن عبد الله القارى ، مجلة الاحكام الشرعية ، تحقيق د . عبد الوهاب ابو سليمان

د . محمد ابراهيم على ، مطبوعات تهامة ، ط ١ ١٩٨١ م ص ٥٥١ .

- في ريعه أو دخل فليس له ان يبيع حتى يوء ذن شريكه ، فان رضى اخذه وان كره ترك )) (١) .
- ورغم وضوح الروء يا حول جواز صحة بيع المساهم لحصته الى غيره وهو مانعنيه بتداول الاوراق المالية الا ان البعض يرى عدم جواز ذلك للأسباب التالية : - (٢)
- ١ / اختلاف قيمتها السوقية ارتفاعا وهبوطا ، الامر الذي يحمل معنى الذرر والجهاله خاصة وان المشتري لا يعلم قيمة السهم ناضاً .
- ٢ / ان الاسهم عبارة عن حصص نقدية غالبا ، وتداولها بالبيع والشراء فيه معنى شراء الدراهم بالدراهم ، فاذا تم متفاوتا فهو ربا .
- ويرد علي هاتين الدعوتين بما يلي :-
- ١ / ان تقلب القيمة السوقية ارتفاعا وهبوطا امر طبيعي لان رأس المال المدفوع قد استخدمته الشركة في شراء موجوداتها ، وهذه الموجودات اُتخدمت في أنشطة انتاجية قد تنجح فتقوى من مركز الشركة المالي ، وقد تفشل فيحدث العكس ، وفي كلتا الحالتين تتاثر القيمة الحقيقية (٣) للسهم فترتفع في حالة النجاح وتنخفض في حالة الفشل ولان القيمة الحقيقية للسهم تُعتبر مؤشرا موضوعيا للقيمة السوقية للسهم فان التقلب الطبيعي لاسعار الاسهم في سوق الاوراق المالية لا شيء فيه بل هو الأقرب الى ميزان العدالة وذلك لانه :
- (أ) - اذا نجحت الشركة في اعمالها فان المستثمرين بما يتوفر لهم من معلومات واحماء ات عن اداء الشركة ، وبما يملكونه من جهاز فنى قادر على رصد حركة السوق ، يقبلون على شراء اسهم الشركات الناجحة فترتفع قيمة اسهمها ، والعكس صحيح . (٤) .
- (ب) - اذا فرضنا ان الشركة صفت اعمالها في نفس الوقت الذي اراد فيه احدهم ان يبيع اسهمه

---

(١) مسلم ، صحيح مسلم بشرح النووي ج٣ ، باب المساقاة ، ص ١٢٢٩ .

(٢) انظر مثلا : - النبهاني ، النظام الاقتصادي في الاسلام ، ط٢ القدس ١٩٥٢ م ص ١٤٢ وما بعدها - غريب الجمال ، النشاط الاقتصادي في ضوء الشريعة الاسلامية دار صادر بيروت ص ٩٩ .

(٣) القيمة الحقيقية للسهم هي ذلك النصيب الذي يستحقه السهم في صافي اموال الشركة القيمة السوقية للسهم هي قيمته عند عرضه للبيع في سوق الاوراق المالية القيمة الاسمية للسهم هي القيمة التي دفعها المكتتب وصدر بها السهم .

(٤) احمد محيي الدين ، عمل شركات الاستثمار في السوق العالمية ، المرجع السابق ، ص ١٦٦

لاخر ، فان القيمة الحقيقية للسهم تتخلف عن قيمته الاسمية ، فربما زادت عنها تبعا لنجاح الشركة ، وربما نقصت لعدم توفيق الشركة . (١)

كما أن الجهالة والغرر المفدان للمعاملة منتفیان هنا لان موقف الشركة ومركزها المالى وحساب ربحها وخسارتها وكثير من المعلومات الموعثرة على نشاطها تُعرض وتُنشر دوريا كما تقضى انظمة ولوائح أسواق الاوراق المالية بذلك منعا للجهالة والغرر ، ويتوافر على دراسة تلك المعلومات أخصائيون يحللون أصول الشركات وخصومها ويتنبأون بافاق مستقبلها، مما يعنى أن تقويم سهمها يكون الى حد كبير اقرب الى الواقع .

الا انه ينبغى ملاحظة ان حديثنا السابق ينصب على التقلب الطبيعى غير المفتعل للاسعار، اما اذا كان تقلب الاسعار نتيجة لعمليات احتكار للاوراق المالية واحداث معاملات وهمية مصطنعة وغيرها من صور المضاربة والتي سوف نشير اليها بتفصيل وافى ، (٢) فان المحاذير التي اشار اليها المانعون لتداول الاوراق المالية تكون حقيقة واقعة ، واذا ما أضحت اتجاها عاما لسوق ما فان التداول فيه يصبح غير جائز شرعا كما سنوضح لاحقا .

٢ / اما القول بان تداول الاوراق المالية يعنى شراء الدراهم بالدراهم فغير صحيح بيع السهم يعد مباحا لكونه بيعا لنصيب المساهم فى الشركة او جزءا منه مقابل اوراق نقدية . ويمكن أن يُقاس ذلك على باب المخارجه التي قال الفقهاء بمحتها والعمل بها ، جاء فى رد المحتار ((اذا اخرجت الورثة ادهم عن التركة وهى عرض أو عقار بمال أعطوه له ، أو اخرجوه عن تركته هى ذهب بفضه دفعوها له او العكس ، صح فى الكل للجنس بخلاف جنه ، قل ما أعطوه أو أكثر ، لكن بشرط التقابض فيما هو صرف )) (٣)

(١) الخياط ، الشركات ج٢ ، المرجع السابق ص٢١٦ .

(٢) انظر ص ٤٠١ من هذا البحث .

(٣) ابن عابدين ، حاشية رد المحتار ، ج٥ ، مطبعة مصطفي البابي الحلبي مصر ط٢ ١٩٦٦

وجاء في المدونه (( قلت : رأيت لو أن رجلا هلك وترك مالا دنانير أو دراهم وعروضا وأرضا وترك من الورثة امرأة وولدا، فصالح المرأة من حقها على مائة درهم جعلوها لها . قال : ان كانت الدراهم التي يعطونها المرأة من الدراهم التي تركت وهي قدر ميراثها أو أقل فلا بأس من ذلك )) (١) ولقد قال الفقهاء بصحة المخارجة والعمل بها في ورثة عبد الرحمن بن عوف فَيُعدّ اجماعا على جوازه في زمنهم (٢) .

والاصل في جواز التخارج ما روى عن محمد بن الحسن بن ابي يوسف عن حدثه عن عمر ابن دينار عن ابن عباس : ان احدى نساء عبد الرحمن بن عوف صالحوها على ثلاثة وثمانين الفا على ان اخرجوها من الميراث . وقال السرخي هي تماضر كان طلقها في مرضه فاختلفت الصحابة في ميراثها منه ، ثم صالحوها على الشطر . وكانت له اربعة نسوة واولاد فحظها ربع الثمن (( جزء من ٣٢ جزء من التركة )) فصالحوها على نصف ذلك وهو (( جزء من ٦٤ جزء )) وأخذت به الحساب ٨٣ الفا (( ٣ )) . والاعتبار بعموم المعنى لا بخصوص السبب ، والحكم في خروج الشخص بسهمه من الشركة ، كحكم خروج الوارث بسهمه من الشركة سواء وقع بلفظ الملح أو البيع (٤) .  
ومن الآراء التي يمكن الاستئناس بها ونحن نقر شرعية التعامل بالاسهم بيعا وشراء الآراء التالية :-

يقول القرضاوى (( اصدار الاسهم وملكيته وبيعها وشراؤها والتعامل بها حلال لا حرج فيه ))<sup>(٥)</sup>

(١) الامام مالك ، المدونة الكبرى ، ج٤ دار صادر بيروت ص ٣٦٢ - ٣٦٤ .

(٢) غريب الجمال ، النشاط الاقتصادي في ضوء الشريعة الاسلامية المرجع السابق ، ص ٩٩

(٣) قاضى زاده ، تكملة شرح فتح القدير ج ٧ ، المطبعة الاميرية الكبرى بولاق ط ١٩١٧

ص ٥٢

(٤) احمد محيى الدين عمل شركات الاستثمار الاسلامية في السوق العالمية ، المرجع السابق

ص ص ١٦٦ - ١٦٧

(٥) يوسف القرضاوى ، فقه الزكاة ج ١ ، المرجع السابق ص ٥٢٨ .

كما جاء من ضمن قرارات الموء تمر الثاني لمجمع البحوث العلمية الاسلامية بالازهر  
( ان اتخذت الاسهم للتجارة تجب عليها الزكاة بنسبة ٢٥ ٪ من قيمتها وهي نسبة

الزكاة في المال المدخر )) (١) .

وجاء ضمن قرارات مجلس المجمع الفقهي الاسلامي ((ان العقود العاجلة على اسهم الشركات  
والموء سات حين تكون تلك الاسهم في ملك البائع جائزة شرعا ما لم يكم موضوع تعامل  
تلك الشركات والموء سات محرما )) (٢) .

والان وبعد ان خلمنا الى صحة تداول الاسهم بيعا وشراء فما موقف الفقه الاسلامي من القيود  
القانونية والاتفاقية التي ترد على حق المساهمين في تداول اسهمهم وهي على سبيل المثال :-

١ - عدم قابلية اسهم الموء سمين للتداول لفترة تحددها التشريعات المحلية .

٢ - عدم قابلية اسهم المكتتبين للتداول في سوق الاوراق المالية الا بعد صدور اول ميزانية  
سنوية للشركة .

٣ : عدم قابلية السهم للبيع قبل الوفاء بقيمته كاملة .

٤ - عدم قابلية أعضاء مجلس ادارة الشركة للتداول طيلة فترة بقاء هم في مناصبهم ؟

اجابة على هذا التساؤل نقول وبصفة عامة انه يجوز تقييد حرية تداول الاسهم ، اذ انه لولى  
الامر الحق في تقييد المباح اذ رأى في ذلك القيد رفع مفسدة وجلب مصلحة ، كما ان هذا  
التقييد اذا ماكان في عقد الشركة أو في نظامها الاساسي فهو اتفاق عن تراض يبيحه الشرع (٣)  
لقول رسول الله صلى الله عليه وسلم (( المسلمون عند شروطهم فيما أحل )) (٤) .

---

(١) مجلد الموء تمر المذكور ص ١٨٣ - نقلا عن محمد عبد المنعم خفاجي ، الاسلام ونظريته

الاقتصادية ، دار الكتاب اللبناني ط ١ ١٩٧٣ ص ١٨٧ .

(٢) قرارات مجلس المجمع الفقهي الاسلامي ، المرجع السابق ص ١٢٣ .

(٣) الخياط ، الشركات ج٢ ، المرجع السابق ص ٢١٧ .

(٤) البخاري ، صحيح البخاري ، كتاب الاجاره ، باب أجرة السمره رقم ١٤ ، دار القلم بيروت

وإذا ماتأملنا القيود التي ترد على حرية تداول الاوراق المالية نجد انها تستهدف الاتي :-  
١ / يستهدف القيد الوارد على تداول أسهم الموء سبن حماية المتعاملين مع الشركة من  
المستثمرين الجدد من التغرير الدعائى غير المتند الى المركز المالى الحقيقى للشركة  
وجدواها الاقتصادية ، والى تسلافي قيام شركات غير جادة يتخلص موء سبوا من اسهمها بنقل  
ملكيتها الى اخرين .

٢ / يستهدف القيد الوارد على تداول اسهم اعضاء مجلس الادارة ضمان حسن الادارة وحماية  
الماهمين من تصرفاتهم الضارة وحماية دائنى الشركة .

٣ / يستهدف القيد الوارد على تداول اسهم المكتتبين خلال مدة معينة منع المضاربات على  
تموجات اسعار الاسهم وتأسيس الشركات الوهمية .  
وبصفة عامة فان هذه القيود وغيرها جائزة طالما قيد منها المحافظة على استقرار السوق  
وحقوق المتعاملين والى الدرجة التى تحقق هذه المقاصد ، ولا نقر بالطبع ان ننشأ قيود تمنع  
مالك السهم من التصرف فيه بصورة مطلقة .

المطلب الرابع : رأى الفقه فى مشاركة غير المسلمين

=====  
قد يتعدى الاستثمار فى الاسهم النطاق المحلى الى أسواق الاسهم العالمية ،  
وقد يلجأ بعض المستثمرين غير المسلمين الى أسواق الاوراق المالية فى العالم الاسلامى ،  
ويعنى ذلك ان المسلمين قد يشاركون غيرهم ، فما حكم هذه المشاركة شرعا ؟  
ونتناول فيما يلى اراء المذاهب الفقهية فى هذه المسألة .

أولا : الفقه الحنفى

يرى الاحناف ان شركة العنان جائزة بين الذمى والمسلم لان عقودهما نافذة ، ولانها تنعقد  
على الوكالة دون الكفالة ، (١)

(١) الكاسانى ، بدائع الصنائع ج ٦ ، دار الكتاب العربى ببيروت ط٢ ١٩٧٤ ص ٦١

ويكرهون للمسلم ان يشارك الذمي لانه يباشر عقودا لاتجوز في الاسلام ، يقول ابن نجيم  
(( تجوز للتساوي بينهما في الوكاله ، الا انها تكره لان الذمي لا يهتدى الى الجائز ممن  
العقود )) (١) . وجاء في فتح القدير (( تجوز لان شركة العنان لا يشترط فيها اهليه الكفالة  
فتصح ممن لا تصح كفالته ، الا انها تُكره لان الذمي لا يهتدى الى الجائز من العقود ولا يحترز  
من الربا فيكون سببا لوقوع المسلم في اكل الحرام )) (٢) .

ثانيا : الفقه المالكي

=====

اشترط المالكية لجواز مشاركة المسلم لغيره ان يكون التصرف بيد المسلم والا يخلو غير  
المسلم بالمال ، جاء في المدونة (( قلت : هل تصح شركة النصراني والمسلم واليهودي في  
قول مالك ؟ قال لا ، الا ان يكون لا يُغيب النصراني واليهودي على شيء في شراء أو بيع  
ولا قبض ولا صرف ولا تقاضي دين الا بحضرة المسلم معهم ، فاذا كان يفعل هذا الذي وصفت لك  
والا فلا )) (٣) .

ويرى بعض المالكية جواز الشركة بين المسلم والذمي مع الكراهة ، وشأن الذمي هذا شأن المتهم  
في دينه من المسلمين ، ولقد نقل الحطاب عن ابي حبيب قوله (( لا ينبغي للحافظ على دينه ان يشارك  
يهوديا ولا نصرانيا ولا مسلما فاجرا الا ان يكون هو الذي يتولى البيع والشراء ، وانما للاخر  
فيه البطش والعمل )) (٤)

(١) ابن نجيم ، البحر الرائق ج٥ ، المرجع السابق ص ٤٨٣

(٢) ابن الهمام ، شرح فتح القدير ج٥ دار صادر بيروت ط١٣١٦هـ ص ٨

(٣) الامام مالك ، المدونة ج٥ الحلبي وشركاه للنشر والتوزيع ص ٢٠

(٤) الحطاب ، مواهب الجليل شرح مختصر خليل ، ج٥ مكتبة النجاح ليبيا ، ص ١١٩ .



ثالثا : الفقه الشافعي

يرى الشافعية كراهة ان يشارك المسلم غيره ، جاء في المجموع (( يكره أن يشارك المسلم الكافر لما روى ابو حمزة عن ابن عباس رضى الله عنه انه قال : لا تشاركن يهوديا ولا نصرانيا ولا مجوسيا ، قلت لم ؟ قال لانهم يربون والربا لا يحل )) (١) . كما جاء في مغنى المحتاج (( ويكره مشاركة الكافر ومن لا يحترز عن الربا ونحوه وان كان المتصرف مشاركهما لما فى أموالهما من الشبهة )) (٢) .

رابعا : الفقه الحنبلي

يرى الحنابلة جواز مشاركة غير المسلم مع الكراهة ان كان المسلم لا يلى التصرف جاء فى شرح منتهى الارادات (( تكره شركة المسلم مع الكافر لانه لا يأمن معاملته بالربا وبيع الخمر ولا تكره الشركة مع كتابي لا يلى التصرف بل يليه المسلم لحديث الخلال عن عطاء قال : (( نهى رسول الله صلى الله عليه وسلم عن مشاركة اليهودى والنصرانى الا ان يكون الشراء والبيع بيد المسلم )) . ولا نتفاء المحذور بتولى المسلم التصرف )) (٣) .  
وبعد أن بسطنا أقوال المذاهب الفقهية فى هذه المسألة يمكن استنتاج ما يلى : -

(١) النووى ، المجموع شرح المذهب ج١٣ ، الناشر زكريا على يوسف ص ٥٠٤ . الحديث رواه ابو داود وسكت عنه ورواه الحاكم وصححه وأعله ابن القطان بالجهد بحال سعيد بن الحبان وأعله كذلك بالارسال فلم يذكر ابا هريره . جاء فى المغنى ج٥ ص٢ ((قول ابن عباس قول واحد من صحابه لم يثبت انشاره بينهم ولا يحتجون به ))

(٢) الشريبنى ، مغنى المحتاج ج٢ ، دار الفكر بيروت ، ص ٢١٣ .

(٣) البهوتى شرح منتهى الارادات ج ٢ ، مطبعة انصار السنة المحمدية ١٩٤٧ ، ص ٣١٩ ، ٣٢٠ .

١ - ان مبدأ المعاملة المالية مع غير المسلمين جائز (١) وتدلل على هذا القول

بعدد من الشواهد هي :-

- أ - ما روى عن عمر رضي الله عنهما ان رسول الله صلى الله عليه وسلم اعطى خيبر اليهود على ان يعملوها ويزرعوها ولهم شطر ما يخرج منها (( (٢) .
- ب - قضى القاضي شريح بالشفعة لذمي على مسلم ، وكتب الى عمر رضي الله عنه بذلك فأجازه فكان ذلك بمحضر من الصحابة فيكون اجماعا (٣) .
- ج - قرر الفقهاء في باب البيوع ان اسلام العاقد ليس بشرط لاتعقاد البيع ولا لصحته فيجوز بيع الكافر وشراؤه . (٤) وكذلك قالوا في باب المضاربة : لا يشترط اسلام المضارب او رب المال فتصح المضاربة بين اهل الذمة ، كما تصح بين المسلم والذمي والمتأمن (٥)

---

(١) انظر : عبد الكريم زيدان ، احكام الذميين والمستأمنين في دار الاسلام

منشورات جامعة بغداد ط ٢ ١٩٧٦ ص ٥٥٥ وما بعدها .

(٢) ابن حجر ، فتح الباري بشرح البخاري ج ٥ ، مكتبة ومطبعة مصطفى البابي الحلبي ، القاهرة ١٩٥٩ ، ص ٤١٢

(٣) الكاساني ، بدائع الصنائع ج ٥ ، دار الكتاب العربي بيروت ط ٢ ١٩٧٤ ص ١٦ .

(٤) المرجع السابق مباشرة ص ١٢٥

- وانظر ابن رشد ، المقدمات ، دار صادر بيروت ص ٦١٣ - ٦١٥ .

(٥) الكاساني ، بدائع الصنائع ج ٦ ، المرجع السابق ، ص ٨١ .

- قد يقول البعض ان اموالهم غير طيبة وهو قول غير صحيح لان النبي صلى الله عليه وسلم

عاملهم ورهن درعه عند يهودي على شعير اخذه لاهله ، واستضافه يهودي على خبز وادام

ولا ياكل النبي صلى الله عليه وسلم ما ليس بطيب .

- انظر ابن قدامة المغني ج ٥ ، دار المنار - القاهرة ط ٣ ص ٢ .

٢ - انه عند تتبع اراء المذاهب الفقهية ظهر لنا مايلى :-

أ - أنهم يكرهون مشاركة غير المسلم لانه لا يوء من تعامله بالربا والخمر وغيرهما مسن  
المعاملات غير المشروعة .

ب - انهم يجيزون هذه المشاركة اذا خلت من تلك المعاملات غير المشروعة ، أو اذا كان التصرف  
بيد المسلم الذي يغلب عليه احتمال البعد عن المعاملات المحظورة .

وبذلك فان تحديد القضية عندهم يبنى على أساس وجود العلة وهي المعاملات المحظورة شرعا،  
وليس على اسلام العاقد من عدمه ، والحكم يدور مع العلة وجودا وعدما .

وعليه فنحن نرى صحة مشاركة المسلم لغير المسلم ، ولا نحكم على هذه المشاركة بالفساد  
والبطلان الا اذا تناولت مشاركاتهم معاملات غير جائزة ، وهو أمر يستوى فيه المسلم وغير

المسلم - (١) ونعضد روء يتنا هذه بايراد القول التالي لابن حزم (( ان مشاركة المسلم للذمي  
جائزة ولا يحل للذمي من البيع والتصرف الا ما يحل للمسلم ، لانه لم يات قرآن ولا سنة بالمنع

من ذلك . انا ندرى انهم يستحلون الحرام كما أن في المسلمين من لا يبالي من اين اخذ المال  
الا ان معاملة الجميع جائزة مالم نوقن حراما فاذا ايقناه حرم أخذه من كافر أو مسلم )) (٢) .

كما جاء في دليل دار المال الاسلامي (( من ضمن أهداف دار المال الاسلامي توفير

أسس اسلامية مقبولة للتعاون الاستثماري الكامل مع غير المسلمين بما لا يخالف ما  
جاء في التشريع الاسلامي )) (٣) .

ويجدر أن نشير اخيرا الى أن ولاية التصرف الى جانب الادارة تعنى في مفهومنا المعاصر تحديد  
مجالات عمل الشركة وأنشطتها الاستثمارية في نظامها الاساسي وعقد تأسيسها ، وتراقب

---

(١) أحمد محيي الدين ، عمل شركات الاستثمار الاسلامية في السوق العالمية ، المرجع السابق

ص ص ١٧٢ ، ١٧٣

(٢) ابن حزم ، المحلى مجلده ، المكتب التجاري للطباعة والنشر والتوزيع ص ١٢٥

(٣) دار المال الاسلامي ، دليل دار المال الاسلامي ص ٢ .

الجمعية العامة التزام ادارة الشركة بذلك كما تحول كثير من اللوائح والقيود الادارية دون تحول عمل الشركة من نشاط لآخر

المطلب الخامس : رأى الفقه فى مشروعية الاسهم باعتبار نوع نشاط الشركة المصدرة لها

يقودنا تحرير قضية مدى جواز المساهمة مع غير المسلمين على النحو الذى ذكرنا ، أن نبدي رأيا واضحا حول مدى مشروعية أسهم الشركات باعتبار نوع النشاط الذى تزاوله تلك الشركات . ومن واقع معاملات وأنشطة الشركات القائمة اليوم يمكن تصنيفها الى :-

١ : شركات تقع كل عملياتها فى دائرة الحلال

٢ : شركات تقع عملياتها فى دائرة الحرام

٣ : شركات تقع فى دائرة الشبهات .

وسنتناول هذه الأنواع الثلاثة حسب التفصيل التالى : - (١)

١- شركات تقع كل عملياتها فى دائرة الحلال

هناك استثناء على جواز المساهمة فى شركات مناعية وزراعية وتجارية وخدمية تخلو عملياتها من أية محظور شرعى وتخضع للربح أو الخسارة حسب نتائج نشاطها، وهو الاصل فى المعاملات المالية بصفة عامة وفى الشركات بصفة خاصة .

٢- شركات تقع عملياتها فى دائرة الحرام

وهى مثل المصارف الربوية ومصانع الخمور والمراقص واماكن تنظيم البغاء والقمار ، ودور نشر الكتب والمجلات الجنسية وتلك التى تنشر ما يناقض عقيدة الاسلام

(١) انظر أحمد محيى الدين ، عمل شركات الاستثمار ، المرجع السابق ص ١٢٣ - ١٢٦ .

وفكره من شيوعية وعقائد فاسدة ، وذلك لان المسلم لا يثبت ملكه على مثل هذه الاشياء ،  
وهي ممنوعة بنصوص الكتاب والسنة واجماع فقهاء المسلمين ، وبعد الكسب منها كسبا محرما  
خبثاً .

يقول الجمل (( اصدار الاسهم وملكيتهاببيعها وشراؤها والتعامل بها حلال لا حرج فيه  
مالم يكن عمل الشركة التي تكونت من مجموع الاسهم معتمدا علي محظور كمناعة الخمور  
وبيعها والتجارة فيها ، أو كانت تتعامل بالفوائد الربوية اقراضا واقتراضا )) (١) .

### ٣ - شركات تقع في دائرة الشبهات

وأعنى بها تلك الشركات التي تنتج سلع وخدمات مشروعة مثل شركات الادوية  
والادوات الكهربائية والسيارات : الخ ولكن وجودها في بيئة رأسمالية قد يوء دي السى أن  
تمول عملياتها عن طريق الاقتراض الربوى أو توظف سيولتها الفاضلة توظيفاً ربوياً قصير  
الاجل ، أو الى أن يشوب عملياتها الاحتكار غير المشروع أو الغش في التعامل أو أنها  
تمد بخدماتها مشروعات محرمة كأن تمد مصانع الخمور بحاجتها من القوارير ٠٠٠ الخ  
وبالطبع فان التحقق من وجود أى من هذه المعاملات في أى من الشركات وان لم يكن ممنوماً  
عليه في قانونها الاساسى يجعل من المساهمة فيها أمراً محظوراً اذ ان الملحوظ كالمملفوظ .  
أما أن لم يُلحظ شيء من ذلك فلا حرج ، الا أن المسلم ينبغى له أن يتخير في مشاركاته  
ويتقى الشبهات خاصة وأن قرار الاستثمار قرار اختياري ويصدر عادة بعد دراسة عميقة . وبعد  
بذل الجهد في معرفة حقائق الامور يكفيه غلبة الظن لا اليقين ، لان التكاليف مطالب بما يغلب  
على ظنه ، جاء في المغنى : -

(( وما خفى امره فلم يعلم فالاصل اباحته وحله )) (٢) فان وقع بعد حرصه ومتابعته شئ فلا اثم عليه .

يقول تعالى (( ليس عليكم جناح فيما أخطأتم به ولكن ما تعمدت قلوبكم )) (٣) .

(١) غريب الجمل ، النشاط الاقتصادي في ضوء الشريعة الاسلامية ، دون ، صص ٢٣١ ، ٢٣٢ .  
وانظر بيت التمويل الكويتى ، الفتاوى الشرعية في المسائل الاقتصادية ط ١ ١٩٨١م ص ٩٩

(٢) ابن قدامه ، المغنى ج ٥ المرجع السابق ، ص ٤٠٤

(٣) سورة الاحزاب الآية (٥) .

المبحث الثاني

رأى الفقه فى اصدار وتداول السندات

عَرَفْنَا السندات - فيما سبق - بأنها مكوك قابلة للتداول وتتعلق بقرض طويل الاجل

وتعطى مالِكها الحقوق التالية :-

١ - حق الحصول على فوائد سنوية ثابتة تستوفى فى مواعيد محددة

٢ - استيفاء قيمتها عند حلول أجلها •

فاذا ما غَضْنَا الطرف - موء قتا - عن الفائدة الثابتة التى يتقاضاها أصحاب هذه السندات ، نجد

أده ينطبق على السندات من ناحية القصد تعريف القرض فى الفقه الاسلامى فى مختلف المذاهب

الفقهية ، حيث ينطبق عليها تعريف القرض فى المذهب الحنفى وهو (( ما تعطيه مسن

مثلى لتتقاضاه )) (١) • ويرى الرخى (( أن القرض موجه ملك المقبوض بعينه وثبت مثله

فى الذمة (٢) •

وينطبق عليها كذلك تعريف المالكية للقرض حيث عرفوه بأنه (( اعطاء منقول

من مثلى أو حيوان فى نظير عوض مماثل فى الذمة لنفع المعطى )) (٣) •

وكذلك تعريف الشافعية وهو (( تملك شيء على أن يُرد بدله )) (٤) •

(١) ابن عابدين ، حاشية رد المحتار ج ٥ ، مطبعة مصطفى البابى الحلبي القاهرة ط ٢ ١٩٦٦

ص ١٦١

(٢) الرخى ، المبوط ج ١٤ ، دار المعرفة للطباعة والنشر - بيروت ، ط ٢ ص ٣٢

(٣) احمد الصاوى ، بلغة السالك لا قرب المسالك ج ٢ ، المكتبة التجارية الكبرى - بيروت

ص ٩٧ و - ابن عرفة ، حاشية الدوقى على الشرح الكبير ج ٣ ، المكتبة التجارية الكبرى

بيروت ، ص ٢٠٠ •

(٤) الشريبنى ، مغنى المحتاج ج ٢ ، شركة ومطبعة مصطفى البابى الحلبي ، ط ١٩٥٨ ، ص ١١٧

وينطبق عليها أخيراً تعريف الحنابلة للقرض ، حيث عرفوه بأنه (( دفع مال ارفاقاً لمن ينتفع به ويرد بدله )) (١)

وبعد ان عرضنا تعريف السندات المتعامل بها في أسواق الاوراق المالية وبعد أن بيننا أن القصد منها هو اقراض مصدر السند ، وبعد أن عرضنا تعريف القرض في مختلف المذاهب الفقهية ، نرى أنه لا يجوز شرعاً اصدار السندات والتعامل بها بيعاً وشراءً لاسباب نوضحها بعد قليل .

وعليه فان المبحث يتكون من :-

المطلب الاول : الاسباب الداعية الى القول بعدم صحة اصدار وتداول السندات

المطلب الثانى : اقوال المبيحين لاصدار وتداول السندات ومناقشتها

المطلب الاول : الاسباب الداعية الى القول بعدم صحة اصدار وتداول السندات

---

نرى أنه لا يجوز اصدار وتداول السندات للاسباب التالية :-

أولاً : ينطبق عليها تعريف الربا في مختلف المذاهب الفقهية .

ثانياً : لاجماع العلماء والمذاهب الفقهية على منع الزيادة المشروطة على أصل القرض ، وهو منع مترتب على السبب الاول وقد فصلنا بينهما لاغراض الدراسة والتحليل .

ثالثاً : للدلالة من الكتاب والسنة والتي تمنع التعامل الربوى .

أولاً : انطبق تعريف الربا على التعامل بالسندات في مختلف المذاهب الفقهية

---

ينطبق تعريف الربا على التعامل بالسندات وفقاً لاقوال مختلف المذاهب الفقهية

فالأحناف يعرفون الربا بأنه (( فضل خالٍ عن العوض بمعيار شرعى مشروط لاحد المتعاقدين )) (١) ويعرفه المالكية بأنه الزيادة في الدين مقابل الاجل ، جاء في المقدمات (( قيل للمريى مرب للزيادة التي يزيدها في دينه لتأخيره الى أجل )) (٢) .

أما الحنابلة فيعرفونه بأنه (( الزيادة في أشياء مخصوصة )) (٣) . وأخيرا فان الشافعية يعرفون الربا بأنه (( عقد على عوض مخصوص غير معلوم التماثل فى معيار الشرع حال العقد أو مع تأخير في البديلين أو أحدهما )) (٤) .

فاذا ما استرجعنا تعريفنا السابق للسندات يتضح ان الفائدة المشروطة فى السند عبارة عن زيادة مشروطة لاحد المتعاقدين من غير عوض لقاء تأخير الدين الى أجل ، وهى بذلك تُعَدُّ ربا صريحا باجماع المذاهب الفقهية - (٥)

ثانيا اجماع العلماء والمذاهب الفقهية على منع الزيادة المشروطة على أصل القرض .

---

نصت المذاهب الفقهية المختلفة على منع الزيادة المشروطة على أصل القرض . فعند الأحناف يرى السرخسى أن الرجل (( ان اتقرض دانقا فلوسا أو نصف درهم فلوس فرخصت

---

(١) ابن عابدين ، حاشية رد المحتار ج ٥ ، المرجع السابق ، ص ٦٩ .

- وانظر ابن الهمام ، شرح فتح القدير ج ٥ ، دار صادر للطباعة والنشر بيروت ، ط ١ ١٣١٦ هـ

ص ٢٧٤ .

(٢) ابن رشد ، المقدمات ج ٢ ، دار صادر بيروت ، ص ٥٠٣ .

(٣) ابن قدامة ، المفنى ج ٤ ، مكتبة القاهرة ، ١٩٦٩ م ص ٣ .

(٤) الشربينى ، مفنى المحتاج ج ٢ ، المرجع السابق ، ص ٢١ .

(٥) لم نشأ ان نبرز الادلة من القرآن والسنة التى تحرم الربا لان حرمة الربا أصبحت من الاشياء المستقرة والمعروفة من الدين بالضرورة . ولكن ركزنا فى هذه الدراسة على الرد على الذين يخرجون بعض المعاملات الربوية من صور الربا .



أو غلت لم يكن عليه الا مثل الذي أخذ اذا ان موجب القرض ثبوت المثل في الذمة ، والمنهى عنه هو المنفعة الزائدة المشروطة )) • (١)

كما فر الميرغنانسي قوله تعالى (( ياأيها الذين آمنوا لا تأكلوا الربا أضعافا مضاعفة واتقوا الله لعلكم تفلحون )) (٢) • بانه الزائد في القرض والسلف عن المدفوع (٣) • ويرى المالكية انه (( ان كان القرض لنفع المعطى فهو سلف فاسد وهو الربا المجمع على تحريمه )) • (٤)

ويرى الشافعية بشأن تفصيل انواع الربا ، ان ربا النساء هو البيع الى أجل والقرض المشروط فيه جر نفع (٥) ، كما جاء في فتح العزيز (( اذا شرط في الاقراض زيادة قدر اوصفة فسد )) (٦) • اما الحنابلة فيرون ان (( كل قرض شرط فيه أن يزيد فهو حرام بلا خلاف ، قال ابن المنذر اجمعوا على أن المسلف اذا شرط المستلف زيادة أو هدية فاسلف على ذلك فان أخذ الزيادة على ذلك ربا )) (٧)

---

(١) السرخسي ، المبسوط ج١٤ ، المرجع السابق ص ٣٠ ، ٣٢ ، ٣٧ .

(٢) سورة آل عمران الآية ( ١٣٠ ) •

(٣) الميرغنانسي ، شرح بداية المبتدىء ، المطبوع مع شرح فتح القدير ج٥ ص ٢٧٤ •

(٤) أحمد الصاوي ، بلغة السالك لا قرب المسالك ج٢ ، المرجع السابق ص ٩٧

انظر شرح القطب للدردير بهامشه ص ٩٧ •

(٥) الشربيني ، مغنى المحتاج ج٢ ، المرجع السابق ص ٢١ •

(٦) الرافعي ، فتح العزيز ، شرح الوجيز المطبوع مع المجموع ج٩ دار الفكر بيروت ص ٣٨٥

(٧) ابن قدامه ، المغنى ج٤ ، المرجع السابق ص ٢٤٠ •

وجاء في كشف القناع (( اذا شرط المقرض زيادة وهدية ، وشرط ما يجرنفعاً فلا يجوز ، لان القرض عقد ارفاق وقربة فاذا شرط فيه الزيادة اخرجته عن موضعه ، ولا فرق بين الزيادة في القدر والزيادة في المدة . جاء في المبدع وان كان زيادة في القضاء بأن يقرضه درهماً فيعطيه أكثر منه لم يجز لانه ربا )) . (١)

وفضلاً عن ذلك فان كثيراً من المفسرين والعلماء يمنعون الزيادة على أصل القرض وبعدها ربا .

يقول الجماص (( الربا الذي كانت العرب تعرفه وتفعله انما كان قرض الدراهم والدنانير الى أجل بزيادة على ما استقرض على ما يتراضون به ، ولم يكن تعاملهم بالربا الا على الوجه الذي ذكرنا من قرض دراهم ودنانير الى أجل مع شرط الزيادة )) (٢) .

ويقول ابوزهرة (( نص (٣) البقرة حدد الربا المحرم بانه ما يزيد على راس المال ، اذ ان كل زيادة مهما قلت ربا ، لانه لا يحل الا راس المال (٤) )) ويفسر الشيخ الجزيري قوله تعالى (( وان تبتم فلکم روء وس أموالکم . . . . . الخ )) قائلًا : (( هذا نص صريح على أن الذي يستحقه صاحب الدين انما هو راس المال بدون زيادة ما ، وكل زيادة عليه ظلم )) (٥)

ورغم وضوح النص القرآني في شأن حرمة الفائدة المقررة على القرض ، الا انه هناك من حاول ان يحصر ربا الجاهلية المنهى عنه في القرآن في صورة واحدة وهي أن يقول المقرض

---

(١) البهوتي ، كشف القناع ج ٣ ، المرجع السابق ص ٣٠٤

(٢) الجماص ، احكام القرآن ج ١ ، دار الكتاب العربي ببيروت ص ٤٦٥ .

(٣) يعنى قوله تعالى (( يا أيها الذين امنوا اتقوا الله وذروا ما بقي من الربا ان كنتم موء منين فان لم تفعلوا فأذنوا بحرب من الله ورسوله وان تبتم فلکم روء وس أموالکم لا تظلمون ولا تظلمون )) - سورة البقرة الآيات ٢٧٨ ، ٢٧٩ .

(٤) ابو زهرة مجلة حضارة الاسلام دمشق عدد ١٩٦١ ص ١٧ .

(٥) الجزيري ، مجلة الازهر القاهرة ، السنة ١٠ ١٣٥٨ هـ ص ٢٩ .

للمقترض عند حلول أجل الدين :-

أتقضي ام تربي ؟ وبهذا الفهم فان ربا الجاهليه المنهى عنه لا تدخل فيه الزيادة المشروطة عند ابتداء العقد .

يقول السنهورى (( ان القرض الذى يتضمن فائدة ليس أميلا فى القروض الربويه ، بل هو يقاس عليها فاذا استبقينا الحرمة كامل عام للربا فى جميع صوره فلا بد لنا من التمييز بين ربا الجاهلية من جهة وكل من ربا النسيئة و ربا الفضل فربا الجاهلية محرم لذاته تحريم متماد

وكل من ربا النسيئة و ربا الفضل محرم لا لذاته بل باعتباره ذريعة الى ربا الجاهلية فهو محرم تحريم وسائله<sup>(١)</sup> ويبدو واضحا ان الغرض من هذا الرأى هو توهين درجة تحريم القرض حتى يمكن تجاوزه ببعض القواعد العامة مثل المصلحة والحاجة . . . . . الخ كما سنوضح لاحقا .

وهذا القول لا يسلم من معارضة ، جاء فى الزواج<sup>(٢)</sup> (( ربا النسيئة هو الذى كان مشهورا فى الجاهلية ، لان الواحد كان يدفع ماله لغيره الى أجل على ان يأخذ منه كل شهر قدرا معيناً ورأس المال باق على حاله ، فاذا حلّ طالبه برأس المال فان تعذر عليه الآداء زاده فى الحق والأجل )) (٢) وجاء فى أحكام القرآن للجصاص (( لم يكن تعاملهم بالربا الا على الوجه الذى ذكرنا من قرض دراهم ودنانير الى أجل مع شرط الزيادة )) (٣) .

كما أنه لا يستقيم عقلا ان تتأكد الحرمة بسبب تصرف لم يقصد عند انشاء العقد ، بينما تنتفى عن تصرف كان هو المقصود بالاساس عند انشاء العقد ، بل ان الحرمة هنا أوكد وأوجب كما أن التفريق بين التصرفين تحكى ، اذ انهما يحملان ذات المعنى ويؤدىان الى نفس

(١) السنهورى ، مصادر الحق فى الفقه الإسلامى ج٣ ، دار احياء التراث العربى ص ص ٢٣٢ ، ٢٤٠ وانظر كذلك

- رشيد رضا ، مجلة المنار ، مجلد ٩ المرجع السابق ، ص ٢٣٥ وتفسير المنار ج٣ ، المرجع السابق ص ١١٣

- فضل الهى التدابير الوقائية من الربا فى الاسلام ، ادارة ترجمان الاسلام باكستان ، ط ١ ١٩٨٦ ص ٦٥ .

(٢) ابن حجر ، الزواج عن اقتراء الكبائر ج١ شركة مطبعة مطفى البابى الحلبي القاهرة ص ٢٢٢

(٣) الجصاص ، أحكام القرآن ج١١ المرجع السابق ، ص ٤٦٥ .

النتائج فلا حكمه ولا عدلا من وراء اعطائهما حكمين مختلفين .

ويجدر بنا ان نشير الى أن هناك من يريد أن يخرج الاقراض الربوي من حكم الحرمة

المنصوص عليها ، وذلك باطلاق دعوتين متلازميتين :-

أولاهما : ان تحريم ربا القروض جاء في الحديث المروى عن رسول الله صلى الله عليه وسلم

(( انه صلى الله عليه وسلم نهى عن كل قرض جرّ منفعة )) وفي رواية اخرى (( ان كل قرض جرّ

نفعاً فهو ربا )) (١) .

ثانيتها : ان هذا الحديث ضعيف .

ونرد على ذلك باننا لو سلمنا بضعف الحديث، الا ان المستند في تحريم ربا القرض

ليس هذا الحديث ، بل ان هذا الحديث لا يختصا صلا بالزيادة على اصل الدين عندما تكون مالا،

وانما يختص ببعض التصرفات الاخرى التي تلحق بعقد القرض وليست من جنسه ، ويتضح

هذا الامر بجلاء عند استعراض أقوال الفقهاء عن القرض الذي جرّ منفعة .

فقد جاء في المذهب (( لا يجوز قرض جرّ منفعة مثل ان يقرضه لبيعه داره )) (٢) .

وفي حاشية الدسوقي (( وحرّم في القرض جرّ منفعة كشرط قضاء عفن بالم )) (٣) كما جاء

في الفتاوى الهندية (( اذا أقرض رجل دراهم أو دنانير ليشتري المتقرض من المقرض متاعا

بشمن غال )) (٤) ويرى الكاساني ان القرض الذي جرّ منفعة (( مثل أن يستقرض بالمدينة على

أن يرد بالكوفة وهو انتفاع بالقرض باسقاط خطر الطريق ، ومثل ان يقرض دراهم غله على

---

(١) جاء في الزواجر (( قال عمرو بن بدر لم يصح فيه شيء وفي اسناده سوارين مصعب وهو

متروك )) . ابن حجر العسقلاني ، تلخيص الحبير في تخريج الراعي الكبير المطبوع مع

المجموع شرح المذهب ج٩ دار الفكر بيروت ص ٣٧٣

(٢) الشيرازي ، المذهب ج١ ، عيسى البابي الحلبي مصر ط٢ ١٣١٠هـ ص ٣٠٤ .

(٣) ابن عرفة ، حاشية الدسوقي على الشرح الكبير ج٣ ، المكتبة التجارية الكبرى بيروت ، ص ٣٠٢

(٤) نظام الدين ، الفتاوى الهندية ج٣ ، دار المعرفه بيروت ص ٢٠٣

ان يرد عليه صحاحا )) (١) .

وهكذا يتضح لنا ان المنفعة المقصودة في الحديث ليست هي الزيادة على أصل الدين، بل تصرفات أخرى لاحقة على عقد القرض ، وليس للحديث المشار اليه دلالة في قولنا بتحريم السندات حتى تنتفي هذه الدلالة باثبات ضعف الحديث ، فضلا عن ان قولنا بتحريم الربا أخذنا دليله من آيات صريحة الدلالة من احاديث صحيحة ومن اجماع الامة على ذلك .

المطلب الثاني : أقوال المبيحين لاصدار وتداول السندات ومناقشتها

---

ذهب بعض الكتاب الى القول بجواز التعامل بالسندات بيعا وشراء اعتمادا على كل

أو بعض أو واحد من الاسباب التالية :-

أولا : القروض الانتاجية ليست فيها ربا .

ثانيا : الربا المحرم هو الاضعاف المضاعفة وحسبها .

ثالثا : حيازة السندات هو نوع من أنواع المضاربة الشرعية .

رابعا : مبدأ الضرورة يبيح الاستثمار في السندات .

خامسا : النص القرآني بشأن الربا مجمل ، وبالتالي يمكن اباحة السندات للحاجة والمصلحة

ونناقش هذه المبررات الخمس ونرد عليها فيما يلي :-

أولا : القروض الانتاجية ليس فيها ربا

---

يفرق أصحاب هذا الرأي بين القروض الانتاجية وهي تلك التي تنفق انفاقا استثماريا ،

وتنتج عائدا نقديا ، وبين القروض الاستهلاكية والتي تنفق انفاقا استهلاكيا لد حاجات القطاع

العائلى الاساسية من غذاء وسكن وملبس . . . الخ . ولا يتولد عنها عائدا نقدي .

---

(١) الكاسانى ، بدائع الضائع ج٧ ، دار الكتاب العربى بيروت ص ٣٩٥ - ٣٩٦ .

ويبرى هؤلاء ان الاقراض فى الجاهلية كان من أجل سد حاجات الاستهلاك واستغلت فيه حاجة لمعوزين والفقراء للقوت والماوى والملبس ففرغتهم فوائدهم متضاعفة ، ولذا استفظته الشريعة الاسلامية لما فيه من استغلال لحاجة المدنيين واملأ شروط قاسية عليهم لانهم الطرف الضعيف من طرفى التعامل فنزلت الآيات بتحريمه . أما القروض الانتاجية فلا يوجد فيها استغلال لحاجة أحد ، وانما هو عقد الرضا به تام والعدل وفقه موفور لان الفائدة المشروطة هى جزء من عائد ساهم القرض فى تمويله ، كما أن المقرض هو الطرف الضعيف نسبيا من طرفى التعامل ، اذ ان المقرضين هم البنوك والشركات ورجال الاعمال والحكومات وهم الطرف القوى . ولان هذه القروض الانتاجية لم تكن معهودة فى المعاملات ابان العصر الجاهلى ، فهى غير مشموله بالتحريم الوارد فى سورة البقرة ، فتبقى خارج نطاق التحريم ، وينظر اليها وفق روى أخرى تراعى مصلحة مختلف الاطراف دون الاضرار باحد ، وتستوعب المستجدات التى طرأت على النشاط الاقتصادى وتسهم فى احداث التنمية الاقتصادية .

وبهذه الرؤية الشاملة فان اشتراط فائدة سنوية ثابتة على القروض الانتاجية يراعى كل ذلك دون اصطدام باى نص شرعى قطعى الثبوت والدلالة (١) .

#### (١) انظر :-

- ابراهيم زكى الدين بدوى ، نظرية الربا المحرم ، مجلة القانون والاقتصاد - مصر ، سنة ٩ عدد ٥ مايو ١٩٣٩م ص ٥٣٣ .
- و غريب الجمال ، المصارف والاعمال المصرفية فى الشريعة الاسلامية والقانون ، مؤسسة الرسالة ودار الشروق ، ص ٢١٦ وما بعدها .
- و الشيخ علي الخفيف ، حكم الشريعة على شهادات الاستثمار بحث قدم الي المؤتمر السابع لمجمع البحوث الاسلامية - نقلا عن المرجع السابق مباشرة ص ١٤٣ .
- و معروف الدواليبى ، محاضرة عن الربا ، بحث قدم الي مؤتمرات الفقه الاسلامى ، باريس ١٩٥١ نقلا عن :-
- السنهورى ، مصادر الحق فى الفقه الاسلامى ج٣ ، معهد البحوث والدراسات العربىة ط٣ ١٩٦٢م ص ٢٣٣ وما بعدها .
- و على عبد الرسول ، المبادئ الاقتصادية فى الاسلام ، دار الفكر العربى ، ١٩٨٠م ص ٨١ .

وَيَبْتَدَأُ هَذَا الرَّأْيَ مِنْ عِدَّةِ وَجُوهِ أَهْمِهَا (١) :-

١ - ان القرض الذي يجد له مستندا من التاريخ هو ان جزءاً ١٠ مهما من القروض الجاهليسة كانت في معظمها قروضا استثمارية ، فالمعامل في الظروف التي احاطت بالاقتصاد الجاهلي على يجد ان القروض كانت ضرورة من ضرورات حياتهم الاقتصادية ، فالطائف - مثلاً - كانت تمتد مكة بحاجاتها من المنتجات الزراعية ، كما كانت تجلب منها السلع التي تأتي بها قريش من الشام واليمن ، ويقوى احتمال ان تمويل هذا النشاط التجارى كان تمويلًا ربويًا خاصة فى ظل وجود جالية يهودية كبيرة نسبيا كانت تقيم بالطائف لم يكن لها حرفة تذكر سوى التجارة والاقراض بالربا . كما تذكر الروايات ان قافلة ابي سفيان التي كانت سببا فى غزوة بدر - اشترك معظم اهل مكة فى تمويلها ، ومن لم يجد سيولة اقترض بالفائدة اعتمادا على الربح المتوقع من تلك الرحلة .

اضافة الى ذلك فان اشهر المرابين قبل تحريم الربا كانوا من اهل التجارة والمال أمثال العباس بن عبد المطلب وخالد بن الوليد (٢) .

وبذلك يمكن القول ان قروض الجاهليسة كانت للاستهلاك والتجارة معا . الا ان الجزء الأكبر منها كان يستخدم فى الاستثمار والتجارة . وتوجد بعض الشواهد التى

---

(١) لتفصيل وافى فى انتقاد ذلك الرأى انظر :-

- رفيق الممرى ، ربا القرض وأدلة تحريمه ، مركز ابحاث الاقتصاد الاسلامى جامعة الملك عبد العزيز - جدة ، ص ٢٢ وما بعدها .

(٢) انظر :-

- محمد فاروق النبهان ، مفهوم الربا ، برد للتأليف والنشر - الدار البيضاء ، ط ١ ١٩٧٨م ص ٧٥ .

- غريب الجمال ، المصارف والاعمال المصرفية فى الشريعة والقانون المرجع السابق ، ص ص ٢٠٣ ، ٢٠٤





٢ - ان نص سورة البقرة والذي أوردناه نص عام يحرم كل زيادة على راس المال في القرض مهما زادت أو قلت ومعروف ان النص العام يتناول جميع افراده مالم يأت مخصص له مسمى كتاب أو سنة يقصره على بعض افراده . ومعلوم كذلك ان نص البقرة لم يخصص لا بكتاب ولا بسنة وعليه فالفائدة محرمة على جميع أنواع القروض سواء كانت للتجارة أو للإنتاج أو للاستهلاك ، ولا يصح تخصيص العام بقرض عقلي لا دليل عليه .

٣ - من يرى حل القروض الانتاجية وحرمة القروض الاستهلاكية وحدها لم يفهم شمول المقاصد والاهداف التي من أجلها حُرِّم الربا . اذ ان واحدا من اهداف ومقاصد تحريم الربا هو تنظيم الاستثمار بحيث يشارك راس المال في تمويل العمليات والمشروعات الانتاجية والتجارية، ويتحمل نتائج هذه المشاركة بايجابية وفاعلية يضمنان الى حد بعيد قيام المشروعات على أساس متين من التعاون ، ودراسة عميقة لجدواها ، مما يوسع من قاعدة المشروعات المنتجة الناجحة (١) .

٤- القول بان القروض الاستهلاكية وحدها هي محل الاستغلال دون القروض الانتاجية أو الاستثمارية امر لا يلم من تحكم في الرأي . فالاستغلال يشمل جميع التصرفات التي لا يتحقق فيها التوازن بين طرفي العقد ، ويتحقق هذا المعنى في القرض الاستثماري من ناحية سعر الفائدة وأجل القرض وفترة السماح وملاءمة شروط القرض للمناخ الاستثماري . . . . . الخ

---

(١) انظر محمد ابو زهرة ، بحوث في الربا ، المرجع السابق ص ٤٣ .

ثانيا : الربا المحرم هو الاضعاف المضاعفة وحدها

يرى البعضان الربا المحرم هو ما كان أضعافا مضاعفة لقوله تعالى (( ياأيها الذين آمنوا لا تأكلوا الربا أضعافا مضاعفة واتقوا الله لعلكم تفلحون )) (١) . يثبت اصحاب هذا الرأي للأية مفهوم المخالفة ومفهوم المخالفة هو (( أن يكون مدلول اللفظ في محل السكوت مخالفا لمدلوله في محل النطق )) (٢) ولان فائدة المخصص بالذكر نفي مثل حكم المنطوق في محل السكوت فلا يثبت المنع المنصوص عليه في الآية الكريمة الا على الاضعاف المضاعفة وحدها . ويستدل أصحاب هذا الرأي كذلك بدليل عقلي فحواه أن الربا عندما يكون أضعافا مضاعفة هو وحده الذي يحقق معنى الاستغلال المذموم ، ، وتظهر فيه المفساد الاقتصادي والامراض الاجتماعية . أما الفائدة اليسيرة فتبقى خارج نطاق التحريم لانه لا يتحقق فيها معنى الاستغلال ولا ترهق المقترض ، ولا تنعق الثروات بشكل يتعارض مع العدالة الاجتماعية (٣) ويمكن الرد على أصحاب هذا الرأي بالاتي :-

١ - صحيح أن مفهوم المخالفة قد أثبتته الامام مالك والامام احمد والامام الشافعي وجماعة من الفقهاء ، وهو رأي الجمهور ، كما نفاه الامام ابو حنيفة واصحابه والمعتزلة .

(١) سورة آل عمران الآية - ١٣ -

(٢) الآمدى ، الاحكام فى اصول الاحكام ج٢ ، مكتبة ومطبعة محمد على صبيح وأولاده - القاهرة  
١٩٦٨ ص ٢١٢ .

- الشوكاني ، ارشاد الفحول الى تحقيق الحق من علم الاصول ، دار الفكر ببيروت ط١ ص ١٧٩  
(٣) لتفصيل أكثر بشأن هذا الرأي انظر :-

- الشيخ جاويش . محاضرات فى الربا . جريدة اللواء . مصر الاعداد ١٦ ، ١٨ ، ٢٠ ، ٢٣ ، ٢٦  
ابريل ١٩٠٨ .

- نقلا عن - عبد الله عبد الرحيم العبادى - موقف الشريعة الاسلامية من المصارف الاسلامية المعاصرة - منشورات المكتبة العصرية ببيروت ص ١٢٣ وما بعدها .

- محمد فاروق النبهان ، مفهوم الربا فى ظل التطورات الاقتصادية والاجتماعية المعاصرة - المرجع السابق ص ٦٦

فاذا ما سلمنا بانه حُجَّة يجب الا نغفل عن ان له شروطا اذا لم تتوفر تكون دلالة مفهوم

المخالفة ملغاة من حيث اثبات الحكم المخالف ، ومن هذه الشروط ما يلي :-

(أ) - ألا يعارض مفهوم المخالفة ما هو ارجح منه من منطوق أو مفهوم موافقة .

(ب) - ألا يكون مفهوم المخالفة وصفاً خرج مخرج الغالب .

(ج) - ألا يكون الوصف المذكور قَصِد به التفخيم وتأكيد الحال (١)

فاذا ما تتبعنا الوصف موضوع الدراسة نجد ان مفهومه المخالف فقد الشرط الاول

وهو ألا يعارضه ما هو ارجح منه من منطوق أو مفهوم موافقة ، فقد عارضه قوله تعالى (( . . .

وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَجْرَهُ

إِلَى اللَّهِ . . . . . يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ

مُؤْمِنِينَ . . . . . وَإِنْ تَبَتُّمُ فَلَكُمْ رُءُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ)) (٢)

فقد قام هنا دليل خاص في المحل الذي يثبت فيه مفهوم المخالفة ، وهذا الامر

مثل قوله تعالى ((ياأيها الذين آمنوا كتب عليكم القصاص في القتلى الحر بالحر والعبيد

بالعبد والانسى بالانسى)) (٣) فان هذا النص وفق مفهوم المخالفة يُستفاد منه ان الذكـر

لا يُقتل بالانسى ، ولكن نصَّ على القصاص بين الذكر والانسى بقوله تعالى (( وكتبنا عليهم

فيها ان النفس بالنفس والعين بالعين )) (٤)

كذلك فقد مفهوم المخالفة الشرط الثاني للعمل به وهو الا يكون الوصف قد خرج

مخرج الغالب يقول القرافي (( انما قال العلماء ان مفهوم الصفة اذا خرجت مخرج الغالب

(١) ابن النجار - شرح الكوكب المنير ج ٣ - تحقيق محمد الزحيلي ونزيه حماد ، منشورات جامعة

أم القرى ، مكة ١٩٨٢ ص ٤٨٩ - ٤٩٤ .

والشوكاني - ارشاد الفحول - المرجع السابق ص ١٨٠

وابو زهرة - اصول الفقه - المرجع السابق ص ١٥١ ، ١٥٢ - عبد الله عبد الرحيم العبادي

موقف الشريعة الاسلاميه من المصارف الاسلاميه المعاصرة - المرجع السابق ص ١٢٧

(٢) سورة البقرة الآيات ٢٧٥ - ٢٨٠ .

(٣) البقرة ١٧٨

(٤) المائدة ٤٥ وانظر ابو زهرة - اصول الفقه المرجع السابق ص ١٥١ ، ١٥٢

لا يكون حجة ولا دالا على انتفاء الحكم عن المسكوت عنه بسبب ان الصفة الغالبة على الحقيقة تكون لازمة لها في الذهن بسبب الغلبة ، فاذا استحضرها المتكلم ليحكم عليها ، حضرت معها تلك الصفة فنطق بها المتكلم لحضورها في الذهن مع المحكوم عليه ، لا لانه استحضرها ليفيد بها انتفاء الحكم عن المسكوت عنه ، اما اذا لم تكن غالبية فلا تكون لازمة للحقيقة في الذهن ، فيكون المتكلم قد قصد حضورها في الذهن ليفيد بها سلب الحكم عن المسكوت عنه (١) والذي استقر عليه معظم المفسرين ان الوصف أضعافا مضاعفة خرج مخرج الغالب .

يقول الشوكاني (( الوصف أضعافا مضاعفة ليس لتقييد النهي بل لبيان ما كانوا عليه في العادة التي يعتادونها في الربا )) (٢) .

وفقد كذلك الشرط الثالث لعمله وهو الا يكون المذكور قَصِدَ به التفخيم وتأكيده الحال يقول الشيخ شلتوت :- (( ان الله سبحانه اتى بقوله اضعافا مضاعفة توبيخا لهم على ما كانوا يفعلون وابرزا لفعالهم السيء ، وتشهيرا بهم ، وقد جاء مثل هذا في قوله تعالى (( ولا تكرهوا فتياتكم على البغاء ان اردن تحمنا )) (٣) فليس الغرض ان يحرم عليهم اكرام الفتيات على البغاء في حالة ارادتهن التحمّن ، وان يبيحه لهن اذا لم يردن التحمّن (٤) ولكن لکنسه بيشع بهم وبما يفعلون ويقول لقد بلغ الامر بكم انكم تكرهون فتياتكم على البغاء وهن يردن التحمّن )) . ويرى سيد قطب ان الاضعاف المضاعفة وصف لواقع وليس شرطا يتعلق به الحكم . (٥)

- 
- (١) القرافي ، شرح تنقيح الفصول ، تحقيق طه عبد الرؤوف سعد ، مكتبة الكليات الازهرية القاهرة ، دار الفكر للطباعة والنشر ، بيروت ط ١٩٧٣ ص ٢٧٢
- (٢) الشوكاني ، فتح القدير الجامع بين فن الرواية والدراية في علم التفسير ج ١ ، دار المعرفة للطباعة والنشر ببيروت ، ص ص ٣٨١ ، ٣٨٢ .
- (٣) سورة النور الآية (٣٢)
- (٤) محمد شلتوت ، تفسير القرآن الكريم ، دار الشروق جدة ، ط ١٩٧٤ ص ١٥٠
- (٥) سيد قطب ، في ظلال القرآن ج ١ ، دار الشروق ببيروت ط ٨ ص ٤٧٣ .

ويقول الالوسى (( ليست هذه الحال لتقييد المنهى عنه ليكون اصل الربا غير منهى ، بل  
لمراعاة الواقع )) (١)

وهو نفسه قول الجصاص حيث يقول : (( ان قوله تعالى لا تأكلوا الربا اضعافا مضاعفة اخبار  
عن الحال ، حيث كانوا يشترطون الزيادة اضعافا مضاعفة ، فابطل الربا الذى كانوا يتعاملون  
به ، وأبطل ضروبا أخرى من البيوع وسماها ربا ، فانظم قوله (( وحرم الربا )) تحريم جميعها  
لشمول الاسم عليها من طريق الشرع )) (٢) .

٢ - أما دليلهم العقلى والخاص بوجود الاستغلال والمفاسد الاقتصادية والاجتماعية فى  
الربا المضاعف وحده ، فنقول انه يجب علينا ونحن بمدد تحقيق نص شرعى ان نلتزم ما جاء  
به النص ، ولو ان النص قد ربط بين الربا والاستغلال والمفاسد الاقتصادية والاجتماعية لحق  
لنا ان نتحدث عن الحالات التى تتحقق فيها هذه المحاذير ، الا ان الادلة المحرمة لم تربط بين هذه  
المحاذير والنص على التحريم ، ولم تفصل بين ما دخلت فيه هذه المحاذير وما لم تدخل فيه (٣)  
فوق ذلك فان جميع انواع الربا توءد الى ذات المفاسد (٤) فالتمييز السابق تحكى لا وجه له  
٣ - كما ان مفهوم الاضعاف المضاعفة غير محدد اذا ما جعلناه حدا للربا المحرم من غيره ،  
الامر الذى يربك القضية فى الواقع العملى ويجعل من هذا الحد عرضه للتوسيع والتضييق . بحسب  
الرغبات والاهواء .

ونختم قولنا فى هذه النقطة بالتاكيد على ان قليل الربا وكثيره يوءد الى اضعاف مضاعفة  
ولنا فى ديون البلاد النامية خير دليل ، حيث فاق معدل فوائدها دين بعضها اصل قروضها

(١) الالوسى ، روح المعانى ج٤ ، دار الفكر ببيروت ١٩٧٨ ، ص ٥٥

(٢) الجصاص ، احكام القرآن ج٢ ، المرجع السابق ، ص ٣٧ .

(٣) انظر محمد فاروق النبهان ، مفهوم الربا ، المرجع السابق ص ٦٦

(٤) لتفصيل وافى بشأن مضار الربا انظر :-

- يوسف العالم ، حكمة التشريع الاسلامى فى تحريم الربا منشورات جامعة ام درمان

الاسلامية ، ام درمان ١٤٠٣هـ ص ٣١ - ص ٤١

وما أصدق شهيد الاسلام سيد قطب حيث قال (( ان أضعافا مضاعفة لهيئة وصفا تاريخيا فحسب للعمليات الربوية التي كانت واقعة في الجزيرة العربية ، وانما هو وصف للنظام الربوي المقيت أيا كان سعر الفائدة )) (١)

### ثالثا : حيازة السندات نوع من أنواع المضاربة

يرى بعض الفقهاء ان العلاقة بين مصدر السند وحائزه ليست علاقة مديونية أي ليست علاقة مقرض بحق ——— ترض ، وان العقد الذي بينهما ليس بعقد قرض ، انما هو عقد مضاربة يكون فيه مصدر السند عاملا وحائزه رب المال ، والمضاربة جائزة شرعا والربح الثابت الذي يأخذه حائز السند هو ربح المال وليس في أخذه ظلم ، اما اشتراط الفقهاء لمحبة عقسند المضاربة بان لا يكون لاحد الشركاء نميب معين من الربح فلا دليل عليه .  
وهذه طائفة من اقوال انصار هذا الرأي :-

يقول الشيخ عبد الوهاب خلاف (( اذا اعطى انسان مائه جنيه لتاجر او مقاول ليعمل بها فسي تجارته او مقاولته مقابل خمسين جنيه سنويا ، أرى ان هذا مضاربه ، فأحدهما شريك بماله والاخر شريك بعمله ، وما يشترط لمحتها بان يكون الربح نسبيا لا قدرا معيننا لا دليل علىه من القرآن او السنة )) (٢) .

وفي بحث قدم للموء تمر السابع لمجمع البحوث الاسلامبة بمصر يقول الشيخ ياسين سويلم (( تحريم هذه الارباح بناءً على انها فوائد قروض مخالفة للواقع ، لان هذه الاموال لاتدفع ولا تؤء خذ باعتبار انها قروض أو ديون ، وانما تُدفع أو تؤء خذ باعتبار انها روء وس أموال تُستثمر فسي

(١) سيد قطب ، في ظلال القرآن ج ١ ، المرجع السابق ، ص ٤٧٣

(٢) عبد الوهاب خلاف ، الربا ، مجلة لواء الاسلام ، القاهرة السنة ٤ ١٣٦٩ هـ عدد ١١ ص ٩٠٨

ـ انظر كذلك رأيه عن الايداع في صندوق التوفير ، نفس العدد ص ٨٢٣

مشروعات تجاريه وهذه المعاملة من قبيل القراض (١) وهو جائز شرعا ، اما شروطه المعروفة في كتب الفقه فهي شروط اجتهادية مُنتزعة من القواعد الشرعية العامة لا من نصوص قرآنية ويجب ان تُوضع هذه الشروط في مجالها حيث كانت صورة القراض معاملة بدائية تجرى بين الافراد ، فكان الاحتمال الموجب لتلك الشروط احتمالا قريبا ، اما الان فان استثمار المال يجرى وفق طرق علمية ليست محلا لهذه الشروط والقول بالتزامها في كل قراض ولو لم تُوجد فيه علة اشتراطها قول ترده قواعد أصول الفقه (٢) .

ويرى الشيخ علي الخفيف ان شهادات الاستثمار . (( وهي نوع من السندات )) عقد يتضمن اشتراط الربح للعامل في المال وهو المصرف عدا مبلغ معين مقداره ٥٪ لرب المال وهذه النسبة المشروطة هي ضمان تبرع به المصرف اختيارا ، ويرى ان هذا العقد بعيد عن الربا ، اذ ان الربا يكسبون في قرض ومبادلته وليس العقد عقد قرض ولا مبادلة مال بمال ، وليس من اشارته ضرر باحد عاقديه ويقول (( من رأينا أن نظام استحداث شهادات الاستثمار جائز ، ويمكن تطبيق ذلك بصورة عامة على السندات التي تصدرها الدولة (٣) .

ويوافق هوء لاء الشيخ محمد رشيد رضا حيث يقول (( لا يدخل في الربا الجلي من يعطى آخر مالا ليستغله ويجعل له من كسبه حظا معيناً ، لان هذه المعاملة نافعة للعامل ولماحِب العمل معا ولا يقول عاقل بان النافع يقاس على الضار ويكون حكمهما واحدا (٤)

(١) اي المضاربة الشرعية ، المال من جانب ورأس المال من جانب آخر .

(٢) الشيخ ياسين سويلم طه ، شهادات الاستثمار ، بحث مقدم امام الموء تمر السابع

لمجمع البحوث الاسلامية - القاهرة

نقلا عن غريب الجمال ، المصارف والاعمال المصرفية ، المرجع السابق ص ١٣٩ - ١٤٣ .

(٣) الشيخ علي الخفيف ، حكم الشريعة على شهادات الاستثمار . بحث مقدم امام الموء تمر

السابع لمجموع البحوث الاسلامية - نقلا عن المصدر السابق الذكر مباشرة ص ١٤٣

(٤) محمد رشيد رضا ، مجلة المنار ، القاهرة مجلد ٩ ص ٢٥٥ . وانظر احمد عثمان

منهج الاسلام في المعاملات المالية ، دار الطباعة المحمدية ، الازهر ط١ ١٩٢٨ ص ٢٠١

ويكون الرد على اصحاب هذا القول بما يلي:-

١ - ان تصوير التعامل بالسندات ذات الفائدة على أساس انه مضاربه ، مجرد تغطيه لفظية

لا يمكن ان تخفى طبيعة السندات بوصفها قرضا مهما اتخذ لها من مسميات لان العنصر

الاساسى فى القرض هو أن يأخذ الشخص ما لا من شخص آخر وتصبح ذمته مشغوله بمثلت و بزيادة

، وهذا تماما ما يقع عند تداول السندات (١) . وهذه التغطية فطن الى امكانيه حدوثها ائمة

الفقه الاسلامى منذ قرون ، فقد جاء فى رد المحتار (( ومن سبيل الضمان ان يقرضه المال الا

درهما ثم يعقد شركة عنان بالدرهم وبما أقرضه على ان يعملا والربح بينهما ثم يعمل المقرض

وحده ، فاذا هلك المال فالقرض عليه )) (٢) .

وجاء فى التكملة (( لو اراد رب المال ان يضمن المضارب بالهلاك يقرض المال منه ثم

يأخذه منه مضاربة ، ثم يبضع العامل )) (٣) .

بل ويرى الفقهاء ضرورة التفريق الواضح بين دفع المال مضاربة وبين دفعه قرضا منعاً للشبهة

فقد جاء فى شرح الزرقانى (( قال مالك فى رجل أطف رجلا ما لا ثم سأل الذى تسلف المال ان يقره

عنده قراضا ، قال مالك لا أحب ذلك حتى يقبض ماله منه ثم يدفعه اليه قراضا ان شاء أو يمكه )) (٤)

كما جاء فى كشف القناع (( اذا قال ان هذا المال قرض عليك شهرا ثم هو مضاربه لم يصح

لانه اذا صار قرضا ملكه المقرض فلم يصح عقد المضاربه عليه وهو فى ذمته لعدم ملك رب الدين

له إذن ، فان اشترى فى هذه الصور بالدين شيئا للمضاربة فهو للمشتري له ربحه وعليه خسارته )) (٥)

---

(١) انظر محمد باقر الصدر ، البنك اللاربوى فى الاسلام . دار المعارف للمطبوعات ببيروت

ط ٨ ١٩٨٣ م ص ص ١٦٢ ١٦٣ .

(٢) ابن عابدين ، رد المحتار ج ٥ ، مصطفى البابى الحلبي معر ط ٢ ص ٦٤٦

(٣) تكملة ابن عابدين المطبوع مع المرجع اعلاه مباشرة ، ص ٦٤٦

(٤) الزرقانى ، شرح الزرقانى على موطأ الامام مالك ج ٣ ، المكتبة التجارية الكبرى

ببيروت ١٩٢٢ ص ٣٥٠

(٥) البهوتى ، كشف القناع ج ٣ ، المرجع السابق ص ٥٠٣



٢ - اذا افترضنا ان هذا التعامل قَصَدَ اركانه ان يكون مضاربه - وهو قَرَضٌ لا يخفى ما فيه من تكلف - فهو مضاربه غير صحيحة باجماع اراء الفقهاء والمذاهب لانه أدخل بشرط جوهرى من شروط المضاربة وهو ضروره ان يكون الربح نسبة شائعة بين العامل ورب المال وهذا شرط منصوص عليه فى كل المذاهب الفقهية المشهورة ، حيث يرى الاحناف انه (( اذا شَـسَـرَـطَ المضاربان ان يكون لاحدهما ١٠٠ درهم من الربح قل او كثر والباقى للآخر ، لا يجوز ، والمضاربة فاسدة لان المضاربه نوع من الشركة وهى الشركة فى الربح ، وهذا شرط يوجب قطع الشركة فى الربح ، لجواز الا يربح المضاربان الا هذا القدر المذكور فيكون ذلك لاحدهما دون الآخر فلا تتحقق الشركة )) (١) .

ويشترط المالكية لصحة عقد المضاربة الا يشترط لاحدهما شيء ينفرد به من الربح (٢) ويرون ان اشتراط ربح لصاحب المال يعنى انتقال المال من الامانه الى الذمة ، وان لم ينفى العامل الضمان على نفسه يكون قراضاً فاسداً (( (٣)

قال مالك (( لا ينبغى لصاحب المال ان يشترط لنفسه شيئاً من الربح خالفاً دون العامل )) (٤) وقد رأى الحنابلة انه اذا سمى له كل الربح او دراهم معلومه فسدت المضاربة (٥) ، كما جاء فى المغنى (( لايجوز ، ان يجعل لاحد من الشركاء فضل دراهم ، وجملته انه متى جعل نصيب احد الشركاء دراهم معلومه بطلت المضاربه ، قال ابن المنذر أجمع كل من نحفظ له من أهل العلم على ابطال القراض اذا شرط احدهما او كلاهما لنفسه دراهم معلومة ، وممن حفظنا عنه ذلك مالك والاوزاعي والشافعي وأبو ثور وأصحاب الرأي )) (٦)

(١) الكاساني بدائع الصنائع ج٦ ، دار الكتاب العربى بيروت ط٢ ١٩٧٤ ص ٨٦ .

(٢) الدسوقي ، حاشية الدسوقي على الشرح الكبير ج٢ ، المرجع السابق ص ٤٦٨

(٣) ابن جزىء ، المالكي ، قوانين الاحكام الشرعية ، دار العلم للملايين بيروت ١٩٧٤ ، ص ٣٠٩

(٤) الزرقانى ، شرح موطأ الامام مالك المرجع السابق ص ٣٥٠ .

(٥) البهوتى كشف القناع ج٢ ، المرجع السابق ، ص ٤٩٧

(٦) ابن قدامه ، المغنى ج٤ ، مكتبة القاهرة ١٩٦٩ ص ٢٨

وهو نفس رأى الشافعية ، جاء فى معنى المحتاج ((يشترط فى الاشتراك فى الربح ان يكون معلوما بالجزئية كالنصف او الثلث ولو شرط لاحدهما عشرة من الربح فسد القراض )) (١) .

٣ - اما التشكيل فى حجية الشرط اللازم لصحة المضاربة وهو الا يكون لاحد الشـركاء نصيب من الربح فلا يستند على اساس علمى سليم ، فالرسول صلى الله عليه وسلم يُبعث والناس يتعاملون بهذه المعاملة ، واقرها بشروطها التى كانت معروفة فى عهده ، فمارت بذلك سنة تقريريه . وأجمع على هذا الشرط ائمة الفقه الاسلامى اجماعا لا يـؤثر عليه شذوذ من رضى لواقع المعاملات الربويه الرأسمالية .

٤ - اما القول بان هذا الشرط تجاوزه واقع المعاملات المعاصرة فقول نابـع من عدم ادراك لمقصد الشارع من هذا الشرط . فهذا الشرط من الشروط التى قصد بها ان تجرى المعاملات المالية وفق قاعدة يجب ان تـلـهـل من الثوابت الا وهى قاعدة العدل ، يقول ابن تيمية (( الاصل فى العقود جميعها هو العدل فانه بعث به الرسل وانزلت به الكتب )) (٢) .

يقول تعالى (( لقد ارسلنا رسلنا بالبينات وانزلنا معهم الكتاب والميزان ليقوم الناس بالقسط )) (٣) . فلا يمكن لشرط مثل هذا الشرط اقر ليكفل بعض العدل فى المعاملات تتجاوزها النظم الاقتصادية الرشيدة التى ترفض ان تبنى منهاجها الاستثمارى على الظلم والغفلة .

ويجدر بنا ونحن نختم حديثنا فى هذه النقطة ان نشير الى ان النظم الوضعية قد فرقت بين تقديم المال كشركة وتقديم المال كقرض فالقانون لا يقر ان القرض شركة حتى ولو شرطت فيه فائدة ، وتشير كتب القانون الى فروق جوهرية بين القرض والشركة من اهمها الفـسـروق

(١) الشرينى ، معنى المحتاج ج ٢ ، دار الفكر للطباعة والنشر ١٩٧٨ م ص ٢١٣ .

(٢) ابن تيمية ، القياس ، المطبعة اللفية - القاهرة ، ط ٢ ١٣٨٥ هـ ص ٩

(٣) سورة الحديد الآية (٢٥)



للانشطة الحكومية .

ويرون كذلك ان جذب مدخرات الافراد لا يتم الا بعد تحفيزهم بعائد ثابت يغريهم  
بالتنازل موء قنا عن السيولة التي بحوزتهم وبخلاف ذلك تتأثر التنمية الاقتصادية سلبا .  
فضلا عن ذلك فهم يرون ان التعامل مع موء سات التمويل الدولي يفرض علينا التعامل  
معها بل ويفرض مثل هذا التعامل على موء ساتنا النقدية والتنموية بالداخل .  
وزاء هذا الوضع نجد انفسنا في موقف اضطرار حيال التعامل بالفائدة خاصة وانه من المقرر  
فقها ان الضرورات تبيح المحظورات ، والاسلام منع الحرج في الدين ، يقول تعالى (( فمن  
اضر غير باغ ولا عاد فلا اثم عليه )) (١) كما انه صدر عن موء تمر مجمع البحوث الاسلامية  
الثاني بالقاهرة الفتوى التالية :

(( الاقراض بالربا محرم لا تبيحه حاجة ولا ضرورة ، والاقتراض بالربا محرم كذلك

ولا يرتفع اثمه الا اذا دعت اليه ضرورة )) (٢)

ونرد على اصحاب هذا الرأي بما يلي :-

١ - الاستدلال بقوله تعالى (( فمن اضر غير باغ ولا عاد فلا اثم عليه )) لا يسلم في هذا المقام  
فلقد اجمع الفقهاء على ان الضرورة المبيحة لتناول المحرم هي تلك التي يخاف الفرد على نفسه الهلاك  
ان لم يتناول المحرم علما او ظنا او خوف الموت . (٣) فهل مثل هذه الضرورة موجودة في  
الامثلة التي سبقت لتبرر جواز التعامل بالفائدة ؟ فعلى سبيل المثال لا يُعتبر من معانسي  
الضرورة ان يستثمر الفرد امواله في السندات تفضيلا للعائد الثابت خوفا من المخاطرة ، علما

(١) البقرة الآية ١٧٣ .

(٢) انظر علاء الدين خروقة ، عقد القرض في الشريعة الاسلامية ، المرجع السابق ص ٢٨٥

- والسنهوري ، مصادر الحق في الفقه الاسلامي ج٣ ، المرجع السابق ص ٢٦٩ - ٢٧٠

(٣) انظر ابن قدامه - المغني ج٨ مطبوعات رئاسة ادارة البحوث العلمييه والاقتاء والدعوة

والارشاد - السعودية - ص ٥٩٥ م ٥٩٦

- الشرييني - مغني المحتاج ج٤ دار الفكر ١٩٧٨ ص ٣٠٦ .

بأن مبرر الربح في الفقه الاسلامي هو الضمان وليس الانتظار . كما أن كثيرا من المؤسسات تطرح سندات في السوق المالي لتمول بها توسيع حجم ونطاق عملياتها ، ولتحديث طرق الانتاج ٠٠٠ الخ ولا يمكن القول بان الدافع لذلك هو الضرورة .

٢ - يقرر الفقهاء ان الضرورة تقدر بقدرها ولا يتوسع فيها ولذلك نجدهم يقولون (( ويباح للمضطر اكل ما يسد الرمق ويحرم ما زاد على الشبع ولا يجوز له استصحابها وبيعها لانه توسع فيما لم يتح الا للضرورة )) (١) وهذا المثال وان كان يوافق واقع الازدهار الفقهي الا انه يمكننا استصحاب دلالة باقتنا ر ما يباج تناوله للضرورة على الحد الأدنى اللازم لدفع الضرر وعدم التوسع في استعمال مبدأ الضرورة لاقرار بعض التصرفات التي تتميز بما يشبه الثبات والدوريه .

كما ان الضرورة تكون في افعال الآحاد وان جازت لمضطر بعينه فانها خاصة به ولا تنسحب على غيره ، وعليه فلا يمكن القول ان الضرورة تكمن في نظام لان معنى ذلك ان النظام كله يحتاج الى الربا كحاجة الجائع الذي يكون في مخضمة الى اكل الميتة او لحم الخنزير وهذا باطل بالتصور والواقع ، (٢) يعلق المودودي على مثل هذه الدعوات بقوله (( انهم يظنون ان هناك في ملكوت الله خطأ لا بد منه ، وان فيه نوعا من الحق لا يمكن العمل به ، ومعنى ذلك اننا نعيش في نظام فاسد علق في بعض حاجاتنا الاساسية بالاطفاء والمفاسد )) (٣) .

٣ - من ضوابط الضرورة انه يتعين على المضطر مخالفة الاوامر او النواهي الشرعية بحيث لا يكون هناك وسيلة اخرى من المباحات لتحقيق الغرض . (٤)

---

(١) ابن قدامه ، المغنى ج٨ المرجع السابق ص ٥٩٢ ، ٥٩٧

(٢) انظر فاروق النبهان ، مفهوم الربا - المرجع السابق ص ٨٦ .

- ومحمد ابو زهرة ، بحوث في الربا ، المرجع السابق ، ص ٥٠ .

(٣) المودودي ، الربا ، ترجمة عاصم حداد ، دار الفكر بيروت ص ١١٩ .

(٤) وهبه الزحيلي ، نظرية الضرورة الشرعية ، مؤسسه الرسالة بيروت ط٤ ١٩٨٥ ص ٦٩ .

يقول الفقهاء (( اذا وُجد الحلال بعد تناول الحرام لزمه القيء اذا لم يضر )) (١) ويمكن ان نفهم من كلمة القيء الواردة اعلاه الى رفض باصرار للمعاملات غير المشروعة وتبديلها في الحال دون تلكوء طالما وُجد البديل الشرعي حتى لا تضر في كياننا الاقتصادي .

واذا ما تأملنا واقع الدول الاسلامية نجد ان هنالك بديلا فرض نفسه على ساحة النشاط المصرفي والاستثماري وهو الموء سات والشركات والمصارف الاسلامية والتي امتد نشاطها الى خارج العالم الاسلامي ، (٢) وقد حققت من النجاح ما جعل الاقبال عليها لا يرتكز على العاطفة الدينية وحدها ، بل ارتكز الى جانب ذلك على اساس قوى من الآداء العملي السدي يحقق بدرجة معقولة من النجاح الاهداف الاقتصادية والتجارية على مستوى الفرد والدولة .

وعليه يمكن - وبصدق - القول انه لا يتعين على أحد التعامل الربوي ، ومن يفضل مثل هذا النوع من التعامل اما انه ركن الى المعاملات الاستثمارية الراسمالية الربويه دون ان يحس باى حرج ديني ، وهؤلاء مثل الذين لا يسمحون لمدخراتهم الا بالمشاركة في النشاط الربوي جريا وراء العائد النقدي المضمون الثابت . واما انه يسعى عمدا وباصرار لتقويض الاساس النظري والعملي للاقتصاد الاسلامي والذي اثبت قدرته على مجابهة مشكلات الواقع .

خامسا : اباحة التعامل بالسندات اعتبارا بالحاجة والمصلحة بناء على القول بان النص القرآني

### بشأن الربا مجمل

يرى اصحاب هذا الرأي ان النص القرآني (٢) بشأن الربا مجمل . والمجمل يعرفه القرافي

(١) الشريبي ، مغنى المحتاج ج٤ المرجع السابق ص ٣٠٧

(٢) لا يعتبر المستثمرون في البلدان التي ليست بها مصارف وموء سات استثمارية اسلامية في حكم المضطرين الى التعامل بالربا اذ توجد فرص الاستثمار المباشر والاتجار المشروع

(٣) احل الله البيع وحرم الربا البقرة الآية (٢٧٥)

بأنه (( الدائر بين احتمالين فصاعدا ، اما بسبب الوضع وهو المشترك او من جهة العقل )) (١) .  
ويعرفه السبكي بأنه (( ماله دلالة غير واضحة وحكمه التوقف فلا يجوز العمل باحد احتمالاته  
الا بدليل خارج عن لفظه )) (٢) .

وعليه فان البعض ذهب الى القول بان ربا القرآن مجمل لان النص قد حرم الربا وكلمة  
الربا وهى مطلق الزيادة ، لست مراده اذ لست كل زيادة محرمة ، والسنة هى المفسرة  
والموضحة لما أجمله القرآن . ولذلك وجب علينا ان نبحث فى السنه الشريفة لتوضيح ما  
أجمله النص ، ومن أكثر الاحاديث وضوحا ودلالة ما رواه ابو سعيد الخدرى لا تبيعوا  
الذهب بالذهب ..... الخ الحديث ، وما رواه عبادة بن الصامت عن بييم الذهب بالذهب (٣)  
وهى خاصة بالبيوع الربوية فانحصر التحريم فيها . اما القروض الربوية فهى تقاس عليها  
ولست اصلا فى التحريم . (٤)

والقول باجمال النص القرآنى فى شان الربا هو قول الاحناف ، (٥) كما جاء فى المجموع  
( ( اختلف اصحابنا فيما جاء به القرآن من تحريم الربا على وجهين ، احدهما انه مجمل  
فرتبه السنة وكل ما جاء به السنة من احكام الربا فهو بيان لمجمل القرآن نقدا كان أو  
نسيئة (٦) ) .

ويرى الجصاص ان الربا جُعل بمنزلة سائر الاسماء المجملة المفتقرة الى البهتان  
ولا يصح الاستدلال بعمومه فى تحريم شئ من العقود ، وقد بين النبي صلى الله عليه

---

(١) القرافى شرح تنقيح الفصول ، المرجع السابق ص ٢٧٤

(٢) ابن النجار ، شرح الكوكب المنير ، المرجع السابق ص ٤١٤

(٣) صحيح مسلم ، القاهرة دار احياء الكتب العربية عيسى البابى الحلبي ط ١٩٥٥

كتاب المصاغة باب الربا ص ١٢٠

(٤) محمد فاروق النبهان ، مفهوم الربا ، المرجع السابق ص ٨٢

(٥) صدر الشريعة الحنفى ، شرح التلويح على التوضيح ج ١ ، مكتبة ومطبعة محمد

علي صبيح - مصر ، ص ١٢٧ .

(٦) النووى ، المجموع شرح المذهب ، ج ٩ دار الفكر بيروت ، ص ٣٩١ .

ولم مراد الله بالآية نما (١) . ويعضد اصحاب هذا القول رأيهم بقول عمر بن الخطاب رضي الله عنه (( كان من آخر ما انزل الله تعالى على رسوله اية الربا فتوفى صلى الله عليه وسلم ولم يفسرها )) (٢) .

وكما اشرنا من قبل فان فريقا من الناس يريد ان يتكفى على اقوال بعض الفقهاء باجمال النص بشأن الربا في القرآن ليوهن درجة تحريم ربا القرض حتى يمكن تجاوزه بمقتضى بعض القواعد العامة كالحاجة والمصلحة ..... الخ .

وهناك فريق اخر يرى ان الربا المحرم بنص القران ليس مجملا ، باعتبار ان هذا التحريم تناول ما كان معهودا من ربا النساء وطلب الزيادة في المال بزيادة الاجل ، ثم وردت السنة بزيادة في الربا في النقد مضافا الى ما جاء به القران (٣) .

يقول ابن العربي (( جميع ما احل الله او حرم عليهم كان معلوما عندهم ، فلقد اطلق لهم حل ما كانوا يفعلونه من بيع وتجارة ، وحرم عليهم الربا وكانوا يفعلونه . ثم ان الله سبحانه وتعالى اوحى الى رسوله زيادة فيما كان عندهم فالقى اليهم وجوه الربا المحرمة في كل مقتات وثمان الاشياء مع الجنس متفاضلا )) (٤) .

ويرى اصحاب هذا الراى انه اذا خرجت الكلمة من معناها اللغوي الى معناها الشرعي فان الذي يبين ذلك المعنى ليس الحديث وانما هو الواقع الذي كان الناس يتعاملون به . والربا كلمة كانت تطلق على نوع من انواع المعاملات لم تكن مجهولة لاحد من الناس ولما جاء النص القراني بتحريم الربا ادرك الصحابة المقصود من التحريم ولم ينقل اليها ما يفيد تساؤلهم واستيضاحهم لمعناه . ويستدل اصحاب هذا الراى بحديث (( ان كل ربا موضوع واول ربا

(١) الجفاس احكام القران ج١ دار الكتاب العربي بيروت صص ٤٦٤ ، ٤٦٥ .

(٢) ابن رشد ، المقدمات ، المرجع السابق ص ٥٥ .

(٣) النووي ، المجموع شرح المذهب ، ج ٩ المرجع السابق ص ٣٩١ .

(٤) ابن العربي ، احكام القران ج١ ، تحقيق علي محمد البجاوي دار احياء الكتب العربية

عيسى اليابى الحلبي ، ط ١ ١٩٥٧ ص ٢٤٣ .



أضعه هو ربا عمى العباس )) (١) ولا يمكن ان يكون الربا الذى كان يتعامل به العباس — عبد المطلب مجهولا عند الناس • (٢) كما جاء فى الكوكب المنير (( لا اجمال فى اضافة تحريم الى عين والمرجح هو العرف )) (٣) ورغم منطوقية رأى الاخير الا انه ايا كان رأى الراجح من القولين ، فان الهدف المراد التوصل اليه من وراء القول باجمال النص القرآنى بشأن الربا لن يتحفظ بفرض يجحان أى من القولين ، وذلك لان حتى الذين قالوا بالاجمال وعلى رأسهم الاحناف يثبتون حرمة ربا القرض قياسا على البيع الربوى •

ونحاول فيما يلى ان نناقش ما أراد بعض الكتاب الوصول اليه من خلال القول بالاجمال

وهو أن أى من الحاجة والمصلحة يبيحان التعامل بالفائدة من خلال القروض •

#### أ - القول بان الحاجة تبيح التعامل بالقروض الربوية

عندما رأى البعض ان دعوى الضرورة لا تتيح لهم المنطق الكافى للتعامل بربا القرض ، لجأوا الى القول بان الحاجة الى مثل هذه المعاملات تبرر التعامل بها ، يقول السنهـورى (( الفائدة على القرض لا تعتبر ربا حقيقى بل يقتصر الامر على وجود شبهة الربا ، وهو محرم تحريم وسائل لا تحريم مقاصد ، ومن ثم يرتفع التحريم اذا قامت الحاجة - ويضيف - والحاجة الى ربا القرض هى مصلحة راجحة فى صورة معينة من صور الربا تفوت اذا بقى التحريم على اصله ، عندئذ تجوز هذه الصورة استثناءً من أصل التحريم ، فاذا ارتفعت هذه الحاجة عماد

(١) ملـم ، صحيح ملـم شرح النووى ج ٣ ، مطبعة الشعب القاهرة ، ص ٣٤٤ •

(٢) فاروق النبهان ، مفهوم الربا ، المرجع السابق ص ٤٢ ، ٤٣

- ومحمد ابو زهرة ، بحوث فى الربا ، المرجع السابق ص ٤١

(٣) ابن النجار ، شرح الكوكب المنير ، المرجع السابق ص ٤٢٠

التحريم ، وهذه الحاجة تبدأ شخمية ذاتية ثم تنتهي الى ان تكون عامة شاملة )) (١) ثم يخلص الى النتيجة التالية (( فى نظام ائتمادى راسمالى كالقائم اليوم ، روء وس الاموال فيه مملوكة للافراد تعتبر القروض الربوية هى الوسيلة الاولى للحصول على روء وس الاموال وما دامت الحاجة قائمة الى ذلك ، فان فائدة رأس المال تكون جائزة استثناءً من أصل التحريم )) (٢) وقبل ان نرد على الاستاذا لفاضل يجدر بنا الاشارة الى ان الحاجة تختلف عند الضرورة من حيث درجة الاحتياج الى الشئ ومن حيث اثر ذلك فى رفع التحريم ، فالحاجة أقل من الضرورة ولا يتوقف عليها هلاك نفس ولا ضياع مال ولا اهدار عرض ، لذلك فانها تحتاج الى نص مبيح ، فاذا جاء هذا النص يبيح الممنوع بناءً على حاجة الناس يصبح الحل عاماً لكلهم ، وذلك مثل الترخيص فى بيع العرايا وفى عقد السلم . (٣)

ونحن نختلف مع الدكتور السنهورى فى الاساس الذى بنى عليه رأيه وهو التفريق بين ربا القرض و ربا الجاهلية و ربا النسيئة ، اذ انه تفريق تحكمى لم يستند فيه الى أى نص ولا منطق مقبول ، ولقد سبق ان اوضحنا ان فائدة القرض ينطبق عليها تعريف الفقهاء للربا فى مختلف المذاهب الفقهية ، كما ان الفقهاء مجمعون على تحريمه تحريماً اصيلاً ، ولذلك فلا يمكن قبول القول بانه حرم تحريم وسائل ، ولا مجال لاستثنائه اعتماداً على أى من القواعد العامة كالحاجة مثلاً .

كما أن الدكتور السنهورى ذهب الى هذا الرأى فى محاولة ليجد حلولاً لبعض المشكلات التى خلفها النظام الرأسمالى وهى ليست مشكلات تتعلق باداء النظام الائتمادى الاسلامى وقد نجد له العذر ان ادركنا انه قال بهذا الرأى فى وقت لم تلح فى افقه أية بادرة نحو

(١) السنهورى ، مصادر الحق فى الفقه الاسلامى ج٣ المرجع السابق ص ٢٤٠ ، ٢٤١ ، ٢٤٢ ،

(٢) المرجع السابق مباشرة ص ٢٤٤

(٣) محمد فاروق النبهان ، مفهوم الربا ، المرجع السابق ص ٨٦

اقامة موء سات اقتصاوية اسلامية تقوؤ تحرير معاملاتنا التجارية والاقتصادية من الاطار الرأسمالي المفروض عليها ، مما جعله اسيرا لذلك الواقع ، الا انه اشار اشارة عابرة الى امكانية تبدل ذلك الواقع حينما قال (( الحاجة الى الفائدة لا تقوم الا فى نظام رأسمالى كالنظام القائم اليوم ، فان تغير هذا النظام - ويبدو أنه فى سبيله الى التغير - يُعاد النظر فى تقدير الحاجة ويعود الربا الى أصل التحريم ، (٢)

ب - القول بأن المصلحة تبيح التعامل بالقروض الربوية

يرى البعض اباحة اصدار وتداول السندات للمصلحة التى تعود على الفرد والدولة حيث تيسر تمويل المشروعات التنموية والانشطة التجارية وتكفل سير المرافق الخدمية ، خاصة وان المصلحة المرسله دليل من الادلة الشرعية التى يجب العمل بها . (٣) ويمكن الرد على اصحاب هذا الرأى - من وجهين ، اولهما فقهى وآاخر اقتصادى وذلك على النحو التالى :-

الوجه الاول :-

المصلحة المرسله هى المصالح الملائمة لمقاصد الشارع الاسلامى ولا يشهد

- (١) التغير الذى يشير الدكتور الى امكانية حدوثه ، صرح بانه سيكون نحو النظام الاشتراكى ، ولكن التغير الذى بدأ يحصل حقيقة كان نحو النظام الاقتصادى الاسلامى ولقد كانت نبوءة اواخر الخمسينيات ان يتحول الاطار السياسى والاجتماعى فى الدول الاسلامية نحو الاشتراكية الا ان الواقع يشير - وبحمد الله - الى بداية التحول نحو الاطار الاسلامى .
- (٢) السهورى ، مصادر الحق فى الفقه الاسلامى ج٣ المرجع السابق ص ٢٤٤ .
- (٣) معروف الدواليبى ، موء تمر الفقه المنعقد فى باريس ١٩٥١ ص ١٣٧ - انظر العبادى ، موقف الشريعة الاسلامية من المصارف الاسلامية المعاصره المرجع السابق

- و محمد يوسف موسى ، الاسلام ومشكلاتنا المعاصرة ص ٦٣ نقلا عن محمد عبد المنعم خفاجى الاسلام ونظريته الاقتصادية دار الكتاب اللبنانى بيروت ط ١ ١٩٧٣ ص ١٨٧

لها أصل خاص بالاعتبار أو الالغاء )) (١) وهو أصل مختلف فيه فلم يقره الاحناف والشافعية وأدخلوه في باب القياس ، ويرون انه ان لم يكن للمصلحة نص يمكن ردها اليه فانها ملغاه لا تعتبر . ويرى المالكية والحنابلة ان المصالح المعتبره يؤخذ بها مادامت مستوفية لشروطها اذ انها تكون محققة لمقاصد الشارع وان لم تختص بنص خاص (٢) .

ويرى الامام الشاطبي ان المصلحة المرسله يجب ان تكون ملائمة لمقاصد الشرع بحيث لا تنافي اصلا من اصوله ولا دليلا من دلائله . (٣)

فاذا علمنا ان دعوى المصلحة يجب الا تعارض نما قطعي الثبوت وقطعي الدلالة ، وان تحريم ربا القرض جاء منصوصا عليه في الذكر الحكيم ، فانه يثبت انه لا يمكن تجاوز هذا التحريم باعتبار المصلحة ، بل وتعتبر مثل هذه المصلحة المشار اليها مصلحة ملغاه لا يلتفت اليها .

الوجه الثاني :-

اما الحديث عن الاقتراض الربوي باعتباره اداة للتنمية الاقتصادية ، ودافعا لتوسيع حجم النشاط التجاري ، وموردا لتحسين حالة المرافق الخدمية ..... الخ فانه دعوى يكذبها واقع الدول النامية اليوم فقد اشارت دراسات حديثة متخصصة الى ان اضرار هذا الاقتراض الربوي تمثل فيما يلي :-

اولا : تعثر التنمية الاقتصادية . وذلك من خلال العوامل التاليه :

أ - أدى الى نقل الموارد الحقيقية للبلاد النامية الى الخارج ، وامثل لذلك بما حدث في مصر في عهد الخديوي اسماعيل حيث بيع نصيب مصر من اسهم قناة

(١) محمد ابو زهرة أصول الفقه ، دار الفكر العربي ، ص ٢٢٩ ، ٢٨٠

(٢) المرجع السابق مباشرة ، ص ٢٨٠

(٣) الشاطبي ، الاعتصام ج٢ ، المكتبة التجارية الكبرى ص ١٢٩ ، ١٣٥

السويس بـ ٤ مليون جنيه<sup>١</sup> دفعت كلها استيفاءً لما أُستحق عليها من فوائد ٠ (١)

ب - اضعاف القدرة على الاستيراد

ج - تأثيره السلبي على الادخار المحلي حيث انخفض معدل الادخار الحكومي

وزاد مستوى الاستهلاك المحلي

د - تزايد العجز في ميزان المدفوعات

هـ - ارتفاع معدل التضخم

ثانياً : تزايد التبعية الاقتصادية للخارج وذلك من خلال العوامل التالية :-

أ - ارتفاع نسبة الديون الى اجمالي الناتج المحلي

ب - زيادة التعامل التجاري مع جهات معينة

ج - الخضوع لتوجيهات المنظمات الدولية (٢)

وكما قال الامام الشاطبي (( ان المصلحة المرسله يجب ان تكون معقوله في ذاتها جرت على الاوصاف المقبولة التي اذا عُرِضت على اهل العقل تلقوها بالقبول )) (٣) ٠ فان الامر عرض عليهم وتلقوه بالرفض ولم يقبلوا ان تكون القروض الربويه جالبه للمصلحة ، وهنا يثبت الواقع المقوله الصادقة الا مصلحة البتة في تجاوز صريح النصوص الشرعية ٠

ذلك على الصعيد الخارجي ، اما على الصعيد المحلي فان كثيرا من التشريعات

المدنية العربية لجأت الى تضييق حلقة التعامل بالفوائد وذلك عندما اقرت عددا من

الخطوات لهذا الشأن منها : -

أ - منع تقاضي الفوائد على متجمد الفوائد (٤)

---

(١) انظر د ٠ يوسف العالم ، حكمة التشريع الاسلامي في الربا ، المرجع السابق ، ص ٠٣٨

لا شك ان للطريقة التي تُستخدم بها الديون اثر في زيادة او التقليل من مثل هذه المخاطر

(٢) لدراسة هذه الآثار بتفصيل ارجع الى : د ٠ رمزي زكي ، أزمة الديون الخارجية روءية من

العالم الثالث ، الهيئة المصرية العامة للكتاب ١٩٧٨ القاهرة ص ٣٤٩ الى ص ٤٠٢

(٣) الشاطبي ، الاعتماد ج ٢ ، المرجع السابق ص ١٢٩ - ١٣٥ ٠

(٤) التقنين المدني المصري مادة ٢٣٢ ، السوري مادة ٢٣٣ ، الليبي م ٢٣٥ ، العراقي م ١٧٤ ٠

ب - تحديد سقف أعلى لسعر الفائدة لا يجوز الاتفاق بين الدائن والمدين على

تجاوزه (١)

ج - عدم جواز نقاضي مجموع فوائد أكثر من رأس المال (٢)

د - ان لم يكن هناك اتفاق بين الدائن والمدين على فوائد يكون القرض بلا اجبر (٣)

وهذا الاتجاه يوميء الى اثار ضاره لنظام الفائدة لم يكن من الممكن في ظل الاوضاع السائدة

الفكاك منه بصفة نهائية ، فلجأت التشريعات الى تقييده وتضييق نطاقه .

---

(١) التقنين المصري ٧٪ ، السوري ٩٪ ، الليبي ١٠٪

(٢) المصري م ٢٣٢ ، السوري م ٢٣٢ ، العراقي م ١٧٤ ، الليبي مادة ٢٣٥

(٣) مادة ٥٤٥ مصري ، ٥٤١ سوري ، ٦٩٢ / ١ عراقي ، ٦٦ / ١ لبناني

انظر - السنهوري ، مصادر الحق ج ٣ ، المرجع السابق ص ٢٤٥ - ٢٤٧

### المبحث الثالث

رأى الفقه فى اصدار حصص التأسيس  
وفى بعض الاوراق المالية الاسلامية الجديدة

المطلب الاول : رأى الفقه فى اصدار وتداول حصص التأسيس

كما أشرنا من قبل فان حصص التأسيس هى صكوك قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة  
بغير قيمة اسمية ودون ان تمثل حصة فى رأس المال وتمنح اربابها الحق فى الحصول على جـزء  
من ارباح الشركة ، وتمنح لمن قدم للشركة خدمات اثناء تاسيسها •  
وعند التامل فى هذا النوع من الاوراق المالية نجد :-

١ / انه لا ينطبق على اصحابها وصف الشركاء فيها ، وذلك لانهم لم يقدموا ما يصلح  
لان يكون حصة ، اذ ان الحصة لا بد ان تكون مالا نقديا او عينيا او عملا مستمرا  
فى الشركة •  
جاء فى المادة (١١٣) من نظام الشركات السعودى (( لا تدخل حصص التأسيس فى  
تكوين رأس المال )) (١)

٢ / اصحاب حصص التأسيس ليسوا بدائنين للشركة لان الدين مال نقدي او غير نقدي  
تقتضيه الشركة من اربابه ، وليست الخدمات التى قدمها هوء لاء مالا نقديا  
أو عينيا ولم تقوّم بمال حتى تُحدد قيمتها لتعتبر ديناً • وحتى ان كانت ديناً فلم  
يجز الفقهاء ان يكون الدين حصة فى الشركة ، هذا اذا كان الدين معلوم مقداره  
فكيف ان لم يكن كذلك كالخدمات او الجهود • (٢)

(١) صالح المرزوقى ، شركات المساهمة ، المرجع السابق ص ٣٨١

(٢) الخياط ، الشركات ، ج ٢ ، المرجع السابق ، ص ٢٢٩ ، ١٢٣٠ •

- ٣ / لا ينطبق على حصص التأسيس عقد الاجاره ، لان الاجاره لابد فيها من العلم بمقدار الاجرة كاملة ، وان كانت مقسمة فلا بد من العلم بعدد الاقساط واجل كل قسط . وكل ذلك منتف لان لم يقرر مقدار قيمة حصص التأسيس ، وانما المقرر هو نسبة من الارباح اذا تحققت وحصل منها المساهمون على نسبة معينة ثم زاد عنها شيء يأخذه اصحاب حصص التأسيس ، فالاجرة هنا مجهولة (١) .
- ٤ / ولا ينطبق عليها كذلك عقد الجمالة وهو (( ان يتجمل جائز التصرف شيئا متمولا معلوما لمن يعمل له عملا معلوما )) (٢) وحصص التأسيس ليست معلومة وانما هي نسبة احتمالية مجهولة .

- ٥ / كما انها ليست بهبه لانها مقابل خدمات قدمت والهبة بعوض تُعد بيعا ، والبيع يشترط فيه العلم بالثمن علما يرفع الجهالة ، بينما الثمن هنا مجهول المقدار والوجود . (٣)

وبعد هذا العرض نذهب الى القول بانه لا يصح شرعا ان تصدر الشركات حصص تاسيس تاخذ حصة دورية من الارباح او ان يكون لها حق في موجودات الشركة لمخالفته للقواعد الشرعية ، ولان فيه ظلم وأكل لمال المساهمين حقيقة . ونرى أنه يُعطى المبادرون والمبتكرون وكل مسن قدم خدمات للشركة مكافأة نقدية تحسب ضمن نفقات التأسيس (٤)

---

(١) صالح المرزوقي ، شركات المساهمة ، المرجع السابق ص ٣٨٢

(٢) البهوتي ، الروض المربع ج٢ ، المطبعة السلفية ومكاتبها - القاهرة ط٦ ١٣٨٠ ص ٢٣٣

(٣) صالح المرزوقي ، شركات المساهمة ، المرجع السابق ص ٢٨٢ .

(٤) المرجع السابق مباشرة ص ٣٨٣

•• الخياط ، الشركات ج٢ ، المرجع السابق ص ٢٣١



المطلب الثانى : أوراق مالية اسلامية جديدة :

ذكرنا من قبل اننا لم نستهدف بهذه الدراسة تصميم او ابتكار ادوات مالية جديدة ،  
ليس لان تصور مثل هذه الادوات أقرب لخيال رجال الاعمال منه الى فكر الباحثين والاكاديميين  
فحسب ، ولكن لان مثل هذه الادوات تظهرها للوجود حاجات التعامل الفعلى ، وبالتالي تتبين  
خصائصها وملامحها العامة وتتضح تفصيلاتها على ضوء الواقع الذى تريد خدمته ، والحاجات  
المطلوب منها ان تفى بها .

صحيح ان واقع البيئة الاستثمارية فى العالم الاسلامى يتطلب ايجاد ادوات اكثر جدوى  
وجاذبية تدفع بمدخرات الافراد الى المشروعات الاستثمارية ، الا اننا حاولنا فى ملب هذه  
الدراسة ان نؤدى الاسهم هذا الدور عبر الارتقاء بالآداء على صعيد المشروعات نفسها وعلى  
صعيد حركة سوق الاسهم .

ولكن يمكننا الآن ان نلقى بعض الضوء على ادوات استثمارية جديدة ابتكرتها بعض  
المؤسسات الاقتصادية الاسلامية تأخذ بصورة أوأخرى صفة الاوراق المالية القابلة للتداول  
وهى ما يعرف بمكوك المضاربة الاسلامية ، ونورد فيما يلى صفتها وشروطها كما وردت فى ظهر  
المكوك نفسها ومن المحاضر الخاصة بالجهة المصدرة لها وهى دار المال الاسلامى . (١)

وذلك على النحو التالى ثم نعلق عليها بعد ذلك .

أولا : مكوك المضاربة الاسلامية الثانية

سك المضاربة الاسلامية الثانية هو سك مضاربة لحامله مدته ٥ سنوات من أول يونيو

١٩٧٩ الى أول يونيو ١٩٨٤ ميلادية . ويرفق بكل سك أربعة قسائم

(١) انظر محمد خاطر محمد الشيخ ، الفقه الاسلامى والمعاملات المالية المعاصرة ج ١ ،

مطابع الاهرام التجارية مصر ، ص ١١٤ وما بعدها .



ج - شراء المعدات والآلات وتأجيرها خلال مدة المضاربه للموء سات الكبرى

• وبيعها فى نهاية المدة لصالح المضاربه •

٤- ما يرزق الله به من ربح يوزع سنويا كالآتى:-

٩٠ • الربح لحملة مكوك المضاربة بنسبة مساهمة كل منهم و١٠% من الربح للمضارب

٥ - يجوز لحامل المك ان ينقل ملكيته لشخص آخر بتليمه له •

تقويم مكوك المضاربة الثانية

إن أهم مزايا مكوك المضاربة الإسلامية الثانية أنها أوجدت بديلا عن الأسهم يوء دى مهامها تماما ، ويتجاوز أكبر سلبياتها وهى ارتهان المساهم الذى لم يتطع تويق سهمه لسدى المشروع طول عمره • حيث يسترد حامل المك مبلغ مساهمته بعد خمس سنوات فقط مسن تاريخ بداية المضاربة • كما أن فى قابلية المك للتداول فرمه له لتغيير استثماره قبل نهاية الخمس سنوات •

كما فى ابتكار هذا النوع من الاوراق تنوع لادوات الاستثمار واطافة تثرى السوقين

• الاولية والثانوية

وفوق هذا وذلك فهى موء شر لامكانية عمل المزيد من الجهد لاستحداث ادوات استثمارية جديدة تنبع من صميم المعاملات الإسلامية ، وتغضى حاجات عملية فى مجال الاستثمار الإسلامى ، وتخرج المسلمين من الحرج الذى يواجههم من جراء التعامل بأدوات استثمارية صممت أساسا لتخدم بيئة غير إسلامية ويجدون صعوبة فى تطويعها واستخدامها فى المعاملات الاستثمارية الإسلامية •

الا ان النموذج الذى اشرنا اليه يواجه بعض الانتقادات من اهمها :-

١ / انه صمم اساسا لينشىء استثمارات غير منتجة كتمويل عمليات التجارة ، ومضرة احيانا

بالاقتصاد القومى مثل المضاربة فى العملات والسلع كما ظهر من استعراض أوجه استثماراتها

٢ / اجل المك وهو ٥ سنوات لا يسمح باقامة مشروعات حيوية تخدم الاقتصاديات المحلية كما انه لا يجعل من المك اداة استثمارية طويلة الاجل بالفعل تنوع من الادوات المطروحة في السوق .

٣. / المك لحامله ، ومعظم الفقهاء لا يجيزون ذلك للجهاالة والتنازع وضياع الحقوق .

٤ / اقتران مك المضاربة بمك القرض بما يشبه عقد الادعان امر لا نجد له مبرر اقتصادي أو شرعي ، وبالامكان زيادة رأس مال المضاربه باصدار المزيد من الصكوك .

ثانيا : صكوك مضاربة الموء سات المالية

وهي صكوك لمدة خمس سنوات اصدرتها الشركة الاسلامية للاستثمار والقيمة الاسمية

لكل مك ١٠٠ ألف دولار امريكي .

وتتشابه شروط صكوك المضاربة للموء سات المالية مع شروط صكوك المضاربة

الثانية الى حد كبير ، الا انها تفترق عنها بما يلي :-

أ - لحاملى هذه الصكوك من الموء سات المالية الحصول على نصيبها فيما يرزق اللسه

به من ربح كل ثلاثة اشهر .

ب - يجوز لحامل الصك استرداد قيمة ما همته متى شاء بعد مرور ثلاثة اشهر ، متضمنة ارباح

تلك الفتره ان وجدت

ج - لا يجوز لحامل المك ان ينقل ملكيته الا للموء ساته المالية اخرى .

ولا شك ان هذه الصكوك تعتبر اساسا طيبا لتنفيذ الدعوة الى تعاون المصارف والموء سات

الاقتصادية الاسلامية من أجل اقامة مشروعات انتاجية تخدم خطط التنمية الاقتصادية

في البلدان الاسلامية تكون الاسواق المالية محل الاكتتاب في اصداراتها وميدانا لتداول

صكوكها المالية .

ثالثا : مكوك المضاربة الرابعة للاستثمار الجارى

هذا النوع من المكوك جعل اشترك ارباب المال فيها على اساس مقدار الحصص التى يملكها كل مشترك من حصص المضاربه ، وقدرت الحصة الواحدة حين قيام المضاربة وتكوينها بمبلغ عشرة دولارات امريكية وتتغير قيمة هذه الحصة ارتفاعا أو هبوطا بما يرزق الله به من ربح أو ما يحصل من خسارة ، ويعلن عن القيمة الحقيقية للحصة فى نهاية كل شهر ميلادى . وللمشترك اذا أراد سحب جزء من امواله ان يصرف بعض حصصه بالقيمة المعلنة للحصة ، كما يمكنه ان يزيد من رأسماله بشراء بعض الحصص بقيمتها المعلنة كذلك .

ولا شك ان فائدة مثل هذه المكوك تتمثل فى التالى :-

(١) انها وفقت الى حد كبير بين دافى السيولة والربحية ونظرا لان الرغبة فى السيولة هو احساس نفسى اكثر منه حاجة عملية فان الماهم سوف تستمر ماهمته فى المضاربه طالما هي ناجحة ويكون مطمئنا تماما الى سيولتها شبه الكاملة .

(٢) لن يكون هناك فارق كبير بين القيمة الاقتصادية الحقيقية للمك و اسعار السوق الا بما يتوقع للمشروع من تقدم وازدهار ، الامر الذى يجنب التعامل فى هذه المكوك ما تعانيه معظم الاوراق المالية المطروحة فى الاسواق من تقلص لدور المعرفة الاقتصادية الحقيقية فى عملية تقويم الاستثمار ، وتضمن المتابعة الشهرية هذه وجود ادارات ذات كفاءة .

وفى ختام حديثنا عن هذه الاوراق المالية الالامية الجديدة نوء كد ان مثل هذه الاجتهادات وغيرها يمكن تطويرها فى اتجاهين اساسيين هما :-

الاتجاه الاول : خلق الاداة المنتجة التنموية الفاعلة التى تد نقما محسوبا وتلجى

رغبة البلدان الالامية فى التنمية والتطور لا مجرد وائظ مالية

وفق النموذج الغربى تهدف الى اثناء موء سات بعينها وافراد

فى مجال التجارة والمضاربات .

الاتجاه الثانى : ان تكون هذه الادوات ذات جاذبية ومرونة تقنع المدخرين وتخريهم منهاجا

وعائدا .

# الباب الثالث

هيكل ونظم وعمليات أسواق الأوراق المالية .

الباب الثالث

=====

هياكل ونظم وعمليات اسواق الاوراق المالية

=====

نتناول في هذا الجزء من البحث هيكل ادارة سوق الاوراق المالية ونظام السمررة به ، وأنواع عمليات السوق وطرق تداول الاوراق المالية وأوامر السوق واسلوب تحديد الاسعار بها .  
كما سنبين رأي الفقه الاسلامي في كل جزئية تستوجب ذلك . اما الهيكل والتنظيمات والاجراءات والتي من شأنها كفاله استقرار واستمرار وكفاءة التعامل فسوف نوكلها الى مبادئ الاسلام العامة مثل تحقيق المصلحة وضرورة الاتقان وعدم الاضرار وفق الظروف الاقتصادية السائدة من غير حاجة الى اطلاق احكام فقهية بالصحة أو البطلان .

ويتكون هذا الباب من الفصول التالية :-

- الفصل الاول : الهيكل الاداري لاسواق الاوراق المالية ونظام السمررة فيها .
- الفصل الثاني : اوامر اسواق الاوراق المالية وطرق التداول .
- الفصل الثالث : عمليات اسواق الاوراق المالية وطرق تحديد الاسعار واهم مؤشرات اسعار الاسهم في الاسواق العالمية .

الفصل الاول

الهيكل الاداري لاسواق الاوراق المالية - قانون نظام المصرة بها



## الفصل الاول

### الهيكل الادارى لسواق الاوراق المالية ونظام السمررة بها

نتناول في هذا الفصل طرق ادارة اسواق الاوراق المالية ونظم السمررة بها وراى الفقه الاسلامى في نظام السمررة المعمول به في مختلف اسواق الاوراق المالية العالمية ، وذلك على النحوالتالى :-

- المبحث الاول : الهيكل الادارى لسواق الاوراق المالية -
- المبحث الثانى: نظام السمررة في اسواق الاوراق المالية •
- المبحث الثالث : رآى الفقه الاسلامى في نظام السمررة المعمول بها في اسواق الاوراق  
المالية

المبحث الاول

=====

الهيكل الادارى لاسواق الاوراق المالية

نعنى بالتنظيم الادارى لاسواق الاوراق المالية ذلك الهيكل التنظيمى المنوط به اصدار القرارات واللوائح وتنظيم العمل وكل ما من شأنه ان يكفل لسوق الاوراق المالية الاستمرار والانضباط واجراء المعاملات فى يسر وسهولة .

وسنعرض فيما يلى نموذجاً للهيكل الادارى لاسواق الاوراق المالية جاهدين على ان يكون قاسماً مشتركاً بين معظم الاسواق القائمة اليوم حتى تتبين لنا الملامح العامة للشكل الادارى لمعظم اسواق الاوراق المالية فى العالم .

المطلب الاول : الادارة العليا لاسواق الاوراق المالية

يكون على قمة الهرم الادارى لاسواق الاوراق المالية عادة لجنة عليا تختلف تسميتها وطريقة تعيينها من سوق لآخر ، تخطع بمسئوليه ادارة ومراقبة سوق الاوراق المالية وتتمتع بسلطات واسعة لضمان تحقيق مصلحة المتعاملين فيها وضمان سمعة حسنة لها . ولكى تؤدى ذلك الدور بنجاح فهى تتعهد بتنفيذ القوانين واللوائح المنظمة للتعامل فى السوق ، وتراقب مدى التزام الاعضاء بتلك القوانين واللوائح، ولها ان تتخذ من الاجراءات ما تراه يسهم فى دعم فاعلية السوق ، وما يصحح اى انحراف او تقصير فى تطبيق اللوائح .

وتسمى مثل هذه اللجنة فى سوق نيويورك للاوراق المالية مجلس الحكام (١) له رئيس و(٢) مدير عام (٣) . ويتألف هذا المجلس من ثلاثة وثلاثين عضواً منهم ثلاثة يمثلون جمهور المتعاملين ويتمتع بمصالحات واسعة جداً وتتفرع عنه عدة مصالح فرعية للاشراف على تنظيم العمل وهى:-

Board of Government

Chirman

President

(١)

(٢)

(٣)



على سلامة تكوين واداء الشركات المساهمة (١)

اما سوق فرانكفورت فيدار بواسطة مجلس محافظين يتكون من ٢٢ عضواً ويُنْتَخَبُ اعضاءه كل ثلاثة سنوات ، وتنحصر مهمته في قبول تسجيل الشركات والافراد في السوق ، ووضع شروط التداول ، وفرض القواعد التي تحكمه ، وممارسة الصلاحيات التنظيمية داخل القاعة . ويمارس مجلس المحافظين هذا صلاحيته عبر عدد من اللجان منها لجنة التحكيم ولجنة القبول (٢) اما سوق طوكيو للأوراق المالية وهي على شكل شركة مساهمة تاهم فيها مؤسسات الواطة المالية براسمال قدره ١٤٠ الف دولار امريكي لكل مؤسسة عضو . وتخضع السوق لاشراف وزارة المالية وتدار بواسطة مجلس محافظين مكون من ٢١ عضواً على التفصيل التالي :-

١ - اثنا عشر عضواً يجرى انتخابهم من بين ممثلى الاعضاء العاديين . (٣)

٢ - خمسة اعضاء دائمين يحظر عليهم تداول الاوراق المالية

٣ - اربعة اعضاء يُنتخبون لتمثيل جمهور المستثمرين .

ويتمتع مجلس المحافظين بصلاحيه اصدار اللوائح والتشريعات المتعلقة بعملية التبادل في السوق ، ولتنظيم نشاط الشركات الاعضاء في السوق ، كما له صلاحية فصل او تجميد نشاط اى من الاعضاء من اجل المحافظة على مستوى من السمعة الحسنة ، وخلق التجانس بين اعضاء

---

(١) Stonham Paul, Major Stock Market of Europe, Gower Publishing Company Limited 1981 P 225 .

- و احمد السيد جاير ، بورصات الاوراق المالية ، المرجع السابق ص ١٢٦ ، ١٢٧

(٢) صغفق الركيبى ، الاسواق المالية العالمية وانظمة التداول بها ، محاضرات دورة تدريب الوسطاء ، سوق الكويت للأوراق المالية ، ص ٣

(٣) تتكون عضوية سوق طوكيو للأوراق المالية من :-

أ - اعضاء عاديون وهم عبارة عن شركات مالية ينحصر عملها في شراء وبيع الاسهم في ردهة السوق

ب - اعضاء اسياتورى ، وهم شركات تعمل كوسيط بين الاعضاء العاديين ويتخصص كل منهم

في سهم او اسهم معينة ولا يُسمح لهم بالعمل لحسابهم الخاص .

السوق ؛ كما انه مخول لرسم السياسة العامة للسوق وينتخب مجلس المحافظين باغلبية ثلثي اعضائه رئيسا تنفيذيا للسوق لا يُسمح له بممارسة الاعمال المتعلقة بشراء وبيع الاوراق المالية طوال مدة رئاسته .

ويمارس مجلس المحافظين مهامه عبر اللجان التالية وهي :-

لجنة العضوية ، لجنة المالية ، لجنة العمليات التجارية ، لجنة التخطيط ولجنة الرقابة

وللرئيس صلاحية تشكيل لجان متخصصة عند الحاجة .

اما سوق هونج كونج للاوراق المالية فهو عبارة عن شركة عامة محدودة ، ويتكون من ١٢٢ عضوا

محليا و ١٢ عضوا خارجيا ، ويبلغ رسم العضوية ٥ الاف دولار هونج كونج ، واشترك شهرى قدره

٥٠ دولار هونج كونج . ويدار السوق من قبل لجنة مكونة من تسعة اعضاء من بينهم رئيس ونائب رئيس

السوق ، ويجرى انتخابهم سنويا بواسطة الجمعية العمومية لاعضاء السوق . ومن وظائف هذه

اللجنة نشر القواعد المنظمة للعضوية ، والضابطة للتبادل ، وتسجيل الاوراق المالية

ومنع وقوع انتهاكات فى القواعد والنظم . ويساعد لجنة السوق الرئيسية فى اداؤها لمهامها

عدد من اللجان الفرعية تسهم فى قرا رات اللجنة ، وتقوم بالرقابة على السوق ، وتضطلع

بالدراسات والبحوث اللازمة (١) .

ويتولى ادارة سوق بيروت لجنة مؤلفة من ١٢ عضوا مدة ولايتها ٤ سنوات ، يجرى انتخاب

نصف اعضائها من الاعضاء الذين يحق لهم دخول ردهة التداول وذلك على النحو التالى :-

ممثلان عن المصارف وممثلان عن السماسرة وممثل عن الشركات المساهمة المقبولة اسهمها

فى السوق ، وممثل عن المراقبة ويتم تعيين بقية الاعضاء بمرسوم يصدر بناء على اقتراح من

وزير المالية . وتنتخب اللجنة من بين اعضائها رئيسا للسوق وتشرف هذه اللجنة على ادارة

السوق وتراقب سير عملها ، يساعدها فى ذلك عدة لجان فرعية كلجنة قبول المكوك المالية،

---

(١) المرجع السابق مباشرة ص ص ٢ ، ٤ .

ولجنة التأديب (١) .

وتسمى سوق الاوراق المالية بالمغرب بـ ((بورصة القيم بالدار البيضاء))  
وهي مؤسسة اعتبارية تتمتع بالانتقلال المالي وتخضع لرقابة وزارة المالية ، ويرأس الجهاز  
التنفيذى لها مدير يُعين بمرسوم ملكى ، وتدار من قبل مجلس ادارة مكون من عشرة اعضاء يمثلون  
مختلف القطاعات الاقتصادية الرئيسية . ويخضع تنظيم سير السوق الى مكتب فنى مكون من  
سنة اعضاء برئاسة ممثل بنك المغرب ، ومن ضمن اختصاصات هذا المكتب وضع نظام داخلى  
للسوق ، وتقرير ادراج الاوراق المالية فى المعاملات وشطبها ، والقيام بالرقابة على الوسطاء  
والتأكد من مدى تقيدهم بالقوانين واللوائح والانظمة . (٢)

#### المطلب الثانى : لجان اسواق الاوراق المالية :

وبعد ذلك الاستعراض السريع لشكل ومهام الادارة العليا لاسواق الاوراق المالية فى عدد من دول  
العالم ، والذي غطى تقريبا كل القارات واهم الاسواق المالية ، نعود لنذكر بشئ من التفصيل  
اهم اللجان الفرعية التى تساعد الادارة العليا فى تنظيم عمليات التبادل فى اسواق الاوراق المالية  
وقد تختلف مسميات هذه اللجان من سوق لآخر ، الا ان المهام التى تؤدىها تتماثل الى حد بعيد  
واهم هذه اللجان ، اللجان التالية :-

#### ١ - لجنة التأديب :

تختص لجنة التأديب بالنظر فيما يقع من مخالفات لاحكام وقوانين السوق ولوائحها  
وبالنظر فى المسائل التى تمس حسن سير العمل واستتباب النظام فى السوق . وتنظر اللجنة فى  
هذه المسائل بمبادرة منها ، او بناءً على شكوى مقدمة من أى طرف ، او بطلب من ادارة السوق

(١) مراد كاظم ، البورصة ، المرجع السابق ، ص ٧٤ ، ٧٥ .

(٢) دراسة الهيئة العربية لضمان الاستثمار وسوق عمان المالي عن اسواق الاوراق المالية العربية

المرجع السابق ، ص ٣٤٨ .

او من طرف حكومى مخول ..... الخ • وللجنة التدابير الحق فى مراجعة الدفاتر والمستندات الخاصة بالعضو المحلل اليها اذا ما استدعى التحقيق ذلك • وتدرج العقوبات التى يمكن ان تقرها اللجنة من الانذار والغرامة الى الوقف والشطب •  
وتتالف لجان التدابير عادة من اللجنة الادارية العليا للسوق ومستشارين قانونيين ، وتتميز القرارات التى تصدرها بانها نهائية وغير قابلة للاستئناف فى بعض الاسواق .

#### ثانيا : لجنة التحكيم :

---

تختص لجنة التحكيم بالفصل فى المنازعات التى تقع بين اعضاء السوق والمندوبين والوسطاء ، او بين هؤلاء ، وى من العملاء ، ويعتبر اللجوء اليها اختياريا وغير ملزم ، كما ان حكمها لا يلزم اى من طرفى النزاع ، الا انه ينذر ان يرفض احد حكمها نظرا للخبرة القانونية والعملية للقائمين بامرها ، الامر الذى يجعلهم على استعداد لتفهم النزاع والبيت فيه بما لا يحوط الى طعن غالبا • كما ان اللجنة نفسها غير ملزمة بالفصل فى المنازعات حتى ولو كان الامر برضاء الطرفين وذلك اذا ما رات انها ليست جهة الاختصاص

#### ثالثا : لجنة التسعيرة :

---

تسعيرة الاوراق المالية هى الوثيقة الاصلية التى تعلن عن الاسعار التى تم بموجبها تداول فعلى للاوراق المالية المقيدة بالسوق • وتقوم لجنة التسعيرة باعداد تلك الوثيقة ونشرها والتى تتضمن عادة المعلومات التالية :-

- ١ - انواع الاوراق المالية المتداولة •
- ٢ - العدد المتداول منها •
- ٣ - الاسعار التى تتم التداول بها •
- ٤ - اسعار الفتح •
- ٥ - اسعار المفضل •

٦ - بالنسبة للاوراق المالية ذات الدخل الثابت تذكر اسعار الفائدة ومقدار الضريبة

عليها وموعد استحقاقها .

٧ - بالنسبة للاوراق المالية ذات الدخل المتغير يُذكر مبلغ ورقم اخر قيمة اقتطعت

ونائج تادية القوائم .

وتتضمن التسعيرة الرسمية لبعض الاسواق ملخصا عن فاعلية بعض الشركات الكبيرة ،

والعمليات التي عقدتها هذه الشركات فيما يتعلق بالاسهم والسندات المادرة عنها .

ولجدول التسعيرة فائدة تعود على العميل اذ يطمئن الى السعر الذي نفذ به الصيار عمليته

فتتاح له الفرصة لمناقشته ان لم ينفذ امره بتاتا ، او نفذه بسعر مخالف لما جاء في التسعيرة

كما انه بواسطة جدول الاسعار هذا يتمكن الجمهور من معرفة احوال السوق واتجاهاتها ، وتكوين

رأى اقرب الى الصحة عن توقعاته لمستقبلها . (١)

#### رابعا : لجنة قيد الاوراق المالية :

تنحصر مهمة هذه اللجنة في قبول طلبات الشركات التي ترغب في ادراج اوراقها المالية

في جدول التسعيرة ، وتطبيق المعايير والشروط التي تطلب اللائحة العامة للسوق او اي تنظيم

اخر قانوني او اداري توفرها في هذه الطلبات . ثم تقرر اللجنة بعد ذلك قبول او رفض تلسك

الاوراق . فاذا ما قررت قبولها مثلا عمدت الى ادراجها في الجدول بعد ان تقوم الشركة المعينة

بدفع المبالغ المقررة في اللوائح كرسوم اشتراك وتسجيل وغيرها . ويتضمن قرار قبول الورقة

المالية - عادة - عدد الاوراق المقبولة وقيمتها الاسمية وارقاصها . وعند اي اصدار جديد لورقة

مالية مقبولة يجب تقديم طلب قيد جديد خلال مدة محددة . واذا ما قررت اللجنة رفض طلب

قيد الورقة المالية او توقفت عن الفصل فيه مؤقتا فتنبس بعض لوائح اسواق الاوراق المالية

على ان يكون القرار مسيبا ، الا انها تسمح للشركة ذات الشأن ان تطعن في القرار امام محاكم

مختمة لتفعل في الامر بصورة نهائية . كما انه يجوز بصفة عامة لاي شركة يلحقها ضرر نتيجة

لاحساسها بتحمل اللجنة العليا عليها ، او خطئها او تقصيرها ، او اهمالها ، ان ترفع

(١) مقبل جميعي ، الاسواق والبورصات ، المرجع السابق ، الصفحات ١٦٣ ، ١٦٤ ، ٢٨٨ .

- ومراد كاظم ، البورصة ، المرجع السابق ، الصفحات ٥٤ ، ٥٥ ، ٨٤ .



دعوى قضائية بالتعويض .

كما تمارس هذه اللجنة وظيفة اخرى وهى شطب الاوراق المالية من جدول التسعيرة ، وذلك اذا ما انطبق عليها اى من الشروط التى توجب ذلك والمقررة فى لائحة السوق (١) .

#### خامسا : لجنة قبول السماسرة :

---

يخضع قبول السماسرة فى معظم قوانين ولوائح اسواق الاوراق المالية الى تحديد دقيق للشروط اللازمة لذلك ، والى تفصيل واسع لانواع واختصاصات هؤلاء السماسرة ، الامر الذى يجعل صلاحيات لجنة قبول السماسرة غير واسعة بل مقيدة ومحددة الا انها تسهم بفاعلية فى المسائل الاجرائية المتعلقة باختيارهم من معايير ووضع الامتحانات وتصحيحها والقيام بجمع المعلومات اللازمة للتأكد من سمعة المرشح الاخلاقية والتجارية ، ومتابعة اجراءات قبولهم وقبول معاملتهم رسميا كوسطاء ماليين فى السوق (٢) .

#### سادسا : لجنة المراقبة :

---

زاد فى الاونة الاخيرة الاهتمام بمراقبة اعمال السوق حماية لها من مظاهر الزيف والغش والخداع ولذلك توجد لجان تقوم بمراقبة اعمال السوق - باختلاف مسمياتها - فى معظم اسواق الاوراق المالية وتراقب هذه اللجان صحة تنفيذ القرارات واللوائح ، وحن اتباع الانظمة ، وتراقب نشاط التداول فى القاعة ، وتتاكد من درجة التزام السماسرة بتنفيذ اوامر عملائهم ، وتراجع حساباتهم وتتاكد من عدم ممارسة السماسرة غير المسموح لهم بالمناجرة لحسابهم الخاص لهذا العطل . كما تتاكد من جدية المعاملات واكتمال اجراءات التسليم والتسلم ، وغير ذلك من الانشطة التى تؤدى مهمة الرقابة . وتحيل اللجنة كل المخالفات بتقارير مستوفية الى اللجنة العليا للسوق لتقوم باتخاذ

---

(١) مراد كاظم ، البورصة ، المرجع السابق ص ص ٨٦ ، ٨٧ .  
- مقبل جميعى ، الاسواق والبورصات ، المرجع السابق ، ص ٢٧٤ .  
(٢) انظر الى الجزء الخاص بنظام السماسرة فى اسواق الاوراق المالية من هذا البحث .

الاجراءات اللازمة في مثل هذه الحالات .

سابعاً : غرفة المقاصة :

---

يعهد الى غرفة المقاصة تسوية المعاملات بين الباعين والمشتريين او بين الدائنين والمدينين وذلك وفق قواعد ونماذج معتمدة ، وذلك تهيئاً لاجراءات التعامل في السوق ، واحتياطاً ضد الخلفات المتوقعة .

والى جانب هذه اللجان الادارية ، هناك مكاتب ووحدات واجهزة قمد من انشائها تطوير وتسهيل وحماية التعامل مثل وحدات البحوث والدراسات الاقتصادية ، واللجان المالية التي تمويل نشاط لجان السوق من خلال تنظيمها للرسوم والعمولات وضبط نفقات ادارة السوق ، وهناك لجان الاعلام والمعلومات وغيرها من الوحدات المشابهة .

## المبحث الثاني

=====

### نظام السمررة في اسواق الاوراق المالية

=====

نعني بنظام السمررة تلك الاسس والقواعد التي تُنظم على اساسها مهنة السمررة في اسواق  
الاوراق المالية ، والقيود التي ترد على ممارستها ، وقواعد اختيار القائمين بها وحدود صلاحياتهم  
..... الخ . مما سوف نوضحه لاحقا .

ويكون هناك تداخل في تناولنا لهذا الموضوع بين ما هو قائم فعلا وبين رؤانا لما يجب  
ان تكون عليه مهنة السمررة في اسواق الاوراق المالية ، علما بان بعض هذه الرؤى قد تكون  
متوحاة مباشرة او غير مباشرة من بعض النظم التي تعمل وفقها بعض اسواق الاوراق المالية  
القائمة .

كما اننا سنعرض وبتفصيل راي الفقه الاسلامي في مبدا مزاولة مهنة السمررة ، وفي بعض  
القواعد التي ارتضيت لتنظيم هذه المهنة حتى نقر ما لايتعارض مع الشرع الاسلامي ونستبعد  
ما نرى عدم صحته شرعا .

اما النظم والتي يقصد بها تطوير عمل هذه المهنة في غير ما تعارض مع قواعد الشرع الاسلامي  
فوف نقترحها ونقرها دونما حاجة الى البحث عن اصل فقهي لها باعتبارها داخلة فيما يمكن  
تسميته بقاعدة اتقان العمل .

وسوف نتناول نظام السمررة في اسواق الاوراق المالية على النحو التالي :-

المطلب الاول :- تعريف السمار والوظائف والخدمات التي يقوم بها السامرة .

المطلب الثاني :- قصر التعامل داخل المقصورة على السامرة وحدهم .

المطلب الثالث :- أنواع السامرة .

المطلب الرابع : مساعدوا السامرة .

المطلب الخامس :- معايير اختيار السامرة .

المطلب السادس :قواعد عامة لضمان حسن اداء السامرة لوظيفتهم .

المطلب السابع :- عمل السامرة في شكل شركات .

المطلب الأول : تعريف السمار والوظائف والخدمات التي يقوم بها السمار .

اولا : تعريف السمار -

=====

السمار (( هو شخص ذو مؤهلات محددة ومواصفات معينة ، يتلقى اوامر العملاء بالبيع او الشراء ، ويقوم وبمعاونة مساعديه بتنفيذها لهم داخل المقصورة مقابل سمرة ( عمولة ) محددة باللائحة . ويجوز له ان يمارس مهنته هذه منفردا ، او كشريك متضامن في شركة اشخاص او شركة عامة غير محدودة المسؤولية )) (١) .

ويتعين على السمار عند تنفيذ اوامر عملائه ان يلتزم تعليماتهم والا يحيد عنها حتى ولو لم يكن هناك ضرر ناتج عن حيده هذه . كما عليه ان ينفذها بالدقة والمهارة المعتادة في المهنة والا امكن مساءلته لقاء (٢)

ثانيا : الوظائف والخدمات التي يقوم بها السمار :

=====

كما وضح من خلال تعريفنا للسمار ان وظيفته الاساسية هي تنفيذ اوامر العملاء ببيع او شراء الاوراق المالية مقابل عمولة تحددها لوائح السوق ولا شك ان عمية تنفيذ الاوامر بالشراء او البيع وفي ظل الثقة والعلاقة المتميزة بين السمار وعميله تتضمن عملية استشاره فنيية يقدمها السمار لعميله (٣) وذلك لان السمار يكون اكثر معرفة بالمركز المالي للمشروع مصدر الورقة المالية ، وحجم مساهمته في الناتج القومي ، ومقدار ارباحه المحققة والموزعة ، وحجم

---

(١) انظر ملكية عريان ، البورصة ، المطبعة المصرية مصر ط ٢ ص ١١

- و على شلبي ، بورصة الاوراق المالية ، المرجع السابق ص ٧٨

- و احمد السيد جابر ، اسواق الاوراق المالية ، المرجع السابق ص ٣٤

(٢) المرجع السابق مباشرة ص ٤٩

(٣) يمكن ان يكون السمار وسيطا للبايع والمشتري في صفقة واحدة وعليه ان يقدم النصح

لكلا الطرفين .



- ٦ - استخدام التفويض فى عمليات الشراء والبيع للعملاء • وهى من الخدمات التى يقدمها السمار لعملائه الذين يملكون محافظ اوراق مالية لدى المصارف • وفى حالة البيع يعطى العميل تفويضا الى السمار لاستلام الاسهم من حسابه لدى المصرف مقابل ايداع قيمة هذه المبيعات فى حسابه الجارى بالمصرف ، وفى حالة الشراء يعطى العميل تفويضا الى سماره بان يسحب قيمة الاوراق المالية من حسابه الجارى بالمصرف مقابل ايداع الاوراق المالية المشتره • ويحتاج استخدام التفويض فى عمليات الشراء والبيع الى اموال كثيرة يجب توافرها لدى السمار لانه قد يودع مبالغ كبيرة لدى المصرف ولمدة قد تستغرق اكثر من ٢٤ ساعة حتى يتمكن من سحب الاسهم المباعة من العميل وتليمها الى عميل او سمار اخر • وكذلك فى حالة الشراء فقد يدفع السمار مبالغ كبيرة الى سمسرة اخرين لاستلام الاوراق المالية المشتره لحساب العميل ، ثم يودعها فى محفظة العميل لدى المصرف ثم بعد ذلك يسحب قيمتها من الحساب الجارى للعميل بالمصرف •
- ٧ - فتح حسابات جارية للعملاء ، حيث يودع العميل مبلغا لدى السمار ليتمكن من الاستفادة من عامل السرعة المطلوبة عند تنفيذ عملياته •
- ٨ - واخيرا فان نشاط السمسرة يودى الى تخفيض تكاليف التعامل فى الاصول المالية الميسرة والمتمثلة فى شرائها والاحتفاظ بها وبيعها • ويتأتى هذا الموفر من ناحيتين :-
- أ - ناحية حجم العمليات التى يقومون بها ، والذى يكون حجما كبيرا عندما توزع عليه جملة التكاليف يكون نصيب كل وحدة (( التكلفة المتوسطة )) من الاوراق المالية صغيرا بالمقارنة بالتكلفة المتوسطة التى تتحملها كل وحدة من الاوراق المالية فى العمليات الصغيرة المناظرة التى قد يقوم بها المدخرون النهائيون بانفسهم •
- ب - ومن ناحية عدد مرات قيامهم بعمليات البيع والشراء فانها تكون اقل من عدد المرات التى يقوم فيها المدخرون بعمليات مشابهة • وبالطبع فان تخفيض عدد العمليات يعنى تخفيضا فى تكاليف القيام بها (١) •

(١) عبد النعيم مبارك ، النقود والصرافة والسياسات النقدية ، مؤسسة شباب الجامعة

فضلا عن توفير الوقت في اتمام العمليات في سوق الاوراق المالية من بيع وشراء ونقل ملكية وايداع وخلافه وذلك لخبرة السمار في هذه العمليات ومعرفته باسهل واقصر الطرق لاتمام العمليات ، والوقت يعتبر ذو قيمة لدى رجال الاعمال .  
ومما سبق يتضح ان السمار سواء كانوا افرادا ام في شكل شركات وبيوت سمرة ، يقومون بعدة خدمات لها اهميتها في تشجيع الاستثمار في الاوراق المالية ، وتسهيل الاجراءات التي تتطلبها ، واداء الخدمات المرتبطة بها (١) .

المطلب الثاني : قصر التعامل داخل المقصورة على السمار وحدهم :

تنص معظم ان لم يكمل كل قوانين اسواق الاوراق المالية على وجوب وساطة السمار المعتمدين في عمليات بيع وشراء الاوراق المالية . وابطال كل تعامل لا يتم عبرهم .  
ففي البلاد الانجلوكونية لا تقبل فاتورة عن الاوراق المالية الا اذا كانت صادرة من سمار معتمد . وفي فرنسا ينص القانون التجاري على امتياز السمار في اجراء هذا التعامل (٢) .  
وفي الكويت تقضى المراسيم المنظمة لعمل السوق بوجوب اتمام تبادل الاوراق المالية داخل قاعة السوق وبوساطة احد الوسطاء المقيدين لديه ، كما تقصر هذه المراسيم اعمال الواسطة على الشركات المرخص لها بذلك (٣) . وفي مصر نص القانون التجاري في المادة ٧٤ على انه لا تعد عمليات بيع وشراء الاوراق المالية صحيحة الا اذا تمت عن طريق السمار المعتمدين من

(١) رشيد صادق ابراهيم ، بيوت السمرة في الاوراق المالية ، رسالة ماجستير لم تنشر قدمت بكلية التجارة بجامعة القاهرة ١٩٦٦ ص ٨٦ - ٩٩ .  
(٢) على شلبي ، بورصة الاوراق المالية ، المرجع السابق ص ٧٦  
(٣) القوانين والمراسيم والقرارات الوزارية المتعلقة بسوق الكويت للاوراق المالية ، المرجع السابق ، ص ١٥٠ ، ١٥٥ .

قبل لجان اسواق الاوراق المالية (١) .

ويرى البعض ان قصر التعامل في الاوراق المالية على الممارسة وحدهم لا يعتبر مجرد امتياز او احتكار ، وانما هو ضرورة لمهام دقيقة يجب الا يمارسها الا المختصون لخطورتها وانعكاساتها الخطيرة على مستوى النشاط الاقتصادي .

ومن وجهة نظر خاصة فاني ارى ان قصر التعامل على الوسطاء املتت اعتبارات عملية وفنية ومصلحة قومية .

فمن الناحية العملية فان قصر تنفيذ اوامر ورغبات المستثمرين على مجموعة متخصصة وملتزمة بقواعد واجراءات تفهمها جيدا ، من شأنه ان ينظم مثل هذا النوع من التعامل وينجز اكبر حجم من المعاملات في اقل زمن ممكن دون اي اخلال باى رغبة ممكنة التحقيق لاي من العملاء . كما يسهل ذلك من عملية اعداد البيانات والاحصاءات عن حجم التداول والاعمار التي تم بها ، كما ان المدخرين ليس لهم الوقت الذي يتيح لهم فرمة الوجود بالسوق ليتفاوض كل منهم عما يود بيعه او شراؤه . كما انه توجد استحالة في تسجيل اعمار التعامل .

ومن الناحية الفنية فان تحديد الاسعار لا يتم عن طريق التقاء كل الطلب مع كل العرض ، بل يشكل كل متعامل طلبا او عرضا قائما بذاته . ويقل في مثل هذه الحال المؤسسات التي تعنى بتحليل البيانات الصادرة عن الشركات وتقويم اعمالها وارشاد المستثمرين نحو الفعاليات المنتجة .

وفيما يختص بالمصلحة القومية فان قصر التعامل على الوسطاء الملتزمين بقواعد المهنة يحول دون الاتار الضارة المتمثلة في انعدام الرقابة المباشرة على معاملات السوق وانطلاق الاسعار لتهدد احيانا استقرار السوق دون القدرة على تحديد حدود دنيا وعليا لتقلبات الاسعار .

وقد ينتج عن التعامل دون الوسطاء اشتداد موجات المضاربة والتي تظل بمبدأ التخمين الامثل للموارد المالية المتاحة ، وبصفة عامة فان مزايا قصر التعامل على الوسطاء تمل لان تكون هي نفسها مزايا وجود سوق الاوراق المالية المنظمة .



المطلب الثالث : انواع السماسرة :

ليس هناك تصنيف واحد لانواع السماسرة تلتزمه كل اسواق الاوراق المالية فى العالم ، ويختلف الامر من سوق الى اخرى ، ولذلك فضلنا ان نبحث انواع السماسرة فى عدد من الاسواق الغربية والعالمية كل على حدة امليين ان يعطينا ذلك فكرة واضحة عن انواع السماسرة بصفة عامة .

اولا : أنواع السماسرة فى سوق نيويورك :

يوجد فى سوق نيويورك للاوراق المالية ستة انواع من السماسرة هم :-

١ - السماسرة بعمولة (١)  
=====

وهم الفئة التى يتعامل معها الجمهور ، وعن طريقها يتم تنفيذ اوامر العملاء بالبيع والشراء مقابل عمولة تحددها اللائحة .

٢ - سماسرة السندات (٢)  
=====

وتختص هذه الطائفة بالتعامل فى سندات القروض سواء كانت حكومية او صادرة عن مؤسسات وشركات خاصة ولا يَمنع وجود هذه الفئة سماسرة الاسهم من التعامل بالسندات أيضا .

٣ - تجار المقصورة (٣)  
=====

تتعامل هذه الطائفة من السماسرة لحسابها ولا يُسمح لها بالتعامل مع الجمهور أو باقى السماسرة . وهى تجرى عمليات بيع وشراء سريعة لتستفيد من فروق الاسعار دون حاجة للاحتفاظ بالاوراق المالية لمدة طويلة ، لذلك نجدهم يعملون جهودهم على تصفية مراكزهم فى نهاية

- 
- |                      |     |
|----------------------|-----|
| Commission Brokers . | (١) |
| Bond Brokers         | (٢) |
| Floor Traders        | (٣) |

يوم التعامل حتى يتجنبوا دفع الفوائد عن تمويل مشترياتهم .  
وهذه الطائفة غير متخصصة في التعامل باوراق معينة ، بل تعمل على انتهاز الفرص التي  
تتيحها حركة التعامل في اي نوع من الاوراق المالية ، فاذا ما فطن افرادها بخبرتهم الى عرض  
غير عادى من ورقة معينة وادركوا ان هذه الحالة لن تبقى طويلا وان عدم التوازن الحاصل بين  
العرض والطلب لن يستمر الا قليلا اقبلوا على الشراء من هذه الورقة وبمجرد ان يزداد الطلب  
عليها وتبدأ اسعارها في التحسن يبيعون ما اشتروه مكتفين بفرق طفيف قد لا يتجاوز عادة ٢٥  
سنت ( ربع دولار ) .

#### ٤ - ممارسة المقصورة (١)

=====

مسئولية هؤلاء الممارسة تتركز في تنفيذ الاوامر التي يعهد اليهم بها باقى الممارسة مقابل  
عمولة ثابتة تعادل دولارين عن كل ١٠٠ ورقة مالية . ويحدث هذا في الفترات التي يزداد فيها  
النشاط بدرجة لا تمكن هؤلاء الممارسة من تنفيذ الاوامر التي لديهم بانفسهم ، وذلك بسبب  
كثرتها أو تنوعها .

#### ٥ - المتخصصون : (٢)

=====

يتخصص هؤلاء في نوع او انواع معينة من الاوراق المالية ، ويجمعون بين عمل ممارسة  
المقصورة وتجار المقصورة ، فهم يقومون بتنفيذ اوامر بيع وشراء لصالح الممارسة بالعمولة  
ويجوز لهم كذلك عقد الصفقات لحسابهم الخاص وتحت مسؤوليتهم ، وفي جميع الاحوال ليس  
لهم حق التعامل مع الجمهور .

#### ٦ - ممارسة الصفقات الصغيرة - (٣)

=====

يتخصص افراد هذه الطائفة في التعامل في الصفقات الصغيرة الى تقل وحدة التعامل فيها عن

---

Floor Brokers	(١)
Specialists	(٢)
Odd - lot Brokers	(٣)

١٠٠ سهم وهو الحد الأدنى المطلوب في سوق نيويورك لبرام الصفقات .

ولقد أُوجد هذا النوع من التعامل في اعقاب زيادة الوعي الادخاري والادخاري والادخاري لدى الطبقات المتوسطة واقبالها على شراء الاسهم والسندات في حدود امكاناتها ، وحتى لا يقف كبر الحجم الأدنى اللازم لبرام الصفقات حائلا دون تعامل هذه الطبقات في الاوراق المالية وُضع هذا النظام للتعامل في الصفقات الصغيرة .

ولا يتعامل مباشرة الصفقات الصغيرة مع الجمهور وانما يكون تعاملهم مع السامرة بالعمولة فهم الذين يتلقون اوامر عملاتهم بالبيع او الشراء ويقوم هؤلاء بابلاغها للمتعاملين في الصفقات الصغيرة الذين يتولون تنفيذها من محافظهم ان كانت الاوراق المالية المطلوبة متوفرة لديهم .  
اما اذا لم تكن متوفرة لديهم فانهم يقومون بشراء اقرب رقم من ارقام وحدات التعامل ثم يقومون بتجزئتها .

وكذلك الحال عندما يتلقون اوامر البيع فيقومون بشراء المعروض عليهم لحساب محافظهم ثم يجمعون هذه الصفقات الصغيرة لاقرب رقم من ارقام وحدات التعامل ثم يعرضونها للبيع (١)

ثانيا : انواع السامرة في سوق لندن للاوراق المالية:

يوجد في سوق لندن نوعان من السامرة هم :-

١ - السامرة لحسابهم ( جويير ) :

=====

يقتمر تعامل السامرة لحسابهم في الاوراق المالية بيعا وشراء مع اعضاء البورصة (٢)

وليس لهم اية اتصال بالجمهور ، لذلك فهم يتعاملون لحسابهم الخاص ويتحملون نتائج

تقلبات الاسعار التي تحدث والنتائج التي تترتب على انكماش او رواج التعامل في السوق .

(١) احمد السيد جابر ، المرجع السابق ، ص ٤٥ - ٥٩ .

- ومراد كاظم ، المرجع السابق ، ص ٦٦ ، ٦٧ .

- Leffler , The Stock Market.OP cit chaps 7, 12, 15 .

(٢) اي معال jobbers وال Brokers ومن ينوب عنهم فقط .

وعادة ما يتخصص كل منهم في نوع معين من الاوراق المالية كأن تكون اسهم شركات قطاع  
او صناعة معينة ، او نوع معين من السندات ولذلك فان قاعة التداول في سوق لندن مقسمة الى  
عدة اقسام ، كل قسم منها مخصص لنوع معين من الاوراق المالية .  
ويتم التعامل بان يسأل السماسر او من ينوب عنه الجوبير (1) عن سعر الورقة التي يرغب  
في التعامل بها دون ان يذكر له عما اذا كان بائعا او مشتريا . هنا يقوم الجوبير باعطاء سعريين  
احدهما الاعلى وهو السعر الذي يبيع به (offer) والاخر الادنى وهو السعر الذي يشتري به  
( bid ) ، وقد يعطيه سعرا واحدا بائعا او مشتريا . فاذا ما قبل السماسر او من ينوب عنه  
ايا من هذين السعريين التزم الجوبير ان يبيع له او يشتري منه الكمية التي تتحدد بالاتفاق بين  
الطرفين ، فاذا لم تتحدد الكمية تتم الصفقة بالكمية التي جرى العرف على ان تكون وحيدة  
التعامل في مثل الورقة موضوع الصفقة .

## ٢ - السماسرة لحساب الغير : (( بروكر )) =====

وهم تلك الطائفة من السماسرة التي تتلقى اوامر العملاء بالبيع او الشراء ويقومون بتنفيذها  
عن طريق الجوبيرس نظير عمولة محددة . وهم الوحيدون الذين لهم حق التعامل مع الجمهور  
افرادا كانوا ام مؤسسات (٢)

ثالثا : أنواع السماسرة في سوق عمان المالي :

يمكن ان يكون الوسطاء في سوق عمان المالي شخصا طبيعيا او شخصا اعتباريا ، وتنقسم

---

(1) jobber ويطلق عليه بعض الكتاب اسم المياوم -

(٢) Stonhann Paul , Major Stock Markets Of Europe , Gower

Publishing Company Limit d 1981 P 219 - 222 .

- واحمد السيد جابر ، المرجع السابق ص ٣٢-٣٥

- وصراد كاظم ، المرجع السابق ص ٦٤ ، ٦٥ .

اعمال الوفاة فيها الى الانواع التالية :-

- ١ - ويط العمولة .
- ٢ - ويط يتعامل لصالح محفظته المالية
- ٣ - ويط مغطى لاصدارات الاوراق المالية الجديدة
- ٤ - ويط بائع لاصدارات الاوراق المالية الجديدة .
- ٥ - ويط مستشار مالى للاستثمار فى الاوراق المالية (١)

كان ذلك عرض لانواع الممارسة فى الاوراق المالية فى الاسواق التى اوجدت نوعا من التجديد والتنوع فى أنواع ومهام وملاحيات الممارسة، اما معظم الاسواق الاخرى فقد اكتفت بدور السمار بالعمولة والممنوع بنص اللوائح من ادارة اية عمليات لصالحه او لصالح اقربائه وحيث تماما وظيفة السمار .

المطلب الرابع : مساعدا الممارسة :

مساعدا الممارسة هم الاشخاص الذين يساهمون فى اجراء الصفقات تعاونا مع الممارسة داخل المقصورة ، او توصيلا لاوامر العملاء الى ممارستهم ، او كسبا لعملاء جدد لصالح بسمار معين ورغم تشابه وظائفهم الا ان تسميتهم قد تختلف من سوق لاخرى .

وبصورة عامة فان اهم الطوائف التى تساعد وتعاون الممارسة فى آدائهم لوظيفتهم هى :-

اولا : المندوبون الرئيسيون :  
=====

المندوب الرئيسى هو مستخدم يعمل باجر لدى احد الممارسة ليعاونه فى تنفيذ الاوامر داخل المقصورة . ولا يجوز له العمل الا باسم السمار الذى يتبع له او لحسابه وتحت مسئوليته ، ولا يجوز له ان يكون طرفا فى العمليات التى يعقدها السمار ولا ان يعمل لحسابه (٢)

---

(١) هاشم الصباغ ، سوق الاوراق المالية الاردنية ، المرجع السابق ص ١٦٣ .  
(٢) على شلبي، المرجع السابق ص ٨١ - مراد كاظم ، المرجع السابق ص ٤٤ .

ويسمى المندوبون الرئيسون في سوق لندن بالكتابة المفوضون • (١)  
وتشترط بعض قوانين اسواق الاوراق المالية فيمن يرشح كمنذب رئيسى او وسيط شروطا  
تتعلق بالاهلية القانونية والكفاءة الفنية والخبرة المناسبة والنزاهة •

ثانيا : الوسطاء الماليون :

=====

الوسيط اداة اتصال بين العميل والسماز فيتلقى اوامر البيع او الشراء من العميل  
ويبلغها الى السماز الذى يتبع له حيث لا يجوز له ان ينتمى الا لسماز واحد • ويحصل الوسيط  
على حصة من عمولة السمرة لا تتجاوز نصف المحمل من عمولة العمليات المعقودة بواظته  
ويعتبر مسئولاً امام السماز عن هذه العمليات •  
ويرى البعض ان اهمية الوسيط تنبع من وثيق صلته بالعملاء ، ومعرفته لحاجاتهم وميولهم  
بدرجة اكبر من معرفة السماز الذى ينفذ لهم عملياتهم البيا • كما ان وقتسه لايسمح له  
بالالتصالح الشخصى بالعملاء ، لذلك فان وجود الوسيط ضرورى لجلب  
اكبر عدد منهم •

ويتشهد من لا يرى ضرورة لوظيفة الوسيط هذه بما اكتشفته السلطات المصرية من ان  
الوسطاء يغفرون اشخاصا بعيدين عن سوق الاوراق المالية وبخاصة طبقة الموظفين ويدفعونهم  
الى المضاربة ، الامر الذى اضطر السلطات المصرية فى عام ١٩٢٥ الى ابطال مهنة الوسيط ،  
وحظرت على السماز قطعيا دفع اى جزء من السمرة لاي شخص يجلب له عميل •  
وبالرغم من صحة تلك الواقعة ، الا ان الوسطاء تحايلا على الحظر المفروض عليهم بان  
قيودوا انفسهم صوريا كمندوبين رئيسيين لدى السمازة مع استمرارهم فى جلب العملاء مقابل  
مقامة السماز فى العمولة ، حيث اُكتُشِفَ ان ٩٩% من السمازة المقيدين يلجأون الى خدمات  
الوسطاء عن هذا الطريق الملتوى ، مما اضطر السلطات المصرية للاعتراف بوجود الوسطاء  
فى لائحة ١٩٣٣ • ويطلق على الوسطاء الماليين بمهاهم هذه فى سوق لندن اسم الكتابة غير  
المفوضين (٢)

- Authorised clerks  
- Un Authorised clerks

(١)

(٢)

ويشترط لقبولهم هم والكتبة المفوضون موافقة مجلس ادارة السوق على التحاقهم  
ببيت السمرة الذي يتبعون له .

وفي ختام حديثنا هذا عن المندوبين الرئيسيين والوسطاء الماليين تجدر الاشارة الى ان  
لوائح بعض اسواق الاوراق المالية تعتبر السمار بالتزامن مع المندوبين الرئيسيين والوسطاء  
الماليين التابعين له مسئولين عن الغرامات التي يحكم بها عليهم ، كما انه محظور عليهم  
اقتناء اسرار العملاء ، او اعطاء اية معلومات عنهم لاية جهة كانت (١) .

#### المطلب الخامس : معايير اختيار الممارسة :

---

تطلب معظم ان لم يكن كل اسواق الاوراق المالية في العالم شروطا ومعايير يجب ان تتوفر  
في كل مرشح حتى يمكن قيده كسمار في السوق ، وتتماثل تلك الشروط والمعايير الى حد  
كبير ، ويمكن الاشارة بصورة عامة ودون الدخول في التفصيلات الى اهم هذه الشروط وهي :-

#### اولا : شروط تتعلق بالحالة المدنية :

---

ومفاد هذه الشروط تتمتع المرشح بجنسية البلد التي يرغب في مزاوله عمله فيها ، وبلوغه  
سنا معينة ، وتمتعه بالاهلية القانونية .

#### ثانيا : شروط تتعلق بالنزاهة وحسن السيرة :

---

وذلك مثل الا يكون قد اشهر افلاسه من قبل ، والا يكون قد حكم عليه لجناية او جنحة او سرقة  
او نصب او خيانة امانة او تزوير او مخالفة قوانين النقد ، او مخالفة لوائح وقوانين سوق الاوراق  
المالية ، مالم يترد اليه اعتباره .

#### ثالثا : شروط تتعلق بالكفاءة المالية :

---

وتنحصر في امتلاكه لرأس مال يثق المسئولون في كفايته لضمان المبالغ التي قد تكون مطلوبة  
منه سواء للعملاء او للجنة السوق ولتحصيل الغرامات المالية وللوفاء بالمبالغ المطلوبة

---

(١) انظر : - يس عبد الحميد ، المرجع السابق ، ص ٤١ ، ٤٢ =

• كتامينات

وتظهر اهمية هذا الشرط بالنسبة للاسواق الاوراق المالية فى الغرب وفى اليابان وهونج كونج حيث يتحتم على بعض السامرة كما اشرنا دفع مبالغ كبيرة فى حالتى الشراء والبيع نيابة عن عملائهم ، ثم تحميلها منهم عقب فترة قد تقصر او تطول وتزداد اهمية هذا الشرط بالنسبة للسامرة المسموح لهم بعقد الصفقات لمالح محافظهم الخاصة •

رابعا : شروط تتعلق بالكفاءة الفنية :

وتتمثل فى ضرورة حصول المرشح على حد ادنى من التعليم غالبا ما تكون البكالوريا (( الشهادة الثانوية )) وهؤلاء يُطلب منهم اثبات خبرة فى مجال يتعلق باسواق الاوراق المالية لمدة غالبا ما تكون ثلاث سنوات على الاقل ، اما الحاصلون على شهادات جامعية فتَحَقَّق مدة التدريب والخبرة لهم الى فترة سنة واحدة غالبا (١) •

وتجدر الاشارة الى انه لا يُشترط فى سوق لندن ونيويورك حصول المرشح على اية شهادات علمية معترف بها او سابق خبرة وتدريب ، الا انه قد يظهر ذلك فى قدرة المرشح على اجتياز المعايير المطلوبة -

خاما : شروط اجرائية :

وتتمثل فيما يلى :-

- ١ - اجتياز اختبار تحريرى او شفوى او كليهما •
- ٢ - الحصول على نسبة محددة من اصوات لجنة السوق فى اقتراع سرى •

= د على شلبي ، المرجع السابق ص ٨٢ ، ٨٣ ، ٨٤ •

• حمراد كاظم ، المرجع السابق ، ص ٤٥، ٤٤ •

- وملكىة العريان ، المرجع السابق ص ١٣ •

- واحمد السيد جابر ، المرجع السابق ، ص ٣١ •

(١) الهيئة العامة لسوق المال مصر ، نشأة سوق المال المصرى ، المرجع السابق ص ١٣ ، ١٤ •



٣ - دفع رسم يختلف من سوق لآخرى •

٤ - تقديم كفالة مالية او شخصية •

وفي الاواق التي يتحدد فيها عدد السماسرة بعدد معين لا يمكن تجاوزه كما في لندن ونيويورك يتطلب الامر الحصول على حق الحلول او الاستخلاف مكان عضو متقيل او متقاعد او متوفى وعادة ما يشتري هذا الحق بثمن يتفاوت حسب نشاط السوق (١) •

المطلب السادس : قواعد عامة لضمان حسن اداء السماسرة لوظيفتهم :

ان المتعاملين في سوق الاوراق المالية لا يعرفون بعضهم بل يكفي ان يعطى العميل امره الى سماره ليقوم الاخير بتنفيذ العملية ، ولما كان اصحاب العلاقة المباشرة المشترون والبائعون لا يقومون بانفسهم بمراقبة العمليات كان من الضروري حماية مصالحهم ووضع القواعد التي تكفل هذه الحماية (٢)

ومن القواعد التي يمكن عن طريقها اصباغ بعض الحماية للعملاء ، وتكفل لحد ما حسن اداء

السماسرة لوظيفتهم ما يلي :-

اولا : عدم عمل السمار في غير اعمال سوق الاوراق المالية :

تحظر لوائح بعض الاواق على السمار وزوجته العمل في اية مناشاة تتعامل في بيع وشراء الاوراق المالية او ان يكون له صالح فيها • وبالنسبة للمرشحين الجدد فان قيامهم او زوجاتهم بهذا العمل او وجود ذلك الصالح يحول دون قبولهم كسماسرة • ويسرى هذا الحكم ايضا فيما لو رغب العضو او المرشح الاشتغال في وظائف الادارة او الاستشارة لدى مجالس شركات الاستثمار •

(١) احمد سيد جابر ، المرجع السابق ، ٤١ •

(٢) مراد كاظم ، المرجع السابق ، ص ٤١ •

ثانيا : أحكام تنظيمية لتعامل الاعضاء مع بعضهم :

تحظر لوائح بعض اسواق الاوراق المالية تكوين شركات بين نوعين مختلفين من السامرة  
 كان تكون بين السامرة بالعمولة والسامرة الذين يعملون لحسابهم الخاص ، فلا تكون الشركة  
 الا بين اعضاء ينتمون الى طائفة واحدة \* وذلك حتى لا تحول المصلحة الخاصة لاي من اعضاء الطائفتين  
 او كليهما دون تحديد السعر العادل للسمار الذي يعمل لمصلحته واحسن سعر ممكن للعميل \*  
 ثانيا : يحظر على السامرة تنفيذ اية صفقة لعميل يعلمون انه سبق له عدم الوفاء بالتزاماته  
 لعضو اخر ، مالم يحصلوا على موافقة سابقة من لجنة السوق بالتعامل مع هذا العميل \*  
 ثالثا : يحظر على السمار ان يكون سمارا وطرفا مقابلا في الصفقة في وقت واحد ، فلا يشتري  
 من عميله او يبيع له لانه في هذه الحالة سوف يربح على حساب هذا العميل من عملية البيع  
 والشراء لانه يكون يحكم وضعه على علم كامل باحوال السوق واتجاهاته فيستطيع ان يبق بالشراء  
 او بالبيع ثم يحيل على عملائه معاملته هذه ، بجانب ما سوف يتحمل عليه من عمولة السامرة  
 كما انه يقوم احيانا بدور مستشار الاستثمارات لعملائه ، وفي هذه الحالة فقد ينحرف بنميجته  
 ليتخلص من اوراق معينة او ليكسبها ، ولا تكون مصالح العميل في هذه الحال قد روعيت في  
 اوسع الحدود كما يجب \*

رابعا : يمتنع على السمار تحقيق ارباح مستترة من تنفيذ اوامر عملائه ، كان يخره بانسه  
 باع له بسعر اقل من السعر الحقيقي الذي نفذ به العملية ، ولو اكتشفت هذه الحالة فانه يلزم  
 برد فرق الربح مع خضوعه للعقوبات التي تحددها اللوائح لمثل هذه الحالة \*  
 خامس : لا يجوز لاي سمار اجراء عمليات تطبيق في مكتبه ، وعملية التطبيق \* هي (( ان يتلقى  
 امر شراء بسعر معين وكم محدد لسهم معين ثم يتلقى من عميل اخر امر بيع لنفس السهم بذات  
 السعر ونفس الكمية ، فيقوم السمار بتنفيذ العملية لهما تلقائيا \* دون ادخال هذه الاوامر  
 الى المقصورة )) وتوجب اللوائح ضرورة تنفيذ هذه الاوامر عن طريق المقصورة حيث يوجد مجال  
 اوسع للحصول على احسن سعر للعميل \* (١) \*

سادا : ضرورة تنفيذ جميع الصفقات داخل ردهة السوق وفي مواعيد العمل الرسمية ، والامتناع

(١) احمد السيد جابر ، المرجع السابق ، الصفحات ٢٨ ، ٤٠ ، ٤٢ ، ٥٠ \*

- عن الوساطة خارج الردهة او فى غير اوقات العمل .
- سابعاً : الامتناع عن اى عمل من شأنه ترتيب او المساهمة فى ايجاد معاملات وهمية لا تؤدى الى انتقال حقيقى للاوراق المالية محل الصفقة .
- ثامناً : عدم افشاء اية معلومات لها صفة السرية تكون قد وصلت اليه بحكم عمله . وعدم نشر اية تعليقات او اراء بشأن اسعار الاوراق المالية واتجاهاتها باية وسيلة كانت . (١)

#### المطلب السابع : عمل الممارسة فى شكل شركات :

فى جميع فقرات حديثنا السابق عن الممارسة كنا نقصد بكلمة الممارسة اولئك الذين يزاولون اعمالهم فرادى ، او الذين يزاولونها فى شكل شركات . وتنص قوانين بعض الدول كمصر والاردن وامريكا على امكانية مزاوله اعمال السمره فى شكل شركات او بوساطة افراد وذلك حسب نظم وقواعد تختلف من دولة لآخرى . ففى مصر يُسمح بالاضافة الى مزاوله عمل السمره على شكل افراد ، بمزاولتها على شكل شركات تضامن او توصية وذلك وفقاً للشروط التالية :-

- ١ - ان توافق لجنة السوق على عقد الشركة وعلى كل تعديل يطرأ عليه وخصوصاً ما يتعلق منه بتكوين راس المال ، او بتغيير حصص الشركاء المتضامنين او الموصين .
  - ٢ - ان يكون الشركاء المتضامنون ممارسة .
  - ٣ - الا يقل راس مال الشركة عن ١٠ الف جنيه
  - ٤ - الا يقل ما يملكه كل سمار فى راس المال عن ثلاثة الاف جنيه (٢)
- اما فى سوق عمان المالى فقد حدد النظام الداخلى للسوق شروط قبول الوسطاء بنوعين من الاشخاص هم الاشخاص الطبيعية (( الافراد )) ، والاشخاص المعنوية (( الشركات )) .

---

(١) القوانين والمراسيم والقرارات الوزارية المتعلقة بسوق الكويت للاوراق المالية ، المرجع

السابق ص ١٥٦ .

(٢) الهيئة العامة لسوق المال مصر ، هيكل سوق المال بمصر ، المرجع السابق ص ٢١ .

وحتى ١٩٨٢ فقد بلغ عدد الشركات الوسطة (( المرة )) العاملة في سوق عمان ٢٧ شركة مجموع رؤوس أموالها حوالي الـ ٤٠ مليون دينار اردني (١) ، منها ٨ شركات مساهمة عامة و ١٧ شركة مساهمة خصوصية ، وشركتين عامتين عاديتين .

ويتحدد العمل المسموح به لكل شركة على ضوء رأسمالها فمثلا لا يُسمح للشركات المساهمة الخصوصية الصغيرة والشركات العامة العادية القيام بتعهد الاصدارات ، او ان تكون بائعاً لهذه الاصدارات ، وذلك لصغر حجم رؤوس أموال هذه الشركات ، ولذا فقد اقتصر عملها على الوسطة بالعمولة ، والوسطة بالبيع والشراء لصالح محافظتهم المالية .

كما يحظر على الشركة التي يقل رأسمالها عن ١٠٠ الف دينار من التعامل لصالح محافظتها المالية . واستهدف هذا الاجراء تخيير شركات الوسطة التي يقل رأسمالها عن ١٠٠ الف دينار اما برفع رأسمالها للاستفادة من ميزة التعامل لصالح محافظتها ، او الابقاء على رأسمالها كما هو وتخسر بالتالي ميزة التعامل لصالح محافظتها المالية .

كما تمنع الشركات التي يقل رأسمالها المدفوع عن  $\frac{1}{4}$  مليون دينار عن ممارسة اعمال تغطية اصدارات الاوراق المالية ، وذلك لان القيام بهذا العمل يتطلب رأس مال ضخم نسبياً يمكنها من القيام بهذه المهمة وتحمل المخاطر المترتبة عليها .

ولقد تم في عمان في عام ١٩٨٢ اغلاق باب الترخيص لشركات مسرة جديدة ، لشعور الممثلين بان عدد الشركات المصدق به يناسب حجم العمل . ولذا يمكن القول بان ادارة السوق اتبعت سياسة الباب المغلق المفتوح للتخيير لشركات الوسطة حتى يتناسب عدد وطبيعة عمل هذه الشركات مع الطاقة الاستيعابية للسوق ، وتطوره وتنوع عملياته . (٢)

اما في سوق نيويورك فيسمح بقيام اعمال المسرة في شكل شركات بالاضافة الى القيام بها كافراد . ويمكن لهذه الشركات ان تكون شركات تضامن او شركات مساهمة ولا بد من الحصول على موافقة مجلس المحافظين (( لجنة السوق )) على تكوين هذه الشركات ، ويتم ذلك بعد فحص

(١) الدينار الاردني يعادل ٣ دولار امريكي تقريبا في ١٩٨٦ م

(٢) هاشم المياغ ، سوق الاوراق المالية الاردنية ، المرجع السابق ص ١٦٣ - ١٦٥ .

عقد الشركة وعمل التحريات اللازمة عن رأس المال والذي تقرر حده الأدنى بخمسين الف دولار وعن الشركاء، حيث لا يصبح شريكا متزامنا او مساهما الا بعد الحصول على موافقة مجلس المحافظين (١) الا ان الامر يختلف في سوق الكويت للاوراق المالية حيث لا يُسمح بمزاولة اعمال الوساطة الا للشركات المرخص لها بذلك ، ومعنى ذلك استبعاد الافراد نهائيا من القيام باعمال الوساطة ويُشترط في الشركة التي يُرخص لها بالقيام باعمال الوساطة ما يلي :-

١ - ان تكون شركة كويتية مساهمة ، او ذات مسئولية محدودة ، وجميع الشركاء فيها من

الكويتيين .

٢ - الا يقل رأس مالها المدفوع عن ١٠٠ الف دينار .

٣ - ان تقدم كفالة مصرفية سارية المفعول وفقا لما تقرر له لجنة السوق .

٤ - الا يكون مديرها ، او الشركاء المفوضين بادارتها ، او القائمين باعمال الوساطة فيها قد أُعلن عن اقلال اي منهم او حُكِم عليه في جريمة مخلة بالشرف او الامانة او أُحيل الى تسوية المعاملات المتعلقة باسهم الشركات التي تمت بالاجل (٢) ما لم يكن قد رُد اليه اعتباره (٣) .

ويبلغ عدد شركات الوساطة المقيمة بسوق الكويت للاوراق المالية حتى نهاية ١٩٨٤ احدى عشر

شركة وساطة (٤) .

ويجدر بنا ونحن نختم الحديث عن نظام السمررة في اسواق الاوراق المالية ان نشير الى الملاحظات

التالية :-

١ - تسمح لوائح بعض اسواق الاوراق المالية للممارسة بانشاء مكاتب فرعية في المدن التي لا

(١) احمد السيد جابر ، المرجع السابق ص ٤٧ ، ٤٨ .

(٢) وذلك ابان اشتداد المضاربات في سوق المناخ .

(٣) المراسيم والقوانين والقرارات الوزارية ، المرجع السابق ص ١٥٥ .

(٤) اسواق الاوراق المالية في البلاد العربية ، دراسة سوق عمان المالي والهيئة العربية لضمان

الاستثمار ، المرجع السابق ، ص ٢٧٨ .

- تُوجد بها سوق للأوراق المالية ، تقوم بتلقى الأوامر وإبلاغها إلى المكتب الرئيسي وتتلقى نتائج العمليات وتبلغها إلى العملاء على أن يشرف على إدارتها ممارسة مقيمين دون\*
- ٢ - كون الممارسة في بعض البلاد كمصر قديما وبلجيكا وفرنسا نقابات الممارسة لترعى مصالحهم وتدافع عن حقوقهم ، وترقى بمهنة الوساطة ، وتعتمد سبل التعاون بين الممارسة.
- ٣ - يشطب السمار من عضوية سوق الأوراق المالية سواء كان فردا ام شركة بالانتقال او الوفاة او العجز عن العمل ، او توقيفه عن دفع الرسوم بصورة متكررة ، او صدور قرار من لجنة السوق يقضى باستبعاده لاي سبب كان .

### المبحث الثالث

#### دراسة فقهية لنظام السمسرة في أسواق الأوراق المالية

تعرضنا فيما سبق الى الاس والقواعد التي تنظم على اساسها مهنة السمسرة في اسواق  
الاوراق المالية ، ونعرض الان تلك القواعد والاس على احكام الفقه الاسلامي ، فنستبعد ما  
يتعارض معها او نعدله ، ونستحب ما ليس فيه تعارض حتى يمكننا ان نوصل منها شرعيا  
يحكم مهنة الواطة في اسواق الاوراق المالية ، وذلك على النحو التالي :-

المطلب الاول : التكييف الفقهي لعقد السمسرة •

المطلب الثاني : هل تصح الوكالة باجسر •

المطلب الثالث : اهليه اطراف العقد •

المطلب الرابع : حقوق وحكم عقد السمسرة

المطلب الخامس : مخالفة السمار لامر العميل •

المطلب السادس : شراء السمار وبيعه من نفسه وموكليه واقاربه

المطلب السابع : هل يجوز للسمار ان يكلف سمارة اخر بانجاز الصفقة ؟

المطلب الاول : التكييف الفقهي لعقد السمسرة :

لا تُعتبر كلمة السمسرة من الالفاظ المتحدثة فلقد أُتعملت بمدلولها اللغوي والاصطلاحي

من قديم •

فعن قيس ابن ابي غرة الكناني قال (( كنا نبتاع الاوساق فخرج علينا رسول الله صلى الله

عليه وسلم فمانا بالتجارة )) (١) •

(١) الترمذي ، الجامع الصحيح ج ٣ شركة ومطبعة مصطفى البابي الحلبي ، تحقيق محمد

فؤاد عبد الباقي ط ٢ ١٩٦٨ م ص ٥٥ •

- وسئل ابن عباس كيف يكون بيع حاضر لباد ؟ فقال ان يكون له سمارا (١) .
- كما جاء في شرح الفاظ البخارى (( السمار هو القيم بالامر الحافظ له ، ثم غلب استعماله في متولى البيع والشراء مقابل اجرة )) (٢) .
- وشرح معنى السمار في لسان العرب بانه ((القيم بالامر الحافظ له ، قال الاعشى
- فاصبحت لا استطيع الكلام  
سوى ان اراجع سمارها
- وفي البيع اسم الذى يدخل بين البائع والمشتري متوسطا لامضاء البيع (٣) ))
- كما جاء في القاموس المحيط (( السمار المتوسط بين البائع والمشتري ، وقيل مالك الشئ وقيمه والسفير بين المحبين والمصدر سمرة والجمع سمارة (٤) ))
- فاذا ادركنا ان السمرة فى اوراق الاوراق المالية تعنى التوكيل الذى يعطيه العميل لوسيطه لبيع او شراء اوراقا مالية معينة ، فانه ليس من الصعب علينا ان نكيف عقد السمرة على انه عقد وكالة بالبيع والشراء مقابل اجرة . وحتى يتضح الامر فلنستعرض تعريف عقد الوكالة فى مختلف المذاهب الفقهية ونقارن بينه وبين عقد السمرة .
- يعرف الاحناف الوكالة بانها (( تفويض التصرف والحفظ الى الوكيل )) (٥)
- كما يعرفها المالكية بانها (( نيابة ذى حق " الموكل " غير ذى امره " اى غير صاحب امانة " ولا عبادة " لا تكون فى العبادة " لغيره " اى الوكيل " فيه " اى فى الحق " غير مشروط بموته " اى فى حياته فقط " )) (٦)

---

(١) صحيح مسلم بشرح النووي ج ١٠ ، المطبعة المصرية ومكتبتها ، القاهرة ص ١٦٣ ، ١٦٤ .

(٢) صحيح البخارى ج ٢ ، ضبط وترقيم مصطفى ديب البغا ، دار القلم دمشق بيروت ودار الامام البخارى دمشق ط ١ ١٩٨١ حديث رقم ٢٠٥٥ ص ٢٥٨

(٣) ابن منظور ، لسان العرب ج ٦ ، المطبعة الاميرية بولاق ، ط ١ ١٣٠٠ هـ ص ٤٦ ، ٤٧ .

(٤) الفيروز ابادى ، القاموس المحيط ج ٢ ، دار الجيل بيروت ص ٥٣ .

(٥) الكاسانى ، بدائع الصنائع ج ٦ دار الكتاب العربى بيروت ط ٢ ١٩٧٤ ص ١٩

(٦) الامام مالك ، المدونة الكبرى ج ٤ ، دار صادر بيروت ص ٢٤٤ ، ٢٤٥ .



كما يعرف الشافعية الوكالة بانها (( تفويض شخص لغيره ما يفعله عنه حال حياته مما يقبل النيابة شرعا )) (١) .

اما الحنابلة فهم يعرفونها بانها (( استنابة جائز التصرف مثله فيما تدخله النيابة )) (٢) .  
وتنطبق هذه التعاريف الاربعة على عقد السمرة باعتباره اناية صاحب الحق شخصا ذا اهلية بيع أو شراء ما يخصه من اوراق مالية .

والوكالة بالبيع والشراء جائزة بالكتاب والسنة ، اما الكتاب فقولته تعالى (( فابعثوا احدكم بورقكم هذه الى المدينة فلينظر ايها اركى طعاما فليأتكم برزق منه )) (٣) .

والسنة ما روى عن حبيب بن ثابت عن حكيم بن خزام (( ان النبي صلى الله عليه وسلم بعثه ليشتري له اضحية بدينار ، فاشترى اضحية فابح فيها دينار فاشترى اخرى مكانها فجاء بالاضحية والدينار الى الرسول صلى الله عليه وسلم فقال : ضح بالشاة وتمدق بالدينار )) (٤) .

كذلك ما روى عن عروة بن الجعد قال : (( عرض للنبي صلى الله عليه وسلم جلب فاعطاني دينارا فقال : يا عروة ائت الجلب فاشتر لنا شاة ، فاتيت صاحبه فاشترت شاتين بدينار فجئت اسوقها واقودها فلقيني رجل بالطريق فاومني فبعت منه شاة بدينار ، فاتيت النبي صلى الله عليه وسلم بالدينار والشاة ، فقلت : يا رسول الله هذه ديناركم وهذه شاتكم ، قال : ومنعت

---

(١) الرملى ، نهاية المحتاج ج ٥ ، شركة ومطبعة مصطفى البابى الحلبي مصر ، الطبعة الاخيرة ١٩٦٧ ، ص ١٥ .

(٢) البهوتى ، كشاف القناع ج ٢ ، عالم الكتب بيروت ، ١٩٨٣ ص ٤٦١ .

(٣) سورة الكهف الايسنة (١٩)

(٤) ابو داود ، سنن ابي داود ج ٣ تحقيق محمد محيي الدين عبد الحميد . المكتبة التجارية الكبرى مصر ط ٢ ١٩٥٠ ص ٣٤٨ .

- قال الشوكانى رواه الترمذى وقال لا تعرفه الا من هذا الوجه ، وهو منقطع لعدم سماع حبيب

من حكيم ، وفى اسناده مجهول .

- الشوكانى ، نيل الاوطار ج ٥ شركة ومكتبة مصطفى البابى الحلبي ، الطبعة الاخيرة ص ٣٠٤ .

كيف ؟ ، قال فحدثته الحديث ، فقال : اللهم بارك له في صفقة يمينه )) (١) .

المطلب الثاني : هل تصح الوكالة بالاجر ؟

قد يقول قائل ان دلالة الاية والحديث تقتصر على التوكيل بالشراء والبيع دون عوض ، بينما نحن عرفنا السمرة في سوق الاوراق المالية بانها عقد وكالة بالبيع والشراء مقابل اجرة او ما يطلق عليه عمولة السمرة ، فهل يصح ذلك ؟

ويرد على هذا بالقول ان فقهاء المذاهب الاربعة وغيرهم اختلفوا على صحة الوكالة بالاجر معلوم ، وندلل على قولنا هذا بالعرض التالي لاراء المذاهب الفقهية :-

الفقه الحنفي :-

جاء في المادة ١٤٦٢ من مجلة الاحكام العدلية ( اذا اشترطت لاجرة في الوكالة ووافها الوكيل استحق الاجرة ، واذا كانت فائدة استحق اجر المثل ، اما اذا لم تشترط في الوكالة اجرة ولم يكن الوكيل ممن يخدم بالاجر ————— مرة كان متبرعا ) (٢) .

الفقه المالكي :-

ويرى المالكية ان الوكالة تجوز باجرة وبغير اجرة ، جاء في المدونة (( قلت : هل يجوز اجر المسار في قول مالك ؟ قال : نعم ، سالت مالكا عن الجزاز (٣) يدفع اليه الرجل المال ليشتري له به ————— ويجعل له في كل مائة يشتري له بها بزازا ثلثة ————— دنان ————— ، قال :

(١) الشوكاني ، نيل الاوطار ج٥ المرجع السابق مباشرة ص ٣٠٤ .

- يقول الحديث اخرجه الترمذي وابن ماجه ، وقال النووي اسناده صحيح لمجيئه من وجهين .  
الترمذي ، صحيح الترمذي بشرح ابن العربي ج٦ ، المطبعة المصرية بالازهر ط١ ١٩٣١م ص ١٦

(٢) على حيدر ، درر الحكام شرح مجلة الاحكام ج٣ ، تعريب فهمي الحيني ، مكتبة النهضة  
بيروت ، بغداد ، ص ٥٧٣ .

(٣) الجزاز بائع الاقمشة . انظر الزبيدي ، تاج العروس ج٤ دار مكتبة الحياة بيروت ص ٨

لا بأس من ذلك )) (١) .

الفقه الشافعي :-

ويرى الشافعية ان الوكالة تجوز بجعل او بغير جعل ولا يصح الجعل الا ان يكون معلوما (٢) .

الفقه الحنبلي :-

ويرى الحنابلة كذلك جواز التوكيل بالاجر ، جاء فى المبنى (( ويجوز ان يستاجر سمارا يشتري

له ثيابا ، وهى منفعة مباحة تجوز النيابة فيها فجاز الاستئجار عليها )) (٣) .

كما جاء فى فتح البارى فى باب اجر السمرة ما يلى ( قال ابن سيرين وابراهيم : لا بأس

باجر السمار اذا اشترى يدا بيد ، وسئل عطاء عن السمرة فقال لا بأس بها ) (٤) .

---

(١) الامام مالك ، المدونة الكبرى ، المرجع السابق ، ص ٤٥٦

- وابن جزى قوانين الاحكام الشرعية تحقيق طه سعد ، مصطفى الهوارى ، عالم الفكر  
القاهرة ط ١٩٧٥ ص ٣٤٥ .

- وابن عرفة ، حاشية الدوقى على الشرح الكبير ج ٣ ، دار احياء الكتب العربية  
القاهرة ص ٣٩٧

(٢) النووى ، المجموع شرح المذهب ، التكملة الثانية ، ج ١٤ دار الفكر ص ١٦٨

- والرملى ، نهاية المحتاج ج ٥ ، المرجع السابق ، ص ٥٢

(٣) ابن قدامه ، المبنى ج ٥ ، تحقيق طه محمد الزينى ، مكتبة القاهرة ١٩٦٩  
ص ٦٨ ، ٣٤٥ .

- والبهوتى ، كشاف القناع ، ج ٣ ، مطبعة انصار السنة المحمدية ١٩٤٧ ص ٤٠٤ .

(٤) ابن حجر ، فتح البارى ، مجلد ٤ ، تحقيق وتمحيص عبد العزيز بن باز ، ادارات البحوث

العلمية والاقتضاء ، ص ٤٥١ .

كما اتفق الفقهاء على ضرورة ان تكون عمولة السمررة معلومة غير مجهولة ، الا انهم يختلفون في تمورهم لكيفية العلم بها . كما يتضح من عرض بعض اراشهم في هذه المسألة :-

قال الليث بن سعد : و كتبت الى ربيعة كيف ترى في رجل دفع الى صاحب له دنانير يشترى له بها بزا ويعطيه على كل مائة اربعة دنانير ان هو اشترى ، وان لم يشتر فليس له ، قال ربيعة لا باس به ( ١ ) .

كما جاء في المنفى والانصاف (( يجوز توكيله بجعل معلوم اياما معلومة ، او يعطيه من كل الف درهم شيئا معلوما ، وان قال كلما اشتريت ثوبا فلك درهم اجرا وكانت الثياب معلومة بمئة او مقدرة بثمان جاز )) ( ٢ ) .

وجاء في المجموع :-

(( لا يصح الجعل الا ان يكون معلوما فلو قال وكلتلك في بيع هذا الثوب على ان جعلك عشر

ثمنه لم يصح للجعل بمبلغ الثمن )) ( ٣ ) .

ويرى السرخسي انه ( ان اتاجره يوما الى الليل باجر معلوم ليبيع له او يشترى منه فهو جائز . اما اذا دفع الرجل الى السمسار الف درهم وقال اشتر بها زطيا (٤) لي باجر عشرة دراهم فهذا فاسد لانه اتاجره على عمل مجهول قد يتم او لا يتم ، وكذلك لو شرط له على كل ثوب يبيعه درهما فهو فاسد (٥) .

ونحاول فيما يلي تنزيل هذه الراء على نظم وطرق احتساب العمولة في اسواق الاوراق المالية

والتي تحتب على الاسس التالية :-

١ - على اساس نسبة من مبلغ الشراء او البيع ، ويجوز الحنابلة احتساب العمولة على هذا النحو

(١) الامام مالك ، المدونة ج٥ ، المرجع السابق ص ٤٥٧ .

(٢) ابن قدامة ، المنفى ، ج٥ ، المرجع السابق ص ٣٤٥ .

- والمرداوي الحنبلي ، الانصاف ج٥ ، تحقيق محمد حامد الفقى ، مطبعة السنة المحمدية

القلهرة ط ١٩٥٦ ص ٤٠٤ .

(٣) النووي ، المجموع ج ١٤ ، المرجع السابق ص ١٦٨ .

(٤) زطى نسبة الى الزط وهم جنس الغلب انهم من الهند .

الزبيدي ، تاج المعروس ج٥ المرجع السابق ص ١٤٦ .

(٥) السرخسي ، المبسوط ج١٥ دار المعرفة ببيروت ص ص ١١٤ ، ١١٥ .

ويعترض على ذلك كل من الشافعية والاحناف بحجة الجهالة • الا انه ينبغي ان نشير الى ان طريقة اعطاء وتنفيذ الاوامر في سوق الاوراق المالية غالبا ما تحدد عدد وثمان الاوراق المالية المراد بيعها او شراؤها ، الامر الذي يجعل مبلغ البيع او الشراء معلوما وينفى عنه الجهالة وفي هذه الحالة يمكن الحكم بصحة هذا التحديد • اما في الحالات التي يُترك فيها تحديد ثمن الاوراق المالية الى تقدير وراى السمار ، او الى قوى السوق ، فلا شك ان هناك قدر من الجهالة ولكنها لا تمنع صحة التوكيل لان معلومية الاجرة عند العقد انما تكون بما يقع به التراضى وتنقطع به المنازعة •

٢ - كما تحتسب العمولة كذلك بفرض مبلغ معين عن كل سهم يبيعه السمار او يشتريه ويجيز كما قدمنا كل من المالكية والحنابلة والشافعية احتساب مبلغ العمولة على هذا الوجه • ولم اجد وجها لاعتراض الرخى على ذلك ، وحجته بان هذه الطريقة تمنع السمار من ثمن عمله ان لم يتم الشراء والبيع مدفوعة بالقول بان عقد الوكالة يقتضى استحقاق الاجر باداء العمل والا فلا ، كالجعالة تماما ، فضلا عن ان مجهود ووقت السمار لا يبذلان على عميل واحد بعينه •

٣ - كما يضيف الفقه الاسلامى صورة جديدة من صور عمولة السمار بان يتقاضى السمار مبلغا محددًا عن فترة زمنية معينة يكون خلالها مستعدا لتنفيذ اوامر العميل كلما كان ذلك ممكنا قلت تلك الاوامر ام كثرت • وكما اشرنا فقد اجمع فقهاء المذاهب على صحة تحديد اجرة السامرة على هذا النحو •

وهكذا يمكن ان نحكم بصحة القيام بمهنة السامرة فى اسواق الاوراق المالية  
وبصحة العمولة المحتسبة على هذا العمل باعتبارها وكالة باجـر •

المطلب الثالث : اهلية اطراف العقد :

تناولنا فيما سبق الشروط والمعايير التي يلزم توفرها في كل مرشح للعمل كسماز بوق

الاوراق المالية وهي :-

١ - شروط تتعلق بالحالة المدنية كتمتعه بجنسية البلد التي يرغب في مزاوله نشاطه بها

وضرورة بلوغه سن معينة وتمتعه بالاهلية القانونية .

ويقابل هذه الشروط في الحق لاسلامى الشرط القاضى بان يكون الوكيل والموكل ممن يملكون

فعل ما وكل به بانفسهم فلا يصح توكيل المجنون والمصبى الذى لا يعقل والمحجور عليه (١) .

٢ - الشروط التي تتعلق بالنزاهة وحسن السيرة كألا يكون قد أشهر افلاسه او ادين في جنابة

او جنحة او سرقة او نصب او احتيال او خيانة امانة . . . . . الخ .

بالطبع فان الشريعة الاسلامية لا ترتب جزاءً مدنيا مستمرا على من حوكم شرعا في مخالفة

ما تمنع من تعامله المالى في التجارة وغيرها ، ولا تعتبر الشريعة الاسلامية ان من افلس او سرق

او من خان امانه فاقتدا لاهلية التصرف .

ولان المعاملات المالية كانت في السابق بسيطة تتم بين افراد قلائل برضاهم ومعرفتهم لبعضهم

فان تلك المحاذير تراعى عند اتخاذ القرار بالتعامل مع اى فرد من الافراد دون الحاجة الى وجود

نصر ينظم ذلك التعامل . اما في الوقت الحالى فان مجموعات لا حصر لها ، يجمع بينهما تعامل

ما ، وعقد محدد ، وهم لا يعرفون بعضهم ، فوجب على ادارة التعامل ان تحميهم من قيام البعض

بتصرفات ضارة . كما ان دور الافراد وتصرفاتهم الفردية غير الصحيحة اصبحت لها تاثيرها السلبي

على مجرى النشاط الاقصادى المحلى والعالمى ، فكان لا بد من اقرار انظمة وقائية تحفظ للنشاط

الاقصادى استقراره واستمراريته .

---

(١) الكاسانى ، بدائع الصنائع ج٦ ، المرجع السابق ص ٢٠ .

- والنووى ، المجموع شرح المذهب ج ١٤ ، المرجع السابق ص ١٠١ .

وولى الامر ممثلا فى اى ادارة من الادارات بما له من حق فى التدخل فى النشاط الاقتصادي وتقييد المباح له ان يقرر مثل تلك الشروط او غيرها اذا راي ان المصلحة تقتضى ذلك .

٣ - وينطبق نفس القول على ضرورة توافر الشروط التى تتعلق بالكفاءة المالية والفنية خاصة اذا كان ذلك يودى الى التوجيه النبوى الكريم بضرورة اتقان العمل .

٤ - هل اسلام المصار شرطاً من شروط الاهلية ؟

نحن نسمى الى تاصيل منهج اسلامى يخطب ويحكم الاستثمار فى اسواق الاوراق المالية وقد يلجا مسلمون الى اسواق الاسهم العالمية . كما ان بعض المواطنين فى البلاد الاسلامية من غير المسلمين لهم الرغبة فى التعامل فى الاسواق المالية كعملاء او سماسرة ، فما راي الفقه الاسلامى فى ذلك ؟ ونحاول ان نعرض فيما يلى اراء المذاهب الفقهية فى هذه المسألة .

الفقه الحنفى :-

لا يشترط الاحناف اسلام الموكل او الوكيل بل ويجيزون ان يوكل الذمى المسلم فى بيع وشراء الخمر والخنزير (١) .

الفقه المالكى :-

جاء فى المدونة (( قال الامام مالك لا تدفع الى النصرانى شيئا يبيعه لك ولا يشترى لك شيئا ، من الاشياء ولا تستاجره على ان يتقاضى لك شيئا )) (٢) .

كما جاء فى مواهب الجليل يجوز للشخص ان يوكل ولا يجوز له ان يتوكل كالذمى يجوز توكيله ، ولا يجوز ان يتوكل على مسلم (٣)

كما جاء فى قوانين الاحكام الشرعية ما يلى :- (( لا يجوز توكيل الكافر على بيع او شراء او سلم لثلا يفعل الحرام )) (٤)

(١) الزيلعى ، تبين الحقائق ج ٤ ، دار المعرفة للطباعة والنشر بيروت ط ١٣١٤ هـ ص ٢٥٤

(٢) الامام مالك ، المدونة الكبرى ، المرجع السابق ص ٥٠ ، ٥١ .

(٣) ابن الخطاب ، مواهب الجليل مجلد ٥ مكتبة النجاح ، ليبيا ، ص ١١٨

(٤) ابن جزى المالكى ، قوانين الاحكام الشرعية ، دار القلم ، بيروت ص ٢١٥ .

الفقه الشافعي :-

---

لا يشترط الشافعية اسلام الموكل او الوكيل لصحة الوكالة (١) .

الفقه الحنبلي :-

---

جاء في المغني (( كل من صح تصرفه في شيء بنفسه وكان مما تدخله النيابة صح ان يوكل فيه

مسلمًا كان او كافرًا )) (٢) .

ومن العرض السابق يتضح لنا اتفاق الفقهاء على صحة عقد الموكل غير المسلم . كما ان

الاحناف والشافعية والحنابلة يرون جواز ان يكون غير المسلم سمارا للمسلم . بينما يسرى

المالكية عدم صحة ذلك لخشيتهم من وقوعه في الحرام . فاذا علمنا ان غير المسلم لا يعمم

سوى تنفيذ امر المسلم ولا يملك الاستقلال بالتصرف فانه يمكن القول بجواز ان يكون غير المسلمين

سامرة في سوق الاوراق المالية .

المطلب الرابع : حقوق وحكم عقد السمره :

عند استعراضنا لنظام السمره في بعض اسواق الاوراق المالية ذكرنا ان بعض النظم ومشروعات

اللوائح اقترحت ان يكون السمار مسئولًا عن اتمام الصفقة اذا نكل العميل العميل عن العقد،

وذلك ضمانا لاستقرار المعاملات بالسوق وعدم تعرضها للهزات في حالة تكرار حالات النكول عن

تنفيذ العقد . هذه النقطة تستدعي حديثا فقهيًا عن ما يسمى بحقوق العقد وحكم العقد .

نعني بحقوق العقد الاعمال التي لا بد منها للحصول على الغاية والغرض من العقد ، وهي مثل

تسليم المبيع وقبض الثمن والرد بالعيب ..... الخ .

---

(١) الرملي، نهاية المحتاج ج ٥ ، المرجع السابق ص ١٩ .

(٢) ابن قدامه ، المغني المطبوع مع الشرح الكبير ج ٥ دار الفكر ببيروت ط ١ ١٩٨٤ ص ٢٠٢



كما نعى بحكم العقد الغاية والفرض منه مثل نقل ملكية ثمن المبيع ( ١ ) .  
وبصفة عامة ان الذى يحكم ويقرر الى من ترجع حقوق وحكم العقد هو ما اذا كان العقد اضيف الى  
الوكيل ام الى الموكل .

اولا : حقوق وحكم العقد فى حالة اضافته الى الموكل :

يتفق الفقهاء على انه اذا اضاف الوكيل العقد الى موكله كأن قال (( بعث بالوكالة عن فلان ))

فانه يكون بمثابة رسول فينصرف اثر تصرفه الى موكله حكما وحقوقا ( ٢ ) .

جاء فى شرح مجلة الاحكام ( اذا اضيف العقد الى الموكل تعود حقوق العقد الى الموكل ويكون

الوكيل فى هذه المورة كالرسول ) ( ٣ ) .

وجاء فى الخرشي : (( اذا علم المشتري ان متولى البيع وكيل فان العهدة لا تكون عليه وتكون على

من وكله )) ( ٤ )

ويقول النووي (( اذا اشترى الوكيل ما اذن فيه الموكل انتقل الملك الى الموكل كما لو عقده

لنفسه ) ( ٥ )

كما جاء فى كشاف القناع (حقوق العقد كالتسليم والتسلم متعلقة بالموكل لان الملك ينتقل

اليه ابتداءً ولا يدخل المبيع فى ملك الوكيل ) ( ٦ ) .

(١) وهبه الزحيلي، الفقه الاسلامي فى اسلوبه الجديد، دار الفكر بيروت ١٩٧٥ ص ١٢٥ .

(٢) محمد رضا عبد الجبار، الوكالة فى الشريعة والقانون، مطبعة العاني بغداد ١٩٧٥ ص ٣٦٢ وما بعدها .

(٣) على حيدر، دور الحكام شرح مجلة الاحكام، ج ٢، المرجع السابق ص ٥٧٢ .

(٤) الخرشي على مختصر خليل ج ٦، دار صادر بيروت ص ٧٢ .

(٥) النووي المجموع شرح المصنّف ج ١٤، المرجع السابق ص ١٤٦ .

(٦) البيهوتي، كشاف القناع ج ٣ المرجع السابق، ص ١٠٣ .

ثانيا : حكم العقد فى حالة اضافته الى الوكيل :

اتفق الفقهاء على ان حكم العقد يثبت للموكل حتى ولو اضاف الوكيل العقد الى نفسه وكان تصرفه فى حدود الوكالة ، وذلك لان كل من ناب فى عقد على غيره وقع الملك به للمعقود له ، دون عاقده (١) ثالثا : حقوق العقد فى حالة اضافته الى الوكيل :

اختلف الفقهاء حين يضيف الوكيل العقد الى نفسه ، هل تعود حقوق العقد الى الموكل ام الى الوكيل ؟

يرى الاحناف ان حقوق العقد تتعلق بالوكيل لا بالموكل ، يقول الكاسانى (( كل عقد لا يحتاج الوكيل الى اضافته الى الموكل ويكتفى باضافته الى نفسه فحقوقه ترجع الى الوكيل فيسلم المبيع ويقبض الثمن ..... الخ . )) (٢) وذلك لان الوكيل اصل فى العقد لان العقد يقوم بكلامه والدليل على ذلك استغناؤه عن اضافته الى الموكل (٣) .

اما المالكية فهم يرون ان الوكيل تقع عليه حقوق العقد مالم يصرح بالبراءة من الثمن او المثلث فانه يصرح بطلب الموكل ، او اذا كان العرف يقتضى ان يكون القبض من مهمات الموكل ، كما يعتجزون الا عهدة على السمسار لان الشأن فيه ان يبيع لغيره فلا تتعلق حقوق العقد به (٤) .

ويرى الشافعية ان حقوق العقد فى البيع والشراء تتعلق بالوكيل دون الموكل ويكون الاعتبار بروية الوكيل للمبيع ، ويلزم العقد بمفارقة الوكيل المجلس دون الموكل وكذا تسليم راس المال فى السلم ..... الخ (٥) . الا انهم قالوا يحق للمتعاقد مع الوكيل مطالبة الموكل بالعوض

(١) المرجع السابق مباشرة ص ١٠٣

- والنووى المجموع شرح المهذب ج١٤ المرجع السابق ص ١٤٨ .
- ومحمد رضا عبد الجبار ، الوكالة فى الشريعة والقانون ، المرجع السابق ص ٢٦٦ .
- (٢) الكاسانى بدائع المنايع ، ج٦ المرجع السابق ص ٣٣
- (٣) الزيلعى ، تبين الحقائق ج٤ ، المرجع السابق ص ٢٥٦ .
- (٤) حاشية العدوى المطبوع مع الخرشى ج٦ ، المرجع السابق ص ٧٢ .
- والحطاب ، مواهب الجليل ج٥ ، مكتبة النجاح ، ليبيا ، ص ١٩٥ .
- (٥) النووى ، روضة الطالبين ج٤ ، المكتب الاسلامى للطباعة والنشر ص ٣٢٦ .

ان لم يكن قد سلمه للوكيل ، لان الموكل هو المالك والوكيل يكون بمثابة الضامن .  
اما الحنابلة فعلى خلاف مع الجمهور ويرون ان حقوق العقد من تسليم وتسليم ورد بالعيب وغيرها تتعلق بالموكل لان الملك ينتقل اليه ابتداءً ولا يدخل في ملك الوكيل فلا يطالب في الشراء بثمن ولا في البيع بتسليم المبيع بل يطالب بهما الموكل . (١) .  
وبعد هذا الاستعراض يجدر بنا ان نقر حقيقة وهي ان التعامل في سوق الاوراق المالية يتم على اساس ان السمار وهو الوكيل يخيف العقد الى نفسه ، سواء كان فرداً أو في شكل شركة وبالنتالي فان الخلاف الفقهي يتعلق بحكم وحقوق العقد في حالة اضافة الوكيل العقد الى نفسه .  
ويتضح مما سبق ان الفقهاء متفقين على ان ملكية الاوراق المالية المباعة تنتقل الى المشتري ويتملك العميل (( وهو الموكل الثمن )) .

اما فيما يتعلق بحقوق العقد مثل :-

١ - استلام الثمن .

٢ - تسليم المبيع .

٣ - المخاصمة في العيب

فعلى الوكيل وفق اراء الأحناف والمالكية والشافعية القيام بها ويجبر على ذلك ، جاء في مجلة الاحكام ( الوكيل بالشراء اذا لم يضيف العقد الى موكله ، يقبض المال الذي اشتراه ويجبر على اعطاء ثمنه للبائع من ماله وان لم يتسلم الثمن من موكله ) (٢) .

وعليه فانه يمكن تصنيف اراء الجمهور باعتبارها مؤيدة للاتجاه الرامى الى ان يكون السمار مسؤولاً عن تنفيذ العمليات التي تعقد بواسطته في ردهة التداول ، مع ملاحظة ان المالكية رغم قولهم بتعلق حقوق العقد بالوكيل الا انهم يعفون السمار من هذا الالتزام بالاتفاق او بالعرف .  
اما الحنابلة فانهم لا يلزمون السمار بمتابعة تنفيذ العقد وبالنتالي فان على العملاء عدم مطالبتهم بالعوض ، وعليهم ان يرجعوا بذلك على العملاء الاخرين .

(١) البهوتي ، كشاف القناع ج٣ ، المرجع السابق ص ١٠١

- وابن قدامه - المغنى مع الشرح الكبير ج٥ المطبعة الملفية ص ٣٩٣ .

(٢) على حيدر ، دسر الحكام شرح مجلة الاحكام ج٣ ، المرجع السابق ، ص ٥٧٣ .

وأرى ان القول بصرف حقوق العقد الى الوكيل فيه تطمين لاطراف التعاقد الاخرى بتنفيذ الالتزامات المتفق عليها . كما ان طبيعة المعاملات المالية المعاصرة والتي تربط بين اطراف متعددة مجهولة لبعضها تقتضى تنسيق وتنظيم التعامل على نحو يراعى ظروف الواقع من غير تعدد على النصوص الثابتة ، ويتجنب المتعاملين العنت والمشقة الكامنين فى البحث عن الموكل لاتمام الصفقة . ولقد نص كثير من الفقهاء على الاعتبار بالعرف والعادة فى مثل هذه المسائل ، جاء فى المواهب (( لو كانت العادة فى الرباع (١) ان وكيل البيع لا يقبض الثمن فان المشتري لا يبدأ بالدفع اليه ، وله قبض ما وُكِّل فى بيعه الا لعادة ) (٢) .

وجاء فى المغنى (( ولا يملك الوكيل من التصرف الا ما يقتضيه اذن الموكل من جهة النطق او العرف )) (٣) . فاذا كان العرف والعادة يقضيان بتحمل السمسار لمسئولية اتمام الصفقة والقيام بالتصرفات التى تلحق بها فى مقابل العمولة او الاجرة التى يتقاضاها فلا باس من ذلك ، كما جاء فى المجلة ( اذا كان الوكيل بنسب اجرة فلا يكون مجبوراً على استيفاء ثمن المال الذى باعه ولا تحميلة ، اما الوكيل بالاجرة كالدلال والسمسار فهو مجبور على تحصيل الثمن واستيفائه ) (٤) . وحتى لا يضار السمسار نتيجة القول بتحملة مسؤولية تنفيذ الصفقة فانه يمكن اقرار ضرورة تسلمه الاوراق المالية موضوع الصفقة فى حالة البيع وثمان الاوراق المالية فى حالة الشراء ، من موكله . كما يمكنه اختيار عملائه اختياراً يجنبه مثل تلك المخاطر .

- 
- (١) الرباع هى المنازل . تاج العروس ج٥ ، المرجع السابق ص ٣٣٨ .  
 (٢) الخطاب ، مواهب الجليل ج٥ ، المرجع السابق ص ١٩٤ .  
 وانظر : احمد الماوى ، بلغة السالك لا قرب المسالك ج٢ ، مطبعة محمد على صبيح  
 مصر ١٩٣٥ ص ١٧٠ .  
 (٣) ابن قدامه ، المغنى ج٤ ، المرجع السابق ص ٩٥ .  
 (٤) على حيدر ، دبر الحكام شرح مجلة الاحكام ج٣ ، المرجع السابق ص ٦٣٤ .

المطلب الخامس : مخالفة السمار لامر العميل والتنازع بينهما :

اولا : مخالفة السمار لامر العميل :

تعتبر الوكالة التي تربط بين السمار وعميله وكاله مقيدة ، ولذلك ينبغي على السمار ان يلتزم حدود وكالته . حتى لا يحدث تنازع بين العميل والسمار فانه ينبغي ان يكون الامر الذي يعطيه العميل لسماره امرا واضحا لا لبس فيه ولا غموض . يقول الكاساني (( لجواز التوكيل بالشراء او البيع الخلو عن الجهالة الكثيرة ، ولذلك فهي لا تجوز الا بعد بيان النوع والصفة ومقدار الثمن )) (١) .

ومن صور مخالفة الممارسة لاوامر عملاتهم الصور التالية :-

١ - الخلاف في اسعار الشراء والبيع .

٢ - الخلاف في مقدار الاوراق موضوع الصفقة او في نوعها او في صفتها .

وستتناول اراء الفقهاء في هذه الصور على النحو التالي :-

١ - الاختلاف في الاسعار :

أ حالة الشراء :

على التوكيل بشراء الاوراق المالية ان يلتزم بالسعر الذي حدده العميل لشراء الاوراق المالية

او اقل منه . فاذا ما كانت صورة الامر كالتالي (( اشتر الف سهم بنك فيصل الاسلامي بسعر ١٠٠ ريال ))

فان اشترى باكثر من ذلك السعر المحدد فما رأى المذاهب الفقهية في مثل هذا التصرف ؟

يرى الاحناف ان التوكيل بالشراء اذا ما خالف الى شر بان اشترى باكثر من السعر المحدد فانه

يكون مشتريا لنفسه لا للموكل . (٢) .

(١) الكاساني ، بدائع الصنائع ، ج٦ ، المرجع السابق ، ص ٢٣ .

(٢) المرجع السابق مباشرة ص ٢٩ .

وجاء في المدونة (( اذا اشترى سلعة تساوى ثلاثمائة درهم بالف درهم قال مالك : لا يلزم الأمر بل يلزم المأمور )) (١) .

ويرى الشافعية انه (( اذا وكله في شراء عبد بمائة فاشترى عبدا بما تئتين وهو يساوى المائتين لم يلزم الموكل لانه غير ما ذون فيه من جهة النطق ولا من جهة العرف )) (٢) . وهو رأى الحنابلة (٣) وفى قول اخر للشافعية يصح البيع للموكل وعلى الوكيل ضمان فرق السعر .

اما اذا اشترى السمار باقل من السعر الذى حدده العميل كان اشترى الاسهم محل المثال السابق بـ ٩٥ ريالاً ، فان الفقهاء يسمون هذا الخلاف خلافاً الى خير وينفذونه بقول الكاساني (( الوكيل يلى من التصرف قدر ما ولاه الموكل ، فان كان الخلاف الى خير فينفذ لانه خلاف صورة ووافق بمعنى )) (٤) .

#### ب - حالة البيع

وكيل البيع يكون كذلك مقيدا كوكيل الشراء فى وجوب التزام حدود الوكالة ، فاذا كانت صورة الامر كما يلى : (( بع الف سهم بنك فيصل الاسلامى بسعر ١٠٠ ريال )) فله ان يبيع بمائة ريال او اكثر لان الاذن فى هذا حاصل دلالة . اما اذا ما باع باقل من ذلك فهو خلاف الى شر ويمنعه الفقهاء ، يقول الكاساني (( اذا قال بع عبيد بالف درهم فان باعه باقل من ذلك لا ينفذ على الموكل بل يتوقف على اجازته لانه خلاف الى شر )) (٥) . وهو رأى المالكية (٦) .

---

(١) الامام مالك ، المدونة ج٤ ، المرجع السابق ص ٢٤٥ .  
(٢) النووى المجموع شرح المذهب ج١٤ المرجع السابق ص ١٤٢ ، ١٤٥ .  
(٣) ابن قدامه ، المغنى مع الشرح الكبير ج٥ ص ٢٢٥ .  
(٤) الكاساني ، بدائع الصنائع ج٦ ، المرجع السابق ص ٢٤ .  
(٥) المرجع السابق مباشرة ص ٢٤ .  
(٦) الخرشي على مختصر خليل ، ج٦ ، المرجع السابق ص ٧٤ ، الامام مالك المدونة ج٤ ص ٥١ .

اما الشافعية فيقررون ان المختص بقدر الثمن وصورته ان يقول : بع بمائة درهم فلا يجوز ان يبيعه باقل منها فان فعل كان البيع باطلا (١) .

ويرى الحنابلة ان من وكل ببيع عبد بمائة فباعه باقل لم يلزم البيع الموكل (٢) .  
ولا ارى اى وجه فى القول ببطلان البيع بناءً على الخلاف بين الوكيل وموكله ، لان العقد يتم صحيحا بين الوكيل واطراف العقد الاخرين مستوفيا لكل اركان وشروط البيع ، ولا يمكن للعقد المبرمة ان تكون عرضة لاية خلافت بين الوكيل وعميله . لذلك فان الاختلاف بين العميل والسماز ينحصر فى ايلولة الصفقة للسماز او العميل ، فاذا ما اجاز الموكل المعاملة فهى له ، وان لم يجزها يجب ان تترتب اثار العقد على الوكيل لانه خالف امر موكله .  
الا ان الاشكال يكمن هنا فى حالة البيع ، فاذا ما اعتبرنا ان الوكيل يكون اصيلا فى العقد وعليه الالتزام بتليم المبيع فانه يكون قد باع ما لا يملك وهذا لا يجوز كما سنوضح .

وللتعلب على ذلك نرى اعتماد صحة البيع وان يضمن الوكيل  
النقص .

#### ج - حالة الامر للتقدير :

جرى العمل فى اسواق المالية على ان يكون هناك امر يسمى الامر للتقدير يوكل للسماز تنفيذه بما يضمن مصلحة العميل (٣) . ويسمى الفقهاء مثل هذا الامر بالتفويض (٤) ، وهذه اراء الفقهاء

- 
- (١) المجموع شرح المهذب ج١٤ ، المرجع السابق ص ١٤٤ .
  - (٢) ابن قدامه المصنفى ج٥ مكتبة القاهرة ١٩٦٩ ص ص ٩٩ ، ١٠٠ .
  - (٣) محمد بن علاء الدين ، تكملة ابن عابدين ج٧ ، شركة مصطفى الحلبي ط٢ ١٩٦٦ م ص ص ٣٢٧ ، ٣٣٠ .
  - (٤) مراد كاظم ، البورصة ، المرجع السابق ص ١٧٣ .
  - (٥) ابن عابدين حاشية رد المحتار ج٥ ، شركة ومطبعة مصطفى البابى الحلبي مصر ط٢ ١٩٦٩ ص ٥١٥ .

• فى كىففة تنفيذ هذا الامر

يرى الاحناف ان التوكيل اذا ما كان مطلقا فقام دليل التقبيد من عرف او نحوه يتقيد به (١) ،

وعليه فان ثمن المثل يكفى ان يكون مقيدا لهذا الامر

وفى الفقه المالكى جاء فى بلغة المسالك (( الذى وكل ببيع سلعة فى توكيل مطلق لا بد ان

يبيعها بثمان المثل لا باقل ، وفى الشراء بثمان مثلها لا باكثر )) (٢) •

كما جاء فى المدونة (( من اشترى او باع بما لا يتغابن الناس بمثله مثل ان يعطيه جارية

يبيعها ولا يسمى له ثمن فيبيعها بخمسة دنانير وهى ذات ثمن كثير فهذا لا يجوز فان أدركت

الجارية نقض البيع وردت والا ضمن البائع قيمتها )) (٣) •

ومن الشافعية يرى المرنى ان من باع بما لا يتغابن الناس بمثله فبيعه مردود لانه تلف على

صاحبه • بينما يرى الماوردى انه فى حالة الاطلاق ان باع بما لا يتغابن الناس بمثله كان بيعه

نافذا ولموكله نافذا لان اطلاق التصرف يشتمل على عموم البيع ، وتخصيص المطلق لا يكون الا بدليل ،

ويرد النووى على ذلك بان من لا يملك الهبة فى مال لا يملك المحاباة فيه وهو عقد استهلاك به

شيئا من مال موكله بغير اذنه فوجب ان يكون باطلا • (٤)

اما الحنابلة فيرون (( ان من باع باقل من ثمن المثل مما لا يتغابن الناس بمثله فحكمه حكم

من لم ياذن له فى البيع • وعن احمد البيع صحيح ويضمن الوكيل النقص لأن من صح بيعه بثمان المثل

صح بدونه )) (٥)

(١) الكاسانى ، بدائع المنافع ج٦ ، المرجع السابق ص ٢٩ •

(٢) احمد الماوى ، بلغة السالك ج٢ ، المرجع السابق ص ١٢٠ •

(٣) الامام مالك ، المدونة الكبرى ج٤ ، المرجع السابق ، ص ٢٤٥ •

(٤) النووى المجموع شرح المصنف ج١٤ المرجع السابق ص ١٤٣ •

(٥) ابن قدامه المفنى ج٥ المرجع السابق ص ٢٢٥ ، ٢٢٦ •



واری ان البیع او الشراء اذا تما بتفاوت فاحش عن ثمن المثل فان البیع صحیح ، وعلى الوکیل ان یضمن الفرق كما قال الامام احمد ، او ان یتولی الصفقة . اما اذا كان الفرق یسیرا فان ذلك یدخل فی سلطة التقدير الممنوحة للوکیل ویقع البیع او الشراء صحیحا فی حق الموکل .

: الخلاف فی مقدار الاوراق موضوع الصفقة او فی نوعها او فی صنفها :

قد یعقد السمار لصالح عمیله صفقة تخالف امره ، كأن طلب العمیل مائة سهم فاشترى الوکیل مائتین ، او اذا امره بشراء سهم فاشترى سندات ، أو اذا أمره بشراء سهم شركة معينة فاشترى سهم غیرها ، فما رأى الفقه فی مثل هذه المسائل .

بصفة عامة فان الذى علیه الفقهاء أن التوکیل المقید یراعى فیہ القید الا اذا كان خلافا الى خیر . وعلى ذلك فان من جملة ما یجب ان یتلزم به السمار قسدر الموکل فیہ ، فلا ینبغى ان یخالف القدر الذى عینه الموکل ، ولكن اذا كانت المخالفة الى خیر بان حدد له ان یشترى مائة سهم من الا سلامیة للتأمين بخمائة ریال ، فاشترى له مائتى سهم بخمسمائة ریال ، فان جمهور الفقهاء (١) یتفقون على ان الشراء یقع صحیحا للموکل اعتمادا على حدیث عروة السابق الاشارة الیه (٢) . ولان الوکیل لم یخالف اذن الموکل حقيقة لانه حصل له غرضه وزيادة نافعة یرضى بها (٣) . . . جاء فی المجموع (( كل مخالفة من شأنها تحمیل الغرض وزيادة الخیر لا باس منها )) (٤) .

اما اذا كانت المخالفة الى شر بان اشترى خمسين سهما ، فان السمار یكون مشتریا لنفسه لاقتفاء اذن الوکیل (٥) .

- 
- (١) صاحبان من الحنفیة والمالکیة والشافعیة فی الاظهر والحنابلیة .
  - (٢) انظر ص ١٧٥ من هذا البحث .
  - (٣) محمد رضا عبد الجبار ، الوكالة فی الشریعة والقانون ، المرجع السابق ، ص ٢٦٣
  - (٤) النووی ، المجموع شرح المذهب ج١٤ ، المرجع السابق ، ص ٤٥ .
  - (٥) المرجع السابق صباشرة ص ٤٥
- والکاسانی بدائع المنازع ج٦ ، المرجع السابق ص ٢٩ .
- وابن قدامه ، المغنی ج١٥ ، المرجع السابق ، ص ١٠٠ .

اما اذا كانت المخالفة في نوع الاوراق المالية موضوع المفقة كان وكل بشراء اسهم فا شترى  
سندات ، او في صفتها كان وُكِلَ في شراء اسهم الاسلامية للتأمينات فاشترى اسهم الروضة الزراعية  
فهذه اراء فقهاء المذاهب الاربعة في هذا الشأن :-  
يرى الاحناف ان العقد صحيح ، ويقع للوكيل لا للموكل لانه خالف امرٌ متوكله فكان مشتريا لنفسه  
جاء في مجلة الاحكام مادة ١٤٢١ (( لو قال المُوكِل اشتر لي كبتا واشترى الوكيل نعجة لا يكون  
الشراء نافذا في حق الموكل وتكون النعجة للوكيل )) (١) .  
وذهب المالكية الى ان شراء الوكيل وان خالف فهو صحيح لكنه مو قوف على اجازة المُوكِل فان  
اجازه نفذ عليه ، والا فانه ينفذ على الوكيل . (٢) .  
ويرى الشافعية انه اذا خالف الوكيل الموكل في بيع ماله او شراؤه على غير الوجه المأذون فيه  
فتمصرفه باطل ويقع العقد للوكيل في الاصح . (٣)  
ويرى الحنابلة ان من وكل في شراء شى فاشترى غيره كان الأمر مخيرا في قبول الشراء. ان اجازه  
لزمه كما لو اشترى باذنه ، وان لم ياذن لزم الوكيل لان الشراء صدر منه . اما اذا اشترى الوكيل  
بمعين مال المُوكِل فهم يرون ان العقد باطل لانه عقد على مال الموكل وهو لم ياذن له في العقد (٤) .  
وتتشابه اراء المذاهب الفقهية في هذه المسألة الى حد كبير ، وتتفق على عدم الزام الموكل  
بالعقد ، والاحوط ان يوقف تصرف الوكيل على اجازة مُوكِلِه كما قال المالكية ، فان اجازه نفذ  
عليه وان لم يجزه نفذ على الوكيل ، لان الاجازة في مقام الاذن السابق ، وفي حاله عدم الاجازة ينفذ  
على الوكيل مراعاة لمصلحة العميل الاخر ورفع الضرر عنه فلا يبطل البيع (٥)

(١) على حيدر ، درر الحكام شرح مجلة الاحكام ج٣ المرجع السابق ص ٥٩٩

(٢) الخرشى على مختصر خليل ج٦ ، المرجع السابق ص ٢٣ .

(٣) الرملى ، نهاية المحتاج ج٥ ، المرجع السابق ص ٤٥

(٤) ابن قدامه ، المصنفى ج٥ ، المرجع السابق ، ص ٩٣

(٥) محمد رضا عبد الجبار ، الوكالة في الشريعة والقانون ص ٢٦٠ .

ثانيا : التنازع بين السماسر وعميله :

تحدثنا عن مخالفة السماسر لامر عميله في حالة اقرار السماسر بتلك المخالفة . الا انه قد

ينشا تنازع بين السماسر وعميله بان يدعى كل منهما دعوى مختلفة . وقد فرق الفقهاء بيمس

التنازع على اصل الوكالة / والتنازع على صفة الوكالة .

ويكون الخلاف في اصل الوكالة اذا انكر احد الطرفين الوكالة كما لو قال شخص لآخر وكلتني في

كذا فانكر الاخر . ولقد اجمع الفقهاء على ان القول قول المُنكِر ، يقول النووي (( اذا ادعى رجل على

رجل انه وكله في تصرف فانكر المدعى عليه القول . فالقول قوله لانه ينكر عقدا الاصل عدمه ))(١)

وهو قول الاحناف (٢) والمالكية (٣) والحنابلة (٤) .

اما الاختلاف في صفة الوكالة فهو يكون مع الاعتراف بقيام الوكالة ، مثل ان يدعى العميل انه امر

سمااره بشراء اسهم شركة معينة ، فيقول السماسر انه وكله في شراء اسهم شركة اخرى .

ورأى جمهور الفقهاء ان القول قول العميل ، جاء في المجموع (( ان اتفقا على الوكالة واختلفا

في صفتها فالقول قول المُوكِّل لانه ينكر اذنا والاصل عدمه ، ولان من جعل القول قوله في اصل التصرف

كان القول قوله في كفيته كالزوج في الطلاق ))(٥) .

---

(١) النووي ، المجموع شرح المذهب ج١٤ ، المرجع السابق ص ٥٩ .

(٢) محمد علاء الدين افندي ، تكملة ابن عابدين ج٢ المرجع السابق ص ٣١٦ .

(٣) الخرشى على مختصر خليل ج٦ ، المرجع السابق ص ٨٣ .

(٤) ابن قدامة ، المغنى ج٥ ، المرجع السابق ص ٧٧ .

(٥) النووي ، المجموع شرح المذهب ج١٤ ، المرجع السابق ص ٥٩ .

كما جاء في المصنعي (( اذا اختلفا في صفة قول الموكل كان القول قوله في صفة كلامه كما لو اختلف الزوجان في صفة الطلاق )) (١) ، وهو قول الاحناف (٢) والمالكية (٣) .  
ويمكن تفادي هذا التنازع باقرار نموذج وطريقة لتلقي الاوامر تتم بالوضوح الكافي .

المطلب السادس : شراء السمار وبيعه من نفسه وموكليه واقاربه :

استعرضنا فيما سبق انواع السامرة ، وراينا كيف ان معظم اسواق الاوراق المالية في العالم تفرق بين السمار الذي يعمل لمصلحته دون ان يُسمح له بتنفيذ اوامر العملاء ، وبين السامرة الذين يتعاملون مع الجمهور ولا يُسمح لهم بالتعامل لحساب انفسهم .  
بعبارة اخرى ان نظم تلك الاسواق تمنع شراء الوكيل وبيعه من نفسه ، فما راي الفقه الاسلامي في هذه المسألة ؟  
كما مر علينا كذلك ما اسمناه بالاوامر المتطابقة ، وهي ان يتلقى السمار أمراً بشراء شيء معين وأمرًا آخر ببيع نفس الشيء ، وكما نعلم ان انظمة بعض الاسواق تمنع من عقد الصفقة بهذا الشكل من مكتب سمار واحد ، فما راي الفقه الاسلامي في هذه المسألة ؟  
ولا يخفى علينا ان الذي يجمع بين هاتين المالتين ان الوكيل يعقد الصفقة مع نفسه بوصفه وكيلاً عن عميلين او بوصفه وكيلاً من جانب وأميلاً من جانب اخر ، فهل يصح شرعاً مثل هذا التصرف؟  
ونستعرض فيما يلي اراء المذاهب الفقهية في عقد الوكيل الصفقة مع نفسه من خلال استعراض اقوال الفقهاء .

- 
- (١) النووي ، المجموع شرح المصنعي ج١٤ ، المرجع السابق ص ٥٩
  - (٢) ابن قدامة ، المصنعي ج٥ ، المرجع السابق ص ٧٨
  - (٣) عبد الله عبد الرحمن بن الشيخ ، مجمع الانهر ج٢ ، دار الطباعة العامة ص ٢٣٩
  - (٤) الخرشي ج ٦ ، المرجع السابق ، ص ٨٣ .

المذهب الحنفي :-

يقول الكاساني (( ليس للوكيل بالبيع ان يبيع من نفسه لان الحقوق تتعلق بالعاقد فيؤدى الى ان يكون الشخص الواحد في زمان واحد مُتَلِمًا ومُتَلِمًا ، مَطَالِبًا ومَطَالِبًا ، وهذا محال ، ولأنه متهم في ذلك )) (١) .

وواضح من هذا ان الاحناف يمنعون من بيع وشراء الوكيل لموكله من انفسهم ، او من موكله  
الاخرين كما في الاوامر المتطابقة .

المذهب المالكي :-

جاء في الخرشي (( الوكيل على بيع شئ لا يجوز له ان يبيعه من نفسه ولو كان بغير محاباة ما لم يكن بحضوره الموكل وما لم يسم له الثمن ، وما لم ياذن له في البيع من نفسه )) (٢)

واشترط المالكية كذلك انه لو كان وكيلًا بالبيع - مثلاً - فانه لا يشتري لنفسه ما توكل ببيعه الا بعد تناهي الزيادات على المبيع ، ووصول الثمن الى حد لا توجد معه زيادة ، (٣) كذلك الامر بالنسبة للاوامر المتطابقة .

ولقد راعت النظم المعاصرة اشتراطات المالكية هذه ، يقول كاظم مراد (( عندما يتلقى احد الوسطاء امرين متقابلين يتعلق احدهما ببيع كمية من اسناد والآخر يتعلق بشراء الكمية نفسها من ذات الاسناد ففي هذه الحالة يشتري الوسيط للثاني ما يبيعه للاول ويتوجب عليه في جميع الاحوال ان يتأكد بواسطة احد اعضاء الغرفة من انه لا يوجد هناك عرض او طلب اكثر ملاءمة لعملائه )) (٤)  
الفقه الشافعي :

ويتضح راي الشافعية من خلال قولهم (( ان وُكِّلَ في بيع سلعة لم يملك بيعها من نفسه من غير اذن

(١) الكاساني بدائع المنافع ج ٦ ، المرجع السابق ص ٢٨ .

(٢) الخرشي ج ٦ ، المرجع السابق ، ص ٧٧

(٣) محمد رضا عبد الجبار ، الوكالة في الشريعة والقانون ، المرجع السابق ص ٢١٧ .

(٤) مراد كاظم ، البورصة ، المرجع السابق ، ص ٨٤ .

لان العرف فى البيع ان يوجب لغيره حملت الوكالة عليه . ولان اذن الموكل يقتضى البيع ممن يستقى فى الثمن عليه ، وفى البيع من نفسه يسترخص فى الثمن لان الانسان مجبول على تغليب حظ نفسه على حظ غيره ، فاجتمع غرضان متضادان فتمانعا (( ١ ) .

كما يمنع الشافعية تنفيذ الاوامر المتطابقة ، جاء فى المجموع (( اذا وكله رجل فى بيع دابته ووكله اخر فى شراء الدابة لم يجز لتنافى المقصود فى العقدين وكان له ان يقيم على احدى الوكالتين ))<sup>(٢)</sup> ومما سبق يتضح لنا ان الشافعية كالاحناف يمنعون البيع والشراء من النفس ويمنعون ك ذلك الاوامر المتطابقة .

الفقه الحنبلى :

جاء فى المعنى (( لا يجوز للوكيل فى البيع ان يبيع لنفسه ولا فى الشراء ان يشتري لنفسه . وفى روايه عن احمد يجوز لهما ان يشتريا بشرطين :-

١ - اذا زاد على مبلغ ثمنه فى النداء

٢ - ان يتولى النداء بنفسه )) (٣) .

وجاء فى الانصاف (( لا يجوز للوكيل فى البيع ان يبيع لنفسه هذا المذهب وعليه الجمهور ، وعنه يجوز اذا زاد على مبلغ ثمنه فى النداء (٤) .

اما عن الاوامر المتطابقة فهم يرون انه (( اذا وكله فى بيع عبده ووكله اخر فى شراء عبد فقياس المذهب جواز شراؤه من نفسه لانه اذن له فى طرفى العقد فجاز ان يليهما اذا انتفت التهمة )) (٥) .

(١) النووى ، المجموع شرح المذهب ج ١٤ ، المرجع السابق ، ص ١٢٢ . وما بعدها

(٢) المرجع السابق مباشرة ص ١٢٥

- والرملى ، نهايه المحتاج ج ٥ ، المرجع السابق ص ٣٥

(٣) ابن قدامه ، المعنى مع الشرح الكبير ج ٥ ، المرجع السابق ص ٢٢١ .

(٤) المراد اوى الحنبلى ، الانصاف ج ٥ ، تحقيق محمد حامد الفقى ، مطبعة انصار السنة المحمدية ط ١ ١٩٥٦ القاهرة ، ص ٣٧٥ .

- والبهوتى ، كشاف القناع ، ج ٣ ، المرجع السابق ص ٣٩٤ .

(٥) ابن قدامه ، الشرح الكبير المطبوع مع المعنى ج ٥ ، المكتبة السلفية المدينة ، ومكتبة

المؤيد الطائف ص ٢٢٣ .

ومن الاستعراض السابق يتضح لنا ان الاحناف والشافعية وراى للحنابلة لا يجيزون شراء وبيع  
السمار من نفسه ، كما ان الاحناف والشافعية يمنعون تنفيذ الاوامر المتطابقة • بينما يجيز  
المالكية ورواية عن احمد شراء وبيع السمار من نفسه في ظل شروط ترفع التهمة •  
والذى اراه - والله اعلم - في هذا الشأن انه وفي ظل التنظيم المعاصر لاسواق الاوراق المالية  
يجوز شراء وبيع السمار من انفسهم وذلك اعتمادا على الاتى :-  
اولا : ان اوامر سوق الاوراق المالية في معظمها تحمل اسعارا محددة يجب التقيد بها ، ولذا فلا  
محل للحديث عن الاستقضاء والاسترخاض وهما علنا المنع عند من قال به •  
ولقد فطن الحنابلة الى ذلك عندما قالوا (( ان عَيِّن الموكل الثمن فاشترى به زال مقصود  
الاستقضاء فانه لا يتراد اكثر مما حصل )) (١) •  
ثانيا : ان نظم تداول الاوراق المالية تقضى بضرورة عقد الصفقة في ردهة التداول ، ولا ينفذ امر  
متطابق او رغبة خاصة لسمار بالشراء او البيع الا اذا تلاقت اسعار العرض والطلب في  
نقطة توازن لم يشأ باقى الوسطاء تعديلها وهذا ما قصده المالكية والحنابلة بقولهم (( اذا  
زاد على مبلغ ثمنه في النداء )) ، وبهذا تنتفى التهمة •  
ثالثا : قد يرى البعض ان العلة ليست التهمة بعدم الاستقضاء جاء في نهاية المحتاج (( لا يجوز  
ان يبيع لنفسه وان نص على ذلك وقدر الثمن ، ودعوى انتفاء التهمة بعيد من كلامهم  
اذ علة منع الاتحاد ليست التهمة بل عدم انتظام الايجاب والقبول من شخص واحد )) (٢)  
كما جاء في مجلة الاحكام (( لا يصح قيام شخص بمفرده مقام العاقدين فيتولى طرفى  
العقد في وقت واحد ، اى انه لا يجوز تولى شخص في عقد بيع واحد الايجاب والقبول معا لان احد  
الباعين متملك والثانى مملك ولا تجتمع الصفتان في وقت واحد في شخص واحد ، وعلى هذا فلا تكون  
البيوع الاتية صحيحة - ذكر منها - اذا وكل شخص اخر ببيع مال ووكل اخر الوكيل باشتراء المال  
فباعه من موكله الثانى فلا يكون العقد صحيحا )) (٣) •

(١) المرجع السابق مباشرة ص ٢٢٤ •

(٢) الرملى ، نهاية المحتاج ج ٥ ، المرجع السابق ص ٣٥ •

(٣) على حيدر ، دور الاحكام شرح مجلة الاحكام ج ١ ، المرجع السابق ص ١١٥ •

ويرى السيوطي ان (( اتحاد الهوجب والقابل ممنوع الا في صور - ذكر منها - اذا وكله واذن له

في البيع من نفسه وقدر الثمن ونهاه عن الزيادة ينبغي ان يجوز لانتفاء التهمة )) (١) .

ولكن المتامل في اقوال من يمنع شراء الوكيل وبيعه من نفسه اعتمادا على عدم صحة انتظام

الايجاب والقبول من شخص واحد يجد ان هذا المنع مبني كذلك على وجود التهمة . اذ انه لا يوجد

نص يجعل من انتظام الايجاب والقبول من شخص واحد سببا قائما لوحده في منع صحة بيع الوكيل

وشرائه ، بل يذهبون دائما الى بيان العلة والحكمة وهي وجود التهمة .

اما فيما يختص بالشراء والبيع من الاقارب والمقصود بهم الاشخاص الذين لا تقبل شهاداتهم

للكوكل وهم امله وزعمه كابيه وجده وابنه وحفيده وزوجته ، ويلحق بهم كل من له عليهم ولاية مالية

كالمغير والسفيه والمجنون ، فان بعض نظم اسواق الاوراق المالية تمنع ان يتوسط السامرة لهم

بالبيع والشراء بتهمة المحاباة .

اما راي الفقه الاسلامي في هذه النقطة فيمكن ابرازه من خلال تتبع اقوال فقهاء المذاهب الاربعة

حول شراء وبيع السامرة من اقاربهم :-

الفقه الحنفي :

جاء في تبين الحقائق (( الوكيل بالبيع اذا باع ممن لا تقبل شهادتهم له ان كان باكثر من القيمة

يجوز بلا خلاف ، وان كان باقل من القيمة بغبن فاحش لا يجوز بالاجماع ، وان كان بغبن يسير لا

يجوز عند ابي حنيفة ويجوز عندهما (٢) ، وان كان بمثل القيمة فهناك روايتان بالجواز وعدمه ((٣) .

ويقول الكاساني (( وليس له ان يبيع من ابيه وجده وولده ، وولد ولده عند ابي حنيفة ، وعنهما

(١) السيوطي ، الاشباه والنظائر ، شركة ومطبعة مصطفي البابي الحلبي - مصر الطبعة الاخيرة

١٩٥٩ م ص ٢٨٠ .

(٢) اي عند صاحبين محمد بن ابي يوسف

(٣) الزيلعي ، تبين الحقائق ج ٤ ، المرجع السابق ص ٢٧٠ .



يجوز ذلك بمثل القيمة )) (١) • ويمنع ابو حنيفة من ذلك لوجود التهمة لاتصال منفعة ملك كل واحد منهما بصاحبه ، كما ان الصاحبين يجيزان ذلك بشرط دفع التهمة •

الفقه المالكي :

ويرى المالكية جواز تعاقد الوكيل مع اقربائه اذا كان بلا محاباة ، ويستثنى من ذلك من هو تحت حجره كابنه الصغير • (٢)

الفقه الشافعي :

ويرى الشافعية في الاصح ان الوكيل يملك البيع من اقربائه لانه يملك ان يبيع منهم ماله ، فجاز له ان يبيع منهم مال موكله الاجنبى •

وفي غير الاصح انه لا يجوز له البيع والشراء منهم لانه متهم في الميل اليهم كما يتهم في الميل الى نفسه ، ولهذا لا تقبل شهادته لهم كما لا تقبل شهادته لنفسه (٣) •

الفقه الحنبلي :

وفي المذهب عند الحنابلة ان الوكيل ليس له ان يبيع ويشترى من والده وولده ومكاتبه كزوجته وسائر من ترد شهادته لهم لانه متهم بترك الاستقصاء )) (٤) •

وفي غير المذهب عندهم يجوز ذلك (٥) •

وواضح ان تعليقات الفقهاء بجواز بيع الوكيل وشراؤه من اقربائه الذين لا تقبل شهادتهم حول وجود التهمة بالمحاباة من عدمها ، وكما اشرنا من قبل فان اوامر الموكلين لوكلتهم في اسواق

- 
- (١) الكاساني ، بدائع الصنائع ج ٥ ، المرجع السابق ص ٢٨ •
  - (٢) الخرشى ج ٦ ، المرجع السابق ، ص ٧٧ •
  - (٣) النووي ، المجموع ج ١٤ ، المرجع السابق ص ١٢٢ •
  - (٤) البهوتي ، كشاف القناع ج ٣ ، المرجع السابق ص ٢٩٤
  - المرداوى الحنبلي ، الانصاف ج ٥ المرجع السابق ، ص ٣٧٧ •
  - (٥) المرجع السابق مباشرة ص ٣٧٨ •

الاوراق المالية مصممة لان تكون محددة لثمن الشراء و ثمن البيع في معظمها ، وحتى الاوامر التي تُترك للتقدير فان السمار لا يمكنه عقد صفقة بناءً على ميوله ، وانما تلقائية العرض والطلب العلنية هي التي تحدد اسعار الاوراق المالية ، فلا مجال للمحاباة ، ولان الحكم يدور مع العلة وجودا وعدما ، وفي ظل التيقن من عدم امكانية المحاباة نرى انه يجوز لسمارة الاوراق المالية البيع والشراء لمالح اقرارهم اصولا وفروعا .

المطلب السابع : هل يجوز للسمار ان يكلف سمارا اخر بائجاز الصفقة ؟

تحدثنا فيما سبق عن مساعدى السمارة الذين يساهمون في اجراء الصفقات تعاوننا مع السمارة داخل المقصورة ، او توصيلا لاوامر العملاء الى السمارة وهم :-

١ - المندوبون الرئيسيون ، وهم مستخدمون يعملون باجر لدى احد السمارة ويقومون بمعاونته

في تنفيذ الاوامر داخل المقصورة .

٢ - الوسطاء الماليون ، وهم اداة اتصال بين العميل والسمار يتلقون اوامر البيع او الشراء من

العميل ويبلغونها الى السمار الذي يتبعون له .

وطالما اننا كيفنا عقد السامرة بانه عقد وكالة فلنا ان نسمى الوسطاء الماليين بانهم وكلاء

وكلوا السامرة بما تم توكيلهم بالقيام به ، ونسمى السامرة بانهم وكلاء وكلوا المندوبين

الرئيسيين بتنفيذ جزء او كل مما وكلوا به .

والسؤال المتبادر الى الذهن الان هل يجوز للتوكيل ان يوكل ؟

ناقش فقهاء المذاهب الفقهية تلك المسألة باستفاضة ولقد اتفقوا على انه اذا نهى الموكل وكيله

عن التوكيل فلا يجوز له ذلك بلا خلاف ، لان مانهاه عنه غير داخل في اذنه كما لم يوكله .

كما اتفقوا على ان الوكيل اذا اذن له في التوكيل يجوز له ذلك ، لانه عقد اذن له فيه فكان له

فعله كالتصرف الماذون فيه (١) .

اما في غير الحالات التي ياتي فيها منع صريح او اذن صريح للوكيل بتوكيل غيره فقد اختلف الفقهاء فيها على النحو التالي :-  
الفقه الحنفي :

يرى الاحناف ان الوكيل ليس له ان يوكل فيما وُكِّل فيه الا ان ياذن له الموكل او يقول له اعمل برأيك ، لانه رضى برأيه ولم يرض برأى غيره ، اما اذا قدر الوكيل الاول للوكيل الثاني الشمسن جاز لحصول المقصود باستعمال رأيه في تقدير الثمن (٢) .  
الفقه المالكي :

جاء في المدونة (( رايك ان وكلت رجلا في ان يسلم لي في طعام ، فوكل الوكيل وكيلا غيره بذلك ، قال : اراه غير جائز )) (٣)

كما جاء في قوانين الاحكام الشرعية (( منع توكيل الوكيل غيره على ما وُكِّل فيه بغير رضى موكله لان التوكيل لم يرض الا بامانته )) (٤) .  
واستثنى المالكية من ذلك ان الوكيل اذا كان مشهورا بين الناس انه لا يلى العمل التوكيل فيه بنفسه فان له ان يوكل غيره في التصرف ، ويحمل ذلك على ان التوكيل علم بحاله فكان ذلك بمثابة قرينة الاذن للوكيل بان يوكل غيره . (٥)

- 
- (١) الزيلعي ، تبين الحقائق ج٤ ، المرجع السابق ص ٢٧٦ .  
- وابن جزى ، قوانين الاحكام الشرعية ، المرجع السابق ص ٢٨٨ .  
- والنووي ، المجموع شرح المذهب ج ١٤ ، المرجع السابق ص ١١٢ .  
- وابن قدامه ، المغنى مع الشرح الكبير ج ٥ ، المرجع السابق ص ٢٠٩ .  
(٢) الزيلعي ، تبين الحقائق ج٤ ، المرجع السابق ص ٢٧٦ .  
(٣) الامام مالك ، المدونة ج ٤ ، المرجع السابق ص ٥١ .  
(٤) ابن جزى ، قوانين الاحكام الشرعية ، المرجع السابق ، ص ٢٨٨ .  
(٥) محمد رضا عبد الجبار ، الوكالة في الشريعة والقانون ، المرجع السابق ، ص ٢٩٨ .

الفقه الشافعي والحنبلي :

يرى الشافعية والحنابلة ان الوكيل ليس له ان يوكل غيره لانه استئمان فيما يمكنه النهوض به فلم يكن له ان يوليه من لم يامنه عليه .

الا انهم استثنوا بعض الحالات التي يجوز فيها للوكيل ان يوكل غيره بما وكل به من غير تفويض او اذن وهي :-

- ١ - اذا كان ما وكل به كثير الجوانب متعدد الجهات بحيث يحتاج الوكيل الى من يمينه على اداته ومثله اذا كان العمل شاقا لا يقدر مثله على القيام به ويحتاج الى شخص قوى يؤديه .
  - ٢ - اذا كان العمل يحتاج الى مهارة او فن خاص له دارسوه والمتخصصون فيه ، لان توكيله فيما لا يقدر عليه اذن في التوكيل فيه من جهة المعرفة .
  - ٣ - اذا كان العمل من الاعمال التي يترفع مثله عن القيام بها لذاتها . (١)
- وتبعاً للراء التي عرضناها يمكن الاطمئنان الى القول بان الوكيل ( وهو السمار ) في اسواق الاوراق المالية له ان يوكل غيره ( بان يكلف سمارة اخرى ) في انجاز ما وكل به ، وعليه يمكن القول بصحة اداء ماعدي السمارة سواء كانوا مندوبين رئيسيين او وسطاء ماليين ، وذلك اعتماداً على ما يلي :-

- ١ - وفق رأي الاحناف انه يجوز للوكيل ان يوكل غيره اذا قدر له الثمن ، وهو ما يحصل بالفعل في اسواق الاوراق المالية حيث يُبلَّغ السمار الى من يكلفه امر العميل متضمناً تحديداً لسعر الشراء او البيع .

---

(١) النووي ، المجموع شرح المذهب ج ١٤ ، المرجع السابق ص ١١٢ .  
- وابن قدامه ، المغنى مع الشرح الكبير ج ٥ ، المرجع السابق ص ٢٠٩ .  
- والمرداوي الحنبلي ، الاتصاف ج ٤ ، المرجع السابق ص ٣٦٢ ، ٣٦٤ .  
- والبهوتي ، كشف القناع ج ٣ ، المرجع السابق ، ص ٢٨٨ .

- ٢ - وفق رأى المالكية انه يجوز للوكيل ان يوكل غيره اذا كان مشهورا بين الناس انه لا يلى العمل الموكل فيه بنفسه ، والمشهور والمعروف ان سمسرة الاوراق المالية يقومون بتكليف مساعديهم او غيرهم من السمسرة بانجاز بعض الصفقات التى وكلوا بها .
- ٣ - وفق رأى الحنابلة والشافعية انه يجوز للوكيل ان يوكل غيره اذا كان ما وكل به كثير الجوانب متعدد الجهات ويحتاج الى مهارة او فن خاص ٠٠٠٠٠ الخ ولا يخفى على احد ان مكاتب السمسرة تكون مشغولة بتلقى الاوامر ثم تنفيذها وابداء النصائح والمشورة الى المتعاملين الامر الذى يدخلها فى دائرة الاستثناء ات التى قررها فقهاء الشافعية والحنابلة .

الفصل الثاني

أوامر سوق الأوراق المالية وطرق تداول الأوراق المالية

## الفصل الثانى

### اوامر اسواق الاوراق المالية وطرق تداول الاوراق المالية

المبحث الاول : اوامر اسواق الاوراق المالية:

يتم التعامل فى اسواق الاوراق المالية بين العملاء والسماسة عبر ما يطلق عليه اوامر سوق الاوراق المالية ، ويقصد بامر سوق الاوراق المالية ذلك التوكيل الذى يعطيه العميل لوسيطه والذى يعبر عن رغبة العميل فى شراء او بيع اوراق مالية معينة (١) .  
ومنعا لاي ليس قد يحصل فلا بد ان يكون الامر واضحا ومتضمنا نوع الاوراق المالية موضوع الصفقة وكميتها والسعر المطلوب اتمامها به (٢) .  
ولا يوجد شكل محدد لامر السوق ، فقد يكون كتابيا كما يمكن ان يكون شفاهيا ، فاذا كان شفاهيا جرت العادة بان يؤكده العميل بكتاب يرسله الى الوسيط ، كما جرت العادة بتوقيع العميل على امر السوق . ومع ذلك فان ما يجرى عليه التعامل فى معظم الاسواق المالية الدولية ان الوسيط يكتفون من العميل بالامر الشفاهي او حتى بالهاتف اذا كان معروفا لديهم . وبصفة عامة فانه يستحسن اثبات الامر بمعظم طرق الاثبات ، لان الوسيط لا يتكلف فقط باجراء العملية وانما يكون مسئولا عن تنفيذها .  
ويمكن تصنيف اوامر اسواق الاوراق المالية الى عدة انواع بحسب الاعتبار موضوع التصنيف ،  
وحقيقة فانه لا حصر لتلك الانواع ولكن سنتناول بالشرح اكثرها شيوعا .

(١) Gilbert W . Cooke , The stock Market , Simmons

Boardman Publishing Corporation , NEWYORK P 71.

(٢) هشام البساط ، الاسواق الدولية ، المرجع السابق ص ٢٨

- ومراد كاظم ، البورصة ، المرجع السابق ص ٩١ .

والاعتبارات التي يمكن تصنيف انواع الاوامر على اساسها هي :-

- ١ - انواع الاوامر باعتبار طريقة تحديد الاسعار .
- ٢ - انواع الاوامر باعتبار مدة سريان الامر .
- ٣ - انواع الاوامر باعتبار حجم الامر .
- ٤ - انواع الاوامر باعتبار طريقة تنفيذ الامر .
- ٥ - انواع الاوامر باعتبار ملكية الاوراق المالية موضوع الصفقة .

المطلب الاول : انواع الاوامر باعتبار طريقة تحديد الاسعار :

تنقسم اوامر سوق الاوراق المالية باعتبار طريقة تحديد الاسعار الى عدد كبير من الانواع

أكثرها استخداما الانواع التالية :-

اولا : الامر المحدد : (١)  
=====

وفيه يحدد العميل للوسيط مسبقا السعر الذي يجب ان يبيع به او يشتري ، فيحدد السعر  
الادنى في حالة البيع ، والسعر الاعلى في حالة الشراء (٢) . وتكون صورة الامر كما يلي مثلا (( اشتر  
عشرين سهما من اسهم دار المال بسعر ١٢٠ دولار او اقل )) او (( بع خمسة عشر سهما من دار  
المال بسعر ١٢٥ دولار او اكثر )) .

ثانيا : امر السوق : (٣)  
=====

ويطلق عليه احيانا الامر بالسعر الافضل ، ولا يحدد فيه صاحب الامر السعر الذي يجب ان تتم  
به الصفقة ويترك تحديد السعر الملائم الى سماره ، ويفضل السمار تنفيذ هذا الامر حال استلامه  
له (٤) .

---

Limitorder (١)

Gilbert W. Cooke, The Stock Market , Simmons - Boardman (٢)

Publishing Corporation , Newyork, P 74. (٣)

Market Order (٤) مراد كاظم ، البورصة ، المرجع السابق ص ٩٢ .



ويعتبر امر السوق اكثر الاوامر شيوعا فى اسواق الاوراق اذ يفوق استخدامه استخدام باقى انواع الاوامر مجتمعة ، وتشكل اوامر البيع وفقا لامر السوق نسبة ٨٥% من حجم اوامر البيع فى معظم اسواق الاوراق المالية الكبرى ويعود ذلك جزئيا الى ان البائعين يريدون التخلص من اوراقهم سريعا عكس المشترين الذين يتأنون فى اتخاذ قراراتهم بالشراء .

ومن اهم ميزات امر السوق السرعة والتيقن ، اذ انه ينفذ بعد دقائق من تسليمه وفق مستويات مستقرة للاسعار (١) .

ثالثا : الامر بسعر الافتتاح (٢)

=====

وفيه يتم تنفيذ الامر باول سعر تبلغه الورقة المالية المعينة عند افتتاح التعامل . ويتعامل المتعاملون بهذا النوع من الاوامر لاحاسم بان اسعار السوق سوف تتحرك نحو المستويات التى يتوقعونها مباشرة عند الافتتاح . الا ان هذا النمط من الاوامر محدود الاستعمال وذلك لان الذين يتوقعون صحة تنبؤاتهم بدقة قليلون جدا (٣) .

رابعا : الامر بسعر الاقفال (٤) :

=====

وهو الامر الذى ينفذ بالسعر الاخير ، وعادة ما ينفذ قبل عشر ثوانى من اقفال السوق ، الا ان بعض الاسواق ومنعا للتنازع تحدد ثلاثين ثانية قبل الاقفال يتوجب فيها على السماسرة تنفيذ الاوامر بسعر الاقفال التى بحوزتهم .

ويُلجأ المتعاملون الى هذا النوع من الاوامر لعدة اسباب اهمها :-

١ - ان المتعامل يعتقد ان السوق سوف يقفل عند معدلات مقبولة لديه .

Richard J.Teweles , Edward S.Bradley,The Stock Market (١)  
Fourth Edition, John Wiley&Sons - Newyork 1982 p 120.

ON THE OPENING (٢)

IBID P 128. (٣)

ON THE CLOSE (٤)

٢ - يود المتعامل أفضل اسعار ممكنة خلال اليوم ، وعندما يفشل في تحقيق رغبته

فانه يفضل ان يتعامل بسعر الاقفال بدلا من البقاء في السوق لليوم التالي .

خامسا : الامر للتقدير (١) :

=====

وبناء على هذا الامر يتترك العميل لسماره تامين مصالحه وذلك بتنفيذ الامر حسب تقديره

الشخصي لها . وقد تكون هذه السلطة التقديرية الممنوحة للسمار مطلقه فيترك السمار او

من ينوب عنه تحديد نوع وعدد الاوراق المالية ، وتحديد نوع التعامل بيعا او شراءً واعارها

وموعد تنفيذ الصفقة ..... الخ . ومنعا للتنازع فان سوق نيويورك توجب ان يكون مثل هذا

الامر مكتوبا ومودعا عند لجنة السوق .

ويسمى الفقهاء مثل هذا الامر بالوكالة العامة او المطلقة ومورتها ان يقول الوكيل للموكل

(( ابتع لى ما رايت ) (٢) .

اما في حالة الامر للتقدير غير المطلق فان دور السمار او من ينوب عنه ينحصر فقط في

تحديد الاسعار ووقت تنفيذ الامر وهي ما يسميه الفقهاء بالوكالة المقيدة . ويعطى الامر للتقدير

بافتراض ان السماسرة بحكم معرفتهم الواسعة بالسوق سيحققون ارباحا اكبر مما يمكن العملاء

ان يحققوه لانفسهم اعتمادا على تقديراتهم الخاصة .

الا انه من الناحية العملية تواجه مثل هذه الاوامر عدة محاذير منها :-

١ - انه حتى في ظل ثقة العميل المطلقة في سماره ، الا انه ونسبة لانشغال السماسرة

وزحمتهم بالعمل يثور الشك حول قدرتهم على تنفيذ هذه الاوامر بالعناية والدقة

DISCRETIONARY

(١)

(٢) ابن عابدين ، حاشية رد المحتار ج ٥ ، المرجع السابق ص ٥١٥ -

- والزيلعي ، تبين الحقائق ج ٤ ، المرجع السابق ص ٢٥٩ .

المطلوبــــــــــــــــة .

٢ - هذه الاوامر نفسها ليست اكثر جاذبية للممارسة لانهم يتقاضون عنها نفس نسبة العمولة

عن الاوامر الاخرى . فاذا ترتب على تنفيذها اى قدر من الاخفاق يؤدى ذلك الى الالاءة الى

سمعة السماسر دون اية مقابل منتظر .

ولذلك فان غالبية من يستخدمون هذا النوع من الاوامر هم العاجزون عن الحركة ، او الذين يغبون

فى اجازات طويلة . كما ان بعض صغار المستثمرين يعطون المصارف مثل هذا الامر لادارة محافظهم

المالية (١) .

سادسا : الامر بالسعر المحدد مع التوقف (٢) :

=====

، وامر

وهو عبارة عن امر بالبيع اذا هبط السعر الى حد معين او دونه

بالشراء اذا صعد السعر الى مستوى معين او دونه

ويستخدم هذا النوع من الاوامر من اجل تجنب او تخفيض خسائر كبيرة قدا تحدث اذا ما واصلت

اسعار الاوراق المالية تدهورها ، او لحماية القدر الممكن تحقيقه من الارياح (٣) .

المطلب الثانى : انواع الاوامر باعتبار مدة سريان الامر :

اذا نظرنا لانواع الاوامر باعتبار مدة سريان مفعول الامر ، فيمكن تقسيمها الى الانواع التالية :-

اولا : الامر ليوم واحد :

=====

الامر ليوم واحد هو الامر الذى تنتهى مدة سريانه تلقائيا بنهاية يوم العمل الذى صدر خلاله

Richard.J. Teweles,Edward S Bardley, the stock Market (١)  
OP. cit PP 128 , 127 .

STOP LIMIT ORDERS (٢)

PAUL.F.Jessup, Competing for stock market profits (٣)

John Wilexs & sons inc . Newyork P210.

ومالم يحدد العميل مدة بعينها فان كل اوامر السوق عادة تعتبر ليوم واحد .

والى جانب ذلك توجد اوامر لاسبوع ولشهر وتمنع سوق نيويورك مثل هذه الاوامر منعا للمضاربات

وفكرة الامر ليوم واحد تعبر عن ان العميل يعتقد ان احوال السوق لهذا اليوم ملائمة بالنسبة

لحالات البيع او حالات الشراء ، ولكنه يرى ان احوال السوق ربما تتغير فى اليوم الذى يليه

وقد تطرا ظروف جديدة تدعوه لاتخاذ موقف مغاير (١) .

ثانيا : الاوامر المفتوحة :

=====

يستمر سريان مثل هذا النوع من الاوامر حتى تلبي او تلغى او يفضل السماسر فى تأكيد الامر

خلال المدة المطلوبة للتاكيد ، حيث كان التعامل فى السابق فى كبرى الاسواق المالية يجعل

هذه الاوامر سارية لمدة طويلة دون ان تحتاج الى تأكيد ، الا انه روى ضرورة ان يؤكد السماسر مثل

هذه الاوامر ضمانا للجدية خلال مدة محددة تختلف من سوق لآخرى .

ويستخدم هذا النوع من الاوامر العملاء الذين يعتقدون ان وضع السوق سيمنحهم من تلبية رغباتهم

مستقبلا خاصة انهم ليسوا فى عجلة من امرهم (٣) .

ثالثا : فى الحال او الفنى (٤) :

=====

فى هذا النوع من الاوامر يطلب العميل من سماره ان ينفذ فورا اكبر كمية ممكنة من الطلب

ويلغى مالم يتم تنفيذه . ويستخدم هذا الامر فى حالات الندرة مما يتطلب شيئا من السرعة .

---

-Richard.J. Teweles ,Edwards S.Bradley,The Stock Markrt (1)  
OP.cit P123 0

- Gilbert W . Cooke, The Stock Markets,OP.cit,P74. (2)

- Good Untill Canceled ( G.T.C) (3)

Richard .J. Teweles, Edward S. Bradley, The Stock Market  
OP.cit P 123. (4)

Immediate Or Cancel

رابعاً : الامر بالكل او لا شيء (١) :  
=====

وبموجب هذا الامر على السمسار تنفيذ كامل الامر واذا تعذر ذلك عليه ان يلغى الامر ، ولذا فهو يختلف عن الامر (( فى الحال او الغي )) بانه لا يتم تنفيذه جزئياً .

المطلب الثالث : انواع الاوامر باعتبار حجم الامر :

---

يمكن تقسيم اوامر اسواق الاوراق المالية باعتبار حجم الامر الى نوعين اثنين هما :

اولاً : التعامل وفق وحدة التداول (٢) :  
=====

وهو الامر الذى يتعلق بصفقة تمثل وحدة التداول ومضاعفاتها . ويختلف حجم وحدة التداول من سوق الى اخرى . وعلى سبيل المثال فان وحدة التداول فى سوق نيويورك تعادل مائة ورقة مالية ومضاعفاتها .

ثانياً : التعامل باقل من الوحدة (٣) :  
=====

الامر باقل من الوحدة هو ذلك الامر الذى يتعلق ببيع او شراء اوراق مالية يقل حجمها عن وحدة التداول . ووفقاً لمثالنا السابق فان اية تعامل فى سوق نيويورك للاوراق المالية بين ١ - ٩٩ ورقة مالية هو تعامل باقل من الوحدة (٤)

- 
- Fill Or Kill. (١)  
- Round The Lot (٢)  
- Odd Lot (٣)  
- Sidney Robbins, The Securities Markets, The Free Press  
Newyork P 189. (٤)

المطلب الرابع - : انواع اوامر سوق الاوراق المالية باعتبار طريقة تنفيذ الامر :

---

يمكن تقسيم اوامر سوق الاوراق المالية باعتبار طريقة تنفيذ الامر الى عدة انواع تتسع لتشمل

معظم الاوامر التي لم نتعرض لها من قبل ، وذلك على النحو التالي :-

اولا : الاوامر المرتبطة (١)

=====

في هذا النوع من الاوامر يطلب العميل من وسيطه ان يشتري او يبيع له اوراقا مالية معينة

اذا استطاع ان يبيع او يشتري له اوراقا مالية من نوع اخر .

ثانيا : الاوامر البديلة (٢) :

=====

وفق هذا النوع من الاوامر يُخَيَّرُ العميل مساره في تنفيذ واحدة من صفقتين محددتين بالسعر

الجاري وهو يفعل ذلك لانه لا يريد فقدان او امتلاك كلا النوعين من الاوراق ، او ان سيولته لا تكفي لـ

لشراء نوع واحد من الاوراق .

ثالثا : الاوامر الملغاة : (٣)

=====

وهي الاوامر التي يحل بها العميل محل اوامره السابقة وهناك نوعان من الالغاء .

الاول : الالغاء المباشر (٤) ، وفيه يتم الغاء الامر كلية ، ولا يحل محله أمر آخر ، وذلك

لان العميل غير رايه في اصل التعامل وفق الظروف السائدة .

- 
- |                          |     |
|--------------------------|-----|
| - Contingent             | (١) |
| - Alternative            | (٢) |
| -Cancel Orders           | (٣) |
| - Straight Cancel Orders | (٤) |

الثاني : الالغاء غير المباشر (١) ، وفيه يحل امر جديد محل الامر السابق معدلا له سواء من ناحية مستوى الاسعار او حجم الصفقة (٢)

المطلب الخامس : انواع الاوامر باعتبار ملكية الاوراق المالية :

يمكن تصنيف اوامر اسواق الاوراق المالية باعتبار ملكية الاوراق المالية الى نوعين هما :-

اولا : الاوامر على المكشوف (٣) :

=====

في هذا النوع من الاوامر لا يمتلك العميل الاوراق المالية موضوع الصفقة ، وسيقوم عندئذ

يحين موعد تنفيذها بشرائها او استلافها من غيره من المضاربين .

ثانيا : الاوامر مع ملكية الاوراق المالية (٤) :

=====

في هذا النوع من الاوامر يكون العمل مالكا فعليا للاوراق المالية موضوع الصفقة (٥)

- 
- Cancel Former Orders (١)
  - Richard J. Teweles, Edward S Bradley, The Stock Market (٢)  
Fourth Edition, John Willey& Sons. New york 1982,P132.
  - Short Orders (٣)
  - Long Orders (٤)
  - Gilbert W. Cooke, The Stock Market, OP. cit P 74. (٥)

## المبحث الثاني

### طرق تداول الاوراق المالية

يتم تداول الاوراق المالية بالبيع والشراء عبر نظم وطرق تختلف من سوق الى اخرى ، وتتميز  
بكثير من التعقيد ، ونحاول فيما يلي ان نلم بجوهر تلك الانظمة والطرق دون النوص في تفاصيلها  
المعقدة . وكما درجنا في السابق فاننا سوف نشير الى تلك الطرق عبر تطبيقاتها في عدد من  
اسواق الاوراق المالية في العالم .

الا انه وقبل ان نفعل ذلك يجدر بنا ان نذكر بان نظم التداول السائدة نتجت عن تطوير وترقية  
لنظم سابقة بدا معظمها بنظام الزبون لزبون حيث كانت تتم معظم العمليات بين بائع ومشتري  
وجها لوجه دون اتفاق سابق على سعر السهم او حجم الصفقة .

اولا : نظام التداول في سوق لندن للاوراق المالية :

=====

تنقسم ردهة التداول في سوق لندن للاوراق المالية الى عدة مناطق كل منها يتخصص في نوع  
معين من الاوراق المالية ، فتجد مثلا سوقا للسندات الحكومية ، وسوقا اخر لاسهم شركات  
البتترول ، وسوقا ثالثة لاسهم شركات صناعة السيارات وهكذا . ويقوم كل سمار بتعليق جدول  
باسعار الاصدارات التي يتخصص فيها امام مركزه ويبقى لتلقى طلبات العملاء .  
وعندما يتسلم السمار امرا بالشراء مثلا يقوم على الفور بالذهاب الى حيث يجري تداول السهم  
ثم يبحث عن صانع سوق او متخصص يتاجر في السهم نفسه حيث يطلب منه سعر الورقة المالية  
دون ان يبين له ما اذا كان بائعا ام مشتريا فيعطيه الاخير سعري البيع والشراء معا ، فاذا ما تم  
الاتفاق بين الطرفين على السعر والكمية اخرج كل منهما دفتر جيب ويوقع كل منهما للاخر (1)

---

(1) صغفق الركيبي ، طريقة التعامل بالاوراق المالية ، محاضرات سوق الكويت للاوراق المالية

المرجع السابق ص ٣٠

- ومراد كاظم ، البورصة ، المرجع السابق ص ٦٥



ثانياً : نظام التداول في سوق نيويورك للاوراق المالية :  
=====

يتم التداول في سوق نيويورك للاوراق المالية من خلال نظام التزايد المفتوح ، حيث تُعطى الاولوية  
لاقل عرض بيع و لاعلى سعر شراء ويتم التزايد في السعر بوحدة  $\frac{1}{8}$  دولار  
امريكي :-

مثال :- اذا افترضنا ان سجل السوق تلقى عروض الشراء والبيع وفق الاسعار والكميات التالية :-

عروض بيع	السعر المحدد	عروض شراء
	$200 \frac{1}{8}$	المتحدة ٢٠٠ سهم
	$200 \frac{1}{4}$	الوطنية ٢٠٠ سهم
الذهبي ٢٠٠ سهم	$200 \frac{7}{8}$	
	$200 \frac{1}{2}$	
	$200 \frac{5}{8}$	
الوطني ٢٠٠ سهم	$200 \frac{3}{4}$	

ووفقا لما قرناه سابقا فان اولوية التزايد خلال مدة محددة تكون من حق مكتب الوطني  
للمرة الذي قدم اعلى سعر شراء والذهبي الذي قدم ادنى سعر بيع ، فاذا ما افترضنا ان مكتب  
الوطنية كان يملك امرا محدد لا يمكن تغييره ، وان مكتب الذهبي رأى ان مصلحة عميله  
تتحقق في السعر  $\frac{1}{4}$  ٢٠٠ فانه ، يقوم بتنفيذ الامر وفق هذا السعر الذي يسجل بانه سعر السوق  
لجلسة معينة ويتم وفقه تنفيذ كل أمر بالسوق حتى يحل محله سعر اخر بناءً على عمليات

وعروض جديدة (١) اما اذا لم تعقد صفقات وفق سعر اتفاقى فان اوامر السوق تنفذ بحسب ادنى سعر

طلب للشراء ، وباعلى سعر عرض للبيع .

ثالثا : أنظمة التداول فى سوق طوكيو للاوراق المالية :

=====

يتم تداول الاوراق المالية فى سوق طوكيو للاوراق المالية بان يتلقى كاتب احدى شركات السمسرة

طلبا من عملائه بشراء او بيع عدد من الاوراق المالية ، فيقوم بتحويل الطلب بواسطة التليفون

او الكمبيوتر الى مكتب الشركة داخل ردهة التداول حيث يكلف احد موظفيه بالذهاب الى المركز

المتعامل بالورقة المالية موضوع الصفقة .

فاذا كان الامر بسعر السوق يجرى تنفيذه مباشرة بادنى سعر طلب اذا كان طلب الشراء وباعلى

سعر عرض اذا كان طلبا للبيع .

اما اذا كان من نوع طلب شراء محدد فتستكمل الصفقة بمجرد قيام سمار اخر بتقديم عرض

مماثل ، وعند ذلك يقوم الموظف المختص بتسجيل الصفقات بتسجيلها واعلانها بواسطة الشاشات

والاجهزة الالكترونية .

رابعا : نظام التداول فى سوق الكويت للاوراق المالية :

=====

قامت سوق الكويت للاوراق المالية مؤخرا وبعد الاطلاع على تجارب اسواق مانيبلا وهونج كونج

وسنغافورة وسدى وتورنتو باقرار نظام (( المزاد المكتوب )) للتداول . حيث يتم تسجيل العروض

والطلبات فى اللوحة الرئيسية بواسطة ممثلى السماسرة المعتمدين ، ويتم التزايد بحسب اولسى

---

Gilbert W. cooke, Stock markets, OP. cit P237. (١)

وانظر كذلك

- Seha M. Tinic.Richard R. West, Investing Insecurities  
Addison - Wesley Publishing Company; London P 31 - 57.

- Sidney Robbins, The securities Markets, The Free Press:  
Newyork P 201 - 204.

الاسعار للتقارب الى ان يتم التوافق بينها •

ويتم التعامل بنظام المزاد المكتوب في سوق الكويت للاوراق المالية وفق الاسس التالية :-

- ١ - يتم افتتاح سعر السهم بنسبة تغيير محددة من السعر السابق •
- ٢ - يتم تغيير الاسعار بنسب ثابتة صعودا او هبوطا •
- ٣ - يمنع الوسيط من التعامل مع نفسه اذا كان هناك وسيط اخر مسجل بعده في نفس السعر •
- ٤ - يمنع الوسيط من التعامل لحسابه الخاص من خلال مكتبه وبمفدة عامة يمنع اجراء الصفقات خارج قاعة التداول اذا لم تُسجل على لوحة السوق •
- ٥ - يتحمل الوسيط مسؤولية تامة فيما يتعلق باتمام الصفقة ونقل ملكيتها وتسليم قيمتها •
- ٦ - يلزم الوسيط المسجل على اللوح بالتنفيذ اذا توافق سعره مع سعر وسيط اخر •

ويبدو لنا واضحا من خلال الاستعراض السابق تقارب انظمة تداول الاوراق المالية في معظم الاسواق العاملة ، كما ان معظم هذه النظم قابلة للتغيير والتطوير بحسب تطور انواع التعامل واجهزة ووسائل الاتصالات ، ويعتبر كل نظام للتداول لا يصطدم بالقواعد الشرعية للتعامل في الاسلام ومحققا لمصلحة الدول والعملاء نظاما مقبولا من وجهة نظر شرعية ، اما التفضيل بين النظم الصحيحة شرعا فامر يختلف باختلاف البيئة الاقتصادية ، وباختلاف درجات الوعي الادخاري والاستثماري ، وباختلاف التجارب الحقيقية التي مر بها التعامل في سوق الاوراق المالية لكل قطـر •

ولذلك فان تحديد او تفضيل نظام معين للتداول في اسواق الاوراق المالية في ظل الاقتصاد الاسلامي فيه كثير من التضييق لا لزوم لهما • وسنحاول من خلال الفصول التي تتناول نظم السمررة في اوراق المالية والمضاربة وانواع العمليات وفق التصور الاسلامي لها • ومن خلال ضمانات التداول التي سنقرها لاحقا ، ان نستبعد ما يقدر في صحة نظم التداول المعمول بها • الا ان البعض قد يرى في التزايد بين المتعاملين كتابة كان او مشاهة ما يقدر في صحة المزايدة المفتوحة كنظام للتداول وذلك اعتمادا على حديث ابي هريرة ان رسول الله صلى الله

(١) صغفق الركبي ، طرق التعامل بالاوراق المالية ، المرجع السابق ص ٣ •

عليه وسلم قال (( لا يسم المسلم على سوم اخيه )) (١) وعلى حديث سفيان ابن وهب انه قال : ((سمعت

ان رسول الله صلى الله عليه وسلم نهى عن المزايدة )) (٢) .

والحديث الاخير لا يصح الاستدلال به كما ان صورة المزايدة في اسواق الاوراق المالية ليست من قبيل السوم المنهى عنه ، يقول النووى (( السوم على سوم اخيه ان يكون قد اتفق مالك السلعة والراغب فيها على البيع ولم يعقدها فيقول الاخر للبايع انا اشتريه وهذا حرام بعد استقرار الثمن وركون احدهما للاخر )) (٣) .

كما يقول المنعاني (( واما بيع المزايدة وهو البيع ممن يزيد فليس من المنهى عنه )) (٤) .  
وجاء في فتح الباري (( اما السوم فصورته ان ياخذ شيئا ليشتريه فيقول له رده لابيئك خيرا منه بثمانه او مثله بارخص منه ، ومحلله بعد استقرار الثمن وركون احدهما للاخر فان كان ذلك صريحا فلا خلاف في التحريم )) (٥) .

وعن مجاهد قال : لباس يبيع من يزيد . وقال عطاء ادركت الناس لا يرون باسا يبيع المفانم فيمن يزيد . وعن انس ان النبي صلى الله عليه وسلم باع حلسا (٦) وقدحا وقال من يشتري هذا الحلس والقدهج ؟ فقال رجل : أخذتهما بدرهم ، فقال من يزيد على درهم ؟ فأعطاه رجل درهمين فباعهما منه (٧) .

- 
- (١) النووى ، شرح صحيح مسلم ج ١٠ ، المطبعة المصرية ومكتبتها ص ١٥٨ .  
(٢) الحديث من رواية ابن لهيعة وهو ضعيف .  
- المنعاني ، سبل السلام ج ٣ ، مكتبة عاطف : مصر ص ٨٢١ .  
(٣) النووى ، شرح صحيح مسلم ج ١٠ ، المرجع السابق ص ١٥٨ .  
(٤) المنعاني ، سبل السلام ج ٣ ، المرجع السابق ص ٨٢١ .  
(٥) ابن حجر ، فتح الباري ج ٤ ، المكتبة السلفية ، ص ٣٥٣ .  
(٦) الحلس كساء يوضع على ظهر البعير ويطلق كذلك على البساط .  
(٧) اخرجه احمد واصحاب السنن مطولا ومختصرا ، واللفظ للترمذى وقال حسن .  
- المرجع السابق مباشرة ص ٣٥٣ .

### الفصل الثالث

عمليات اسواق الاوراق المالية وطرق تحديد الاسعار

وأهم مؤشرات الاسعار الاسهم في الاسواق العالمية

### الفصل الثالث

#### عمليات اسواق الاوراق المالية وطرق تحديد الاسعار وأهم مؤشرات أسعار الاسهم في الاسواق العالمية

نحاول من خلال هذا الفصل ان نلقى الضوء على عمليات اسواق الاوراق المالية وطرق تحديد الاسعار فيها مع ابداء رأى الفقه الاسلامى حول تلك العمليات وحول طريقة تحديد الاسعار ، ثم نتعرض لاهم مؤشرات اسعار الاسهم فى كبرى الاسواق العالمية وذلك من خلال المبحثين التاليين :-

المبحث الاول : عمليات اسواق الاوراق المالية •

المبحث الثانى : طرق تحديد اسعار تداول الاوراق المالية واهم مؤشرات أسعار الاسهم •

## المبحث الأول

### عمليات اسواق الاوراق المالية

نقصد بعمليات اسواق الاوراق المالية الطرق التي يتم بموجبها عقد صفقات بيع وشراء الاوراق المالية .

وهي عمليات متعددة ومتداخلة تجرى بموجب انظمة وقوانين تسمح بها . ووفق خطط استثمارية معقدة الحسابات . ونشير فيما يلي الى الملامح العامة لاهم هذه العمليات دون حاجة الى الغوص في تفصيلاتها وهي :-

- ١ - العمليات العاجلة العادية .
  - ٢ - عمليات الشراء بالهامش .
  - ٣ - العمليات الباتة القطعية .
  - ٤ - عمليات البيع القصير .
  - ٥ - اسواق الخيارات .
- والعمليات الثلاث الاخيرة هي من قبيل العمليات الاجلة .

#### المطلب الاول : العمليات العاجلة العادية :

العمليات العاجلة هي العمليات التي يلتزم كل من البائع والمشتري بتنفيذ عقودها وذلك بان يستلم البائع الاوراق المالية ويسلم المشتري ثمنها حالا او خلال مدة وجيزة جدا هي يومان في عدد من اسواق الاوراق المالية الغربية ، بينما يلزم في سوق نيويورك ان تُصَفَى العمليات العاجلة في موعد اقمامه ساعة قبل افتتاح الجلسة التالية (١) .

(١) مراد كاظم ، البورصة ، المرجع السابق ، ص ١٠٠ .





ويحتفظ السمار بحساب دائن ومدين لكل متعامل يريد التجارة بالهامش ، وحتى يطمئن الوسيط على قدرة العميل على تسديد المبالغ المقرضة وفوائدها فانه يطلب من العميل ان يضع تحت تصرفه رهونا عبارة عن اسهم أو سندات تزيد قيمتها السوقية وقت الاقتراض عن مجموع ديون العميل (١) .

وحتى تتضح معالم التعامل بالهامش فلنفترض ان مستثمرا يريد ان يستثمر ١٠ الف دولار في اسهم شركة معينة السعر السوقي لسهما ١٠٠ دولار . فاذا ما اتم صفقته بالدفع نقدا فانه سيتمكن من شراء فقط ١٠٠ سهما ، فاذا ما صحت توقعاته وارتفعت اسعار الاسهم التي اشتراها وصارت ١٠٥ دولارا مثلا فانه سيحقق ربحا قدره ٥٠٠ دولار .

اما اذا قام بتنفيذ الصفقة متعاملا بالهامش وكانت نسبة الهامش (( المبلغ الذي يتوجب على المستثمر توفيره منسوبا الى حجم الصفقة )) ٥٠% فانه سيتمكن من التعامل براسمال قدره ٢٠ الف دولار وسيتمكن من شراء ٢٠٠ سهم فترتفع ارباحه عند صحة توقعاته الى ١٠٠٠ دولار ناقما الفائدة والمصروفات . ويمكن تصوير حساباته لدى عميله كالتالي :-

#### حساب مُستثمر أ لدى شركة الوساطة المتحدة

دائنين		مدينين	
المبلغ الاساسي	١٠٠٠٠	مبلغ مقترض	١٠٠٠٠
ثمن بيع ٢٠٠ سهم	٢٠٠٠٠	ثمن شراء ٢٠٠ سهم	٢١٠٠٠
		فائدة + مصروفات	٠٠٧٥
	٣١٠٠٠		٣٠٠٧٥

وبالتالي يصبح رصيد المستثمر دائنا ب ٩٢٥ دولارا ومن هنا يظهر ان تعامله بالهامش

قد ضاعف من ارباحه مقارنة بارباحه اذا ما تعامل نقدا .

ومن ناحية اخرى فان المستثمر المتعامل بالهامش سيتعرض لمخاطر اضافية اذا ما اخطات

تنبؤاته باتجاهات اسعار الاوراق المالية، فمثلا اعتمادا على ارقام المثال السابق اذا انخفض سعر

السهم الى ٩٧ر٥ دولارا ، فاذا ما كان متعاملا بالهامش فان مجموع خسارته سيكون ٥٠٠ دولار بينما هي فقط ٢٥٠ دولار اذا ما تعامل نقدا . لذلك فان المتعاملين بالهامش يعتمدون للبيع القمير والتعامل بالخيارات لتحديد حجم اية خسائر متوقعة .

وبصفة عامة فان حجم الخسارة او الارباح تتناسب عكسيا مع نسبة الهامش المسموح بها كما يتضح من الجدول المفترقي التالي :-

نسب مئوية للخسارة او الارباح وفق تحركات مفترضة

لمستوى الاسعار عند مستويات مختلفة لنسب الهامش (١)

نسبة الهامش	ارتفاع بنسبة ٥٠% ارباح	نزول بنسبة ٢٥% خسائر
١٠٠	٥٠	٢٥
٧٥	٦٧	٣٣
٥٠	١٠٠	٥٠
٢٥	٢٠٠	١٠٠
١٥ر٥	٤٠٠	٢٠٠

ملحوظات على الجدول :-

=====

أ - نسبة الهامش تعنى بها كما ذكرنا المبلغ النقدي الذي يتوجب على المستثمر توفيره لشراء

الاسهم منسوبا الى اجمالي حجم الصفقة .

ب - وعليه فان الهامش ١٠٠% يعنى ان التعامل بالكامل نقديا . واذا كانت ٥٠% فذلك يعنى انه

• على المستثمر ان يمول نصف حجم الصفقة ويقترض النصف الاخر •

ولاهمية الدور الذي يلعبه التعامل بالهامش فى السوق الامريكية فان المصرف الفيدرالى

الامريكي يتدخل بخفض او زيادة نسبة الهامش لتنظيم الائتمان والتحكم فى نشاط السوق المالية

ولقد حدد نسبة ٥٠٪ منذ عام ١٩٣٣ ولم يختلف الامر عنه كثيرا حتى الان (١) •

ويجدر بنا الاشارة الى ان عدم تنظيم نسب الهامش للتحكم فى حجم الائتمان قد ادى الى تفاقم

الضغوط التضخمية فى السوق الكويتية ، وادى الى زيادة حدة المضاربات الامر الذى ضاعف من حدة

المضاربات فى سوق المناخ •

ثانيا : راي الفقه فى التعامل بالهامش :

=====

لا نريد التوسع فى الحكم الفقهي على عمليات الشراء بالهامش لوضوح مخالفتها لاحكام التعامل

فى الفقه الاسلامى وذلك من وجهين :-

أ - ان جوهر عملياتها عمليات مضاربة واحكام الفقه الاسلامى تمنع المضاربة كما سنوضح •

ب - ان اقتراض المال من اجل زيادة التعامل فى الاوراق المالية يتم وفق صورة ربوية صريحة

وعليه فانه لايجوز التعامل بالهامش فى سوق اسلامية للاوراق المالية •

المطلب الثالث : العمليات الباتة القطعية :

اولا : ماهى العمليات الباتة القطعية

=====

هى عمليات يحدد لتنفيذها موعد ثابت يسمى موعد التصفية يلتزم فيه المتعاقدون بدفع الثمن

وتسلم الاوراق المالية ولا يمكنهم الرجوع عن تنفيذ العملية • وتنتهى العملية عادة بخسارة احد

(١) -George L. Lefler & Loring C. Forwell, The Stock Market, 3rd edition New York Roland Press 1963, P 373.

الطرفين المتعاملين البائع او المشتري الا اذا كان سعر الاوراق المالية في يوم التصفية معادلا

لسعرها حين العقد .

ثانيا : رأى الفقه في العمليات الباتة القطعية :

=====

اذا كنا في دراسات سابقة قد اجزنا المعاملات الباتة القطعية في اسواق السلع العينية باعتبار ان هذه العمليات تغطي حاجات عملية قائمة للاجهزة الانتاجية ولقطاعي المصدرين والمستوردين ولانها لا تصادف دليلا شرعيا ولا تشتمل على ربا محقق المعنى او محظورات اخرى مثل الغرر والجهالة الفاحشة (١) . الا ان الامر مختلف فيما يختص بالتعامل البات القطعي في اسواق الاوراق المالية ويرجع هذا الاختلاف الى عدة اعتبارات هي :-

١ - ان الممانع تحتاج الى ضمان ورود المادة الخام اليها في مواعيد منضبطة لتسامل عمليات الانتاج دون تحمل نفقات اضافية في التخزين ، او التعرض لاحتمالات فساد المادة الخام ، وكذلك تحتاج لان تبرم عقودا لتسويق منتجاتها فيما يشبه عقد الاستمناح ، ولذلك فلا بد لها من عقد عقود في السوق الباتة القطعية ، وهذه حاجة خاصة تنزل بمنزلة الضرورة (٢) ولا نجد في اسواق الاوراق المالية حاجة اقتصادية تدعو للعمليات الباتة القطعية ، ولا يعتمد عليها في انجاز معاملات حقيقية ، ومن يريد الماهمة في مشروع معين يمكنه اختيار الوقت الملائم لانجاز مثل هذه المشاركة ثم تنفيذها في سوق العمليات العاجلة .

٢ - ذكرنا ونحن نعرف العمليات الباتة القطعية في اسواق الاوراق المالية ان العملية تنتهي بخسارة احد الطرفين ، الامر الذي يجعل من هذه العقود ميدانا لنشاط المضاربة الممنوعة شرعا اذ يصبح عقد البيع او الشراء عقدا صوريا وتنحصر العملية في انها رهان على صحة توقعات اى من المتعاقدين بخصوص مستقبل اسعار الورقة المالية موضوع الصفقة ، وكما سنوضح فان البيع المورى ممنوع وكذلك كل ذريعة قد تؤدي اليه .

٣ - ان الاساس النظري الذي تقوم عليه عمليات الاسواق الاسلامية للاوراق المالية ، ان الافراد

---

(١) احمد محيي الدين احمد ، عمل شركات الاستثمار الاسلامية في السوق العالمية ، المرجع السابق

ص ٢٨٦ وما بعدها .

(٢) نزيه حماد ، بيع الكالئ بالكالئ في الفقه الاسلامي ، مركز ابحاث الاقتصاد الاسلامي

جامعة الملك عبد العزيز : جدة ط ١٩٨٦ م ص ص ٢٨ ، ٢٩ .

يتجهون للمساهمة في مشروعات حيوية منتجة ، بفرض بقاء هذه المشاركة مدة معقوله تثبت ان الغرض من المساهمة هو الكسب من غلات المشروع الامر الذي يوسع من قاعدة المشروعات المنتجة الناجحة . بينما تستهدف العمليات الباتة القطعية وغيرها من عمليات المضاربة شراء الاوراق المالية لفترة قصيرة نسبيا يحدث خلالها تغيير مهم في اسعارها لاسباب معظمها غير موضوعية ولا يتعلق باداء المشروع مُصدر الاوراق المالية ، ثم اعادة بيعها بعقود لاحقة وهو امر يخالف الاساس النظري لنشاط السوق الثانوية في الاسواق الاسلامية للاوراق المالية .

٤ - قد يبدو مظهر العمليات الباتة القطعية بريئا باعتبارها عقد شراء وبيع يتم تنفيذه في موعد لاحق ثابت ، الان هذا المظهر البريء يجب الا يخدعنا عن حقيقة مهمة وهي ان العمليات الباتة القطعية تكون احيانا تكملة لمصفقات آجلة شرطية يحين موعد تنفيذها لاحقا كما هو متصور في المضاربة على الصعود او الهبوط . وعليه فاستنادا لكل ذلك نذهب الى عدم صحة العمليات الباتة القطعية

المطلب الرابع : عمليات البيع القصير :

اولا : ما هي عمليات البيع القمير (١) :

=====

التسمية المتداولة لعمليات البيع القصير انها عمليات البيع على المكشوف ، وتعرف بانها

(( عمليات بيع اوراق مالية غير مملوكة للبائع عند عقد الصفقة )) (٢) . ويتم تسليم الاوراق

المالية عند ما يحين موعد التسليم باقتراضها من الوسطاء ، ولذلك فان احدهم عرفها بانها

(( عمليات بيع الممتلكات المستعارة )) (٣) .

---

(١) - Shortsell

(٢) - Organization And Operation Of The Newyork Stock

Exchange, OP . cit, P 293.

(٣) - G O Wright Hoffman, The Security Markets. Twentichth Century

Fund Inc` , P 359.

وهي احدى اهم وسائل المضاربة فى اسواق الاوراق المالية وتجرى وفق الخطوات التالية :-

- ١ - بيع المستثمر لاسهم لا يمتلكها
- ٢ - اتمام العملية بتسليم السهم مقترضة
- ٣ - شراء هذه الاسهم فيما بعد باسعار منخفضة
- ٤ - اعادة الاسهم المشتراة

ويصور المثال التالى عمليات البيع القصير :-

اذا اعتبر أحد المتعاملين أن سهم شركة مورجان والذي يباع حالياً به ١٥ دولاراً بالاجل مقيم باكثر من قيمته الحقيقية وسوف يهبط سعره فى السوق العاجلة بعد شهر الى ١٣ دولار . يقوم ببيع عدد من الاسهم لا يمتلكها بيعاً قصيراً بالسعر ١٥ دولار . . وعندما يحين موعد تصفية العملية بعد شهر فاذا ما صدقت توقعاته وانخفض سعر سهم شركة مورجان فى السوق العاجلة الى ١٣ دولار قام بشراء الاسهم التى باعها وربح مقابل كل سهم دولارين .

اما اذا لم تصدق توقعاته وارتفع سعر السهم الى ١٧ دولارا فانه سيخسر مقابل كل سهم دولارين

اضافة الى مصاريف وعمولة الوكيل . (١)

وبحفة عامة فان هذا النوع من التعامل يُقصد به المضاربة ويعمد اليه كبار المتخصصين الذين

يحاولون التحكم فى اسعار الاوراق المالية الامر الذى جعل بعض الكتاب الاوربيين يحف هذا النوع

من التعامل بانه شر محض يجب الغاؤه . (٢)

(١) محمد صالح فهمى ، الاستثمار بالاسهم والسندات ، المرجع السابق ص ٢٥٢ ، ٢٥٣

(٢) Organization and Operation Of The Newyork Stock Exchange OP.cit P293.

ثانيا : رأى الفقه فى عمليات البيع القصير :  
=====

تعتبر عمليات البيع القصير او البيع على المكشوف عمليات ممنوعة بنص حديث رسول الله صلى الله عليه وسلم حيث روى جعفر بن ابى وحشية عن يوسف بن ماهك عن حكيم بن حزام قال : سالت رسول الله صلى الله عليه وسلم فقلت : يا رسول الله ، ياتينى الرجل يسالنى البيع ليس عندى ابيعه منه ثم ابتاعه له من السوق قال (( لا تبع ما ليس عندك )) (١) .  
ولقد فر الفقهاء معنى قول الرسول صلى اله عليه وسلم لا تبع ما ليس عندك بثلاثة تفاسير مختلفة الا ان البيع على المكشوف ممنوع على اى من التفاسير الثلاثة كما سنوضح الان -

١ - بيع ما ليس عندك يعنى ما ليس فى ملكك :  
-----

يقول الكاسانى (( من شروط البيع ان يكون المبيع مملوكا للبائع عند البيع ، فان لم يكن كذلك لا ينعقد وان ملكه بعد ذلك بوجه من الوجوه ، الا السلم خاصة . والمراد بيع ما ليس عند الانسان ملكا لان قصة الحديث تدل على ذلك كما روى عن حكيم انه كان يبيع الناس اشياء لا يملكها ، ويأخذ الثمن منهم ، ثم يدخل السوق فيشترى ويسلم اليهم فبلغ ذلك رسول الله صلى الله عليه وسلم فقال : لا تبع ما ليس عندك )) (٢)

---

(١) رواه ابو داود - سنن ابى داود ج ٣ ، كتاب البيوع والاجارات ، باب فى الرجل يبيع ما ليس عنده

الناشر محمد على السيد - حمص سوريا ، ط ١ ١٩٧١ ، ص ٧٦٩ .

- رواه النسائى ، سنن النسائى ج ٧ - كتاب البيوع باب التجارة - شركة مصطفى البابى الحلبي

مصر ، ط ١ ١٩٦٤ ص ٢٥٤ .

- ورواه ابن ماجه ، سنن ابن ماجه ج ٢ ، كتاب التجارات ، باب النهى عن بيع ما ليس عندك ،

، عيسى البابى الحلبي وشركاه ، ص ٢٣٨ .

- رواه الترمذى - صحيح الترمذى بشرح ابن العربى ج ٥ ، المطبعة الازهرية مصر ، ط ١ ١٩٣١ ، ص

(٢) الكاسانى ، بدائع الصنائع ج ٥ ، المرجع السابق ص ١٤٧ .

كما جاء في سبل السلام (( لا تبع ما ليس عندك ، دل على انه لا يحل بيع شئ قبل ان يملكه )) (١) .

وجاء في المغنى (( ولا يجوز ان يبيع عينا لا يملكها ليحضى ويشترىها ويسلمها )) (٢) .

وما يحمل في عمليات البيع القصير ان المتعامل يبيع اوراقا مالية لا يملكها ، ثم يقدم

بعد ذلك بشرائها او استعارتها ، وهو امر لا يجوز اعتمادا على الحديث المتقدم ايراده .

٢ - ما ليس عندك اى ما ليس مملوكا ولا يقدر على تسليمه :

يقول ابن تيمية (( ان هذا هو الاظهر ، فلم يرد بالحديث النهى عن السلم الموجل ولا الحال مطلقا ،

وانما اريد به ان يبيع ما فى الذمة مما ليس هو مملوكا ولا يقدر على تسليمه ، فاذا ذهب يشترىه

قد يحصل وقد لا يحصل فهو نوع من الغرر والمخاطرة )) (٣)

كما جاء فى نيل الاوطار (( ما ليس عندك اى ما ليس فى ملكك وقدرتك )) (٤) .

وحتى نتأكد من مدى انطباق هذا التفسير على عمليات البيع القصير فلنقرأ هذه السطور لاحد

الاقتصاديين يصف فيها عمليات الاحراج فى اسواق الاوراق المالية :-

هو نوع من انواع الاحتكار يتلخص فى السعى لجمع وحبس كل المكوك التى من نوع واحد فى

يد واحدة ثم التحكم فى السوق حيث لا يجد المتعاملون فى هذه المكوك ما يوفون به التزاماتهم التى

حان أجلها )) (٥) .

---

(١) المنعاني ، سبل السلام ج ٣ ، المكتبة التجارية الكبرى - مصر ، ط ٤ ، ص ١٧

(٢) ابن قدامه ، المغنى ج ٤ ، مكتبة القاهرة - مصر ١٩٦٩ ص ١٥٥ .

(٣) ابن القيم ، زاد المعاد ج ٤ ، مطبعة السنة المحمدية مصر ، ص ٥٠٨ .

(٤) الشوكاني ، نيل الاوطار ج ٥ ، مصطفى البابي الحلبي ، الطبعة الاخيرة ص ١٧٥ .

(٥) مقبل جميعي ، الاسواق والبورصات ، المرجع السابق ص ١٢٢ .



وبالفعل قد وقعت مئات من مثل هذه الوقائع ولا زال تاريخ البورصات يتحدث عن تنافس شركتى مورجان وهاريمان فى عام ١٩٠١ على حيازة اسهم شركة نورثان باسفيك (١) بامريكا حيث قفز سعر السهم من ٧٠ الى ١٠٠٠ دولار ونجح مورجان فى حيازة اغلب الاسهم وافلس كل من عليه الوفاء باسهم هذه الشركة (٢) .

وفى ٢٦/١٠/١٩٨٨ اوردت صفحة الاقتصاد باحدى الصحف ما يلى (( ارادت مجموعة شركة

( فيليب حبيب ) استملاك شركة ( كرافت ) وذلك بشراء اسهمها فى بورصة وول ستريت بامريكا )) (٣) .  
فاذا قدر لهذا الاستهداف ان ينجح فلنا ان نتصور قدرة كل من باع اسهم شركة كرافت على تسليمها !  
فهى بلا شك قدرة مشكوك فيها .

٣ - النهى عن بيع ماليس عندك من الاعيان :

يرى بعض شراح السنة ان الحديث يُحمل على ان يبيعه شيئا معينا قبل ان يملكه ، يقول البغوى

(( هذا النحر عن بيوع الاعيان دون الصفات )) (٤) .

كما جاء فى تحفة الاحوذى (( لاتبع ماليس عندك اى شئ لىس فى ملكك حال العقد ، وهذا فى

بيوع الاعيان دون بيوع الصفات )) (٥) .

وهذا التفسير عده ابن القيم من اضعف التفاسير الثلاثة حيث يقول (( هذا ضعيف فان حكيم بن حزام

ماكان يبيع شيئا معينا هو ملك لغيره ثم ينطلق فيشتره منه ، ولا كان الذين ياتون يقولون

نطلب دار فلان انما الذى يفعله الناس ان ياتيه الطالب فيقول اريد طعاما كذا وكذا فيقول :

نعم اعطيك فيبيعه منه ، ثم يذهب فيحمله من غيره )) (٦) .

(١) - Northen Pacific.

(١)

(٢) المرجع السابق مباشرة ، ص ١٣٢ .

(٣) الشرق الا وسط ٢٦/١٠/١٩٨٨ ص ٦ .

(٤) البغوى ، شرح السنة ج ٨ ، المكتب الاسلامى دمشق ، ١٩٧٤ صص ١٤٠ ، ١٤١ .

(٥) المباركفورى - تحفة الاحوذى بشرح جامع الترمذى ج ٤ ، المكتبة السلفية المدينة المنورة ط ٢

١٩٦٥ ص ٤٣٠ .

(٦) ابن القيم ، زاد المعاد ج ٤ ، المرجع السابق ص ٥٠٨ .

وحتى اذا سلمنا بحجية هذا التفسير ورغم ان الاوراق المالية لسة تختلف عن باقى السلع فان الاقرب اعتبار من يطلب سهم شركة معينة انه يطلب لسة معينة لا لسة موصوفة فيحكم بعدم جواز التعامل بها على المكشوف من هذا الجانب .  
وعليه فانه على اى من التفسير السالفة الذكر فان بيع الاوراق المالية غير المملوكة والمخوذة لدى البائع لا تصح شرعا لنهى رسول الله صلى الله عليه وسلم عن بيع ما لا نملك .

#### المطلب الخامس : أسواق الخيارات : (١)

اولا : المقصود باسواق الخيارات :

بصفة عامة فان الخيارات فى اسواق الاوراق المالية يعنى بها (( الاحقية التى تمنح لماحب الخيار بان ينفذ عقد شراء او بيع عدد محدد من الاوراق الطالية بسعر محدد خلال مدة محددة ، او ان يمتنع عن ذلك مقابل دفع غرامة محددة )) (٢) .

وتتنوع الخيارات المتاحة امام العملاء الى عدة خيارات منها ان يشتري او يمتنع ، وان يبيع ام لا ، وان يزيد من حجم الصفقة او لايزيد ، وبان يتخذ موقف البائع ام المشتري ، وذلك على النحو التالى :-

١ - خيار الشراء :

٢ - خيار البيع :

٣ - خيار الزيادة :

٤ - خيار الانتقاء :

١ - خيار الشراء : (٣)

خيار الشراء يعطى الحق للمشتري بان يستلم الاوراق المالية المتعاقد عليها ، او ان يمتنع عن

---

- Options (١)

- Gilbert W. Cooke, The Stock Markets, OP.p 158. (٢)

CALL OPTION (٣)

ذلك مقابل دفع مبلغ معين لمالك الاسهم لقاء منحه اياه هذا الحق . ويعتمد مبلغ الغرامة هذا على عرض وطلب الاوراق موضوع الصفقة الا انه يتراوح عادة ما بين ١٠ - ١٥ % من القيمة السوقية

### للأسهم .

ومثال ذلك قيام مستثمر بشراء (( خيار شراء )) لـ ١٠٠ سهم من شركة ما بسعر ٤ دولارات للسهم لمدة ٩٥ يوما ، فان مثل هذا العقد يعطى المستثمر حق شراء هذا العدد من الاسهم بذات السعر من يوم عقد الصفقة ولغاية ٩٥ يوما ، فاذا لم يُمارس هذا الحق خلال هذه المدة سقط حقه في الشراء . وبالطبع فان المستثمر يتخذ قراره بالشراء او عدمه بناءً على تطور اسعار الاسهم . فاذا ما صدقت توقعاته فيقوم بالشراء ليبيع باسعار اعلى ، واذا لم تصدق توقعاته فبدلا من ان يشتري بسعر اعلى ويبيع بسعر منخفض ، فسوف يمتنع عن الشراء ويحصر خسارته في مبلغ (( الغرامة )) وهو المبلغ الذي اشترى به الخيار .

### ٢ خيار البيع : (١)

-----  
خيار البيع هو عقد لبيع عدد من الاسهم بسعر محدد مسبقا وذلك خلال الفترة من الزمن ، وهو عملية عكسية لخيار الشراء (٢) .

### ٣ - خيار الزيادة :

-----  
في هذا النوع من العمليات يحق لواحد من المتعاملين الاستزادة من البيع او الشراء عند حلول الاجل المتفق عليه ويتخذ شكلين :-

### (أ) خيار الزيادة للمشتري (ب) للبائع

اذا كان خيار الزيادة للمشتري (( للبائع )) فيمكنه طلب تسليم (( تسليم )) ضعف الاوراق المشتراة (( المباعه )) او اكثر حسب الاتفاق . ويعتبر الشراء (( البيع )) باثنا في الكمية الاساسية محل الصفقة واختياريا بالنسبة للكميات الزائدة ، وتكون اسعار الاوراق المالية بخيار الزيادة اعلى (( ادنى )) من

اسعارها في السوق الباتة • ويوازن المشتري (( البائع )) بين الاسعار الباتة والاسعار الاجلة بخيار الزيادة ، فالاسعار العاجلة في موعد التصفية محالوا معرفة امكانات الربح والخسارة •

٤ - خيار الانتقاء :

-----

للمستثمر بموجب هذا الخيار تنفيذ الصفقة في موعد التصفية بمفقه مشتراً و بائعاً لكمية محددة من الاوراق المالية مُتفق عليها مسبقاً ، وللمتعامل بخيار الانتقاء الخيار في الشراء بالسعر الاعلى او البيع بالسعر الادنى •

والقصد من التعامل بهذا الخيار المضاربة ، اذ ان المتعاملين بهذا العمليات يعتقدون انه سوف تحدث تقلبات كبيرة في اسعار الاوراق المالية ، بينما يعتقد بائعوا هذه الخيارات ان السوق سوف تظل هادئة ولن يطرأ على الاسعار تغير كبير •

ونمثل لخيار الانتقاء بالمثال التالي :-

اذا كان سعر العملية الاجلة بشرط الانتقاء ٤٥ دولارا يبيع و ٤٩ دولارا شراء ، فما موقف

المتعامل وبائع الخيار في ظل افتراضات مختلفة لمستويات الاسعار في وقت التصفية ؟

الافتراض الاول :

\_\_\_\_\_ ظلت السوق هادئة وتموج السعر بين سعري الشراء والبيع ( ٤٥ - ٤٩ ) فان

صفقة بائع الخيار تبقى هي الرابحة ، فاذا كان سعر الورقة المالية  $\frac{1}{4}$  ٤٦ فان اتخذ المتعامل موقف

البائع يكسب بائع الخيار (  $\frac{1}{4}$  ٤٦ - ٤٥ ) =  $\frac{1}{4}$  ١ دولارا عن كل سهم ، وان اتخذ المتعامل موقف

المشتري يكسب بائع الخيار (  $\frac{1}{4}$  ٤٦ - ٤٩ ) =  $\frac{1}{4}$  ٢ دولارا عن كل سهم •

الافتراض الثاني :

\_\_\_\_\_ تقلبت الاسعار بصورة كبيرة نسبيا تكون صفقة المتعامل هي الرابحة ، فاذا بلغ

سعر الورقة المالية موضوع الصفقة ٥٢ دولار مثلا فسوف يتخذ المتعامل موقف المشتري ويكون

ربحه ( ٥٢ - ٤٩ ) = ٣ دولارات عن كل سهم ، وكذلك اذا ما انخفض سعر السهم الى ٤٠ دولارا

فسوف يتخذ المتعامل موقف البائع ويكون ربحه ( ٤٥ - ٤٠ ) = ٥ دولار •

وفي ختام حديثنا عن اسواق الخيارات ينبغي الاشارة الى ان استعمال الخيارات يكون لاسباب

متعددة منها :-

١ - المضاربة كما مر بنا في الامثلة السابقة .

٢ - لحماية وضعية المستثمر ، فاذا ما افترضنا انه عقد صفقة بيع قصير لاسهم معينة ، وحتى يحمي

نفسه من خطأ توقعاته اذا ما اتجهت الاسعار نحو الارتفاع ، فانه يقوم بشراء خيار شراء يمكنه من

شراء الاسهم موضوع الصفقة بسعر يحميه من مثل تلك المخاطر .

فاذا ما افترضنا انه باع على المكشوف ١٠٠ سهم بسعر ٢١ دولار ، فاذا ما ارتفعت الاسعار الى ٣٠ دولار

فوف يخسر ٩٠٠ دولار لذلك فانه يتقدم بشراء خيار الشراء لـ ١٠٠ سهم بسعر ٢١ دولار بـ ٢٠٠ دولار

، فاذا ما تحقق الخطر فانه يفقد فقط ٢٠٠ دولار بدلا من ٩٠٠ دولار .

ويمكنه كذلك ان يحمي ارباحه المتحققة ، فاذا ما افترضنا ان مستثمرا باع ١٠٠ سهما بيعا

قصيرا بـ ٣٠ دولار حتى ٤ مارس ١٩٨٢ . فاذا ما انخفض السعر في ٢ مارس الى ٢١ دولار فان ربحه

سيكون ٩٠٠ دولار وهو ربح مقنع بالنسبة له ولذلك خوفا من ان ترتفع الاسعار خلال اليومين القادمين

يقوم بشراء خيار شراء لـ ١٠٠ سهم بسعر ٢١ دولار حتى ٤ مارس ١٩٨٢ ، فاذا ما ارتفع السعر الى ٢٥ دولار

مثلا يدفع الغرامة بدلا من ان ينقص ارباحه المتحققة بـ ٤٠٠ دولار (١) .

٣ - وهناك سبب ثالث خاص بالسوق الامريكية وهو ان استعمال الخيارات يعطى مزايا ضريبية

وذلك لان قوانين ضريبة الدخل الفيدرالية تاخذ ضريبة كاملة على الارباح المتحققة في مدة اقل من ٦

شهور ، اما الارباح المتحققة فوق هذه المدة فنسبة ضريبةها ٢٥% كحد اعلى . لذلك يستعمل

المضاربون الخيارات لمدد اعلى من ٦ شهور تهربا من دفع نسبة عالية كضريبة على الارباح (٢) .

---

(١) - Gilbert W. Cooke, The Stock Markets, OP. cit  
P 168. 170.

(٢) - IBID . P 170 .

ثانيا : رأى الفقه فى اسواق الخيارات :  
=====

اذا ما عرضنا عمليات اسواق الخيارات على موازين الفقه الاسلامى يتضح لنا ما يلى :-

- ١ - يشوبها غرر فاحش .
- ٢ - تتعارض اسواق الخيارات مع قصد الشارع من اباحة خيار الشرط .
- ٣ - تُعتبر الشروط المتضمنة فى اسواق الخيارات من الشروط الفاسدة فى مختلف المذاهب الفقهية .
- ٤ - تعارض هذه الخيارات مع قاعدة العدل المطلوبة فى المعاملات العالية .

١ - الغرر الفاحش :-

من خلال عرضنا لمختلف الخيارات يتضح لنا الغرر الفاحش والجهالة التى تكثف هـذا

النوع من التعاقد ، ومعلوم ان الغرر اذا كان فاحشا فانه يحيل العقد الى عقد مقامرة<sup>(١)</sup> .

٢ - تعارض اسواق الخيارات مع قصد الشارع من اباحة خيار الشرط :

خيار الشرط مخالف للاصل مخالف للقياس ومع ذلك فقد اقره الفقهاء

استحسانا نظرا لحاجة الناس اليه فى معاملاتهم (٢) . يقول ابن رشد (( الخيار فى البيع اصله

غرر ، وانما جَوِّزته السنة لحاجة الناس الى ذلك لان المبتاع قد لا يحسن ما ابتاع فيحتاج الى ان

يختبره ويعلم ان كان يصلح له ام لا ، وقد يحتاج فى ذلك الى رأى غيره . وان كانت العلة فى اجازة البيع

على الخيار حاجة الناس الى المشورة فيه او الاختبار فحده قدرا يُختبر فيه البيع ويرتأى ويستشار

على اختلاف اجناسه )) (٣) .

ويرى محمد سلام مذكور ان خيار الشرط قد شرع لحماية العاقد من التزامه بعقد تكون الرغبة

فيه لم تتأكد (( (٤) .

(١) نزيه حماد ، بيع الكالئى بالكالئى فى الفقه الاسلامى ، المرجع السابق ، ص ١٩ -

(٢) الكاسانى ، بدائع الصنائع ج ٥ ، المرجع السابق ص ٢٦٤

- ابن الهمام ، فتح القدير ، دار صادر بيروت ط ١ ١٣١٦ هـ ص ١٢٦ .

(٣) ابن رشد ، المقدمات ، المرجع السابق ص ص ٥٥٧ ، ٥٥٩ .

(٤) محمد سلام مذكور ، المدخل لدراسة الفقه الاسلامى دار النهضة العربية ، القاهرة ط ٣

اذن فخير الشرط لم يرد به ان يتأكد المستفيد من تطور سعر الورقة المالية فاذا ما كانت في صالحه ينفذ الصفة والا فلا . بل ان المخاطرة فيه مخاطرة الميسر والقمار اذ انه إما ان يربح او يتنازل عن مبلغ الغرامة دون مقابل معين (١) .

كما ان خيار الشرط ابيح من اجل ان يقرر المشروط له بعد ان يجرى دراسته الخاصة ، هل يجرى العقد ام يفسخه ؟ جاء في المبسوط (( الخيار مشروط للفسخ لا للاجازة ، والفاسخ منهما يتصرف يحكم الخيار تصرفاً شرعاً للخيار لاجله )) (٢) .

ولم يبح خيار الشرط من اجل ان يحدد المستفيد منه ، هل هو بائع ام مشتري ؟ او ان يطلب المشتري (( البائع )) المزيد من السلعة المشتراه (( المبيعة )) اذا رأى ان ذلك يحقق له مكاسب اكثر .

٣ - تعتبر شروط اسواق الخيارات من الشروط الفاسدة في مختلف المذاهب الفقهية :

تتضمن شروط اسواق الخيارات على عدد من الشروط التي تعتبر شروطاً مفسدة للعقد في مختلف المذاهب الفقهية .

فالشرط الفاسد في المذهب الحنفي ما كان غير موافق لمقتضى العقد ، ولا موكد له ، ولم يرد به اثر ، ولا جرى به عرف وفيه منفعة لاحد المتعاقدين .

جاء في تبين الحقائق (( البيع الفاسد هو الذي يشترط فيه شرط منفعة لاحد المتعاقدين لا يوجبها العقد )) (٣) كما جاء في فتح القدير (( اذا كان الشرط مما لا يقتضيه العقد ولا متعارف عليه ولا لضمان توثيقه وفيه منفعة لاحد المتعاقدين فالبيع فاسد )) (٤) .

فاذا ما رجعنا لشروط اسواق الخيارات نجد انها جميعاً تتضمن منفعة لا يقتضيه العقد لاحد

- 
- (١) انظر ، ابن القيم ، زاد المعاد ج٤ ، مصطفى الباي الحلبي ١٩٥٠م ص ص ٢٦٥ ، ٢٦٦ .  
 (٢) الرخى ، المبسوط ج١٣ ، دار المعرفة للطباعة والنشر بيروت ، ط ٢ ص ٤٩ .  
 (٣) الزيلعي ، تبين الحقائق ، ج٤ دار المعرفة للطباعة والنشر بيروت ص ٤٣ .  
 (٤) ابن الهمام ، فتح القدير ج٥ ، دار صادر بيروت ، ص ٢١٥ .

المتعاقدين وليست مؤكدة له • ولم تات لضمان او توثيق • وذلك مثل ان يحدد المتعاقد فى موعد التسوية هل هو بائع ام مشتر ؟ وهل يزيد من الكمية المباعة او المشتراه ام لا يفعل ؟ وهل يقرر بعد معرفته لاسعار السلع وامكانية الربح والخسارة ان ينفذ العملية ام لا ؟ •  
 جاء فى فتح القدير (( وما ابطال الشرط الذى فيه منفعة لاحد المتعاقدين الا لانه زيادة عن العوض فى عقد البيع وهو معنى الربا )) (١) •

والشرط الفاسد فى المذهب الحنبلى هو كل شرط يقتضى انشاء عقد جديد ، او ان يكون منافيا لمقتضى العقد ، او ان يشترط البائع شرطا يعلق عليه البيع •  
 يقول البهوتى (( الخرب الثانى من الشروط فى البيع فاسد يحرم اشتراطه وهو ثلاثة انواع :-

احدها : ان يشترط على صاحبه عقدا اخر ، واشترط هذا الشرط يبطل البيع وهو البيعتان فى بيعة المنهى عنه ، والنهى يقتضى الفساد •

ثانيها : ان يشترط فى العقد ما ينافى مقتضاه نحو ان يشترط الا خسارة عليه •

ثالثها : ان يشترط شرطا يعلق عليه البيع ، كقوله بعته ان رضى فلان )) (٢) •

ولا يخفى ان البيع مع خيار الزيادة هو اشتراط لعقد جديد يتناول الكميات الزائدة عن عقد البيع

الاصلى • كما ان فى البيع بشرط الانتقاء منفاة ظاهرة لمقتضى عقد البيع •

اما فى المذهب الشافعى فان الشرط الفاسد هو ذلك الشرط الذى لا يقتضيه العقد ويتعلق به غرض

يورث التنازع وينافى مقتضى البيع • (٣)

والملاحظ فى الشروط المتعامل بها فى اسواق الخيارات انه لا يقتضيه عقد البيع عادة ، بل وتنافى

مقتضاه ، ويتعلق بكل منها غرض يورث التنازع بين العاقدين • اذ ان هذه الشروط قيد ان يستفيد

منها عاقد واحد يكون طالبا لتنفيذ العقد ان صحت توقعاته ، بينما يضمنى الطرف الاخر بخسارة كبيرة

(١) ابن الهمام ، فتح القدير ج ٥ ، دار صادر بيروت ص ٢١٥ •

(٢) البهوتى ، كشاف القناع ج ٢ ، مكتبة النصر الحديثة ، الرياض ص ١٩٢ - ١٩٣ •

(٣) النووى ، المجموع شرح المصنوع ج ٩ ، ادارة الطباعة المنيرية مصر ، ص ٣٦٤ - ٣٦٨ •





## المبحث الثاني

### طريقة تحديد اسعار الاوراق المالية

### وأهم مؤشرات اسعار الاسهم في الاسواق العالمية

المطلب الاول : طرق تحديد اسعار الاوراق المالية :

تتحدد اسعار الاوراق المالية في الاسواق المالية بتلاقى قوى الطلب وقوى العرض (١) . الا ان ميكانيكية عمل قوى السوق هذه تتأثر الى درجة ما بالاسلوب الذى تتبعه ادارة سوق الاوراق المالية في تحديد اسعار الاوراق المالية المدرجة في جدول التسعير بها . وهناك عدد من الطرق المتبعة لتحديد اسعار الاوراق المالية في معظم اسواق الاوراق المالية العالمية هي :-

١ - التسعير بالنداء

٢ - التسعير بالمقارنة

٣ - التسعير بالمندوق

٤ - التسعير بالمطابقة

اولا : التسعير بالنداء :

=====

يجرى التسعير بالنداء في سوق باريس ولندن ، ولكن على نحو مختلف .

ففي باريس وفي صباح كل يوم من ايام التداول يتجمع مندوبى الوسطاء ومعهم طلبات البيع والشراء

داخل منطقة مَسِيحَة يقف وسطها دلال مختص ومعه ميكروفون يَسْهَلُ له الاتمال بعضو آخر مكلف

بكتابة الاسعار المختارة على سبورة تحمل الاسهم التى تتداول فى هذا المركز .

عند افتتاح التعامل يقوم الدلال بابلاغ الموظف المختص بسعر اقبال اول الاسهم المدرجة على

اللوحة ليقوم بتدوينه ، ولنفترض انه كان ٢٦ ريالاً ، عندها يبدأ الوسطاء الذين يحملون الشراء

بسرر الافتتاح او ب ٢٦ ريالاً او اكثر ، او طلبات بيع بسرر الافتتاح او ب ٢٦ ريالاً او اقل بترتيب

عقد الصفقات بسعر ٢٦ ريال وسرعان ما يهدأ الضجيج ، عندها يعلن الدلال ان السعر التجريبي ٢٦ ريال اضحى سعرا رسميا .

اما اذا افترضنا ان التوازن بين الطلب والعرض لم يتحقق عند السعر ٢٦ ، وبقي جزء من المتعاملين يبحثون عن مناظرين لهم ، يتضح ان السعر التجريبي ٢٦ لم يوازن بين الطلب والعرض فاذا كان الوسطاء المتتبعين هم من البائعين مثلا يقوم الدلال بارشاد الموظف المختص بمحو السعر وتسجيل السعر ٢٧ فاذا حقق هذا السعر التوازن المرغوب فيه يعنى ذلك ان كافة اجراءات تسليم وتسلم الاسهم بالسعر السابق ٢٦ ستجرى وفق السعر التعاقدى الجديد ٢٧ ريالا . وعندما يتأكد الدلال تماما من ان حركة المساومة قد خفت يعلن ان السعر التجريبي الجديد ٢٧ اصبح سعرا رسميا ويقوم موظف البورصة بوضع خط تحت السعر المكتوب دلالة على ان التبادل بهذا السهم قد انتهى مؤقتا . ويبدأ فى اعلان سعر تجريبي للسهم الذى يلى السهم الاول على القائمة وهكذا (١) .

اما فى سوق لندن فيعمل باللوب التسعير بالنداء بان يجتمع الوسطاء فى ردهة التداول وينادون باعلى اصواتهم بالعروض والطلبات التى بحوزتهم ، ويرفقون مناداتهم الشخصية هذه باشارة من اليد وذلك بوضع الساعد افقيا فى اتجاه الجسم فى حالة الشراء ورأسيا فى حالة البيع ، بينما لا يود كثير من الوسطاء الاقاصح عن رغباتهم بالشراء او البيع ، بل يكتفون بالنداء عن الورقة المالية التى يتعاملون بها ، فاذا ما اتفق وسيطان على سعر همس كل منهما فى اذن وسيط ثالث ليعلمه فيما اذا كان نداؤه عن عرض بيع او طلب شراء فاذا ما توافقا ابرما الصفقة بينهما ، وأعلننا سعر التبادل للجنة الاسعار التى تقوم بتدوينه واعلانه (٢) .

(١) صفاق الركيبي ، الاسواق المالية العالمية ، المرجع السابق ص ٥

(٢) مراد كاظم ، البورصة ، المرجع السابق ، ص ٨٢ .

ثانيا : التسعير بالمقارنة :

=====

ويسمى في بعض الاسواق بالتسعير بالمعارضة ، ووفق هذه الطريقة لتحديد الاسعار يجلس موظف السوق وامامه سجل يحتفظ فيه بمساحة لكل سهم من الاسهم التي تتداول في المركز المعين ، ويقوم هذا الموظف بتلقى العروض والطلبات للاسهم المخصص له بادارتها ويدون السعر ويضيف الاحرف الاولى من اسم شركة الوساطة التي تقدمت بالطلب او العرض ، ويوضح النموذج التالي كيفية التسعير بالمطابقة :-

طلبات شراء						عروض بيع					
٤٢	٤٤	-	٤١	٤٠	٤٣	٤٤	٥٤	٤٣	-	٤٢	٤١
ح	ج	ث	ب	أ	س	ز	ر	د	خ		

وتجرى قراءة هذا النموذج بالشكل الاتي :-

- شركة س على استعداد للبيع بسعر ٤٤ او اكثر

- شركة د على استعداد للبيع بسعر السوق

- شركة أ على استعداد للشراء بسعر ٤٢ أو اقل

- شركة ت على استعداد للشراء بسعر السوق

- وهكذا ..... الخ .

بعد ذلك يلتقى الموظف المختص مع مندوبى شركات الوساطة ويسالهم عن عدد الاسهم التي

يرغبون شرائها او بيعها ويجرى ترتيب حصيلة هذه المعلومات فى جدول يوضح حجم ما يُطلب شراؤه

ويُعرض بيعه عند كل سعر من الاسعار المحددة ، وذلك على النحو التالي :-

الاسهم المطلوبة	السعر المحدد	الاسهم المعروضة
١٠٠	٤٠	٥٠
٨٥	٤١	٦٠
٧٥	٤٢	٦٥
٧٢	٤٣	٧٥
٦٠	٤٤	٩٥
٤٠	٤٥	١١٠

ولنفترض ان الموظف المختص قام باختيار السعر ٤٢ في هذه الحالة يكون هناك طلب على ٧٥ سهما ولا يتجاوز المعروض ٦٥ سهما . والنتيجة ان حجم التعامل يكون ٦٥ ويكون هناك مشترون لم يمكن تلبية طلباتهم ويشار الى ذلك بـ ١٠ (AR) (١) في جدول التسعيرة .

اما اذا حدد السعر الرسمي بـ ٤٣ فان المطلوب يكون ٧٢ سهما والمعرض ٧٥ سهما فيجرب تداول ٧٢ سهما ويكون هناك ٣ ( AR ) .

اما اذا ما اختار السعر ٤٤ فان المعروض من الاسهم عند هذا السعر يكون ٩٥ سهما والمطلوب فقط ٦٠ سهما فيجرب التداول على ٦٠ سهما ويكون هناك ٣٥ ( VR ) .

وبناءً على ذلك فان السعر ٤٣ يصبح هو السعر الرسمي اذا ان المفروض في السعر المختار أن يؤدي الى تلبية رغبات اكبر عدد ممكن من العروض والطلبات .

- (١) ( AR ) اختصار لـ Acheteurs Reduitis وتعني مشترون لم يتم تلبية طلباتهم .  
 ( VR ) اختصار لـ Vendeurs Reduites وتعني بائعون لم يتم تغطية عروضهم .

ثالثا : التسعير بالصندوق :

=====

وهو صورة اخرى من صور التسعير بالمقارنة ويُصار اليه عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء كثيرة ومتعددة ، فيتخذ شكلا اخر حيث يتلقى الموظف المختص قصاصات ورقية من الوسطاء تحوى عدد الاسهم التى يريدون التعامل بها وحدود الاسعار التى يرتضونها ، وتوضع هذه القصاصات فى صندوق خاص يفتح لوقت محدد ، تقوم بعده لجنة السوق بفرز العروض والطلبات وتحديد الاسعار وفق الحسابات التى عرضناها فى التسعير بالمقارنة .

رابعا : التسعير بالمطابقة :

=====

وهو محظور فى كثير من اسواق الاوراق المالية وصورته تتم بان يتلقى الوسيط امرين متقابلين يتعلق احدهما ببيع كمية من الاوراق المالية ويتعلق الاخر بشراء الكمية نفسها بذات السعر المعروف، فيشتري الوسيط من الاول لحساب الثانى .

وتحرص الاسواق التى تسمح بالتعامل بهذه الطريقة على التأكد من انه لا يوجد طلب اخر او عرض اكثر ملاءمة ، وبأن مصلحة العميل قد روعيت بافضل خيار ممكن . (١)

المطلب الثانى : مؤشرات اسعار الاسهم : (٢)

مؤشر الاسعار عبارة عن رقم قياسى يعكس تطور اسعار الاسهم التى يضمها المؤشر سواءً بالزيادة او بالنقصان (٣) ، وينظر اليه فى اسواق الاوراق المالية باعتباره مؤشرا لحركة اسعار جميع الاسهم المتداولة فى الاسواق ، وبالتالي له اهميته فى اعطاء دلالات مهمة عما ستكون عليه سوق الاسهم فى المستقبل القريب او البعيد . والاساس النظرى لهذا الاعتقاد يكمن فى ان اسعار الاسهم يحددها

(١) مراد كاظم ، البورصة ، المرجع السابق ، ص ٨٣ .

(٢) Stock Price Index

(٣) صغفركى ، مؤشرات الاسعار ، المرجع السابق ص ٣

الاف المستثمرين الذين يملكون معلومات مختلفة وبالتالي فهي تعكس وجهة نظرهم جميعا (١) .  
 صحيح ان الاصل في معرفه اتجاه السوق هو ان نجمع اسعار جميع الاسهم التي بيعت في يوم معين  
 ونقسمها على عدد الاسهم ، الا ان هذه العملية بلا شك تكتنفها الصعوبة والتعقيد وعلى وجه  
 الخصوص في حالات تزايد نشاط السوق ، ولذلك استعيز عنها بدراسة حركة المؤشرات .  
 وهناك عدد كبير من المؤشرات تختلف عن بعضها في طريقة حسابها وعدد الشركات التي  
 تضمها ، الا ان القاسم المشترك بينها جميعا هو قيامها بجمع اسعار اعداد كبيرة من الاسهم  
 لاستخراج معدل عام يعبر عنه برقم قياسي (٢) .

وتتنوع انواع الاسهم التي يضمها المؤشر كلما حدث تغير جوهري في حجم نشاط شركة ما  
 او قطاع معين ، كما حدث عند اكتشاف النفط حيث دخلت عدد من الشركات الرائدة في هذا المجال  
 ضمن ارقام هذا المؤشر أو ذاك . (٣) .

وسوف نتعرض لمؤشرين من تلك المؤشرات بحسبانها ذوى دلالة على غيرها وهما خاصين  
 بالسوق الامريكية وهما :-

١ - مؤشر داوجونز

٢ - مؤشر استندارد اند بورز ٥٠٠

اولا : مؤشر داوجونز (٤)

يعتبر مؤشر داوجونز من اكثر المؤشرات بساطة واقدمها حيث بدأ استخراجه في عام ١٨٨٤م  
 ويضم اسعار اسهم ثلاثين شركة صناعية كبرى ، ويجرى استخراجه على النحو التالي :

$$\frac{س١ + س٢ + ..... + س٣٠}{٣٠}$$

حيث تمثل س١ الى س٣٠ اسعار اسهم الثلاثين

(١) محمد صالح فهمي ، الاستثمار بالاسهم والسندات ، المرجع السابق ٢٢٦ .

(٢) Norman G. Fosback, Stock Market Logic, The Institute

For Econometric Research, PP 284- 285.

(٣) Gilbert W. Cooke, The Stock Markets, OP. cit P 65.

(٤) DDW JONES

شركة التي يضمها • ويواجه مؤشر الداوجونز عدة انتقادات اهمها :-

١ - لا يمثل مجموع الشركات صغيرة ومتوسطة الحجم ولذلك فهو بعيد عن تمثيل كامل السوق

• وهو يعبر فقط عن معدل اسعار اسهم الشركات الصناعية العملاقة •

٢ - يعطى وزنا متساويا لكل دولار تغير بصرف النظر عن نسبة التغير مقرونة بسعر السهم ،

والمثال التالي يوضح ذلك :-

شركة أ سعر سهمها ٢٠ دولارا ، شركة ب سعر سهمها ٢٠٠ دولارا

$$\text{المعدل} = \frac{٢٠ + ٢٠٠}{٢} = ١١٠$$

اذا زاد سعر ( أ ) ليصبح ٣٠ دولارا وسعر ( ب ) ليصبح ٢١٠ دولارا

$$\text{المعدل} = \frac{٣٠ + ٢١٠}{٢} = ١٢٠$$

زيادة كل سهم ب ١٠ دولارات ادت الى زيادة المعدل نفسه ب ١٠ رغم ان

الزيادة في ( أ ) كانت بنسبة ٥٠% والزيادة في ( ب ) كانت بنسبة ٥% ولذلك يُطلق

على مؤشر داوجونز انه مؤشر غير مرجح (١) •

٢ - جميع الاسهم تحظى بمعاملة متساوية رغم ان التغير يحدث في اسعار اسهم شركات مهمة

ذات تاثير واضح على النشاط الاقتصادي ، واخرى ضعيفة الهمية •

الا ان حجبة الانتقاد الثالث هذا تضعف كثيرا اذا ما اعدنا للاذهان الى ان الشركات الثلاثين

الممثلة في مؤشر داوجونز هي من الشركات العملاقة ذات التاثير الواضح على النشاط الاقتصادي •

ورغم الانتقادات السابقة الا ان مؤشر داوجونز ياخذ حجما متزايدا من اهتمامات المحللين الماليين

والاقتصاديين والمستثمرين والمضاربين ، وبدأ ذلك الاهتمام واضحا ابان ازمة سوق الاوراق المالية

الاخيرة والتي سميت بيوم الاثنين الاسود حيث تراجع مؤشر داوجونز بمعدل ٥١٨ نقطة اي بنسبة

٣٣% •

(١) Norman G. Fosback, Stock Market Logic, OP. cit P 282.

- محمد صالح فهمي ، الاستثمار بالاسهم والسندات ، المرجع السابق ص ٢١٨

- صفيق الركيبى ، مؤشرات الاسعار ، المرجع السابق ، ص ٣ •



ثانيا : مؤشر استاندرند اند بورز ٥٠٠ (١)

مؤشر استاندرند اند بورز ٥٠٠ بدأ نشره في عام ١٩٢٢ وكان يضم وقتها اسهم ٢٢٢ شركة ارتفعت في عام ١٩٥٧ الى ٥٠٠ شركة ، منها ٤٠٠ شركة صناعية و ٤٠ شركة مالية و ٤٠ شركة منافع و ٢٠ شركة مواصلات .

ويتم حساب مؤشر استاندرند اند بورز ٥٠٠ وفق المعادلة التالية :-

حيث ان :-  $\bar{P}$  : يعني مجموع

س١ : متوسط اسعار فترة الاساس

س٢ : متوسط اسعار فترة المقارنة

ص١ : عدد الاسهم في فترة الاساس مرجحة بتجزئة الاسهم واسهم المنح

والارباح الموزعة (٢) .

ويتضح للمتتبع ان هذا المؤشر قد بذل فيه مجهود كبير للتغلب على نواقص مؤشر داوجونز ،

ولذلك فان من اهم مميزات مؤشر استاندرند اند بورز ما يلي :-

١ - يقر بحقيقة وجود تفاوت في الاهمية النسبية للاسهم ، ومن صور ذلك انه :-

أ - يعطى وزنا ترجيحيا للاسهم التي تتداول أكثر من غيرها فمثلا اذا ما ارتفع سعر سهمين

مختلفين بمقدار دولار واحد ، وكان المتداول من النوع الاول ١٠ الاف سهما بينما المتداول

من النوع الثاني فقط ١٠٠٠ سهم ، يصبح وزن السهم الاول عشرة اضعاف وزن السهم الثاني .

ب - نسبة الارتفاع المتشابهة لا تعامل كذلك على قدم المساواة بالنسبة للاسهم ذات الاسعار

المختلفة فعلى سبيل المثال فان ارتفاعا نسبته ٢٠٪ في سعر سهم قيمته ٢٠٠ دولار يحمل ١٠ اضعاف

الوزن الذي يحمله سهم اخر ارتفع بنفس النسبة السابقة ( ٢٪ ) بينما تاوى قيمته

فقط ٢٠ دولارا (٢) .

(١) Standard and Poor's Price Index ( S&R 500 )

(٢) Gilbert Cooke, The Stock Markets , OP.cit P 68.

(٣) صغفق الركيبى ، مؤشرات الاسعار ، المرجع السابق ص ٣ .

٢ - الميزة الثانية لهذا المؤشر انه يضم عددا كبيرا من الاسهم تمثل مختلف احجام وانواع

الاستثمارات .

وتجدر الاشارة الى انه يوجد عدد اخر من المؤشرات فى الاسواق غير الامريكية كـمؤشرالفاينانشيال  
تايمزفى بريطانيا ، ومؤشر نيكى دى جى بطوكيو ، ومؤشر هانج سنج فى هونج كونج ومؤشر كمرز بنك  
فى فرانكفورت .

المطلب الثالث: رأى الفقه فى طرق تحديد الاسعار فى اسواق الاوراق المالية :

نحاول فيما يلى ان نشير الى مبادئ عامة تحكم التصور الاسلامى لاسلوب تحديد اسعار الاوراق  
المالية دون الدخول فى تفاصيل قد تقيد متخذى القرار فيما لا طائل من ورائه ، وعليه فـوف  
نناقش الجوانب التالية :-

١ - دور الية الطلب والعرض فى تحديد الاسعار

٢ - تدخل السلطات المعنية فى تحديد الاسعار .

٣ - التعامل وفق سعر السوق

اولا دور الية الطلب والعرض فى تحديد الاسعار :

-----

كمقدمة لازمة لا بد من القول ان التساوم والتزايد على اسعار الاوراق المالية امر لا غبار عليه

فلقد كان الحسن والحسين رضى الله عنهما وغيرهما من خيار السلف يستقصون فى الشراء ثم يهبون

مع ذلك الجزيل فـقيل لبعضهم تستقصى فى شرائك على اليسير ثم تهب الكثير ولا تبالى ؟

فقال : ان الواهب يعطى فضله وان المفبون يبنين عقله (١) .

وعليه فان مبدأ التساوم ليس برذيلة ولكنه نوع من الرشد الاقتصادى يعمل من خلال ظاهرة السوق

(١) الفـزالى ، احياء علوم الدين ج٥ ، دار الشعب القاهرة ، ص ٢٨٩ .

على حسن توجيه الموارد لاكتساب اقصى منفعة ممكنة . (١)

ويعتبر مبدأ الحرية الاقتصادية في السوق هو الموقف المبدئي للنظام الاقتصادي الاسلامي وينبثق

عنه الاعتراف بالسوق والقوى الموضوعية التي تتفاعل فيه وهي قوى العرض والطلب . (٢)

ومن الأدلة على اعتراف النظام الاسلامي بدور السوق وقواه في تحديد اسعار السلع والخدمات

نهى الرسول صلى الله عليه وسلم تلقى الركبان فعن ابن عباس رضى الله عنهما قال : نهى رسول الله

صلى الله عليه وسلم ان تتلقى الركبان وان يبيع حاضر لباد ، قال : فقلت لابن عباس ما قوله حاضر

ليباد ؟ قال لا يكن له سمارا (( (٣) .

فالحديث ينهى عن ملاقة اصحاب السلع من منتجين وفلاحين وغيرهم فيشترون منهم باثمان

لا تماثل الاثمان العائدة في السوق مما يدل على الدعوة الى وجوب عرض السلعة في سوقها اذ لا يمكن

معرفة حقيقة السعر خارج السوق اذ انه قد يتعرض البائع للتغيير ولذلك اثبت الرسول صلى الله

عليه وسلم الخيار للبائع اذا ما دخل السوق ووجد السعر مختلفا ، فعن ابي هريرة قال : ان رسول

الله صلى الله عليه وسلم يقول لا تلقوا الجلب فمن تلقاه فاشترى منه فاذا اتى سيده<sup>(٤)</sup> السوق فهو

بالخيار (( (٥) .

والشاهد من حديثنا السابق ان الفقه الاسلامي لا يرى باسا في تحديد اسعار الاوراق المالية

بواسطة قوى السوق وهي العرض والطلب من خلال التماوم والتزايد وغيرها .

والسؤال المتبادر الى الذهن الان انه وفي ظل حرية عوامل الطلب والعرض في تحديد الاسعار

وفق النظام الراسمالي نشأت عدة ماوى ابرزها كما اشرنا العمل على التحكم في اسعار الاوراق

المالية من خلال الاحتكارات وعمليات الاحراج واغراق السوق ، ومن خلال المعلومات المتلوطة

(١) متعين على عبد الحميد ، السوق وتنظيماته في الاقتصاد الاسلامي :الدار السودانية للكتب

الخرطوم ١٤٠٦ هـ ص ٣٨ .

وانظر - محمد عبد المنعم عفر ، الاقتصاد الاسلامي دراسة تطبيقية ج٢ دار البيان العربي : جدة

١٩٨٥ ص ٤١ .

(٢) رفعت العوضى ، الاقتصاد الاسلامي والفكر المعاصر نظرية التوزيع . الهيئة العامة لشئون

المطابع الاميرية ١٩٧٤ ص ١٨٣ وما بعدها .

(٣) صحيح مسلم بشرح النووي ج١٠ ، المرجع السابق ، ص ص ١٦٣ ، ١٦٤ .

(٤) سيده اى مالكة البائع

(٥) المرجع السابق مباشرة ص ١٦٣ .

والاشاعات وعمليات الشراء والبيع الوهمية ..... الخ . فكيف نضمن الا يؤدي نفس المنهج الى ذات النتائج في الاسواق الاسلامية للاوراق المالية ؟  
ويُرد على ذلك بالقول ان الاسلام قد كفل الضوابط الموضوعية لعمل قانون العرض والطلب في تحديد الاسعار الامر الذي يجعلها الى حد بعيد فوق الانتقادات التي وجهت للنظام الراسالي (١) ومن هذه الضوابط ما يلي :-

- ١ - منع الاحتكار ولسنا في حاجة الى التفصيل في ذلك ، ولكن تجدر الاشارة الى قول ابن تيمية حيث يقول (( يمنع البائعون الذين تواطؤوا على الا يبيعوا الا بضمن قدره )) (٢) ولا شك ان عدم تطفل الاحتكار على نشاط السوق يجعل اسعار الاوراق المالية طبيعية ومقبولة وعادلة
- ٢ - منع النجش وهو اتفاق البائع مع احد الناس لكي يتصنع الشراء في مزاد او غيره ليخدع طرف ثالث ليشتري بسعر مرتفع . وبذا تعبر المزادات عن تفاعل حقيقي لقوى العرض والطلب دون تدخل يؤثر على مسارها العادي (٣) .
- ٣ - منع الغبن وهو بيع السلعة او مبادلتها باكثر او اقل من قيمتها ويرى ابن تيمية ان تحديد ما هو غبن يرجع الى العرف السائد فما عدَّ غبنا من قبيل العرف فهو غبن والا فلا (٤) .
- ٤ - منع الفرر والغش في المعاملة ، ومدلول ذلك ضرورة توافر المعلومات الكاملة الكافية لتحديد سعر البيع أو الشراء للاوراق المالية بناءً على تصور واقعي للمركز المالي الحقيقي للشركة .
- ٥ - امكانية تدخل ولي الامر لمعالجة اية مستجدات سلبية تطرأ على السير الطبيعي لاسعار الاوراق المالية .

---

(١) عبد الله عبد الغني غانم ، المشكلة الاقتصادية ونظرية الاجور والاسعار في الاسلام ، المكتب الجامعي الحديث : الاسكندرية ١٩٨٤ ص ١١١ .  
(٢) ابن تيمية ، الحسبة في الاسلام ، دار الكتب العربية ١٩٦٢ ص ١٨ .  
(٣) محمد عبد المنعم عفر ، الاقتصاد الاسلامي ج٢ دراسة تطبيقية ، المرجع السابق ص ٤٣ ، ٤٤

ثانيا : تدخل السلطات المعنية في تحديد اسعار الاوراق المالية :

-----

روى انى قال : غلا السعر على عهد رسول الله صلى الله عليه وسلم فقالوا : يا رسول الله

لو سعت ؟ فقال ان الله هو القابض الباسط الرازق المسعر وانى لارجو ان القى الله عز وجل

ولا يطالبنى احد بمظلمة ظلمتها اياه فى دم ولا مال (( (١) .

ولقد استدل بهذا الحديث كثير من الفقهاء للقول بعدم اختصاص ولى الامر فى التدخل لتحديد

اسعار السلع والخدمات .

جاء فى معنى المحتاج (( يحرم التسعير ولو فى وقت الغلاء بان يامر الوالى الوقفة الا يبيعوا

امتعتهم الا بكذا للتضييق على الناس فى اموالهم )) (٢) .

ويرى الحنابلة انه ليس للامام ان يسعر على الناس بل يبيع الناس اموالهم على ما يختارون (٣) .

وهو رأى الاحناف والمالكية كذلك فى الظروف العا دية كما سنوضح .

---

(١) ابو داود ، سنن ابن داود ج ٣ ، دار احياء السنة النبوية حديث رقم ٣٤٥١ ص ٢٧٢ .

رواه الخمسة الا النسائي وصححه الترمذى . قال الحافظ اسناده على شرط مسلم وصححه

ابن حبان .

الشوكانى ، نيل الاوطار ج ٥ شركة ومطبعة مصطفى البابى الحلبي ، الطبعة الاخيرة

ص ٢٤٨

(٢) الشربيني ، معنى المحتاج ج ٢ ، دار احياء التراث العربى بيروت ص ٢٨ .

(٣) ابن قدامه ، الشرح الكبير ، دار الكتاب العربى . بيروت ١٩٧٢ ص ٤٤ .

ونحن كما اشرنا من قبل نرى كذلك انه لا يجوز فى الظروف العادية الطبيعية ان يتدخل ولى

الامر ممثلاً فى السلطات المشرفة على سوق الاوراق المالية ليحدد اسعار التداول .

يقول ابن تيمية (( ان كان الناس يبيعون سلعهم على الوجه المعروف من غير ظلم منهم ، وقد

ارتفع السعر ما لقله الشئ<sup>١</sup> واما لكثرة الخلق فهذا الى الله والزام الخلق بان يبيعوا بقيمة معينة

اكراه بنير حق (١) .

اما اذا جمحت اسعار الاوراق المالية نحو الارتفاع بتاثير عوامل اخرى غير موضوعية كعمليات

الاحراج او التناجش ونحو ذلك ، فهل يقف ولى الامر مكتوف الايدى ومتفرجا بموجب حديث التسعير

هذا او شعار عام كالحرية الاقتصادية ؟

ان تدخل ولى الامر فى تحديد اسعار الاوراق المالية تدبير اجتهادى مصلحى يستخدم من غير اضرار

ولا تعسف عندما تطرأ ظروف استثنائية تؤثر سلبا على قوى العرض والطلب ، وتؤدى الى سيادة

اسعار غير طبيعية ولا مقبولة ولا عادلة . ويستخدم كذلك فى الاوقات العادية اذا اسئ التصرف على

نحو قد يؤدى الى حدوث الازمات والظروف الاستثنائية .

اذن فالتدخل فى مثل تلك الظروف الاستثنائية ضرورة وقائية تحول دون خلق البعض للظروف غير

العادية وضرورة علاجية تحول دون استفادة البعض من تلك الظروف غير العادية (٢) .

وندل على قولنا هذا ببعض الادلة واقوال بعض الفقهاء على النحو التالى :-

١ - فى السماح للمضاربين بالتحكم فى اسعار الاوراق المالية وتحديد مستويات مرتفعة غير

طبيعية للاسعار ظلم فادح على باقى المتعاملين والظلم ممنوع لقوله تعالى (( وعننت الوجوه

للحى القيوم وقد خاب من حمل ظلما )) (٣) .

٢ - قول الرسول صلى الله عليه وسلم ان الله هو القايب الباسط يدل كما يرى كثير من الباحثين

على ان المقصود عدم صحة التسعير اذا ما ارتفعت الاسعار بصورة عادية نتجت عن ندرة

طبيعية وليس عن حركات مفتعلة .

(١) ابن تيمية ، الحسبة فى الاسلام ، دار الكتب العربية ١٩٦٢ م ص ١٦ .

(٢) مستعين على عبد الحميد ، السوق وتنظيماته فى الاقتصاد الاسلامى ، المرجع السابق ، ص ٢٨ وما بعدها

(٣) سورة طه الآية ١١١ .

- ٣ - منع الرسول صلى الله عليه وسلم الزيادة على ثمن المثل في عتق الحمصة من العبد المشترك حين قال : (( من اعتق شركا له في عبد فكان له مال يبلغ ثمن العبد قوم العبد عليه قيمة عدل(١) فاعطى الشركاء حصصهم وعتق عليه )) (٢) •
- والشاهد هنا الدعوة لتحديد قيمة عادلة دون اعطاء مطلق الحرية للشريك في اختيار الثمن الذي يريد كلما كان هناك ما يدعو لمثل ذلك •
- ٤ - جاء في شرح الزرقاني (( ان نزل بالناس حاجة ولم يوجد عند غيره جبر على بيعه بسعر الوقت لرفع الضرر عن الناس ))
- ٥ - ويرى الاحناف جواز التسعير في الاقوات وفي زمن الاضطراب اذا تعدى الباشعون في اثمان المبيعات تعديا فاحشا )) (٣)
- ٦ - كما يرى ابن تيمية وتلميذه ابن القيم وجوب التسعير اذا اضطر الناس اليه (٤)

---

(١) قيمة عدل اي لا يزداد من قيمته ولا ينقص

(٢) العيني ، عمدة القارئ شرح صحيح البخارى ج ١٣ ، الناشر محمد امين دمسج بيروت ، كتاب العتق ص ٨٣ •

(٢) الزرقاني ، شرح الزرقاني على موطأ مالك ج ٣ ، دار المعرفة بيروت ١٩٨٧ ص ٢٩٩ •

(٣) الزيلعي ، تبين الحقائق ج ٦ دار المعرفة بيروت ط ٢ ص ٢٨ •

- وابن عابدين ، حاشية رد المحتار ج ٦ مكتبة ومطبعة مصطفى البابي الحلبي واولاده ، ط ٢ ١٩٦٦ ص ٤٠ •

(٤) - ابن تيمية ، الحسبة في الاسلام ، المرجع السابق ص ١٥ •

- وابن القيم ، الطرق الحكيمة في السياسة الشرعية ، تحقيق محمد جميل غازي ، مطبعة المدنى القاهرة ص ٣٥٦ •

ثالثاً : التعامل وفق سعر السوق :

اشرنا من قبل ونحن نتحدث عن انواع اوامر سوق الاوراق المالية الى اوامر السوق وهي الاوامر التي تُنفذ بحسب السعر الساك في ردهة التداول عند وصول الامر ، دون تحديد كمى مسبق من قبل العميل ، فهل يجوز تحديد الاسعار بتلك الطريقة في موازين الفقه الاسلامى ؟  
من شروط صحة البيع ان يكون الثمن معلوماً وقت التعاقد ، ، ولكن كيف تكون معلومية الثمن؟ يرى فريق من العلماء ان معلومية الثمن تكون بمعرفة مقدارهِ كَمّاً وصفه . بينما يرى فريق اخر ان معلومية الثمن تكون بما يحصل به الرضا وتنقطع به المنازعة سواء تم تحديده كما أو لم يحدد كذلك (١) .

الرأى الاول : يرى اصحاب هذا الرأى ان تحديد ثمن البيع يجب ان يكون كَمّاً حين العقد ، وعليه فان تحديد سعر الورقة المالية بما ينقطع به السعر آجلاً يفقد البيع احد شروط صحته .  
يقول السرخسى (( وجهالة مقدار الثمن تمنع صحة العقود فلو قال : اخذته بما اخذ به فلان من الثمن ، فان كان ذلك معلوماً عندهما وقت العقد فهو جائز ، والا كان العقد فاسداً . وذلك لانه <sup>٤</sup>يكتف الحال للمشتري اذا علم مقدار ما اخذ به فلان ورضاه به قبل ذلك لا يكون تاماً )) (٢) .  
وجاء فى المادة ٢٢٨ من مجلة الاحكام : (( يلزم ان يكون الثمن معلوماً علماً بقدره ، وعلماً بوصفه ، فاذا كان الثمن مجهولاً فالبيع فاسد ، واذا قال انسان لآخر : بعثك بالثمن الذى اشترى به فلان فالبيع فاسد )) (٣) .

كما جاء فى الصهذب (( ولا يجوز البيع الا بثمن معلوم القدر فان باع بثمن مجهول كبيع السلعة برقمها ، وبيع السلعة بما باع به فلان سلعته وهما لا يعلمان ذلك فالبيع باطل ، لانه عوض فى البيع

(١) احمد محيى الدين احمد ، عمل شركات الاستثمار الاسلامية فى السوق العالمية، المرجع السابق ص ٣١٢ - ٣١٦ .  
(٢) السرخسى ، المبوط ج٣ ، دار المعرفة للطباعة والنشر : بيروت ط٢ ص٦ ، ٧ .  
(٣) على حيدر ، درر الحكام شرح مجلة الاحكام ج١ ، المرجع السابق ، ص ١٨٥ .



• فلا يجوز مع الجهل بقدره كالمسلم فيه (( (١) )

ويرى ابن حزم انه (( لا يصح البيع بغير الثمن مسمى ، كمن باع بما يبلغ في السوق ، او بما اشترى به فلان او بالقيمة ، فهذا كله باطل لانه بيع غرر واكل للمال بالباطل ، لانه لم يصح فيه التراضي ولا يكون التراضي الا بمعلوم المقدار ، وقد يرضى لانه يظن انه يبلغ ثمننا ما ، فان بلغ

اكثر لم يرض المشتري وان بلغ اقل لم يرض البائع )) (٢) •

وجاء في الخرشي (( ومما يشترط في البيع عدم الجهل بالثمنون والثمن قدرا وكيفية وصفة )) (٣) •  
الا انه ذكر في مكان اخر ان (( من شروط الثمن ان يكون معلوما للمتعاقدين علما تاما نافيا للجهالة المؤدية الى النزاع )) (٤) •

الرأى الثانى :

يرى اصحاب هذا الرأى ان معلومية الثمن وقت العقد انما تكون بما يقع به التراضي وتنقطع به المنازعة ، ولا يشترط ان يكون الثمن محددًا تحديداً كميًا • وبناءً على هذا الرأى فان بيع أو شراء عدد من الاوراق المالية على اساس سعر يتحدد آجلا وفق سعر السوق في يوم كذا لا يخالف شرطا من شروط صحة البيع •

يقول ابن القيم (( اختلف الفقهاء في جواز البيع بما ينقطع به السعر من غير تقرير الثمن وقت العقد ، فمنعه الاكثرون وجعلوا القبض به غير ناقل للملك وهو قبض فاسد • والرأى الاخر وهو المواب المقطوع به وعمل الناس في كل عصر ومصر ، جواز البيع بما ينقطع به السعر •

وليس في كتاب الله ولا سنة رسوله ولا اجماع الامة ولا قول صاحب ولا قياس صحيح ما يحرمه وقد اجمعت الامة على صحة النكاح بمهر المثل ، واكثرهم يجوزون عقد الاجارة باجر المثل كالنكاح والخباز ، والبيع بثمن المثل كبيع ماء الحمام ، فقاية البيع بالسعر ان يكون بيعه بثمن المثل فيجوز (٥) )) -

(١) الشيرازى ، المذهب ج ١ ، مطبعة عيسى البابى الحلبي : مصر ، ص ٢٦٦ •

(٢) ابن حزم ، المحلى ج ٩ ، المكتب التجارى للطباعة والنشر والتوزيع ص ٢٣ •

(٣) الخرشي على مختصر خليل ج ٥ ، دار الفكر بيروت ، ص ص ٢٢ ، ٦٩ وما بعدها •

(٤) المرجع السابق مباشرة ص ١٠١ •

(٥) ابن القيم ، اعلام الموقعين ج ٢ ، المرجع السابق ، ص ٥ •

وعن مثنى بن جامع عن احمد قال فى الرجل يبعث الى معامل له ، يبعث اليه بثوب فيمر به فيسأله عن الثوب فيميزه فيقول له : اكتبه ، والرجل ياخذ الثوب فلا يدفع ثمنه • ثم يمر بصاحب الثمر فيقول له : اكتب ثمنه • فاجازه اذا كان ثمنه بسعر يوم اخذه )) فقد نص هنا على جواز ابتياعه بسعره يوم الاخذ وان لم يعلم المشتري قدر السعر (١) •

جاء فى الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الاسلامية ما يلى (( جميع المذاهب تشترط ضرورة العلم بالثمن ومرادهم علما يمنع المنازعة ، لان الغرض هو الرضا حتى لا يقع خلاف والصحيح الذى نظمئ اليه ان البائع والمشتري يرضيان بسعر السوق ويقولوا لنا اسوة بالناس • والرأى الذى يميل اليه جواز البيع بما ينقطع به السعر (٢) •

وحاصل اراء هذا الفريق ان المعرفة المشروطة فى الثمن لا تتطلب ان يكون الثمن معلوما حين العقد بانه مبلغ كذا من النقود ، فهذه المعرفة غير واجبة شرعا حين العقد ، ويكفى ان يكون الثمن معروفا على وجه ما يقع به التراضى ، ولا يقوم نزاع بين المتعاقدين (٣) •

والذى اميل اليه فى شان صحة او عدم صحة تحديد سعر التعامل بما ينقطع به السعر ، ان ذلك

صحيح استنادا على ما يلى :-

- ١ - لم اجد نما صريحا يمنع من تحديد الثمن بتلك الكيفية •
- ٢ - حين قال الله تعالى (( يا أيها الذين امنوا لا تاكلوا اموالكم بينكم بالباطل الا ان تكون تجارة عن تراض منكم )) (٤) فهم الفقهاء ان الرضا اساس كل العقود ، ولهذا شرطوا فى البيع شروطا لضمان

(١) ابن تيمية ، نظرية العقد ، مطبعة السنة المحمدية القاهرة ١٩٤٩ ص ٢٢١ •  
(٢) احمد يوسف شاهين ، رأى التشريع الاسلامى فى مسائل البورصة ، الموسوعة العلمية والعملية ج ٥ الاتحاد الدولى للبنوك الاسلامية : جدة ط ١ ١٩٨٢ م ص ص ٢٢٠ ، ٤١٩ •  
(٣) محمد يوسف موسى ، البيوع والعملية المعاصرة ، دار الكتاب العربى مصر ، ط ١ ١٩٥٤ م

تحقق هذا الرضا ، ومنها ان يكون الثمن معلوما . وطالما ان الاتفاق ابتداءً على <sup>أي</sup> ثمن كان رخصام غلا يعد صحيحا ، فمقصد الشارع اذا من وراء معلومية الثمن الا تؤدي جهالته للنزاع والتخامم بين الطرفين وعندما يحدد السعر بما ينقطع به السعر لا يوجد محل للنزاع بين المتعاقدين ، فيكون مقصد الشارع من وراء النص على معلومية الثمن قد تحقق (١) .

٣ - لا يوجد غرر مؤثر في صحة العقد بتحديد الثمن بهذه الكيفية اذ ان السعر المتفق عليه يمثل توازن العرض والطلب عند تنفيذ العقد . ويقوم على تحديد السعر خبراء محايدون مختصون فلا مجال لمقصد غبن اي من الطرفين ويشرف على عمليات التداول لجنة السوق وموقفها دائما موقف المحايد ولها من الضمانات ما يحول دون قصد الاضرار باي من اطراف التعامل . وترجيحنا لهذا الراي يعني فقط اننا نرى صحة اصدار أوامر الشراء أو البيع من قبل المتعاملين الى وكلائهم وهم السامرة لينفذوها بسعر السوق دون تحديد كمي مسبق .

اما عقد عمليات المضاربة الاجلة دون تحديد سعر بين طرفي العقد والتراهن على مستقبل الاسعار فاننا قد منعنا المضاربة املا واستبعدناها من عمليات اية سوق للوراق المالية لتلتزم باحكام التعامل الشرعي (٢) وينحجب ذلك المنع على اية وسائل او ذرائع اخرى تحقق هدف المضاربة .

(١) محمد يوسف موسى ، البيوع والعمليات المعاصرة ، المرجع السابق ص ١٨٥ .

(٢) انظر ص ٤٤٩ من هذا البحث .

# البَابُ الرَّابِعُ

دراسة لبعض أسواق الأوراق المالية الفاعمة في  
البلاد الإسلامية .

## الباب الرابع

### دراسة لبعض أسواق الأوراق المالية القائمة فى العالم الإسلامى

نتناول فى هذا الباب بالدراسة سوقين من أسواق الأوراق المالية فى البلاد الإسلامىة هما السوق المصرىة للأوراق المالىة وسوق الكويت للأوراق المالىة .

القاهرة تعتبر من أقدم أسواق الأوراق المالية فى البلاد الإسلامىة ولقد واكبت نشأة أسواق الأوراق المالية الكبرى ونقلت تقنياتها ، الا ان ظروف التحول السياسى نحو النظام الاشتراكى فى بداية الستينات قد حد الى حد كبير من نمو السوق المالىة المصرىة وقوة تأثيرها فى النشاط الاقتصادى فى مصر . ورغم ذلك تبقى السوق المصرىة جديرة بالدراسة لريادتها لهذا المجال ، ولأنها بدأت تعيد تنظيم السوق المالىة بهما على أساس من الخبرة السابقة والرغبة فى التطوير والابتكار حتى تستطيع السوق المالىة فى مصر المساهمة فى دفع عجلات التنمية الاقتصادية للأمام .

اما سوق الأوراق المالية الكويتىة فهى أحدث أسواق الأوراق المالية فى البلاد الإسلامىة على الإطلاق فهى قد أكملت إرساء معظم دعائم السوق المالىة الحديثة وذلك من خلال العوامل التالىة :-

أ - استفادات من وجودها فى بيئة تتميز بوفرة الموارد المالية لدى المومسات والأفراد .

ب - نقلت وبما يلائم واقعها الى حد ما النظم الادارىة ونظم التداول والتعامل من أكثر الدول تطورا وتقدما .

ج - طورت وسائل الاتصال وتجميع المعلومات ونقلها وفق أحدث ما توصلت اليه البشرية فى هذا المجال

وكان من نتيجة تلك العوامل وغيرها أن عصقت مفهوم السوق المالية لدى المواطن الكويتى وجذبتة الى ساحتها رغم النتائج السالبة لدخول البعض وذلك لمفارقة فى المنهج والأهداف .



الفصل الاول

سوق الاوراق المالية المصرية

## الفصل الأول

### سوق الأوراق المالية المصرية

نتناول في هذا الفصل بالدراسة سوق الأوراق المالية المصرية وفق التسلسل

التالي :-

المبحث الأول : تطور قيام السوق المصرية • ويتكون من :-

المطلب الأول : عوامل مهدت لقيم السوق

المطلب الثاني : إنشاء السوق والمشكلات التي اعترضت تطورها

• وتوسعها

المطلب الثالث : إعادة النشاط للسوق المالية •

المبحث الثاني : هيكل سوق القاهرة للأوراق المالية ونظمها وعملياتها

ويتكون من :-

المطلب الأول : أعضاء السوق وهيكله الإداري

المطلب الثاني : إجراءات قيد الأوراق المالية في السوق وشطبها

المطلب الثالث : نظام الوساطة والسمررة في سوق القاهرة

للأوراق المالية

المطلب الرابع : الإفصاح المالي ومراقبة وتدقيق الحسابات

المطلب الخامس : الأوراق المالية المتعامل بها وطريقة التداول

المطلب السادس : السوق الأولية والسوق الثانوية



## المبحث الأول

تطور قيام سوق القاهرة للأوراق المالية

---

المطلب الأول : عوامل مهدت لقيام السوق :-

---

هناك كثير من العوامل التي مهدت لقيام سوق القاهرة والألكندرية للأوراق المالية ولعل أهم هذه العوامل مايلي :-

(١) درجت الحكومات المصريه على إصدار سندات الدين العام لقاء الاقتراض من المصارف العالمية خاصة في الفتره ما بين ١٨٦٤م ، ١٨٦٧ م ، وكان يتم تداول هذه السندات في أهم المراكز المالية في العالم . وصاحب إصدار هذه السندات صدور لوائح تنظم كيفية تداولها ودفع قيمة كويوناتها ، والوفاء بأصل الدين ، ومن ذلك يتضح أن سندات الحكومة المصرية كانت من أول الأوراق المالية التي وجدت في السوق المصرية (١) .

(٢) رافق إصدار سندات الدين العام إنشاء الشركات المصرية المساهمة والتي بدأ بعضها عملاقا مثل الشركة العالمية لقناة السويس التي أنشئت عام ١٨٥٦م لتولى القيام بحفر قناة السويس واستغلالها كمرفق دولي يخدم الملاحة والتجارة الدولية ، ولقد أُتُحِدَتْ نظام الشركة الى جانب الأسهم حصص التأسيس حيث أنشأ منها ١٠٠ حصة اختصت بـ ١٠% من الأرباح . ثم توالى إنشاء شركات المساهمة في مختلف قطاعات النشاط الاقتصادي حيث تم إنشاء شركة مساهمة البحيرة لتنمية الاراضي الزراعية برأسمال قدره ٧٥٠ الف جنيه موزعا على ١٥٠ الف سهما وذلك في ١٨٨١ م ثم شركة

---

(١) سوق الأوراق المالية بمصر ، اعداد الهيئه العامة لسوق المال ، ورقة عمل مقدمة الى الموء تمر

أقطان الزياتى فى ١٨٩٤ ثم الشركة العقارية المصرية فى ١٨٩٦ وغيرها من

الشركات المساهمة العامة .

(٣) منذ عام ١٨٦١ نشأت بالألكندرية أقدم البورصات المتخصصة فى التعامل الآجل

ثم بورصة مينا البصل للبضاعة الحاضرة فى ١٨٨٣ . ولقد نشأت هاتان

البورصتان بمبادرات فردية خاصة من جانب الجاليات الأجنبية .

(٤) رافق كل ما ذكرناه بداية إنشاء نظام مصرفى يواكب النشاط الإقتصادى فى

الوق المصرية ، فتم إنشاء البنك العقارى المصرى عام ١٨٨٠ م ،

ثم إنشاء البنك الأهلى المصرى كبنك تجارى يمارس أعمال البنوك المعتادة

فضلا عن إختصاصه بإصدار الأوراق النقدية المصرىة فكان ذلك بدايــــــــــــة

لقيامه بدور البنك المركزى وذلك فى ١٨٩٨ . وفى عام ١٩١٠ أنشئ بنك

التضامن المالى ، وفى ١٩٢٠ البنك التجارى المصرى وبنك مصر الذى

ساهم بدوره فى إنشاء العديد من الشركات الوطنية ثم توالى عملية إنشاء

البنوك (١)

المطلب الثانى : إنشاء الوق والمشكلات التى اعترضت تطورها وتوسعها :

يبدو لنا من الرد التاريخى السابق أن هذه العوامل الأربعة المذكورة ساهمت فى

إرساء الدعائم الأساسية اللازمة لقيام أية سوق للأوراق المالية ، حيث وفرت أدوات التعامل

من سندات وأسهم وحصص تأسيس ، ووفرت معالم الإطار التنظيمى للسوق من خلال الاطار المعمول

به فى بورصات البضائع ، كما بدأت فى استكمال النظام المصرفى وهو من العوامل المساهمة

فى نجاح أسواق الأوراق المالية .

لكل ذلك لم يكن غريبا أن تبدأ المحاولات منذ ذلك التاريخ لإنشاء سوق للتعامل

فى الأوراق المالية فى مصر

ولقد بدأت أولى محاولات تنظيم سوق للأوراق المالية في ١٨٩٠م حيث اجتمع بعض السماسرة واستأجروا مقرا خلف حديقة الأزبكية ، إلا أن عملياتهم لم تتصف بالانتظام ولم يكن للممارسة غطاء كاف لضمان العمليات التي يعقدونها ، كما أن حجم معاملاتهم كان صغيرا ، فأغلقت الدار أبوابها وحل السماسرة أنفسهم . (١)

ثم تجددت المحاولة في ١٨٩٨م حين أنشأ السماسرة شركة للتعامل في الأوراق المالية استوَجِر لها المحل الذي تشغله اليوم لوكاندة (( كونتنتال سافوى )) بميدان الأوبسيرا ، إلا أنها أخفقت هي الأخرى في أن تحوز على ثقة المتعاملين ، إلا أن التعامل في الأوراق المالية وفي صفقات القطن ظل قائما وتركز في بعض المقاهي في شارع عماد الدين ، أو في المكاتب الخاصة المتفرقة التي يملكها السماسرة .

في عام ١٩٠٣ زاد عدد المساهمين وتعددت عمليات التبادل فتدخل البنك الأهلي لإنشاء سوق منظمة للأوراق المالية ، فاتخذت السوق مكانا لائقا في المحل الذي يشغله الآن جرّوبى بشارع عدلى ، وكلفت الحكومة لجنة لوضع لائحة تنظيمية للسوق ، ومنذ عام ١٩٠٤ انحصر التعامل في الأوراق المالية وحدها ، وكان بالسوق ٢٢ وسيطا ارتفع إلى ٧٣ وسيطا في عام ١٩٠٧ (٢) وعندما اتسع التعامل شيدت شركة مدنية من السماسرة مبنى خاصا بالسوق وهو المبنى الذي يشغله حاليا البنك الأهلي المصري فرع طلعت حرب .

وفي نوفمبر ١٩٠٩ صدر الأمر العالى بوضع اللائحة العامة التي تعمل بموجبها السوق ، وترك أمر لائحة الإجراءات الداخلية لتضعها لجنة السوق وتصدق عليها وزارة المالية ، وقد شمل هذا الأمر بالإضافة إلى التعامل في الأوراق المالية ضبط التعامل

(١) محمد عبد السلام بدر الدين ، بورصة الاوراق المالية ، منشورات البنك المركزي المصري

القاهرة ١٩٧٨ ص ٢

(٢) رشيد صادق ابراهيم ، بيوت السمسرة في الاوراق المالية ، رسالة ماجستير مقدمة لكلية

التجارة بجامعة القاهرة ، ص ٩

• في السوقين الحاضرة والآجلة للبيضات

في عام ١٩١٤ ونتيجة للحرب العالمية أغلقت السوق وبيع عقارها ، ولكنها عاودت نشاطها في عام ١٩١٧ في نفس مقرها السابق الذي استأجرته من البنك الاهلي ، واستمرت هناك حتى عام ١٩٢٨ حيث انتقلت السوق إلى مقرها الحالي في شارع الشرفيين .

في ديسمبر ١٩٢٣ صدر مرسوم بالموافقة على اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية والذي تم بموجبه إلغاء الأمر العالي الصادر عام ١٩٠٩ ، وعالج هذا المرسوم أوضاع أسواق الأوراق المالية دون ان يجمع بينها وبين أسواق البيضات التي صدرت مراسيم أخرى تعالج أوضاعها وقد صدرت لائحة داخلية في ١٩٤٧ سمحت بتداول الأوراق المالية غير مستوفية الشروط اللازمة لإدراجها في السوق الرسمي بشروط معينة أقل تشدداً ، واقتصرت السوق الموازي على التعامل الحاضر دون التعامل الآجل .

وصدر في ١٩٥٣ القانون رقم ٣٢٦ والذي نص على حظر التعامل في الأوراق المالية إلا عن طريق أحد السماسرة المقيدين في السوق ، كما نص القانون على ضمان السماسر لكافة العمليات التي تعقد عن طريقه . (١)

وفي عام ١٩٥٧ صدر القانون رقم ١٦١ الخاص باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية ولأن هذا القانون هو المعمول به حالياً بعد تعديله في ١٩٨١ فسوف نتناوله بتفصيل أكثر عند الحديث عن الهيكل الحالي لسوق القاهرة للأوراق المالية

شهدت فترات الخمسينات هذه موجات من الكساد والإزدهار ، إلا أنه يمكن القول أن السوق قد أدت دورها بكفاءة ، وعكست بصدق أوضاع الاقتصاد المصري . وقد بلغ حجم التداول في نهاية هذه الفترة ما قيمته ٦٨ مليون جنيه مصري (١) .

---

(١) سوق الأوراق المالية بمصر ، الهيئة العامة لسوق المال ، المرجع السابق ص٩

(٢) د/ محمد فح النور الرئيس العام للهيئة العامة لسوق المال بمصر مقابلة شخصية سبتمبر ١٩٨٦م

وكان ينتظر للسوق ان تتسع وتنمو وتنطلق في أداها لدورها التنموي لولا أن الأحداث اللاحقة حدثت من هذا الدور ورجعت بالسوق خطوات إلى الوراء ، وتمثلت هذه الأحداث - وهي ذات صبغة سياسية وأيدولوجية - في الأخذ بالنظام الاشتراكي الذي إنتهجه الحكم العسكري بعد يوليو ١٩٥٢ وهو بغض النظر عن أي تقييم ذاتي له لا يمكن ان تنمو في ظله أية سوق للأوراق المالية لموقفه الرافض للتملك الخاص لوسائل الإنتاج (١) . ويمكن حصر القرارات التي أثرت على نمو سوق الأوراق المالية في ما يلي :-

( أ ) صدر في يناير ١٩٥٩ القانون الخاص بتحديد توزيع أرباح لحملة الأسهم بما لا يزيد عن توزيعات ١٩٥٨ بأكثر من ١٠٪ زيدت الى ٢٠٪ او بما لا يجاوز ١٥٪ من القيمة الاسمية للاسهم التي توزع ارباحها لأول مرة . وقد ادى اصدار هذا القانون الى هبوط حاد فى اسعار الاسهم مما ادى الى تدخل الدولة بوضع حد ادنى لاسعار الاسهم . كما دخلت الحكومة للسوق مشترية لحماية الاسعار من الانهيار . ومن السخرية ان وجدت سوق سوداء تتعامل فى الاوراق المالية باسعار تقل كثيرا عن الحد الأدنى لها تمهيدا لهروب رؤوس الاموال من هذا النوع من الاستثمارات لانها فطنت الى ان هذه الاجراءات ما هي الا مقدمات لاجراءات اشد وطأة على القطاع الخاص مثل المصادرة او التأميم .

(ب) أعقبت ذلك قرارات التمسير التي أدت الى إجماع رأس المال الأجنبي الذي كان

ذا دور فعال فى سوق الأوراق المالية .

(ج) ثم صدرت فى ١٩٦١ قوانين التأميم الشهيرة والتي أوجدت حالة من عدم الثقة والإطمئنان

نحو جدوى أى استثمار أو سلامته وتمثلت هذه القوانين فى :-

١ - قانون رقم ١١٧ لسنة ١٩٦١ ويقضى بتأميم جميع البنوك وشركات التأمين وبعض الشركات

---

(١) صدرت المراسيم الخاصة بسوق الاوراق المالية فى ١٩٥٣ ، ١٩٥٧ قبل ان يسفر الحكم الجديد

عن وجهه الايدولوجى الحقيقى ، وقبل ان يتم تبديل مواقع متخذى القرارات خاصة الاقتصادية

منها .

ذات الطابع القومي حيث تم تأمين ١٩ بنكا و ١٧ شركة تأمين و ٤٧ شركة أخرى .

٢ - قانون رقم ١١٨ لسنة ١٩٦١ ويقضى بتأمين أكثر من ٥٠٪ من رؤوس أموال شركات معينة

• بلغ عددها ٩٤ شركة .

٣ - القانون رقم ١١٩ لسنة ١٩٦١ ويقضى بعدم جواز تملك أى شخص طبيعى أو معنوى

لأسهم ١٣٩ شركة حددها القانون بما تزيد قيمته السوقية عن ١٠ ألف جنيه مصرى وتوول

الى الدولة الأسهم التى تزيد عن هذا الحد .

ثم توالى صدور مثل هذه القوانين حيث :-

٤ - صدر قانون رقم ٦٥ لسنة ١٩٦٣ الخاضع بتأمين شركات الأدوية ، ثم القانون رقم ٧٢ لسنة

١٩٦٣ والذى يقضى بتأمين عدد كبير من شركات الغزل والنسيج والصناعات الكيماوية

والهندسية والتعدين - والقانون رقم ٧٣ لسنة ١٩٦٣ بتأمين المناجم والمحاجر والقانون

٧٧ لعام ١٩٦٣ بتأمين عدد كبير من شركات النقل .

٥ - وكان خاتمة هذه القرارات قرار رقم ٤١ لسنة ١٩٦٩ حيث حدد الحد الأقصى للربح الذى تلتزم

بصرفه شركات القطاع العام المختلطة بـ ١٥ ٪ من القيمة الاسمية للسهم ، وتصل هذه النسبة

حقيقة الى ٨ ٪ بعض استقطاع ضريبة القيم المنقولة (١) .

أدت هذه القرارات الى آثار مدمرة على السوق المالية ، حيث تم تحويل أسهم

الشركات الموهومة هذه الي سندات اسمية على الدولة لمدة ١٥ سنة بمفائدة سنوية

٤ ٪ ولم يكن هناك انتظام فى دفع هذه الفوائد ، ورغم قابلية هذه السندات للتداول إلا أنه

عمليا لا يمكن أن تكون لأحد رغبة فى تداولها ، كما أن النسب التى حددت للأرباح الموزعة

---

(١) محمد عبد السلام بدر الدين ، بورصة الاوراق المالية المصرية ، المرجع السابق ص ٤ ، ٥ ، ٦ .

قضت على أية حوافز إدارية أو استثمارية داخل البلاد . وتجدر الإشارة إلى أنه قد عطل العمل تماما في بورصتي القاهرة والإسكندرية لمدة شهرين عند صدور تلك القرارات . وصدر قرار بعد ذلك بإستئناف التعامل في الأسهم التي لم تخضع للقرارات المذكورة ، ويبدو من الاستعراض السابق لهذه القوانين أنه لم يبقى خارج إطار هذه القوانين إلا الحوانيت وما يماثلها من ملكيات صغيرة .

ويمكن القول أنه تم الغاء سوق الأوراق المالية عمليا مع بقاء ما يدل على وجوده السابق من مباني وأجهزة إدارية . فبعد أن كان حجم التداول ٦٦٧ مليون جنيه عام ١٩٥٨ م صار حجم التعامل في عام ١٩٦٨ م فقط ٢,٨ مليون جنيه . وقد أدى ذلك إلى إغلاق كثير من بيوت السمرة ، ولم يتبقى غير ١٢ مكتب للسمرة دفعت لهم الدولة مرتبات شهرية وجزء من تكلفة المكاتب حفاظا على الشكل العام ومكوناته حتى لا تغلق نهائيا وبمففة رسمية . (١)

المطلب الثالث : إعادة النشاط لسوق الأوراق المالية منذ ١٩٧١ وإلى ١٩٨٦ :

إبتداءً من ١٩٧١ بدأت تتوافر جزئيا العوامل التي تسهم في إعادة الحياة لأسواق الأوراق المالية بمصر . لم تتميز هذه المرحلة بخصائص متشابهة ولكنها تمثل بداية وضع الأساس العلمي المدروس لقيام سوق الأوراق المالية ، كما أنها شهدت مولد التشريعات التي تحقق ذلك الهدف ، وشهدت كذلك قيام الموء سات والأجهزة والهيكل التي تجعل الباحث يطمئن الى مستقبل سوق الأوراق المالية في مصر ، ويخمن وبدرجة كبيرة من الثقة انه سوف ينشأ نموذج ناجح لأسواق الأوراق المالية في البلاد النامية . إلا أنه يبدو أنه سوف تتأخر عملية ألممة السوق نسبة للإهتمام الزائد بالسندات والتطلع الى عالمية السوق من قبل المسئولين عنه .

(١) المرجع السابق مباشرة ص٦

د / فاروق فوء اد ، الامين العام لمجلس ادارة هيئة سوق المال ، مقابلة شخصية القاهرة - سبتمبر ١٩٨٦ م

شيء آخر على جانب من الأهمية وهو أن عملية إعادة تنشيط السوق وتطويره يجرى الإعداد لها بصورة مدروسة وهادئة ومتدرجة ، بعكس الأسلوب اللاهث المتعجل والمتشنج السئى تم به تدمير مقومات السوق فى المرحلة السابقة .

وجرى الإعداد لتطوير وتنشيط السوق من خلال المحاور التالية :

١ - التحول فى الفلسفة الاقتصادية

٢ - فى مجال التشريع

٣ - التوسع فى إنشاء المصارف

٤ - وضع السوق ضمن هيكل مالى متكامل .

أولا : التحول فى الفلسفة الاقتصادية :

ذكرنا أن المرحلة السابقة تأثرت بالدعوة الى تبني النظام الاشتراكى ، ولذلك أخذت الدولة على عاتقها القيام بأعباء التنمية الاقتصادية فسيطرت بالكامل على رأس المال الإنتاجى وقضت على إشراف الأفراد على رءوس أموال الشركات وتولت توجيه أنشطة هذه الشركات إلا أنه لك توءم تلك السياسات الى تنمية اقتصادية ولا عدل اجتماعى ولم تتحقق أى من الشعارات المرفوعة ، فاقترضى الواقع تبني سياسات مغايرة إلى حد ما ، فتبنت الدولة فلسفة إفساح المجال للقطاع الخاص المصرى والأجنبى للمشاركة الإيجابية فى تسيير دفة النشاط الإقتصادى فيما اصطلح على تسميته (( سياسة الانفتاح الاقتصادى )) . وحتى عندما أفرزت هذه السياسة بعض السلبيات ، عملت الدولة على إحكام المنافذ أمام هذه السلبيات مع الإبقاء على جوهر هذه السياسة .

وكما ألمحنا من قبل فإن توسع القطاع الخاص يسهم فى زيادة نشاط أسواق الأوراق المالية لأن ما يتعامل به فى السوق أساسا أدوات ملكية ، ولذلك فإن كل سياسة تستهدف تنمية وتقوية القطاع الخاص ، توءم دى إلى زيادة فرص النجاح لسوق الأوراق المالية . كما أن هذه السياسة



أُتاحت الفرصة لرأس المال الأجنبي والمصري للاستثمار في السوق المصرية وشجعت بمناخه  
كثير من المزايا والحوافز ، وسمحت بتداول الأوراق المالية المصدرة خارج مصر ، وسمحت  
كذلك بالتعامل بالنقد الأجنبي لأغراض التعامل في السوق المالية وبالتأكيد فإن كل هذه  
الخطوات تودى مباشرة إلى زيادة وتنوع الأوراق المالية المطروحة للتداول في السوق . ولذلك  
يمكن القول وبصفة عامة ان اتباع سياسات الانفتاح الاقتصادي وتشجيع رأس المال الخاص يخلق  
مناخا ملائما لقيام وازدهار أسواق الأوراق المالية .

ثانيا : التغييرات في مجال التشريع :

تعتبر التشريعات إحدى العوامل المؤثرة على التعامل في أسواق الأوراق المالية ،  
فهي إما أن تشكل حافزا لإزدهار السوق وزيادة نشاط التداول فيه ، وإما أن تشكل قييدا يحد من  
فرص نموه وتطوره . ويقدر ما تسببت التشريعات التي صدرت إبان فترة التحول الاشتراكي في  
القضاء عمليا على السوق ، فإنه من المنتظر أن تسهم التشريعات التي صدرت مؤخرًا في إعادة  
النشاط والحيوية لأسواق الأوراق المالية بمصر ، ومن أهم التشريعات التي ينتظر أن تودى هذا  
الدور التشريعات التالية :- (١)

أ - القانون رقم ( ٤٣ ) لسنة ١٩٧٤ المعدل بالقانون رقم ( ٢٣ ) لسنة ١٩٧٧ بشأن استثمار المال  
العربي والأجنبي

(١) لمزيد من التفصيل بشأن التشريعات الحاكمة لأسواق الأوراق المالية بمصر راجع :-  
القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ولائحته التنفيذية ، مطبوعات الهيئة العامة لشئون  
المطابع الاميرية ، القاهرة ١٩٨٦ .

- الملامح الرئيسية لقانون الشركات الجديد ، إعداد الهيئة العامة لسوق المال  
مذكورة في التيسيرات والمزايا التي تضمنها قانون الضرائب الجديد لسنة ١٩٨١ إعداد  
الهيئة العامة لسوق المال .  
- دراسة الهيئة العربية لضمان الاستثمار وسوق عمان المالي ، أسواق الأوراق المالية  
في البلاد العربية ، المرجع السابق ، ص ٣٢٢ وما بعدها .

ب - القانون رقم ( ١٥٢ ) لسنة ١٩٨١ بشأن الضرائب -

ج - القانون رقم ( ١٥٩ ) لسنة ١٩٨١ المتعلق بتأسيس الشركات الماهمة والتوصية بالأسهم والشركات محدودة المسؤولية .

ونكتفى بالتعرض لاهم الإضافات لهذه التشريعات والتي توءثر بصورة مباشرة أو غير

مباشرة على سوق الأوراق المالية دون الدخول في تفصيلات هذه التشريعات .

أ - قانون رقم (٤٣) لسنة ٢٤ تعديل ١٩٧٧ بشأن استثمار المال العربي والاجنبي

تضمن هذا القانون تحفيز وتطمين رأس المال الاجنبي والعربي والمشارك وتيسير إقامة المشروعات الاستثمارية في مصر ، وهو أمر اذا ما تم من شأنه توييح قاعدة السوق الأولية للأوراق المالية وبالتالي السوق الثانوية .

فقد نص القانون على جواز إدخال العملات الحرة الى مصر عن طريق أحد البنوك المحجلة لدى البنك المركزي المصري لانغراض الاكتتاب في الأوراق المالية او شرائها من سوق الأوراق المالية في مصر أو إنشاء شركات خاضعة لقانون الاستثمار ، ويكون لمن قام بمثل هذا التحويل الحق في تحويل حميلة بيعه لتلك الأوراق المالية أو ذلك الاستثمار . ويعنى ذلك زيادة قاعدة المتعاملين في أسواق الأوراق المالية المصرية .

ب - قانون رقم (١٥٢) لسنة ١٩٨١ بشأن الضرائب

قرر هذا القانون الكثير من المزايا والاعفاءات الضريبية لمالح شركات الماهمة . فبالنسبة لابرادات روء وس الأموال المنقولة نص القانون على الاعفاءات التالية :-

١ - الغاء ضريبة الدفاع والأمن القومي والجهاد وكذلك الضرائب المحلية

من قانون الإصدار .

٢ - إعفاء فوائد السندات التي تصدرها شركات الماهمة المصرية والمطابقة

لما حدده البنك المركزي أو اقل بشرط ان تطرح هذه السندات في

اكتتاب عام وان تكون اسهم الشركة المصدرة متيدة بالسوق

ويحفز هذا الإمتياز الشركات لأن تدرج أسهمها في السوق المالية وأن تطرح  
سنداتها في إكتتاب عام الأمر الذى يغذى السوقين الأولية والثانوية .  
٣ - إعفاء فوائد السندات التى تصدرها بنوك القطاع العام وكذلك تلك التى  
تصدرها البنوك التى تساهم فيها الدولة بأكثر من ٥٠% والمسجلة لدى  
البنك المركزى متى كان إصدار هذه السندات يهدف إلى تمويل مشروعات  
داخل مصر ، وينشط هذا الحافز عمليات تبادل هذه السندات فى السوق  
الثانوية .

أما بالنسبة للضريبة على الأرباح التجارية والصناعية فقد تضمن القانون عدم سريان  
هذه الضريبة على الأرباح الناتجة من إعادة تقييم أصول المنشأة الفردية أو شركة الأشخاص ،  
أو عند التصرفات العقارية ، إذا كان الهدف تقديمها كحصة عينية للإسهام فى شركة ماهرة .  
أما فيما يختص بالضريبة العامة على الدخل فقد تضمن القانون إعفاءات مباشرة للأهم  
والسندات تمثلت فى الأتى :-

(١) استحدث القانون إعفاء ناتج الأسهم والسندات الذى توزعه شركات المساهمة على  
الأشخاص الطبيعيين من الخضوع لهذه الضريبة وذلك فى حدود ٥٠% مما يتم توزيعه  
بشرط أن تكون تلك الأوراق مقبدة فى سوق الأوراق المالية .

(٢) أبقى القانون من الخضوع لهذه الضريبة المبالغ التى يشتري بها الممول فى ذات السنة  
التي قدم عنها الإقرار أسهما أو سندات عن طريق الإكتتاب العام الذى تطرحه شركات  
المساهمة عند إنشائها أو زيادة رأسمالها ، وذلك فى حدود ٣٠% من صافى الدخل  
الكلى السنوى بحد أقصى قدره ثلاثة آلاف جنيه مصرى سنويا . ويمثل هذا الحافز  
تنشيطا مباشرا للسوق الأولية للأهم والسندات .

وفىما يختص بالضريبة على أرباح شركات الأموال فحدد القانون سعر الضريبة ب ٣٢%  
من صافى الأرباح الكلية السنوية للشركة بدلا من السعر السابق لها وهو ٤١% ، أكثر من

ذلك أعفى القانون من الضريبة الأرباح التي توزعها في كل سنة مالية شركة المساهمة المصرية التي يكون الغرض منها استثمار أموالها في الأسهم والسندات على اختلاف أنواعها ويعتبر هذا الإعفاء تشجيعاً غير محدود لقيام شركات صانعي الأوقاف • التي تستهدف تنشيط السوق الثانوية •

كما أعفى القانون من الضريبة أرباح شركات تربية النحل وشركات تربية الدواجن وتفريرها وشركات تربية المواشي وتسمينها وأرباح شركات استصلاح واستزراع الأراضي وأرباح الشركات الصناعية •

ويمكن القول بصفة عامة أن هذا القانون الضريبي قد وفر المناخ الملائم لنمو قاعدة السوق الأولية وشجع امتلاك وتداول الأسهم والسندات وبالتالي أسهم في إرساء دعائم تنشيط السوق الثانوية

ج - قانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ بشأن تأسيس الشركات المساهمة وشركات التوصية  
بالأسهم والشركات محدودة المسئولية :

صدر هذا القانون ليحل محل القانون رقم ٢٦ لسنة ١٩٥٤ ويعالج قصوره ويصحح الصار الاقتصادي بعد غزاة الستينات ولقد بسط هذا القانون إجراءات تأسيس الشركات وخلصه من التقديرات التحكيمية لبعض المسئولين ، وخفض الرسوم الحكومية المفروضة على تأسيس الشركات الجديدة وتمثل ذلك في الآتي :-

(١) يسر القانون إجراءات زيادة رأسمال الشركة المساهمة والتوصية بالأسهم دون حاجة إلى تعديل نظام الشركة أو إجتماع الجمعية العمومية للشركة وذلك في حدود مساهمة أمطاح على تسميته ب (( رأس المال المرخص به )) والذي يمثل تقديرات لكافة ما تحتاجه

الشركة أثناء نشاطها والمصدق عليه إبتداء . كما أباح إمكانية زيادة رأسمال الشركة بإصدار أسهم جديدة وقبل استيفاء كامل قيمة أسهم الاصدار السابق .

(٢) شجع القانون المدخرين على إقراض هذه الشركات عن طريق السندات التي تصدرها مع إمكانية تحويل هذه السندات إلى أسهم في رأس المال .

(٣) شجع القانون قيام شركات متخصصة تعمل في مجالات ترويج الإكتتاب في أسهم وسندات الشركات وتغطيتها .

(٤) كما منح القانون المستثمر المصري الذي ينشئ شركة وفقا لأحكامه برأس مال مدفوع بالكامل بالعملة المصرية ، كافة المزايا التي يتمتع بها المستثمر الأجنبي وفقا لقانون الإستثمار رقم ٤٣ لسنة ٧٤ تعديل ١٩٧٧ ما عدا تحويل الأرباح وذلك لعدم وجود مكون أجنبي في رأسمال المشروع . وتتطلب الإستفادة من هذا الإمتياز مزاولة أنواع معينة من النشاط ، وموافقة الهيئة العامة للإستثمار على ذلك .

وسما يدل على فاعلية هذا القانون أنه وفي حين نشأت خلال الستينات كلها ٤ شركات مساهمة برأسمال قدره ٥ مليون جنيه ، نشأت وخلال ٥ شهور فقط من بدء العمل بهذا القانون (( من نوفمبر ٨٢ - إبريل ١٩٨٣ )) ٢٣ شركة مساهمة جملة روء وس أموالها المصدرة حوالى ٣٠ مليون جنيه مصرى تقريبا . (١) ولا أخالنى بعد هذا فى حاجة لتأكيد أثر هذا القانون فى اتساع قاعدة السوق الأوليه لسوق الأوراق المالية .

---

(١) الأرقام مأخوذة عن محمود فهمى ، التطورات الحديثة فى سوق المال فى مصر ، منشورات الهيئة العامة لسوق المال ص ٥ .

ثالثا : التوسع في إنشاء المصارف :

رغم عدم تحييدنا لأي دور تقوم به المصارف التجارية ضمن عمليات أسواق الأوراق المالية ، إلا أن إحتفاءنا بالتوسع في إنشاء المصارف يرجع إلى الحقائق التالية :-

(١) بعد أن كانت المصارف التجارية مملوكة بالكامل للدولة وبالتالي لا يجري تداول أوراقها في السوق المالية ، سُمح بإنشاء مصارف تجارية مشتركة بين مصريين وأجانب بلغت حوالي ٩٦ بنكا تقريبا .

(٢) قامت ولأول مرة مصارف الاستثمار والأعمال لتباشر عملية تجميع وتنمية المدخرات لخدمة الاستثمار ، ومنحت الحق في تأسيس شركات استثمار تابعة لها ، ولا شك أن هذا الدور دور متكامل فيه أسواق الأوراق المالية مع مصارف الإستثمار هذه ، وسنغفل في العلاقة بين أسواق الأوراق المالية ومصارف الاستثمار والأعمال لاحقا .

(٣) من ضمن أنواع المصارف التي نشأت خلال هذه الفترة المصارف الإسلامية والتي تربط صيغ الاستثمار بها بين الإدخار والاستثمار ، وتعمق مفهوم المشاركة لدى المدخرين وتوعدى إلى التوسع في المشروعات ، ولا شك أنها بهذا الفهم تسهم مباشرة فسي تغذية التعامل في الأوراق المالية ، وتبرز بوضوح الدور التنموي لسوق الأوراق المالية (١)

رابعا : وضع سوق الأوراق المالية ضمن هيكل مالي متكامل :

من المرتكزات الثابتة التي تسعى هذه الدراسة إلى تأكيدها ضرورة أن يتناغم نشاط سوق الأوراق المالية مع الأداء الاقتصادي العام للدولة بحيث ينسجم نشاط سوق الأوراق المالية مع

(١) محمود فهمي ، التطورات الحديثة في سوق المال في مصر ، المرجع السابق ص ٧ ، ٨

السياسات الاقتصادية والنقدية والمالية المتخذة ، وأن تواءم دوراً مرسوماً ضمن الخطة العامة للتنمية الاقتصادية . ويتأتى ذلك عن طريق التنسيق بين كافة الأجهزة الاقتصادية الموءثرة . وفي خطوة متقدمة لتحقيق هذا الغرض نجد أن سوق الأوراق المالية المصرية تعمل ضمن إطار أو هيكل مالي يضم عدداً من الأجهزة ليتم الانساق المطلوب . ولذلك فإن هيكل السوق المالية في مصر يتكون من الأجهزة التالية :-

(أ) الهيئة العامة لسوق المال ، وبدأ نشاطها في ١٩٨٠ بهدف العمل على تنظيم وتنمية سوق المال ومراقبته ، وتنشيط إنشاء شركات الأموال ومراجعة بيانات نشرات الإكتتاب والتحقق من نشر البيانات المالية الدورية ، والعمل على حماية المستثمرين . كما أنه لا يجوز طرح أسهم أى شركة للإكتتاب إلا بعد إقرار الهيئة لنشرة الإكتتاب . الموجهة إلى الجمهور .

(ب) الهيئة العامة للإستثمار والمناطق الحرة . وهى الهيئة التى تمنح التصريح بإنشاء المشروعات فى إطار قانون الإستثمار رقم ٤٢ لسنة ١٩٧٤ ، وتتابع نشاطها ، وتستخرج لها ما يلزمها من موافقات جمركية أو نقدية وما يتعلق بشئون الإستيراد، ويتم كل ذلك فى إطار . كفله القانون . ويلزم الشركات التى تسعى لموافقة الهيئة العامة للإستثمار عليها أن تعد دراسة جدوى اقتصادية من مكاتب إستشاريه متخصصة .

(ج) مصلحة الشركات . وهى الجهة الإدارية التى تتلقى طلبات تأسيس الشركات الجديدة وطلبات زيادة رأسمالها ، ويقع عليها عبء متابعة تنفيذ القانون ولائحته التنفيذية وحضور الجمعيات العمومية للشركات . (١)

---

(١) هيكل سوق المال بمصر ، إعداد الهيئة العامة لسوق المال ص ٢٧ .

(د) أسواق الأوراق المالية •

- (هـ) اللجنة العليا للبورصات ، وتشكل برئاسة رئيس هيئة سوق المال أو نائبه وعضوية مكتب لجنة كل بورصة ، وعضوين منضمين عن كل بورصة وأحد الأعضاء المعيّنين عن كل بورصة ومندوب الحكومة لدى كل بورصة • ومهمتها إتخاذ التدابير الكفيلة بتطبيق القوانين واللوائح تطبيقا مماثلا في جميع البورصات ، وتوحيد أاليب العمل فيها بقدر المستطاع والبحث الجماعي في جميع المسائل التي تهم هذه البورصات • ويشكل هذا الهيكل بالإضافة إلى الحكومة وما يمثلها من مؤسسات مجموعة متناقصة تعطى سوق الأوراق المالية ضمانا يحمى معاملاتها ، ومعيارا يوجه حركتها ويكفل لها درجة مناسبة من الإنجام مع باقى موجهات النشاط الإقتصادى فى مصر •



## المبحث الثانى

### هيكل سوق القاهرة للأوراق المالية ونظمها وعملياتها

بعد أن استعرضنا التطور التاريخى لسوق القاهرة للأوراق المالية ، ثم تتبعنا الخطوات التى أتخذت من أجل تنمية وتطوير السوق ، نناقش فيما يلي الواقع الذى يجرى عليه التعامل وذلك من خلال النقاط التالية :-

- ١ - أعضاء السوق وهيكله الإدارى .
- ٢ - إجراءات قيد الأوراق المالية فى السوق وشطبها .
- ٣ - نظام الواطة والسمرة .
- ٤ - الإفصاح المالى ومراقبة وتدقيق الحسابات .
- ٥ - الأوراق المالية المتعامل بها فى سوق القاهرة للأوراق المالية وطريقة التداول .
- ٦ - تطور التعامل فى السوقين الأولى والثانوية

المطلب الأول : أعضاء السوق وهيكله الإدارى

أولا : أعضاء السوق

تشتمل عضوية سوق الأوراق المالية بالقاهرة على أعضاء عمالين وهم سمارة الأوراق المالية وأعضاء منضمين وهم المصارف بالإضافة الى الشركات وصناديق الإذخار التى تعمل فى مجال الأوراق المالية ، وأخيرا أعضاء مراسلين وهم السمارة المقيدون فى أواق أجنبية . (١)

(١) يعمل السماسر المراسل عن طريق سمار مصرى وذلك بشرط المعاملة بالممثل .

ثانيا : إدارة سوق القاهرة للأوراق المالية (١)

تعتبر سوق الأوراق المالية شخما إعتباريا عاما تتولى إدارة أموالها ويكون لها أهلية التقاضى ، وتدار عبر الأجهزة التالية :-

(أ) لجنة السوق :

تشكل لجنة السوق من سبعة عشر عضوا تسعة منهم من الممارسة وخمسة من الأعضاء المنضمين يتم انتخابهم لمدة سنتين ، وثلاثة يعينهم الوزير المختص لمدة سنتين . وتنتخب اللجنة مكتبا يتكون من رئيس (٢) ونائب رئيس وأمين صندوق ، كما لها أن تشكل لجانا فرعية بقدر ما تستلزمه حاجة العمل . وتختص لجنة البورصة بالآتى :-

- ١- ضمان حسن سير العمل وإتخاذ ما تقتضيه الظروف من قرارات لتحقيق ذلك الغرض .
- ٢ - تختص لجنة السوق بسلطة تأديبية علي جميع أعضاء البورصة وعلى كل من يزاول فيها نشاطا .
- ٣ - يجوز للجنة السوق إذا طرأ ما يستدعى تعيين حد أعلى أو أدنى لسعر أى ورقة مالية أن تفعل ذلك بأغلبية خاصة ، ويبلغ الوزير المختص بذلك القرار وله حق رفضه أو وقف تنفيذه أو تأييده .

وبصفة عامة فإن لجنة السوق تتولى إدارة ومراقبة سوق الأوراق المالية بسلطات واسعة لضمان تحقيق مملحة المتعاملين فيها ، والحفاظ على سمعتها .

(ب) الجمعية العامة :

تتكون الجمعية العامة من أعضاء السوق العاملين والمنضمين وتتعقد سنويا ، كما للجنة

(١) انظر اللائحة العامة بورصات الأوراق المالية بالقانون ١٦١ لسنة ١٩٥٢ تعديل ١٩٨١ .

منشورات لجنة سوق الأوراق المالية بمصر ، ص ٤ وما بعدها .

(٢) تنتخب اللجنة ثلاثة أعضاء ليختار الوزير المختص أحدهم رئيسا .

السوق أن تدعو الجمعية إلى دورة انعقاد استثنائية إذا كان هناك ما يلزم ذلك ، أو إذا طلب ذلك ثلثاً أعضاء الجمعية العامة على الأقل . ويرأس الجمعية العامة رئيس لجنة السوق أو من ينوب عنه .

وتختص الجمعية العامة بالتمديق على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والمصروفات ، كما لها الحق في إبداء الرأي في جميع المسائل المتعلقة بالسوق خاصة فيما يتعلق بتعديل اللائحة الداخلية للسوق .

#### (ج) هيئة التحكيم : \_\_\_\_\_

تختص هيئة التحكيم بالفصل في المنازعات التي قد تنشأ بين أعضاء السوق والوسطاء والمندوبين الرئيسيين فيما بينهم ، أو تلك التي قد تنشأ بين هوء لاء والعملاء ، ولا تتدخل هيئة التحكيم في هذه المنازعات إلا إذا اتفقت الأطراف المتنازعة على التحكيم ، وتبني اللائحة الداخلية للسوق طريقة تشكيل هيئات التحكيم والإجراءات التي تتبع للفصل في المنازعات

#### (د) مجلس التأديب : \_\_\_\_\_

يشكل مجلس التأديب من رئيس لجنة السوق أو من ينوب عنه وعضو منضم وعضو ثالث معين ، وتكون مداولته سرية ، وتصدر قراراته بأغلبية الأصوات ، ولا يكون انعقاد المجلس صحيحاً إلا بحضور مندوب الحكومة الذي لا يتمتع بحق التصويت . ويختص مجلس التأديب بالفصل فيما يقع من مخالفات لأحكام وقوانين السوق ولوائحه ، وكذلك جميع المسائل التي تمس حسن سير العمل والنظام في السوق ، وذلك سواء من تلقاء نفسه أو بناء على شكوى من أحد ، أو بطلب من لجنة السوق أو مندوب الحكومة . وتتدرج العقوبات التي يصدرها مجلس التأديب من الإنذار والغرامة وهذه العقوبات

غير قابلة للإستئناف ، إلى الوقف والشطب وهاتان العقوبتان يمكن إستئنافهما أمام لجنة تشكل من مستشار مجلس الدولة ، وعضوية سمار وعضو منضم من لجنة السوق .  
كما يختص مجلس التأديب بإيقاف التعامل مع أى عضو أو وسيط أو مندوب رئيسى إذا أتهم فى جنابة أو جنحة مخلة بالشرف . أو إذا قبض عليه على ذمة التحقيق فى إحدى الجرائم ، وذلك لمدة ثلاثة أشهر قابلة للتמיד (١)

(هـ) مندوب الحكومة :

تشرف الحكومة المصريه على جميع أسواق الأوراق الماليه المصريه، و يمارس ذلك بالإشراف نيابة عنها ما يسمى بمندوب الحكومة الذى يكون واحدا أو أكثر تقع على عاتقه مهمــــــــــــــــة مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح ، ولذلك فعلى مندوب الحكومة أو من ينوب عنه حضور اجتماعات الجمعية العامة وجلسات لجنة السوق ومجلس التأديب وهيئة التحكيم وجلسات مختلف اللجان الفرعية ، ويعتبر كل مجلس ينعقد دون حضوره كأن لم يكن . ولمندوب الحكومة حق الاعتراض على جميع قرارات هذه الإجتماعات والمجالس إذا أعتبر أنها مخالفة لقوانين السوق أو لوائحها أو اذا رأى الاعتراض عليها للمالح العام ، وكل إجراء يتخذ رغم اعتراض مندوب الحكومة يكون باطلا ولا يترتب عليه أى أثر .

(١) تاريخ تطور سوق الأوراق المالية المصريه والتشريعات المنظمة لها .

إعداد الهيئة العامة لسوق المال ، ص ١٢

المطلب الثانى : إجراءات قيد الأوراق المالية فى السوق وشطبها :

---

أولا : إجراءات قيد الأوراق المالية فى السوق :

---

يجب أن يقدم طلب قيد الأوراق المالية إلى جميع أسواق الأوراق المالية بمصر وذلك خلال سنة من تاريخ إصدارها إذا طرحت للاكتتاب العام ، أو خلال الثلاثة شهور التالية لنشر ميزانية السنة الثالثة إذا لم تطرح للاكتتاب العام .(١)

وقد اشترط القانون لقيد أسهم الشركات جملة شروط القصد منها التحقق من سلامة أوضاع الشركة حماية لجمهور المتعاملين معها ، وأهم هذه الشروط : (٢)

- أ - ألا يقل رأسمال الشركة المدفوع عن ٥٠ ألف جنيه .
- ب - أن يتم الاكتتاب فى أسهم الشركة بالكامل ، وألا يقل المدفوع من رأس المال فى حال تقيطه عن ربع تلك القيمة .
- ج - ألا يكون قد أضيف إلى سعرها الرسمى عند الإصدار علاوة غير تلك التى ترتبت على نفقات الإصدار ، وذلك ما لم يثبت إضافة تلك العلاوة إلى الاحتياطى

القانونى للشركة

---

(١) هذا هو منطوق المادة (٥٠) من قانون الشركات وتبديل به على أن إدراج أسهم وسندات الشركات المصرية اجبارى .

(٢) لمزيد من التفصيل انظر :-

- مقبل جميعى - الأسواق والبورصات المرجع السابق ص ٢٢٤ .
- اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية ، المرجع السابق ص ١٩ .
- تاريخ تطور سوق الأوراق المالية بمصر ، المرجع السابق ص ١٦ وما بعدها .
- مراد كاظم - البورصة ، المرجع السابق ص ٨٦ .

فإذا ما استوفت أسهم الشركات المصرية هذه الشروط وغيرها (١) مما نص عليه

القانون ، فإنه يجوز بالمثل قيد ما يصدر عنها من سندات •

أما بالنسبة لأسهم وسندات الشركات الأجنبية فقد اشترط القانون لقيدها في جداول

الأسعار الشروط التالية :-

١ - أن تكون مقيدة منذ سنتين على الأقل في جداول أسواق الأوراق المالية التي تسمى

تشريعاتها على الشركة •

٢ - ألا تقل القيمة الإسمية لكل منها بالعملة الأجنبية عما يعادل واحد جنيه مصرية وفق

السعر الرسمي له •

٣ - أن تكون لحاملها مالم يكن للشركة في مصر مكتب لنقل الملكية (٢) •

ذلك ما يختص بقيد الأوراق المالية المقدمة بالعملة المحلية • أما فيما

يختص بقيد الأوراق المالية المصرية المقومة بالنقد الأجنبي فيحكمها قرار رقم

٢٢٢ لسنة ١٩٧٧ المعدل بالقرار رقم ١٠٦ لسنة ١٩٨٠ والخاص بتنظيم القيد والتعامل

في الأوراق المالية المقومة بالنقد الأجنبي في أسواق الأوراق المالية والذي تقضى أهم أحكامه

بما يلي :-

١ - الأوراق المالية المصدرة بالنقد الأجنبي والتي لها الحق في القيد في السوق المصرية

بالنقد الأجنبي هي تلك التي تم الاكتتاب فيها بالكامل بالنقد الأجنبي •

---

(١) هناك شروط أخرى مثل - أن تكون الأسهم في صكوك من فئة السهم الواحد أو الخمسة أسهم

ومضاعفاتها بحيث لا تتجاوز ألف سهم في صك واحد

- تقديم الوثائق اللازمة للقيد وتأدية رسوم الإشتراك •

(٢) الدراسة المشتركة للهيئة المصرية لضمان الاستثمار وسوق عمان المالي عن أسواق

الأوراق المالية العربية - المرجع السابق ص ٢٣٤

- ٢ - تقييد بالسوق المصرية وبالنقد المصرى جميع الأوراق المالية المكتتب فيها  
بالعملة المصرية والعملات الأجنبية الحرة معا .
- ٣ - يتم التعامل بالعملات الحرة بالنسبة للأوراق المالية المقيدة فى السوق المصرية  
والمكتتب فيها بالنقد الأجنبى الحر .
- ٤ - يحظر على الأجانب شراء أسهم أو سندات مقيدة لدى الأسواق المصرىة إلا بالنقد  
الأجنبى الحر عن طريق المصارف المسجلة لدى البنك المركزى المصرى .
- ٥ - تسدد أتعاب السماسرة والمصرفات المستحقة بالنقد الأجنبى الحر (١) .
- كما نص قانون الشركات على إنشاء جدول أسعار موءقت تقييد فيه الأوراق المالية التالية :-
- أ - الأوراق المالية الخاصة بالشركات التى لم تطرح فى اكتتاب عام إذا قدمت ميزانية  
مرضية عن سنة مالية واحدة .
- ب - الشهادات الموءققة التى تمنحها الشركات لحين قيامها بطبع الأسهم بشرط  
نشر حسابات مرضية عن سنتين ماليتين متتاليتين .
- ج - الأوراق المالية التى لم تدفع قيمتها بالكامل .
- فإذا ما استوفت هذه الأوراق المالية شروط القيد فى الجدول الرسمى نقلت إليه .

ثانيا : شطب الأوراق المالية من جدول الأسعار :

تشطب من جدول التسعيرة فى سوق القاهرة بأغلبية ثلثى أعضاء لجنة السوق  
الأوراق التالية :-

- ١ - الأوراق التى لم تعد مستوفية الشروط المقررة لقبولها .
- ٢ - أوراق الشركات التى أُشهر إفلاسها أو التى حكم نهائيا ببطانها ، وشطب أسهم

الشركة من الجدول يستتبع شطب سنداتها وحصص تأسيسها وجميع الأوراق المالية

المتعلقة بها على اختلاف أنواعها .

ولا يترتب على شطب أوراق الشركات أية حقوق لمالك الشركة أو مساهمها أو الغير قبلي

لجنة السوق وأعضائها .

المطلب الثالث : نظام الوساطة والسمررة

سمارة الأوراق المالية هم الأشخاص الذين تتوفر فيهم شروط معينة - سنوضحها -  
ويقومون بتنفيذ أوامر عملائهم . ولا يجوز التعامل بالأوراق المالية في السوق المصرية  
سواء في جدول الأسعار الرسمي أو في الجدول الموءقت إلا بوساطة أحد السامرة المقيدين  
بسوق الأوراق المالية ، ويضمن الممار الذي تتم الصفقة بوساطته تنفيذ وسلامة البيع .  
وسنتناول نظام الوساطة والسمررة في السوق المصرية على النحو التالي -

أولا : الشروط التي يجب توفرها في السامرة -

حتى يمكن قيد أحد الأفراد كسما في أسواق الأوراق المالية في مصر لا بد من توافر

الشروط التالية :-

أ - شروط تتعلق بالحاله المدنية : ومفادها أن يكون مصرية ، بالغاً من العمر

٢٥ عاماً على الأقل ، متمتعاً بالأهلية القانونية .

ب - شروط تتعلق بالنزاهة وحسن السيرة : وهي ألا يكون قد أشهر إفلامه في

مصر أو خارجها ، وألا يكون قد سبق إدانته في مصر أو خارجها لجنحة سرقة

أو نصب أو خيانة امانة أو تزوير أو مخالفة قوانين النقد ، إلا إذا رد إليه

إعتباره . وألا يكون قد حكم عليه بصفته ملحقاً بأحد المكاتب السمررة بغرامة

بأكثر من ١٠٠ جنيه مصري ، أو بالوقف أو بالشطب .

ج - شروط تتعلق بالكفاءة المالية : وهي أن يثبت أن لديه رأس مال في مصر



لا يقل عن ١٠ ألف جنيه يملك منها ٢ آلاف جنيه نقدا .

د - شروط تتعلق بالكفاءة الفنية : وتتمثل في قضاءه لمدة ثلاث سنوات على الأقل

في تمرين عملي كوكيل لأحد الأعضاء العاملين أو المنضمين ، أو أن يكون

عمل لمدة ثلاث سنوات مندوبا رئيسيا ، أو أربع سنوات وسيطا ، وتخفّض

هذه المدد إلى سنة واحدة بالنسبة لحملة الليسانس في الحقوق أو بكالوريوس

التجارة أو مايمثلها من شهادات جامعية .

كما يجب على المتقدم اجتياز إمتحان شفوي وتحريرى أمام لجنة خاصة للتحقق من توافر

المعلومات اللازمة لمزاولة المهنة .

ومن الشروط اللاحقة للإختبار والتي على السمار مراعاتها ما يلى :-

١ - ألا يشتغل بأعمال تجارية أخرى غير عمله فى سوق الأوراق المالية ، أو أن يمارس

أعمال تتعارض فيها مصالحه مع مصالح الآخرين أو المالح العام .(١)

٢ - أن يودع بعد قبوله تأمينا لا يقل عن ١٠٠٠ جنيه نقدا فى شكل سندات حكومية

فى مصرف تعيينه اللجنة ، وذلك لضمان المبالغ التى قد تكون مطلوبة منه

سواء للعملاء أو للجنة السوق أو لأعضائها ، ولتحصيل الغرامات المالية .

٣ - لا يجوز للسمار أن يعقد عمليات لحسابه الخاص أو لحساب زوجته أو أصداره

إلى الدرجة الرابعة أو التابعين له أو لأحد شركائه .

٤ - لا يجوز للمسامرة أن يعقدوا فيما بينهم اتفاقات للقيام بعمليات فى السوق

لحسابهم المشترك .

٥ - على السمار أن يملك حسابات منتظمة يقيد فيها عملياته بحيث تبين فى كل

وقت حقيقة مركزه المالى .

---

(١) كأن يكون عضو مجلس إدارة إحدى الشركات ، أو مستشارا أو خبيرا مستخدما بها أو بإحدى

ثانيا : ماعدو السامرة :

---

ويعاون السامرة فى آدائهم لمهامهم الفئات التالية :-

(١) المندوب الرئيسى : وهو مستخدم بأجر عند سمار مقيد ليعاونه فى تنفيذ الأوامر فى المقصورة ، ولا يجوز له العمل إلا باسم مستخدمه من السامرة ولحسابه وتحت مسئوليته .

(٢) الوسيط : وهو أداة الإتصال بين العميل والسمار يتلقى الأوامر من العميل ويبلغها للسمار المقيد لديه . وله الحصول من السمار على حصه لا تجاوز نصف العمولة عن العمليات المعقودة بوساطته ، وهو المسئول أمام السمار عن جميع هذه العمليات بنسبة حصته فى المسرة .

ثالثا : السامرة فى شكل شركات :

---

أجازت اللائحة العامة للبورصات بالمادة رقم (٢٨) إنشاء شركات تضامن وشركات توصية

للقيام بأعمال السامرة فى الأوراق المالية وذلك بالشروط التالية :-

- (١) أن يكون جميع الشركاء المتضامنين سامرة .
- (٢) ألا يقل رأس مال الشركة عن ٧٥٠٠ جنيه مصرى .
- (٣) ألا يقل ما يملكه كل سمار فى رأس المال عن ٢٥٠٠ .
- (٤) أن توافق لجنة السوق على عقد الشركة وعلى كل تعديل يطرأ عليه وخصوصا فيها يتعلق بتكوين رأس المال أو تغيير حصص الشركاء المتضامنين أو الموصين .
- (٥) ليس للشريك الموصى أن يدخل بهذه الصفة فى أكثر من شركة واحدة موء لفة لممارسة السامرة فى الأوراق المالية .
- (٦) لا يجوز للسمار الشريك أن يعمل فى السوق إلا باسم الشركة ولحماها .
- (٧) لا يكون للسامرة المنتمين إلى شركة معينة غير صوت واحد فى مداوات الجمعية

العامة والانتخابات التي تجرى مهما كان عددهم .  
(٨) يجب إثبات أسماء جميع السامرة الشركة على أوراق المكاتبات ومذكرات العقود والفواتير وبائر المكاتبات الأخرى المادرة من الشركة .  
وبلغ عدد السامرة فى سوق الأوراق القاهرة حتى يوليو ١٩٨٦ حوالى ٩ سامرة ينتظر زيادة عددهم بعد التدريب والتأهيل، كما ان هناك ٥ شركات توصية تعمل فى مجال الواطة .  
ولا يجوز لشركات الواطة غير المصرية العمل فى السوق ، ولكن يجوز لها مشاركة أشخاص مصريين وإنشاء شركات مصرية طبقا للقوانين المرعية حتى يمكنها ممارسة أعمال الواطة فى السوق المصرية .(١)

المطلب الرابع - الإقصاد المالى ومراقبة وتدقيق الحسابات :

نعنى بالإقصاد المالى توفير المعلومات الكافية الحقيقية دون إحداث تضليل أو إيهام أو تغير . والإقصاد المالى المتوفر فى سوق الأوراق المالية المصرية والخاصة بالسوق الأولية يقتصر على الدعامتين التاليتين :-

(١) دراسة الجدوى الإقتصادية ، حيث تستلزم هيئة الاستثمار تقديم دراسة جدوى تفصيلية من مكاتب استشارية متخصصة وفق نموذج معد لهذا الغرض ، وبعد ذلك شرطاً سابقاً على تأسيس أية شركة طبقاً لقانون الاستثمار رقم ٤٣ لسنة ١٩٧٤ ولتتمتعها

- (١) انظر : - اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية المرجع السابق ص ٩ - ١٨ .  
- دراسة الهيئة العربية لضمان الإستثمار ، المرجع السابق ص ٣١٧ ، ٣١٨ .  
- تاريخ تطور سوق الأوراق المالية بمصر ، المرجع السابق ص ١٢ - ١٤ .  
علي شلبي ، بورصة الأوراق المالية ، المرجع السابق ص ٧٥ - ٩٠ .

بالإعفاءات والمزايا التي يقرها .

(٢) نشرات الإكتتاب ، حيث يستلزم القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ضرورة إعداد نشرة إكتتاب تتضمن المعلومات المتوفرة عن الشركة المساهمة التي ترغب في طسرح أسهمها للاكتتاب العام بما في ذلك البيانات المالية المتوفرة عن الشركة موقعة من مراقب الحسابات ومراجعة من هيئة سوق المال ، كما تقوم هيئة سوق المال بالتدقيق على مصاريف التأسيس والموافقة عليها .

وفيما يختص بمراقبة الحسابات فإن القانون يعطى مراقب الحسابات الحق في الإطلاع على دفاتر الشركة ، وطلب جميع البيانات والإيضاحات اللازمة ، والتحقق من الموجودات والإلتزامات ، وعليه أن يخطر بأوجه المخالفات التي إكتشفها .

وبصورة أكثر تفصيلا فإن على مراقب الحسابات فيما يتعلق بالميزانية أن يتأكد مما يأتي :-

- (١) أنه قد تم تسجيل جميع الأصول والالتزامات .
- (٢) ان الأصول والإلتزامات الواردة بالميزانية لها وجود حقيقي وأن الشركة تمتلك الأصول المذكورة كما تلتزم فعلا بالإلتزامات المشار إليها .
- (٣) ان الوصول إلى أرصدة الأصول والإلتزامات المجلة بالميزانية قد تم طبقاً للأصول المحاسبية المتعارف عليها وذلك بصفة مستمرة وثابته خلال السنوات السابقة .

وبالنسبة لحساب الأرباح والخسائر يجب التأكد مما يأتي :-

- (١) انه قد تم إثبات جميع الإيرادات والمصروفات بالدفاتر .
- (٢) ان جميع الإيرادات والمصروفات قد تحققت بالفعل أثناء المدة موضوع المراجعة .(١)

---

(١) انظر اللائحة التنفيذية لقانون شركات المساهمة رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ، منشورات الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية ، القاهرة ١٩٨٥ ص ١٧٦ ، ١٧٧ .

ولم تنشأ في السوق المصرية بعد مبادرات تجعل مهنة تدقيق الحسابات تخدم سوق الأوراق المالية عبر نماذج محاسبية محددة تستهدف هذه الغاية ، إلا أنه يمكن الإطمئنان إلى القطاع المحاسبى فى مصر والذي يستند إلى التأهيل الأكاديمى والخبرة الطويلة والممارسة المتنوعة ، فالمرادون لمهنة تدقيق الحسابات من كبار المحاسبين هم أعضاء فى مجمع المحاسبين القانونيين بانجلترا وويلز ، وتضمهم جمعية المحاسبين والمراجعين المصرية والتي تسعى لإكساب مهنتى المحاسبة والمراجعة دورا لاثقا مهنيا وأخلاقيا ، كما أنه يلتزم بالاصول والمعايير المحاسبية الدولية . والمنتظر أن يكفل كل ذلك سلامة ودقة الحسابات حتى يتم تميم معايير محاسبية تخدم أسواق الأوراق المالية بصفة خاصة .

المطلب الخامس : الأوراق المالية المتعامل بها فى سوق القاهرة للأوراق المالية

وطرق تداولها

أولا : الأوراق المالية المتعامل بها فى سوق القاهرة للأوراق المالية :

تعتبر سندات الدين العام من أول الاوراق المالية التي ظهرت فى السوق المالية المصرية ، كما تمثل أسهم الشركات المساهمة خاصة بعد التوسع فى إنشائها بعد عام ١٩٨١ ، أهم الأوراق المالية التي يتعامل بها فى السوق المصرية ، وبالإضافة إلى الأسهم والسندات تتداول فى السوق المصرية حصص التأسيس وحصص الأرباح . كما أنه يسمح بطرح أوراق مالية وعربية بشرط وجود وكيل فى مصر يكون مسؤولا عن حالات الإخلال بأى شرط من شروط الطرح الواردة فى نشرة الاكتتاب .

وهناك أوراق مالية رسخت أقدامها فى مصر ولكن لا يسمح بتداولها ، وإن سحبت السلطات

المختصة بتداولها فإنها بلا شك تنشط حركة السوق وهى : -

( أ ) شهادات استثمار البنك الاهلى الممصرى ، ويصدرها نيابة عن الحكومة ولحسابها

ويمول بها مشروعات خطة الدولة . وقد بدأ إصدارها عام ١٩٦٥ بنوعين أحدهما

ذو قيمة متزايدة والآخر يعطى عائدا ثابتا  $\frac{1}{4}$  ١٣ ٪ بالإضافة إلى نوع

ثالث بدأ إصداره عام ١٩٦٢ ذى سحب جار وجوائز فقط . وأجل هذه الشهادات عشر سنوات إلا أنه يمكن لأصحابها إسترداد قيمتها فى أى وقت عن طريق البنوك بعد إعادة احتساب الفوائد وفقا للمدة الفعلية للشهادة .

(ب) شهادات الايداع والادخار ، وتتنوع من حيث الأجل ومعدلات الفائدة والعملية التى تصدر بها ، وقد بلغت حصيلتها حتى آخر يونيو ١٩٨٢ نحو ٥٨٤٣ مليون جنية مصرى .

(ج) صكوك الاستثمار الاسلامية الناتجة عن المضاربات والمرابحات والمشاركات المتناقمة والمشاركات العاملة وهى (( مشاركات فى رءوس الأموال تقدمها المصارف الإسلامية لإنشاء مشروعات تحتفظ بجزء من ملكيتها )) ويمكن تطوير هذا النوع من الأوراق المالية من ناحية الإصدار والأجل وحرية التداول .

ثانيا : طرق التداول :

يتم تداول الأوراق المالية فى السوق المصرية عن طريق نظام المفاوضة حيث يتفاوض البائع والمشتري او من يمثلهما على سعر وحجم الصفقة إلى أن يتوصلا لإتفاق . ثم يقوم البائع بنقل ملكية الأسهم للمشتري مقابل تملك ثمنها . (١)

(١) - لتفصيل أكثر أنظر

- على شلبي ، سوق الأوراق المالية ، المرجع السابق ص ٢٢ وما بعدها .
- وانظر اللائحة العامة للبورصات ، المرجع السابق ، ص ٢٢ وما بعدها .

المطلب السادس : السوق الأولية والسوق الثانوية :

### أولا : السوق الأولية

كما أوضحنا من قبل فإن دور السوق الأولية يتجلى فى تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية ، ويتولى تنظيم هذه السوق فى مصر كل من وزارة الاقتصاد والتجارة وهيئة سوق المال وهيئة الاستثمار والبنك المركزى المصرى ، كل يمارس إختصاص محدد ويتمتع بصلاحيه معينة من حيث الترخيص والمراقبة والتنظيم لجميع إصدارات الأوراق المالية بمصر .

ولقد أسهم القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ بصفة أساسية ومن قبله قانون الاستثمار لعام ١٩٧٤ وكل القرارات التى صدرت مساندة وتطبيقا لسياسة الانفتاح الاقتصادى ، أسهمت فى اتاع قاعدة السوق الأولية ، وليس أدل على ذلك من إستعراض الأرقام التالية :-

(١) فى حين أنه لم تنشأ خلال الستينات كلها غير ٤ شركات بلغ عدد المشروعات التى

ووفق عليها حتى نهاية ١٩٨٢ حوالى ١٦٣٤ مشروعا جملة روء وس أموالها

٦٨ مليار جنيه (١)

(٢) إرتفع عدد الأوراق المالية المقيدة فى السوق من ٦٦ ورقة فى نهاية عام ١٩٨١ إلى

١٢٢ ورقة فى نهاية عام ١٩٨٢ (٢)

وتم قيد ٤٥ ورقة جديدة فى عام ١٩٨٣ م و ١٠٦ ورقة فى عام ١٩٨٤ م و ٧٣ ورقة فى عام ١٩٨٥ م

(١) محمود فهمى ، التطورات الحديثة فى سوق المال فى مصر ، المرجع السابق ص ٢

(٢) محمود فهمى ، استراتيجية تنمية سوق المال فى مصر ، المرجع السابق ص ٣ .

وبلغ إجمالي الشركات المقيدة أوراقها في تسعيرة السوق حتى آخر مايو ١٩٨٦ ما يعادل ٣٨٠ شركة مجموع أسهمها ١٧ر٤٤ مليون سهم (١)

### ثانيا : السوق الثانوية :

تعتبر السوق الثانوية ضعيفة الأداء نسبيا وذلك من حيث عدد الأوراق المتداولة أو من حيث حجم التعامل ، والذي يماوى ٣٠ ر . % (( ثلاثة في المائة من واحد في المائة )) مسن حجم الناتج المحلى الذى يعادل ٣٦ مليار جنيه تقريبا (٢) . ورغم ذلك فإننا نوء كد أن السوق يتنبأ لها بالعمق والاتساع لان هذه الاحصاءات والتي لدينا تعبر عن واقع السوق فى الفترة التي بدأت فيها عملية إحياء نشاطها ، وحين يتم إرساء معظم القواعد الفنىة والتشريعية والإدارية سوف تشهد السوق إنطلاقة متوقعة مبنية على خبره طويلة وتجارب سابقة تركز عليها فعاليات السوق .

وتعبر الإحصاءات التالية عن حجم التداول فى السوق الثانوية للأسهم للفترة بين ٨٠ - ٨٣ جدول رقم ( )  
جدول يوضح حجم التداول للأسهم فى سوق القاهرة للأوراق المالية بين ٨٠ - ١٩٨٣ م

المصدر : سوق القاهرة للأوراق المالية .

١٩٨٣	١٩٨٢	١٩٨١	١٩٨٠	حجم التعامل السنة
١٣٥١	١٣٨٢	٠٩٢٠	١٠٧٥	عدد الاسهم بالمليون
٢٢٩٨٩	٧١٢٦	٥٤١٧	٨٠٢٨	حجم التعامل بالمليون جنيه

ولقد شهد حجم التداول طفرات كبيرة بعد ذلك فلقد ارتفع فى ١٩٨٥ م إلى ١٢٦ مليون جنيه

- (١) محمد فح النور ، رئيس هيئة سوق المال ، مصر مقابلة شخصية سبتمبر ١٩٨٦ م
- (٢) دراسة سوق عمان المالي والهيئة العربية لضمان الاستثمار ، عن أسواق الأوراق المالية فى البلاد العربية ، المرجع السابق ص ٣٢٢



مصرى ، ووصل حتى شهر مايو ١٩٨٦ م الى ٩٦ مليون جنيهه ويتوقع المثلون أن يصل حجمه  
التعامل حتى نهاية العام ١٩٨٦ إلى ٢٠٠ مليون جنيهه مصرى . (١)

وبعد فهذا عرض سريع لواقع السوق المصرية ولقد أحجمنا عن الخوض فى تحليله لأننا سوف  
نناقش سلبيات وإيجابيات أسواق الأوراق المالية القائمة فى البلاد الإسلامية لاحقا إلا أنه  
يجدر بى الإشارة إلى خطط تطوير السوق حيث تدرس الآن شركة فرنسية وتمويل فرنسى إمكانية  
إدخال الحاسب الآلى ووسائل إئتمال الحديثة فى معاملات السوق .

وعلى صعيد المؤسسات والأجهزة المساعدة يجرى العمل على تصميم هياكل تسمح بقيام  
مؤسسات متعمدى الاكتتاب ونوادرى الاستثمار وغيرهما .

كما تبذل جهود فى مجال الإعلام والإعلان بجدوى وأهمية أسواق الأوراق المالية .

ورغم كل ذلك تبقى السوق كما أظهرت ذلك أزمة شركات توظيف الأموال الحالية متأثرة سلبيا  
بالأتى :-

- (١) التبدل السريع والمفاجىء فى القوانين والسياسات الاقتصادية والاستثمارية فى  
مصر وغيرها من الدول النامية . الأمر الذى يؤثر على السوق بصورة مضاعفة  
لطبيعة الأسواق المالية شديدة الحساسية تجاه مختلف المتغيرات .
- (٢) قبول هيئة سوق المال للتوجيه من خارجها فى أمور اقتصادية تستطيع أية هيئة  
مستقلة أن تقف موقفا مخالفا للتوجيه الصادر لها ضمانا لمصلحة واستقرار أسواق  
المال نفسها .
- (٣) لا زالت أسواق المال فى مصر لا تتخرج من التعامل غير الشرعى مثل الاهتمام المتزايد  
بالسندات ، والعمل على إدخال التعامل الأجل ..... الخ

---

(١) الممدر سوق القاهرة للأوراق المالية .

## الفصل الثاني

### سوق الكويت للأوراق المالية

الحديث عن سوق الكويت للأوراق المالية هو في الحقيقة سرد تاريخي تحليلي لعدد من الأمور أهمها على الإطلاق النقاط التالية :-

- ١ - بدايات تأسيس شركات المساهمة والقوانين التي تم بموجبها إنشاء تلك الشركات .
- ٢ - بدايات التعامل في الأوراق المالية بيعا وشراء ، ثم التعامل الواسع غير المنظم بتلك الأوراق المالية وسلبيات هذا التعامل .
- ٣ - مظاهر قيام السوق المنظمة وذلك من خلال القوانين والمراسيم واللوائح التي هدفت إلى ذلك .

- ٤ - وأخيرا السوق المنظمة ذات الأهداف المحددة والضوابط التي تحكم عملها .

وعليه فإن هذا الفصل سوف يتكون من :-

#### المبحث الأول : السوق الأولية

وهي ما تسمى بسوق الإصدارات ويتجلى دورها في تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية قبيل

- عرضها للتداول في السوق الثانوية .

#### المبحث الثاني : السوق الثانوية

وهي محل تداول الأوراق المالية بيعا وشراء وفق نظم ولوائح محددة تحكم هذا التداول .  
وقبل الدخول في دراسة سوق الكويت للأوراق المالية أود أن أنبه القارئ للنقاط التالية :-

- ١ - أدى ظهور النفط ، والانتقال من النشاط التقليدي ذي الملكيات الصغيرة إلى

النشاط الإقتصادي والتجاري الواسع الذي أسست فيه القوانين التي تنظم قيام

شركات المساهمة العامة ، ثم قيام شركات المساهمة العامة ، إلى إيجاد

• مناخ صالح يهيئ لقيام أسواق أوراق مالية .

ب - إن مظاهر التداول غير المنظم للأوراق المالية وغير المحكوم بضوابط تشريعية والذي قام به البعض لا يعنى وجود سوق منظمة للأوراق المالية ، إذ أن مثل هذه السوق يجب أن تنشأ بقانون ووفق أهداف تسعى لتحقيقها مع هيكل إدارى وتنظيمى يراعى قيامها واستمرارها فى تناغم وانسجام مع أهداف السياسات الاقتصادية والنقدية والمالية .

ج - حتى وجود بعض القوانين التى صدرت بشأن تنظيم أسواق أوراق مالية والتي حددت أهدافا عامة لها وإطارا متصورا لنشاطها ، دون أن يتبع ذلك خطوات جادة على الصعيد العملى ، لا يعنى إلا مجرد شعور المسئولين أو المشرعين أو الاقتصاديين بأهمية قيام سوق الأوراق المالية دون جهد ملموس لتحويل تلك القناعة إلى واقع عملى ملموس .

د - شهدت مسيرة تداول الأوراق المالية فى الكويت كثيرا من الإثارة وإعترتها بعض الطوارئ الأمر الذى جعل المشرع يتدخل من حين لآخر لإضفاء شرعية لسلك ما ، أو لمعالجة خلل ٠٠٠٠ الخ ونتج ذلك عن تداول الأوراق المالية لحد ما بعيدا عن الإطار الرسمى المنظم • الأمر الذى يعقد مسألة تناول التطور التاريخى للسوق ، حيث تختلط هذه الطوارئ والتمرفات غير المنظمة بالتطور الطبيعى للسوق المنظمة وسوف نحاول بقدر الإمكان عدم الإنجراف نحو هذه العوامل الجانبية ، خاصة واننا سوف نتناولها عند الحديث عن أزمة سوق المناخ

المبحث الأول

السوق الأولية ( سوق الإصدار )

المطلب الأول : السوق الأولية للأسهم :

تعود السوق الأولية للأسهم في الكويت إلى عام ١٩٥٢ حيث تم تأسيس أول شركة مساهمة كويتية عامة وهي بنك الكويت الوطني ، ثم تبع ذلك إنشاء شركة السينما الوطنية في عام ١٩٥٤ ثم شركة ناقلات النفط الكويتية في عام ١٩٥٧ .  
إلا أن الولادة الحقيقية لقطاع شركات المساهمة تمت أثر إصدار قانون الشركات التجارية رقم ١٥ لسنة ١٩٦٠ (١) والذي وضع أسس ونشاط مختلف أنواع الشركات التجارية والذي صدر مستلهما الحقائق التالية :-

- أ - إن حجم الأموال التي استوعبتها الشركات الثلاث المذكورة كان يمثل نسبة ضعيفة جدا من التدفقات المالية التي حصلت عليها الكويت .  
ب - إن النسبة الأكبر من أموال الإنفاق الحكومي أخذت طريقها إلى الخارج في شكل توظيفات مباشرة أو مقابل الإستيراد المتزايد للسلع والخدمات .  
ج - وضوح الفجوة بين معدل تراكم الفوائض والإدخارات ونمو قاعدة الأصول المالية القادرة على امتصاصها . (٢)

---

(١) إدارة الدراسات والبحوث الإقتصادية بسوق الكويت للأوراق المالية ، القوانين والمراسيم والقرارات الوزارية المتعلقة بسوق الكويت للأوراق المالية ص ١٩ .  
(٢) د / حازم الببلاوي ورائد فهمي ، دور سوق الأسهم في الإقتصاد الكويتي ، ورقة عمل قدمت أمام مؤتمر تطوير سوق الأسهم في الكويت من ١٤ - ١٦ نوفمبر ١٩٨١ منشورات غرفة تجارة وصناعة الكويت ، ص ٢٩ .

وتم فعلا بموجب هذا القانون وفي خلال السنوات ١٩٦٠ - ١٩٦٢ تأسيس ١٣ شركة مساهمة براس مال قدره ٣٥٨ مليون دينار كويتي (١) وبذلك ارتفع مجموع الأسهم المصدرة في السوق الأولية حتى أواخر عام ١٩٦٢ الى ٥٣ مليون سهم ، فإذا طرحنا منها نصيب الحكومة وهو غير قابل للتداول ، تكون الأسهم القابلة للتداول ٣٦ مليون سهم (٢)

إلا أنه من الملاحظ أن هذه الشركات ال ١٣ لم تؤسس بجهود القطاع الخاص وحده بل بمشاركة الحكومة ب ٤٣% من إجمالي رأس مال هذه الشركات ، الأمر الذي يدل على أن الحكومة ومنذ الملامح الأولى لقيام سوق الأوراق المالية أشعرت القطاع الخاص بحقه في إعانة الحكومة له وتحمل كثير من الأعباء المالية عنه ، مما أدى إلى انعكاسات سلبية على مستقبل أداء السوق . وفي الفترة بين ١٩٦٣ - ١٩٧٨ اتسعت قاعدة الإصدار نتيجة تأسيس ثمانية شركات مساهمة وشركتين مقفلتين (٣) بلغت حصة الحكومة فيها ٦٠% فبلغ عدد الأسهم المصدرة في يناير ١٩٦٨ ٠٤٥ و ٨٤١ و ١١ سهما القابل للتداول منها ١١٨ و ٠٢٦ و ٦ سهما (٤)

أما الفترة ٦٩ - ١٩٧٠ فلم تشهد تأسيس أية شركة جديدة . بينما تميزت الفترة ١٩٧١ - ١٩٧٣ بعدد من المتغيرات من أهمها :-

- ١ - ظهر دور الشركات العقارية التي دخلت السوق وطرحت أسهمها للتداول فأضافت ما وصفه بعض الكتاب بعمق استثماري وما أحميه عمقا مضاربا إستهادا بواقع الحال
- ٢ - ارتفاع عوائد النفط وتوجيهها نحو السوق المحلي

---

(١) د/ صفق الركبي A descriptive Analysis Of The Development And Operation Of The Kuwait Stock Exchange OP.cit , p 43

(٢) الهيئة العربية لضمان الاستثمار ، أسواق الأوراق المالية في البلاد العربية - المرجع السابق ، ص ٢٥٠

(٣) الشركة المقفلة هي الشركة التي لا تطرح أسهمها للجمهور في اكتتاب عام .

(٤) المرجع السابق مباشرة ص ٢٥٠ - ٢٥٣

٣- بدء ظهور المضاربة فى السوق .

أسفرت هذه المتغيرات عن تأسيس ١١ شركة مساهمة سبع منها فى عام ١٩٧٣ وحده فارتفع عدد الأسهم المصدرة إلى ٢١٣٣ مليون سهما القابل للتداول منها ١٢١٧ مليون سهما . ويعزى تأسيس العديد من الشركات فى عام ١٩٧٣ إلى شدة المضاربة حيث استهدف مؤسسوها تحقيق الأرباح الرأسمالية الناجمة عن ارتفاع اسعار اسهمها فى السوق الثانوية مستفيدين من غياب الضوابط القانونية التى تمنع تداول الأسهم المصدرة حديثا . كذلك كان لتوسع البنوك فى توفير التسهيلات الموجهة لتمويل عمليات شراء الأسهم دورا فى تغذية النشاط فى سوق الإصدار فى هذه الفترة ، حيث كانت تقرض الراغبين فى الإكتتاب كامل قيمة الأسهم التى يكتتبون بها بسعر فائدة ٧% . (١)

فى عام ١٩٧٥ تأسست شركتا مساهمة ليصبح عدد الشركات بنهاية ١٩٧٤م ٣٣ شركة مساهمة عامة أصدرت ٢٣٣٤٢ مليون سهما - (٢)

وفى الفترة بين إبريل ٧٥ - ١٩٧٦ ومن أجل ايجاد ضوابط تشريعية للتحكم فى اصدار وتداول الاسهم تم إجراء تعديل لبعض أحكام قانون الأوراق التجارية رقم ١٥ لعام ١٩٦٠م بالقانون رقم ٣ لسنة ١٩٧٥ م والذى استهدف سد الثغرات القانونية التى استغلها المضاريون لأغراض الربح السريع وللقيام بمعاملات تهدد استقرار السوق ، فقد تم تعديل بعض المواد على النحو التالى :-

١ - مادة ١٠٦ لا يجوز التصرف فى الأسهم أو السندات المؤقتة إلا بعد أن تصدر الشركة

أول ميزانية لها عن ١٢ شهرا على الأقل

٢ - مادة ١٠٩ لا يجوز للمؤسسين أن يتمرفوا فى أسهمهم إلا بعد مضى ثلاث سنوات

---

(١) حازم الببلاوى ورائد فهمى ، دور الأسهم فى الإقتصاد الكويتى ، المرجع السابق ص ٥٢

(٢) صحف الركيبى

على الأقل من اكتمال تأسيس الشركة (١)

وإن كان تأثير هذين التعديلين يقع مباشرة على السوق الثانوية إلا أنهما يسهمان في نمو

سوق الإصدار وفقا للحاجات الحقيقية لا بدافع المضاربة .

وقد تم خلال هذه الفترة تأسيس ٧ شركات مساهمة بينما خرجت من السوق أكبر شركتين

صناعيتين هما شركة البترول الوطنية وشركة الصناعات الكيماوية بعد أن قامت الحكومة

بشراء كامل أسهمها . وبنهاية عام ١٩٧٦ يكون عدد الشركات المساهمة قد ارتفع إلى ٢٨

شركة ، وعدد الأسهم المصدرة ارتفع إلى ٦٧٦٢٦ مليون سهم .

ورغم أنه حتى نهاية ١٩٧٦ كان رأس مال شركات المساهمة القائمة ٢٦٥ مليون دينار

مدفوع منها ٢٤١ر٤ مليون دينار ، إلا أنها بقيت ضعيفة بالمقارنة مع الموارد المالية

التي توافرت للإقتصاد الوطنى ، حيث لم تتجاوز القيمة الإسمية للأسهم المعدرة ٦٨ ٪ من

إجمالى الناتج المحلى و ٩١ ٪ من إجمالى المدخرات القومية و ٢١ ٪ من إجمالى السيولة

المحلية (٢)

الفترة ١٩٧٢ - ١٩٨٠ شهدت عددا من القرارات الهامة بشأن تنظيم السوق الأولية صدرت

فى أغسطس ١٩٧٢ وهى :-

١- صدر قرار بحظر تأسيس الشركات الجديدة وظل سارى المفعول حتى يونيو ٧٩ حيث

تأسست شركة المخازن العمومية

---

(١) سوق الكويت للاوراق المالية ، القوانين والمراسيم والقرارات الوزارية . المرجع السابق ص٢٩

(٢) د/ حازم الببلاوى ورائد فهمى ، دور سوق الأسهم فى الاقتصاد الكويتى - المرجع السابق

- ٢ - قرار تجزئة القيمة الاسمية لأسهم الشركات لتصبح دينارا واحدا • بدلا من القيمة الاسمية التي كانت ٧٥٥ دينار في المتوسط • الأمر الذي ضاعف من عدد الأسهم المطروحة ٧ مرات تقريبا مقابل نفس الحجم من رؤوس الأموال •
- ٣ - عدم زيادة أسهم الشركات القائمة إلا في أضيق الحدود •
- ٤ - دخول الحكومة للسوق مشترية حيث أنفقت ١٥٠ مليون دينار رفعت حصة الحكومة من إجمالي الأسهم المصدرة الى ٣٥ر٤ % في عام ١٩٧٨ (١)
- وواضح أن هذه القرارات جاءت كرد فعل للهزة التي تعرض لها سوق الأوراق المالية في أعقاب موجة المضاربات الكبرى التي امتدت من إبريل ١٩٧٥ وحتى نهاية ١٩٧٦ •
- بنهاية عام ١٩٧٧ بلغ مجموع الأسهم المصدرة ٩٥ مليون سهم موزعة على • ٤ شركة • أما توسع قاعدة الإصدار خلال ١٩٧٨ ، ١٩٧٩ فقد نتج أساسا عن :-
- ١ - طرح أسهم زيادة رأس المال •
  - ٢ - توزيع أسهم منحة مجانية للمساهمين •
  - ٣ - تجزئة القيمة الاسمية للسهم لجميع الشركات المساهمة لتصل إلى دينار واحد •
- لذلك وبنهاية عام ١٩٧٨ اشتملت قاعدة الأسهم المصدرة على ٣٧٣ مليون سهم • وفي عام ١٩٧٩ شهد السوق سحب أسهم ناقلات النفط الكويتية بعد تأميمها ، كما انضمت شركة المخازن العمومية ، وبنهاية عام ١٩٧٩ ارتفعت قاعدة الأسهم المصدرة إلى ما يقارب ٤٣٠ مليون سهما •

---

(١) د/ سالم مرزو الطحيح ، دراسة ميدانية لسوق الأوراق المالية في الكويت ، جهاز الدراسات والبحوث الاستشارية • ص ١٨ ، ١٩

(٢) الهيئة العربية لضمان الاستثمار ، أسواق الأوراق المالية في البلاد العربية ، المرجع السابق ص ٢٥٢ ، ٢٥٣ •



أما في عام ١٩٨٠ م فلقد شهدت قاعدة الإصدار توسعا ملموسا أثر السماح بتأسيس الشركات الجديدة أسفر عن زيادة صافية في عدد الأسهم مقدارها ١٦٥ مليون سهما ، لتصبح قاعدة إصدار الأسهم المحلية تضم ٥٩٥ مليون سهما موزعة على ٤١ شركة مساهمة محلية ، منها ٣٣٩ مليون سهما قابلة للتداول بينما حصة الحكومة منها تعادل ٢٥٦ مليون سهما (١) .

في عام ١٩٨١ لم. تنشأ أية شركة مساهمة جديدة (٢) ، بينما ارتفعت قاعدة الأسهم الممطرة والقابلة للتداول الى ٣٥٦ مليون سهما بزيادة ١٧ مليون سهما عن العام السابق نتجت جميعها عن توزيع أسهم منح إما مجانا أو بعلاوة إصدار (٣) .

المطلب الثاني : السوق الأولية للسندات :

---

يرجع تاريخ السوق الأولية للسندات المحددة بالدينار الكويتي الى عام ١٩٦٨ حيث طرح لأول مرة إصدار لصالح البنك الدولي للإنشاء والتعمير .

وخلال الفترة ١٩٦٨ - ١٩٧٤ تم طرح ١٢ إصدارا قيمتها الاجمالية ٣.١٧٠ مليون دينار كويتي كانت جميعها لصالح مقترضين أجانب (٤) .

وشهد عام ١٩٧٥ أول إصدار محلي وكان لصالح البنك الصناعي الكويتي مقداره ٥ مليون دينار كويتي بسعر فائدة ٦.٥ % ولمدة ثلاث سنوات . وتم إصدار آخر لصالح البنك الصناعي في مارس ١٩٧٦ مقداره ٨ مليون دينار كويتي لمدة خمسة سنوات وبسعر فائده قدره ٦.٧٥ % (٥)

- 
- (١) حازم البيلالوي ورائد فهمي ، المرجع السابق ، ص ٧٣
  - (٢) الهيئة العربية لضمان الإستثمار ، المرجع السابق ص ٢٥٣ .
  - (٣) سالم مرزوق الطحیح ، المرجع السابق ، ص ٢٠ .
  - (٤) سالم مرزوق الطحیح ، المرجع السابق ، ص ٢٩
  - (٥) أحمد فهمي إلامام ، أسواق الأوراق المالية في البلاد العربية ، المرجع السابق ص ١٥٤ ، ١٥٥

شهد عام ١٩٧٨ ونتيجة لتعاظم عائدات النفط ١٨ إصدارا بقيمة إجمالية قدرها ١٥٤ مليون دولار (١) .

أما في الفترة بين ١٩٧٩ - ١٩٨٠ فقد شهد السوق فترة ركود نسبي ترجع إلى اتخاذ البنك المركزي لعدد من القرارات منها :-

- ١ - إقرار معدلين للفائدة الأول بين البنوك والآخر لغير المقيمين بفارق يتجاوز ٢٪ مما جعل السوق النقدية للمقترضين الأجانب مكلفا .
- ٢ - إيقاف طرح إصدارات جديدة وذلك ضمن عدد من الإجراءات للمحافظة على السيولة المحلية وإيتم ذلك الإيقاف حتى أغسطس ١٩٨٠ .
- ٣ - وضع البنك المركزي لضوابط للسوق الأولية للسندات تتمثل في ضرورة الحصول على موافقته على أي إصدار جديد ، بالإضافة إلى ضوابط تتعلق بحجم الإصدار ومدة الإستحقاق (٢) .

---

(١) الهيئة العربية لضمان الاستثمار ، أسواق الأوراق المالية في البلاد العربية ، المرجع السابق ، ص ٢٦٢ ، ٢٦٨ .

(٢) فهد بدر الكحيلان ، سوق السندات الكويتي ومراحل تطوره . ورقة ضمن دليل المستثمر في سوق السندات ، إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية ، سوق الكويت للأوراق المالية ١٩٨٦ ص ١٥ .

ويوضح الجدول التالي تطور اصدار السندات المحررة بالدينار الكويتي في السوق الاولى  
خلال الفترة ١٩٦٨ - ١٩٨٣ .

جدول رقم (٤) (١)

اصدار سندات الدين المحررة بالدينار (بالمليون)

١٩٦٨ - ١٩٨٣

المصدر تقارير سنوية مختلفة لبنك الكويت المركزي

الاجمالي قيمة	اصدارات مقترضين		اصدارات محلية		الفترة
	عدد	قيمة	عدد	قيمة	
١٠٧٢	١٢	١٠٧٢	١٢	-	١٩٧٤ - ٦٨
٥٢٥	٩	٤٧٥	٨	٥	١٩٧٥
٨٤	١٤	٧٦	١٣	٨	١٩٧٦
٣١	٧	٣١	٧	-	١٩٧٧
١٥٤	١٨	١٢٢	١٥	٣٢	١٩٧٨
١١٢	١٤	١١٢	١٤	-	١٩٧٩
١٤	٢	١٤	٢	-	١٩٨٠
٣٤	٥	٣٤	٥	-	١٩٨١
٥٣	٨	٤٦	٧	٧	١٩٨٢
٢٧	٥	١٧	٣	١٠	١٩٨٣
٧٣١٧	٩٤	٦٦٩٧	٨٦	٦٢	اجمالي

يتضح من الجدول السابق أن الإصدارات في السوق الأولية بلغت ٩٤ إصداراً ، منها ٨٦ إصداراً لمالحي مقترضين أجانب ، بقيمة إجمالية قدرها ٧ ٢٣١ منها ٧ ٦٦٩ لمقترضين أجانب ، الأمر الذي يوحي بأنه تحت ظل زيادة عوائد النفط وضيق الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الكويتي يأتي دور سوق السندات ليدور هذه الأموال في الأسواق المالية الدولية بعيداً عن إقتصاديات الدول العربية والإسلامية . خاصة وأن الأخيرة تلجأ إلى تلك الأسواق الدولية للاقتراض .

كما يرى بعض المتخصصين أن نمو سوق السندات الكويتية تم رغم وجود عدد من الثغرات

أهمها :-

- (١) الفائدة على الدينار الأطول أجلاً تزيد باستمرار عن معدل مثيلاتها بالدولار الأمر الذي جعل الاقتراض بواسطة سوق السندات أكثر كلفة من الاقتراض من مصادر دولية أخرى والمقوم بعمليات معروفة لديه أكثر من الدينار الكويتي .
- (٢) عدم توافر أسواق ثانوية نشطة تكفل التعامل بيها وشراء بسندات الدينار بعد إصدارها ومن أبرز النتائج السلبية لذلك حدوث خلل في أسس تسعير الإصدارات الجديدة ، إذ أن السوق الثانوية هي التي يستند إليها في تحديد شروط ومتويات أسعار الاقتراض للإصدارات الجديدة (١)

---

(١) حكمت شريف النشائي ، استثمار الأصدقاء العربية ، المرجع السابق ، ص ١٥٥ ، ١٥٦ .

المبحث الثانى

السوق الثانوية ( سوق التداول )

أولاً : السوق الثانوية للأسهم :

سوف نتناول دراسة السوق الثانوية فى الكويت من خلال تقييمها إلى فترات زمنية أساسها وضوح الأهداف التى يسعى إليها سوق الأوراق المالية ، ووجود الضوابط والمعايير التى تحكمها ، واللوائح والإشراف والتوجيهات التى تخضع لها . ولن اتبع - كما يفعل الكثيرون - التقسيم إلى مراحل زمنية أساسها حجم التداول ، إذ لا يهمنى أى تداول مهما كان حجمه وأية أسعارها، إذ لم يكن ذلك وفق أهداف محددة وبتناغم تام مع مختلف المؤشرات الإقتصادية التى تحكم مسار الاقتصاد الكويتى . بل هى على قناعة تامة بأن أية تسعة تداول لا يتجيب للحاجات الأساسية للاقتصاد المحلى ، ولا تتوافق فيه ذهنية المتعامل مع الغاية من إنشاء أسواق الأوراق المالية يشكل عبئاً على الاقتصاد المحلى ، وهذا ما أكدته سير التعامل بالأوراق المالية فى الكويت .

واستناداً على هذه المقدمة سوف أتحدث عن سوق التداول للأوراق المالية فى الكويت وفق المراحل الزمنية التالية :-

المرحلة الأولى : ما قبل عام ١٩٦٠

المرحلة الثانية : من ١٩٦٠ - ١٩٧٠

المرحلة الثالثة : من ١٩٧٠ - ١٩٨٣

المرحلة الرابعة : ١٩٨٣ إلى ما بعدها

المطلب الأول : المرحلة الأولى - قبل عام ١٩٦٠ :

لم توجد مقدمات سوق للأوراق المالية قبل عام ١٩٦٠ ، ولم ينشأ أية نشاط تداولي من قبل الأفراد لعدد من الأسباب منها الأسباب التالية :-

(١) لم تكن قاعدة الأسهم المصدرة بالحجم الكبير ، إذ أنه كما أشرنا أن عدد الشركات المساهمة العامة في ذلك الوقت لم يتعدى الثلاث شركات .

(٢) كما أن ملكية أسهم هذه الشركات كانت محصورة في عدد محدود من الأشخاص ، الأمر الذي يضيق من قاعدة المتعاملين فيها .

(٣) كان للاداء الجيد لهذه الشركات الثلاث دورا في إغراء الماهمين فيها بالاحتفاظ بأسهمهم للعائد المقبول منها وعدم بيعها .

(٤) نشطت سوق الأراضي والعقار في تلك الفترة كما غذت الحكومة درجة النشاط هذه بدفع مبالغ كبيرة مقابل الاستهلاك الحكومي للأراضي الخامة ، فاستوعبت الأراضي اهتمامات المستثمرين ومدخراتهم .

(٥) كان لقلّة معرفة المستثمرين الكويتيين بالأصول المالية دورا في تحفظهم تجاه اقتنائها وهو أمر لا تختص به الكويت وحدها في ذلك الوقت بل يشاركها فيه معظم ان لم يكن كل الدول النامية ، إذ لا يزال الاستثمار المالي يلعب دورا ثانويا في مجالات الاستثمار لديها .

وعليه يمكن التخمين وبثقة أن التداول حتى غير المنظم لم يكن موجودا في تلك الفترة (١) .

---

(١) د صغفك الركبى ، A descriptive Analysis Of Development, And Operation Of The Kuwait Stock Exchange OP .cit P 43  
- وحازم الببلاوى ورائد فهمى دور سوق الأسهم في الإقتصاد الكويتى ، المرجع السابق ، ص ٢٨

المطلب الثاني : المرحلة الثانية ١٩٦٠ - ١٩٧٠ م

في هذه الفترة بدأت موارد الكويت المالية تشهد ارتفاعا متسارعا نتيجة لإزدياد إنتاج النفط وتصديره الأمر الذي أدى إلى زيادة مستمرة في الدخل ، وبالتالي إلى زيادة نسبية فسي الميل إلى الإيداع ومن ثم إلى زيادة الطلب على الأصول المالية .

ويمكن إجمال أبرز ما اتصفت به سوق التداول في هذه الفترة في النقاط التالية :-

اولا : كان هناك غياب كامل للتشريعات والضوابط التي تحكم تداول الأوراق المالية ، بالرغم من صدور قانون رقم ٢٧ لسنة ١٩٦٢ بشأن تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المؤسسة في الخارج ، وذلك أثر رواج عمليات بيع وشراء الأسهم الأمريكية (١) . هذا وقد تضمن القانون ضرورة الحصول على ترخيص رسمي لطرح أسهم الشركات المؤسسة في الخارج ، ويتطلب الحصول على مثل هذا الترخيص استيفاء معلومات تتعلق بضمان جدية المشروعات وضمان حصول المساهمين على حقوقهم (٢) .

ولم يتعرض قانون ٢٧ لسنة ١٩٦٢ لتنظيم تداول الأوراق المالية المحلية الأمر الذي نتج عنه كثير من الشغرات كان أبعدها أثرا على هذه الفترة والفترة الثالثة عدم وجود نص قانوني يمنع تداول أسهم الشركات المؤسسة حديثا ، وقد أدى غياب ذلك النص إلى اشتداد المضاربة على أسعار الأسهم دونما تحليل لإنتاجية وكفاءة أداء الشركات مصدرة هذه الأسهم .

ثانيا : خلال هذه الفترة كان يتم التداول من خلال مكاتب سمرة متفرقة غير خاضعة للإشراف الحكومي . وقد نتج عن ذلك عدد من السلبيات أهمها :-

(١) محمد صالح جابر ، الإستثمار بالأسهم والسندات ، المرجع السابق ص ٧٣

(٢) سوق الكويت للأوراق المالية ، القوانين والمرايم والقرارات الوزارية ، المرجع السابق

( أ ) إعطاء الممارسة دوراً مؤثراً في تحديد أسعار الأسهم ، إذ أنه في ظل غياب المعلومات الكافية عن الأوضاع العامة لسوق التداول ، وغياب المعلومات الخاصة بكل شركة يصعب على المتعامل تقييم الأسهم تقييماً مدروساً .

( ب ) عدم توفر معلومات متكاملة عن حجم التداول ومستويات الأسعار ، وأوضاع الشركات وهي معلومات يمكن أن تتخذ في ظروف صحية كمؤشرات عامة للأداء الاقتصادي القومي .

ثالثاً : شهدت هذه الفترة دورات متعاقبة من الراج والكساد في حجم تداول ومستوى أسعار الأوراق المالية ، ولأنها إستمرت خلال المرحلة الثالثة كذلك فوف نخضعها لمزيد من التحليل لاحقاً .

تلك كانت السمات العامة للسوق في هذه المرحلة ونعرض الآن تفاصيل السوق الثانوية .  
بلغ عدد الأسهم المصدرة في نهاية ١٩٦٢ ما يعادل ٥٣ مليون سها ورغم أن نسبة كبيرة منها تعود إلى شركات مضي على تأسيسها أقل من سنة إلا أنها كانت جميعاً قابلة للتداول . وقد أشارت دراسة أجرتها الشركة الكويتية للإستثمار عن حركة أسعار الأسهم خلال ١٩٦٣/٦٢ بأن السوق اتسمت بالرواج ، كما أن المستوى العام للأسعار إرتفع بنسبة ٤٣% ، وقد لعبت المضاربات دوراً أساسياً في رفع الأسعار إلى مستويات غير مبررة اقتصادياً .  
ولقد ساهمت العوامل التالية في زيادة حدة المضاربة :-

- ١ - توفر السيولة المحلية .
  - ٢ - تنامي التسهيلات الإئتمانية
  - ٣ - تباطؤ حركة الإنشاء والتعمير والتي كان يمكنها استيعاب قدر من السيولة المحلية
  - ٤ - وبالإضافة إلى ذلك ضعف الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الكويتي بصورة عامة .
- أما الفترة بين ٦٣ - ١٩٧٠ - ما عدا عام ١٩٦٥ الذي شهد بعض مظاهر الانتعاش - فقد إتسم سوق التداول خلالها بالركود وتدنى الأسعار . ويرجع ذلك إلى :-

١ - نقص في حجم السيولة المحلية ، وذلك لأن مبالغ الإستثمارات والتي تشكل حجماً



- مهما منها ، صارت تدفع على شكل أقساط بدلا من دفعها كاملة مرة واحدة .
  - ٢ - نشاط حركة العمران والحركة التجارية الأمر الذى أستوعب جانبا من حجم السيولة المحلية .
  - ٣ - إدراك المتعاملين أن المستويات المختلفة للأسعار وحجم التعامل فى نهاية ١٩٦٢ كان مبالغا فيه ولا يعكس الواقع العملى لقطاع شركات المساهمة ، ولا ينتظر ثباته او إستمراره .
- وتعتبر الفترة ما بين ١٩٦٧ - ١٩٧٠ أكثر الفترات ركودا حيث تدل الإحصاءات على أن معدل التداول الشهرى فى عام ١٩٦٩ كان ٥٠ ألف سهما ، وهذا الرقم نفسه كان يشير إلى معدل التبادل اليومى فى عام ١٩٦٥ . ويرجع السبب فى ذلك إضافة لما ذكرناه أعلاه إلى ظهور اتجاهات انكماشية تمثلت فى تقلص حجم الإنفاق الحكومى بسبب قفل قناة السويس بعد هزيمة يونيو ١٩٦٧ وقلة صادرات البترول (١)

#### المطلب الثالث : المرحلة الثالثة ١٩٧٠ - ١٩٨٣

- تبدأ هذه المرحلة بصدور القانون رقم ٣٢ لسنة ١٩٧٠ باعتباره أول قانون تطرق المشرع من خلاله إلى تنظيم التعامل بالأوراق المالية المحلية .
- ومنذ بداية هذه المرحلة وخلالها ترسخت لدى المشرعين والمسئولين عن الاقتصاد الكويتى والباحثين والمراقبين المحايدين عدد من القناعات أهمها القناعات التالية :-
- ١ - لابد من ممارسة الحكومة لقدرة أكبر من الرقابة والمتابعة والتوجيه ، حتى يمكن تحقيق درجة من التنظيم والشرعية لعمل سوق الأوراق المالية .

---

(١) حازم الببلاوى ورائد فهمى ، دور سوق الأسهم فى الاقتصاد الكويتى ، المرجع السابق

٢ - الأهمية القصوى لدراسة تفصيلية للقوانين السارية الحاكمة لنشاط شركات المساهمة

العامة والعمل على سد الثغرات التي قد تستغل للإخلال بقواعد التداول .

٣ - الشعور بمضار التداول غير المنظم للأوراق المالية .

٤ - أهمية أن تكون الدوافع للاكتتاب والتداول دوافع استثمارية حقيقية ، وضرورة تجنب

المضاربة (١) .

٥ - الضرورة القصوى لقيام سوق أوراق مالية منظمة .

وقامت هذه القناعات بدور مؤثر في دفع المشرع الى إصدار عدد من القوانين واللوائح

والقرارات استهدفت تحويل هذه القناعات الى واقع . وتمثلت تلك القوانين والقرارات واللوائح

فيما يلي :-

أولاً :-

==== صدر في نوفمبر ١٩٧٠ قانون رقم ٣٢ لسنة ١٩٧٠ بشأن تنظيم تداول الأوراق المالية

الخاصة بالشركات المحلية . وقد خول هذا القانون لوزير التجارة والمناعة إصدار القرارات

اللازمة لتنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات الكويتية ، وذلك بعد أخذ رأي اللجنة

الاستشارية لشئون تداول الأوراق المالية والتي تشكلت بموجب المادة ١١ من القانون نفسه .

وقد حدد القانون مهام هذه اللجنة بما يأتي :-

أ - اقتراح النصوص التشريعية والأعمال التنظيمية المتعلقة بسوق الأوراق المالية .

ب - مراعاة تطبيق القوانين والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية .

ج - وضع المقترحات الخاصة بإنشاء سوق للأوراق المالية والعقود .

د - اقتراح التدابير الضرورية للمحافظة على المصالح المالية . والإقتصادية للبلاد عند

حدوث تبدل غير طبيعي في أسعار الأوراق المالية (٢)

---

(١) أحمد فهمي الامام ، أسواق الأوراق المالية في البلاد العربية ، المرجع السابق ص ١٤٦

(٢) القوانين والمراسيم والقرارات الوزارية المتعلقة بسوق الكويت للأوراق المالية ،

المرجع السابق ، ص ٦١ .

ثانياً :-

====  
صدر في ١٩٧١/٨/٨ القرار الوزاري رقم ١٠ بشأن تنظيم تداول الأوراق المالية  
الخاصة بالشركات الماهمة الكويتية . وقضى هذا القانون بأن تسند مهمة تنظيم وتداول الأوراق  
المالية إلى شعبة مراقبة الشركات والتأمين في وزارة التجارة . وحدد القانون دور الشعبة في التالي :-

١ - إعداد التحليلات الإحصائية للشركات الماهمة الكويتية بما في ذلك توضيح اربح هذه

الشركات وحركة الأسهم .

٢ - إصدار نشرة رسمية يومية عن أسعار أسهم الشركات

٣ - نشر الوعي الإستثماري لدى الجمهور تدريجياً بإصدار النشرات وتوزيعها على الأجهزة

الإعلامية .

كما منعت المادة ٣ من القانون مزاولة أعمال سمسرة الأوراق المالية إلا لدى المحجلين

لدى وزارة التجارة والصناعة ، كما ألزمت المادة ٨ من القانون كل سمسار بضرورة إبلاغ شعبة

الأوراق المالية بوزارة التجارة بجميع العمليات التي عقدها وأسعار البيع والشراء لكل سهم

وذلك يومياً قبل انتهاء الدوام الرسمي . وحددت المادة ٤ من القانون الشروط المطلوبة

في كل من يرغب قيده ضمن سمسرة الأوراق المالية .(١)

في فبراير ١٩٧٢ تم إنشاء مكتب للأوراق المالية بالمركز التجاري بمدينة الكويت باشر

مهمة تجميع البيانات المتعلقة بعمليات البيع والشراء من السمسرة ونشرها في المحسّف

اليومية (٢) .

ثالثاً :

====  
على أثر المضاربات التي سادت سوق التداول صدر قرار وزير التجارة والصناعة

رقم ٥٢ لسنة ١٩٧٤ بمنع البيع الآجل في الأوراق المالية والأسهم الى حين إشعار آخر ، مع عدم

---

(١) المرجع السابق ، ص ١٢١ ، ١٢٢ .

(٢) - محمد صالح جابر ، الا ستثمار بالأسهم والسندات ، المرجع السابق ص ٧٣ .

د صغفركيبي ، دورة تدريب الوسطاء ، المرجع السابق ص ٢ .

سريانه الا على المعاملات التي تتم بعد نشرة في الجريدة الرسمية . ( ١ )

رابعاً :

===== صدر المرسوم رقم ٣ لسنة ١٩٧٥ والذي قرر عدم اجازة التصرف في الأوراق المالية المطروحة الا بعد أن تصدر الشركة أول ميزانية لها عن اثني عشر شهراً على الأقل . كما قرر عدم اجازة تصرف المؤسسين في اسهمهم الا بعد مضي ثلاث سنوات على الأقل على تأسيس الشركة . وقد استهدف المرسوم الى ان تصبح الدوافع الى الاكتتاب في الاوراق المالية دوافع استثمارية تجنباً للمضاربة ووضع القيود التي تحول دونها . ( ٢ ) .

خامساً :

===== صدر في نوفمبر من عام ١٩٧٦م القرار الوزاري رقم ٦١ لسنة ١٩٧٦ في شأن تنظيم تداول الاوراق المالية ، وقد قضت المادة ٢ من القانون بتشكيل اجنة تسمى ( لجنة الاوراق المالية ) لتنظيم عمليات التعامل في الاوراق المالية . كما حددت المادة ٣ من القانون مهام هذه اللجنة وهي :-

- ١ . وضع القواعد التنظيمية الخاصة بتداول الاوراق المالية خاصة :-
  - أ- طرق وأساليب التعامل في الاوراق المالية
  - ب- تسجيل الشركات التي يجوز التعامل في أوراقها
  - ج- تنظيم مهنة الوساطة في الاوراق المالية

( ١ ) القوانين والمراسيم والقرارات الوزارية المرجع السابق ص ١٢٣ .

( ٢ ) - المرجع السابق مباشرة ص ٢٩ .  
- احمد فهمي الامام - أسواق الاوراق المالية في البلاد العربية المرجع السابق ص ١٤٧

د / إيقاف التعامل في أية أوراق مالية مؤقتاً إذا مادعت

الضرورة الى ذلك .

٢ = النظر في شكاوى المتعاملين والوسطاء والبت فيها .

٣- تقديم مقترحات تستهدف النهوض بالتعامل في الأوراق المالية

وتنمية الوعي الاستثماري .

٤- الاعداد وتقديم الدراسات لانشاء سوق دائم للأوراق المالية ،

واقترح مشروعات القوانين اللازمة .١٠٠ م

وبناء على القانون وفي ابريل ١٩٧٧ تم انشاء سوق الكويت للأوراق المالية .

سادسا :

===== صدر القرار الوزاري رقم ٣١ لسنة ١٩٧٧ بشأن البيع الآجل

للأوراق المالية والذي حدد الشروط التالية له :-

أ / لا تتجاوز مدة العقد اثني عشر شهرا .

ب / يقوم المشتري عند توقيع العقد بدفع جزء من المبلغ لا يقل عن

الفرق بين السعر النقدي المعلن عنه عند التوقيع على العقد

والسعر المتفق عليه أو ١٠٪ من المبلغ ايهما اكبر . .

---

(١) دراسة هيئة ضمان الاستثمار وسوق عمان المالي ، أسواق الأوراق المالية

العربية بالمرجع السابق ، ص ٢٤٧ ، ٢٤٨ .

جـ - تكون الأسهم موضوع العقد ملكا للبائع وتظل باسمه خلال فترة سريان العقد ، مالم يطلب منه المشتري تحويل الأسهم فى أى وقت يشاء بعد تسديد باقى الثمن .

وقد أُلغى بموجب هذا القرار الوزارى القرار رقم ٢٥٢ السابق الاشارة اليه والخاص بمنع البيع الآجل .

سابعاً :

===== تم الغاء القرار الوزارى رقم ٣١ لسنة ١٩٧١ بالقرار رقم ٩٠

لسنة ١٩٨١ فى شأن البيع الآجل للأوراق المالية ، وكان من آهم بنوده ما يلى :

- ( ١ ) يجب تحديد أجل العقد .
- ( ٢ ) يقوم البائع والمشتري بالتوقيع على العقد المبرم بينهما عن طريق أحد الوسطاء المعتمدين فى سوق الأوراق المالية . ( ١ ) .

---

( ١ ) القوانين والمراسيم والقرارات الوزارية ، المرجع السابق ص ١٢٩ ، ١٣٠ .

وبعد فقد حددنا القنوات التي رسخت في ذهن المسؤولين والمشرعين والباحثين ،  
وعددنا القوانين والمراسيم والقرارات التي نشأت استجابة لتلك القنوات ، وهنا نشور  
عدة تساؤلات منها :-

١ - هل أثر كل ذلك إيجاباً على أداء السوق ؟

٢ - هل حقيقة كان ينقص السوق المالية هذه القنوات وتلك القرارات ؟

وقبل أن نرد على هذه التساؤلات نحاول أن نتتبع سير عمليات التداول خلال هذه الفترة  
مركزين على أهم فترات الرواج والكساد ، إذ تكمن فيهما كثير من الدلالات التي نريد اصطحابها  
في ردنا على التساؤلات أعلاه .

تميزت الفترة بين أواخر ١٩٧٠ إلى أواخر ١٩٧١ بركود نسبي في حركة تداول الأسهم ،  
وكانت نسبة إرتفاع متوسط أسعار الأسهم خلالها في حدود ٢٢٪ وهي نسبة متواضعة مقارنة  
بالفترة التي تلتها ، إلا أنها تعتبر مرتفعة في حد ذاتها ومؤشراً إلى بوادر طفرة في أسعار  
الأسهم .

وبالفعل ففي الفترة ما بين أواخر عام ١٩٧١ إلى أواخر عام ١٩٧٢ بلغ متوسط الزيادة في  
أسعار الأسهم ٧٣٪ في حين أن متوسط الربحية لشركات الماهمة في الفترة ما بين ١٩٧٠ -  
١٩٧٢ ارتفع بنسبة ٧١٪ فقط ، ولم يتجاوز متوسط معدل الزيادة في القيمة الدفترية نسبة  
٤٠٪ (١) .

وسادت في عام ١٩٧٢ فورة جامحة في حجم التداول ومستوى الأسعار . فقد إرتفع مجموع  
الأسهم المتداولة من ٣٤٨ مليون سهم في عام ١٩٧٢ إلى ١٠٨٨ مليون سهم خلال عام ١٩٧٣  
بزيادة نسبتها ٢١٠٫٣٪ ، كما زادت قيمة الأسهم المتداولة لنفس الفترة بنسبة ٢٣٨٪

---

(١) محمد الخجا ووليد سعيد ، أسهم الشركات الكويتية المساهمة .  
دراسة تحليلية ، منشورات الجمعية الكويتية ص ٣٣ - ٣٦ .

وواضح أن هذا الارتفاع في حجم تداول ومستوى أسعار الأسهم منبت الملة بانتاجية وأرباح الشركات الماهمة ، ويتضح ذلك من خلال الإحصاءات التالية :-

١ - نسبة متوسط أسعار الأسهم لعام ١٩٧٣ إلى متوسط ربحية الشركات الماهمة

في عام ١٩٧٢ تعادل ٤٦٧ : ١

٢ - نسبة متوسط القيمة السوقية للأسهم إلى متوسط القيمة الدفترية لها = ٣٧٤ : ١

٣ - إجمالي حقوق الماهمين في الشركات لم يتجاوز ربع القيمة السوقية للأسهم (١)

ولن استرسل في سرد العوامل التي يذكرها الكتاب - عادة - سببا (٢) لهذا الارتفاع في

حجم التداول ومستوى الأسعار ، إذ أنه سيعاد ترديدها لتبرير فورات جامعة أخرى . وسوف أجمعها في سياق واحد بعد السرد التاريخي لتطور سوق التداول خلال هذه الفترة .

وأرجو ألا أخل بتسلسل البحث ان أشرت إلى أن تلك الأسباب ما هي سوى عوامل مساعدة

وجدت مناخا مهيئا فأفرزت مفعولها .

شهدت الفترة من مطلع ٧٤ — نهاية ١٩٧٥ هدوءا نسبيا إذ انخفض متوسط المعدل الشهري

لحجم التداول بنسبة ٥٨% عن عام ١٩٧٣ ، وانخفض قيمة إجمالي الأسهم المتداولة بنسبة ٦٨%

عن عام ١٩٧٣ . ويرجع ذلك إلى انحسار ظاهرة المضاربة مؤقتا بسبب بلوغ أسعار بعض الأسهم

مستويات مرتفعة لا يتوقع لها المحافظة عليه ، وبسبب الهبوط الحاد في صفقات البيع

الآجل أثر قرار وزير التجارة بمنع البيع الآجل للأوراق المالية .

ومن الأشياء الجديرة بالملاحظة أن الهدوء الذي ساد في تلك الفترة مناقضا مع نمو

حجم الأموال التي تم ضخها في الإقتصاد المحلي ، حيث ارتفع حجم الإنفاق الحكومي بنسبة

٨٥% (( من ٣٣٠ مليون دينار كويتي في ٧٣/٧٤ إلى ٦١٢ مليون دينار كويتي في ٧٤/٧٥ )) ،

(١) حازم البيلالوي ورائد فهمي ، دور سوق الاسهم في الإقتصاد الكويتي ، المرجع السابق ص ٤٧ - ٥١

(٢) يذكرون سببا لذلك أ - الاوضاع غير المستقرة للاسواق المالية العالمية ،

ب - القفزة في الايرادات النفطية اثر اتفاقية طهران ١٩٧١

ج - ارتفاع حجم الإنفاق الحكومي د - توسع الائتمان المصرفي .



ويبدو أن نسبة كبيرة من هذه الأموال أخذت طريقها إلى الخارج بسبب إرتفاع أسعار  
الفاضة العالمية عن الأسعار المحلية (١) .

إنتابت سوق الأسهم في الكويت نوبة أخرى من الغوران الجامح وذلك في الفترة ما بين  
إبريل ١٩٧٥ وحتى نهاية ١٩٧٦ حيث تشير إحصاءات الأسعار والتداول إلى أرقام قياسية  
جديدة حيث بلغ مجموع الأسهم المتداولة في نهاية ١٩٧٦ ما قيمته ١٩٨ مليون سهم ،  
بينما كان هذا الرقم ٥٢ مليون سهم في نهاية مارس ١٩٧٥ . كما إتخذت حركة الأسعار  
إتجاهها تصاعديا حيث قفزت القيمة السوقية للأسهم المتداولة من ٨٩٥٧ مليون  
دينار في نهاية عام ١٩٧٤ ، إلى حوالي ٢٣٢٥٢ مليون دينار في نهاية عام ١٩٧٦ ، أي  
بزيادة قدرها ١٦٠% (٢) .

وتعتبر تلك الزيادة في أسعار الأسهم هي الأخرى منبئة الصلة بأداء الشركات المصدرة  
لهذه الأسهم ويتضح ذلك من خلال تأمل الأرقام التالية :-

١ - بلغ متوسط سعر السهم ١١ ضعف متوسط قيمته الإسمية و ٦ أضعاف قيمته  
الدفترية .

٢ - إرتفع معدل الرملة ( متوسط السعر / متوسط الربحية إلى قرابة ٢٢ مثلا  
علما بأن متوسط مؤشر ( داوجونز ) في بورصة نيويورك كان يتراوح بحدود  
١٤٠ مثلا في ذات الفترة .

وعليه فيمكن الجزم بناء على ما تقدم أن زيادة حجم التداول ومستوى الأسعار خلال إبريل  
٧٥ - نهاية ١٩٧٦ كان سببها الأناسى موجات المقاربة التي عمت السوق ، ومن المؤشرات  
القوية الدالة على ذلك إرتفاع المعدل الشهري لسرعة تداول الأسهم ، حيث بلغ ذلك المعدل

---

(١) المرجع السابق مباشرة ص ٥٢ - ٥٥ .

(٢) د/صعقن ركيبى A Descriptive Anylsis Of The Development And  
Operation Of The Kuwait Stock Exchange , OP . cit P 47

(٣) حازم الببلاوى ورائد فهمى ، دور سوق الاسهم في الاقتماد الكويتى ، المرجع السابق

خلال عام ١٩٧٦ حوالى ٨٦ ٪ من مجموع الأسهم القابلة للتداول ، بينما بلغ هذا المعدل

فى سوق نيويورك نحو ٢٩ ٪ (١) .

بدأت تظهر فى الفترة منذ نهاية ١٩٧٦ وحتى أواخر ١٩٧٧ ردة فعل عنيفة وشاملة

تجاه حجم التداول ومستوى الأسعار ، وهو ما اصطلح على تسميته بأزمة سوق الأوراق المالية

الأولى ، (٣) حيث هبط حجم التداول بنسبة ٣١ ٪ عن عام ١٩٧٦ ، فإذا ما استبعدنا

التداول الكثيف لشركة صناعات الأدوية الصحية التى إستأثرت ب ٥٧ ٪ من إجمالى الأسهم

المتداولة عام ١٩٧٧ ، فإن نسبة الانخفاض الحقيقى فى حجم التداول لباقي الشركات تصل

إلى ٧٠ ٪ . كما كانت نسبة الانخفاض فى المتوسط العام لأسعار الأسهم ٣٨ ٪ . وكان الانخفاض

فى القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المتداولة عن ١٩٧٦ يعادل ٦٤ ٪ (٣) .

وكان يمكن لهذا الانخفاض فى حجم التداول ومستوى الأسعار أن يتضاعف لولا أن الحكومة

تدخلت بعدد من الاجراءات لحماية السوق والمتعاملين فيها .

وكان تدخل الحكومة نتيجة تسمية خاطئة للمشكلة باعتبارها أزمة اقتصادية تستوجب

التدخل لمعالجتها ، واتخذت الحكومة القرارات التالية :-

١ - تقوم الأجهزة الحكومية اعتبارا من ديسمبر ١٩٧٧ وحتى إشعار آخر بشراء أسهم

الشركات الوطنية .

٢ - خفض أسعار الفائدة المتفق عليها بين البنوك والعملاء تخفيفا عليهم .

٣ - تمديد أجل القروض الممنوحة لتحويل عمليات الأسهم لمدة سنتين قابلة للتجديد (٤)

---

(١) المرجع السابق مباشرة ص ٦١ .

(٢) ندوة الإستثمار وصعوقاته فى بورصات الأوراق المالية العربية وإتجاهاتها المستقبلية ، الدار

البيضاء ١٦ - ١٨ ديسمبر ١٩٨٦ منشورات الإتحاد العربى لبورصات الأوراق المالية ، ص

ص ٨٠ ، ٨١ .

(٣) حازم الببلاوى ورائد فهمى ، دور سوق الأسهم فى الإقتصاد الكويتى المرجع السابق صص ٦٧ ، ٦٨

(٤) د صغفق الركيبى A descriptive anlysis of the development

and operation of Kuwait stock exchange, op.cit P 49

وكما ألمحت سابقا فإنى لا أرى فى ما حدث من انخفاض فى حجم التداول ومستوى الأسعار أية أزمة ، بل هو اتجاه نحو التصحيح وإعادة التوازن . قد يكون نتيجة هذا التوازن حدوث أزمات لأفراد المضاربين الذين ضاربوا عكس اتجاهه ، لكنه بالتأكيد ليس بأزمة للاقتصاد القومى فى مجموعه . بل ان الأزمة التى كانت تستدعى تدخل الحكومة هو الفوران الجامح فى حجم التداول ومستوى الأسعار ، والذى لا يستند بشهادة الجميع إلى أية مبررات اقتصادية ، وما حصل من ركود لم يكن سوى ذبول للأزمة الحقيقية التى تركت لتبلغ مداها دون تدخل حاسم . كما أن التصور الخاطى للأزمة جعلها تتكرر بصورة أكثر عنفا وبانعكاسات وتكاليف باهظة .

أما الفترة ما بين ١٩٧٨ - ١٩٨٠ فقد اكتسبت العديد من الملامح الجديدة أهمها :-

١ - تحسن نسبي فى الإجراءات التنظيمية ، بعد قيام سوق الأوراق المالية وممارستها لبعض مهامها الأساسية .

٢ - تجزئة القيمة الاسمية للأسهم إلى دينار واحد (( يلاحظ أثر ذلك فى الحديث عن حجم التداول ومقارنته بالسنوات السابقة )) .

٣ - ظهور سوق الأسهم الخليجية غير المنظمة كمنافس للسوق الرسمية فى جذب مدخرات المستثمرين ، ويتضح أنها مارست دوراً أكبر فى التأثير على اقتصاد الكويت ، وحظيت بكثير من القرارات والمتابعة بما جعلها فى الواقع أكثر رسمية من السوق الرسمية .

٤ - بداية حرب الخليج فى ١٩٨٠ والتى اثارت مخاوف وتحفظات المستثمرين .

أما على صعيد التداول ففى عام ١٩٧٨ زاد حجم التداول بنسبة ١٧٥ % عن عام ١٩٧٧ .

كما بلغت قيمة اجمالى الاسهم المادولة حوالى ١٣٨٥ مليون دينار ، مقارنة مع ٩٤٦ مليون دينار عام ١٩٧٧ .

أما عام ١٩٧٩ فقد سيطر الركود على معظم شهور السنة عدا الربع الثالث وكان اجمالى

حجم التداول حوالى ١٦٩ مليون سهم مقارنة مع ١٦٥ مليون سهم فى ١٩٧٨ .

أما فى عام ١٩٨٠ فقد طرأ انخفاض ملموس على حجم التداول اذ هبط الى ١٤٤ مليون سهم

تقريبا بنسبة انخفاض قدرها ١٤.٨ ٪ مقارنة بعام ١٩٧٩ ، كما انخفضت القيمة الاجمالية

للأسهم بنسبة ٢٧.٩ ٪ عن الفترة نفسها (١) .

ويبين الجدول رقم (٣) تطور حجم التداول والقيمة السوقية له خلال ١٩٨١ ، ١٩٨٢ ، ١٩٨٣ (٣)

المصدر - سوق الكويت للأوراق المالية -

السنة	حجم التداول بالمليونات من دينار	القيمة السوقية للأسهم المتداولة بالمليارات دينار
١٩٨١	٢٨٠ ر ٢	١٥٩٩ ر ١٩٨٩
١٩٨٢	٢٣٤ ر	١٩٤٠ ر ١٠٠٩
١٩٨٣	٧٤ ر ٥	١٩٣٨٧ ر ٠

وبعد فقد تحدثنا عن القنوات التي سادت السوق المالية خلال ٧٠ - ١٩٨٣ ، وإستعرضنا

القوانين واللوائح والقرارات التي سنت واستهدفت ترسيخ تلك القنوات عملياً .

وتتبعنا حركة التداول ومستوى الأسعار خلال هذه الفترة ولم نفضل العوامل التي ساهمت

في فورات النشاط وحركات الركود لأنها ترجع الى عوامل متطابقة يدفع احد وجهيها حركة

السوق في اتجاه ، ويدفع الوجه الأخر حركة السوق في الاتجاه المعاكس وستعرض لها بعد

قليل باجمال .

(١) د حازم الببلاوي ورائد فهمي ، دور سوق الأسهم في الاقتصاد الكويتي المرجع السابق

ص ص ٧٦ ، ٧٧ .

(٢) تختلف الارقام اعلاه عن ارقام تقارير البنك المركزي المنشورة في دراستها الهيئة العربية

لضمان الاستثمار ، وسوق عمان المالي ،

الأوراق المالية العربية ، المرجع السابق ص ٢٥٤ .

وبرغم القناعات التي ذكرناها والقوانين واللوائح والقرارات فقد شهد السوق أزمته

خلال هذه المرحلة . فلماذا ؟

يرجع المحللون الدورات المتعاقبة من رواج وركود التي سادت سوق الأوراق المالية

في الكويت والأزمات التي مر بها السوق إلى عدد من العوامل أهمها :-

- ١ - حجم السيولة المحلية .
- ٢ - التسهيلات الائتمانية .
- ٣ - أوضاع السوق المالية والنقدية العالمية .
- ٤ - ضيق الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الكويتي .
- ٥ - ضيق السوق المالية .
- ٦ - صفقات الأجل .
- ٧ - ضعف الاطار التنظيمي .
- ٨ - المضاربة .

أولا : حجم السيولة المحلية :

يشير اصطلاح السيولة المحلية أو العرض النقدي أو إجمالي وسائل الدفع بصفة عامة

إلى متوسط كمية النقود الموجودة تحت تصرف مجتمع ما في فترة معينة من الزمن ، وتتمثل

أهم محدداتها في :-

- ١ - أوراق البنكنوت المصدرة .
- ٢ - النقود المساعدة .
- ٣ - النقود الكتابية .
- ٤ - بدائل النقود ( التسهيلات الائتمانية ) .

٥ - أشباه النقود (١) .

ويؤثر حجم السيولة المحلية في زيادة أو نقصان الموارد المتاحة لتمويل عمليات شراء الأوراق المالية، فعندما يرتفع حجم السيولة المحلية عما هو مطلوب لمواجهة احتياجات الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري فان فائض الموارد النقدية المتاح يتجه نحو الأصول المالية بمختلف أنواعها (٢) .

ولعب حجم السيولة المحلية في الإقتماد الكويتي دور المحدد الأساسي لحجم تداول

الأسمار ومستويات أسعارها وتدلل على ذلك بعدد من الشواهد منها :-

أ - ارتفع حجم كمية النقد المتداول من ١٠٠ مليون دينار كويتي في إبريل ١٩٧١ إلى

أكثر من ١٧٩ مليون دينار كويتي في مارس ١٩٧٣ فشهد ذلك العام كما ذكرنا

ارتفاعاً جامعاً في حجم التداول ومستويات الأسمار (٣) .

ب - يرجع المتابعون أسباب اشتداد المضاربة في ٧٥ - ١٩٧٦ م جزئياً إلى توسع الإنفاق

الحكومي خاصة قيام الدولة بدفع ٦٨ مليون دينار كويتي كتعويضات لحملة أسهم

شركة البترول الوطنية .

ج - أثبتت دراسة عن حركة الأسهم في الكويت إبان فترات المضاربة الشديدة أن هناك علاقة

طردية بين متوسط أسعار الأسهم كمتغير تابع وحجم السيولة المحلية كمتغير

مستقل وبمساوي معامل الارتباط بين هذين المتغيرين + ٩ تقريباً مما يعني ازدياد

درجة الارتباط بين حجم السيولة المحلية وأسعار الأسهم في

---

(١) أنظر Paul A, Samuelson & Willam D. Nordhaus; Economics : Mc Graw Hill Book Co, New York 12 th Edition 1985,

P.P 270 - 271 .

عبد النعيم مبارك ، النقود والصيرفة والسياسات النقدية ، مؤسسة شباب الجامعة

الإسكندرية ١٩٨٤ ، ص ٦٨ ، ٧٩ -

(٢) محمد الخجا ، وليد سعيد ، أسهم الشركات الكويتية الصاهمة ، المرجع السابق ص ٥٢ - ٥٥

(٣) المرجع السابق مباشرة ص ٥٢ .

## الاعتماد الكويتي (١)

تلك الملاحظة جعلت أحد الاعتماديين الماليين في الكويت يرى أن نشاط سوق الأوراق المالية بالكويت يعتمد في الجانب الأكبر منه على وجود فائض من الأرصدة النقدية مع ضيق في فرص الاستثمار الحقيقية مما يؤدي الى ازدياد معدل تداول الأسهم وارتفاع أسعارها (٢)

## ثانيا : التسهيلات الائتمانية :

لعبت التسهيلات الائتمانية دورا بارزا ساهم في تنشيط حجم تداول الأسهم ورفع مستوى أسعارها ، وبالرغم من أن الدور الأكبر لهذه التسهيلات كان تمويل الإكتتاب في أسهم الشركات الجديدة ، إلا أن المؤشرات تدل على أن السياسات الائتمانية التوسعية التي اتبعها الجهاز المصرفي أسهمت في زيادة الضغوط التضخمية على أسعار الأسهم ، وبل عمدت أحيانا الى تمويلها بشكل مباشر - ولقد شهدت فترة المضاربات العنيفة في ٧٥ - ٧٦ م تسجيل معدل زيادة قياسي في السلف والخصميات بلغ ٨٣% . كما أن التسهيلات الممنفة تحت القروض الشخصية والتي أستخدم جزء كبير منها لتمويل موجات المضاربة سجلت ارتفاعا في معدل نموها بلغ ١٣٥% ، الأمر الذي أضطر البنك المركزي لإصدار تعليماته الى المصارف التجارية بالحد من التسهيلات الممنوحة لهذه العمليات . (٣)

كما تفيد بيانات أخرى إلى أن رصيد التسهيلات الائتمانية الممنوحة من قبل المصارف التجارية لتمويل عمليات شراء الأسهم والعقارات بلغ في مارس ١٩٨٢ ما قيمته ١٢٠٩٨ مليون دينار اي ما نسبته ٥٧% من إجمالي الإئتمان المصرفي (٤) .

(١) المرجع السابق مباشرة ص ٥٥ .

(٢) جاسم السعدون ، مناخ الأزمة وأزمة المناخ ، شركة الربيعان للنشر والتوزيع - الكويت ،

ط ١ ١٩٨٤ م ص ٦٨ .

(٣) حازم الببلاوي ، رائد فهمي ، دور سوق الأسهم ، المرجع السابق ص ٦٤ .

(٤) سالم مرزوق الطحيح ، دراسة ميدانية لسوق الأوراق المالية الكويتية ، المرجع السابق ص ٥٢ .

وأثبتت دراسة أخرى لعام ١٩٧٣ أن هناك ارتباطاً طردياً بين متوسط أسعار الأسهم  
كمتغير تابع وحجم السلف والخصميات المصنوعة من الجهاز المصرفي كمتغير مستقل يساوي  
٦ + تقريباً . (١)

(١) ولا شك أن ذلك يعني إقبال المتعاملين على التوسع في شراء الأوراق المالية وبأسعار مرتفعة  
طالما أنه لا يدفع نقداً بل بموجب شيكات آجلة ، وطالما أنه يستطيع إعادة بيعها بأسعار أعلى  
ومما شجع على التوسع في تمويل شراء الأوراق المالية بواسطة الممارق التجارية أن بعضها  
كان يقرض بضممان الأسهم نفسها لا بضمانات أخرى أكثر فاعلية كالرهونات .

### ثالثاً : أوضاع السوق العالمية النقدية والمالية :

تتميز سوق الأوراق المالية في الكويت بشدة حساسيتها تجاه ما يحدث في الأسواق النقدية  
والمالية العالمية من تطورات . ويرجع ذلك بصفة أساسية إلى :-  
أ - ارتفاع حجم المدخرات الخاصة والحكومية المستثمرة في تلك الأسواق في ظل حريصة  
تحركات رؤوس الأموال من وإلى الكويت دون قيود .  
ب - حيق الطاقة الاستيعابية للاقتناء الكويتي مع عدم وجود سياسات جادة للتكامل  
الإهتمامى عربياً وإسلامياً يمكن من خلالها استيعاب فائض الأموال الكويتية .  
ج - رغبات فئة من المدخرين تستهويهم الاستثمارات النقدية والمالية دون المشروعات  
الإنتاجية .

(١) محمد الخجا ، وليد سعيد ، أسهم الشركات الكويتية الماهمة ، المرجع السابق ص ٥٤ .



ولذلك فعندما تكون أوضاع الأسواق العالمية ملائمة للمستثمرين الكويتيين تشهد السوق المحلية ركودا ملحوظا وعندما يحصل العكس وتكون السوق العالمية غير مواتية تزداد الضغوط التضخمية على السوق المحلية .

وتؤثر أوضاع أسواق المال والنقد العالمية على السوق المحلي من خلال العوامل التالية :-  
(١) تقلب أسعار العملات الصعبة الرئيسية خاصة الدولار والمارك والين والاسترليني فيما بينها ، وفيما بينها وبين الدينار الكويتي رغم عدم استقلالية الدينار عن بعض هذه العملات خاصة الدولار ، حيث يؤدي انخفاض او ارتفاع هذه العملات تجاه الدينار الكويتي او توقع ذلك الى زيادة او نقص تدفق الارصدة النقدية على السوق المحلية

وندلل على ما ذكرنا بما حدث عند إعادة تقييم الجنيه الأسترليني عام ١٩٧٢ م وتخفيض الدولار في فبراير ١٩٧٣ تجاه مختلف العملات إذ زاد حجم التداول في السوق المحلية زيادة كبيرة نتيجة عودة رؤوس الأموال من الخارج إلى الداخل .(١)

(٢) تقلبات أسعار الفائدة في الأسواق العالمية ، حيث تدور أرصدة المواطنين في تلك الأسواق عندما ترتفع نسب أسعار الفائدة تجاه القروض والودائع لأية أسباب إقتصادية أو سياسية تدعو لذلك ، فتتقص السيولة المحلية ويهتد السوق نوع من الركود . وإذا ما إنخفضت أسعار الفائدة العالمية تجد تلك الأرصدة أن المناخ الإستثماري غير ملائم فتعود إلى الداخل لا للتوظيف لأن أسعار الفائدة المحلية قد لا تختلف عن أسعار الفائدة العالمية ولا للإستثمار المباشر لضيق الطاقة الإستيعابية في الكويت وإنما للمضاربة على أسعار الأسهم .

ويمكن أن ندلل على قولنا هذا بالإشارة إلى أن السوق المحلية قد شهدت ركودا ملحوظا في ١٩٧٥/٧٤ م بالرغم من أن الناتج القومي الإجمالي لتلك الفترة ارتفع بنسبة ٥٢% ، وزاد حجم الاتفاق الحكومي من ٣٣٠ مليون دينار كويتي إلى ٦١٢ مليون دينار كويتي إلا أن هذه

(١) أحمد فهمي الإمام ، أسواق الأوراق المالية في البلاد العربية ، المرجع السابق ص ١٥٠ .

الزيادة لم تنشط السوق المحلية لأن نسبة كبيرة من هذه الأموال أخذت طريقها إلى الخارج بسبب ارتفاع أسعار الفائدة العالمية وازدياد هامش الفرق بينها وبين أسعار الفائدة المحلية (١) (٣) أوضاع أسواق الأوراق العالمية غير المستقرة تؤثر على السوق المحلية من عدة جوانب منها :-

أ - تتعرض الأسواق العالمية من وقت لآخر لآزمات حادة مثل الأزمة الأخيرة التي سميت (( بالانين الأسود )) . إذ أن مثل هذه الآزمات تجعل المستثمر المحلي لا يجازف بالاستثمار فيها مفضلا السوق المحلية فتتنشط ويزداد التعامل بها والعكس تماما صحيح .  
ب - كذلك فإن وجود تشريعات فى الأسواق العالمية تحد من حرية غير المقيمين أو غير المواطنين فى التوظيف فيها يساهم إلى حد ما فى خفض حجم الموجودات الكويتية فى الخارج وإتجاهها نحو السوق المحلية (٢) ، والعكس تماما صحيح .

رابعاً : محدودية الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الكويتى :-

الطاقة الاستيعابية هى مجموع الفرص الاستثمارية التى يمكن استغلالها بنجاح خلال فترة زمنية معينة . (٣) ويترتب على ذلك القول بأنه توجد حدود مفروضة على أى استثمار جديد فى الكويت ، وهى إما أن تشكل قيوداً مطلقاً على حجم الاستثمار ، وإما أن تكون فى شكل انخفاض دائم فى إنتاجية الاستثمار الجديد (٤) .

- 
- (١) حازم الببلاوى ورائد فهمى ، دور سوق الأسهم فى الاقتصاد الكويتى ، المرجع السابق ص ٥٥ .
  - (٢) محمد خجا ووليد سعيد ، أسهم الشركات الكويتية المساهمة ، المرجع السابق ص ٤٧ ، ٤٨ .
  - (٣) حكمت شريف ، استثمار الأرصدة العربية ، المرجع السابق ، ص ١٠٣ .
  - (٤) عبد الفتاح قنديل ، التزام رأس المال العربى نحو المنطقة العربية ، الاقتصادى العراقى عدد ٣ يوليو ١٩٧١ ، ص ٨٤ .

ومن محددات ضيق الطاقة الاستيعابية في الكويت قلة السكان ، وضيق الرقعة الجغرافية ، عدم توفر المواد الخام ، عدم تنوع المناخ ٠٠٠٠٠٠ الخ والنتيجة العملية لكل ذلك ندرة فرص الاستثمار الحقيقية التي يمكن أن تستوعب الأرصدة النقدية الضخمة المتوفرة في أنشطة حقيقية منتجة ، فالتجهت هذه الأرصدة إلى المضاربة على أسهم القائم المحدود من الشركات فارتفعت الأسعار إلى مستويات غير مبررة اطلاقا ، ثم أعقب ذلك نزول حاد في أسعارها ويظل السوق هكذا مرتبكا وغير مستقر .

خاصا : ضيق السوق المالية الكويتية :

ترتب على محدودية الطاقة الإستيعابية - بالتبع - ضيق السوق المالية ، وضآلة الأدوات المالية المطروحة منسوبة إلى حجم الموارد المتاحة في الاقتصاد الكويتي ، ورغم أن القانون رقم ٣٢ أجاز - بقيود معينة - طرح أوراق أجنبية في السوق المحلية إلا أن ذلك لم يؤدي إلى توسعة السوق وتنوعه . ومما كرس من ضيق السوق المالية الكويتية أن نسبة كبيرة من الأسهم المصدرة تملكها الحكومة وهي غير قابلة للتداول .

سادا : صفقات الأجل -

تعتبر صفقات الأجل مظهرا من مظاهر المضاربة في جميع أسواق الأوراق المالية في العالم ولقد منعت سوق نيويورك منذ عام ١٩٣٢ . ولقد زادت هذه الصفقات من حدة المضاربة وتسارع تداول الأسهم خلال الفورة الأولى والثانية للسوق في عامي ٧٣ ، ١٩٧٦ (١) . وقد كان

(١) رغم سريان قرار منع البيع الأجل في عام ١٩٧٦ إلا أنه لم يحترم .

المضاربون يدفعون هامشا بلغ أكثر من ٣٠٪ من سعر السهم مقابل تأجيل فترة الدفع لمدة سنة ، مما أضطر وزير التجارة والصناعة لأن يصدر قرار رقم ٥٢ لسنة ١٩٧٤ بمنع بيع الأجل للورق المالية ، فأدى بدوره إلى هبوط حاد في نشاط السوق ، وأسهم جزئيا فى إحداث ركود ٧٤ - ١٩٧٥ م .

وفى النصف الأول من عام ١٩٧٧ حلت أجال استحقاق أثمان الصفقات الآجلة التى عقدت خلال ١٩٧٦ ، فأضطر مشترو هذه الأسهم إلى عرضها بكميات كبيرة أدخلت بتوازن العرض والطلب وشكلت اتجاهها نزوليا للأسعار ، مما أضطر البعض إلى بيع أسهمه بخسارة فادحة ، أو تأجيل الدفع بكلفة عالية أملا فى تحسن أسعارها مستقبلا ، الأمر الذى حمل الكثيرين بأعباء مديونية هددتهم بالإفلاس ، وكان نتيجة انكماش التداول وظهور ركود حاد فى نشاط السوق عرف فيما بعد بأزمة السوق الأولى (١) .

سابعاً : ضعف الإطار التنظيمى :

حقيقة رغم الكم الهائل من القوانين واللوائح والقرارات إبان هذه الفترة قد يعجب سب القارئ ان ذكرنا أن هناك ضعفا فى الإطار التنظيمى للسوق بل أن هذه القوانين والقرارات تعتبر فى نظرى مظهرا لهذا الضعف التنظيمى . إذ أنها لم تكن توجه الأحداث بل كانت تلهث خلف تطورات السوق ، وكانت مجرد معالجات يومية لمظاهر لا تتصف بالدوام ، فافتقد السوق الإطار القانونى والتنظيمى الذى يتمتع بالشمول والواقعية والمرونة والاستدامة .

كما أنه وبالرغم من النص على عدم مشروعية كثير من التصرفات مثل تداول الأسهم قبل مرور فترة زمنية عليها ، ومثل التعامل الآجل ، ومثل التداول غير المنظم وغيرها من التصرفات ، إلا أنها كانت موجودة وتؤثر على عمل السوق دون أن يطالبها القضاء أو السلطة التنفيذية بالإبطال أو يطال مرتكبيها العقاب . بل وجدت الاعتراف والحماية ، ووجد مرتكبوها العطف والمساعدة

ثامنا : المضاربة :—

كل ما أوردناه من أولاً وحتى سابعاً ساهم في انتشار ظاهرة المضاربة وما رافقها من ممارسات هددت مستقبل سوق الأوراق المالية ، ونتج عنها انعكاسات ضارة على الاقتصاد المحلي .  
ولقد دللنا فيما سبق على حدة المضاربة من خلال الإحصاءات عن معدل تداول الأسهم ومن خلال المقارنه بين القيمة السوقية والاسمية والدفترية للسهم وسنرجي الحديث عن مزايا ومضار المضاربة بصفة عامة إلى مبحث لاحق . (١) ونحاول فيما يلي أن نورد بعض الملاحظات بشأن المضاربة في السوق الكويتية :-

١ - كان هناك انفعال تام بين ذهنية المتعاملين بالأوراق المالية بمختلف مستوياتهم المادية والاجتماعية والثقافية ، وبين أهداف أية سوق منظمة للأوراق المالية ، الأمر الذي أدى إلى أن يعتبرها البعض مجرد ناد مرخص للقمار ، وغاب عنهم أي دور يمكن أن يؤديه السوق نحو اقتصاد الكويت ، وغاب عنهم كذلك ضرورة إرتباط السوق بالموشرات الاقتصادية الحقيقية .  
٢ - ساهمت الدولة في تغذية هذا الشعور وذلك بتدخلها غير الموفق للمحافظة على أسعار الأسهم ، في الوقت الذي كان يدرك فيه الجميع أن تلك الأسعار المراد المحافظة عليها لا تعبر عن الواقع الإنتاجي والربحي للشركات ولا عن الاداء الاقتصادي العام للدولة ، وهو أمر شاذ كان ينبغي تعديله لا تثبيته .

فمثلاً نجد أن الأسعار السوقية لأسهم المصارف التجارية في ٢٥ إبريل ١٩٨٣ كانت تعادل ١٥ ضعف قيمتها الاسمية و ٤ أضعاف قيمتها الدفترية (٢) .

٣ - كان يمكن للدولة أن تتدخل لوقف المضاربة بتحديد سقف مرنة لتحرك الأسعار ، وتوقف تداول بعض الأسهم غير المستوفاة للشروط من المضارب عليها ، لكنها لم تشأ أن تطبق اللوائح التي بيدها فأعطى ذلك شعوراً بالتساهل أغرى المتلاعبين بالاستمرار إلى آخر الشوط .  
٤ - السماح أو غش النظر عن تداول أسهم الشركات المقفلة وشركات المحاصة والشركات

(١) انظر ص ٣٩٦ ، ٤٠١ من هذا البحث .

(٢) جاسم السعدون ، أزمة المناخ ، المرجع السابق ص ٦٩ .

الخليجية لا ينبغي عن أى رغبة فى تنظيم وحماية السوق •

وبعد فقد أطلنا الحديث عن هذه الفترة الممتدة من ١٩٧٠ - ١٩٨٣ ، لأنه ظهر خلالها حجم المشاكل والمعوقات وسلكت خلالها طرق المعالجة ، وأسهمت الى حد ما فى التفكير الجدى فى ايجاد مظهر سوق منظمة للأوراق المالية بل يمكن القول بثقة أن هذه الفترة هى فترة التضحيات التى تحملها الاقتصاد الكويتى فى سبيل قيام سوق منظمة للأوراق المالية ذات أهداف معتبرة ومحترمة وذات أنظمة قادرة وفاعلة ، وذلك ما بدأ يلوح جليا وبكل إقتدار ابتداءً من ١٤/٨/١٩٨٣ •

#### المطلب الرابع

المرحلة الرابعة : ١٤ اغسطس ١٩٨٣ وما بعدهما :

تتمثل أهمية هذه المرحلة فى أنها البداية الحقيقية لسوق الكويت للأوراق المالية تم فيها الانتقال با لسوق من مجرد نصوص إلى كيان قائم ترجم تلك النصوص بدرجة كبيرة من الدقة الى واقع عملى ملموس • وقد تم خلالها كذلك الانتقال من مرحلة التعامل الفردى العشوائى إلى مرحلة التعامل المنظم فى ظل ضوابط تهدف إلى حماية السوق وتطويره وخدمة الاقتصاد الكويتى •

يؤرخ لهذه الفترة بمدور المرسوم الخاص بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية فى ١٤/٨/١٩٨٣ م ، الذى أعطى السوق شخصيته الاعتبارية ، وحدد أهدافه فيما يلى :-

أهداف سوق الكويت للأوراق المالية :

ظلت مسألة تحديد أهداف التعامل فى الأوراق المالية موضوع اهتمامنا من خلال تحليلنا للمرحلة السابقة • ولقد وضح لنا أن عدم تحديد تلك الأهداف خلف انقسامنا بين سلوك المتعاملين فى السوق ، والغايات التى تسعى إلى تحقيقها أية سوق للأوراق المالية ولذلك فإنه من المؤشرات الجدية والعملية أن تم تحديد أهداف سوق الكويت للأوراق المالية

فيما يلي :-

- ١ - العمل على تطوير السوق المالي على نحو يخدم عمليات التنمية الاقتصادية ويساعد في تحقيق السياسات الاقتصادية للدولة .
  - ٢ - تنمية واستقرار التعامل في الأوراق المالية ، وتطوير وترشيد أساليب التعامل في السوق بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها ويسرها ، ويوفر الحماية لجمهور المتعاملين .
  - ٣ - تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين المواطنين .
  - ٤ - المهامة في إحداث التكامل والتنسيق بين المؤسسات والسياسات النقدية والمالية والاقتصادية . (١)
- ومن خلال هذه الأهداف العامة والرئيسية يمكن أن تتحقق كثير من الأهداف الفرعية الأخرى مثل توفير المعلومات عن قطاع الشركات ، وتوجيه الاستثمارات نحو المشاريع المنتجة . . الخ وبتدار السوق بواسطة لجنة تسمى لجنة السوق (٢) حددت مهامها فيما يلي :-
- ١ - وضع القواعد التنظيمية الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق ومراقبتها تطبيقها .
  - ٢ - اتخاذ الإجراءات اللازمة تجاه أية صفقات مشكوك في سلامتها وأغراضها ، وإيقاف التعامل في أية ورقة مالية نهائيا أو مؤقتا ، وإيقاف التداول مؤقتا في السوق كله إذا ظهر ما يدعو لذلك .
  - ٣ - تحديد شروط قيد الوسطاء وإدراج الأوراق المالية في تعبيره السوق . (٣)

---

(١) القوانين والمراسيم والقرارات الوزارية لسوق الكويت للأوراق المالية ، المرجع السابق ص ١٥٠  
(٢) تتكون لجنة سوق الكويت للأوراق المالية من :- أ - وزير التجارة والصناعة رئيسا للجنة ب - مدير السوق ، نائبا للرئيس ج - عضو يمثل وزارة التجارة والصناعة د - عضو يمثل وزارة المالية ه - عضو يمثل بنك الكويت المركزي و - إثنين من ذوي الخبرة ز - ٤ أعضاء من غرفة تجارة وصناعة الكويت من بينهم أحد الوسطاء  
(٣) المرجع السابق مباشرة ص ١٥٠

ولقد وضعت السوق خططا مرحلية لتطوير السوق تصدرتها الواجبات التالية :-

- ١ - إصدار اللائحة الداخلية للسوق .
  - ٢ - تحديد الشروط الواجب توافرها في الأوراق المالية حتى يمكن إدراجها في السوق .
  - ٣ - وضع القواعد التنظيمية للتداول وتهيئة القاعة اللازمة لذلك .
  - ٤ - وضع شروط قبول الوسطاء .
  - ٥ - وضع قواعد لرقابة التداول للحد من الصفقات الوهمية .
  - ٦ - وضع قواعد إشهار ونشر وحفظ المعلومات .
  - ٧ - وضع قواعد التسويات ونقل الملكية .
  - ٨ - وضع قواعد فض المنازعات .
  - ٩ - وضع قواعد تأديب الوسطاء .
- وفعلا فقد صدرت في ٧ نوفمبر ١٩٨٢ اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية  
والتي حددت قواعد قيد وقبول الأوراق المالية والوسطاء ، وقواعد وإجراءات تداول الأوراق  
المالية وكيفية إدارة السوق ، والأجهزة الفنية المتخصصة اللازمة لعمل السوق  
وميزانية السوق وحساباته (١) .

ويمكن القول أنه قد قامت فعلا سوق منظمة ذات أهداف محددة واضحة ، وذات هيكل  
جدي ، ويخضع التعامل فيها لضوابط محترمة لا لمجرد نصوص ليس لها سند من الواقع ،  
وتستند على رصيد ضخم من الخبرة بأنشطة التداول ، وتتمتع بتجربة واسعة في التعامل  
مع المشكلات التي يواجهها نشاط السوق ، تسمى سوق الكويت للأوراق المالية تتشكل أهم

---

(١) لمزيد من التفصيل أنظر ، القوانين والمراسيم والقرارات الوزارية لسوق الكويت للأوراق



ملاحظتها من التالي :-

أولا الهيكل الإداري للسوق :

---

تم تصميم الهيكل الإداري لسوق الكويت للأوراق المالية من الإدارات التالية :-

أ - إدارة تسجيل ومتابعة الشركات والوسطاء .

ب - إدارة التداول .

ج - إدارة الدراسات والبحوث الاقتصادية .

د - إدارة نظام المعلومات .

هـ - إدارة الشؤون الإدارية والمالية .

و - الشؤون القانونية .

ز - العلاقات العامة .

ثانيا : إدراج الشركات والأوراق المالية في السوق .

---

تشمل عضوية السوق ما يلي :-

(١) الشركات المساهمة الكويتية التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام والشركات

المساهمة الكويتية المقفلة التي توافق لجنة السوق على قبول عضويتها في السوق

وتجرى إدارة السوق من وقت لآخر تقييما لأوضاع هذه الشركات ، كما ألزمت هذه

الشركات بعمل ميزانيات نصف سنوية عن نشاطها مدقق عليها من مكاتب تدقيق

محايدة الأمر الذي يمكن من الربط بين السعر السوقي للورقة المالية ومقدار العائد

المتوقع منها ، سعيا للسحد من أنشطة المضاربة .

(٢) الشركات غير الكويتية تدرج أوراقها المالية بعد البحث في مدى جديتها

وسمعتها وقوة مركزها المالي .

(٣) سندات الدين التي تقرر لجنة السوق قبول التعامل بها الصادرة عن البنوك أو الحكومة

الكويتية أو إحدى الهيئات والمؤسسات العامة بالكويت .

ثالثا : نظام الوساطة في السوق .

- لا يجوز تداول الأوراق المالية المقبولة والمقيدة في السوق إلا من خلال وسيط مقيد لدى السوق . وتقتصر عمليات الوساطة في السوق على الشركات المرخص لها بذلك . وتنوب الشركة عنها شخص يسمى ممثل الوسيط يعاونه شخص يسمى معاون الوسيط . ويشترط في الشركة التي يرخص لها القيام بأعمال الوساطة ما يلي :-
- ١ - أن تكون الشركة شركة مساهمة كويتية أو ذات مسئولية محدودة ، وأن يكون جميع الشركاء فيها من الكويتيين
  - ٢ - أن يقوم بأعمال الوساطة كويتيون حاصلون على مؤهل علمي لا يقل عن الثانوية العامة أو ما يعادلها ، ولديهم خبرة سابقة في المسائل المالية والتجارية .
  - ٣ - ألا يكون قد أعلن عن إفلاس مديرها أو الشركاء المفوضين بإدارتها أو أحد القائمين بأعمال الوساطة فيها ، أو أن يكون حكم على أحدهم بعقوبة جنائية ، أو بعقوبة مقيدة للحرية في جريمة مخلة بالشرف والأمانة ما لم يكن قد رد إليه اعتباره .
  - ٤ - ألا يقل رأسمالها المدفوع عن القيمة التي تحددها لجنة السوق ، وأن تقدم كفاً لـ مصرفية سارية المفعول بهذه القيمة (١) . وقد حددت لجنة السوق هذه الكفاً لـ ب ٢٥٠٠٠٠٠ دينار كويتي .
- ورغبة في استقرار التعامل في السوق فقد نص على أهمية مراعاة ممثلي الوسطاء ومعاونيهم لما يلي :-
- أ - ضرورة تنفيذ جميع الصفقات داخل ردهة التعامل وفي مواعيد الدوام الرسمية المقررة ، والإمتناع عن الوساطة خارج الردهة أو في غير أوقات العمل .
  - ب - لا يجوز لممثل الوسيط أو معاونه أن يجرم أية صفقة لحسابهما أو حساب الشركة التي يعملان بها .
  - ج - عدم القيام بأي عمل من شأنه الإخلال بواجباته كممثل الوسيط في تنفيذ الصفقات لعملائه بأفضل شروط البيع أو الشراء المتاحة .

(١) دراسة الهيئة العربية لضمان الاستثمار وسوق عمان المالي عن الأسواق المالية العربية =

- د - الامتناع عن أى عمل من شأنه الترتيب أو المساهمة فى إيجاد معاملات وهمية لا تؤدي الى انتقال حقيقى للأوراق محسب الصفقة .
- هـ - عدم إفشاء أية معلومات لها صفة السرية تكون قد وصلت إليه بحكم عمله .
- و - يلتزم الوطاء بتقديم كافة البيانات والمعلومات والإحصاءات التى تطلبها منهم إدارة السوق بالشكل وفى المواعيد التى تحددها (١)
- وحتى ديسمبر ١٩٨٤ كانت هناك ١١ شركة واطة تعمل فى السوق وقد قضت لجنة السوق بأن تضمن شركات الوطاء هذه تنفيذ المعاملات التى تتوسط فى إبرامها حتى لا يتعطل تنفيذ المعاملات التى تتم فى السوق ، أو يتحايل عليها ، أو ينكص عن تنفيذها ، ولا شك أن ذلك يحفز الوطاء على التدقيق فى إختيار عملائه ، حتى لا يرجع إليه بقيمة الصفقات التى يتراخون عن تنفيذها . وفى رأى أن هذا الأمر قد يتيح الفرصة للوطاء للعمل لحسابهم بتدبير من يكلفهم بالصفقة ، ثم القيام بتنفيذها لصالحهم بدعوى نكوص العميل . (٢)
- ولقد حددت إدارة السوق للوطاء الدفاتر والسجلات التى يتعين إياها لضبط المعاملات التى يتوسطون فى إبرامها ، وتراجع هذه الدفاتر والسجلات دورياً لضمان إلتزامهم بالأنظمة والقواعد المعمول بها فى السوق . كما عمدت إدارة الدراسات والبحوث الاقتصادية إلى تنظيم دورات الوطاء يشرح لهم فيها مفهوم السوق المالية ودورها ، ويتم تعريفهم خلالها بأهم أسواق الأوراق المالية فى العالم ونظمها ، ثم يوضح لهم فيها أهمية وخطورة الدور الذى يقومون به والقواعد التى تحكم أداءهم . (٣)

---

= المرجع السابق ص ٢٧٧ .

(٢) القوانين والمراسيم والقرارات الوزارية لسوق الكويت للأوراق المالية ، المرجع السابق ص ١٥٦

(٢) لتفادى مثل هذا الإشكال يمكن وضع قيود وجزاءات فى حق من يمتنع من العملاء عن إكمال إجراءات عقد الصفقة تتدرج من الغرامة إلى المنع من التعامل فى السوق .

(٣) راجع ، إنجازات سوق الكويت للأوراق المالية خلال عام من إنشائه ، ص ١٠ .

#### رابعاً : نظم التداول :

كان نظام التداول السائد في سوق الكويت في المراحل السابقة هو نظام المفاوضة (( نظام زبون لزبون )) حيث كان يتفاوض البائع والمشتري أو من يمثلهما على سعر وكمية الصفقة إلى أن يتم الاتفاق بينهما ثم يقوم البائع أو وسيطه بتحويل ملكية الأسهم ويستلم من المشتري أو وسيطه ثمن الصفقة . ولا يتحمل الوسطاء أية مسئولية في إتمام الصفقة في حالة نكوص أحد المتعاملين أو تأخره في تدديد الثمن أو تسليم السلعة ، ومن عيوب هذا النظام :-

١ - معظم صفقات البيع والشراء لا تتم في صالة السوق وإنما تتم في مكاتب الدلالين أو بين العملاء ، سواء داخل السوق أو خارجه ، ونتيجة لذلك يمثل كل دلال أو مكتب مسرة سوقاً قائماً بذاته له عرضه وطلبه الخاص به ، مما يؤدي إلى تجزئة السوق ، وتجعله لا يعكس بواقعية الطلب والعرض الكليين للأوراق المالية (١) .

ب - أدى ذلك النظام في ظل ضعف الرقابة ونقص التشريعات إلى تحويل السوق الكويتية إلى سوق مضاربة ، وذلك لأن هذا النظام يوفر حرية مطلقة لتغيير الأسعار دون ضابط ولتسجيل الصفقات الوهمية ، ولسيطرة مجموعة من كبار التجار المضاربين على السوق .

تلافياً لنظام عيوب المفاوضة ، ومن أجل ضمان سلامة المعاملات ودقتها ، ورغبة في توفير أكبر قدر من العلانية عن اتجاهات التداول في السوق وعن الكميات والأسعار قررت إدارة السوق اختيار نظام المزايمة المكتوبة لتطبيقه في سوق الكويت للأوراق المالية ، وذلك بعد دراسة على الطبيعة أجرتها إدارة السوق وفق نظم التداول في أسواق أسيوية وأوروبية وعربية . ويتم التعامل بهذا النظام من خلال تسجيل أسعار الطلبات والعروض على اللوحات في قاعة التداول ويتم التزايد بين الوسطاء إلى أن يتم التوافق بينهم . وتقضى أنظمة التداول بأن يتم تغيير سعر الفتح للسهم بنسبة محددة عن سعر الأقفال ، ويستمر التغيير في سعر

(١) د صغفركيبي ، نظام التداول الحالي والأنظمة البديلة الأخرى . منشورات سوق الكويت

السهم بنسبة ثابتة صعودا أو هبوطا . (١)

هذا وقد تم في سبتمبر ١٩٨٦ افتتاح القاعة الألكترونية الجديدة للتداول والتي تسم

تصميمها بشكل يسهل التداول ويوفر العلانية ، وتم تزويدها بأحدث وسائل الاتصال .

خامسا : نظم إشهار المعلومات .

ان نمو أية سوق مالية رهن بمدى توافر البيانات والمعلومات الضرورية والقدرة على  
على تصنيفها ودراستها وتحليلها ، ولأن سوق الأوراق المالية في الكويت عازمت على تصحيح  
مارها لتصبح سوقا تنموية تكفل إبرام المعاملات الحقيقية ، فقد اهتمت بأمر تجميع  
المعلومات وإشهارها ، وندلل على ذلك الاهتمام بالشواهد التالية :-

١ - قامت إدارة السوق بوضع نظام يكفل متابعة وتحليل تحركات أسعار الأوراق المالية

المتداولة في السوق ، والتغيرات في حجم التداول ، وتقييمها واستخلاص النتائج  
المرتتبة عليها ، بحيث تتاح لكل مستثمر الفرصة في الحصول على المعلومات التي  
يحتاجها بنفس المستوى وفي وقت واحد .

٢ - قامت إدارة السوق بتجميع البيانات الاقتصادية عن الشركات الأعضاء في السوق ، وأعدت

دراسة تفصيلية عن ميزانياتها وتحليلها وإبراز النتائج المترتبة على ذلك في  
صورة نشرات قامت بتوزيعها على المتعاملين وسيتوالى هذا العمل بشكل دوري .

٣ - قامت إدارة السوق بالاشتراك مع معهد الكويت للأبحاث العلمية بتصميم نماذج لتفريغ

المعلومات الأساسية عن الشركات التي يتم تداول أسهمها في السوق ، وكذلك إعداد  
نماذج لمؤشرات الأسعار ومقارنتها بربحية الأسهم المحققة والموزعة وذلك على  
مستوى الشركات وقطاعات الاستثمار .

٤ - بناء على الخطوات السابقة قامت إدارة السوق بإعداد وطباعة دليل المستثمر لمختلف

القطاعات الاقتصادية ، وتم توزيعه على مختلف الجهات ذات العلاقة .

(١) د صغق الركبي ، محاضرات دورة تدريب الوسطاء المرجع السابق ص ٧ .

٥ - تصدر إدارة السوق نشرة يومية أو تقريراً أسبوعياً مفصلاً عن نشاط السوق واتجاهات الأسعار فيه ، وبعض المعلومات الأساسية عن الشركات ، وتقوم بتوزيع هذا التقرير على المتعاملين ، كما تقوم بنشره في المحف اليومية ومختلف وسائل الإعلام .

٦ - أوفدت إدارة السوق بعثة إلى لندن للتدريب على تشغيل وصيانة أجهزة حاسب إلى متقدمة وذلك لغرض وضع نظام للمعلومات يتيح حفظ المعلومات الأساسية عن نشاط السوق والشركات وأبنا ، مختلف القطاعات الاقتصادية ، يمكن الرجوع إليها والإفادة منها عند الحاجة . (١)

سادساً : الإفصاح المالي ومراقبة الحسابات .

- 
- للتقارير المحاسبية تأثير مهم في اتخاذ القرارات بشأن تداول الأوراق المالية ، وقد اهتمت إدارة سوق الكويت للأوراق المالية بهذا الجانب ، فسمت في ديسمبر ١٩٨٤ بالتعاون مع مدققي الحسابات والمختصين إلى اعتماد أهداف التقارير المالية الواجب أخذها في الاعتبار عند إعداد القوائم المالية وتقديمها ، وأتفق على أن من أهمها ما يلي :-
- ١ - ضرورة أن توفر التقارير المالية بيانات صحيحة عن موارد الشركة والتزاماتها .
  - ٢ - يجب أن توفر التقارير المالية بيانات صحيحة ومفصلة عن إيرادات الشركة ومصروفاتها مع ضرورة بيان كيفية توزيع الأرباح بعد اقتطاع الاحتياطات والمخصصات .
  - ٣ - من أجل أن توفر التقارير المالية البيانات المحاسبية والمالية ذات الأثر المحتمل على

---

(١) إنجازات سوق الكويت للأوراق المالية ، المرجع السابق ص ١٢ ، ١٥ .

تداول إصدارات الشركة في سوق الأوراق المالية ، إتفق على تحديد القواعد التالية

التي يجب اتباعها من قبل مدققي الحسابات وهي :-

أ - الثبات والتوحيد في شكل القوائم المالية المطلوبة وتسهيل المقارنة بينها .

ب - أن تكون القوائم المالية المطلوبة حاليا هي الميزانية العمومية وحساب الأرباح

والخسائر وبيان توزيع الأرباح .

ج - ضرورة توضيح السياسة المحاسبية المتبعة ووضع بنود تفسير .

د - يجب عمل إيضاحات تشمل القيود المفروضة على التصرف في الأصول ، والضمانات المعطاه

على الخصوم ، وأسابيب المخصصات الخاصة بالمعاشات أو التقاعد والمبالغ المربوطة

لمماريف رأسمالية مستقبلية . (١)

وفي خطوة أكثر تقدما شكلت بقرار من مدير سوق الكويت للأوراق المالية لجنة وضعت

قواعد وإجراءات المراجعة الموحدة مهمتها تنحصر في :-

أ - تطوير معايير عامة للمراجعة (٢) في الكويت .

ب - تحديد الإجراءات العملية اللازمة لضمان مستوى جيد من الممارسات الحسابية المهنية .

واستطاعت اللجنة إنجاز أوراق العمل التالية .

١ - معايير المراجعة العامة .

٢ - إجراءات مراجعة الأصول الثابتة .

٣ - إجراءات مراجعة الإيرادات .

٤ - إجراءات مراجعة الموجبات المتداولة . (٣)

---

(١) دراسة المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وسوق عمان المالي ، المرجع السابق ص ٢٨٢ ، ٢٨٣

(٢) المراجعة هي عملية تقييم تؤدي بواسطة محاسب مستقل ومؤهل مهنيا وقانونيا بهدف إعطاء

رأى يتعلق بمدى صحة القوائم المالية المنشورة للعامة .

(٣) مثل النقدية في الصندوق ، النقد في البنوك ، الودائع لأجل .





وإذا كان هناك من تعليق على ما تقدم فهو ينحصر في :-

- أ - يمكن أن يكون قرار هذه اللجنة نهائياً بخصوص ما يترتب عليه من إجراءات داخل السوق ، إلا أنه وفقاً للضمانات التي يكفلها القانون للأفراد فلكل متعامل الحق في أن يستأنف قرار اللجنة بل ويقاضيها على جميع المستويات المتاحة .
- ب - نسبة لأن مهمة هذه اللجنة قضائية ، وأن قرارها يصدر بالأغلبية ، فأرى أنه من الإنصاف زيادة عدد رجال القضاء على بقية أعضاء اللجنة ، ويمكن أن يكون هؤلاء القضاة من المتخصصين في القانون التجاري أو المدني إذ أنه ليس من الإنصاف أن يتفوق رأي أعضاء لجنة السوق على رأي متخصص في القانون لمجرد أن القرار لا بد وأن يصدر بالأغلبية

هذا وقد قام مكتب التحكيم مزود بالعدد المطلوب من الموظفين الفنيين والإداريين بمباشرة مهمة تلقي المنازعات والقيام بالتحريات اللازمة ودفعها للجنة التحكيم ، ومتابعة تنفيذ قراراتها .

كما نص مرسوم تنظيم سوق الكويت للأوراق المالية على أن يكون للسوق لجنة تأديب تتولى الفصل فيما ينسب للشركاء والوسطاء من مخالفات لقواعد تنظيم العمل بالسوق . أو القيام بأعمال تؤثر سلباً على سير العمل في السوق أو تتعارض وأصول مهنة الوساطة وقد صدر لتنفيذ هذا الجانب من المرسوم القرار رقم ٣ لسنة ١٩٨٤ ، والذي نص كذلك على إنشاء مجلس تأديب استثنائي مهمته الفصل في القرارات التأديبية المستأنف عليها . (١)

وفي رأي أن هذا تسويزع للجهد والإختصاصات إذ يكفي أن يكون هناك مكتب قانوني واحد مزود بكل الإمكانيات البشرية والمادية المطلوبة ، يتولى كل المسائل التي لها صيغة

---

(١) إنجازات سوق الكويت للأوراق المالية ، المرجع السابق ص ١٤ ، ١٥ .

قانونية أو قضائية سواء تعلقت باختلافات المتعاملين أو مخالفات الوسطاء وغيرهم .  
 وفي ختام حديثنا عن السوق الثانوية بعد عام ١٩٨٣ يجدر بنا أن نبين عدد ومبلغ تداول الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية منذ عام ١٩٨٣ وحتى عام ١٩٨٧ حتى يمكن أن نتبين مدى ترجمة الأهداف والهيكل التي أشرنا إليها في جذب المدخزين نحو السوق

## جدول رقم ( ٤ )

جدول يوضح عدد الأسهم ومبلغ التداول في سوق الكويت للأوراق المالية

بين ١٩٨٣ - ١٩٨٧ م

المصدر : سوق الكويت للأوراق المالية

السنة	عدد الأسهم ومبلغ التداول	عدد الأسهم بالمليون سهم	مبلغ التداول بالألف دينار كويتي
١٩٨٣		٧٤٥١٢,٢٩٧	٥١٩,٢٨٧
١٩٨٤		٧٠٠,١٩٤٢٦	١١٦,٨٥٥
١٩٨٥		١٧٩,٣٢٩,٩٩٠	١١٦,٢٥٧
١٩٨٦		١٥١٩,٩٦٨,٤٠٧	٤١٠,٤١٣
١٩٨٧		٣٨,٠٨٦,٩٩,٩٥٧	٤٨٣,٤٨٨

ونلاحظ من الجدول رقم ( ٤ ) أن التداول قد انخفض في بداية هذه الفترة عن التداول في ١٩٨١ و ١٩٨٢ . (١) ويبدو أن مرد ذلك ترقب وحذر طبيعيين انتظارا لما يسفر عنه السوق من خلال

(١) انظر ص ٣٢١ من هذا البحث .

إعادة ترتيبه • وإبتداءً من عام ١٩٨٥ بدأ السوق يزدهر وبدأ حجم ومبلغ التداول (١) يرتفعان في ثقة واستجابة لدواعي الاستثمار الحقيقي لحدٍ ما •

المطلب الخامس : السوق الثانوية للسندات •

ذكرنا ونحن بصدد الحديث عن السوق الأولية للسندات أن أول إصدار كان عام ١٩٦٨ لصالح البنك الدولي للإنشاء والتعمير ، تبعه طرح إثني عشر إصداراً خلال الفترة من ١٩٦٨ - ١٩٧٤ ، إلا أنه لم يتم أي تداول عليها بل اعتبر اقتنائها من قبل المؤسسات المستثمرة بمثابة محفظة استثمارية لحين الاستحقاق ، ويرجع ذلك بالأساس إلى عدم وجود سوق ثانوية للسندات • ومن أجل تطوير وتنمية حركة التداول في السوق الثانوية للسندات ، تم تأسيس الشركة العربية لتداول الأوراق المالية في ١٩٧٧ م التي عملت كمانعة سوق وبدأت في نشر أسعار بيع وشراء السندات الأمر الذي أدى إلى تداول سندات بقيمة قدرها ٨٥ مليون دينار كويتي في عام ١٩٧٧ نفسه • (٢)

ولقد بقي تداول السندات في السوق الثانوية محدوداً وذلك لعدة عوامل منها :-

١ - تقلبات أسعار الفائدة النقدية إذ أن ارتفاع أسعار الفائدة في السوق النقدية يؤدي

• لانخفاض أسعار السندات

٢ - تأثير السوق الثانوية بالركود في سوق الإصدار فيما بين ١٩٧٩ - ١٩٨٠ إثر تقييد

• الاقتراض للأجانب •

٣ - تفضيل كثير من حائزي السندات الاحتفاظ بها لارتفاع عائدها مقارنة بالفوائد

المصرفية (٣)

(١) نوكد على ماسبق أن أشرنا أن معدل التداول لا يعتبر عندنا معياراً أساسياً لنجاح السوق المالية ، بل نحن نريد من السوق الأولية وهي سوق الإصدار صاحبة دور أساسي في السوق •

(٢) دراسة هيئة ضمان الاستثمار وسوق عمان المالي المرجع السابق ص ٢٧٠ •

(٣) فهد بدر الكحيلان ، سوق السندات الكويتي ومراحل تطوره ص ١١ - ١٤ •

ويبين الجدول التالي حجم تداول السندات في السوق الثانوية حتى ١٩٨٣ م :

جدول رقم ( ٥ )

جدول يوضح حجم تداول السندات مقوماً بالدينار الكويتي

في السوق الثانوية ( بملايين الدينانير )

المصدر : تقارير البنك المركزي الكويتي (١)

السنة	حجم التداول
١٩٧٧	٨٥
١٩٧٨	١٤٠
١٩٧٩	٩٠
١٩٨٠	٤٣
١٩٨١	١٠٦
١٩٨٢	١٢٥
١٩٨٣	١٤٢

واهتماماً بأمر إدراج وتداول السندات في سوق الكويت للأوراق المالية صدر القرار رقم ٤ لسنة ١٩٨٥ بشأن قواعد إدراج وتداول الأوراق المالية ، والذي حدد السندات التي يجوز تداولها كما يلي :-

(١) دراسة الهيئة العربية لضمان الاستثمار وسوق عمان المالي ، المرجع السابق ص ٢٧٠

- ١ - السندات المادرة عن حكومة الكويت أو احدى الهيئات أو المؤسسات العامة .
- ٢ - السندات المادرة عن الشركات المساهمة الكويتية .
- ٣ - السندات التي تدير إصداراتها شركات كويتية لحساب جهات أجنبية إذا توفرت الشروط

التالية :-

- أ - أن تكون هذه السندات مقبولة لدى السوق .
- ب - أن يكون وكيل الدفع الرئيسي لها شركة كويتية مساهمة .
- ج - أن تكون مسجلة في سوق مالية عالمية أخرى تقبل بها لجنة السوق (١) .

---

(١) القوانين والمراسيم والقرارات الوزارية لسوق الكويت للأوراق المالية ، المرجع السابق ص ١٩٦

الفصل الثالث

سلبات وإيجابيات أسواق الأوراق المالية القائمة

فى العالم الإسلامى

### الفصل الثالث

## سلبيات وإيجابيات أسواق الأوراق المالية القائمة في العالم الإسلامي

مقدمة :

سنعرض في هذا الجزء من البحث وبصورة عامة وإجمالية أهم ملامح وسمات أسواق الأوراق المالية القائمة في العالم الإسلامي ، حيث لا يتسع المجال للتطرق إلى التفاصيل الخاصة بالواقع التشريعي والتنظيمي وأوضاع التعامل في كل سوق من أسواق الأوراق المالية في البلاد الإسلامية على انفراد .

ومضمون هذا الاستعراض متوحي بصورة رئيسية من واقع أسواق الأوراق المالية التي اكتمل جهازها التنظيمي والتشريعي ويجرى فيها تداول الأوراق المالية بصورة منظمة ، وقد حاولنا أن نعبر كل واحدة من ملاحظتنا عن إتجاه عام ينتظم معظم أو كل الأسواق القائمة ، والا تكون مجرد ملاحظات محدودة عن واقع سوق معين .

ونركز في تحليلنا هذا لأهم السلبيات التي تقعد بهذه الأسواق عن أداء دورها المطلوب منها ليس فقط لأنها الأظهر ، ولكن لوضعها في الحسبان ونحن نرسم السياسات ونقترح المعالجات حتى تقوم سوق أوراق مالية إسلامية مبرأة من تلك السلبيات . وسنتعرض لاحقاً لأهم إيجابيات هذه الأسواق والتي يمكن البناء عليها حتى تنشأ السوق التي نشتد (١) .

---

(١) أود أن أشير إلى أن معظم المعلومات عن أسواق الأوراق المالية في البلاد الإسلامية متمدة من الجزء العربي منها لتوافر المعلومات نسبياً ولقطعها مرحلة لا بأس بها من التطور كما أن الهياكل المالية في معظم الدول الإسلامية العربية منها وغير العربية تتشابه إلى حد بعيد .

## المبحث الأول

### سلبيات أسواق الأوراق المالية القائمة في البلاد الإسلامية

- يمكن حصر أهم سلبيات أسواق الأوراق المالية القائمة في البلاد الإسلامية في الآتي :-
- ١ - نشأتها اعتمادا على المنهج الرأسمالي الربوي .
  - ٢ - ارتباطها و تكاملها مع الأسواق المالية الغربية .
  - ٣ - عدم مشاركتها بأعباء واضحة في إحداث التنمية الاقتصادية ورفع معدلات الناتج القومي ، وعدم تشجيعها إصدار وتداول الأصول المالية المنتجة .
  - ٤ - انعدام الإنسجام بين طبيعة الطلب على الأموال وشروط عرضها .
  - ٥ - ضيق أسواق الأوراق المالية في البلاد الإسلامية وموسمية التعامل فيها .
  - ٦ - بعض السلبيات الموجودة في التشريعات المحلية المنظمة لنشاط سوق الأوراق المالية
  - ٧ - تطفل نشاط المضاربة على معاملات السوق الحقيقية .
  - ٨ - ضعف ونقص الأجهزة والمؤسسات القائمة على نشاط الوساطة المالية .
  - ٩ - نقص المعلومات وقصور أجهزة تجميعها .
  - ١٠ - ارتفاع تكلفة الاستثمار .
  - ١١ - تعاظم دور الحكومات ومؤسسات التمويل الإقليمية في تمويل المشروعات على حساب الأسواق المالية .

المطلب الأول : نشأتها اعتمادا على المنهج الرأسمالي الربوي .

نشأت أسواق الأوراق المالية في البلاد الإسلامية من قبل أن تلوح في الأفق أية بوادر تضبط حركة النشاط الاقتصادي بالمعايير الإسلامية الشرعية . لذا فإن التجربة هي انعكاس للنموذج الغربي الرأسمالي دون تطويع له لكي يلائم الظروف الاقتصادية والاجتماعية للدول الإسلامية



ومعتقدات سكانها • ولذلك فإنه ليس غريباً أن تكون الجاليات والمواطنون غير المسلمين هم أول من اندفع نحو أسواق الأوراق المالية في طور نشأتها الأولى ، بينما ظلت الغالبية تمارس نشاطها الإقتصادي بعيداً عنها متجاهلة لها أو متشككة فيها • هذا الوضع جعل معاملات أسواق الأوراق المالية تزداد التماقياً بالمنهج الرأسمالي وبالنشاط الربوي • ولذا فقد نشأت هذه الأسواق في غياب كامل لمنهج ذاتي يحميها من أي خلل قد تتعرض لها نتيجة اختلاف البيئة والمعتقد •

ولذلك فإنه ليس غريباً أن تكون أهم السلبات التي صاحبت نشاط أسواق الأوراق المالية في البلاد الإسلامية هي نتاج كامل عن مفارقة المنهج الإسلامي للاستثمار ، وأدلل على هذا القول بما يلي :-

١ - ان من أكبر عيوب ونقائص أسواق الأوراق المالية في البلاد الإسلامية هو تكاملها وارتباطها بل وتبعيتها لأسواق المال الغربية ، فهل كان سوف يحدث مثل هذا الارتباط لولا أن النموذج الربوي هو الذي يحكم مسار النشاط الإقتصادي في العالم الغربي والإسلامي على السواء ؟ ولولا أن الصبغ الاستثمارية والسياسات المصرفية هي نفسها ؟ وهل كان بالإمكان أن تنساب الأموال بين أسواق الدول الإسلامية والغربية لولا تشابه أدوات السوق المالية من سندات وشهادات إيداع وقروض مشتركة ؟

٢ - بالنظر في أحد التقارير الاقتصادية لإحدى المؤسسات المالية في إحدى الدول الإسلامية والذي يقول :-

(( شهدت التدفقات الإقراضية زيادة ملحوظة واتصفت بما يلي :-

أ - ازدياد مشاركة المؤسسات المالية العربية في الإقراض على الصعيد الدولي

عموماً ، ولصالح المقترضين العرب بصفة خاصة •

ب - ازدياد مشاركة المؤسسات المالية العربية في إصدار السندات الدولية (( (1)

يمكن ملاحظة أن اعتماد هذه المؤسسات لأللوب التمويل الإقراضى الربوى منع من ممارسة أللوب الإستثمار المباشر ذى الوفورات والبعائد الأكبر ، وذى الدور المهم فى توسيع قاعدة السوق الأولية • كما ساهم بشكل مباشر فى تدفق مال المسلمين إلى خارج المنطقة رغم حاجتها إليه لتعيد الأسواق الدولية إقراضه إلى البلدان النامية • مما يعنى تنشيطا لتلك الأسواق ، ورفنا للأسواق المحلية فى أن تظل مجرد وسيط بعمولة بين الأسواق الدولية والمقرضين والمقترضين المحليين •

٣ - أثبت واقع بعض أسواق الأوراق المالية فى البلاد الإسلامية أن المضاربة تعد واحدة من أخطر مهددات انتظام التعامل فى سوق الأوراق المالية ، واستقرار النشاط الاقتصادى بصفة عامة • ويشور التساؤل هنا هل كانت المضاربة سوف تشكل نشاطا من أنشطة سوق تتعامل وفق منهج يتبعدها تماما من معاملات السوق ، وبحول بتشريعاته ولوائحه دون تطفلها على نشاط السوق ؟

والشىء المزعج أنه رغم أن النشاط الربوى قد فتح الباب لتقايا للتبعية للأسواق المالية الغربية وجلب أمراضها المتمثلة فى المضاربة والاحتكارات ٠٠٠٠ الخ إلا أن معظم الدراسات التى استهدفت تطوير التعامل فى أسواق الأوراق المالية أعطى الأدوات الربوية دورا مؤثرا فى هذا المجال ، رغم أن الاعتبارات الاقتصادية المحضة تغلبت بإنشاء أدوات الملكية والمساهمة فى رأس مال المشاريع ويتضح إبراز دور الأدوات الربوية من خلال بعض الإقتراحات مثل محاولات إبتكار وترويج سندات محلية بالعملات الأوربية

(1) حكمت شريف ، تطوير وتكامل الأسواق المالية العربية ، دراسة مقدمة لندوة آفاق التطورات النقدية الدولية والتعاون النقدى العربى خلال الثمانينات ، عمان ١٤ - ١٦ يناير ١٩٨٤ ص ٥ •

وشهادات إيداع وقروض مصرفية ٠٠٠٠ الخ وإعطاء هذا الجانب زخماً إعلامياً هائلاً لا تسنده أية اعتبارات اقتصادية جدية ، رغم أن دورها ينحصر فقط في خلق ربط بين الأدوات المتداولة في السوق النقدية والسوق المالية من جانب ، وخلق رابطة بين الأسواق الدولية والمحلية من جانب آخر ، حتى يتأمن تدوير الأرصدة النقدية في الأسواق الدولية دون أية عقبات فنية أو إجرائية ، الأمر الذي شكل تناقضاً بين أهداف السياسات الاقتصادية في التنمية وممارسات الأجهزة المالية أسيرة الشكل الغربي في أداؤها لمهامها .

٤ - ان التعامل الآجل في الأوراق المالية يستهدف أساساً عمليات المضاربة السعودية أو النزولية وهي - أي المضاربة - نشاط معترف به في النموذج الرأسمالي الغربي ولا يتصادم مع أي من جزئياته . وقد أدى نقل هذا النشاط إلى الأسواق المحلية إلى تأثيرات سلبية حادة عليها ، فضلاً عن عدم صحته شرعاً ، ورغم ذلك فإن بعض المقترحات المقدمة لتطوير بعض الأسواق في الدول الإسلامية كالكويت ومصر تعد بإعادة التعامل الآجل إلى أسواق الأوراق المالية في البلاد الإسلامية دون تعضيد لهذه الدعوى بإثار اقتصادية إيجابية وتنموية لهذا النوع من التعامل ، وواضح أن المقصود هو مجرد إعادة شكل من أشكال التعامل الرأسمالي حتى يكتمل الإطار الرأسمالي للأسواق المحلية .

ونختم الحديث في هذا الجانب بالقول إن إنشاء أسواق أوراق مالية في البلاد الإسلامية يجب أن يقترن بفلسفة وفكر يوضح الهدف من قيامها ، ولا بد من تطوير منهج عملي لتحقيق تلك الأهداف وجعل أعمال السوق تابعة من معتقداتنا وملائمة للظروف الاقتصادية والاجتماعية التي نمر بها ولا يجب أن يكون إنشاء مثل هذه الأسواق مجرد استعارة شكل من أشكال النشاط الاقتصادي الغربي دون وعى كامل بضرورة تطويعه لخدمنا بفاعلية ، وهو أمر يبدو أن أسواق

الأوراق المالية في البلاد الإسلامية لم تعبه حتى الآن !

المطلب الثاني : ارتباط وتكامل أسواق الأوراق المالية في البلاد الإسلامية مع الأسواق  
المالية الغربية .

مقدمة -

ان التطور الطبيعي لكل سوق من أسواق الأوراق المالية يقضى بأن تنشأ هذه الأسواق محلية ثم تنتقل لأن تصبح سوقا إقليمية ، وبعد أن يركز بنائها على أسس سليمة وثابته ومستقرة يمكن أن تخطو خطوات متوازنة لأن تصبح سوقا دولية أو عالمية .

إلا أن عدم التزام أسواق الأوراق المالية في البلاد الإسلامية بهذه الخطوات المتدرجة جعلها ترتبط وتتكامل مع الأسواق الدولية قبل أن تستبين خصائصها وملامحها الذاتية ، فأفضى ذلك الترابط والتكامل إلى تبعية شبه مطلقة للأسواق المالية الدولية في المنهج والهيكل والأدوات ، أدت بدورها إلى تكريس التبعية الاقتصادية والمالية للدول الغربية .

هذا الوضع جعل الكتاب والمختصين يعتبرون أن وضع أسواق الأوراق المالية في البلاد الإسلامية والتي تعتبر نشطة إلى حد ما ، إنما نتج عن إتاحة الفرصة لها لتتكامل مع الخارج ، ولإتجاهها بصورة رئيسية إلى الأسواق الغربية ، ولترك الحرية للممارف الأجنبية للتمركز فيها والقيام بنشاطها دون قيود تذكر ، ولم يأت ذلك النشاط النسبي نتيجة لمقومات ذاتية في الهيكل المالي لتلك الأسواق .

ولذلك فقد قم بعض الكتاب أسواق الأوراق المالية القائمة في البلاد الإسلامية إلى ثلاث أقسام ، إستوعب القيمان الأولان منهما معظم أسواق الأوراق المالية التي تعتبر نشطة إلى حد ما ، وهذه الأقسام هي :-

أ - أسواق تعمل على تصدير المال من الداخل إلى الخارج :

وأفضل مثال لهذا النوع من الأسواق هو سوق الكويت ، فنظرا للضخامة النسبية لعوائد النفط هناك بالقياس إلى المقدرة المحليه على استيعابها ، تخصص سوق الكويت المالي

في اجتذاب الأموال المحلية وتمديرها على شكل استثمارات مختلفة لصالح جهات أجنبية

ب - أسواق تعمل من الخارج إلى الخارج .

---

وتعتبر كل من البحرين ولبنان أمثلة واضحة لمثل هذه الأسواق ، ففي البحرين سمح منذ ١٩٧٥ بإنشاء وحدات مصرفية خارجية يسمح لها بمزاولة كافة الأعمال المصرفية الخارجية خارج حدود البحرين ، وسمح لها كذلك بمزاولة الأعمال المصرفية مع عملاء ومؤسسات داخل البحرين يكتسبون وضع الأشخاص غير المقيمة ، وتعفى هذه الوحدات من الأحكام المتعلقة بالسيولة والاحتياطيات القانونية والتشريعات المصرفية الأخرى التي تفرضها مؤسسة النقد ولا تخضع أرباحها للضرائب . وهكذا يتضح أن هذه الوحدات المصرفية هي جزء من الأسواق المالية الدولية .

ولعبت سوق بيروت دورا مؤثرا في اجتذاب رؤوس الأموال العربية وإعادة استثمارها في أسواق المال العربية وقد ساعدها في ذلك تمتعها بالحرية الاقتصادية التي أكدتها القوانين واللوائح المحلية وحرية القطع الأجنبي ووجود السر المصرفي بالإضافة الى توفر العناصر الفنية المدربة المدربة والمختمة في الشؤون المالية الا ان سوق بيروت بدأ يتراجع منذ منتصف السبعينات نتيجة للاضطرابات السياسية الداخلية وما رافقها من تدنى في مستوى الخدمات بالإضافة الى ظهور مراكز مالية أخرى أضعفت المركز المهم الذي كانت تحتله بيروت في مجال الوساطة المالية .

ج - أسواق تعمل من الخارج إلى الداخل

---

تتخصص هذه الأسواق في استيراد رأس المال الأجنبي واستخدامه مع المدخرات الوطنية في تمويل التنمية الاقتصادية ، وخير نموذج لهذا النوع من الأسواق سوق عمان المالي والسوق

المصرية والتونسية (١) .

ولأن هذا هو الدور الإيجابي فإن النجاح فيه محدود لأنه يتعارض مع رغبة ونوايا الأسواق

الدولية في التعاون مع الأسواق المحلية .

ونناقش فيما يأتي مظاهر التبعية المالية للأسواق الدولية وأسبابها ونتائجها .

أولا : مظاهر تبعية أسواق الأوراق المالية في البلاد الإسلامية للأسواق المالية الدولية .

إضافة إلى ما أوردناه قبل قليل فإن مظاهر تبعية أسواق الأوراق المالية في البلاد الإسلامية

للأسواق المالية الدولية تتمثل في عدد من الشواهد نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر

الشواهد التالية :-

١ - اتباع أسواق الأوراق المالية في البلاد الإسلامية للمنهج الذي قامت عليه الأسواق الدولية

من حيث هيكل السوق ، ونمط إدارته ، ونوع الأوراق المالية المطروحة فيه ، وتركيب

عملياته ..... الخ ، كما سبق توضيحه في الفقرة أولا .

٢ - أثبتت الإحصاءات عن الفترة بين ١٩٧٢ - ١٩٨٣ أن حجم الاقتراض بالنسبة للجانب العربي

فقط من البلاد الإسلامية من الأسواق المالية الدولية لتمويل عجوزات موازين مدفوعاتها

والموازانات العادية والائتمانية وتمويل بعض المشروعات بلغ أكثر من ٤٠ مليار دولار ،

وهذا الرقم لا يشمل الاقتراض العربي قصير الأجل من الأسواق الدولية ، أو تلك القروض

---

(١) أنظر - محمد سعيد النابلسي ، نمو وتكامل الأسواق المالية في العالم العربي ، ورقة عمل

مقدمة إلى إجتماع فريق من الخبراء ، حول أشكال التعاون والتكامل الاقتصادي الممكنة في

غرب اسيا ، بيروت ١٤ - ١٨ ديسمبر ١٩٨١ ص ١١ ، ١٢ .

وانظر الأسواق المالية وتمويل المشروعات ، حلقة عمل تونس ١٦ - ٢١ يونيو ١٩٨٦

منشورات المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ص ٢٥ .

الدولية غير المعلن عنها (١) .

وبالمقابل تقدر الودائع المصرفية التي تعود للحكومات العربية فقط في الأسواق المالية

الدولية في نهاية ١٩٨٢ بحوالى ١٥٠ مليار دولار . (٢)

إذن فإن الأسواق المالية الدولية لم تؤمن فقط إحتياجات المقترضين العرب من الأموال

بسبب أنها كذلك أمنت المنافذ الاستثمارية للقسم الأكبر من الأرصدة المالية العربية

الأمر الذى دعا البعض - ربما سخرية - لأن يسميه (( الأراض العربى - العربى بأللوب الأسواق

الدولية )) . وقد يبدو من السهل للبعض أن يعزى هذا الأمر لضعف أسواق الأوراق المالية

فى العالم العربى ، أو إلى قصور فى التدفقات التى ومن الأسواق الدولية العربية - الخ إلا ان السبب

الرئيسى يعزى إلى حقيقة واضحة وهى أن هذه التدفقات التى ومن الأسواق الدولية تمر أساسا عبر

الأسواق المالية العربية التى صممت أساسا لتلعب هذا الدور بفاعلية ويبرر ذلك ما يلى :-

أ - ان الأسواق التى يهتم بها خبراء الغرب وكثير من اقصادى المنطقة هى أسواق بلاد تتمتع

بفائض نقدى بينما لا تجد أسواق دول العجز نفس الاهتمام .

ب - ان الأدوات التى يجرى تطويرها والاهتمام بها هى مختلف أنواع السندات التى تنفذ

السوق الدولية ، فى حين أن الأدوات المالية المحتاج إليها ليناب المال داخل المنطقة

هى أدوات الملكية والمشاركة .

من ذلك يتضح أن المراد من الأسواق المالية المحلية مجرد أن تكون تابع يلى رغبات وحاجات

التعامل فى الأسواق الدولية ، وتتخذ المحاولات المبذولة من أجل الإبقاء على هذه التبعية

---

(١) كثير من شروط وتفاصيل القروض الممنوحة فى السوق الدولية ولأسباب متعددة تحظى بقدر من

التكتم والسرية وبالتالي لا يتم إعلانه عنها ، وغالبا ما يكون ذلك بناء على رغبة المقترض

العربى نفسه .

(٢) الإحصاءات من :-

حكمت شريف ، تطوير وتكامل الأسواق المالية العربية ، المرجع السابق ص ١٠

حلقة الأسواق المالية وتمويل المشروعات ، المرجع السابق ، ص ١٢

شكل البرامج الفنية والعلمية ، ومؤتمرات لتطوير أدوات التعامل المالي ، وسمنارات تعقد للتعاون الجماعي والشدائي بين بعض الأسواق المالية في العالم الإسلامي والأسواق الدولية ٠٠٠٠ الخ بالطبع لا يمكن لمتبصر أن يعترض على هذه الشعارات العامة ، ولكن حتى يكون هناك تعامل

بين أطراف مختلفة يقتضى الأمر درجة من الندية في التعامل ، وتشابه في خصائص الهياكل المالية ، وتوافقا بين الأهداف ٠٠٠٠٠ الخ . إلا أن هذه العوامل المطلوبة تكاد تكون مفقودة فعلى أي أساس ولأى غاية يزداد الترابط والتكامل بين أسواق الدول الإسلامية والأسواق الدولية ٣ - ومن مظاهر تبعية الأسواق المالية في البلاد الإسلامية للأسواق الدولية وجود نصوص مثل (( وجوب قابلية السندات المالية للتداول في سوق عالمية لأخذها بعين الاعتبار عند احتساب نسبة السيولة القانونية ولقيدها كرهن في مقابل التسهيلات المالية من اللطات النقدية )) (١) كما جاء في قرار لجنة السوق الكويتي للأوراق المالية (( حتى يمكن إدراج وتداول السندات الأجنبية في سوق الكويت المالي ، لا بد أن تكون هذه السندات مسجلة في سوق مالية عالمية أخرى وأن تظل مسجلة فيها )) (٢) -

ثانيا : أسباب تبعية أسواق الأوراق المالية في البلاد الإسلامية للأسواق المالية الدولية .

هناك عدة أسباب تجر تبعية أسواق الأوراق المالية في البلاد الإسلامية لأسواق المال الدولية يمكن اختصار أهمها في العوامل التالية :-

١ - عندما بدأت الفوائض المالية تتراكم لدى بعض الدول النفطية ، نشأ في نفس الوقت وهم مفاده أن أمر حسن تدبير واستثمار هذه الفوائض الماليه فن لا تتقنه سوى المؤسسات المالية الغربية العملاقة . ولقد صاحب هذا الشعور النفسى أسطورة إعلامية أخرى خلقها وروج لها الإعلام والاقتصاد الغربيان ، وهي أن هذه الفوائض أصبحت مشكلة دولية تهدد استقرار النظام النقدي العالمي ، وذلك من أجل تعميق شعور أصحاب هذه الفوائض بأن هناك مشكلة تفوق قدرتها الفنية ، ولا حل لها إلا عن طريق البلدان الصناعية ذات الخبرة المالية والاقتصادية خاصة وأن ضخامة تراكم الأموال هذه - حسب إدعاء الأوساط المالية الدولية - تفوق قدرة الأمة الإسلامية

(١) جورج قرم ، الاقتصاد العربي امام التحدي ، دار الطليعة بيروت ط ١ ١٩٧٧ م ص ١٠٤ .  
(٢) القوانين والقرارات والمراسيم المتعلقة بسوق الكويت للأوراق المالية ، المرجع السابق ص ١٩٦ .



بأجمعها على إستيعاب هذه الأموال ، فيستحسن في هذه الحالة أن يتم تدبير واستثمار هذا الفائض بما في ذلك اختيار مجالات الإستثمار وأشكاله ومحلّه ، على يد خبراء ، في الأمور المالية ، وبهذا النوع من التفكير نرى بعض هذه الأموال مولت بطريقة أو أخرى تطوير برامج لتنويع مصادر الطاقة في العالم وذلك على حساب الثروة الأساسية لأصحاب هذه الفوائض (١) .

وهكذا مع بداية تأسيس هيكلنا المالية بما فيها أسواق الأوراق المالية فقدنا ثقتنا في أنفسنا وفي قدرتنا على إدارة هذه الأموال ، ونشأت أسواق الأوراق المالية لدينا في هذا الإطار من عدم الثقة فكان من الطبيعي أن تترى في الأسواق المالية نموذجا يحتذى ومثالا تسعى إليه، ونشأت بالتالي خطوات لإرتباط والتكامل إلى أن صارت تبعية بمعنى أو بآخر .

ب - إلى جانب الشعور النفسى الذى ذكرناه كانت هناك نواقص موجودة فى المقومات الأساسية لأسواق الأوراق المالية فى البلاد الإسلامية . فقد كانت هذه الأسواق حقيقة ضيقة لم تبتكر من الأدوات والأساليب ما يجعلها تستوعب كل الموارد المالية المتاحة ، ولذلك فإنه لم يسك مستغريا أن أول قانون صدر لتنظيم سوق الأوراق المالية بالكويت فى عام ١٩٦٢ كان من أجل تنظيم تداول الأوراق المالية الاجنبية (٢) ولم يكن خاصا بالاوراق المحلية .

وإن صح ذلك الأمر فى بداية التفكير فى إنشاء أسواق الأوراق المالية فى البلاد الإسلامية إلا أنه كان ينتظر بعد أن تميزت السوق بشئ من الاستقلالية ، أن تطور وتبتكر فى صيغ التعامل وأدواته ما يوسع من نطاق السوق ، ويستوعب مقدارا متزايدا من الموارد المالية المتاحة ، وبالتالي تنتفى دواعى تعميق التبعية ، ومسببات ضيق السوق المحلية ، وموجبات تسرب الموارد المالية نحو الأسواق المالية الدولية .

(١) جورج قرم - الاقتصاد العربى أمام التحدى ، المرجع السابق ، ص ١٠

(٢) حازم الببلاوى ورائد فهمى ، دور سوق الأسهم ، المرجع السابق ص ١٠

ج - أن البديل عن تكامل وترابط الأسواق المحلية مع الأسواق الدولية هو تكاملها مع بعضها البعض ، وهنا يثور التساؤل هل يمكن منطوقاً أن تترايط وتتكامل أسواق الأوراق المالية فى البلاد الإسلامية مع بعضها دون حد أدنى من التكامل والتعاون والترابط بين هذه الدول فى مجال التجارة الخارجية ، وفى هياكلها الاقتصادية ، وبنياتها الإنتاجية ، ؟

فبالنسبة للتجارة الخارجية تشير الإحصاءات لعام ١٩٨٦ إلى أن صادرات الدول الإسلامية فيما بينها بلغت نسبتها ١٠٪ من حجم صادراتها إلى بقية العالم . كما أن وارداتها فيما بينها بلغت ٩٨ ٪ من حجم وارداتها إلى بقية العالم . ويميل حجم التجارة الخارجية بين دول العالم الإسلامي إلى التقلص بدلا من التوسع فبينما بلغ ذلك الحجم ١٩٨١ و ١٤٢٢ مليون دولار فى عامى ١٩٨٣ ، ١٩٨٥ على التوالي أنخفض فى ١٩٨٦ إلى ١٣٥٠ مليون دولار (١) . كما أن الدعوات إلى إنشاء المشروعات المشتركة وإحداث تعاون اقتصادى جوهري لم تزاوّل محلها فى أوراق المؤتمرات ، وبالتالي فإن أى حديث عن ترابط هذه الأسواق وفى ظل هذه الظروف لا يستند إلى أرضية واقعية ، والبديل المتاح هو التكامل والترابط مع الأسواق المالية الدولية .

وعندما يتم رفع مستوى التبادل التجارى بين البلاد الإسلامية ، وتطوير مدى التنسيق بين خططها للإتماء الاقتصادي ، يمكن عمليا قيام درجات من التكامل بين الأسواق المالية فى البلاد الإسلامية على حساب تكاملها مع الأسواق الدولية .

ثالثا : نتائج تبعية أسواق الأوراق المالية فى البلاد الإسلامية للأسواق الدولية :

يترتب على تبعية أسواق الأوراق المالية فى البلاد الإسلامية للأسواق الدولية عدة نتائج

سلبية نذكر منها :-

١ - إقامة العقبات دون تطوير أسواق أوراق مالية مصممة أساسا لتخدم أهدافنا فى التقدم

(١) البنك الإسلامي للتنمية ، التقرير السنوى الثانى عشر ١٩٨٧/٨٦ صفحات

والتنمية ، ومحكومة برويتنا الذاتية الموجبة لتوافق معاملتنا مع احكام الشريعة الاسلامية فالاسواق المالية التي نريدها هي تلك التي تقترح المشروعات الناجحة ، وتسهم في تمويلها وتراقب تطورها ٠٠٠٠٠٠٠٠ الخ . وهذا المفهوم يخفى في ظل وجود السندات والمضاربات والتعامل الاجل ٠٠٠٠٠٠٠٠ الخ والتي يتركز فيها نشاط الاسواق الدولية .

٢ - من النتائج المباشرة لتكامل اسواق الاوراق المالية مع الاسواق الدولية ، حساسية نشاط هذه الاسواق تجاه القرارات والاحداث الاقتصادية والسياسية في الدول الغربية . ولذلك فاننا نجد ان الزيادة او النقص في حجم تداول الاوراق المالية ، او الارتفاع والانخفاض في اسعارها انعكاسا مباشرا لمظاهر النشاط الاقتصادي في الدول الغربية ، حيث يؤثر على تلك المعدلات المحلية تغير اسعار الفائدة السائدة في الاسواق الدولية ، او تقلب اسعار بعض العملات ، او حتى احيانا استقالة حكومة او فضيحة وزير .

ومن اثار تلك الحساسية نجد ان الظروف الاقتصادية غير الملائمة في الاسواق الغربية الدولية تؤدي الى عودة جانب كبير من رؤوس الاموال المستثمرة في تلك الاسواق الدولية للاستثمار في الاسواق المحلية ، الامر الذي يشكل ضغطا على اسواق الاوراق المحلية الضيقة اساسا مما يؤدي الى توالي ارتفاع معدلات اسعار الاوراق المالية بصورة غير مبررة اقتصاديا . (١) .

٣ - ان الارتباط والتكامل مع الاسواق المالية الدولية وبالتالي التعامل بالادوات المالية المطروحة في تلك الاسواق ، يضعف الصلة بين الاصول المالية المتداولة وهيكل الانتاج المحلي فاذا كانت الشركات الماهمة هي عمب النشاط الاقتصادي في بلد ما مثلا فان المفترض ان تكون الاسهم هي الاصول المالية الاكثر تداولاً في سوق الاوراق المالية لهذا البلد ، ولكن في حالة وجود تكامل او تبعية نجد ان معظم الاوراق المالية المتداولة لا علاقة لها بهيكل الانتاج المحلي كأن تكون شهادات ايداع بالعملات الاوربية ، او سندات لقروض مصرفية مجمعة ٠٠٠٠ الخ .

---

(١) انظر فاضل ناصر القلوف ، بورصة الاوراق المالية الكويتية ، دار الكتب للنشر والتوزيع الكويت ص ٢٦٠ .

٤ - ان درجة ونمط الترابط الحاصل بين الاسواق الدولية واسواق الاوراق المالية في البلاد الاسلامية ، ترتب عليه دوران اموال البلاد الاسلامية لصالح المقترضين الاجانب ، كما ساهم بشكل عميق في تكريس قصور الاسواق المحلية عن القيام بدور التوسط بين وحدات الفاض ووحدات العجز في المنطقة لعزلها عن اداء هذا الدور ، كما ساهم في زيادة اعباء وتكلفة لاقتراض لتمويل المشروعات نتيجة تعدد مديري القروض وتعقيد اجراءاتها . كما منع فرصة التمويل المشترك لبعض المشروعات الناجحة والتي تخدم خطط التنمية الاقتصادية في الدول الاسلامية .

المطلب الثالث : عدم مشاركتها باعباء واضحة في احداث التنمية الاقتصادية ورفع معدلات الناتج القومي ، وعدم تشجيعها لاصدار وتداول الاصول المالية المنتجة :

ان هدف انشاء اسواق الاوراق المالية هو مساهمتها في جذب المدخرات وتمويل المشروعات التنموية ، الا ان البيانات المتوفرة عن حجم وقيمة امدارات الاسهم الجديدة الصادرة عن اسواق الاوراق المالية القائمة في البلاد الاسلامية تشير الى انها لم تكن تمثل في اية فترة من الفترات وزنا اساسيا ومهما سواء بالقياس الى حجم المدخرات المتوفرة ، او الى اجمالي الاستثمارات المتحققة واذا ما استبعدنا حصص الحكومات من الاسهم الجديدة المصدرة لتضاءلت اهميتها بصورة اكثر حدة ويعنى ذلك ان تمويل الاستثمارات والنشاطات الاقتصادية الذي يتم عن طريق الاكتتاب العام لا يولف اهمية تذكر بالقياس الى لمصادر الاخرى للتمويل .

وفي تقديرنا ان عوامل استمرار هذا الوضع قائمة وتتمثل في توفر مصادر التمويل البديلة مثل :-

- ١ - مساعدات الحكومات المتنوعة ولا سيما القطاع الصناعي .
- ٢ - الجهاز المصرفي الذي يمنح قروضه للمستثمرين المحليين باسعار فائدة تقل عن الاسعار التجارية بموجب بعض السياسات الحكومية القاضية بتحديد سقف اعلا لاسعار الفائدة وذلك مثل الاقراض لاصلاح الاراضي الزراعية او الإقراض الصناعي .
- ٣ - قدرة عدد كبير من الشركات المساهمة على التمويل الذاتي لارتفاع معدلات ارباحها

ومما يرسخ من مسألة عدم مساهمة اسواق الاوراق المالية فى البلاد الاسلامية باعباء واضحة فى عملية التنمية الاقتصادية ، عدم تشجيعها لاصدار وتداول الاصول المالية المنتجة ويتضح ذلك من الاستقراءات التالية :-

- ١ - يبدو جليا من خلال استعراض التركيب القطاعى للشركات المدرجة فى بعض اسواق الاوراق المالية ان القطاعات الاكثر حظوة لدى السوق من حيث سهولة حصولها على الاموال هى القطاعات المالية والعقارية وبعض الانشطة الخدمية ، اما القطاع الصناعى مثلا والذي يضطلع بدور رئيسى فى تنمية البنية الاقتصادية للبلاد ، فيرتكز اساسا على دعم الدولة له وتحملها لجزء كبير من المخاطر المرتبطة بنشاطه .
- ٢ - اسواق الاوراق المالية فى العالم الاسلامى اصبحت اسواق اقراض وليست باسواق استثمار (١) ولذلك لم تتفاعل مع الاقتصاد المحلى باستكشاف وتمحيص فرص الاستثمار الموجودة، ولذلك زاد دور المصارف التجارية فى تمويل أنشطة المضاربة فى السوق وتشجيع تداول اوراق شركات لم تنته بعد من اجراءات التأسيس .

المطلب الرابع : انعدام الانسجام بين طبيعة الطلب على الاموال وشروط عرضها .

---

تثبت الاحماءات ان اسواق الاوراق المالية فى العالم الاسلامى ككل لا تشكو من قلة المدخرات ولا من ضعف الطلب على الاموال المتاحة . الا ان الواقع يشير الى انعدام الانسجام بين طبيعة الطلب على الاموال وشروط عرضها .

فمن ناحية الاجل يفضل اصحاب الوفر المالى عنصر السيولة ولذلك فهم يفضلون استثمارها لاجل قصيرة تضمن لهم تلك السيولة . وفى الجانب الاخر تقبلى دول العجز خطا للتنمية الاقتصادية مما يخلق طلبا على الاموال طويلة الاجل .

كذلك فان عرض الاموال تميز بانه فعلى ومباشر ويبحث عن ايجاد الطلب الفورى المماثل

لأن الطلب على الأموال يتمف بأنه احتمالي إذ أنه توجد كثير من المشروعات الجيدة لم تتبلور وتدرس بشكل يجعلها جاهزة للتنفيذ حتى تتوعب المعروض من الموارد المالية (١) كما أنه يوجد تناقض ثالث إذا ما نظرنا للامر من زاوية ما يسمى باللوب تحليل العائد - التكلفة الاجتماعي (٢) . فبينما يهتم جانب عرض الأموال بما يسمى بالربحية التجارية أي المقارنة بين تكاليف المشروع المباشرة ومنافعه المباشرة ، نجد أن جانب طلب الأموال يهتم بجوانب قد لا تدر عائداً نقدياً مباشراً كمشاريع البنية الأساسية والتنمية الاجتماعية .

المطلب الخامس : ضيق أسواق الأوراق المالية في البلاد الإسلامية وموسمية التعامل فيها :

يصدق القول على أسواق الأوراق المالية في البلاد الإسلامية أن كلاً منها بمفردها تعتبر سوقاً ضيقة وغير عميقة وذلك لمحدودية نوع وعدد الأدوات المالية في كل منها ، ومحدودية انتشار الأدوات المتاحة بين فئات المستثمرين ، وبدرجة أكثر تفصيلاً فإن مظاهر ضيق هذه الأسواق تنبئ في الشواهد التالية :-

١ - ففي بعض الدول نجد أن قاعدة الأصول المالية المصدرة بقيت ضيقة مقارنة مع الموارد المالية المتوفرة في الاقتصاد المحلي . فلم تتجاوز القيمة الاسمية لها ٦٨ من إجمالي الناتج المحلي ، ٩١٪ من إجمالي المدخرات الوطنية و ٢١٨٪ من إجمالي السيولة المحلية . إذن هناك فجوة بين معدل تراكم الفوائض والمدخرات وبين نمو قاعدة الأصول المالية ، ولقد ترتب عليها رفع معدل سرعة تداول الأسهم بصورة حادة ، وشيوع

(١) جورج قرم ، الاقتصاد العربي أمام التحدي ، المرجع السابق ، ص ١١٥ .

(٢) Social Benefit Analysis .

- المضاربات في السوق الثانوية ، (١) وهروب الاموال الى الاسواق المالية الدولية .
- كما ان المعروض للتداول من الاموال المالية المتاحة يكون محدودا للأسباب التالية :-
- أ - امتلاك الحكومات نسبة لا بأس بها من هذه الاموال .
- ب - نسبة كبيرة من هذه الاموال المالية يمتلكها افراد قلائل نسبيا هم في الغالب مؤسسا الشركات والقائمون على ادارتها .
- ٢ - ضعف درجة تخصيصها وضعف درجة تنوع الاموال المالية بها ، بالإضافة الى تخلف مستوى نمو اساسيات السوق .
- والاسباب التي يمكن عزو ضيق السوق المالية اليها عديدة ويمكن حصر اهمها فيما يلي :-
- ١ - عدم توفر الوعي الاستثماري فيما يتعلق بالاوراق المالية ، وقصور الجهود المبذولة لتطويره ، مما يترتب عليه محدودية المشاركة الفردية في هذا النشاط الاستثماري ومن اهم مظاهر انخفاض درجة الوعي هذه تفضيل بعض المدخرين للسيولة النقدية وعدم استعدادهم على توظيفها في اوراق مالية ، وغالبا ما توجه بعد ذلك الى مختلف مظاهر الانفاق الاستهلاكي .
- ٢ - انخفاض مستوى الدخل الفردي الحقيقي في عدد غير قليل من البلاد الاسلامية مما يؤثر على حجم المدخرات الخاصة ، وبالتالي لا يوفر عرضا كافيا من الاموال التي تسعى للتوظيف في سوق الاوراق المالية .
- ٣ - اعتماد القطاع الخاص في تمويل استثماراته على مدخراته الخاصة ، ولجونه الى انشاء مشروعات صغيرة او متوسطة الحجم ذات طبيعة عائلية لا تقوم على فصل الملكية عن الادارة (٢) .

---

(١) حازم الببلاوي ورائد فهمي ، دور سوق الاسهم ، المرجع السابق ص ٤٦ .  
- وليد سعيد ومحمد الخجا ، اسهم الشركات الكويتية ، المرجع السابق ص ٢٨ .  
(٢) حلقة الاسواق المالية وتمويل المشروعات بتونس ، المرجع السابق ص ١٢ ، ١٤ ، ٢٠ ، ٢١ .

٤- ارتفاع هامش الربح في الاستثمارات التقليدية كالاتثمار التجارى والعقارى  
والاستثمار فى الاراضى • كما ان الكثير من اجهزة التمويل وشركات الاستثمار  
ما زالت تهتم بالاستثمار المالى التقليدى خارج الوطن العربى •

٥ - محدودية الفرص الاستثمارية المدروسة والجاهزة للتمويل ، ومظهرها المتمثل  
فى عدم تنوع الادوات الاستثمارية بما يتناسب واحتياجات المتعاملين ، مما  
دعا الى هروب جانب مهم من المدخرات المحلية باحثه عن فرص استثمارية  
خارج بلدانها (١) •

٦ - المركزية الشديدة فى ادارة الارصدة المالية الحكومية وتخطى الاجهزة المسئولة  
عن ادارة هذه الارصدة للاسواق المحلية والاقليمية فى نطاق عملياتها الاستثمارية  
٧ - تبنى الدولة لمهام الاستثمارات الصناعية والزراعية ومرافق الخدمات العامة  
جعل ملكية كثير من الشركات بيد الدولة او المؤسسات والشركات العامة مما حد  
من قاعدة الاصول المالية المتملكة للافراد ، وبالتالي المتداولة فى السوق •  
٨ - لا زال السوق النقدى عن طريق المصارف يلعب دورا مؤثرا فى جذب المدخرات  
المتاحة لاستعمالها فى تمويل التجارة الخارجية والعمليات الاخرى قصيرة  
الاجل •

ونتح عن ضيق اسواق الاوراق المالية فى البلاد الاسلامية موسمية التعامل ، فيها حيث يسود  
الركود اثناء شهور الصيف ، ويتكشف خلال سبتمبر واکتوبر ونوفمبر وذلك لانتهاى السنة  
المالية لمعظم الشركات المساهمة حيث توزع الارباح وتعرض اسهم الشركات التى يتقرر زيادة

---

(١) صندوق النقد العربى ، التقرير السنوى ١٩٧٩ ، مقررات لجان صندوق النقد العربى المكلفة  
بدراسة اوضاع اسواق الاوراق المالية للدول العربية ص ٢ وما بعدها •



راسمالها (١) .

المطلب السادس : بعض السبلات الموجودة فى التشريعات المحلية المنظمة لنشاط

سوق الاوراق المالية :

تعد التشريعات المنظمة لنشاط سوق الاوراق المالية فى البلاد الاسلامية من المعوقات

التي تقلل من فاعليتها وامكانية نجاحها ، وذلك لاسباب عديدة اهمها ما ياتى :-

١ - معظم قوانين ولوائح اسواق الاوراق المالية صممت قديما فى اطار نظرى قبل بداية

ممارسة هذه الاسواق لعملياتها ، فادى ذلك الى عدم مواكبتها للتطورات التي حدثت فى

الاسواق المالية الدولية والمحلية ، كما ان الواقع العملى حاكم على كثير من البنود والمواد

بعدم العملية فعمد القائمون عليها الى تعديل بعض موادها واخكامها كلما طرأ طارئ مما

ادى الى اتفافها بعدم الثبات وتعرضها للتغيير المستمر .

كما اثبتت الممارسة العملية ان بتلك التشريعات ثغرات عديدة نفذ عن طريقها

بعض المتعاملين الى ممارسات غير سليمة كالقمار والمضاربة ..... الخ وعندما كان يستجيب

المشرعون لهذه الممارسات الخاطئة باحكام اللوائح والقوانين ، يحكمونها باتجاه الممارسات

القائمة دون بعد نظر يستوعب كل ما يمكن حدوثه من ممارسات ، ونتيجة لذلك تظهر ممارسات

وظواهر جديدة فيحتاج الى تشريع جديد . وهكذا تتعرض التشريعات المحلية للترقيق والتبديل

باستمرار .

٢ - تحد كثير من التشريعات القدرة على تبادل تسجيل الاوراق المالية فى البلاد الاسلامية

كما تمنع التشريعات حتى المقيمين من امتلاك الاوراق المالية واستشهد بذلك بمثاليين :-

أ - القانون الكويتى قصر حق الاكتتاب العام والتداول فى سوق الاسهم على مواطنى

الدولة دون المقيمين فيها رغم ارتفاع دخولهم التي تسمح لهم بالادخار ورغم

(١) انظر :- احمد فهمى الامام ، اسواق الاوراق المالية فى البلاد العربية ، المرجع السابق ص ١٤٩

- وحكمت شريف ، استثمار الارصدة وتطوير الاسواق المالية العربية ، المؤسسة العربية

للدراست والنشر بيروت ط ١ ١٩٨٠ ص ص ١١٨ ، ١١٩

قلة عدد سكانها ومعاناة السوق نسبيا من ضيق قاعدة المتداولين لاغراض الاستثمار  
ب - فى السودان وهو من دول العجز لا تسمح القوانين بتخصيص اية اسهم فى اية شركة  
لغير سودانى دون موافقة سابقة مكتوبة من وزير المالية والاقتصاد (١) . وواضح  
ان مثل هذا التشريع منعزل تماما عن الحاجة الفعلية للاقتصاد السودانى الى جلب  
المدخرات الاجنبية واستثمارها محليا .

ويقودنا ذلك الى ابراز التناقضات بين مختلف التشريعات التى تحكم النشاط الاقتصادى فى الدول  
النامية بصفة عامة او انعدام التنسيق والانجام بينها ، فبينما تمنع مثل المادة المشار اليها  
تملك غير السودانىين لاي اسهم الا باجراءات معقدة ، تصدر قوانين كاملة خاصة بتشجيع  
استثمار راس المال الاجنبى فى السودان

٣ - تحد قوانين الرقابة على المصرف المطبقة بحزم فى معظم الدول النامية عمليا من انتقال  
الاموال لتساهم فى نشاط التداول باسواق اوراق مالية اخرى .

٤ - من المؤثرات السلبية التى تؤثر على نشاط اسواق الاوراق المالية التشريعات الضريبية  
التي تفرض عبئا مرتفعا على الغلات الناجمة عن تملك اصل مالى معين . او الضريبة المفروضة  
على نقل ملكية اصل عقب تداوله فى سوق الاوراق المالية .

المطلب السابع : تطفل نشاط المضاربة على المعاملات الحقيقية فى السوق :

تحد ثنا فى فصل سابق عن المضاربة فعرفناها وأوردنا حجج القائلين بفوائدها الاقتصادية  
والرد عليها ، ثم تعرضنا بتفصيل لاضرار المضاربة وذكرنا بعض الامثلة لاثار المضاربة فى  
اسواق الاوراق المالية لبعض البلاد الاسلامية (٢) وسنتعرض بتركيز شديد لاثار المضاربة ودورها

(١) دراسة المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وسوق عمان المالى عن اسواق الاوراق المالية

العربية ، المرجع السابق ص ٢٣١ .

(٢) انظر الى ص ٤٤٥ وما بعدها من هذا البحث .

في ازمة سوق المناخ (١) بالكويت ، ومن هذين الفصلين يمكن استيفاء ما يمكن ذكره حول النقطة سابعاً هذه حتى نتفادي التكرار .

الا انه وحتى لا تعتبر فترة المضاربات طرفاً طارئاً في السوق الكويتية ، وفي تاريخ السوق المصرية ، يمكن التنبيه الى ان المضاربة تعتبر افرازاً مؤكداً لنقل النموذج الغربي دون تطويع وليس ادل على ذلك من ان دولة الامارات وقبيل ان ينشأ فيها سوق الاوراق المالية المنظمة المحكومة باللوائح نفذت المضاربة الى عمليات تبادل الاوراق المالية بها بمساعدة التسهيلات الائتمانية الممنوحة من قبل المصارف التجارية ، ونتيجة لذلك ارتفعت احجام واسعار التداول خاصة في ١٩٨٢ الى مستوى قياسي دون ان يكون هذا الارتفاع انعكاساً لنشاط الشركات ومعدلات ادائها وما حققته من ارباح ، كما شمل التداول اسهم شركات انتهت لتوها من اجراءات التأسيس (٢) وفي البحرين حققت اسعار الاسهم قفزات متتالية وتماعدية اوصلتها الى مستويات غير طبيعية خلقت موجة شديدة من الطلب على الاسهم اسهمت بدورها في تغذية الحركة التماعدية - للاسعار حتى وصلت اسعار الاسهم لبعض الشركات خلال عام ١٩٨٣ الى ٢٠ مرة ضعف قيمتها الاسمية . وهكذا انتقلت عملية اتخاذ القرار ببيع او شراء الاوراق المالية في غيبة النظر الى عائد الاستثمار ، من الاسس الموضوعية المجردة الى العوامل الذاتية (٣) .

بالطبع قد يرى البعض ان الحديث عن المضاربة خاص باسواق الاوراق المالية في الدول النفطية فقط باعتبار ان اقتصادها يمثل فائضاً مستمراً في المقدرة التمويلية على احتياجات التمويل ، وبالتالي لا يصح ابراز المضاربة وكأنها ظاهرة تنتظم معظم اسواق الدول الاسلامية . وذلك صحيح الى حد ما ، الا ان العوامل التي تؤدي الى تزايد نشاط المضاربة بالاضافة الى توفر الموارد المالية عديدة منها :-

- 
- (١) انظر الى ص ٤١١ من هذا البحث -  
(٢) الدراسة المشتركة لسوق عمان المالي مع الهيئة العربية لضمان الاستثمار عن اسواق الاوراق الاوران المالية العربية ، المرجع السابق ص ٩٧  
(٣) المرجع السابق مباشرة ص ١٣١ .

أ - اتباع المنهج الراسمالي في طريقة عمل الاسواق المالية .

ب - السماح بالتداول الاجنبي للاوراق المالية .

ج - التسهيلات المصرفية الممنوحة للمتعاملين في السوق .

د - ضعف الاطار التنظيمي للسوق المالية -

هـ - وجود ثغرات في التشريعات واللوائح التي تحكم عمل السوق المالية .

معظم هذه العوامل موجودة في جميع اسواق الاوراق المالية حتى في بلدان العجز ، والتي يوجد بها

كذلك متعاملون ذوي ملاءات ممتازة ، مما لا ينفى معه وجود مضاربات في اسواق تلك البلدان

المطلب الثامن : ضعف ونقص الاجهزة والمؤسسات القائمة على نشاط الوساطة المالية :-

حتى تنشأ اسواق الاوراق المالية مكتملة وناجحة يجب ان تكون اجهزة ومؤسسات الوساطة المالية على درجة كبيرة من الكفاية والكفاءة ، بينما يؤدي النقص فيها وضعفها الى الحد من امكانية نجاحها وتطورها . ويشهد واقع اسواق الاوراق المالية القائمة في البلاد الاسلامية عجزا واضحا في عدد واحجام وكفاءة اجهزة ومؤسسات الوساطة المالية ، ويتجلى ذلك في عدد من الشواهد منها :-

١ - ندرة او عدم وجود المؤسسات المالية التي تقدم خدماتها للسوق الاولية (( سوق الاصدارات ))

وتلك مثل شركات تغطية الاصدارات ومتعهدي الاكتتاب ، وبنوك الاستثمار .

٢ - ضعف دور الوساطة المالية المتخصصة في دراسة المشروعات والترويج لها ، والقادرة على التوسط الناجح بين المدخرين من جهة والمستثمرين الباحثين عن شركات او تمويل من جهة اخرى .

٣ - بالنسبة للسوق الثانوية فلا يزال دور الشركات مانعة الاسواق اما محدود او مفقود ،

وهذه الشركات تقوم بالمتاجرة بالاوراق المالية لحسابها وتسهم في احتفاظ السوق

بنشاط مستمر ومتوازن لا موسمي متذبذب . (١)

(١) حلقة الاسواق المالية وتمويل المشروعات ، تونس ، المرجع السابق ص ١٥٠

٤ - تفتقر الاجهزة القائمة فعلا الى العناصر البشرية المدربة والمتخصصة والقادرة على

الادارة والتنفيذ ، مما يضعف ويحد من كفاءتها .

المطلب التاسع : نقص المعلومات وقصور اجهزة تجميعها :

كما اشرنا من قبل فان توافر المعلومات يعتبر من اهم العوامل التي تساعد المستثمر على القيام بتقييم واعى وحكيم للاوراق المالية ، وتمكنه من اتخاذ قرارات الاستثمار عن معرفة ودراية بخصائص العائد والمخاطر المترتبة على اختياراته من الاوراق المالية . ورغم ان اهتماما واسعا بضرورة تطوير ما يختص بجهاز المعلومات قد تبادر اخيرا في شكل توصيات وابحاث ٠٠٠٠٠٠٠ الخ . الا ان الامر لم يتبلور بعد بصورة عملية يمكن الاطمئنان الى كفايتها وكفاءتها ، ونشير فيما يلي الى اهم جوانب القصور في مجال المعلومات والمتمثلة فـــــــى :-

١ - كثير من البلاد التي لم تنشأ فيها اسواق اوراق مالية منظمة لا توجد معلومات دورية

او غير دورية عن تداول الاسهم ، ولا توجد جهة ما تعنى بحركة رصد التعامل بالاسهم

كما انه لا تتوفر للكثيرين معلومات عن اوضاع الشركات العاملة في السوق .

٢ - تصدر الشركات امثالا لقوانين الشركات تقارير مالية سنوية عن الميزانية

العمومية ، وحساب الارباح والخسائر ، وتقارير توزيع الارباح ، وتقارير مصدر واستخدامات

الاموال ، ٠٠٠٠٠٠٠ الخ . الا انها لا تنشر ، او تتاح للجماهير متأخرة فبعضها ينشر متأخرا

من ٢ - ٦ شهور من انتهاء السنة المالية ، كما ان التقرير السنوي والذي يفترض ان

يوفر معلومات اوسع عن اداء الشركة خلال العام المنصرم ويعرض توقعات الادارة حول

مستقبل الشركة ، فان بعضها يصدر متأخرا من ٦-٨ اشهر .

٣ - بالنسبة لنوعية المعلومات المنشورة في التقارير المالية فان بعضها لا يحتوى على

الدرجة الكافية من الامصاح ، ويتسم البعض الاخر بعدم الوضوح والانسجام ، وعدم

القابلية للمقارنة ، وينقل البعض تقديم ملاحظات ايضاحية على التقارير المالية .

٤ - لا توجد مؤسسات مختصة بجمع وتحليل ونشر معلومات مالية اساسية عن الشركات التي

يتم تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية (١) ، فمثل تلك المؤسسات تقدم خدمات جوهرية للمستثمرين تتمثل في أحدث الاحصاءات ، تحليل للاوراق المالية على ضوء التطورات المتوقعة في الاقتصاد القومي والقطاع والشركة . ومن ثم تعد توصيات للمستثمرين بحسب تفضيلات المستثمرين لدرجة المخاطرة والعائد على الاستثمار المتوقعين . وغياب مثل هذه الخدمات يضع على عاتق المستثمر عبء جمع المعلومات وتحليلها بينما هو غير قادر ولا مدرب على مثل هذا العمل ، والنتيجة المباشرة لذلك هي ان عمليات بيع وشراء الاوراق المالية لا تتم غالبا وفق اسس موضوعية ، ولكنها تتأثر بالشائعات وتقليد ما يقوم به كبار المستثمرين او المضاربين ونصائح المستثمرين فيما بينهم (٢) .

- ٥ - هناك نقص كبير في البيانات والمعلومات عن الفرص الاستثمارية ومواقعها وتكاليفها مما أدى الى احجام وتردد نسبة كبيرة من التدفقات الاستثمارية .
- ٦ - لا يوجد اعلام كافٍ عن المؤسسات والاجهزة المستحدثة في اسواق الاوراق المالية وعن فلسفتها ودورها الاستثماري ، ونتيجة لذلك اضحت معاملات اسواق الاوراق المالية اشبه بالطلام حتى للذين ينتسبون بمهارة او اخرى لمجالى الاقتصاد والتجارة .
- ٧ - عدم وجود الصحافة المالية التي تقدم الاخبار الاقتصادية والمالية واعداد التقارير الاقتصادية حول موضوعات مالية منتقاة ، والتي تمثل مصدرا مهما للمعلومات ، ويبقى على اطلاع المستثمر على تطورات الاحداث الاقتصادية والمالية . كما ان الموجود منها لا يقوم بنشر الاخبار عن كافة الشركات باستمرار ، واخبارها عبارة عن تصريحات المسؤولين عنها . كما ان مقالاتها لا تكون مدعمة بالاحصائيات وغالبا ما تفتقر الى التحليل المتعمق .
- ٨ - عدم توفر بيانات عن نتائج اعمال الشركات لفترات قصيرة (( ربع سنوية مثلا )) ولذلك

(١) وذلك مثل استاندرواند بورس Standard and Poors وموديو Moodyes وقيولين Value Line في الولايات المتحدة الامريكية .

(٢) دراسة الهيئة العربية لضمان الاستثمار وسوق عمان المالي عن الاسواق المالية العربية =

فالمساهم لا يستطيع تتبع النتائج الفعلية لشركته الا مرة واحدة سنويا ، وتبقى اعمال

الشركات خلال السنة موضع تكهن فردي (١) .

المطلب العاشر : ارتفاع تكلفة الاستثمار في اسواق الاوراق المالية في البلاد الاسلامية:

نظرا لان البلاد الاسلامية شأنها شان بقية البلاد النامية تعتمد في جانب الإيرادات من موازنتها على الضرائب والرسوم ، فان اسواق الاوراق المالية بها تتأثر بذلك ، فتفرض الضرائب كما ذكرنا من قبل على العائد المتولد عن الاصل الاستثماري ، وتفرض الضرائب كذلك عند بيع ذلك الاصل المالي ، كما ان هناك كثيرا من الرسوم تفرض على تسجيل وتداول الاوراق المالية مثل رسم الدمغة ، ورسم انتقال ملكية الورقة المالية ، كل ذلك بالإضافة الى عمولات وسطاء الاوراق المالية يسهم في ارتفاع تكلفة الاستثمار في

اسواق الاوراق المالية (٢)

المطلب الحادي عشر : تعاضد دور الحكومات ومؤسسات التمويل الاقليمية في تمويل

المشروعات على حساب الاسواق المالية

لم تستند مصادر واستعمالات التمويل طويل ومتوسط الاجل الى حوافز وميكانيكية اسواق الاوراق المالية في الدول الاسلامية ، بل كان للمؤسسات القطرية والاقليمية الدور البارز في هذا الشأن

وتثبت الاحصاءات ان الادخار والاستثمار الحكوميان يهيضان على الانشطة الاقتصادية ، وتمول مؤسسات التمويل القطرية المتخصصة المشروعات الصناعية والزراعية والسكنية ،

= المرجع السابق ، ص ١٩١ ، ١٩٢ ، ١٩٣ .

(١) محمد الخجا ، وليد سعيد ، سهم الشركات الكويتية ، المرجع السابق ص ٣٠

(٢) يتحدث كثير من الكتاب عن ارتفاع تكلفة الاقتراض في اسواق الدول النفطية عنه في المصادر

الدولية الاخرى .

والحركات التعاونية والانشطة الحرفية ومشروعات الاعمار والخدمات الامنية والتعليمية والمحبة وتشكل نسبة مائة الحكومة في الجزء العربي من البلاد الاسلامية اكثر من ٩٠٪ من الارصدة المالية لهذه المؤسسات (١) .

وتلعب مؤسسات التمويل القطرية المتخصصة دورا مهما في التمويل الانمائي القطري ، كما ان جزءا كبيرا من الارصدة المخصصة لتمويل بعض المشروعات التي تشملها خطط وبرامج التنمية تجد طريقها الى هذه المشروعات عبر هذه المؤسسات التي تقدم قروضها بعمولات فائدة ميسرة مقارنة بفوائد المصارف التجارية ، وتقدمها احيانا بدون فوائد ، وتمنح اجالا اطول للسداد .

كما تلعب المؤسسات الاقليمية للتمويل الانمائي مثل صندوق ابو ظبي للنماء الاقتصادي العربي ، والصندوق الكويتي ، والمصرف العربي للتنمية الاقتصادية في افريقيا ، وغيرها دورا تمويليا مهما . وقد بلغ المجموع التراكمي الاجمالي للقروض التي قدمتها هذه المؤسسات حتى نهاية ١٩٨٤ حوالي ٢٠٤ مليار دولار ذهبت الى تسع وتسعين بلدا ناميا . (٢) .

وهناك قناة ثالثة تنساب عبرها عمليات التمويل الانمائي وهي الالتزامات الشرائية الحكومية على شكل قروض ميسرة طويلة الاجل ، وعلى شكل مساعدات وهبات كذلك .

ولقد ساهمت مصادر التمويل هذه والتي حظيت بالاهتمام الحكومي والرعاية الاقليمية في تقليل الحاجة الى اسواق الاوراق المالية في شان تمويل المشروعات ، مما ادى الى ضعف وضيق وتخلف هذه الاسواق والتي كان من المفترض ان تؤمن وظيفة التوسط المالي .

---

(١) حلقة الاسواق المالية وتمويل المشروعات ، المرجع السابق ص ٩

(٢) المرجع السابق مباشرة ص ١٠ .



## المبحث الثاني

### ايجابيات اسواق الاوراق المالية القائمة فى البلاد الاسلامية

لا شك فى ان مجرد قيام هياكل اسواق الاوراق المالية واصدار القوانين والمراسيم المخصصة بذلك يعنى تقديرا عمليا لدور هذه الاسواق التمويلية والتنموية ، واعترافا بالوظائف الاقتصادية التى سوف تؤديها ، والاهداف التى تسعى الى تحقيقها . تبقى بعد ذلك مهمة الارتقاء بمستوى تلك الاسواق حتى تصبح مؤهلة لاداء دورها المنوط بها ، ويمكن للتجربة اذا ما لقت الرعاية الرشيدة ، واستجابت لدواعى التطوير ، وانسجمت بكفاءة مع باقى المؤشرات الاقتصادية ، ان ترسخ من اقدامها وتبدأ خلال فترة قصيرة فى خدمة النشاط الاقتصادى بفاعلية .

ولقد حفلت تجربة اسواق الاوراق المالية فى بعض البلاد الاسلامية ببعض الايجابيات ذات الاثر العميق فى تطوير ادائها . وبصفة عامة فان تجربة السوق الكويتية والتى اشرنا اليها من قبل اذا ما نظرنا اليها نظرة مستقبلية دونما انكفاء على الماضى ، تعتبر مؤشرا ايجابيا يطمئن المهتم بهذا الجانب كثيرا . كذلك تجربة اعادة صياغة وتنظيم السوق المصرية والتى بدأت تخطو خطوات ثابتة . وتمثل سوق الاوراق المالية الاردنية تجربة ايجابية ناشجة رغم قصر عمرها الزمنى . وسوف نتعرض لاهم ايجابيات اسواق الاوراق المالية فى البلاد الاسلامية من منظور محدد يتمثل فى تلك الايجابيات التى تصحح من السلبيات التى حدثت من تطور هذه الاسواق ومن مساهمتها الايجابية فى عملية التنمية الاقتصادية .

وتتمثل اهم هذه الايجابيات فى :-

- ١ - منعت كثير من قوانين وانظمة تداول الاوراق المالية فى عدد من البلاد مثل الاردن والسعودية ومصر والكويت ولبنان والمغرب التداول الاجل ، وقضت بان تتم جميع عمليات البيع والشراء بالدفع والتسليم الفورى . ولا شك ان ذلك يحمى معاملات السوق من المضاربة والازمات ، ويجعل التشريعات المحلية نابعة من البيئة الاقتصادية والاجتماعية ومتوافقة مع الاحكام الشرعية التى تمنع مثل هذا التعامل كما سنوضح .
- ٢ - تم تعديل بعض التشريعات للقضاء على سلبية ضيق السوق ولازالة الحواجز عن انسياب

روؤوس الاموال بين الاسواق ، ففي سوق عمان المالي بالاردن تم تعديل نظام الدفع رقم

٤ لعام ١٩٧٤ بالنظام رقم ٥١ لسنة ٧٨ ليقضى بـ :-

أ - عدم تقييد حركة انتقال روؤوس الاموال العربية من خارج المملكة وداخلها ، دون

قيود تشجيعا للاستثمار في المشروعات التنموية .

ب - تسهيل انتقال ملكية اسهم الشركات الماهمة العامة من والى رعايا العرب

واعطاء سوق عمان المالي صلاحية الموافقة على ذلك ضمن النسب المحددة .

ج - معاملة الرعايا العرب معاملة الاردنيين في انتقال الاسهم واسناد القرض اليهم

لدى التعامل بها من خلال سوق عمان المالي (١)

وكما مر بنا من قبل فانه يمح طرح اوراق مالية اجنبية ومحلية في السوق المصرية ،

بينما لاتفرق لائحة سوق الاوراق المالية الكويتية بين الاوراق الكويتية وغير الكويتية

بشان قيدها وقبولها في تسعيرة السوق .

٣ - بدأت بعض اسواق الاوراق المالية في تخفيف القيود المفروضة على التعامل بالنقد

الاجنبي ففي الاردن سمح للرعايا العرب بادخال و اخراج الاوراق النقدية الاجنبية للاستثمار

في سوق الاوراق المالية (٢) دون قيد او شرط . كما يقضى قانون رقم ٤٣ لسنة ١٩٧٤ المعدل

في ١٩٧٧ في مصر ، بجواز ادخال النقد الاجنبي الحر والذي يستخدم في الاكتتاب في الاوراق

المالية المصرية او شرائها من السوق المالية ، ويكون لمن قام بمثل هذا التحويل

اذا ما باع استثماره ذاك مقابل نقد اجنبي حر ، الحق في تحويل حصيلة بيعه الى الخارج .

كما سمح بقيد الاوراق المالية المصرية المقومة بالنقد الاجنبي والتعامل فيها (٣) .

٤ - عمدت بعض البلاد الى التقليل من تكلفة الاستثمار في اسواق الاوراق المالية وذلك بتخفيف

---

(١) دراسة سوق عمان المالي والهيئة العربية لضمان الاستثمار حول الاسواق المالية العربية ،

المرجع السابق ص ١٢

(٢) هاشم الصباغ ، سوق الاوراق المالية الاردنية ، المرجع السابق ص ١٥٣ .

(٣) سوق المال المصرية ، اعداد الهيئة العامة لسوق المال ، المرجع السابق ص ١٧

الاعباء المترتبة عليه .

ففى مصر نجد ان قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ اعفى جزء من ارباح الشركات الماهمة المقيدة اسهمها فى سوق الاوراق المالية من الضريبة . كما اعفى ٥٠% من ناتج الاوراق المالية المقيدة فى السوق من الضريبة كذلك . كما تضمن هذا القانون الغاء ضريبة الدفاع والامن القومى والجهاد وكافة الضرائب المحلية ، كما اعفى القانون من الضريبة الارباح التى توزعها شركات المساهمة المصرية التى تستثمر اموالها فى الاسهم والسندات (١) .

كما سارعت السلطات المغربية فى مطلع ١٩٨٣ الى اتخاذ سلسلة من الاجراءات منها :-

أ - اءفاء الارباح الموزعة على الماهمين من قبل الشركات المقيدة بالسوق من

الضرائب بحد اقصى ٣٠ الف درهم (( الدرهم =  $\frac{1}{3}$  ريال تقريبا )) .

ب - السماح للمستثمر الملتزم بالضريبة ان يسقط من دخله المصرح به مبلغ

مشترياته النقدية من الاسهم المقيدة بالسوق فى حدود ١٠ الف درهم سنويا (٢) .

وفى الاردن نص قانون ضريبة الدخل رقم ٣٤ لسنة ١٩٨٢ على اءفاء ارباح التعامل بالاسهم

والسندات من ضريبة الارباح الراسمالية ، كما نصت صراحة على اءفاء كامل الارباح

الموزعة على الماهمين من قبل الشركات من هذه الضريبة ، كما اعفت فوائد اسناد

القرض التى تصدرها شركات الماهمة العامة من جميع انواع الرسوم والضرائب .

٥ - بدأ الاهتمام بشان الوساطة المالية يتزايد وسنت كثير من القوانين لتنظم العمل فى هذا

هذا المجال ، ومن اهم ما جد فى هذا الشأن السماح لاعمال الوساطة المالية بان تكون فى

شكل شركات ذات مسئولية محدودة ، وشركات مساهمة عامة ذات رساميل كبيرة نسبيا

كما صممت التدابير التى تحمى المتعاملين من التصرفات الخاطئة لبعض الوسطاء .

كما بدأت تقوم بعض الشركات بالتعامل فى الاوراق المالية بيىعا وشراء مثل الشركة

العربية لتداول الاوراق المالية بالكويت ، وشركة الشريف للتنمية الاقتصادية بمصر

(١) اهم احكام ومزايا القانون رقم ١٥٩ لسنة ٨١ ، اعداد الهيئة العامة لسوق المال بمصر، المرجع

السابق ص ٧ ، ٨ .

(٢) الدراسة المشتركة بين الهيئة العربية لضمان الاستثمار وسوق عمان المالى المرجع السابق ص ٣٦٥

والتي جاء في المادة ٣ من عقد تاسيسها (( غرض هذه الشركة هو العمل وفقا لاحكام  
الشريعة الاسلامية في المجالات التالية :-

أ - التعامل في الاوراق المالية للشركات ، وتسويق الاسهم وغيرها من القيم

المالية في الاواق المحلية والعالمية لحسابها او لحساب الغير .

ب - الاشراف على اصدار الاوراق المالية وضمان تغطيتها ، وتقييمها وتقديم الاستشارات  
عنها

ج - دراسة وتمويل المشروعات .

د - القيام نيابة عن الغير بإدارة استثمارات ومحافظ الاوراق المالية وكافة الاعمال

المالية المتعلقة بها )) .

٦ - كما نلاحظ اهتماما متزايدا بتوفير المعلومات ، حيث بدأت في السوقين الكويتية

والاردنية اصدار نشرة يومية ، وتقارير اسبوعية وشهرية وربع سنوية وسنوية . ونظرا

لعدم وجود مؤسسات لتحليل البيانات ونشرها فقد وقع على عاتق ادارة هذين السوقين هذا

السعي ، ولقد ادياه حتى الان بمجهود مقدر . كما قامت سوق الكويت للاوراق المالية

باصدار دليل ضخم للمستثمر شمل كل القطاعات تقريبا . كما بدأت معالم صحافة

مالية عميقة ومتابعة تظهر في السوق الكويتية .

٧ - ختاماً هناك الكثير من بوادر تحرير اسواق الاوراق المالية من كثير من سلبياتها ، فبعضها

بدأ في التركيز على دور الاسهم مقللا من دور التمويل الربوي ، كما ان بعضها بدأ في

تحجيم دور المصارف التجارية في تمويل نشاط السوق ، وبدا البعض الاخر في اقرار تشريعات

تحمي السوق من المضاربة كوضع سقف دنيا وعليا لتذبذبات اسعار الاوراق المالية

كما بدأت بحوث جادة من اجل ادخال اجهزة ومؤسسات وصيغ استثمارية تضمن فاعلية السوق

وتزايد النشاط المنتج فيه .

ويجدر بنا ان نشير ونحن نختم الحديث عن اسواق الاوراق المالية في البلدان الاسلامية الى ان

هناك بعض الدول صدرت عنها قوانين لتنظيم سوق الاوراق المالية بها الا ان السوق لم ينشأ بعد

مثل السودان الذي اصدر قانونا بذلك عام ١٩٨٢ م

كما ان هناك دول يوجد فيها نوع من التنظيم الجزئي غير المتكامل لتداول الاوراق المالية  
مثل السعودية التي صدر فيها قرار حصر خدمات وساطة الاسهم في المصارف السعودية المرخص  
لها بذلك .

وهناك مجموعة اخرى بها نوع من التداول وتسمى لامدار التشريعات اللازمة لتنظيم التداول  
مثل الامارات والبحرين .

كما يوجد عدد اخر من الدول لا توجد فيها اية مظاهر لاسواق التداول .

---

(١) حلقة الاسواق المالية وتمويل المشروعات ، المرجع السابق ص ١٨ .