

المجلس الأعلى للدراسات الإسلامية
جامعة أم القرى
كلية الشريعة والدراسات الإسلامية
قسم الدراسات العليا
شعب الدراسات الاقتصادية والإدارية

نوع المادة



من مائة

سجل
رقم
مائة

فكر المال في اقتصاد الإسلام

اقتصاد إسلامي

بحث مقدم لنيل درجة الدكتوراه في الاقتصاد الإسلامي

إعداد الطالب

أحمد يحيى الزبيدي أحمد حسن

٢٥٤٠

المشرف الاقتصادي

أ.د/ علي حافظ المنصور



المشرف الفقهي

أ.د/ محمد عبد الرحيم

١٤٠٩ هـ / ١٩٨٩ م

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

إهداء

إلى والده : الحاج محي الدين أحمد حسن
وإلى أستاذي : الدكتور يوسف هammad العباسي
يرحمهما الله ويغفر لهما وأرسل التحية إلى أن يجعل
نواب هذا العمل في ميزان عملهما يومئذ نلقاه
جميعاً

إبنكما /
أحمد محي الدين

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 لى للدراسة فى هذه الجامعة العريقة بهذا البلد الامين .

واقدم خالص شكرى وعرفانى وشئائى للاتاذين الفاضلين الاستاذ الدكتور على حافظ منعمور 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 يرنى ان اعبر عن بالغ تقديرى 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 يرنى كذلك ان اشكر اسرة هيئة سوق المال بمصر وعلى راسهم الدكتور محمد فح النور رئيس هيئة سوق المال والدكتور جلال الجنزورى والدكتور فاروق فسوؤاد 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

بسم الله الرحمن الرحيم

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 تتصدر 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 ومصادر 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 لابد 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 تنظيمًا قانونيًا وإداريًا 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 لغراض 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 الدين 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 الاسلام جملة قد سادت اليوم نسبيا . ولان انقطاع الفكر الاقتصادي الاسلامي عن حياة الناس جعله فكرا نظريا مجردا رايت انه يلزمني 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 قمور راس المال من اهم المشكلات التي تواجهها خاصة وأن 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

(بـ)

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 المتاحة وظروف السوق المالية والنقدية ومتطلبات واولويات التمويل وطبيعة سلوك المتعاملين بالادخار والاستثمار ، وقد شكل ذلك موقفا مغايرا بحيث اصبحت 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 .

فالالايب والتقنيات المالية المعمول بها فى مراكز المال الكبرى فى الدول الغربية هي نتيجة لتطور الاقتصاد الصناعى الرأسمالى وتنجم مع الياته الاقتصادية من ظروف 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 وعلى 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 ولا ترتفع اعبائها والشروط 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 والزراعي في بلاد يعاني معظمها من تدني الطاقة الانتاجية ونقص السيولة وزيادة الاستهلاك •

ثامنا :- حتى تكون مجموع الاسواق الاسلامية للاوراق المالية في البلاد الاسلامية تجيدا حيا للتكامل الاقتصادي في جانب التمويل الائتماني اذ ان من العوامل التي تؤثر في نمو السوق المالية هو حجم المدخرات ومقدار ما يعرض منها للاستثمار من خلال السوق المالية • والعالم الاسلامي بثرواته وسكانه يخلق طلبا وعرضا واسعين تبلورهما السوق المالية الاسلامية في شكل مشروعات ترفع من الانتاجية الحدية 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 الثانى للمصرف الاسلامى الذى انعقد فى الكويت ٦ - ٨

جمادى الاخرى ما يلى :-

((يقرر المؤتمر ان التعامل فى اسواق السلع والاسهم وفى الاسواق المالية امر يحتاج الى دراسة منفصلة)) ، كما اوصى مؤتمر اسواق راس المال فى الدول العربية الذى انعقد فى ابوظبى بين ٤ - ٦ فبراير ١٩٨٤ بضرورة التوسع فى انشاء اسواق الاسهم والسندات

د - كما كان من توصيات ندوة البنوك الاسلامية ودورها فى التنمية الاقتصادية والتسى نظمها بنك فيصل الاسلامى المصرى بين ٢٨ - ٣٠ ١٤٠٤ هـ ما يلى :-

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

هـ - تم عقد مؤتمرات خاصة عن الاسواق الاسلامية للاوراق المالية اخرها المؤتمر الذى سبقت به بنك التنمية الاسلامى بالمغرب

* وكذلك المؤتمر الذى نظمته

مجموعة البركة للاستثمار بالجزائر فى عام ١٩٨٧ م *

منهج البحث

=====

اشير الان الى خطوط عامة بشأن المنهج الذى اتبعته فى هذا البحث وهى :-

١ - هدفنا من خلال هذه الدراسة الى التعريف بأسواق الاوراق المالية والاشارة الى وظائفها الاقتصادية والى هياكلها وادارتها وعملياتها حتى يمكننا استبعاد ما يتعارض مع احكام المعاملات فى الفقه الاسلامى ، وما يحتاج الى تعديل فى 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 بالمائل الفقهي كنت اطرح مختلف آراء 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 المائل التي لا تحتاج الى حكم فقهي لم اشأ ان اعيد السوق الاسلامية للوراق المالية باى من تلك الاشكال وتركت المجال واسعا لكل سوق ان تختار اكفاً الاساليب التي تتوافق مع الظروف الاقتصادية السائدة والمعطيات الخاصة بمدى انتشار الوعي الادخاري والاستثماري وطريقة توزيع الدخل..... الخ الامر الذي جعلنا نقول اننا قد توصلنا الى نموذج لسوق الاوراق المالية محدد التوجهات ((فهو اسلامي وتنموي)) فغضاض الملامح مرن الهياكل والعمليات والادوات .

٥ - تركزت الامثلة والبيانات والنماذج المختارة للدراسة على الجانب العربي من البلاد الاسلامية رغم انى بذلت جهدا كبيرا للحصول على معلومات عن اوضاع الاسواق المالية في 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 تطويره او تكييفه بالبيئة المحلية .

٦ - واخيرا فانه يمكن القول - ولحد ما - انى قد اتبعت منهجا وصفيا تحليليا استنباطيا في كتابتي 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 به

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 في 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 الاوراق 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

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

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

الباب الخامس : - المضاربة في أسواق الأوراق المالية -

عَرَفْنَا في هذا الباب المضاربة وقارنا بينها وبين مفاهيم الاستثمار والمخاطرة والمقامرة وعددنا أنواعها واقسام المضاربين • 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 اختتمنا هذا الباب بابداء رأي 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 صناع السوق •

كما تحدثنا عن خطة على محور التعاون الاقتصادي بين البلاد الاسلامية تضمن تنظيم 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
تمولها الاسواق المالية في مختلف البلدان الاسلامية وتخدم اولويات استثمار منسقة
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 .

البَابُ 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 تؤدىها •

تمهد لهذه الدراسة بتعريف لأسواق الاوراق المالية ، وعرض تاريخى لظرف نشأتها مع بيان لأهم الوظائف الاقتصادية المنتظر أن تؤدىها 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 أسواق الاوراق المالية •

الفصل الثانى : الوظائف الاقتصادية لأسواق الاوراق المالية •

الفصل الأول

تعريف أسواق الأوراق المالية وتاريخ نشأتها

المبحث الأول

تعريف 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 وإن كان يعبر عن واقع أسواق الأوراق المالية القائم اليوم ، إلا أنه لا يسمح باستحداث أدوات تعامل جديدة في السوق . ويسمى 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 " وإن 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 والمراوحة ، 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 السماسرة فيها أوامر عملائهم مقابل عمولة مناسبة " (٤) . كما عرفت بالتعريف التالي :- " البورصة سوق منظمة تنعقد في مكان معين في أوقات دورية للتعامل بيعاً 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 مزارعة 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 ١٩٦٧ 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

محفظة 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 ١٩٦٧ 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 ، و اقرار 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 عرفت أنها 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 تتقيد كافة عملياتها بالاطار الشرعي للمعاملات . كما

(١) يس عبد الحميد ، بورصة الأوراق المالية ، مكتبة التاجر والمحاسب القاهرة ط١

١٩٤٨ ص ٢٨ .

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

أدوارها ، وأوضاع التعامل فيها - الكويت ١٩٨٥ - ص ٣٢٧ .

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

المبحث الثانىتاريخ 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 ، وبقدر من الاندماج وبشيء من التشابه فى الخصائص والمقومات . وعليه فانه يمكن - نظريا - تقسيم تاريخ نشأة أسواق الأوراق المالية الى المراحل التالية :-

المرحلة الاولى : وهى مرحلة قيام " بورصات البضائع " .

المرحلة الثانية : وهى مرحلة التعامل بالأوراق التجارية .

المرحلة الثالثة : وهى مرحلة التعامل بالأوراق المالية فى المقاهى وعلى قارعة الطرق .

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

وفيما يلى تفصيل للمراحل الأربع سابقة الذكر .

المرحلة الأولى : مرحلة قيام بورصات البضائع

إن وجود الاسواق المتخصصة لاجتماع التجار كان سائلا لقيام أسواق الأوراق المالية المتخصصة المتخصصة المنظمة فلقد انشأ الرومان مايسمى بكولييجيم ميركاتورم لاجتماع التجار ، وكذلك أنشأ اليونانيون متجر المقايضات فى " أثينا " وذلك فى القرن الخامس قبل الميلاد .^(١) وكانت هناك كما نعرف رحلات قريش التجارية شتاء الى " اليمن " وصيفا الى الشام ، والتي نزل فيها قوله سبحانه وتعالى " لا يلاف قريش ايلافهم رحلة الشتاء والصيف " (٢) . كما كان فى المدن الكبرى " كبغداد " و " القيروان " و " قرطبة " .

(١) مقبل جميعى - 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 إنشاء
 بورصات البضائع حيث قامت في عام ١٦٠٨ م بورصة " امستردام " والتي كانت مركزا للسوق
 الآجل 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 ١٩٢٤ 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 سمارة المصرف • (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 راجعة 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

ابتداء من القرن السادس عشر أخذت الحكومات تقترض من الجماهير ولجأت الشركات الى الاقتراض عن طريق اصدار السندات ، وتأسست شركة الهند الشرقية في ١٥٩٩ م وطرحتم 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 • وهكذا 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 جيميني ، الأسواق والبورصات ، المرجع السابق ، ص ١١٩ •

(٣) W-T.C.King " the stock Exchange George Allen and union, London (٣) 1954 - P. 11.

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 ١٢١ .

(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 ، المرجع 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 ستريت " 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 ، بالإضافة 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 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 NewYork .

١ ما بورصة نيويورك " الحالية فقد قامت بجانب الحائط الذي كان يجتمع خلفه المستثمرون الهولنديون للعناية بقطعاتهم من الإبقار ، فعند هذا الحائط اتفق أربعة عشر 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 المسارة بدراسة النظام المعمول به في " بورصة فلادلفيا " - التلى 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 لمسارة 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 ، وأرسيت 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 والإسلامية والتي سوف نتحدث عنها بخصومية . وحتى التطوير والتحديث الذي طرأ على الأسواق اللاحقة لم يكن حقيقة الا مدى ومجارة للنظم الحديثة المتبعة في أسواق الأوراق المالية الرائدة التي أشرنا إليها .

(١) أنظر - أحمد السيد جابر - أسواق الأوراق المالية في ظل الاشتراكية العربية - المرجع السابق ص ١٨٣ - ومحمد صالح جابر ، الاستثمار بالإسهم 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 الثانى

الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية

ونحن نسعى نحو بناء سوق عالية لاثمئل مآرد صدى لأسواق الأوراق المالية الدولية التى تعبىر عن واقع النظام الاقتمادى الرأسمالى ، نستعرض فيما يلى أهم الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية ، والتى يمكن اآمالها فيما يلى :-

- 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 الاقتمادى وموئ شر لاتجاهات التنبوء •
- سادسا : تتيح سوق الأوراق المالية الفرصة لاستثمارات قصيرة الأآل •
- سابعا : يتيح سوق الأوراق المالية البيانات والمعلومات عن الفرص الاستثمارية المتاحة ومواقفها وتكاليفها •
- ثامنا : تساعد سوق الأوراق المالية فى آذب رؤوس الأموال الخارجية وفيما يلى تفصيل لما أآملناه •

أولا : سوق الأوراق المالية سوق مستمرة لبيع وشراء الأوراق المالية

تتيح سوق الأوراق المالية سوقا مستمرة آره لاتيطر عليها فئة معينة ، وتمكن آمهور المتعاملين من شراء أو بيع الأوراق المالية طلبا للعائد المتولد منها أو آغيرا لنسوع الاستثمار ليتناسب مع رغبات المدآر (١) ، ... وبهذا تصبآ الاستثمارات الرأسمالية الثابتة فى آكم الأصول المنقولة من آيآ قابليتها للتسويق وتمتعها بدرجة كافية من

-
- (١) - Nicholas Goodison, ((The regulataory 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 الذى يمكن المتعاملين من تصفية استثماراتهم أو تنويع حافظـة أوراقهم المالية دون أن يترتب على البيع أو الشراء خفض أو رفع كبير فى الاسعار (١) .

ولا يخفى أن استثمار الأموال فى المشروعات الكبيرة دون امكانية بيعها يكون بمثابة تجميد لها . الا أنه ليس كافيا مجرد وجود سوق لبيع الاستثمارات بل لابد من تنشيط التعامل بالقدر الذى يحقق رغبات معظم المتعاملين وبالقدر الذى يضمن درجة معقولة من السيولة للأوراق المالية المدرجة فى جدول التعامل ولكن هل من الممكن أن تتيح سوق الأوراق المالية السيولة الكاملة فى كل وقت لكل ورقة مالية مدرجة ؟ بالطبع لا يمكن لأى 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 ، ففى أوقات الكساد والأزمات - مثلا - يهبط مستوى الاسعار الى مستوى لا يغرى ملاك الأوراق المالية بالبيع فيقل التداول ، وقد يؤدى الى ذلك اتباع سياسة مصرفية انكماشية ، أو تفضيل ملاك الأوراق المالية الاحتفاظ بها لما تحققه من نسب مرتفعة من الأرباح (٢) .

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

- ١ - توافر " الاقـصاح المالى " (٤) عن الشركات المدرجة أسهمها فى السوق .
- ٢ - تحقق العدالة فى اشهار المعلومات لكافة المتعاملين اذ أنها تُشهر فى 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 أى ورقة مالية ، أو عقد صفقة اذا هدفت لتلاعب أو خداع أو نتجت

(١) فؤاد شريف ، تخطيط الاستثمارات - مجموعة محاضرات أُلقيت فى البرنامج التدريبى

للسواء ، بورصة الاسكندرية ١٩٥٩ ص ٣١ .

(٢) أحمد السيد جابر ، أسواق الأوراق المالية فى ظل الاشتراكية العربية ، المرجع السابق ص ٧ ، ٨ ، ١٣ .

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

(٤) المقصود بالاقصاح المالى :- توفير معلومات دقيقة وكافية تبرز بجلاء مركز الشركة المالى ، وتوجيهها للمتعاملين كافة لاتخاذ قرار مسبب بالاقدام على الاستثمار أو الاحجام عنه .

عنها (١) وبصورة عامة فإن هذه الثقة ناتجة عن تصميم إدارة أسواق الأوراق المالية على ترشيد التعامل في الأوراق المالية بما يكفل واستقرار التعامل ودقة و سلامة 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) ائمال 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 العلانية بشأن المعاملات .

(هـ) التعامل فى لىع متجانسة .

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

ويتحدد سعر الأوراق المالية عبر المفاوضة أو المزايدة 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 الأداء الفعلى للمشروعات والشركات ممدة الأوراق المالية . (٣)

ومما لاشك فيه أن غياب سوق الأوراق المالية المنظمة يؤدى الى أن يلعب سماررة الأوراق المالية دورا مؤثرا فى تحديد أسعار الأسهم ، ففي السعودية - مثلا - حيث لاتوجد قاعة للتداول ولانظام تداول مركزى ، تتم عمليات بيع وشراء الأسهم عن طريق ٢٢ مكتب مسرة 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 مائلة لأن مكاتب السرة هذه تقوم بالمتاجرة بالأسهم لحساب حقائبها الاستثمارية ولاتكتفى 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 محدات 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 المعارف التى تنشر بيانات دورية عن أسعار التبادل .

الأسعار 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 والمؤسسات 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 ، أى الرغبة فى رفع مستوى الدخل حيث قد لايمح الوقت بأى عمل اضافى
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 فى
متناول يده عند الحاجة .

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

- (أ) هل اتمكن من الحصول على مدخراتى عند الحاجة دون خسارة محسوسة ؟
(ب) وماهى الفترة الزمنية اللازمة لذلك ؟ وهل تتفق مع متطلباتى الخاصة ؟

(١) حازم الببلاوى 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 ط ١ 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 حاب 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 في المشروعات تتطلب تمويلا طويل الآجل ، ومن ناحية العرض تواجهنا شروط المدخر المتمثلة في سرعة حصوله على أمواله لمقابلة نفقاته الطارئة (١) .

ويمكن التوفيق بين خواص الطلب على المدخرات وعرضها في ايجاد سوق أوراق مالية تتداول فيها أدوات استثمارية طويلة الأجل يمكن تسيلها عند الحاجة دون خسارة ، فتلبى رغبة المدخر في 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 للنشاط الاقتصادي ، 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 في 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 الخارجى الذى يتمف بأنه تمويل ربوى ذو أعباء باهظة ويجلب معه تدخلات ادارية وسياسيةخارجية • وأخيرا فان من ايجابيات قيام سوق الأوراق المالية بتمويل المشروعات ، الحيلولة دون الآثار التضخمية لقيام المصارف التجارية بالتمويل طويل الأجل والذى 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 حساباتها خاصة وأن نظام السوق يلزم الشركات التى تدرج أسهمها الالتزام بما يلى :-

(أ) ملك الدفاتر القانونية •

(ب) تعيين مراقب حسابات 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 مايدعو 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 شيهه ، الاقتصاد النقدى والمصرفى الدار الجامعية للطباعة

والنشر ، بيروت ١٩٨١ ص ٣٨٨ •

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 يقتصر ذلك على المشروعات القائمة ولكنه ينسحب على المشروعات الجديدة فتتجه المدخرات نحو القطاعات التى تمنح مشروعاتها أرباحا أعلى وتلقى راجا 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 حث توجيه المدخرات (٢) اذ 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 .

خامسا : سوق الأوراق المالية مرآة للنشاط الاقتصادى ومؤشر لاتجاهات التنبوء

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

وفى خطوة أكثر تقدما 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 للتنبوء اذ أنها المركز الذى يتم فيه تجميع وتسجيل الاتجاهات التى تحدث فى النشاط الاقتصادى ، فحجم المعاملات يعتبر مؤشرا لحجم الأموال السائلة المتداولة وتشير الارقام القياسية للأسعار الى مدى نجاح

(١) مراد كاظم ، البورصة ، المرجع السابق ص ١٢

(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^(١)، وإن كان البعض يعترض على هذا الدور باعتباره 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 فإن سوق الأوراق المالية تعتبر مؤشراً هاماً لاتجاهات المستثمرين، ومقياساً جيداً - إن لم يكن كاملاً - لما يحمله الاقتصاد في المستقبل " (٣)

سادساً : تتيح سوق الأوراق المالية الفرصة لاستثمارات قصيرة الأجل

تسهل سوق الأوراق المالية عمليات الاستثمار الخاصة بالآجال القصيرة وذلك بالنسبة للأموال التي تفيض عن العمليات الجارية لبعض الشركات والأفراد بصفة مؤقتة، وذلك بسبب تقلبات موسمية تعترض 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 إلى نقد سائل.

ويعترض البعض على هذا الدور باعتباره أن أدوات سوق الأوراق المالية وهي أدوات استثمارية طويلة الأجل تصبح أداة استثمارية قصيرة الأجل ولذلك فإن 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 ، فاذا نظرنا اليه نظرة كلية يظل هذا الاستثمار طويل الأجل —
 إذ أن مالكا الورقة المالية لم يفعل غير احلال غيره محله ولم يحجب نصيبه من الشركة ، أما
 اذا 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 طارئا
 فرضته ظروف خاصة وإنما أضحي اتجاهها عاما يحاول التأثير على الأسعار في الفترات القصيرة
 بواسطة عوامل لا تركز على سند اقتصادي حقيقي ، للحصول على أرباح عالية في أقصر وقت .
 فضلا عن ذلك فان كثرة التعامل في 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 في أسعارها ، هذه التذبذبات قد تؤثر على قرار المستثمر الذي يرغب فسيلى
 الاحتفاظ بأمواله في شكل محفظه آمنة للأوراق المالية طويلة الأجل .

سابعاً :

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

ثامناً :

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

ويعد فذاك كان استعراضا موجزا 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 إصدارها 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 إصدار هذه الأوراق وتداولها على نحو يمهّد لنا

تعيين تلك الأوراق التى يمح إصدارها شرعا ، مع استبعاد أو تعديل تلك الأوراق التى لاتتقــر

أحكام الفقه الاسلامى إصدارها 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 إصدار 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 ألخ . 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 وحصى التأسيس

يتكون هذا المبحث من المطالب التالية :-

- المطلب الأول : تعريف السهم وبيان أهم خصائصه .
- المطلب الثانى : الحقوق التى يمنحها السهم لمالكه .
- المطلب الثالث : أنواع الأسهم .
- المطلب الرابع : حصى التأسيس وأسهم التمتع .

المطلب الاول

تعريف السهم وبيان أهم خصائصه

أولا : 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 مك يمثل حصة المساهم في رأس مال الشركة " (٢)

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

المساهم في المك بحيث يكون التصرف في المك 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 - الأسهم أنصبة متساوية القيمة

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

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

- ومحمد صالح بك ، شركات المساهمة ، مطبعة جامعة فؤاد 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 امطرح 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
مايحدث 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 ٣٣٤ •

- 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 في 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 لا ينتقل الا بال قيد 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 الأساسية والجوهرية للمساهم ولا يجوز حرمانه منها ، الا أنه تقوم ظروف خاصة ترجب 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 اهم 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 التفرير الدعاوى 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 . وحتسى يُبنى التداول على معلومات حقيقية عن المركز المالى للشركة .

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

(٢) مؤسسا الشركة هم : الأشخاص الذين تصدر عنهم فكرة تأسيس الشركة ويقومون بمباشرة

الاجراءات 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 وهى الأسهم التى يملكها 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 اليداع مع عدم قابليتها للتداول حتى تنتهى مدة عضويته ، مع اعتبار ايداع هذه الأسهم وعدم قابليتها للتداول شرط لصحة واستمرار العضوية .

وظاهر أن الحكمة من تجريد أسهم عضو مجلس الإدارة طوال مدة العضوية هو ضمان لحدن الإدارة وعدم اساءة استعمال أموال الشركة ، وحماية المساهمين من التعريفات الضارة لأعضاء مجلس الإدارة والتى قد تلحق أضراراً بالمركز المالى للشركة وسمعتها . كما قصد به حماية الخير من دائنى الشركة فى حالة رجوعهم بالتعويض بدعوى المسئولية الشخصية على أعضاء مجلس الإدارة نتيجة للتعريفات الخاطئة الصادرة عنهم (٢)

فخلا عن القيود القانونية التى اشرنا اليها توجد بعض القيود الاتفاقية على حرية تداول الأسهم والتى يستطيع المؤسسين تضمينها النظام الأساسى للشركة وهى مثل :-

١ - تقرير حق أولوية شراء الأسهم المتنازل عنها للمساهمين الأصليين بالأسعار الجارية فى الأوراق المالية مع تحديد مدة مقبولة لاستعمال هذا الحق .

٢ - القيود التى تقصر الاكتتاب فى الأسهم وتداولها على الوطنيين دون الأجانب أو تلك التى 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

وإذا تولى الى الغاء حق المساهم كلية فى التداول .

(٢) انظر - محمد سامى مذكور ، أحكام القانون التجارى ، 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 مالكيها 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 لايتحرم
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 لتخميمها
لخدمات اجتماعية .

وتجدر الإشارة الى أن أنظمة بعض الشركات تتضمن الى جانب توزيع الأرباح المتحققة، توزيع فائدة منسوبة الى رأسمال كل مساهم في نهاية كل سنة مالية سواء حققت الشركة أرباحاً أم لم تحقق ! وجرى القضاء المصري - مثلاً - على صحة ذلك وعدم الاعتبار باعتراض الدائنين مادام نظام الشركة قد أشر ٠ (١)

كما أنه يحدث أحياناً أن توزع الشركة على المساهمين ربحاً يزيد عن الربح المتحقق بالفعل وذلك بالسحب من احتياطي دعم الأرباح ٠ وتفضل الشركات ذلك لترغيب الآخرين للاكتتاب فيها وذلك عند طرحها أسهمها للاكتتاب ، أو لتشجيع مساهميهـا والمتعاملين معها بوقوع أرباح ونجاح الشركة في مشروعاتها إذا ما وزعت تلك المبالغ أثناء نشاط الشركة ٠ (٢)

وأخيراً وكما هو معروف فإنه يرد في أنظمة بعض الشركات شرط يعطى للجمعية العمومية الحق في إصدار أسهم ممتازة يقرر لأصحابها بموجبها مزايا متعددة منها على سبيل المثال الاختصاص بنسبة من الأرباح توزع عليهم وحدهم ، مع الاحتفاظ بحقهم في باقي الأرباح أسوة بباقي المساهمين كما نوضح لاحقاً ٠ وأساس هذا الامتياز عقد تأسيس شركة المساهمة الذي ارتضاه جميع الشركاء ، حيث لا يحق لأصحاب الأسهم العادية - حسب بعض مواد القانون الوضعي - الاعتراض على صدور أسهم ممتازة ٠

٢ - حق المساهم في توجيه ومراقبة نشاط الشركة :-

يتمثل حق المساهم في توجيه ومراقبة نشاط الشركة في التالي :-

أ - حق التصويت في الجمعية العمومية ويمارس وفقاً لنظام الشركة ٠ وتحدد بعض

(١) انظر محمد سامي مذكور ، أحكام القانون التجاري ، المرجع السابق ص ٢١٥ ، ٢١٨ ٠

(٢) محمود بابلي ، 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 والخاثر 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 مايدعو 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 حتمه 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 الاضرار 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 والقانونوضى ج ٢ ، مؤسة

الرسالة ببيروت ط ٢ ١٩٨٢ ص ١٠١ •

حقوق الدائنين • (١) •

٤ - حق البقاء في الشركة :-

للمساهمين حق بقاء مساهمتهم في الشركة وهو حق معلق على إرادته وحده فلا يجوز إلزامه 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 للمساهمين التصرف في السهم بالبيع أو الهبة وغيرهما من التصرفات القانونية ، ويعد باطلا كل تشريع أو تنظيم يمنع مالك السهم من مباشرة هذا الحق •

المطلب الثالث

أنواع الأسهم

يمكن تصنيف الأسهم إلى ثلاث فئات بحسب الاعتبار الذي يُتخذ أساسا للتصنيف •

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

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

والاعتبارات التي على فوئها يمكن تصنيف الأسهم هي :-

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

أولاً : 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 ، بل
ذهبت بعض التشريعات الى إلزام الشركات المساهمة بأن تكون أسهمها اسمية وحظرت
إصدار 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 والرققة .

(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 ،
الا أنه كثيرا مايجرى العمل على اقامة نوع من التمييز بين الأسهم من حيث الحقوق التي
تمنحها لمالكها . ولذلك فقد جرى العرف التجارى والتشريع القانونى على التمييز
بين نوعين من الأسهم هما الأسهم الممتازة والأسهم العادية .

٢ الأسهم الممتازة هي تلك التي تخول لأصحابها حقوقا أعلا مرتبة من تلك التي تمنحها
الأسهم العادية وهي تلك التي لا تعطى مالكها 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 الارباح كأن تختص الأسهم الممتازة بحصة من الارباح
لا تقل عن ٥٠٪ من مجموع الارباح 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 لمؤسسى 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 .
 وَيُلْجَأُ إِلَى 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 ، فَيُلْجَأُ 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 بامتلاكها بعد دفعهم لقيمتها
 نقدا . اما الأسهم العينية فتمثل أموالا غير نقدية كأن تكون عقارا ، أو منقولا مثليا
 كالمكيلات 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 الحصص العينية بمال نقدي ثم منح صاحبها مايقابلها من
 أسهم مارت الأسهم أسهم نقدية .

المختلفة عن باقى أنواع الأسهم •

أولاً : حصص التأسيس •

يُرجع بعض الكتاب ظهور حصص التأسيس الى تاريخ انشاء قناة السويس حيث فكر المؤسسون فى منح السلطات الفرنسية والمصرية وغيرهما ممن ساهموا فى تقديم خدماتهم لانجاح المشروع حصص تأسيس لمكافأة جهودهم تلك • (١)

وتعرف حصص التأسيس بأنها " صكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية تمدها شركات الماهمة وتمنح أصحابها نصيباً 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 دائماً للشركة بنصيب من الربح ، الا أن ذلك انتقد بأن الدائن يحمل على فائدة ثابتة سواء انتجت الشركة ربحاً أم لم تنتج ، فى حين أن صاحب حصة التأسيس لا يأخذ الانصباباً من الربح اذا تحقق •

كما اعتبر البعض صاحب حصة التأسيس شريكاً فى الشركة الا أن ذلك انتقد بأنـه لا يتحمل مخاطر المشروع فلا يشترك فى خسارته لأنه لم يقدم شيئاً فى رأس المال كما أنه ممنوع من ممارسة حقوق الشريك فى ادارة الشركة •

ويرى البعض أنه بائع ارتضى أن يكون ثمن المبيع حقا احتمالياً فى 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 لمالـح 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 - تُعطى حصص التأسيس أصحابها نصيباً من الأرباح الصافية للشركة وتنضم معظم التشريعات ألا يتجاوز نصيب أصحاب حصص 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 حصص التأسيس التدخل في إدارة الشركة بأي وجه من الوجوه ، فلا

يشتركون في مداورات الجمعية العمومية أو التصديق على قراراتها .

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

وتصفية موجوداتها .

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

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

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

رفع الأمر للقضاء .

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

السوق أو بالاتفاق الخاص مع أصحابها . (٢)

ثانياً : أسهم التمتع .

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

(١) مصطفى 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 - ماتكون ضئيلة - من أرباح الشركة يحددها نظام الشركة

ب - حق الحصول على نسبة من أموال التصفية بعد استرداد أصحاب الأسهم 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 ٣٦٥ •

المبحث الثانى

السندات

سوف نتناول في 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 صك 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 ٢١٥

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

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

لم تتدخل التشريعات فى النصف الثانى من القرن التاسع عشر عند ابتداء شركات الماهمة لاسلوب الاقتراض عن طريق السندات لتحديد شروطا لاصدار السندات ، وتركبت للمتعاقدين الحرية التامة فى الاتفاق على شروط القرض وكيفية تنفيذه ، الأمر الذى 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 قسـد لاتتمكن الشركة من الايفاء بها . ولتلافى تلك السلبات وحفظا لحقوق المدخرين ، وحرما على سلامة المركز المالى للشركات بوجه عام ، تدخل المشرع فى معظم البلدان وقيـد 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 مشـكل هذا العمل ليعتبر من أعمال الادارة العادية التى يمارسها مجلس الادارة .

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

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

(٢) بالتأكيد ان عنصر الفائدة الثابتة لايشكل عامل ترغيب لأى مدخر أو مستثمر ملتزم بالمنهج الاسلامى 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 يَراد 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 أى 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 فى القانون الكويتى المقارن ، المرجع السابق ص ٤٣٤ •

(٢) بشأن شروط اصدار السندات انظر -

- محمد سامى مذكور ، احكام القانون التجارى ، المرجع السابق ، ص ٣١٦ •
- ورزق الله انطاكى ، الحقوق التجارية البرية ، المرجع السابق ، ص ٢٥٠ •
- ومطفى كمال طه ، مبادئ القانون التجارى ، المرجع السابق ، ص ٤٣٤ •
- أبو زيد رضوان ، الشركات التجارية فى القانون الكويتى المرجع السابق ، ص ٢٣٤ ، ٢٣٦ •
- على حن يونس ، الشركات التجارية ، دار الفكر العربى ، ص ١٣٩ •

المطلب الثانى

خصائص السندات وحقوق حاملها

أولا : خصائص السندات

للسندات خصائص تتميز بها عن الأسهم من جهة وعن مكوك الديون العادية من جهة

أخرى ، وأهم هذه الخصائص مايلى :-

- 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 - يستوفى حامل السند فائدة ثابتة ربحَت الشركة أم خسرت ، 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 • ولايجوز للجمعية أن تعدل التعاقد الذى يربطه بالشركة ولا أن تغير ميعاد استحقاق الفوائد ولاسبتها •

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 يحمل 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 للآمر تنقّل ملكيته بالتظهير .

٤ - اقامة دعوى الاقلاص 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 المكتتب 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 للثبته 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 مالكة على الفائدة السنوية الثابتة المقررة . كما تجري 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 النوى الذى تمنحه مثل هذا النوع من السندات اقل من المعدل العادى وتتفيد الشركة المصدرة من الفرق لتعطيه فى 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 لمالكه 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 من هذا النوع .

المبحث الثالث

أسواق الدين الدولية المعاصرة

بعد أن عَرَفْنَا السندات وَبَيَّنَّا خِصَائِصَهَا وَعَدَدْنَا أَنْوَاعَهَا نَحَاولُ فِي الْجُزْءِ التَّالِيِ مِنْ هَذِهِ الدِّرَاسَةِ أَنْ نُنْزِلَ تِلْكَ الْمَعْرِفَةَ النَّظَرِيَّةَ عَلَى وَاقِعِ مَعَامِلَاتِ أَسْوَاقِ الْمَالِ الدَّوْلِيَّةِ ، وَذَلِكَ عَنْ طَرِيقِ دِرَاسَةِ أَهَمِّ أَدْوَاتِ أَسْوَاقِ الدِّينِ الدَّوْلِيَّةِ الْمَعَاوِرَةِ ، وَالتِّيْ أَزْدَادُ دَوْرَهَا التَّمْوِيلِيَّ وَأَصْبَحَتْ مَرْكَزَ الْعَمَلِيَّاتِ التَّمْوِيلِيَّةِ عَلَى مَسْتَوَى الْحُكُومَاتِ وَالْأَفْرَادِ وَالْمَوْسُاتِ .

وَتَسْمَى أَسْوَاقُ الدِّينِ الدَّوْلِيَّةِ بَعْدَ تَمْيِيزَاتِهَا ، الْأَسْوَاقُ الدَّوْلِيَّةُ (١) أَوْ الْأَسْوَاقُ الْأُورُوبِيَّةُ (٢) أَوْ الْأَسْوَاقُ الْأُورُوبِيَّةُ الدَّوْلَارِيَّةُ (٣)، وَيَقْصِدُ بِهَا " الدِّيُونُ الْمَقْوُومَةُ بِعَمَلَاتٍ مُخْتَلِفَةٍ - وَإِنْ كَانَ الدَّوْلَارُ أَهْمَهَا - الصَّادِرَةِ عَنْ الْحُكُومَاتِ وَالْمَوْسُاتِ الْخَاصَةِ وَالتِّيْ لَا تَخْضَعُ لِرَقَابَةِ السُّلْطَاتِ النَّقْدِيَّةِ أَوْ الْمَالِيَّةِ لِأَيِّ دَوْلٍ (٤) .

وَيَشْمَلُ مَصْطَلَحُ أَسْوَاقِ الدِّينِ الدَّوْلِيَّةِ أَنْوَاعًا ثَلَاثَةً مِنْ الْأَسْوَاقِ مِنْ الْمَفِيدِ التَّفَرُّقَةِ بَيْنَهَا بِوَضُوحٍ وَهِيَ :-

- ١ - سَوَاقُ الْقُرُوضِ طَوِيلَةِ الْأَجَلِ وَهِيَ سَوَاقُ إِصْدَارِ السُّنَدَاتِ وَتَدَاوُلِهَا وَتَسْمَى سَوَاقُ السُّنَدَاتِ الدَّوْلِيَّةِ (٥)
- ٢ - سَوَاقُ الْقُرُوضِ مُتَوَسِّطَةِ الْأَجَلِ ، وَهِيَ سَوَاقُ التَّعَامُلِ بَيْنَ الْمَصَارِفِ وَمُخْتَلَفِ الْعَمَلَاءِ بِعَمَلَاتٍ خَارِجَ نِطَاقِ دَوْلِ إِصْدَارِهَا مِثْلَ سَوَاقِ الْإِقْرَاضِ الْمَصْرَفِيِّ بِالْعَمَلَاتِ الدَّوْلِيَّةِ .

International Markets (١)

Euro - Markets (٢)

Euro - Dollar Markets (٣)

(٤) حَكَمْتُ شَرِيفِ النَّشَاشِيْبِي ، اسْتِثْمَارُ الْإِرْمَدَةِ الْعَرَبِيَّةِ ، دَارُ الشَّائِعِ لِلنَّشْرِ الْكُوَيْتِي ، ط ١

١٩٧٨ ، ص ١١

Euro - Bond Markets (٥)

٣ - سوق الاقتراض قصير 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 :-

- المطلب الأول : تاريخ نشأة أسواق الدين الدولية •
- المطلب الثانى : أدوات أسواق الدين الدولية •

المطلب الاول

تاريخ نشأة أسواق الدين الدولية (٢)

الرأى السائد فى الأوساط المالية أن أسواق الدين الدولية بدأت بالفعل منذ عام ١٩٦٣م • الا أن ذلك كان نتيجة لتطورات متعاقبة طرأت على سوق التمويل • ويمكننا تتبع مراحل نشأة هذه الأسواق من خلال دراسة العوامل التى فرت تطور هذه الأسواق وهى :-

- 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 قصيرة 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 التخصيص 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 " فصارتا مركزاً للعديد من العمليات التمويلية الدولية الكبيرة . وكان من نتيجة هذا ان اعتمد نظام التمويل الدولى على الحكومتين البريطانية والأمريكية 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 إيقاف تحويل الجنيه الاسترلى الى ذهب قبل أن يفعل الأمريكيون ذلك ، الامر الذى جعل كثيراً من المنشآت والحكومات تقوم بتحويل انشطتها الى نيويورك ، وفى عام ١٩٥٧ م استجابت الحكومة البريطانية الى إحدى ازمات الجنيه الاسترلى المتكررة فوضعت االىبرقابة محكمة على اقتراض غير المقيمين بالجنية الاسترلى من خلال المصارف البريطانية (٣) الامر الذى عنى عدم تقديم القروض الدولية وبالتالى أدى الى اقماء 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 - ١٩٧٩م 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 أساسيين 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) وفعلًا 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 " لندن 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 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 ، وفي عام ١٩٦٨ م أصبحت اجبارية • (١)

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

وهكذا ضعف مركز نيويورك كمركز دولي لرأس المال • اذن أصبح من غير الممكن
لبنوك لندن تقديم قروض بالاسترليني بحرية ، وفي نفس الوقت لم يكن في استطاعة نيويورك
أن تفعل ذلك بالدولار • وهنا ردت أسواق رأس المال الدولية على هذا التحدي بانشاء سوق
الدولار الاوربي •

ثالثاً : ضيق الأسواق المالية الأوروبية :

الأسواق المالية الأوروبية رغم طابعها الدولي ومحاولة تحقيق تكاملها في اطار السوق
الأوروبية المشتركة ، الا أنها مفتتة وكل منها ضيق في ذاته يحيط به سياج من الاجراءات
الادارية والقانونية مستهدفة حسب الاموال لمواجهة الحاجات المحلية بالأولوية على حاجات
الخارج • الامر الذي استوجب البحث عن بديل مناسب وجد في الأسواق اليورودولارية • أكثر
من ذلك وبسبب من ضيق الأسواق المالية الاوربية لم تشل 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 هوجنزون - الاقتصاد الدولي الحديث ، المرجع السابق ص ١٥٠ •

(٢) ألغى قانون معادلة سعر الفائدة عام ١٩٧٤ 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 وعارضي الأموال استغلالاً لما لكل منهما من
مزايا خاصة وهي :

- اتساع السوق الامريكية وطول الأجل فيها وخصها النسبي •
- مرونة السوق الدولية وتقبلها لمتوسطى القدرة والسمعة •

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

الاقتراضى والاقتراضى من خلالها . (١)

رابعا : زيادة الطلب على الأموال :

تميز الاقتصاد العالمى ومنذ نهاية الحرب العالمية الثانية بمستوى مرتفع من الانفاق الاستهلاكى والاستثمارى فعلى صعيد الدول النامية كانت الحاجة الى تمويل عملية التنمية الاقتصادية ، ولسداد نفقات تجهيز الجيوش ، ومقابلة للاحتياجات المزخية لتكوين وارضاء ^x الدول الموالين للحكومات الانقلابية - الخ تضغط باستمرار نحو الاقتراض من مؤسسات التمويل الدولية والخاصة -

وفى الغرب الصناعى توجب الاتفاق لمكافحة البطالة ومقابلة احتياجات محاولة تحقيق العمالة الكاملة ومساندة الحكومات الصديقة . الخ . وفى الدول الاشتراكية كان هدف تحقيق معدل نمو سريع وسباق لتسلح . 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 الاوروبى .

خامسا : ظاهرة الشركات متعددة الجنسية :

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

(١) 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 وفى 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 الثاني

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 يقول

" 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 يغطى 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 •

ففيها القسم الأكبر من هذه السندات عند إصدارها " (١)

ولا يحتاج الأمر الى تعليق إذ 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 الإصدار في سوق السندات الدولية •
- ٤ - سوق الإصدار " 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 الأموال لآجال طويلة وعلى نطاق دولي بين مختلف فئات المقترضين • فهي إذن 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 اسطواني - الخدمات المصرفية الدولية الحديثة - ورقة عمل مقدمة الى مؤتمر العمليات المصرفية الدولية الحديثة بباريس ١٢- ١٦ نوفمبر - منشورات اتحاد المصارف العربية ص ٨٢
(٢) باعتبار ان اقراض المدخرات بفائدة ثابتة يمثل سلوكا استثماريا وفق المنظور الغربي التقليدي لمفهوم الاستثمار •

د - مواجهة التزامات ناشئة عن ديون سابقة اقتررب موعد حلولها •

هـ - الرغبة فى الافادة من احوال السوق المالية توقعاً لتغيرها الى غير ذلك من الاعتبارات التى

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 فى الأوساط المالية ويشكل ذلك عقبة فى تقدير أهليته

فى الحصول على التمويل اللازم تواجهه أمام مؤسسات التمويل الاخرى الا أن سوق السندات تتميز

بالسهولة فى هذا الشأن حيث يعتمد مصرفيوها على مجموعة واسعة مختلفة من المعايير

لتقدير أهلية الحصول على القروض •

ب - القوانين المحلية خاصة القانون الأمريكى (٢) يطلب من المقترضين تقديم معلومات عن

شركائهم تفوق ماترغب الشركات طالبة القرض تقديمه •

ج - قد يطلب المقترضون الحصول على قروض تفوق مايمكن 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 التى 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 الأمريكى هو البديل الاساسى لسوق السندات الدولية •

(٣) جان - س - هو جدرود - 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 للمستثمر 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 الملزمة 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 الانماء الدولية .

٣ - عملات الاصدار فى سوق السندات الدولية :

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

أ - مستقبل أسعار الصرف للعملة المعينة .

ب - ضرورة تفادى الاقتراض بعملات قوية ، بينما تلاقى هذه العملات ترحيبا من المستثمرين
طمعا فى تحقيق ارباح استثنائية من جراء اعادة تقييمها أو تحسن أسعار 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 الاوربية والوحدة الاوربية المركبة وحقوق السحب الخاصة . انظر زكريا

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

(٢) حكمت الشريف - استثمار الارمدة العربية - المرجع السابق ص ١٢

(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 في 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 بالمليـون *

المصدر : جان س - 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 ألمانى	٨٠٥	١١٧٧	٩٥٨	٢٢١	١٥٩٦	٤٧٥٨	٢٥٣
دولار كندي	—	—	—	٥٨	٥١٥	٥٧٣	٣١
فرنك فرنسى	٤٧	٤٦٦	١٥٢	—	٢٣٩	٩٠٤	٤٨
غيرها	٥٠	٣٢٩	١٥٩	٤٩	٢٠٩	٧٩٦	٤٣
كوكيتيل عملات	٢٥١	٣٠	١٥٨	٢٣٧	٥٦٣	١٢٤٠	٦٦

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

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

لانشاع 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 الأمريكى 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 بالاقتراض
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 مثلاً 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 مثلاً : 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 مـمن

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 •

فإذا وصل الامر الى تحديد أولى لأهم المسائل المطروحة واتفق البيت المالى مـمع

المقترض على تولى عملية الاصدار فان هذا البيت يسمّى 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 المـمرفى (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 اسعار الاصدار •

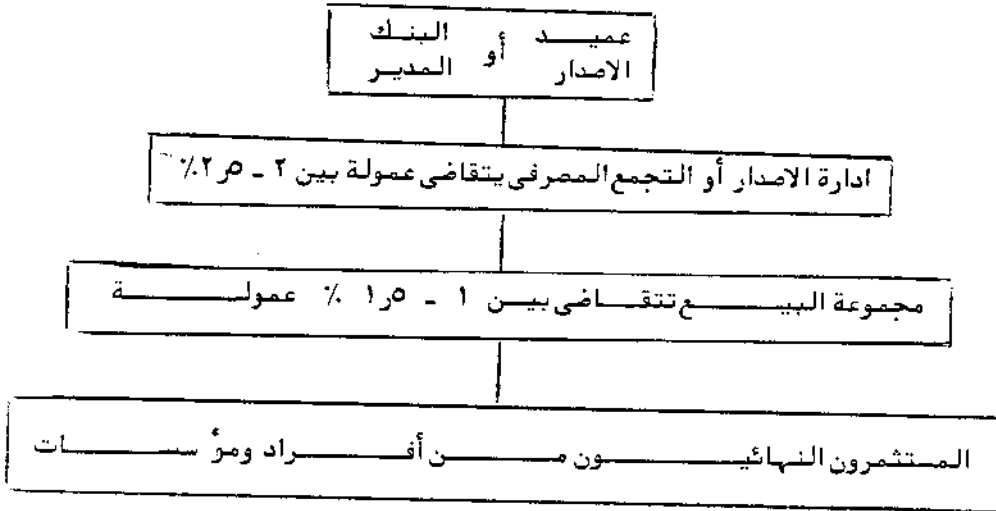
(٣) زكريا نصر - مدخل الى سوق السندات الدولية - المرجع السابق ص ٣٨

(٤) محيى 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 الامدار بينهم مقابل عمولة معينة تدفعها
ادارة الامدار وتتراوح بين ١ - ١٥ ٪ مما تتقاضاه ادارة الامدار من المقترض، وفي النهاية
فان مجموعة البيع هذه هي التي تتولى تسويق الامدار الى المستثمرين النهائيين من الأفراد
والمؤسسات (١)

هذا شكل بياني يوضح التسلسل الهرمي في سوق الامدار



(١) المرجع السابق مباشرة ص ١٤ ، ص ١٥

- ينبغي التنبيه الى ان مدير الامدار 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 مضمونا منه العملات المستحقة الى المقرض الذي عليه ان يسلم السندات . ويُعتبر هذا التاريخ هو الاساس الذي يبدأ منه احتساب الفوائد وأقساط السداد (١) .
 الا أنه 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 الأمريكي (٢) .

٥ - سوق التداول - السوق الثانوي :

بانتقال السندات الى الجمهور وبدء التعامل فيها بيعة وشراء يبدأ ما يسمى بالسوق الثانوي أو سوق التداول ، والسوق الثانوي لكل سند تستمر حتى انتهاء أجله وتسام حداده .
 ويتوقف سعر السندات في هذه السوق على عدة اعتبارات من أهمها :
 أ - سعر الفائدة السائد ، حيث ان ارتفاع أسعار الفائدة عن السعر الذي تحمله السندات يميل الى انقاص ثمنها والعكس صحيح .
 ب - تغير أحوال مصدر السندات (المقرض) وسمعته .
 ج - تغير أحوال السوق المالية بصفة عامة نحو التشاؤم أو التفاؤل .
 د - مدى اقبال البنوك التي 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 المضاعف 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 إلا أن هناك كثيراً
 من العوامل الى جانب ضعف السوق الثانوية يهيم في تراجعها عما حققته من نجاحات وأهم
 هذه العوامل هي :-

(١) Market Makers

(٢) حكمت الناشيبي ، 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 .

هـ - 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 ستة 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 تُستخدَم 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 التقليدي 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 أساليب التمويل الدولية المرجع السابق

ص ١٢ . وانظر امال التيجانى 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

Strighty syndication

(٤)

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

٢ - شروط عقد القروض في سوق الاقراض المصرفي الدولي :

يعتبر سعر الفائدة لمعظم قروض سوق الاقراض 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 المقرض 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 الاقراض او حق تغيير عملة القرض بشرط أن تكون العملة الجديدة متوافرة في السوق المالية ، اذ أن الاختيار الحكيم لنوع العملة سيقابل جوهرية من تكلفة القرض بالنسبة للمقرض ، 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

(Libor) London interbank offered euro - money rate

(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 الأوروبية " الدولية " التى يقوم بها القرض .

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

- أ - فى سوق السندات الدولية لا يكون المقترضون بنوكا ولكن مستثمرين أفرادا كانوا أو مؤسسات تقوم بشراء مكوك السندات من السوق المالية .
- ب - كما أن السندات الدولية هى مكوك وليست مجرد ائتمان مصرفى ولذلك تتميز بوجود هبئات 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 السلب التمويل الدولية المرجع السابق

أسعار فائدة معومة كل ستة أشهر (١) .

وفى ختام تناولنا لأسواق الدين الدولية المعاصرة يجدر بنا أن نذكر بأن هذه الأدوات فى خصائصها وطبيعتها مطابقة لعمليات الاستثمار فى 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 فى شرعية إصدار وتداول السندات - والذي سوف نوضحه - الا انا نرى أهمية الاحاطة بها من حيث :

- ١ - التبصير بها على أساس أنها واقع يجرى التعامل وفقه فى الأسواق الدولية ، وتمثل أرصدة مواطنى وحكومات الدول الإسلامية جانباً من الحجم الإجمالى لهذه الأسواق .
- ٢ - لدراسة امكانية ايجاد سوق مالى يلتزم بأحكام المعاملات فى الشريعة الإسلامية ، ومستفيدا من الخبرات العملية والفنية التى وفرتها هذه الأسواق .
- ٣ - تعتبر الأدوات الاستثمارية المتعامل بها فى اسواق الدين الدولية منافسا للنموذج الإسلامى لأسواق رأس المال ، والاحاطة بأحوال المنافس لاشك أنها خطوة نحو تحقيق نجاح يُذكر فى ميدان المنافسة هذه .

(١) محمد نبيل ابراهيم - الاتجاهات الحديثة فى 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 الماهمة 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 الماهمة 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 الماهمة جائزة شرعا وتنطبق عليها قواعد الشركات في الفقه الاسلامي .

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

لكل ذلك فاني لأجد نفسي مضطرا لتكرار الحديث عن مشروعية تأسيس الشركات الماهمة ، خاصة وان الكتابات التي تناولت هذا الامر نظريا متاحة (١) ، وان المؤسسات

(١) لتفصيل وافى عن مشروعية تأسيس شركات الماهمة انظر :-

- عبد العزيز الخياط ، الشركات في الشريعة الاسلامية والقانون الوضعي ، ج ٢ ، المرجع السابق ، ص ٢٠٦ وما بعدها .
- صالح بن زابن المرزوقي ، شركة الماهمة 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 : رأي الفقه في إصدار الأسهم •

المطلب الثاني : رأي الفقه في أنواع الأسهم •

المطلب الثالث : رأي الفقه في تداول الأسهم بالبيع والشراء •

المطلب الرابع : رأي الفقه في مشاركة غير المسلمين •

المطلب الخامس : رأي الفقه في مشروعية الأسهم باعتبار نوع نشاط الشركة المصدرة لها

المطلب الأول : رأي الفقه في إصدار الأسهم

تحمل كلمة السهم معنيين :-

١ - معنى حصة الشريك في شركة أموال •

٢ - معنى الصك الذي يُعطى للشريك اثباتاً لحقه •

ويُعدّ إصدار الأسهم أمراً جائزاً شرعاً على كلا المعنيين ، إذا لامت في الشريعة

الإسلامية من تجزئة رأس مال الشركة إلى أجزاء متساوية يُمطّح عليها الشركاء بحيث يكون

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

يقول الكاساني " 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 المرزوقي ، شركات المساهمة في النظام السعودي ، المرجع السابق ص ٢٢٢

وهو بيع جزء معلوم منها" (١)

وعندما يصدر السهم فانه يصدر بالقيمة " الاسمية " أى القيمة التى دفعت لامتلاكه ابتداءً ، وهذا مايفرضه الشرع ، اذ أن الملك الذى يثبت حصة الشريك فى رأس مال الشركة يجب أن يكون مطابقا للمبلغ الذى ساهم به الشريك حقيقة ، خاصة وانه يترتب على مقدار قيمته حصته فى الارباح . (٢)

كما أن الأسهم ترتب لأصحابها حقوقا والتزامات متساوية وهو الأصل فى الشريعة الاسلامية ومقتضى العدل فى المعاملات ، ولايكتسب أى حق اضافى الا بزيادة عمل أو مسال أو ضمان . وسناقش أمر الاستثناءات التى تطرأ على مبدأ تساوى الحقوق والواجبات عند حديثنا عن أنواع الأسهم .

كما أن من خصائص السهم فى شركة المساهمة أن يجعل مسئولية الشركاء تجاه التزامات الشركة محدودة بقيمة الأسهم التى يمتلكونها ، فاذا أفلست الشركة ولم تستطع سداد ديونها لايلزم الشركاء بدفع ديون الشركة من أموالهم الخاصة ويعتبر هذا التحديد جائزا شرعا وينطبق عليه الأساس الفقهى لشركة المضاربة اذ لايسأل رب المال فيها عن ديون الشركة الا بمقدار المال الذى قدمه للشركة . (٣)

وقد أجاز عدد من العلماء المعاصرين اصدار وملكية الأسهم ضمنا عندما تحدثوا عن وجوب دفع زكاة الأسهم ومن بين هؤلاء العلماء الشيخ محمد أبو زهرة والشيخ عبد الوهاب خلاف (٤) ، كما جاء فى فقه الزكاة " الأسهم رأسمال نام يدر ربحا سنويا متجددا ، ويكتفى

(١) الكاسانى ، بدائع المناشع ج ٥ ، دار الكتاب العربى ببيروت ، ط ٢ ١٩٧٤ ص ١٦٣
(٢) عبد العزيز الخياط ، الشركات فى الشريعة الاسلامية والقانون الوضعى ج ٢ المرجع السابق ص ٢١٢ .

(٣) المرجع السابق مباشرة ص ٢١٨

(٤) الجزء الثانى من نشرات مجمع البحوث الاسلامية ، منشورات الأزهر ١٩٦٥ م ص ١٨٤
- محمد عبد المنعم خفاجى ، الاسلام ونظريته الاقتصادية دار الكتاب اللبنانى ط ١ ببيروت ١٩٧٣ ص ١٨٧

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

ومن العلماء الذين أجازوها مراعاة الشيخ شلتوت عندما قال " أما الأسهم وهي في الشركات التي أباحها الإسلام وهي التي تتبع ربح الشركة وخسارتها " (٢) ويقول د • محمد يوسف موسى " الغالب في الشركات أنها تقسم رأسمالها إلى أسهم يكتسب فيها من يريد ، وتكون أسهمه عرضة للخسارة والربح تبعاً 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 الإسلامي " مع الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية ، فمدار المال الإسلامي أن تصدر وتمتلك وتتداول كافة أنواع المكوك والأسهم والأوراق المالية " (٤) ولا يعني ذلك أننا نقر بصحة إصدار جميع أنواع الأسهم ، وذلك لأن بعضها يحتوي على شروط تخالف أحكام المعاملات الإسلامية الصحيحة ، كما أن بعضها يتبع لشركات تزاول معاملات ممنوعة شرعاً وسنتعرض لكلا الأمرين بشيء من التفصيل في الجزء التالي من البحث •

المطلب الثاني : رأي الفقه في أنواع الأسهم

كما ذكرنا من قبل فإنه يمكن تصنيف الأسهم إلى ثلاث فئات بحسب الاعتبار

(١) يوسف القرضاوي ، فقه الزكاة ج ١ مؤسسة الرسالة ، ط ٢ بيروت ١٩٧٣ ص ٥٢٩

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

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

(٤) دار المال الإسلامي - عقد التأسيس - أغراض المؤسسة ، ص ١

الذي يتخذ أساساً للتمييز ، وعليه ف سوف 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 حملة الماهم •
 - ٣ - رأى الفقه فى أنواع الأسهم باعتبار الحقوق التى يمنحها السهم لمالكه •
- ١ - رأى الفقه فى أنواع الاسهم 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 المشبهة 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 لا يصح اصداره شرعاً للأسباب الاربعة التالية :-

- ١ - جهالة المُشتركِ التى قد تؤدى الى أن يكون الماهم فاقد الأهلية ، وفاقد الأهلية لا يصح 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 يؤدى الى اضاءة الحقوق ، فاذا سرقت هذا لمكوك أو غصبت أو فقدت ،

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

٣ - ان هذا الشكل يفضي الى النزاع والخصومة ، وما أفضى الى ذلك يمتنع شرعا لأن در .

المفسدة مقدم على جلب المصلحة (١) .

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

إذا طُورَ وعُدل بصورة تزول معها هذه المخاطر أو تخف كثيرا ، وإذا ما أُحيط بالضمانات

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

الذي يطرأ في شكل السهم كما يلي:-

أ - لا يُعتبر التداول ولا يتم الا في مكاتب الشركة وبعد تسجيل اسم المالك الجديد

والتأكد من توفر الشروط المطلوبة فيه .

ب - أن يُكتب عليها لآمر وتداول بطريق التطهير مع الاحتفاظ لمجلس الإدارة

بالحق في رفض أى شريك غير مستوف للشروط ، مع تحمل المُطَهِّر مسؤولية أى اخلال

بقواعد التداول .

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

وتفقدده ميزة انه لحامله .

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

إذا 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 ١٣٨

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
واسهم 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 المعاصرون على أن الورق النقدى المتداول اليوم يُعدّ فى حكم
النقدين ، جاء فى المجلة " المحكوكات النحاسية الرائجة معدودة عرفا من النقود ، وذلك
لأنها ائتمان اصطلاحا فتأخذ حكم النقود " (٣) أى أن الأمر موكول الى العرف والعرف السائد
يقضى بأن الأوراق النقدية التى تصدرها الدولة تعد 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 ٣٧٢
- (٤) مقررات مجلس المجمع الفقهي الاسلامي لرابطة العالم الاسلامي ، منشورات رابطة
العالم الاسلامي 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 الإحناف وفي ظاهر مذهب الحنابلة أنه لا يصح
الشركة بالعروض مطلقا لأن الربح والخسارة في العروض قد تظهر قبل التصرف فيها ،
كما أن قيمتها غير متحركة القدر فيفضى إلى التنازع . (٣) ويرى الشافعية ومحمد بن
الحسن من الأحناف أنه تصح الشركة في المثليات من العروض وذلك لأن المثلي إذا اختلط
بجنسه ارتفع معه التمييز فأشبه بالنقدين . (٤)

ولعل تطور المعاملات الاقتصادية وظهور دور النقود كوسيط للتبادل ومقياس للقيم
قد قضى على ثمرة الخلاف في هذه المسألة ، وجعل الخلاف شكليا إلى حد ما ، فالواقع
يؤكد أن معظم المشاركات مارت تنجز وفق الحصص النقدية ، كما أن ماتقتضى الظروف
أن يكون عينا توجد 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 تقويما صحيحا في
صورة نقدية وعندها تؤول الحصة العينية إلى حصص نقدية .

(١) مالح 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 واسهم 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 الجائر 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 الى سندات ونحن نرى كما سنوضح
حرمة السندات ، أو ان تختص بحصة في شكل نسبة مئوية من الأرباح تتوفىها أولاً ثم تسوزع
بأقى الأرباح على الأسهم جميعاً بما فيها الأسهم الممتازة .

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

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

كما جاء في الخرشي ((تفقد الشركة اذا وقعت بشرط التفاوت في الربح)) (٢) وفي
منتهى الإرادات ((لا تصح الشركة ان شرط لبعضهم جزء مجهول أو دراهم معلومة)) (٣) وجاء
في المجموع ((اذا شرط التفاؤل في الربح والخسارة مع تساوى المالكين لم يصح العقد لان
شرط ينافى مقتضى الشركة)) (٤) كما يحتوى هذا الامتياز كذلك على ظلم وضرر يقع على
بأقى المساهمين والشرع يمنع من ذلك .

(٢) امتياز يقضى بحق أصحاب الأسهم الممتازة في 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 حق
استرجاع قيمتها كان ذلك منافياً لمعنى الشركة ، (٥) ومناقضاً لقول الرسول صلى

الله عليه وسلم ((الخسارة بالضمآن)) (٦)

(١) ابن الهمام ، فتح القدير ج ٥ ، دار احياء التراث العربى بيروت ص ٤٠٢

(٢) الخرشي على مختصر خليل ، ج ٦ دار صادر ص ٤٥

(٣) ابن النجار ، منتهى الإيرادات ، القسم الاول تحقيق عبد الغنى عبد الخالق مكتبة دار
العروبة ، القاهرة ص ٤٥٦

(٤) النووى ، المجموع شرح المذهب ج ١٤ دار الفكر ص ٧١

(٥) الخياط ، الشركات ج ٢ ، المرجع السابق ص ٢٢٣

(٦) الحديث عن عائشة رضى الله عنها رواه الخمسة وضعفه البخارى لان فيه مسلم بن خالد
الزنجي - ابن حجر ، سبل السلام ج ٢ ، المكتبة التجارية الكبرى مصر ط ٤ ص ٣٥١ ، ٣٥٢ .

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
 المبسوط ((الوضيعة بينهما على قدر رء ووس اموالهما واشتراطهما غير ذلك باطل))^(١)
 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 أسهمه ولما لكة بموجبه حق

(١) الرخسى ، المبسوط ج ١٥١١ - المعرفة للطباعة والنشر بيروت ط ٢ ، ص ١٥٦ ، ١٥٧

(٢) حاشية الدسوقي عل الشرح الكبير ، ج ٣ دار الفكر بيروت ص ٣١٨ .

(٣) مغنى المحتاج ج ٢ ، المرجع السابق ، ص ٢١٥ .

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

(٥) الخياط ، الشركات ج ٢ ، المرجع السابق ، ص ٢٢٤ .

متأخر في ارباح الشركة وموجوداتها •

ونرى أن يعطى المساهم عند تحديد قيمة أسهمه ، القيمة الحقيقية لها ، وبذلك تكون
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 في 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 في 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 في اصول ثابتة - آلات ومباني وأراضى - تصبح بفضل هذا
التداول اموالا سائلة كليا أو جزئيا في أى وقت ، دون الحاجة الى تصفية هذه الاصول الثابتة (٤)
ونرى صحة هذا التداول شرعا تحقيقا لتلك المصالح خاصة وأن أسهم المساهم في الشركة هي
ملك خاص له دون غيره ومن حق المالك التصرف في ملكه بما يشاء ما لم يترتب على هذا التصرف
ضرر باخرين لا سيما وإن هذا الحق مشروط في 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 في 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 إلا في صورة الخلط والاختلاط فإنه لا يجوز إلا بإذنه)) (١) وجاء في رد المحتار ((إذا باع أحد الشريكين في البناء أو الغراس حمته من أجنبي يجوز وكذا من الشريك)) (٢) إذا لم يقع ضرر لأحد الطرفين بالقلع والهدم . واشتروا لسحة البيع إذن الشريك ، وهذا الآن منصوص عليه في عقد تأسيس الشركة ، وراعوا كذلك عدم وقوع ضرر على أي من الشركاء وهو ما تراعيه باستمرار الأنظمة المسؤولة عن تداول الأوراق المالية .

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

كما جاء في مجلة الأحكام الشرعية مادة ١٨٣٦ ((يصح لأحد الشريكين شراء حصة شريكه)) (٤) . وذلك لأنه 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 ممطفي الباب الحلبي ط ١٩٦٢ ص ٣٠١ .

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

(٣) الترمذي ، الجامع الصحيح ج ٢ ، تحقيق محمد فوءاد عبد الباقي كتاب البيوع ، باب ما

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

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

يوسف ص ٥٠٦

(٤) أحمد بن عبد الله القاري ، مجلة الأحكام الشرعية ، تحقيق د. عبد الوهاب أبو سليمان

د. محمد إبراهيم 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 مانعني بتداول الاوراق المالية الا ان البعض يرى عدم جواز ذلك للأسباب التالية : - (٢)
- ١ / اختلاف قيمتها السوقية ارتفاعا وهبوطا ، الامر الذي يحمل معنى الذرر والجهالة 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 اُستُخدمت في أنشطة انتاجية قد تنجح فتقوى من مركز الشركة المالي ، وقد تفشل فيحدث العكس ، وفي كلتا الحالتين تتأثر 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 واحماءات 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 ج ٣ ، باب المساقاة ، ص ١٢٢٩ .

(٢) انظر مثلا : - النبهاني ، النظام الاقتصادي في الاسلام ، ط ٢ القدس ١٩٥٣ 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 تختلف عن قيمته الاسمية ، فربما زادت عنها تبعا لنجاح الشركة ، وربما نقصت لعدم توفيق الشركة . (١)

كما أن الجهالة والغرر المفيدان للمعاملة منتفیان هنا لان موقف الشركة ومركزها المالى وحساب ربحها وخسارتها وكثير من المعلومات المؤثرة 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 اسهمها 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 اتجاهها 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 الماهم فى الشركة او جزءا منه مقابل اورى نقدية . ويمكن أن يقاس ذلك على باب المخارجه التى قال الفقهاء بصحتها والعمل بها ، جاء فى رد المحتار ((اذا اخرجت الورثة احدثهم 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 جنسه ، قل ما أعطوه أو كثر ، لكن بشرط التقابض فيما هو صرف)) (٣)

(١) الخياط ، الشركات ج ٢ ، المرجع السابق ص ٢١٦ .

(٢) انظر ص ٤٠١ من هذا البحث .

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

وجاء في المدونه ((قلت : أرأيت 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 فيبعد اجماعا على جوازه في زمنهم (٢) .

والاصل في جواز التخارج ما روى عن محمد بن الحسن عن ابي يوسف عن حدثه عن عمر ابن دينار عن ابن عباس : ان احدى نساء عبد الرحمن بن عوف مالحوها على ثلاثة وثمانين الفا على ان اخرجوها من الميراث . وقال السرخسي هي تماضر كان طلقها في مرضه فاختلفت الصحابة في ميراثها منه ، ثم مالحوها على الشطر . وكانت له اربعة نسوة واولاد فحظها ربع الثمن ((جزء من ٣٢ جزء من التركة)) فمالحوها 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 المصح 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)) (٥)

(١) الامام مالك ، المدونة الكبرى ، ج ٤ دار صادر بيروت ص ٣٦٢ - ٣٦٤ .

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

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

ص ٥٢

(٤) احمد محبي 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 يكمل 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 الماهمين 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 ما كان 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 ج ٢ ، 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 الأوراق المالية نجد أنها تستهدف الاتي :-

١ / يستهدف القيد الوارد على تداول أسهم الموء سبن حماية المتعاملين مع الشركة من المستثمرين الجدد من التغرير الدعائى غير المستند الى المركز المالى الحقيقى للشركة وجدواها الاقتصادية ، والى تسلافي قيام شركات غير جادة يتخلص موء سبوها 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 دائئى 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 الأوراق 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 بيروت ط ٢ ١٩٧٤ ص ٦١

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

ثانيا : الفقه المالكي

=====

اشترط المالكية لجواز مشاركة المسلم لغيره ان يكون التصرف بيد المسلم والا يخلو غير
 السلم بالمال ، جاء فى المدونة ((قلت : هل تصح شركة النصرانى والمسلم واليهودى فى
 قول مالك ؟ قال لا ، الا ان يكون لا يُغيب النصرانى واليهودى على شئ فى شراء أو بيع
 ولا قبض ولا صرف ولا تقاضى دين الا بحضرة المسلم معهم ، فاذا كان يفعل هذا الذى وصفت لك
 والا فلا)) (٣) •

ويرى بعض المالكية جواز الشركة بين المسلم والذمى مع الكراهة ، وشأن الذمى هذا شأن المتهم
 فى دينه من المسلمين ، ولقد نقل الخطاب عن ابي حبيب قوله ((لا ينبغى للحافظ على دينه ان يشارك
 يهوديا ولا نصرانيا ولا مسلما فاجرا الا ان يكون هو الذى يتولى البيع والشراء ، وانما للآخر
 فيه البطش والعمل)) (٤)

(١) ابن نجيم ، البحر الرائق ج ٥ ، المرجع السابق ص ٤٨٣

(٢) ابن الهمام ، شرح فتح القدير ج ٥ دار صادر بيروت ط ١٣١٦ هـ ص ٨

(٣) الامام مالك ، المدونة ج ٥ الحلبي وشركاه للنشر والتوزيع ص ٢٠

(٤) الخطاب ، مواهب الجليل شرح مختصر خليل ، ج ٥ مكتبة النجاح ليبيا ، ص ١١٩ •

ثالثا : الفقه الشافعي

يرى الشافعية كراهة أن يشارك المسلم غيره ، جاء في المجموع ((يكره أن يشارك المسلم الكافر لما روى أبو حمزة عن ابن عباس رضي الله عنه أنه قال : لا تشاركن يهوديا ولا نصرانيا ولا مجوسيا ، قلت لم ؟ قال لأنهم يربون والربا لا يحل)) (١) . كما جاء في مغنى المحتاج ((ويكره مشاركة الكافر ومن لا يحتز عن الربا ونحوه وإن كان المتصـرف مشاركهما لما في أموالهما من الشبهة)) (٢) .

رابعا : الفقه الحنبلي

يرى الحنابلة جواز مشاركة غير المسلم مع الكراهة أن كان المسلم لا يلي التصرف جاء في شرح منتهى الإرادات ((تـُكره شركة المسلم مع الكافر لأنه لا يأمن معاملته بالربا وبيع الخمر ولا تُكره الشركة مع كتابي لا يلي التصرف بل يليه المسلم لحديث الخلال عن عطاء قال : ((نهى رسول الله صلى الله عليه وسلم عن مشاركة اليهودي والنصراني إلا أن يكون الشراء والبيع بيد المسلم)) . ولا تنفـاء إلـى المحظور بتولي المسلم التصرف)) (٣) . وبعد أن بسطنا أقوال المذاهب الفقهية في هذه المسألة يمكن استنتاج ما يلي :

(١) النووي ، المجموع شرح المذهب ج ١٣ ، الناشر زكريا علي يوسف ص ٥٠٤ . الحديث رواه أبو داود وسكت عنه ورواه الحاكم وصححه وأعله ابن القطان بالجهل بحال سعيد بن الحبان وأعله كذلك بالارسال فلم يذكر أبا هريرة . جاء في المغنى ج ٥ ص ٢ ((قول ابن عباس قول واحد من صحابه لم يثبت انتشاره بينهم ولا يحتجون به))

(٢) الشربيني ، مغنى المحتاج ج ٢ ، دار الفكر بيروت ، ص ٢١٣ .

(٣) البهوتي شرح منتهى الإرادات 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 بمحض من الصحابة فيكون اجماعا (٣) •
- ج - قرر الفقهاء في باب البيوع ان اسلام العاقد ليس بشرط لانعقاد 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 ١٣٥

- 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 آراء المذاهب الفقهية ظهر لنا مايلى :-

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

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

وبذلك فان تحديد القضية عندهم يبنى على أساس وجود العلة وهى 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) ونعقد روء يتنا هذه بايراد القول التالي لابن حزم ((ان مشاركة المسلم للذمى جائزة ولا يحل للذمى من البيع والتصرف الا ما يحل للمسلم ، لانه لم يات قرآن ولا سنة بالمنع

من ذلك • انا ندرى انهم يستحلون الحرام كما أن فى المسلمين من لا يبالى من اين اخذ المال

الا ان معاملة الجميع جائزة ما لم نوقن حراما فاذا ايقناه حرّم أخذه من كافر أو مسلم)) (٢) •

كما جاء فى دليل دار المال الاسلامى ((من ضمن أهداف دار المال الاسلامى توفير

أسس اسلامية مقبولة للتعاون الاستثمارى الكامل مع غير المسلمين بما لا يخالف ما

جاء فى التشريع الاسلامى)) (٣) •

ويجدر أن نشير اخيرا الى أن ولاية التصرف الى جانب الادارة تعنى فى مفهومنا المعاصر تحديد

مجالات عمل الشركة وأنشطتها الاستثمارية فى نظامها الاساسى وعقد تأسيسها ، وتراقب

(١) أحمد محبى الدين ، عمل شركات الاستثمار الاسلامية فى السوق العالمية ، المرجع السابق

ص ص ١٧٢ ، ١٧٣

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

(٣) دار المال الاسلامى ، دليل دار المال الاسلامى 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 نبدى 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 .

وستتناول 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 بمفهوم عامة وفى الشركات بمفهوم خاصة .

٢- شركات تقع عملياتها فى دائرة الحرام

وهى مثل المصارف الربوية وموانع الخمر 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 ١٧٣ - ١٧٦ .

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

يقول الجلال ((اصدار الاسهم وملكيته وبيعها 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

وأعني بها تلك الشركات التي تفتح سلع وخدمات مشروعة مثل شركات الادوية والادوات الكهربائية والسيارات : الخ ولكن وجودها في بيئة رأسمالية قد يو، دي الى أن تمويل عملياتها عن طريق الاقتراض الربوي أو توظيف سيولتها الفاضلة توظيفاً ربوياً قصير الاجل ، أو الى أن يشوب عملياتها الاحتكار غير المشروع أو الغش في التعامل أو أنها تمتد بخدماتها مشروعات محرمة كأن تمتد ممانع الخمور بحاجتها من القوارير . . . الخ وبالطبع فان التحقق من وجود أي من هذه المعاملات في أي من الشركات وان لم يكن ممنوعاً عليه في قانونها الاساسي يجعل من المساهمة فيها أمراً محظوراً اذ ان الملحوظ كالمملفوظ . أما أن لم يلاحظ شيء من ذلك فلا حرج ، الا أن المسلم ينبغي له أن يتخير في مشاركاته ويتقن الشبهات خاصة وأن قرار الاستثمار قرار اختياري ويصدر عادة بعد دراسة عميقة . وبعد بذل الجهد في معرفة حقائق الامور يكفي غلبة الظن لا اليقين ، لان التكاليف مطالب بما يغلب على ظنه ، جاء في المصنفى : -

((وما خفي امره فلم يعلم فالاصل اباحته وحله)) (٢) فان وقع بعد حرصه ومتابعته شيء فلا اثم عليه . يقول تعالى ((ليس عليكم جناح فيما أخطأتم به ولكن ما تعمدت قلوبكم)) (٣) .

(١) غريب الجلال ، النشاط الاقتصادي في ضوء الشريعة الاسلامية ، دون ، ص ٢٣١ ، ٢٣٢ . وانظر بيت التمويل الكويتي ، الفتاوى الشرعية في المائل الاقتصادية ط ١ ١٩٨١ م ص ٩٩

(٢) ابن قدامه ، المصنفى 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 مالکها الحقوق التالية :-

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

٢ - استيفاء قيمتها عند حلول أجلها •

فاذا ما غَضَضْنَا الطرف - مؤقَّتاً - عن الفائدة الثابتة التى يتقاضاها أصحاب هذه السندات ، نجد أنه 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 مــــن 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 يرد بدله)) (٤) •

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

ص ١٦١

(٢) الرخى ، المبسوط 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 ٢ ، المكتبة التجارية الكبرى

ببيروت ، ص ٢٠٠ •

(٤) الشربيني ، 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 الأوراق المالية وبعد أن بيننا أن القصد منها هو اقراض مَصْدِرِ 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 تداول 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 : للدلة 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

فالاحناف 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 لتأخيرها 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 البدلين أو أحدهما)) (٤) •

فاذا ما استرجعنا تعريفنا السابق للسندات يتضح ان الفائدة المشروطة في السند عبارة عن زيادة مشروطة لاحد المتعاقدين من غير عوض لقاء تأخير الدين الى أجل ، وهي 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 الاحناف يرى السرخسى أن الرجل ((ان استقرض 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 ، المغنى ج ٤ ، مكتبة القاهرة ، ١٩٦٩ م ص ٣ •

(٤) الشربيني ، مغنى المحتاج ج ٢ ، المرجع السابق ، ص ٢١ •

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

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

كما فر الميرغنانسى قوله تعالى ((يا أيها الذين آمنوا لا تأكلوا الربا أضعافا مضاعفة واتقوا الله لعلكم تفلحون)) (٢) • بانه الزائد فى القرض والسلف عن المدفوع (٣) • ويرى المالكية انه ((ان كان القرض لنفع المُعطى 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 فى فتح العزيز ((اذا شرط فى الاقراض زيادة قدر اوصفة فسد)) (٦) • اما الحنابلة فيرون ان ((كل قرض شرط فيه أن يزيده 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) السرخسى ، المبسوط ج١٤ ، المرجع السابق ص ٣٠ ، ٣٢ ، ٣٧.

(٢) سورة آل عمران الآية (١٣٠) •

(٣) الميرغنانسى ، شرح بداية المبتدى ، المطبوع مع شرح فتح القدير ج٥ ص ٢٧٤ •

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

انظر شرح القطب للدردير بهامشه ص ٩٧ •

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

(٦) الرافعى ، 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 يجرنفعا فلا يجوز ، لان
القرض عقد ارفاق وقربة فاذا شرط فيه الزيادة اخرجه عن موضوعة ، ولا فرق بين الزيادة فى
القدر والزيادة فى المفعة . جاء فى المبدع وان كان زيادة فى القضاء بأن يقرضه درهمًا
فيعطيه أكثر منه لم يجز لانه ربا)) (١) .
وفضلا عن ذلك فان كثيرا من المفسرين والعلماء يمنعون الزيادة على أصل القرض
وبعدوها ربا .

يقول الجصاص ((الربا الذى 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
الذى 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 الجزيرى قوله
تعالى ((وان تبتم فلکم روء وس أموالکم الخ)) قائلا : ((هذا نص صريح على أن الذى
يستحقه صاحب الدين انما هو راس المال بدون زيادة ما ، وكل زيادة عليه ظلم)) (٥)
ورغم وضوح النص القرآنى فى شأن حرمة الفائدة المقررة على القرض ، الا انه هناك من
حاول ان يحصر ربا الجاهلية المنهى عنه فى القرآن فى صورة واحدة وهى أن يقول المقرض

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

(٢) الجصاص ، احكام القرآن ج ١ ، دار الكتاب العربى ببيروت ص ٤٦٥ .

(٣) يعنى قوله تعالى ((يا أيها الذين امنوا اتقوا الله وذروا ما بقى من الربا ان كنتم مؤمنين
فان لم تفعلوا فآذنوا 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) الجزيرى ، مجلة الازهر القاهرة ، السنة ١٠ ١٣٥٨ هـ ص ٢٩ .

للمقترض عند حلول أجل الدين :-

أتقضي أم تربى ؟ وبهذا الفهم فإن ربا الجاهلية 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 صورته فلا بد لنا من التمييز

بين ربا الجاهلية من جهة وكل من ربا النسيئة و ربا الفضل فربا الجاهلية محرم لذاته تحريم مقامد

وكل من ربا النسيئة و ربا الفضل محرم لا لذاته بل باعتباره ذريعة الى ربا الجاهلية فهو محرم تحريم وسائل (١)

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 (ربا النسيئة هو الذى كان مشهورا

فى الجاهلية ، لان الواحد كان يدفع ماله لغيره الى أجل على ان يأخذ منه كل شهر قدرا معينا

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 بالاناس عند انشاء العقد ، بل ان الحرمة هنا أؤكد وأوجب

كما أن التفريق بين التصرفين تحكيمى ، اذ انهما يحملان ذات المعنى ويؤدىان الى نفس

(١) السنهورى ، مصادر الحق فى الفقه الإسلامى ج ٣ ، دار احياء التراث العربى ص ٢٣٧ ، ٢٤٠

وانظر كذلك

- رشيد رضا ، مجلة المنار ، مجلد ٩ المرجع السابق ، ص ٢٣٥ وتفسير المنار ج ٣ ، 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 اقتراح الكبائر ج ١ شركه مطبعة مطفى البابى الحلبي القاهرة ص ٢٢٢

(٣) الجصاص ، أحكام القرآن ج ١١ 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 الاقتراض 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 يختص اصلا 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 المستقرض 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 ج ٩ دار الفكر بيروت ص ٣٧٣

(٢) الشيرازي ، المذهب ج ١، عيسى البابي الحلبي مصر ط ٢ ١٣١٠هـ ص ٣٠٤ .

(٣) ابن عرفة ، حاشية الدسوقي على الشرح الكبير ج ٣ ، المكتبة التجارية الكبرى بيروت ، ص ٣٠٢

(٤) نظام الدين ، الفتاوى الهندية ج ٣ ، دار المعرفة 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 لسد حاجات القطاع

العائلي الاساسية من غذاء وسكن وملبس الخ • ولا يتولد عنها عائد نقدي •

(١) الكاساني، بدائع الضائع ج٧، دار الكتاب العربي بيروت ص ٣٩٥ - ٣٩٦ •

ويرى هؤلاء ان الاقراض فى الجاهلية كان من أجل سد حاجات الاستهلاك واستغلت فيه حاجة المعوزين والفقراء للقوت والماوى والملبس ففرغت عليهم فوائد متضاعفة ، ولذا استفظته الشريعة الاسلامية لما فيه من استغلال لحاجة المدينين واملاء 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 عائده 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 معبودة 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 ، مؤسسه 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 ج ٣ ، معهد البحوث والدراسات العربيه ط ٣ ١٩٦٧م ص ٢٢٣ وما بعدها .
- و على عبد الرسول ، المبادئ الاقتصادية فى الاسلام ، دار الفكر العربى ، ١٩٨٠م ص ٨١ .

وَيَنْتَقِدُ هذا الرأي من عدة وجوه أهمها (١) :-

١ - ان القرض الذى يجد له مستندا من التاريخ هو ان جزءا ١٠ مهما من القروض الجاهلية كانت فى معظمها قروضا استثمارية ، فالمعامل فى الظروف التى احاطت بالاقتصاد الجاهلى يجد ان القروض كانت ضرورة من ضرورات حياتهم الاقتصادية ، فالطائف - مثلا - كانت تمتد مكة بحاجاتها من المنتجات الزراعية ، كما كانت تجلب منها السلع التى تاتى بها قريش من الشام واليمن ، ويقوى احتمال ان تمويل هذا النشاط التجارى كان تمويليا ربويا 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 التى 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 الجاهلية كانت للاستهلاك والتجارة معا . الا ان الجزء الاكبر منها كان يستخدم فى الاستثمار والتجارة . وتوجس بعض الشواهد التى

(١) لتفصيل وافى فى انتقاد ذلك الرأي 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 ٢٠٣ ، ٢٠٤ .

على ذلك منهم _____ :-

(١) ما روى من أن سبب نزول قوله تعالى ((يا أيها الذين آمنوا اتقوا الله وذروا ما بقى من الربا إن كنتم مؤمنين)) (١) - أن ثقيفا عندما حلت آجال رباهم وكانت على بنى المغيرة المخزوميين بعثوا الى مكة للاقتضاء ، فقال بنو المغيرة لا نعطي شيئا فإن الربا قد رفع ورفعوا أمرهم الى عتاب بن أسيد والى مكة الذى كتب بذلك الى الرسول صلى الله عليه وسلم فنزلت الآية فكتب بها صلى الله عليه وسلم الى عتاب ، فعلمت بها ثقيف فكفت عن المطالبة (٢) .

بل الأرجح ان اقتراضهم كان من اجل التجارة .

(ب) ما روى عن هند بنت عتبة من أنها اقترضت من بيت المال أربعة آلاف تنجر فيها وتضمنها ، فأقرضها عمر بن الخطاب فخرجت الى بلاد كلب ، فاشتريت وباعت ، فلما أتت المدينة شككت الوضيعة ، فقال لها عمر لو كان مالي لتركته لك ولكنه مال المسلمين (٣) .

فهذا دليل على وجود القروض التجارية في بيئة قريش (٤) .

(١) سورة البقرة ، الآية ٢٧٨ .

(٢) القرطبي، الجامع لاحكام القرآن ج٣، مطبعة دار الكتب المصرية القاهرة، ط ٢ ١٩٣٦ م ص ٢٦٣.

- وانظر الفخر الرازي ، التفسير الكبير ج ٧ ، دار الكتب العلمية طهران ط ٢ ص ٨٥

(٣) الطبري، تاريخ الامم والملوك ج ٣، مطبعة الاستقامة مصر، ١٩٣٩م ص ٨٧.

(٤) رفيق المصري ، ربا القرض وادلة تحريمه ، المرجع السابق ، ص ٢٩

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 ما لم يأت مخصص له مــــن كتاب أو سنة يقصره على بعض افراده . ومعلوم كذلك ان نص البقرة لم يخص لا بكتاب ولا بسنة وعليه فالفائدة محرمة على جميع أنواع القروض سواء كانت للتجارة أو للإنتاج أو للاستهلاك ، ولا يصح تخصيص العام بقرض عقلى لا دليل عليه .

٣ - من يرى حل القروض الانتاجية وحرمة القروض الاستهلاكية وحدها لم يفهم شمول المقاصد والاهداف التى من أجلها حرّم الربا . اذ ان واحدا من اهداف ومقاصد تحريم الربا هــــو تنظيم الاستثمار بحيث يشارك راس المال فى 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 هى محل الاستغلال دون القروض الانتاجية أو الاستثمارية امر لا يـسلم من تحكم فى الراى . فالاستغلال يشمل جميع التصرفات التى لا يتحقق فيها التوازن بين طرفى العقد ، ويتحقق هذا المعنى فى القرض الاستثمارى من ناحية سعر الفائدة وأجل القرض وفترة السماح وملاءمة شروط القرض للمناخ الاستثمارى..... الخ

(١) انظر محمد ابو زهرة ، بحوث فى 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 نفى 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 المقرض ، 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 .

(١٤) سورة آل عمران الآية - ١٣ -

(٢) الآمدى ، الاحكام فى أصول الاحكام ج ٢ ، مكتبة ومطبعة محمد على صبيح وأولاده - القاهرة

١٩٦٨ ص ٢١٢ .

- الشوكاني ، ارشاد الفحول الى تحقيق الحق من علم الاصول ، دار الفكر ببيروت ط ١ 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 تغفل 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 وَأَجْرُهُ

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 ((يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا كُتِبَ عَلَيْكُمُ الْقِصَاصُ فِي الْقَتْلِ الْحَرُّ بِالْحَرِّ وَالْعَبْدُ

بِالْعَبْدِ وَالْأُنْثَى بِالْأُنْثَى)) (٣) فان هذا النص وفق مفهوم المخالفة يُستفاد منه ان الذَّكَرَ

لَا يُقْتَلُ بِالْأُنْثَى ، ولكن نصَّ على القصاص بين الذكر والانثى بقوله تعالى ((وَكُتِبْنَا عَلَيْهِمُ

فِيهَا إِنْ نَفْسٌ بِالنَّفْسِ وَالْعَيْنُ بِالْعَيْنِ)) (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 الاسلامية من المصارف الاسلامية 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 التفتيم وتأكييد الحال يقول الشيخ شلتوت :- ((ان الله سبحانه اتى بقوله اضعافا مضاعفة توبيخا لهم على ما كانوا يفعلون وابرزا لفعلهم 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 التحصن ، وان يبيحه لهن اذا لم يردن التحصن (٤) ولكن لئلا يشجعهم وبما يفعلون ويقول لقد بلغ الامر بكم انكم تكرهون فتياتكم على البغاء وهن يردن التحصن)) . ويرى سيد قطب ان الاضعاف المضاعفة وصف لواقع وليس شرطاً يتعلق به الحكم . (٥)

-
- (١) القرافي ، شرح تنقيح الفصول ، تحقيق طه عبد الرؤوف سعد ، مكتبة الكليات الازهرية القاهرة ، دار الفكر للطباعة والنشر ، بيروت ط ١ ١٩٧٣ ص ٢٧٢
- (٢) الشوكاني ، فتح القدير الجامع بين فن الرواية والدراية في علم التفسير ج ١ ، دار المعرفة للطباعة والنشر ببيروت ، ص ٣٨١ ، ٣٨٢ .
- (٣) سورة النور الآية (٣٣)
- (٤) محمد شلتوت ، تفسير القرآن الكريم ، دار الشروق جدة ، ط ١ 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 ((وحرّم الربا)) تحريم جميعها
لشمول الاسم عليها من طريق الشرع)) (٢) .

٢ - أما دليلهم العقلى والخاص بوجود الاستغلال والمفاسد الاقتصادية والاجتماعية فــــــلى
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 تحكمى 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 أضعاف مضاعفة
ولنا فى ديون البلاد النامية خير دليل ، حيث فاق معدل فوائده 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 ليست وصفا تاريخيا فحسب للعمليات الربوية التي كانت واقعة في الجزيرة العربية ، وانما هو وصف للنظام الربوي الحقيقي أيا كان سعر الفائدة)) (١)

ثالثا : حيازة السندات نوع من انواع المضاربة

يرى بعض الفقهاء ان العلاقة بين مصدر السند وحائزه ليست علاقة مديونية أى ليست علاقة مقرض بحق ——— ترضى ، وان العقد الذى بينهما ليس بعقد قرض ، انما هو عقد مضاربة يكون فيه مصدر السند عاملا وحائزه رب المال ، والمضاربة جائزة شرعا والربح الثابت الذى يأخذه حائز السند هو ربح المال وليس فى أخذه ظلم ، اما اشتراط الفقهاء لمحبة عقيد المضاربة بان لا يكون لاحد الشركاء نصيب معين من الربح فلا دليل عليه .

وهذه طائفة من اقوال انصار هذا الرأى :-

يقول الشيخ عبد الوهاب خلاف ((اذا اعطى انسان مائه جنيه لتاجر او مقاول ليعمل بها ففى 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 معينا لا دليل عليه من القرآن او السنة)) (٢) .

وفى بحث قدم للمؤتمر السابع لمجمع البحوث الاسلامية بمصر يقول الشيخ ياسين سويلم ((تحريم هذه الارباح بناءً على انها فوائد قروض مخالف للواقع ، لان هذه الاموال لاتدفع ولا تؤخذ باعتبار انها قروض أو ديون ، وانما تدفع أو تؤخذ باعتبار انها رءوس أموال تستثمر ففى

(١) سيد قطب ، فى 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

— انظر كذلك رأيه عن الايداع فى صندوق التوفير ، نفس العدد ص ٨٢٣

مشروعات تجارية . وهذه المعاملة من قبيل القراض (١) وهو جائز شرعا ، اما شروطه المعروفة في كتب الفقه فهي شروط اجتهادية مُستنبطة 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 اشار به ضرر باحد عاقديه ويقول ((من رأينا أن نظام استحداث شهادات الاستثمار جائز ، ويمكن تطبيق ذلك بصورة عامة على السندات التي تصدرها الدولة (٣) .

ويوافق هؤلاء الشيخ محمد رشيد رضا حيث يقول ((لا يدخل في الربا الجلى من يعطى آخر مالا ليستغله ويجعل له من كسبه حظا معينا ، لان هذه المعاملة نافعة للعامل ولماحب 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 لمجمع 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

الاساسي في القرض هو أن يأخذ الشخص مالا من شخص آخر وتصبح ذمته مشغوله بمثلث و بزيادة

، وهذا تماما ما يقع عند تداول السندات (١) . وهذه التغطية فطن الى امكانيه حدوثها ائمة

الفقه الاسلامي منذ قرون ، فقد جاء في رد المحتار ((ومن سبيل الضمان ان يقرضه المال الا

درهما ثم يعقد شركة عنان بالدرهم وبما أقرضه على ان يعمل والربح بينهما ثم يعمل المستقرض

وحده ، فاذا هلك المال فالقرض عليه)) (٢) .

وجاء في 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 في شرح الزرقاني ((قال مالك في رجل ألفت رجلا مالا ثم ساله الذي تسلف المال ان يقره

عنده قراضا ، قال مالك لا أحب ذلك حتى يقبض ماله منه ثم يدفعه اليه قراضا ان شاء أو يملكه)) (٤)

كما جاء في 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 في ذمته لعدم ملك رب الدين

له إذن ، فان اشترى في هذه الصور بالدين شيئا للمضاربة فهو للمشتري له ربحه وعليه خسارته)) (٥)

(١) انظر محمد باقر الصدر ، البنك اللاربوي في الاسلام . دار المعارف للمطبوعات ببيروت

ط ٨ ١٩٨٣ م ص ص ١٦٢ ١٦٣ .

(٢) ابن عابدين ، رد المحتار ج ٥ ، مصطفى البابي الحلبي مصر ط ٢ ص ٦٤٦

(٣) تكملة ابن عابدين المطبوع مع المرجع اعلاه مباشرة ، ص ٦٤٦

(٤) الزرقاني ، شرح الزرقاني على موطأ الامام مالك ج ٣ ، المكتبة التجارية الكبرى

ببيروت ١٩٢٢ ص ٣٥٠

(٥) البهوتي ، 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 اخل بشرط جوهرى من شروط المضاربة وهو ضرورة ان يكون الربح نسبة شائعة بين العامل ورب المال وهذا شرط منصوص عليه فى كل المذاهب الفقهية المشهورة ، حيث يرى الاحناف انه ((اذا شَرَطَ المضاربان ان يكون لاحدهما ١٠٠ درهم من الربح قل او كثر والباقي 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 ينفرده به من الربح (٢) ويرون ان اشتراط ربح لصاحب المال يعنى انتقال المال من امانته الى الذمة ، وان لم ينفذ العامل الضمان على نفسه يكون قراضاً فاسداً (٣)

قال مالك ((لا ينبغى لصاحب المال ان يشترط لنفسه شيئا من الربح خالما 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 جُمِعَ نصيب احد الشركاء دراهم معلومه بطلت المضاربة ، 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 والشافعى وأبو ثور وأصحاب الراى)) (٦)

(١) الكاسانى بدائع الصنائع ج ٦ ، دار الكتاب العربى بيروت ط ٢ ١٩٧٤ ص ٨٦ .

(٢) الدسوقي ، حاشية الدسوقي على الشرح الكبير ج ٢ ، المرجع السابق ص ٤٦٨

(٣) ابن جزى ، المالكى ، قوانين الاحكام الشرعية ، دار العلم للملايين بيروت ١٩٧٤ ، ص ٣٠٩

(٤) الزرقانى ، شرح موطأ الامام مالك المرجع السابق ص ٣٥٠ .

(٥) البهوتى كشف القناع ج ٢ ، المرجع السابق ، ص ٤٩٧

(٦) ابن قدامه ، المغنى ج ٤ ، 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 التشكيك 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 يُعْث 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 نابع من عدم ادراك لمقدم الشارع من هذا الشرط . فهذا الشرط من الشروط التى قصد بها ان تجرى المعاملات المالية وفق قاعدة يجب ان تظل 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 تتجاوزه النظم الاقتصادية الرشيدة التى ترفض ان تبني 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 الفـروقات

(١) الشربىنى ، 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)

التالية :-

١ . الشركه عقد يلتزم بمقتضاه شخصان او أكثر بالمساهمه فى مشروع مالى بتقديم حصة من مال او عمل او كليهما لاقتسام ما قد ينشأ عن هذا المشروع من ربح او خسارة ، ويتحمل الشريك الربح والخسارة ولا يجوز الاتفاق على خلاف ذلك ، اما المقرض فلا يتحمل أى خسارة اذا لاشأن له بها .

٢ - يشترط القانون حدا اعلى لسعر الفائدة على القرض لا يجوز الاتفاق على نسبة اكبر منها وهى كمثال فقط اذا ان هذه الحدود العليا لسعر الفائدة قابلة للتغير ، ٧٪ فى القانون المدنى المصرى والعراقى و ٩٪ فى القانون المدنى السورى (١) هذا الا شترط لا ينطبق على الشريك الذى من حقه قانونا ان يشترط حمة كبيرة من الارباح .

٣ : من حق المقرض ان يرد القرض قبل ميعاد استحقاقه ، اما فى الشركات فلا يمكن للشريك المطالبة بانهاء الشركة قبل موعدها المحدد ، (٢) الا فى حالات محدده تتطلب شروطا معينة وليس فقط لمجرد رغبة احد الشركاء .

رابعاً : اباحة السندات استنادا على مبدأ الضرورة

يرى البعض ان المصارف والاسواق المالية وشركات التأمين هى محور النشاط الاقتصادى فى العالم اليوم ، كما ان المعاملات التجارية والاستثمارية لا بد لها ان تمر بصورة او اخرى عبر هذه الموء سات والتى تشكل الفائدة عمب نشاطها ، وتلعب كذلك نفى الدور بالنسبة

(١) السهنورى ، مصادر الحق فى الفقه الاسلامى ج٣ ، معهد البحوث والدراسات العربية

ط٣ ١٩٦٧ ص ٢٤٤

(٢) علاء الدين خروفة ، عقد القرض فى الشريعة الاسلامية ، موءسة نوفل بيروت

ط١ ١٩٨٢ ص ١٤٦

للانشطة الحكومية •

ويرون كذلك ان جذب مدخرات الافراد لا يتم الا بعد تحفيزهم بعائد ثابت يغريهم بالتنازل موء قتا 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 فى موقف اضطرار حيال التعامل بالفائدة خاصة وانه من المقرر فقها ان الضرورات تبيح المحظورات ، والاسلام منع الحرج فى الدين ، يقول تعالى ((فمن اضطر غير باغ ولا عاد فلا اثم عليه)) (١) كما انه صدر عن موء تمر مجمع البحوث الاسلامية الثانى 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 الراى بما يلى :-

١ - الاستدلال بقوله تعالى ((فمن اضطر غير باغ ولا عاد فلا اثم عليه)) لا يسلم فى هذا المقام فلقد اجمع الفقهاء على ان الضرورة المبيحة لتناول المحرم هى تلك التى يخاف الفرد على نفسه الهلاك ان لم يتناول المحرم علما او ظنا او خوف الموت • (٣) فهل مثل هذه الضرورة موجودة فى الامثلة التى سبقت لتبرر جواز التعامل بالفائدة ؟ فعلى سبيل المثال لا يُعتبر من معانى الضرورة ان يستثمر الفرد امواله فى السندات تفضيلا للعائد الثابت خوفا من المخاطرة ، علما

(١) البقرة الآية ١٧٣ •

(٢) انظر علاء الدين خروقة ، عقد القرض فى الشريعة الاسلامية ، المرجع السابق ص ٢٨٥

- والسنهورى ، مصادر الحق فى الفقه الاسلامى ج٣ ، المرجع السابق ص ٢٦٩ - ٢٧٠

(٣) انظر ابن قدامه - المغنى ج٨ مطبوعات رئاسة ادارة البحوث العلميه والاقتاء والدعوة

والارشاد - السعودية - ص ٥٩٥ م ٥٩٦

- الشربينى - مغنى 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 لتمويل 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 يمكن استصحاب دلالة باقتضاها ما يباح 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 مخمة الى اكل الميتة او لحم الخنزير وهذا باطل بالتصور والواقع ، (٢) يعلق المودودي على مثل هذه الدعوات بقوله ((انهم يظنون ان هنالك في ملكوت الله خطأ لا بد منه ، وان فيه نوعا من الحق لا يمكن العمل به ، ومعنى ذلك اننا نعيش في نظام فاسد علق فيه بعض حاجتنا الاساسية بالاطفاء والمفاسد)) (٣) .

٣ - من ضوابط الضرورة انه يتعين على المضطر مخالفة الاوامر او النواهي الشرعية بحيث لا يكون هنالك وسيلة اخرى من المباحات لتحقيق الغرض . (٤)

(١) ابن قدامه ، المغنى ج ٨ 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 ط ٤ ١٩٨٥ ص ٦٩ .

يقول الفقهاء ((اذا وجد 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 وجد 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 الموءسات والشركات والمصارف الاسلامية والتي امتد نشاطها الى خارج العالم الاسلامي ، (٢) وقد حققت من النجاح ما جعل الاقبال عليها لا يتركز على العاطفة الدينية وحدها ، بل ارتكز الى جانب ذلك على اساس قوى من الآداء العملي الذي 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 الرأسمالية الربوية دون ان يحس باى حرج ديني ، وهؤلاء مثل الذين لا يسمحون لمذخراتهم 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 (٣) بشأن الربا مجمل . والمجمل يعرفه القرافي

(١) الشربيني ، مغنى المحتاج ج٤ المرجع السابق ص ٣٠٧

(٢) لا يعتبر المستثمرون في البلدان التي ليست بها مصارف ومؤسسات 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 محتملاته
 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 ، ليست مراده اذ ليست 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
 وليست 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
 فرته 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 البيان
 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 فتوفي صلى الله عليه وسلم ولم يفسرها)) (٢) •

وكما اشرنا من قبل فان فريقا من الناس يريد ان يتكئ على اقوال بعض الفقهاء باجمال النص بشأن الربا في القرآن ليوهم درجة تحريم ربا القرض حتى يمكن تجاوزه بمقتضى بعض القواعد العامة كالحاجة والمصلحة الخ •

وهناك فريق اخر يرى ان الربا المحرم بنص القرآن 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 القرآن (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 قالقى اليهم وجوه الربا المحرمة في كل مقتات وضمن الاشياء مع الجنس متفاضلا)) (٤) •

ويرى اصحاب هذا الراى انه اذا خرجت الكلمة من معناها اللغوى الى معناها الشرعى فان الذى يبين ذلك المعنى ليس الحديث وانما هو الواقع الذى كان الناس يتعاملون به • والربا كلمة كانت تطلق على نوع من انواع المعاملات لم تكن مجهولة لاحد من الناس ولما جاء النص القرآنى 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) الجصاص احكام القرآن ج ١ دار الكتاب العربى بيروت ص ٤٦٤ ، ٤٦٥ •

(٢) ابن رشد ، المقدمات ، المرجع السابق ص ٥٥ •

(٣) النووى ، المجموع شرح المذهب ، ج ٩ المرجع السابق ص ٣٩١ •

(٤) ابن العربي ، احكام القرآن ج ١ ، تحقيق على محمد البجاوى دار احياء الكتب العربية

عيسى البابى الحلبي ، ط ١ ١٩٥٧ ص ٢٤٣ •

التحريم ، وهذه الحاجة تبدأ شخمية ذاتية ثم تنتهي الى ان تكون عامة شاملة)) (١) ثم يخلص الى النتيجة التالية ((في نظام اقتصادي رأسمالي كالقائم اليوم ، روء وس الاموال فيه مملوكة للأفراد تعتبر القروض الربوية هي 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 الاستاذ الفاضل يجدر بنا الإشارة الى ان الحاجة تختلف عند الضرورة من حيث درجة الاحتياج الى الشيء ومن حيث اثر ذلك في 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 في بيع الغرايا وفي عقد السلم . (٣)

ونحن نختلف مع الدكتور السنهاوري في الاساس الذي بنى عليه رأيه وهو التفريق بين ربا القرض و ربا الجاهلية و ربا النسيئة ، اذ انه تفريق تحكيمي لم يستند فيه الى اي نص ولا منطق مقبول ، ولقد سبق ان اوضحنا ان فائدة القرض ينطبق عليها تعريف الفقهاء للربا في 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 أي من القواعد العامة كالحاجة مثلاً .

كما أن الدكتور السنهاوري ذهب الى هذا الرأي في محاولة ليجد حلاً لبعض المشكلات التي خلفها النظام الرأسمالي وهي ليست مشكلات تتعلق باداء النظام الاقتصادي الاسلامي وقد نجد له العذر ان ادركنا انه قال بهذا الرأي في وقت لم تلح في افقه أية بادرة نحو

(١) السنهاوري ، مصادر الحق في الفقه الاسلامي ج٣ المرجع السابق ص ٢٤٠ ، ٢٤١ ، ٢٤٢ ،

(٢) المرجع السابق مباشرة ص ٢٤٤

(٣) محمد فاروق النبهان ، مفهوم الربا ، المرجع السابق ص ٨٦

اقامة مؤتمرات اقتصادية اسلامية تقود تحرير معاملتنا 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 في نظام رأسمالي كالنظام
القائم اليوم ، فان تغير هذا النظام - ويبدو أنه في سبيله الى التغير - يُعاد النظر
في تقدير الحاجة ويعود الربا الى أصل التحريم ، (٢)

ب - القول بأن المصلحة تبيح التعامل بالقروض الربوية

يرى البعض اباحة اصدار وتداول السندات للمصلحة التي تعود على الفرد والدولة
حيث تيسر تمويل المشروعات التنموية والانشطة التجارية وتكفل سير المرافق الخدمية ،
خاصة وان المصلحة المرسله دليل من الادلة الشرعية التي يجب العمل بها . (٣)
ويمكن الرد على اصحاب هذا الرأي من وجهين ، اولهما فقهي وآخر اقتصادي وذلك
على النحو التالي :-

الوجه الاول :-

المصلحة المرسله هي المصالح الملازمة لمقاصد الشارع الاسلامي ولا يشهد

- (١) التغير الذي يشير الدكتور الى امكانية حدوثه ، صرح بانه سيكون نحو النظام الاشتراكي ،
ولكن التغير الذي بدأ يحمل حقيقة كان نحو النظام الاقتصادي الاسلامي ولقد كانت نبوءة
اواخر الخمسينيات ان يتحول الاطار السياسي والاجتماعي في الدول الاسلامية نحو الاشتراكية
الا ان الواقع يشير - وبحمد الله - الى بداية التحول نحو الاطار الاسلامي .
- (٢) السهوري ، مصادر الحق في الفقه الاسلامي ج ٣ المرجع السابق ص ٢٤٤ .
- (٣) معروف الدواليبي ، مؤتمرات الفقه المنعقد في باريس ١٩٥١
- انظر العبادي ، موقف الشريعة الاسلامية من المصارف الاسلامية المعاصرة المرجع السابق
ص ١٣٧

- و محمد يوسف موسى ، الاسلام ومشكلاتنا المعاصرة ص ٦٣ نقلا عن محمد عبد المنعم خفاجي
الاسلام ونظريته الاقتصادية دار الكتاب اللبناني بيروت ط ١ ١٩٧٣ ص ١٨٧

لها أصل خاص بالاعتبار أو الإلغاء)) (١) وهو أصل مختلف فيه فلم يقره الاحناف والشافعية وأدخلوه في باب القياس ، ويرون انه ان لم يكن للمصلحة نص يمكن ردها اليه فانها ملغاة لا تعتبر . ويرى المالكية والحنابلة ان المصالح المعتبرة 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 ملغاة 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 اشهر هذا الاقتراض الربوي تمثل فيما يلي :-

اولا : تعثر التنمية الاقتصادية . وذلك من خلال العوامل التالية :

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 ج ٢ ، المكتبة التجارية الكبرى ص ١٢٩ ، ١٣٥

السويس بـ ٤ مليون جنيه^١ 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 عُرِضَتْ على اهل العقل تلقوها بالقبول)) (٣) ٠ فان الامر عرض عليهم وتلقوه بالرفض ولم يقبلوا ان تكون القروض الربويه جالبه للمصلحة ، وهنا يثبت الواقع المعقوله 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 عدداً 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 ٣٨٠

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 ١٣٤٩ الى ص ٤٠٢

(٣) الشاطبي ، الاعتصام 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 اجر (٣)

وهذا الاتجاه يوميء الى اثار ضاره لنظام الفائدة لم يكن من الممكن في ظل الاوضاع السائدة

الفكاك منه بمفة 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 ط / 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 مكوك 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 تأسيسها •
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 هؤلاء مالا نقديا
أو عينيا ولم تُقَوِّمَ 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 المرزوقي ، 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 يجعل جائر 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 تأسيس تأخذ 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 ومكتبتها - القاهرة ط٦ ١٣٨٠ ص ٢٢٣

(٣) صالح المرزوقي ، شركات المساهمة ، المرجع السابق ص ٢٨٢ .

(٤) المرجع السابق مباشرة ص ٣٨٣

حـ الخياط ، الشركات ج٢ ، المرجع السابق ص ٢٢١

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 صلب 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 صفاتها وشروطها كما وردت فى ظهر
المكوك نفسها ومن المحاضر الخاصة بالجهة الممثلة لها وهى دار المال الاسلامى . (١)

وذلك على النحو التالى ثم نعلق عليها بعد ذلك .

أولا : مكوك المضاربة الاسلامية الثانية

صك المضاربة الاسلامية الثانية هو صك مضاربة لحامله مدته ٥ سنوات من أول يونيو

١٩٧٩ الى أول يونيو ١٩٨٤ ميلادية . ويرفق بكل صك أربعة قسائم

(١) انظر محمد خاطر محمد الشيخ ، الفقه الاسلامى والمعاملات المالية المعاصرة ج ١ ،

مطابع الاهرام التجارية مصر ، ص ١١٤ وما بعدها .

مرقمة على النحو التالي :-

القيمة رقم (١) تاريخ استحقاقها من اول يونيو ١٩٨٠

1981 " " " " " " (2) " "

1982 4 6 6 6 6 6 (3) 4 6 6 6

1983 " " " " " " " (Σ) " " " "

وليس بها إشارة لاي عائد او ربح لان ذلك فى علم الله • فاذا ظهر ربح امكن لرب المال بموجب هذه القوائم مرتبة فى نهاية العام المدون بها ان يصرف نصيبه فيما رزق الله من ربح • وقضى السنة الخامسة (نهاية المضاربة) يصرف رب المال مبلغ المك الذى دفعه مع ما يرزق الله به من ربح عن العام الخامس ، أو ناقصا ما مُنى به من خسارة وبذلك تنتهي المضاربة •

ونورد فيما يلي اهم شروط صكوك المضاربة هذه وهى :-

١ - يتعهد المضارب (وهو هنا الشركة الاسلامية للاستثمار الخليجي) بالحفاظ

على أموال شركة المضاربة مستقلة عن أمواله .

٢ - يتكون رأس المال المبدئي لشركة المضاربة من الاموال المقدمة اليها كما همة

فيها والممثلة في صكوك المضاربة والاموال المقدمة اليها كقروض والممثلة في

مكوك القرض • (١)

٣ - يتعهد المزارب باستثمار الاموال المقدمة كقروض أو كمساهمات لصالح شركة

المصاربة في أوجه الاستثمارات التالية :-

أ - عمليات الشراء والبيع المتوازية في الحال للسلع بالأسعار المعلنة

في الاواق العالمية

ب - عمليات الصرف المتوازية في الحال للعملات المختلفة بغيرها

- من العملات بالأعار العائدة المعلنة في الاوراق العالمية .

(١) يُرْفَق عادةً بصك المضاربة مك قرض لحامله مأذون في استعماله لصالح شركة المضاربة ويحدد

بـالكامل في تاريخ السداد دون فائدة أو ربح ، ومدة القرض هنا ٥ سنوات .

ج - شراء المعدات والآلات وتأجيرها خلال مدة المضاربة للموء سات الكبرى

وبيعها فى نهاية المدة لمالك المضاربة .

٤- ما يرزق الله به من ربح يوزع سنويا كالآتى:-

٩٠ ر - الربح لحملة مكوك المضاربة بنسبة مساهمة كل منهم و ١٠٪ 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 يستطع توييق أسهمه للسدى المشروع طول عمره . حيث يسترد حامل المك مبلغ مساهمته بعد خمس سنوات فقط مــــن تاريخ بداية المضاربة . كما أن فى قابلية المك للتداول فرمه له لتغيير استثماره قبــــل نهاية الخمس سنوات .

كما فى ابتكار هذا النوع من الاوراق تنويع لادوات الاستثمار وإضافة تنــــثرى 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 لينشئ استثمارات غير منتجة كتمويل عمليات التجارة ، ومضرة احيانا

بالاقتصاد القومى مثل المضاربة فى العملات والسلع كما ظهر من استعراض أوجه استثماراتها

٢ / أجل المك وهو ٥ سنوات لا يسمح بإقامة مشروعات حيوية تخدم الاقتصاديات المحلية كما أنه لا يجعل من المك أداة استثمارية طويلة الأجل بالفعل تنوع من الأدوات المطروحة في السوق .

٣ / المك لحامله ، ومعظم الفقهاء لا يجيزون ذلك للجهالة والتنازع وبيع الحقوق .

٤ / اقتران مك المضاربة بمك القرض بما يشبه عقد الإذعان أمر لا نجد له مبرر اقتصادي أو شرعي ، وبالإمكان زيادة رأس مال المضاربة بإصدار المزيد من المكوك .

ثانيا : مكوك مضاربة الموء سات المالية

وهي مكوك لمدة خمس سنوات أصدرتها الشركة الإسلامية للاستثمار والقيمة الاسمية

لكل مك ١٠٠ ألف دولار أمريكي .

وتتشابه شروط مكوك المضاربة للموء سات المالية مع شروط مكوك المضاربة

الثانية الى حد كبير ، إلا أنها تفتقر عنها بما يلي :-

أ - لحاملي هذه المكوك من الموء سات المالية الحصول على نصيبها فيما يرزق الله به من ربح كل ثلاثة اشهر .

ب - يجوز لحامل المك استرداد قيمة ما همته متى شاء بعد مرور ثلاثة اشهر ، متضمنة ارباح تلك الفترة ان وجدت

ج - لا يجوز لحامل المك ان ينقل ملكيته الى الموء سات مالية أخرى .

ولا شك ان هذه المكوك تعتبر اساسا طيبا لتنفيذ الدعوة الى تعاون المصارف والموء سات

الاقتصادية الإسلامية من أجل إقامة مشروعات انتاجية تخدم خطط التنمية الاقتصادية

في البلدان الإسلامية تكون الاسواق المالية محل الاكتتاب في إصداراتها وميدانها لتداول

مكوكها 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 المضاربة ، 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 • وللمشارك 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 دافعى السيولة والربحية ونظرا لان الرغبة فى السيولة هو احساس نفسى اكثر منه حاجة عملية فان الماهم سوف تستمر ماهمته فى المضاربة طالما هي ناجحة ويكون مطمئنا تماما الى سيولتها شبه الكاملة •

(٢) لن يكون هناك فارق كبير بين القيمة الاقتصادية الحقيقية للمكوك واسعار 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 الاسلامية الجدية نود ان مثل هذه الاجتهادات وغيرها يمكن تطويرها فى اتجاهين اساسيين هما :-

١- الاتجاه الاول : خلق الاداة المنتجة للتنمية الفاعلة التى تدنق محسوسا وتلجى

رغبة البلدان الاسلامية فى التنمية والتطور لا مجرد وائظ مالية

وفق النموذج الغربى تهدف الى اثراء موءسات بعينها وافراد

فى مجال التجارة والمضاربات •

الاتجاه الثانى : ان تكون هذه الادوات ذات جاذبية ومرونة تقنع المدخرين وتخفيريهم منها

وعائدا •

الباب الثالث

هياكل 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 نوكدها الى مبادئ الاسلام العامة مثل تحقيق المصلحة وضرورة الاتقان وعدم الاضرار وفق الظروف الاقتصادية السائدة من غير حاجة الى اطلاق احكام فقهية بالمحبة 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 المصارعة بها

الفصل الاول

الهيكل الادارى لسواق الاوراق المالية ونظام السمرة بها

نتناول في هذا الفصل طرق ادارة اسواق الاوراق المالية ونظم السمرة بها وراى الفقه الاسلامى فى نظام السمرة المعمول به فى مختلف اسواق الاوراق المالية العالمية ، وذلك على النحوالتالى :-

- المبحث الاول : الهيكل الادارى لسواق الاوراق المالية -

- المبحث الثانى:نظام السمرة فى اسواق الاوراق المالية •

المبحث الثالث : رأى الفقه الاسلامى فى نظام السمرة المعمول بها فى 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 بمسئولييه 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 بصلاحيات واسعة جداً وتتفرع عنه عدة مصالح فرعية للإشراف على تنظيم العمل وهى:-

Board of Government

Chairman

President

(١)

(٢)

(٣)

على سلامة تكوين وإداء الشركات المساهمة (١)

أما سوق فرانكفورت فيدار بواسطة مجلس محافظين يتكون من ٢٢ عضواً ويُنتخب أعضاؤه كل ثلاثة سنوات ، وتنحصر مهمته في قبول تسجيل الشركات والأفراد 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) أما سوق طوكيو للأوراق المالية وهي على شكل شركة مساهمة تاهم فيها مؤسسات الوساطة المالية برأسمال قدره ١٤٠ ألف دولار أمريكي لكل مؤسسة عضو . وتخضع السوق لإشراف وزارة المالية وتدار بواسطة مجلس محافظين مكون من ٢١ عضواً على التفصيل التالي :-

١ - اثنا عشر عضواً يجري انتخابهم من بين ممثلي الأعضاء العاديين . (٣)

٢ - خمسة أعضاء دائمين يحظر عليهم تداول الأوراق المالية

٣ - أربعة أعضاء يُنتخبون لتمثيل جمهور المستثمرين .

ويتمتع مجلس المحافظين بصلاحيات إصدار اللوائح والتشريعات المتعلقة بعملية التبادل في السوق ، ولتنظيم نشاط الشركات الأعضاء في السوق ، كما له صلاحية فصل أو تجميد نشاط أي من الأعضاء من أجل المحافظة على مستوى من السمعة الحسنة ، وخلق التجانس بين أعضاء

(١) Stonham Paul, Major Stock Market of Europe, Gower Publishing Company Limited 1981 P 225 .

- و أحمد السيد جابر ، بورصات الأوراق المالية ، المرجع السابق ص ١٢٦ ، ١٢٧

(٢) صغفق الركبي ، الأسواق المالية العالمية وأنظمة التداول بها ، محاضرات دورة تدريب الوسطاء ، سوق الكويت للأوراق المالية ، ص ٣

(٣) تتكون عضوية سوق طوكيو للأوراق المالية من :-

أ - أعضاء عاديون وهم عبارة عن شركات مالية ينحصر عملها في شراء وبيع الأسهم في ردهة السوق

ب - أعضاء إسياتوري ، وهم شركات تعمل كوسيط بين الأعضاء العاديين ويتخصص كل منهم

في سهم أو أسهم معينة ولا يُسمح لهم بالعمل لحسابهم الخاص .

السوق ؛ كما انه مخول لرسم السياسة العامة للسوق وينتخب مجلس المحافظين بأغلبية ثلثي اعضائه رئيسا تنفيذا للسوق لا يُسمح له بممارسة الاعمال المتعلقة بشراء وبيع الاوراق المالية طوال مدة رئاسته .

ويمارس مجلس المحافظين مهامه عبر اللجان التالية وهى :-

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 ١٢٣ عضوا محليا و ١٢ عضوا خارجيا ، ويبلغ رسم العضوية ٥ الاف دولار هونج كونج ، واشترك شهرى قدره ٥٠ دولار هونج كونج . ويدير 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 :-

ممثلا عن المصارف وممثلان عن السماسرة وممثل عن الشركات الماهمة 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 ٢ ، ٤ .

ولجنة التأديب (١) •

وتسمى سوق الأوراق المالية بالمغرب بـ ((بورصة القيم بالدار البيضاء)) وهي مؤسسة اعتبارية تتمتع بالاستقلال المالي وتخضع لرقابة وزارة المالية ، ويرأس الجهاز التنفيذي لها مدير يُعين بمرسوم ملكي ، وتدار من قبل مجلس إدارة مكون من عشرة أعضاء يمثلون مختلف القطاعات الاقتصادية الرئيسية • ويخضع تنظيم سير السوق إلى مكتب فني مكون من ستة أعضاء برئاسة ممثل بنك المغرب ، ومن ضمن اختصاصات هذا المكتب وضع نظام داخلي للسوق ، وتقرير إدراج الأوراق المالية في المعاملات وشطبها ، والقيام بالرقابة على الوسطاء والتأكد من مدى تقيدهم بالقوانين واللوائح والأنظمة • (٢)

المطلب الثاني : لجان اسواق الأوراق المالية :

وبعد ذلك الاستعراض السريع لشكل ومهام الإدارة العليا لاسواق الأوراق المالية في عدد من دول العالم ، والذي غطي تقريبا كل القارات وأهم الاسواق المالية ، نعود لنذكر بشيء من التفصيل أهم اللجان الفرعية التي تساعد الإدارة العليا في تنظيم عمليات التبادل في اسواق الأوراق المالية وقد تختلف مسميات هذه اللجان من سوق لآخر ، إلا أن المهام التي تؤديها تتماثل إلى حد بعيد وأهم هذه اللجان ، اللجان التالية :-

١ - لجنة التأديب :

تختص لجنة التأديب بالنظر فيما يقع من مخالفات لأحكام وقوانين السوق ولوائحها وبالنظر في المسائل التي تمس حسن سير العمل واستتباب النظام في السوق • وتنظر اللجنة في هذه المسائل بمبادرة منها ، أو بناءً على شكوى مقدمة من أي طرف ، أو بطلب من إدارة السوق

(١) مراد كاظم ، البورصة ، المرجع السابق ، ص ٧٤ ، ٧٥ •

(٢) دراسة الهيئة العربية لضمان الاستثمار وسوق عمان المالي عن اسواق الأوراق المالية العربية

المرجع السابق ، ص ٣٤٨ •

او من طرف حكومى مخولالخ • 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 •

وتتألف 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 يندر ان يرفض احد حكمها نظرا للخبرة القانونية والعملية للقائمين بامرها ، الامر الذى يجعلهم على استعداد لتفهم النزاع والبت فيه بما لا يحوّل اى طعن غالبا • كما ان اللجنة نفسها غير ملزمة بالفصل فى المنازعات حتى ولو كان الامر برضاء الطرفين وذلك اذا ما رأت 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 يذكر مبلغ ورقم آخر 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 عملياته

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 تلك

الاوراق • فاذا ما قررت قبولها مثلا عمدت الى ادراجها في الجدول بعد ان تقوم الشركة المعنية

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 فتنبض بعض لوائح اسواق الاوراق المالية

على ان يكون القرار مسببا ، الا انها تسمح للشركة ذات الشأن ان تطعن في القرار امام محاكم

مختصة لتفصل في الامر بصورة نهائية • كما انه يجوز بصفة عامة لاي شركة يلحقها ضرر نتيجة

لاحساسها بتحميل 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 يجمع على 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 سمياتها - فى معظم اسواق الاوراق المالية وتراقب هذه اللجان صحة تنفيذ القرارات واللوائح ، وحن اتباع الانظمة ، وتراقب نشاط التداول فى القاعة ، وتتأكد من درجة التزام السماسرة بتنفيذ اوامر عملائهم ، وتراجع حساباتهم وتتأكد من عدم ممارسة السماسرة غير المسموح لهم بالمناجرة لحسابهم الخاص لهذا العمل . كما تتأكد 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 ٨٦ ، ٨٧ .

- مقبل جميعى ، الاسواق والبورصات ، المرجع السابق ، ص ٢٧٤ .

(٢) انظر الى الجزء الخاص بنظام السماسرة فى اسواق الاوراق المالية من هذا البحث .

المبحث الثانى

=====

نظام السمرة فى اسواق الاوراق المالية

=====

نعنى بنظام السمرة تلك الاسس والقواعد التى تُنظم على اساسها مهنة السمرة فى اسواق
الاوراق المالية ، والقيود التى ترد على ممارستها ، وقواعد اختيار القائمين بها وحدود صلاحياتهم
..... الخ . مما سوف نوضحه لاحقا .

ويكون هناك تداخل فى تناولنا لهذا الموضوع بين ما هو قائم فعلا وبين رؤانا لما يجب
ان تكون عليه مهنة السمرة فى اسواق الاوراق المالية ، علما بان بعض هذه الرؤى قد تكون
متوحاة مباشرة او غير مباشرة من بعض النظم التى تعمل وفقا لها بعض اسواق الاوراق المالية
القائمة .

كما اننا سنعرض وبتفصيل راي الفقه الاسلامى فى مبدا مزاولة مهنة السمرة ، وفى بعض
القواعد التى ارتضيت لتنظيم هذه المهنة حتى نقر ما لا يتعارض مع الشرع الاسلامى ونستبعد
ما نرى عدم صحته شرعا .

اما النظم التى يقصد بها تطوير عمل هذه المهنة فى غير ما تعارض مع قواعد الشرع الاسلامى
فوف نقترحها ونقرها دونما حاجة الى البحث عن اصل فقهي لها باعتبارها داخلة فيما يمكن
تسميته بقاعدة اتقان العمل .

وسوف نتناول نظام السمرة فى اسواق الاوراق المالية على النحو التالى :-

المطلب الاول :- تعريف السمار والوظائف والخدمات التى يقوم بها السمار .

المطلب الثانى :- قصر التعامل داخل المقصورة على السمار وحدهم .

المطلب الثالث :- أنواع السمار .

المطلب الرابع : مساعدوا السمار .

المطلب الخامس :- معايير اختيار السمار .

المطلب السادس : قواعد عامة لضمان حسن اداء السمار لوظيفتهم .

المطلب السابع :- عمل السمار فى شكل شركات .

المطلب الأول : تعريف السمار والوظائف والخدمات التي يقوم بها السمار .

أولاً : تعريف السمار -

=====

السمار ((هو شخص ذو مؤهلات محددة ومواصفات معينة ، يتلقى أوامر العملاء بالبيع أو الشراء ، ويقوم وبمعاونة مساعديه بتنفيذها لهم داخل المقصورة مقابل سمرة (عمولة) محددة باللائحة . ويجوز له ان يمارس مهنته هذه منفرداً ، او كشريك متضامن في شركة اشخاص او شركة عامة غير محدودة المسؤولية)) (١) .

ويتعين على السمار عند تنفيذ اوامر عملائه ان يلتزم تعليماتهم ولا 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)

ثانياً : 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 عمليه تنفيذ الاوامر بالشراء او البيع وفي ظل الثقة والعلاقة المتميزة بين السمار وعميله تتضمن عملية استشاره فنيه 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 وسيطاً للبائع والمشتري في صفقة واحدة وعليه ان يقدم النصح لكلا الطرفين .

المعاملات التي تمت على اوراقه المالية ، والاسعار التي تمت بها ، والوضع الادارى للمشروع
.....الخ . وهكذا يتضح ان وظيفة الاوامر ببيع وشراء الاوراق المالية تشمل ضمنا وظيفة

القيام بالاستشارة الفنية للعميل حول جدوى الاوراق المالية .

كما يقوم السماسرة سواء كانوا افرادا او فى شكل شركات وبيوت سمرة بخدمات اخرى يتطلبها
القيام بالوظيفة الاساسية التي اشرنا اليها ، او خدمات من شأنها تسهيل الاجراءات التي تعقب
ابرار الصفقات ، او خدمات لها علاقة بالاوراق المالية التي يكلف العملاء سمارتهم باتمامها . او
خدمات يقوم بها السماسرة من تلقاء انفسهم لارضاء عملائهم ومن امثلة هذه الخدمات مايلى :-

١- اارسال الاوراق المالية الى مختلف الشركات لتسجيل اسم المشتري الجديد .

٢ - تحصيل كوبونات الاوراق المالية ، خاصة اذا علمنا ان بعض القوانين تعتبر كوبونات

الاوراق المالية متقدمة وليس لها قيمة اذا لم تقدم للتحميل خلال مدة معينة .

٣ - الاتصال بالجهات المختصة لتقسيم الاوراق المالية للعملاء ، فمثلا اذا كانت قيمة السهم

الاسمية لشركة ما ٤ جنيهات وتقرر تجزئتها الى اربعة اسهم اي بتقسيم المك الذي

قيمته ٤ جنيهات الى اربعة مكوك القيمة الاسمية للواحد منها جنيتها واحدا فقد لا يكون

للمعمل وقت كاف للقيام بهذه العملية لدى الشركة المختصة ، او قد يوجد العمل فى بلد

لا توجد فيه مؤسسات تقوم بهذه الخدمة ، فيقوم السماسر نيابة عن العمل بارسالها الى الجهة

المختصة لتقسيمها ثم تسلّم الى العمل .

٤ - الاكتتاب نيابة عن العملاء فى الاوراق المالية الجديدة التي يكون للمكتتبين الامليين فى

الشركة امتياز اولوية الاكتتاب فيها ، فيقوم السماسر بارسال الاسهم القديمة مع بيان

تاريخ شرائها ثم يكتتب بالاسهم الجديدة .

٥ - كذلك اذا قررت شركة ما تخفيض راسمالها لاي سبب كان مع تعويض حملة الاسهم بقيمسة

التخفيض نقدا ، فيقوم السماسر نيابة عن عملائه بارسال الاسهم القديمة الى الجهة المختصة

لكي يحمل على قيمة الاسترداد ، وكذلك لكي تختم الاسهم بما يفيد ان قيمتها الاسمية

قد خففت واصبحت بالقيمة الاسمية الجديدة ، حتى يمكن تداولها بعد ذلك فى السوق

الثانوية

- 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 المشترية • ويحتاج استخدام التفويض فى عمليات الشراء والبيع الى اموال كثيرة يجب توافرها لدى السمار لانه قد يودع مبالغ كبيرة لدى المصرف ولمدة قد تتغرق 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 المشترية 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 والتى 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) •

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 افراد 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 تبايل الاوراق المالية داخل قاعة السوق وبوساطة احد الوسطاء المقيدين لديه ، كما تقصر هذه المراسيم اعمال الوساطة 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 املتته اعتبارات عملية وفنية ومصلحة قومية .

فمن الناحية العملية فان قصر تنفيذ اوامر ورغبات المستثمرين على مجموعة متخصصة وملزمة 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 الملزمين بقواعد المهنة يحول دون الآثار 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 تخل بمبدأ التخصيص الامثل للموارد المالية المتاحة ، وبصفة عامة فان مزايا قصر التعامل على الوسطاء تمل لان تكون هي نفسها مزايا وجود سوق الاوراق المالية المنظمة .

(١) على شلبي ، بورصة الاوراق المالية ، المرجع السابق ص ٧٦

المطلب الثالث : انواع السماسرة :

ليس هناك تصنيف واحد لانواع السماسرة تلتزمه كل اسواق الاوراق المالية في العالم ، ويختلف الامر من سوق الى اخرى ، ولذلك فضلنا ان نبحث انواع السماسرة في عدد من الاسواق الغربية والعالمية كل على حدة امليين ان يعطينا ذلك فكرة واضحة عن انواع السماسرة بصفة عامة .

اولا : أنواع السماسرة في سوق نيويورك :

يوجد في سوق نيويورك للاوراق المالية ستة انواع من السماسرة هم :-

١ - السماسرة بعمولة (١)

=====

وهم الفئة التي يتعامل معها الجمهور ، وعن طريقها يتم تنفيذ اوامر العملاء بالبيع والشراء

مقابل عمولة تحددها اللائحة .

٢ - سماررة السندات (٢)

=====

وتختص هذه الطائفة بالتعامل في سندات القروض سواء كانت حكومية او صادرة عن مؤسسات

وشركات خاصة ولا يَمنع وجود هذه الفئة سماررة الاسهم من التعامل بالسندات أيضا .

٣ - تجار المقصورة (٣)

=====

تتعامل هذه الطائفة من السماسرة لحسابها ولا يُسمح لها بالتعامل مع الجمهور او 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 عادي 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 اشترؤوه مكتفين بفرق طفيف قد لا يتجاوز عادة ٢٥
سنت (ربع دولار) •

٤ - سمارة المقصورة (١)

=====

مسئولية هؤلاء السمارة تتركز في تنفيذ الاوامر التي يعهد اليهم بها باقى السمارة مقابل
عمولة ثابتة تعادل دولارين عن كل ١٠٠ ورقة مالية • ويحدث هذا في الفترات التي يزداد فيها
النشاط بدرجة لا تمكن هؤلاء السمارة 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 سمارة
المقصورة وتجار المقصورة ، فهم يقومون بتنفيذ اوامر بيع وشراء لصالح السمارة بالعمولة
ويجوز لهم كذلك عقد الصفقات لحسابهم الخاص وتحت مسؤوليتهم ، وفي جميع الاحوال ليس
لهم حق التعامل مع الجمهور •

٦ - سمارة 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 لأبرام الصفقات •

ولقد أوجد هذا النوع من التعامل في أعقاب زيادة الوعي الادخاري والاستثماري لدى الطبقات المتوسطة وأقبالها على شراء الاسهم والسندات في حدود امكاناتها ، وحتى لا يقف كبر الحجم الأدنى اللازم لأبرام الصفقات حائلا دون تعامل هذه الطبقات في الأوراق المالية وُضع هذا النظام للتعامل في الصفقات الصغيرة •

ولا يتعامل مباشرة الصفقات الصغيرة مع الجمهور وإنما يكون تعاملهم مع السماسرة بالعمولة فهم الذين يتلقون أوامر عملاتهم بالبيع أو الشراء ويقوم هؤلاء بإبلاغها للمتعاملين في الصفقات الصغيرة الذين يتولون تنفيذها من محافظهم إن كانت الأوراق المالية المطلوبة متوفرة لديهم • أما إذا لم تكن متوفرة لديهم فإنهم يقومون بشراء أقرب رقم من أرقام وحدات التعامل ثم يقومون بتجزئتها •

وكذلك الحال عندما يتلقون أوامر البيع فيقومون بشراء المعروض عليهم لحساب محافظهم ثم يجمعون هذه الصفقات الصغيرة لأقرب رقم من أرقام وحدات التعامل ثم يعرضونها للبيع (١)

ثانيا : انواع السماسرة في سوق لندن للأوراق المالية :

يوجد في سوق لندن نوعان من السماسرة هم :-

١ - السماسرة لحسابهم (جوبير) :

=====

يقتصر تعامل السماسرة لحسابهم في الأوراق المالية بيعا وشراء مع أعضاء البورصة (٢)

وليس لهم أية اتصال بالجمهور ، لذلك فهم يتعاملون لحسابهم الخاص ويتحملون نتائج تقلبات الأسعار التي تحدث والنتائج التي تترتب على انكماش أو رواج التعامل في السوق •

(١) احمد السيد جابر ، المرجع السابق ، ص ٤٥ - ٥٩ •

- و مراد كاظم ، المرجع السابق ، ص ٦٦ ، ٦٧ •

- . 15 ، 12 ، 7 . OP cit Leffler , The Stock Market .

(٢) أي مع ال jobbers وال Brokers ومن ينوب عنهم فقط •

وعادة ما يتخصص كل منهم في نوع معين من الأوراق 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 الأوراق المالية .
ويتم التعامل بان يسأل السماسر او من ينوب عنه الجوبير (١) عن سعر الورقة التي يرغب
في التعامل بها دون ان يذكر له عما اذا كان بائعا او مشتريا . هنا يقوم الجوبير باعطاء سعرين
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
اى من هذين السعرين 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

(١) jobber ويطلق عليه بعض الكتاب اسم المياوم -

(٢) Stonhann Paul , Major Stock Markets Of Europe , Gower

Publishing Company Limit d 1981 P 219 - 222 .

اعمال الرباطة فيها الى الانواع التالية :-

- ١ - وسيط العمولة •
- ٢ - وسيط يتعامل لصالح محفظته المالية
- ٣ - وسيط مغطى لاصدارات الاوراق المالية الجديدة
- ٤ - وسيط بائع لاصدارات الاوراق المالية الجديدة •
- ٥ - وسيط 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 وصلاحيات الممارسة، اما معظم الاسواق الاخرى فقد اكتفت بدور السمار بالعمولة والممنوع بنص اللوائح من ادارة اية عمليات لصالحه او لصالح اقربائه وحيدت 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 ممارتهم ، او كسبا لعملاء جدد لصالح سمار 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 المباح ، 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 بالكتبة المفوضون • (١)
وتشترط بعض قوانين اسواق الاوراق المالية فيمن يرشح كمندوب رئيسي او وسيط شروطا
تتعلق بالاهلية القانونية والكفاءة الفنية والخبرة المناسبة والنزاهة •

ثانيا : الوسطاء الماليون :

=====

الوسيط اداة اتصال بين العميل والسمار فيتلقي اوامر البيع او الشراء من العميل
ويبلغها الى السمار الذي يتبع له حيث لا يجوز له ان ينتمى الى السمار واحد • ويحصل الوسيط
على حصة من عمولة السمرة لا تتجاوز نصف المحصل من عمولة العمليات المعقودة بواسطته
ويعتبر مسئولا امام السمار عن هذه العمليات •

ويرى البعض ان اهمية الوسيط تنبع من وثيق صلاته بالعملاء ، ومعرفته لحاجاتهم وميولهم
بدرجة اكبر من معرفة السمار الذي ينفذ لهم عملياتهم البيا • كما ان وقتسه لايسمح له
بالاتصال الشخصي 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 الذي اضطر السلطات المصرية فى عام ١٩٢٥ الى ابطال مهنة الوسيط ،
وحظرت على السمار 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 السمار مع استمرارهم فى جلب العملاء مقابل
مقايمة السمار فى العمولة ، حيث اُكتُشِفَ ان ٩٩٪ من السمار المقيدين يلجأون الى خدمات
الوسطاء عن هذا الطريق الملتوى ، مما اضطر السلطات المصرية للاعتراف بوجود الوسطاء
فى لائحة ١٩٣٣ • ويطلق على الوسطاء الماليين بمهامهم هذه فى سوق لندن اسم الكتبة غير

المفوضين (٢)

- Authorised clerks
- Un Authorised clerks

(١)

(٢)

ويشترط لقبولهم هم والكتبة المفوضون موافقة مجلس إدارة السوق على التحاقهم
ببيت السمرية الذي يتبعون له .

وفى ختام حديثنا هذا عن المندوبين الرئيسيين والوسطاء الماليين تجدر الإشارة 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
اقتضاء 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 حشد
كبير ، ويمكن الإشارة بصورة عامة ودون الدخول في التفصيلات الى اهم هذه الشروط وهي :-

اولا : شروط تتعلق بالحالة المدنية :

ومفاد هذه الشروط تمتع المرشح بجنسية البلد التي يرغب في مزاولة 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 ، ما لم يرد 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

• 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 محافظتهم 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 فتُخفّض 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 شلبى ، المرجع السابق ص ٨٢ ، ٨٣ ، ٨٤ •
 - مومراد كاظم ، المرجع السابق ، ص ٤٥ ، ٤٤ •
 - وملكية 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 أو شخصية •

وفي الاسواق التي يتحدد فيها عدد السماسرة بعدد معين لا يمكن تجاوزه كما في لندن ونيويورك يتطلب الامر الحصول على حق الحلول أو الاستخلاف مكان عضو متقيل أو متقاعد أو 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 الاسواق على السمار وزوجته العمل في اية منشطة تتعامل في بيع وشراء الاوراق المالية أو ان يكون له صالح فيها • وبالنسبة للمرشحين الجدد فان قيامهم أو زوجاتهم بهذا العمل أو وجود ذلك الصالح يحول دون قبولهم كماسرة • ويسرى هذا الحكم ايضاً ————— فيما لو رغب العضو أو المرشح الاشتغال في وظائف الإدارة أو 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 معاملاته هذه ، بجانب ما سوف يتحمل عليه من عمولة السامرة
كما انه يقوم احيانا بدور مستشار الاستثمارات لعملائه ، وفي هذه الحالة فقد ينحرف بنميحته
ليتخلص من اوراق معينة او ليكسبها ، ولا تكون مصالح العميل في هذه الحال قد روعيت في
اوسع الحدود كما يجب .

رابعا : يمنع 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 .
خامسا : لا يجوز لاي سمار اجراء عمليات تطبيق في مكتبه ، وعملية التطبيق هي ((ان يتلقى
امر شراء بسعر معين وكم محدد لهم 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)

سادسا : ضرورة تنفيذ جميع الصفقات داخل ردهة السوق وفي مواعيد العمل الرسمية ، والامتناع

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 بواسطة افراد وذلك حسب نظم وقواعد تختلف من دولة لآخرى •

ففى مصر يُسمح بالاضافه 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 يطرا 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 بمصر ، 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 بائعا 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 وتخر 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 ضخماً نسبياً يمكنها من القيام بهذه المهمة وتحمل المخاطر المترتبة عليها .

ولقد تم في عمان في عام ١٩٨٢ اغلاق باب الترخيص لشركات مسرة جديدة ، لشعور المسئولين 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 بالانفاة 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 ألف دولار وعن الشركاء حيث لا يصبح شريكا متضامنا أو مساهما إلا بعد الحصول على موافقة مجلس المحافظين (١) إلا أن الأمر يختلف في سوق الكويت للأوراق المالية حيث لا يُسمح بمزاولة أعمال الوساطة إلا للشركات المرخص لها بذلك ، ومعنى ذلك استبعاد الأفراد نهائيا من القيام بأعمال الوساطة ويُشترط في الشركة التي يُرخص لها بالقيام بأعمال الوساطة ما يلي :-

١ - أن تكون شركة كويتية مساهمة ، أو ذات مسؤولية محدودة ، وجميع الشركاء فيها من

الكويتيين .

٢ - ألا يقل رأس مالها المدفوع عن ١٠٠ ألف دينار .

٣ - أن تقدم كفالة مصرفية سارية المفعول وفقا لما تقرر له لجنة السوق .

٤ - ألا يكون مديرها ، أو الشركاء المفوضين بإدارتها ، أو القائمين بأعمال الوساطة فيها قد أُعلن عن إفلاس أي منهم أو حُكِمَ عليه في جريمة مخلة بالشرف أو الأمانة أو أُحيل إلى تسوية المعاملات المتعلقة بأسهم الشركات التي تمت بالاجل (٢) ما لم يكن قد رُد إليه اعتباره (٣) .

وبلغ عدد شركات الوساطة المقيمة بسوق الكويت للأوراق المالية حتى نهاية ١٩٨٤ إحدى عشر

شركة وساطة (٤) .

ويجدر بنا ونحن نختم الحديث عن نظام السمرة في أسواق الأوراق المالية أن نشير إلى الملاحظات

التالية :-

١ - تسمح لوائح بعض أسواق الأوراق المالية للممارسة بإنشاء مكاتب فرعية في المدن التي لا

(١) أحمد السيد جابر ، المرجع السابق ص ٤٧ ، ٤٨ .

(٢) وذلك إبان اشتداد المضاربات في سوق المناخ .

(٣) المراسيم والقوانين والقرارات الوزارية ، المرجع السابق ص ١٥٥ .

(٤) أسواق الأوراق 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 مقيــــــدون* .
- 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 - يُشطب الممار من عضوية سوق الأوراق المالية سواء كان فردا ام شركة بالانتقالة او الوفاة او العجز عن العمل ، او توقفه 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 والاسس على احكام الفقه الاسلامي ، فنستبعد ما
يتعارض معها او نعدله ، ونستحب مالم يمس فيه تعارض حتى يمكننا ان نؤصل منها شرعيا
يحكم مهنة الواطة في اسواق الاوراق المالية ، وذلك على النحو التالي :-

المطلب الاول : التكييف الفقهي لعقد السمسرة •

المطلب الثاني : هل تصح الوكالة باجر •

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 سمارا اخر بانجاز الصفقة ؟

المطلب الاول : التكييف الفقهي لعقد السمسرة :

لا تُعتبر كلمة السمسرة من الالفاظ المتحدثة فلقد أُستعملت بمدلولها اللغوي والاصطلاحي

من قديم •

فعن قيس ابن ابي غرة الكنانى قال ((كنا نبتاع الاوراق فخرج علينا رسول الله صلى الله

عليه وسلم فمانا بالتجار)) (١) •

(١) الترمذى ، الجامع الصحيح ج ٣ شركة ومطبعة مصطفى البابى الحلبي ، تحقيق محمد

فؤاد عبد الباقي ط ٢ ١٩٦٨ م ص ٥٥ •

وَسُئِلَ ابْنُ عَبَّاسٍ كَيْفَ يَكُونُ بَيْعُ حَاضِرٍ لِبَادٍ ؟ فَقَالَ اِنْ يَكُونُ لَهُ سَمَارًا (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 سماره (٤)))

فاذا ادركنا ان السمرة في 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 في مختلف المذاهب الفقهية ونقارن بينه وبين عقد السمرة .

يعرف الاحناف الوكالة بانها ((تفويض التصرف والحفظ الى الوكيل)) (٥)

كما يعرفها المالكية بانها ((نيابة ذي حق " الموكل " غير ذي امره " اى غير صاحب امانة " ولا عبادة " لا تكون في العبادة " لغيره " اى الوكيل " فيه " اى في الحق " غير مشروط بموته " اى في 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 بأنها ((تفويض شخص لغيره ما يفعله عنه حال حياته مما يقبل

النيابة شرعا)) (١) .

اما الحنابلة فهم يعرفونها بأنها ((استنابة جائر 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 فقوله تعالى ((فابعثوا احداكم

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

ليشترى له اضحية بدينار ، فاشترى اضحية فاربح 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 اثت الجلب فاشتر لنا شاة ، فاتيت صاحبه فاشترت شاتين بدينار فجئت

اسوقها واقودها فلقيني رجل بالطريق فاومنى 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 ، كشف القناع ج ٢ ، عالم الكتب بيروت ، ١٩٨٣ ص ٤٦١ .

(٣) سورة الكهف الايـــــة (١٩)

(٤) ابو داود ، سنن ابي داود ج ٣ تحقيق محمد محيى الدين عبد الحميد . المكتبة التجارية

الكبرى مصر ط ٢ ١٩٥٠ ص ٣٤٨ .

ـ قال الشوكانى رواه الترمذى وقال لا تعرفه الا من هذا الوجه ، وهو منقطع لعدم سماع حبيب

من حكيم ، وفى اسناده مجهول .

ـ 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 الآية 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 ؟

ويُرد على هذا بالقول ان فقهاء المذاهب الاربعة وغيرهم اختلفوا على صحة الوكالة بالاجر معلوم ، ونبدل على قولنا هذا بالعرض التالي لآراء المذاهب الفقهية :-

الفقه الحنفى :-

جاء في المادة ١٤٦٢ من مجلة الاحكام العدلية (اذا اشترطت لاجرة في الوكالة واوفاهها 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 البزاز (٣) يدفع اليه الرجل المال ليشتري له به ————— ويجعل له في كل مائة يشتري له بها بزازا ثلاثة ————— دنان ————— ، قال :

(١) الشوكاني ، نيل الاوطار ج ٥ المرجع السابق مباشرة ص ٣٠٤ .

- يقول الحديث اخرجه الترمذى وابن ماجه ، وقال النووى اسناده صحيح لمجيئه من وجهين .
الترمذى ، صحيح الترمذى بشرح ابن العربى ج ٦ ، المطبعة المصرية بالازهر ط ١ ١٩٣١ م ص ١٦

(٢) على حيدر ، درر الحكام شرح مجلة الاحكام ج ٣ ، تعريب فهمى الحينى ، مكتبة النهضة
بيروت ، بغداد ، ص ٥٧٣ .

(٣) البزاز بائع الاقمشة . انظر الزبيدى ، تاج العروس ج ٤ دار مكتبة الحياة بيروت ص ٨

لا بأس من ذلك)) (١) .

الفقه الشافعى :-

ويرى الشافعية ان الوكالة تجوز بجعل او بغير جعل ولا يصح الجعل الا ان يكون معلوما (٢) .

الفقه الحنبلى :-

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 ١ 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 - 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 السمرة 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 المغنى والانصاف ((يجوز توكيله بجعل معلوم اياها 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 استاجره يوما الى الليل باجر معلوم ليبيعه له او يشترى منه فهو جائز . اما اذا دفع الرجل الى السمسار الف درهم وقال اشتر بها زطيا (٤) لى باجر عشرة دراهم فهذا فاسد لانه استاجره 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 الاراء على نظم وطرق احتساب العمولة في اسواق الاوراق المالية والتي تحتسب على الاسس التالية :-

١ - على اساس نسبة من مبلغ الشراء او البيع ، ويجوز الحنابلة احتساب العمولة على هذا النحو

(١) الامام مالك ، المدونة ج ٥ ، المرجع السابق ص ٤٥٧ .

(٢) ابن قدامة ، المغنى ، ج ٥ ، المرجع السابق ص ٣٤٥ .

- والمرداوي الحنبلي ، الانصاف ج ٥ ، تحقيق محمد حامد الفقى ، مطبعة السنة المحمدية القاهرة ط ١٩٥٦ ص ٤٠٤ .

(٣) النووى ، المجموع ج ١٤ ، المرجع السابق ص ١٦٨ .

(٤) زطى نسبة الى الزط وهم جنس الغالب انهم من الهند الزبيدى ، تاج المعروس ج ٥ المرجع السابق ص ١٤٦ .

(٥) السرخسى ، المبسوط ج ١٥ دار المعرفة ببيروت 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 ورأي 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 التراضي وتنقطع به المنازعة •

٢ - كما تحتسب العمولة كذلك يفرض مبلغ معين عن كل سهم يبيعه السمار او يشتريه ويجوز كما قدمنا كل من المالكية والحابلة 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 الاسلامي صورة جديدة من صور عمولة السمار بان يتقاضى السمار مبلغا محددا 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 السمرة على هذا النحو •

وهكذا يمكن ان نحكم بصحة القيام بمهنة السمرة في اسواق الاوراق المالية ————— وبصحة العمولة المحتسبة على هذا العمل باعتبارها وكالة باجـ —————

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 مزاولة 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 والمبى الذى لا يعقل والمحجور عليه (١) .

٢ - الشروط التي تتعلق بالنزاهة وحسن السيرة كألا يكون قد أُشهر افلاسه او ادين في جناية
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 فاقد ااهلية 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
نص 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 الاقتصادي المحلى والعالمى ، فكان لا بد من اقرار انظمة وقائية تحفظ للنشاط
الاقتصادي استقراره واستمراريته .

(١) الكاسانى ، بدائع الصنائع ج٦ ، المرجع السابق ص ٢٠ .

- والنووى ، المجموع شرح المذهب ج ١٤ ، المرجع السابق ص ١٠١ .

وولي الامر ممثلا في إدارة من الإدارات بما له من حق في التدخل في النشاط الاقتصادي وتقييد المباح له ان يقرر مثل تلك الشروط او غيرها اذا رأى ان المصلحة تقتضى ذلك .

٣ - وينطبق نفس القول على ضرورة توافر الشروط التي تتعلق بالكفاءة المالية والفنية خاصة اذا كان ذلك يودى الى التوجيه النبوى الكريم بضرورة اتقان العمل .

٤ - هل اسلام السمار شرطا من شروط الاهلية ؟

نحن نسمى الى تاصيل منهج اسلامى يضبط ويحكم الاستثمار فى اسواق الاوراق المالية وقد يلجأ 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 رأى الفقه الاسلامى فى ذلك ؟ ونحاول ان نعرض فيما يلى آراء 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 كافرا)) (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 لخشيته من وقوعه في الحرام . فاذا علمنا ان غير المسلم لا يعمل

سوى تنفيذ امر المسلم ولا يملك الاستقلال بالتصرف فانه يمكن القول بجواز ان يكون غير المسلمين

سمارة في سوق الاوراق المالية .

المطلب الرابع : حقوق وحكم عقد السمرة :

عند استعراضنا لنظام السمرة 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) الرملى، 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 نعتى بحكم العقد الغاية والغرض منه مثل نقل ملكية ثمن المبيع (١) .
وبصفة عامة ان الذي 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 ((بعت 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 المعهدة لا تكون عليه وتكون على
من وكله)) (٤)
ويقول النووى ((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 أسلوبه 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) النووى المجموع شرح المذهب ج ١٤ ، المرجع السابق ص ١٤٦ .
(٦) البهوتى ، كشاف القناع ج ٢ 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 ٠)) (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 ما لم يصرح بالبراءة من الثمن او الثمن فانه يصرح بطالب الموكل ، او اذا كان العرف يقتضى ان يكون القبض من مهمات الموكل ، كما يعتبرون 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

برؤية 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 المذهب ج ١٤ المرجع السابق ص ١٤٨ .

- ومحمد رضا عبد الجبار ، الوكالة فى الشريعة والقانون ، المرجع السابق ص ٢٦٦ .

(٢) الكاسانى بدائع المنايع ، ج ٦ المرجع السابق ص ٣٣

(٣) الزيلعى ، تبين الحقائق ج ٤ ، المرجع السابق ص ٢٥٦ .

(٤) حاشية العدوى المطبوع مع الخرشي ج ٦ ، المرجع السابق ص ٧٢ .

- والحطاب ، مواهب الجليل ج ٥ ، مكتبة النجاح ، ليبيا ، ص ١٩٥ .

(٥) النووى ، روضة الطالبين ج ٤ ، المكتب الاسلامى للطباعة والنشر ص ٣٢٦ .

ان لم يكن قد سلحه 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 نقرر حقيقة وهي ان التعامل في سوق الاوراق المالية يتم على اساس ان السمار وهو الوكيل يضيف العقد الى نفسه ، سواء كان فرداً أو في شكل شركة ————— وبالتالي 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 الرامي 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 وبالتالي فان على العملاء عدم مطالبتهم بالعوض ، وعليهم ان يرجعوا بذلك على العملاء الآخرين .

(١) البهوتي ، كشاف القناع ج ٣ ، المرجع السابق ص ١٠١

- وابن قدامة - المغني مع الشرح الكبير ج ٥ المطبعة الملفية ص ٣٩٣ .

(٢) على حيدر ، دسر الحكام شرح مجلة الاحكام ج ٣ ، 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 المفنى ((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 بنير اجرة فلا يكون مجبورا على استيفاء ثمن المال الذى باعه ولا تحصيله ، اما الوكيل بالاجرة كالدلال والسمسار فهو مجبور على تحصيل الثمن واستيفائه) (٤) . وحتى لا يضار السمسار نتيجة القول بتحميله 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 اختيارا يجنبه مثل تلك المخاطر .

(١) الرباع هى المنازل . تاج العروس ج ٥ ، المرجع السابق ص ٣٣٨ .

(٢) الخطاب ، مواهب الجليل ج ٥ ، المرجع السابق ص ١٩٤ .

وانظر : احمد الماوى ، بلغة السالك لا قرب المسالك ج ٢ ، مطبعة محمد على صبيح

مصر ١٩٣٥ ص ١٧٠

(٣) ابن قدامه ، المفنى ج ٤ ، المرجع السابق ص ٩٥ .

(٤) على حيدر ، ددر الحكام شرح مجلة الاحكام ج ٣ ، المرجع السابق ص ٦٣٤ .

المطلب الخامس : مخالفة السمار لامر العميل والتنازع بينهما :

اولا : مخالفة السمار لامر العميل :

تعتبر الوكالة التي تربط بين السمار وعميله وكالة 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 السمار لوامر عملائهم 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 انوكيل 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 الوكيل بالشراء اذا ما خالف الى شر بان اشترى باكثر من السعر المحدد فانه

يكون مشتريا لنفسه لا للموكل . (٢) .

(١) الكاساني ، بدائع الصنائع ، ج ٦ ، 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 بمائتين وهو يساوى المائتين لم يلزم الموكل لانه غير مأذون 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 الكاسانى ((الوكيل يلى من التصرف قدر ما ولاه الموكل ، فان كان الخلاف الى خير فينفذ لانه خلاف صورة ووافق معنى)) (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 باع باقل من ذلك فهو خلاف الى شر ويمنع عنه الفقهاء ، يقول الكاسانى ((اذا قال بع عيذى بالف درهم فان باعه باقل من ذلك لا ينفذ على الموكل بل يتوقف على اجازته لانه خلاف الى شر)) (٥) . وعمورائى 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) الكاسانى ، 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 للعقود المبرمة ان تكون عرضة لاية خلافت بين الوكيل وعميله . لذلك فان الاختلاف بين العميل والسماح ينحصر فى ايلولة الصفقة للسماح 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 بتسليم المبيع فانه يكون قد باع ما لا يملك وهذا لا يجوز كما سنوضح .

وللتغلب 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 للسماح بتنفيذه بما يضمن مصلحة العميل (٣) . ويسمى الفقهاء مثل هذا الامر بالتفويض (٤) ، وهذه اراء الفقهاء

-
- (١) المجموع شرح المذهب ج١٤ ، المرجع السابق ص ١٤٤ .
 - (٢) ابن قدامه المغنى ج٥ مكتبة القاهرة ١٩٦٩ ص ٩٩ ، ١٠٠ .
 - (٣) محمد بن علاء الدين ، تكملة ابن عابدين ج٧ ، شركة مصطفى الحلبي ط٢ ١٩٦٦ م ص ٣٢٧ ، ٣٣٠ .
 - (٤) مراد كاظم ، البورصة ، المرجع السابق ص ١٧٣ .
 - (٥) ابن عابدين حاشية رد المحتار ج٥ ، شركة ومطبعة مصطفى البابي الحلبي مصر ط٢ ١٩٦٩ ص ٥١٥ .

• في كيفية تنفيذ هذا الامر .

يرى الاحناف ان التوكيل اذا ما كان مطلقا فقام دليل التقييد من عرف او نحوه يتقيد به (١) ،

وعليه فان ثمن المثل يكفي ان يكون مقيدا لهذا الامر .

وفي الفقه المالكي جاء في بلغة الممالك ((الذي وكل ببيع سلعة في توكيل مطلق لا بد ان

يبيعها بثمان المثل لا باقل ، وفي الشراء بثمان مثلها لا باكثر)) (٢) .

كما جاء في المدونة ((من اشترى او باع بما لا يتغابن الناس بمثله مثل ان يعطيه جارية

يبيعها ولا يسمى له ثمن فيبيعه بخمسة دنانير وهي ذات ثمن كثير فهذا لا يجوز فان أدركت

الجارية نقض البيع وردت والا ضمن البائع قيمتها)) (٣) .

ومن الشافعية يرى المزنى ان من باع بما لا يتغابن الناس بمثله فبيعه مردود لانه تلف على

صاحبه . بينما يرى الماوردي انه في حالة الاطلاق ان باع بما لا يتغابن الناس بمثله كان بيعه

نافذا ولمسوكله نافذا لان اطلاق التصرف يشتمل على عموم البيع ، وتخصيص المطلق لا يكون الا بدليل ،

ويرد النووي على ذلك بان من لا يملك الهبة في مال لا يملك المحاباة فيه وهو عقد استهلاك به

شيئا من مال مسوكله 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 في البيع . وعن احمد البيع صحيح ويضمن الوكيل النقص لأن من صح بيعه بثمان المثل

صح بدونه)) (٥)

(١) الكاساني ، بدائع المنافع ج ٦ ، المرجع السابق ص ٢٩ .

(٢) احمد الماوي ، بلغة السالك ج ٢ ، المرجع السابق ص ١٢٠ .

(٣) الامام مالك ، المدونة الكبرى ج ٤ ، المرجع السابق ، ص ٢٤٥ .

(٤) النووي المجموع شرح المصنف ج ١٤ المرجع السابق ص ١٤٣ .

(٥) ابن قدامه المغني ج ٥ المرجع السابق ص ٢٢٥ ، ٢٢٦ .

وإرى ان البيع أو الشراء إذا تما بتفاوت فاحش عن ثمن المثل فإن البيع صحيح ، وعلى الوكيل ان يضمن الفرق كما قال الامام احمد ، او ان يتولى الصفقة . اما اذا كان الفرق يسيرا فان ذلك يدخل فى سلطة التقدير الممنوحة للوكيل ويقع البيع أو الشراء صحيحا فى حق الموكل .

: الخلاف فى مقدار الاوراق موضوع الصفقة او فى نوعها او فى منفيها :

قد يعقد السمار لصالح عميله صفقة تخالف امره ، كأن طلب العميل مائة سهم فاشترى الوكيل مائتين ، او اذا امره بشراء اسهم فاشترى سندات ، أو اذا أمره بشراء اسهم شركة معينة فاشترى اسهم غيرها ، فما رأى الفقه فى مثل هذه المسائل .

بصفة عامة فان الذى عليه الفقهاء أن التوكيل المقيد يراعى فيه القيد الا اذا كان خلافا الى خير . وعلى ذلك فان من جملة ما يجب ان يلتزم به السمار قسدر الموكل فيه ، فلا ينبغى ان يخالف القدر الذى عينه الموكل ، ولكن اذا كانت المخالفة الى خير بان حدد له ان يشتري مائة سهم من الا لامية للتأمين بخمائة ريال ، فاشترى له مائتى سهم بخمسمائة ريال ، فان جمهور الفقهاء (١) يتفقون على ان الشراء يقع صحيحا للموكل اعتمادا على حديث عروة السابق الاشارة اليه (٢) . ولان الوكيل لم يخالف اذن الموكل حقيقة لانه حصل له غرضه وزيادة نافعة يرضى بها (٣) . . جاء فى المجموع ((كل مخالفة من شأنها تحصيل الغرض وزيادة الخير لا باس منها)) (٤) .

اما اذا كانت المخالفة الى شر بان اشترى خمسين سهما ، فان السمار يكون مشترى لنفسه لا انتفاء اذن الوكيل (٥) .

-
- (١) صاحبان من الحنفية والمالكية والشافعية فى الاظهر والحنابلة .
 - (٢) انظر ص ١٧٥ من هذا البحث .
 - (٣) محمد رضا عبد الجبار ، الوكالة فى الشريعة والقانون ، المرجع السابق ، ص ٢٦٣
 - (٤) النووى ، المجموع شرح المذهب ج ١٤ ، المرجع السابق ، ص ٤٥ .
 - (٥) المرجع السابق مباشرة ص ٤٥
 - والكاسانى بدائع الصنائع ج ٦ ، المرجع السابق ص ٢٩ .
 - وابن قدامه ، المننى ج ١٥ ، 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 وُكِّل 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 امر موكله فكان مشتريا لنفسه
جاء في مجلة الاحكام مادة ١٤٢١ ((لو قال الموكِّل اشتر لي كِشاً واشترى الوكيل نَعْجَةً 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 الموكِّل فان
اجازته 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 اجازته
لزمه كما لو اشترى باذنه ، وان لم ياذن لزم الوكيل لان الشراء صدر منه . اما اذا اشترى الوكيل
بمعين مال الموكِّل 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 موكِّله كما قال المالكية ، فان اجازته 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) الرملی ، نهاية المحتاج ج٥ ، المرجع السابق ص ٤٥

(٤) ابن قدامه ، المصنفی ج٥ ، المرجع السابق ، ص ٩٣

(٥) محمد رضا عبد الجبار ، الوكالة في الشريعة والقانون ص ٢٦٠ .

ثانيا : التنازع بين السمار وعميله :

تحدثنا عن مخالفة السمار لامر عميله في حالة اقرار السمار بتلك المخالفة . الا انه قد

ينشا تنازع بين السمار وعميله بان يدعى كل منهما دعوى مختلفة . وقد فرق الفقهاء بين

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 الآخر . ولقد اجمع الفقهاء على ان القول قول المُنْكَر ، 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

سماره بشراء اسهم شركة معينة ، فيقول السمار 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 المُوَكَّل لانه ينكر اذنا والاصل عدمه ، ولان من جعل القول قوله في اصل التصرف

كان القول قوله في كيفيته كالزوج في الطلاق)) (٥) .

(١) النووي ، المجموع شرح المذهب ج ١٤ ، المرجع السابق ص ٥٩ .

(٢) محمد علاء الدين افندي ، تكملة ابن عابدين ج ٧ المرجع السابق ص ٣١٦ .

(٣) الخرشي على مختصر خليل ج ٦ ، المرجع السابق ص ٨٣ .

(٤) ابن قدامة ، المغني ج ٥ ، المرجع السابق ص ٧٧ .

(٥) النووي ، المجموع شرح المذهب ج ١٤ ، المرجع السابق ص ٥٩ .

كما جاء في المصنفى ((اذا اختلفا فى صفة قول الموكل كان القول قوله فى صفة كلامه كما لو اختلف الزوجان فى صفة الطلاق)) (١) ، وهو قول الاحناف (٢) والمالكية (٣) .
ويمكن تفادى هذا التنازع باقرار نموذج وطريقة لتلقى الاوامر تتم بالوضوح الكافى .

المطلب السادس : شراء السمسار وبيعه من نفسه وموكله واقاربه :

استعرضنا فيما سبق انواع السماسرة ، وراينا كيف ان معظم اسواق الاوراق المالية فى العالم تفرق بين السمسار الذى يعمل لمصلحته دون ان يُسمح له بتنفيذ اوامر العملاء ، وبين السماسرة الذين يتعاملون مع الجمهور ولا يُسمح لهم بالتعامل لحساب انفسهم .
بعبارة اخرى ان نظم تلك الاسواق تمنع شراء الوكيل وبيعه من نفسه ، فما رأى الفقه الاسلامى فى هذه المالة ؟

كما مر علينا كذلك ما اسمناه بالاوامر المتطابقة ، وهى ان يتلقى السمسار أمراً بشراء شئ معين وأمراً آخر ببيع نفس الشئ ، وكما نعلم ان انظمة بعض الاسواق تمنع من عقد الصفقة بهذا الشكل من مكتب سمسار واحد ، فما رأى الفقه الاسلامى فى هذه المألة ؟
ولا يخفى علينا ان الذى يجمع بين هاتين المالتين ان الوكيل يعقد الصفقة مع نفسه بوصفه وكيلاً عن عميلين او بوصفه وكيلاً من جانب وأصيلاً من جانب اخر ، فهل يصح شرعاً مثل هذا التصرف؟
ونستعرض فيما يلى اراء المذاهب الفقهية فى عقد الوكيل الصفقة مع نفسه من خلال استعراض اقوال الفقهاء .

(١) النووى ، المجموع شرح المصنف ج١٤ ، المرجع السابق ص ٥٩

(٢) ابن قدامة ، المصنفى 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 الحنفى :-

يقول الكاسانى ((ليس للوكيل بالبيع ان يبيع من نفسه لان الحقوق تتعلق بالعاقد فيؤدى الى ان يكون الشخص الواحد فى زمان واحد مُبْلِغاً ومُتَلِمّاً ، مَطَالِباً ومَطَالِباً ، وهذا محال ، ولأنه متهم فى ذلك)) (١) .

وواضح من هذا ان الاحناف يمنعون من بيع وشراء الوكيل لموكله من انفسهم ، او من موكله من الاخرين كما فى الاوامر المتطابقة .

المذهب المالكى :-

جاء فى الخرشي ((الوكيل على بيع شئ لا يجوز له ان يبيعه من نفسه ولو كان بغير محابة ما لم يكن بحضرة الموكل وما لم يسم له الثمن ، وما لم ياذن له فى البيع من نفسه)) (٢) واشترط المالكية كذلك انه لو كان وكيلًا بالبيع - مثلاً - فانه لا يشتري لنفسه ما توكل ببيعه الا بعد تنهاى الزيادات على المبيع ، ووصول الثمن الى حد لا توجد معه زيادة ، (٣) كذلك الامر بالنسبة للاوامر المتطابقة .

ولقد راعت النظم المعاصرة اشتراطات الملكية هذه ، يقول كاظم مراد ((عندما يتلقى احد الوسطاء امرين متقابلين يتعلق احدهما ببيع كمية من اسناد والاخر يتعلق بشراء الكمية نفسها من ذات الاسناد ففي هذه الحالة يشتري الوسيط للثانى ما يبيعه للاول ويتوجب عليه فى جميع الاحوال ان يتأكد بواسطة احد اعضاء الغرفة من انه لا يوجد هناك عرض او طلب اكثر ملائمة لعملائه)) (٤)
 الفقه الشافعى :

ويتضح رأى الشافعية من خلال قولهم ((ان وُكِّلَ فى بيع سلعة لم يملك بيعها من نفسه من غير اذن

(١) الكاسانى بدائع المنافع ج ٦ ، المرجع السابق ص ٢٨ .

(٢) الخرشي ج ٦ ، المرجع السابق ، ص ٧٧

(٣) محمد رضا عبد الجبار ، الوكالة فى الشريعة والقانون ، المرجع السابق ص ٢١٧ .

(٤) مراد كاظم ، البورصة ، المرجع السابق ، ص ٨٤ .

لان العرف فى البيع ان يوجب لغير محملت الوكالة عليه • ولان اذن الموكل يقتضى البيع ممن يستقصى 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^(٢)))

ومما سبق يتضح لنا ان الشافعية كالاحناف يمنعون البيع والشراء من النفس ويمنعون ك ذلك الاوامر المتطابقة •

الفقه الحنبلى :

جاء فى المغنى ((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 ، المغنى مع الشرح الكبير ج ٥ ، المرجع السابق ص ٢٢١ •

(٤) المرادوى 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 المغنى ج ٥ ، المكتبة السلفية المدينة ، ومكتبة

المؤيد الطائف ص ٢٢٣ •

ومن الاستعراض السابق يتضح لنا ان الاحناف والشافعية وراى للحنابلة لا يجيزون شراء وبيع المصار من نفسه ، كما ان الاحناف والشافعية يمنعون تنفيذ الاوامر المتطابقة • بينما يجيز المالكية ورواية عن احمد شراء وبيع المصار من نفسه في ظل شروط ترفع التهمة • والذي اراه - والله اعلم - في هذا الشأن انه وفي ظل التنظيم المعاصر لاسواق الاوراق المالية يجوز شراء وبيع المصار من انفسهم وذلك اعتمادا على الاتي :-

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 عَيْنَ الموكل الثمن فاشترى به زال مقصود الاستقضاء فانه لايزاد اكثر مما حصل)) (١) •

ثانيا : ان نظم تداول الاوراق المالية تقضى بضرورة عقد الصفقة في ردهة التداول ، ولا ينفذ امر متطابق او رغبة خاصة لمصار 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 تولي شخص في عقد بيع واحد الايجاب والقبول معا لان احد البائعين 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) الرملی ، 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 الزوج والقابل ممنوع الا في صور - ذكر منها - اذا وكله واذن له

في البيع من نفسه وقدر الثمن ونهاه عن الزيادة ينبغي ان يجوز انتفاء التهمة)) (١) .

ولكن المتأمل 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

للكيل وهم اصله 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 رأي 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 بفن فاحش لا يجوز بالاجماع ، وان كان بفن 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 ، الاشياء والنظائر ، شركة ومطبعة مطفي 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 أبو حنيفة من ذلك لوجود التهمة لاتصال منفعة ملك كل

واحد منهما بمأخذه ، كما ان صاحبين 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 الاجنبي .

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 الاستقاماء)) (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 لوكلائهم في اسواق

(١) الكاساني ، بدائع الصنائع ج ٥ ، المرجع السابق ص ٢٨ .

(٢) الخرشي 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 .

المرداوي 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 تترك 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 اقاربهم اصولا وفروعاً .

المطلب السابع : هل يجوز للسمار ان يكلف سماراً اخر بائجاز الصفقة ؟

تحدثنا فيما سبق عن مساعدى السمارة الذين يساهمون في اجراء الصفقات تعاوناً مع السمارة داخل المقصورة ، او توصيلاً 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 ذهن 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 الحنفى :

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 الثانى الثمنين جاز لحصول المقصود باستعمال رأيه فى تقدير الثمن (٢) .
الفقه المالكي :

جاء فى المدونة ((رايك ان وكلت رجلا فى ان يسلم لى فى طعام ، فوكل الوكيل وكيلا غيره بذلك ، قال : اراه غير جائز)) (٣)

كما جاء فى قوانين الاحكام الشرعية ((منع توكيل الوكيل غيره على ما وُكِّل فيه بغير رضى موكله لان الموكل لم يرض الا بامانته)) (٤) .

واستثنى المالكية من ذلك ان الوكيل اذا كان مشهورا بين الناس انه لا يلى العمل الموكل فيه بنفسه فان له ان يوكل غيره فى التصرف ، ويحمل ذلك على ان الموكل علم بحاله فكان ذلك بمثابة قرينة الاذن للوكيل بان يوكل غيره . (٥)

-
- (١) الزيلعى ، تبين الحقائق ج ٤ ، المرجع السابق ص ٢٧٦ .
- وابن جزى ، قوانين الاحكام الشرعية ، المرجع السابق ص ٢٨٨ .
- والنووى ، المجموع شرح المذهب ج ١٤ ، المرجع السابق ص ١١٢ .
- وابن قدامة ، المصنف مع الشرح الكبير ج ٥ ، المرجع السابق ص ٢٠٩ .
(٢) الزيلعى ، تبين الحقائق ج ٤ ، 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 فى 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 اداؤه 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 المعرف .
 - 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 ماعدى السمارة سواء كانوا مندوبين رئيسيين او وسطاء ماليين ، وذلك اعتماداً على ما يلي :-

- ١ - وفق رأي الاحناف انه يجوز للوكيل ان يوكل غيره اذا قَدَّرَ له الثمن ، وهو ما يحصل بالفعل في اسواق الاوراق المالية حيث يُبَلِّغُ السمار الى من يكلفه امر العمل 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 ٣٨٨ .

- 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 ماعديهم 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 لبس قد يحصل فلا بد ان يكون الامر واضحا ومتضمنا نوع الاوراق المالية موضوع الصفقة وكميتها والسعر المطلوب اتماها به (٢) .

ولا يوجد شكل محدد لامر السوق ، فقد يكون كتابيا كما يمكن ان يكون شفاهيا ، فاذا كان شفاهيا جرت العادة بان يؤكد 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 الأدنى في حالة البيع ، والسعر الأعلى 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) .

(١) Limitorder

(٢) Gilbert W. Cooke, The Stock Market , Simmons - Boardman Publishing Corporation , Newyork, P 74.

(٣) Market Order

(٤) مراد كاظم ، البورصة ، المرجع السابق ص ٩٢ .

ويعتبر امر السوق اكثر الاوامر شيوعا في 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 يتأخرون فى اتخاذ قراراتهم بالشراء .

ومن اهم ميزات امر السوق السرعة والتيقن ، اذ انه ينفذ بعد دقائق من تسليمه وفق مستويات مستقرة للأسعار (١) .

ثالثا : الامر بسعر الاقتتاح (٢)
=====

وفيه يتم تنفيذ الامر باول سعر تبلغه الورقة المالية المعينة عند افتتاح التعامل . ويتعامل المتعاملون بهذا النوع من الاوامر لاحاسهم بان اسعار السوق سوف تتحرك نحو المستويات التى يتوقعونها مباشرة عند الاقتتاح . 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 للتنافس تحدد ثلاثين ثانية قبل الاقفال يتوجب فيها على السماسرة تنفيذ الاوامر بسعر الاقفال التى بحوزتهم .

ويلاحظ 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 يترك العميل لسماره تامين مصالحه وذلك بتنفيذ الامر حسب تقديره

الشخصي لها . وقد تكون هذه السلطة التقديرية الممنوحة للسمار مطلقة فيترك السمار او

من ينوب عنه تحديد نوع وعدد الاوراق المالية ، وتحديد نوع التعامل بيعا او شراء واسعارها

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 الاساءة الى

سمعة السماسر دون اية مقابل منتظر .

ولذلك فان غالبية من يستخدمون هذا النوع من الاوامر هم العاجزون عن الحركة ، او الذين يغيبون

في اجازات طويلة . كما ان بعض صغار المستثمرين يعطون الممارف مثل هذا الامر لادارة محافظهم

المالية (١) .

سادسا : الامر بالسعر المحدد مع التوقف (٢) :

=====

وهو عبارة عن امر بالبيع اذا هبط السعر الى حد معين او دونه ، وامر

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 الارباح (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

(١) Richard.J. Teweles,Edward S Bardley, the stock Market
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 منعاً 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 للتأكيد ، 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 . ويستعمل هذا الامر فى حالات الندرة مما يتطلب شيئا من السرعة .

(١) -Richard.J. Teweles ,Edwards S.Bradley,The Stock Markrt (١)
OP.cit P123 O

(٢) - Gilbert W . Cooke, The Stock Markets,OP.cit,P74.

(٣) - Good Untill Canceled (G.T.C)

Richard .J. Teweles, Edward S. Bradley, The Stock Market
OP.cit P 123.

(٤) Immediate Or Cancel

رابعاً : الامر بالكل او لا شيء^٤ (١) :
=====

وبموجب هذا الامر على السمسار تنفيذ كامل الامر واذا تعذر ذلك عليه ان يلغى الامر ، ولذا فهو يختلف عن الامر ((فى الحال او الغنى)) 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 يختار العميل مساره في تنفيذ واحدة من صفقتين محددتين بالسعر الجارى وهو يفعل ذلك لانه لا يريد فقدان او امتلاك كلا النوعين من الاوراق ، او ان سيولته لا تكفى 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 سمسار بتعليق جدول
باسعار الاصدارات التي يتخصص فيها امام مركزه ويبقى لتلقى طلبات العملاء .
وعندما يتسلم السمسار 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 الركيبى ، طريقة التعامل بالاوراق المالية ، محاضرات سوق الكويت للاوراق المالية

المرجع السابق ص ٣٠

- ومراد كاظم ، البورصة ، المرجع السابق ص ٦٥

ثانيا : 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 ولاعلى 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
الذهبي ٢٠٠ سهم	$200 \frac{1}{8}$	المتحدة ٢٠٠ سهم
	$200 \frac{1}{4}$	الوطنية ٢٠٠ سهم
	$200 \frac{3}{8}$	
	$200 \frac{1}{2}$	
الوطني ٢٠٠ سهم	$200 \frac{5}{8}$	
	$200 \frac{3}{4}$	

ووفقا لما قررناه سابقا فان اولوية التزايد خلال مدة محددة تكون من حق مكتب الوطنية

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 للأوراق المالية :

=====

يتم تداول الأوراق المالية فى سوق طوكيو للأوراق المالية بان يتلقى كاتب احدى شركات السمسرة

طلبا من عملائه بشراء او بيع عدد من الأوراق 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 بادننى 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 للأوراق المالية :

=====

قامت سوق الكويت للأوراق المالية مؤخرا وبعد الاطلاع على تجارب اسواق مانيلا وهونج كونج

وسنغافورة وسدنى 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 تغير محدد 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 وبصفة 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 السمر 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

عليه وسلم قال ((لا يسم المسلم على سوم أخيه)) (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 النووي ((السوم على سوم أخيه ان يكون قد اتفق مالك السلعة والراغب فيها على البيع ولم يعقدها فيقول الآخر للبائع انا اشتريه وهذا حرام بعد استقرار الثمن وركون احدهما للآخر)) (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 لبيعتك خيرا منه بثمنه او مثله بارخص منه ، ومحلله بعد استقرار الثمن وركون احدهما للآخر فان كان ذلك صريحا فلا خلاف في التحريم)) (٥) •

وعن مجاهد قال : لا باس ببيع من يزيد • وقال عطاء ادركت الناس لا يرون باسا ببيع 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) النووي ، 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) النووي ، 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) أخرجه احمد واصحاب السنن مطولا ومختصرا ، واللفظ للترمذي 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 أسعار 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 الاول

عمليات اسواق الاوراق المالية

نقصد بعمليات اسواق الاوراق المالية الطرق التي يتم بموجبها عقد صفقات بيع وشراء الاوراق المالية .

وهي عمليات متعددة ومتداخلة تجري بموجب أنظمة 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 - أسواق 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 تُنفَى العمليات العاجلة في موعد اقمامه ساعة قبل افتتاح الجلسة التالية (١) .

(١) مراد كاظم ، البورصة ، المرجع السابق ، ص ١٠٠ .

ويعتمد المتعاملون في اسواق الاوراق المالية الى التعامل العاجل لواحد من السببين التاليين
او كلاهما وهما :-

١ - الاحتفاظ بها والاقادة مما تدره عليهم من ارباح عند توزيعها ، وغير ذلك من الحقوق المتعلقة بالاوراق المالية المشتراة .

٢ - المضاربة على ارتفاع أسعارها حيث يعتمدون الى بيعها عند تحقق ذلك ، مع ملاحظة أن
الأسعار الاوراق المالية في السوق المعاجلة اقل ارتفاعا من أسعارها في السوق الاجلـــــــية (١)
ولا ارى ما يقدر في صحة العمليات المعاجلة في اسواق الاوراق المالية فهي تجري متوفية
لكل اركان وشروط صحة عقد البيع والشراء الخ .

بل ان العمليات العاجلة هي الاصل الذي بموجبه يُنتظر من اسواق الاوراق المالية القيام بدورها التنموي الفاعل وتحقيق كل وظائف السوق المالية التي اشرنا اليها في مقدمة هذا البحث .

المطلب الثاني : عمليات الشراء بالهامش :

اولا : المقصود بعمليات الشراء بالهامش : (٢)

نعمى بعملياء الشراء بالهامش اقتراض جزء من المال لشراء كمية اكبر من الاوراق المالية (٣) وجهة الاقتراض فى هذا النوع من التعامل هى السمسار الذى يتعامل معه العميل او مؤسسات تمويل متخصصة اخرى . وبصورة عامة فان اللطاط النقدية هى التى تحدد جهات الاقتراض وحجمه واسعار الفائدة ومدة القرضالخ . ويخضع هذا التعامل فى سوق نيويورك لما يسمى بالتعليمات رقم تى (٤) التى تحدد اسس التعامل بالهامش .

(١) سامي وهبه ، البورصات وتجارة القطن ، المرجع السابق ص ٥٦ .

- Margin Trading (2)

Richard J. Teweles & Edward S. Bradley. The Stock Market, OP. cit P 228. (r)

- Regulation T Requirement (E)

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 لهما 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 منسوباً 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 مستثمر أ لدى شركة الوساطة المتحدة			
مدِين		دائِرِين	
١٠٠٠٠	مبلغ مقترض	١٠٠٠٠	المبلغ الاساسي
٢١٠٠٠	ثمن شراء ٢٠٠ سهم	٢٠٠٠٠	ثمن بيع ٢٠٠ سهم
٠٠٧٥	فائدة + مصروفات		
٣٠٠٧٥		٣١٠٠٠	

وبالتالي يصبح رصيد المستثمر دائنا ب ٩٢٥ دولارا ومن هنا يظهر ان تعامله بالهامش

قد ضاعف من ارباحه مقارنة بـ ارباحه اذا ما تعامل نقدا .

ومن ناحية اخرى فان المستثمر المتعامل بالهامش سيتعرض لمخاطر اضافية اذا ما اخطأت

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 تعني بها كما ذكرنا المبلغ النقدي الذي يتوجب على المستثمر توفيره لشراء

الاسهم منسوبا الى اجمالي حجم الصفقة .

ب - وعليه فان الهامش ١٠٠٪ يعني ان التعامل بالكامل نقديا . واذا كانت ٥٠٪ فذلك يعني انه

• على المستثمر ان يمول نصف حجم الصفقة ويقترض النصف الآخر •

ولاهمية الدور الذي يلعبه التعامل بالهامش في السوق الامريكية فان المصرف الفيدرالي

الامريكي يتدخل بخفض او زيادة نسبة الهامش لتنظيم الائتمان والتحكم في 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 في حجم الائتمان قد ادى الى تفاقم

الضغوط التضخمية في السوق الكويتية ، وادى الى زيادة حدة المضاربات الامر الذي ضاعف من حدة

المضاربات في سوق المناخ •

ثانيا : راي الفقه في التعامل بالهامش :

=====

لا نريد التوسع في الحكم الفقهي على عمليات الشراء بالهامش لوضوح مخالفتها لاحكام التعامل

في الفقه الاسلامي وذلك من وجهين :-

أ - ان جوهر عملياتها عمليات مضاربة واحكام الفقه الاسلامي تمنع المضاربة كما سنوضح •

ب - ان اقتراض المال من اجل زيادة التعامل في الاوراق المالية يتم وفق صورة ربوية مربحة

وعليه فانه لايجوز التعامل بالهامش في سوق اسلامية للاوراق المالية •

المطلب الثالث : العمليات الباتة القطعية :

اولا : ماهي العمليات الباتة القطعية

=====

هي عمليات يحدد لتنفيذها موعد ثابت يسمى موعد التصفية يلتزم فيه المتعاقدون بدفع الثمن

وتسلم الاوراق المالية ولا يمكنهم الرجوع عن تنفيذ العملية • وتنتهي 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 فى يوم التصفية معادلا لسعرها حين العقد .

ثانيا : رأى الفقه فى العمليات الباتة القطعية :

=====

اذا كنا فى دراسات سابقة قد اجزنا المعاملات الباتة القطعية فى اسواق السلع العينية باعتبار ان هذه العمليات تغطى حاجات عملية قائمة للاجهزة الانتاجية ولقطاعى المصدرين والمستوردين ولانها لا تصادم دليلا شرعيا ولا تشتمل على ربا محقق المعنى او محظورات اخرى مثل الغرر والجهالة الفاحشة (١) . الا ان الامر مختلف فيما يختص بالتعامل البات القطعى فى اسواق الاوراق المالية ويرجع هذا الاختلاف الى عدة اعتبارات هى :-

١ - ان الممانع تحتاج الى ضمان ورود المادة الخام اليها فى مواعيد منضبطة لتسائل عمليات الانتاج دون تحمل نفقات اضافية فى التخزين ، او التعرض لاحتمالات فساد المادة الخام ، وكذلك تحتاج لان تبرم عقودا لتسويق منتجاتها فيما يشبه عقد الاستمناع ، ولذلك فلا بد لها من عقد عقود فى السوق الباتة القطعية ، وهذه حاجة خاصة تنزل بمنزلة الضرورة (٢) ولا نجد فى اسواق الاوراق المالية حاجة اقتصادية تدعو للعمليات الباتة القطعية ، ولا يعتمد عليها فى انجاز معاملات حقيقية ، ومن يريد الماهمة فى مشروع معين يمكنه اختيار الوقت الملائم لانجاز مثل هذه المشاركة ثم تنفيذها فى سوق العمليات العاجلة .

٢ - ذكرنا ونحن نعرف العمليات الباتة القطعية فى اسواق الاوراق المالية ان العملية تنتهى بخسارة احد الطرفين ، الامر الذى يجعل من هذه العقود ميدانا لنشاط المضاربة الممنوعة شرعا اذ يصبح عقد البيع او الشراء عقدا سوريا وتنحصر العملية فى 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 تؤدى اليه .

٣ - ان الاساس النظرى الذى تقوم عليه عمليات الاسواق الاسلامية للاوراق المالية ، ان الافراد

(١) احمد محيى الدين احمد ، عمل شركات الاستثمار الاسلامية فى السوق العالمية ، المرجع السابق ص ٢٨٦ وما بعدها .

(٢) نزيه حماد ، بيع الكالئ بالكالئ فى الفقه الاسلامى ، مركز ابحاث الاقتصاد الاسلامى جامعة الملك عبد العزيز : جدة ط ١٩٨٦م ص ٢٨ ، ٢٩ .

يتجهون للمساهمة في مشروعات حيوية منتجة ، بفرض بقاء هذه المشاركة مدة معقولة 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 بريئاً باعتبارها عقد شراء وبيع يتم تنفيذه في موعد لاحق ثابت ، الا ان هذا المظهر البري 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 فاستناداً لكل ذلك نذهب الى عدم صحة العمليات الباتة القطعية

المطلب الرابع : عمليات البيع القصير :

اولا : ما هي عمليات البيع القصير (١) :

=====

التسمية المتداولة لعمليات البيع القصير انها عمليات البيع على المكشوف ، وتعرف بانها ((عمليات بيع اوراق مالية غير مملوكة للبائع عند عقد المصفقة)) (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. Twentieth 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 القمير :-

اذا اعتبر أحد المتعاملين أن سهم شركة مورجان والذي يباع حالياً بـ ١٥ دولاراً بالاجل مقيم بأكثر 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 أو 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 : سألت رسول الله صلى الله عليه وسلم فقلت : يا رسول الله ، يأتينى الرجل يسألنى البيع ليس عندي أبيعه منه ثم ابتاعه له من السوق قال ((لا تبع ما ليس عندك)) (١) .

ولقد فر الفقهاء معنى قول الرسول صلى الله عليه وسلم لا تبع ما ليس عندك بثلاثة تفاسير مختلفة إلا أن البيع على المكشوف ممنوع على أى من التفاسير الثلاثة كما سنوضح الآن -

١ - بيع ما ليس عندك يعنى ما ليس فى ملكك :

يقول الكاسانى ((من شروط البيع أن يكون المبيع مملوكا للبائع عند البيع ، فإن لم يكن كذلك لا ينعقد وإن ملكه بعد ذلك بوجه من الوجوه ، إلا السلم خاصة . والمراد ببيع ما ليس عند الإنسان ملكا لأن قصة الحديث تدل على ذلك كما روى عن حكيم أنه كان يبيع الناس أشياء لا يملكها ، ويأخذ الثمن منهم ، ثم يدخل السوق فيشتري 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 ٢ ، 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

٢٤١

(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 ليمضى ويشترىها ويسلمها)) (٢) .

وما يحمل في عمليات البيع القصير ان المتعامل يبيع اوراقا مالية لا يملكها ، ثم يقدم

بعد ذلك بشرائها او استعارتها ، وهو أمر 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 المؤجل ولا الحال مطلقا ،

وانما اريد به ان يبيع ما فى الذمة مما ليس هو مملوكا ولا يقدر على تسليمه ، فاذا ذهب يشترى

قد يحصل وقد لا يحصل فهو نوع من الفرر 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 قى هذه المكوك ما يوفون به التزاماتهم التى

حان أجلها)) (٥) .

(١) المنعانى ، 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 البنة المحمدية مصر ، ص ٥٠٨ .

(٤) الشوكانى ، نيل الاوطار ج ٥ ، مطبغى البابى الحلبي ، الطبعة الاخيرة ص ١٧٥ .

(٥) مقبل جميعى ، الاسواق والبورصات ، المرجع السابق ص ١٣٢ .

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 ٥٠٠ 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 النص عن بيع الاعيان دون الصفات)) (٤) .

كما جاء فى تحفة الاحوذى ((لاتبع ماليس عندك اى شئ ليس فى ملكك حال العقد ، وهذا فى بيع الاعيان دون بيع 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.

(٢) المرجع السابق مباشرة ، ص ١٣٢ .

(٣) الشرق الاوسط 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 سلعة تختلف عن باقى السلع فان الاقرب اعتبار من يطلب سهم شركة معينة انه يطلب سلعة معينة لا سلعة موصوفة فيحكم بعدم جواز التعامل بها على المكشوف من هذا الجانب .
وعليه فانه على اى من التفسيرات 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 بأسواق الخيارات :

بصفة عامة فان الخيارات فى أسواق الاوراق المالية يعنى بها ((الاحقية التى تُمنح لماحب الخيار بان ينفذ عقد شراء او بيع عدد محدد من الاوراق المالية 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

(١) - Options

(٢) - Gilbert W. Cooke, The Stock Markets, OP.p 158.

(٣) call option

ذلك مقابل دفع مبلغ معين لمالك الاسهم لقاء منحه اياه هذا الحق . ويعتمد مبلغ الغرامة هذا على عرض وطلب الاوراق موضوع المصفقة 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 المصفقة 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 فبدلاً 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 مسبقاً 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)) باتاً في الكمية الاساسية محل المصفقة واختيارياً 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 محاولا معرفة امكانات الربح والخسارة •

٤ - خيار الانتقاء :

للمستثمر بموجب هذا الخيار تنفيذ الصفقة في موعد التصفية بمفقه مشتراً أو 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 بالمثل التالي :-

اذا كان سعر العملية الاجلة بشرط الانتقاء ٤٥ دولارا بيع و ٤٩ دولارا شراء ، فما موقف المتعامل وبائع الخيار في ظل افتراضات مختلفة لمستويات الاسعار في وقت التصفية ؟

الافتراض الاول :

ظلّت 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 مثلاً 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

فيكون يخسر ٩٠٠ دولار لذلك فانه يتقدم بشراء خيار الشراء ل ١٠٠ سهم بسعر ٢١ دولار ب 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 ب 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 ل 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 ب ٤٠٠ دولار (١) .

٣ - وهناك سبب ثالث خاص بالسوق الامريكية وهو ان استعمال الخيارات يعطى مزايا ضريبية

وذلك لان قوانين ضريبة الدخل الفيدرالية تأخذ ضريبة كاملة على الارباح المتحققة في مدة اقل من ٦

شهور ، اما الارباح المتحققة فوق هذه المدة فنسبة ضريبيتها ٢٥٪ كحد اعلى . لذلك يستعمل

المضاربون الخيارات لمدة 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 - تعتبر الشروط المتضمنة فى اسواق الخيارات من الشروط الفاسدة فى مختلف المذاهب
الفقهية .

٤ - تعارض هذه الخيارات مع قاعدة العدل المطلوبة فى المعاملات المالية .

١ - الغرر الفاحش :-

من خلال عرضنا لمختلف الخيارات يتضح لنا الغرر الفاحش والجهالة التى تكتنف هـذا
النوع من التعاقد ، ومعلوم ان الغرر اذا كان فاحشا فانه يحيل العقد الى عقد مقامرة ^(١) .

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 جَوَّزته 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 قدما يختبر 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 الكالئ بالكالئ 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 ٥٥٢ ، ٥٥٩ .

(٤) محمد سلام مذكور ، المدخل لدراسة الفقه الاسلامى دار النهضة العربية ، القاهرة ط ٣

١٩٦٦ ، ص ٦٥٥ .

اذن خيار الشرط لم يرد به ان يتأكد المستفيد من تطور سعر الورقة المالية فاذا ما كانت في صالحه ينفذ المصفة 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 يجري دراسته الخاصة ، هل يجري العقد ام يفسخه ؟ جاء في المبسوط ((الخيار مشروط للفسخ لا للاجازة ، والفاسخ منهما يتصرف بحكم الخيار تصرفاً شرعاً لخيار لاجله)) (٢) .

ولم يبح خيار الشرط من اجل ان يحدد المستفيد منه ، هل هو بائع ام مشتر ؟ 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 :

تشتمل 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 أثر ، ولا جرى به عرف وفيه منفعة لاحد المتعاقدين .

جاء في تبیین 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 البابي الحلبي ١٩٥٠م ص ص ٢٦٥ ، ٢٦٦ .
(٢) الرخى ، المبسوط ج١٣ ، دار المعرفة للطباعة والنشر بيروت ، ط ٢ ص ٤٩ .
(٣) الزيلعي ، تبیین 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 في موعد التسفية 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 في فتح القدير ((وما أبطل الشرط الذي فيه منفعة لاحد المتعاقدين الا لانه زيادة عن العوض في عقد البيع وهو معنى الربا)) (١) •

والشرط الفاسد في المذهب الحنبلي هو كل شرط يقتضى انشاء عقد جديد ، او ان يكون منافيا لمقتضى العقد ، او ان يشترط البائع شرطا يعلق عليه البيع •
 يقول البهوتي ((الخرب الثانى من الشروط في البيع فاسد يحرم اشتراطه وهو ثلاثة انواع :-
 احدها : ان يشترط على صاحبه عقدا اخر ، واشترط هذا الشرط يبطل البيع وهو البيعتان في بيعة المنهى عنه ، والنهى يقتضى الفساد •

ثانيها : ان يشترط في العقد ما ينافى مقتضاه نحو ان يشترط الا خسارة عليه •
 ثالثها : ان يشترط شرطا يعلق عليه البيع ، كقوله بعثك ان رضى فلان)) (٢) •

ولا يخفى ان البيع مع خيار الزيادة هو اشتراط لعقد جديد يتناول الكميات الزائدة عن عقد البيع الاصلى • كما ان في البيع بشرط الانتقاء منافاة ظاهرة لمقتضى عقد البيع •

اما في المذهب الشافعي فان الشرط الفاسد هو ذلك الشرط الذي لا يقتضيه العقد ويتعلق به غرض يورث التنازع وينافى مقتضى البيع • (٣)

والملاحظ في الشروط المتعامل بها في اسواق الخيارات انه لا يقتضيها عقد البيع عادة ، بل وتنافى مقتضاه ، ويتعلق بكل منها غرض يورث التنازع بين العاقدين • اذا 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) البهوتي ، كشف القناع ج ٣ ، مكتبة النصر الحديثة ، الرياض ص ١٩٢ - ١٩٣ •

(٣) النووي ، المجموع شرح المصنوع ج ٩ ، ادارة الطباعة المنيرية مصر ، ص ٣٦٤ - ٣٦٨ •

في حال تنفيذ العقد مما يجعله راغبا عن تنفيذه محاولا بشتى السبل ايجاد شغره ينفذ بها الى

عدم التنفيذ •

والشرط الفاسد في الفقه المالكي هو كل شرط يؤدي وجوده الى غرر وجهالة ، ويوجب منفعة عظيمة يتضرر منها الطرف الاخر (١) . وكل هذه المحظورات توجد في اسواق الخيارات .

يقول الشاطبي : ((اذا كان الشرط غير ملائم لمقصود مشروع ولا مكمل لحكمته لا شك في ابطاله لانه منافي لحكمة السبب)) (٢) .

وبعد هذا العرض يتضح ان أسواق الخيارات تشتمل على شروط تُعتبر من الشروط الفاسدة والمفيدة للعقود باجماع المذاهب الفقهية .

٤ - تعارض شروط اسواق الخيارات مع قاعدة العدل المطلوبة في كل المعاملات :

العدل هو التسوية بين الشئيين ، وفى العقود يكون فى التسوية بين المتعاقدين ، وهو واجب (٣) ونقيضه الظلم ((وقد خاب من حمل ظلمــــــــــــــا)) (٤) . وعدم العدل فى شروط اسواق الخيارات يكمن فى اعطاء احد المتعاقدين فرصة واسعة لان يحقق مكاسب على حساب المتعاقد الاخر . اذ انه تتاح له فرصة معرفة مستويات الاسعار فى موعد التصفية ومقارنتها باسعار التعاقد ثم يختار هل ينفذ العقد ام يفسخه ؟ هل يستزيد من البيع ام يكتفى بالكمية المتعاقد عليها ؟ هل يختار وضعية البائع ام وضعية المشتري ؟

وبذا نتاح له الفرمة الواسعة - كما ذكرنا - لان يحقق مكاسب كبيرة او يقلل خسارته تجاه من لا يملك الخيار ، ولأشك ان في هذا ظلم وجور . يقول ابن تيمية ((والاصل في العقود جميعها هو العدل فانه بُعِثَ به الرسل وانزلت به الكتب قال تعالى (لقد ارسلنا رسلنا بالبينات وانزلنا معهم الكتاب والميزان ليقوم الناس بالقسط .) (٥) . . . الخ)) (٦) .

- (١) ابن رشد ، بداية المجتهد ونهاية المقتصد ج ٢ ، مكتبة الكليات الأزهرية ، القاهرة ١٩٧٠ ص ١٨٣
- (٢) الشاطبي ، الموافقات ج ١ ، المرجع السابق ص ٢٨٤ .
- (٣) ابن تيمية ، الفتاوى ج ٢٠ ، طبعة الملك سعود ، ط ١ ١٣٨٢ ص ٨٢ .
- (٤) سورة طه الآية ((١١١)) .
- (٥) سورة الحديد الآية ((٢٥)) .
- (٦) ابن تيمية ، القياس ، المطبعة العلمية القاهرة ، ط ٣ ١٣٨٥ هـ ص ٩ .

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 مندوبو الوسطاء ومعهم طلبات البيع والشراء داخل منطقة مَسِجَة يقف وسطها دلال مختص ومعه ميكروفون يَسْهَلُ له الاتمال بعضو اخر 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 ريالا ، عندها يبدأ الوسطاء الذين يحملون الشراء بسعر الافتتاح او ب ٢٦ ريالا او اكثر ، او طلبات بيع بسعر الافتتاح او ب ٢٦ ريالا 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 المتبقيين هم من البائعين مثلا يقوم الدلال بإرشاد 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

بأعلى اصواتهم بالعروض والطلبات التى بحوزتهم ، ويرفقون مناداتهم الشخصية هذه بإشارة من

اليد وذلك بوضع الساعد افقيا فى اتجاه الجسم فى حالة الشراء ورأسيا فى حالة البيع ، بينما لا يود

كثير من الوسطاء الاقصاح عن رغباتهم بالشراء او البيع ، بل يكتفون بالنداء عن الورقة المالية

التي يتعاملون بها ، فاذا ما اتفق وسيطان على سعر همن كل منهما فى اذن وسيط ثالث ليعلمه فيما

اذا كان نداؤه عن عرض بيع او طلب شراء فاذا ما توافقا أبرما الصفقة بينهما ، وأعلننا سعر التبادل

للجنة الاسعار التى تقوم بتدوينه واعلانه (٢) .

(١) صفاق التركيبى ، 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 بتلقي العروض والطلبات للاسهم المخصص له بإدارتها ويدون السعر ويضيف الحرف 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	٤٥	٤٢	-	٤٣	٤١
ح	ج	ث	ت	ب	أ	س	ز	ر	د	خ	

وتجرى قراءة هذا النموذج بالشكل الآتي :-

- شركة س على استعداد للبيع بسعر ٤٤ أو أكثر

- شركة د على استعداد للبيع بسعر السوق

- شركة أ على استعداد للشراء بسعر ٤٢ أو أقل

- شركة ت على استعداد للشراء بسعر السوق

- وهكذا الخ .

بعد ذلك يلتقي الموظف المختص مع مندوبي شركات الوساطة ويسألهم عن عدد الاسهم التي يرغبون شرائها او بيعها ويجرى ترتيب حميله هذه المعلومات في جدول يوضح حجم ما يُطلب شراؤه

ويُعرض بيعه عند كل سعر من الاسعار المحددة ، وذلك على النحو التالي :-

الاسهم المعروضة	السعر المحدد	الاسهم المطلوبة
٥٠	٤٠	١٠٠
٦٠	٤١	٨٥
٦٥	٤٢	٧٥
٧٥	٤٣	٧٢
٩٥	٤٤	٦٠
١١٠	٤٥	٤٠

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 فيجربى 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 فيجربى التداول على ٦٠ سهما ويكون هناك ٣٥ (VR) .

وبناءً على ذلك فان السعر ٤٣ يصبح هو السعر الرسمي اذا ان المفروض في السعر المختار ان يؤدي الى تلبية رغبات اكبر عدد ممكن من العروض والطلبات .

-
- (١) (AR) اختصار لـ Acheteurs Reduits وتعني مشترون لم يتم تلبية طلباتهم .
 (VR) اختصار لـ Vendeurs Reduits وتعني بائعون لم يتم تغطية عروضهم .

ثالثا : التسعير بالصندوق :

=====

وهو صورة أخرى من صور التسعير بالمقارنة ويُصار اليه عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء كثيرة ومتعددة ، فيتخذ شكلا آخر 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 يُفتح 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 المعروض، فيشتري الوسيط من الاول لحساب الثانى .

وتحرص الاسواق التى تسمح بالتعامل بهذه الطريقة على التأكد من انه لا يوجد طلب اخر او عرض اكثر ملائمة ، 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 ، وبالتالى 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) معفق الركيبى ، 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 استعاض 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 بحسبانهما ذوى دلالة على غيرهما وهما خاصين
 بالسوق الامريكية وهما :-

١ - مؤشر داو جونز

٢ - مؤشر استندارد اند بورز ٥٠٠

اولا : مؤشر داو جونز (٤)

يعتبر مؤشر داو جونز من اكثر المؤشرات بساطة واقدامها حيث بدأ استخراجه في عام ١٨٨٤م
 ويضم اسعار اسهم ثلاثين شركة صناعية كبرى ، ويجرى استخراجه على النحو التالي :

$$\frac{\text{س ١} + \text{س ٢} + \dots + \text{س ٣٠}}{٣٠} \quad \text{حيث تمثل س ١ الى س ٣٠ اسعار اسهم الثلاثين}$$

(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) DOW 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 بمصرف 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) •

٣ - 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 حجية الانتقاد الثالث هذا تضعف كثيرا اذا ما اعدنا للذهان 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 الركبي ، مؤشرات الاسعار ، المرجع السابق ، ص ٣ •

ثانيا : مؤشر استاندر د اند بورز ٥٠٠ (١)

مؤشر استاندر د اند بورز ٥٠٠ بدأ نشره في عام ١٩٢٣ وكان يضم وقتها اسهم ٢٣٣ 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 استاندر د اند بورز ٥٠٠ وفق المعادلة التالية :-

حيث ان :- $\frac{S_1}{S_2}$: 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 استاندر د 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

الحوزن الذي يحمله سهم اخر ارتفع بنفس النسبة السابقة (٢٪) بينما تاوى قيمته

فقط ٢٠ دولارا (٣) .

(١) Standard and Poor's Price Index (S&P 500)

(٢) Gilbert Cooke, The Stock Markets , OP.cit P 68.

(٣) صغف الركيبي ، 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 كمؤشر الفاينانشيال تايمز فى بريطانيا ، ومؤشر نيكي 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 ف سوف 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 فليل لبعضهم تستقصى فى شرائك على اليسير ثم تهب الكثير ولا تبالى ؟

فقال : ان الواهب يعطى فضله وان المغبون يغبى عقله (١) .

وعليه فان مبدأ التساوم ليس برذيلة ولكنه نوع من الرشد الاقتصادى يعمل من خلال ظاهرة السوق

(١) الفزائى ، احياء علوم الدين ج ٥ ، دار الشعب القاهرة ، ص ٢٨٩ .

على حسن توجيه الموارد لاكتساب أقصى منفعة ممكنة . (١)

ويعتبر مبدأ الحرية الاقتصادية في السوق هو الموقف المبدئي للنظام الاقتصادي الإسلامي وينبثق عنه الاعتراف بالسوق والقوى الموضوعية التي تتفاعل فيه وهي قوى العرض والطلب . (٢)

ومن الأدلة على اعتراف النظام الإسلامي بدور السوق وقواه في تحديد أسعار السلع والخدمات نهى الرسول صلى الله عليه وسلم تلقى الركبان فعن ابن عباس رضى الله عنهما قال : نهى رسول الله صلى الله عليه وسلم أن تتلقى الركبان وأن يبيع حاضر لباد ، قال : فقلت لابن عباس ما قوله حاضر لباد ؟ قال لا يكن له سمارا (((٣) .

فالحديث ينهى عن ملاقة أصحاب السلع من منتجين وفلاحين وغيرهم فيشترون منهم باثمان لا تماثل الائتمان السائدة 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 السوق فهو بالخيار (((٥) .

والشاهد من حديثنا السابق ان الفقه الإسلامي لا يرى بأسا في تحديد أسعار الأوراق 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 الأسعار وفق النظام الرأسمالي نشأت عدة مآوئ ابرزها كما اشرنا العمل على التحكم في أسعار الأوراق المالية من خلال الاحتكارات وعمليات الاحراج واغراق السوق ، ومن خلال المعلومات المغلوطة

(١) متعين على عبد الحميد ، السوق وتنظيماته في الاقتصاد الإسلامي :الدار السودانية للكتب الخرطوم ١٤٠٦ هـ ص ٣٨ .

وانظر - محمد عبد المنعم عفر ، الاقتصاد الإسلامي دراسة تطبيقية ج٢ دار البيان العربي : جدة ١٩٨٥ ص ٤١ .

(٢) رفعت العوضى ، الاقتصاد الإسلامي والفكر المعاصر نظرية التوزيع . الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية 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 الرأسمالي (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 تواطأوا على الا يبيعوا الا بثمان قدروه)) (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 المزايدات 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 عُدَّ غبنا من قبل 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 سمرت ؟ فقال ان الله هو القابض الباسط الرازق المسعر وانى لارجو ان القى الله عز وجل

ولا يظالبنى احد بمظلمة ظلمتها اياه فى دم ولا مال (((١) •

ولقد استدلل 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 للتفريق 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 العادة 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 مطفى البابى الحلبى ، الطبعة الاخيرة

ص ٢٤٨

(٢) الشربينى ، معنى المحتاج ج ٢ ، دار احياء التراث العربى بيروت ص ٣٨ •

(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 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 ومتفرجاً 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 سلباً 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 ((وعنت الوجوه

للحى القيوم وقد خاب من حمل ظلماً)) (٣) •

٢ - قول الرسول صلى الله عليه وسلم ان الله هو القابض 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 ٣٨ وما بعدها

(٣) سورة طه الآية ١١١ •

- ٣ - منع الرسول صلى الله عليه وسلم الزيادة على ثمن المثل في عتق الحمة 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 إعطاء 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 البائعون 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 دمعج 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 •

ثالثا : التعامل وفق سعر السوق :

اشرنا من قبل ونحن نتحدث عن انواع اوامر سوق الاوراق المالية الى اوامر السوق وهي الاوامر التي تُنفذ بحسب السعر السائد في ردهة التداول عند وصول الامر ، دون تحديد كمى مسبق من قبل العميل ، فهل يجوز تحديد الاسعار بتلك الطريقة في موازين الفقه الاسلامي ؟

من شروط صحة البيع ان يكون الثمن معلوما وقت التعاقد ، ، ولكن كيف تكون معلومية الثمن؟ يرى فريق من العلماء ان معلومية الثمن تكون بمعرفة مقداره كَمًّا وَصِفَه . 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 كَمًّا حين العقد ، وعليه فان تحديد سعر الورقة المالية بما ينقطع به السعر آجلا 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 معلوما عندهما وقت العقد فهو جائز ، والا كان العقد فاسدا . وذلك لانه ^٢يكتف الحال للمشتري اذا علم مقدار ما اخذ به فلان ورضاه به قبل ذلك لا يكون تاما)) (٢) .

وجاء في المادة ٢٣٨ من مجلة الاحكام : ((يلزم ان يكون الثمن معلوما علما بقدره ، وعلما بوصفه ، فاذا كان الثمن مجهولا فالبيع فاسد ، واذا قال انسان لآخر : بعثك بالثمن الذى اشترى به فلان فالبيع فاسد)) (٣) .

كما جاء في المذهب ((ولا يجوز البيع الا بثمن معلوم القدر فان باع بثمن مجهول كببيع 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 ج ٣ ، دار المعرفة للطباعة والنشر : بيروت ط ٢ ص ٦ ، ٧ .

(٣) على حيدر ، درر الحكام شرح مجلة الاحكام ج ١ ، 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 بالبطل ، 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 بالثمن والتمثون والتمن قدرا وكيفية وصفة)) (٣) •
الا انه ذكر في مكان اخر ان ((من شروط الثمن ان يكون معلوما للمتعاقدین 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 كمياً • وبناءً على هذا الرأى فان بيع أو شراء عدد من الاوراق المالية على اساس سعر يتحدد آجلاً وفق سعر السوق في يوم كذا لا يخالف شرطاً 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 ٢٢ ، ٦٩ وما بعدها •

(٤) المرجع السابق مباشرة ص ١٠١ •

(٥) ابن القيم ، اعلام الموقعين ج ٢ ، المرجع السابق ، ص ٥ •

وعن مشني بن جامع عن احمد قال في 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 في الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الاسلامية ما يلي ((جميع المذاهب تشترط ضرورة العلم بالثمن ومرادهم علما يمنع المنازعة ، لان الغرض هو الرضا حتى لا يقع خلاف والصحيح الذي نطمئن اليه ان البائع والمشتري يرضيان بسعر السوق ويقولان لنا اسوة بالناس • والرأي الذي يميل اليه جواز البيع بما ينقطع به السعر (٢) •

وحاصل اراء هذا الفريق ان المعرفة المشروطة في الثمن لا تتطلب ان يكون الثمن معلوما حين العقد بانه مبلغ كذا من النقود ، فهذه المعرفة غير واجبة شرعا حين العقد ، ويكفي ان يكون الثمن معروفا على وجه ما يقع به التراضي ، ولا يقوم نزاع بين المتعاقدين (٣) • والذي اميل اليه في شان صحة او عدم صحة تحديد سعر التعامل بما ينقطع به السعر ، ان ذلك صحيح استنادا على ما يلي :-

- ١ - لم اجد نصوصا 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 في البيع شروطا لضمان

(١) ابن تيمية ، نظرية العقد ، مطبعة السنة المحمدية القاهرة ١٩٤٩ ص ٢٢١ •
 (٢) احمد يوسف شاهين ، رأي التشريع الاسلامي في مسائل البورصة ، الموسوعة العلمية والعلمية ج ٥ الاتحاد الدولي للبنوك الاسلامية : جدة ط ١ ١٩٨٢ م ص ص ٢٢٠ ، ٤١٩ •
 (٣) محمد يوسف موسى ، البيوع والعمليات المعاصرة ، دار الكتاب العربي مصر ، ط ١ ١٩٥٤ م ص ١٨٥ •
 (٤) سورة النساء الآية ((٢٩)) •

X تحقق هذا الرضا ، ومنها ان يكون الثمن معلوما . وطالما ان الاتفاق ابتداءً على أي ثمن كان رخص ام غلا يعد صحيحا ، فمقصد الشارع اذا من وراء معلومية الثمن الا تؤدي جهالبته للنزاع والتخامم بين الطرفين وعندما يحدد السعر بما ينقطع به السعر لا يوجد محل للتنازع 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 لقصد غبن أي من الطرفين ويشرف على عمليات التداول لجنة السوق وموقفها دائما موقف المحاييد ولها من الضمانات ما يحول دون قصد الاضرار بأي من اطراف التعامل .

وترجيحنا لهذا الرأي يعني فقط اننا نرى صحة اصدار أوامر الشراء أو البيع من قبل المتعاملين الى وكلائهم وهم السماسرة 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 تلتزم 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 الفائزة في
البلاد الإسلامية .

الباب الرابع

دراسة لبعض أسواق الأوراق المالية القائمة في العالم الاسلامى

نتناول في هذا الباب بالدراسة سوقين من أسواق الأوراق المالية في البلاد الإسلامية هما السوق المصرية للأوراق المالية وسوق الكويت للأوراق المالية .

القاهرة تعتبر من أقدم أسواق الأوراق المالية في البلاد الإسلامية ولقد واكبت نشأة أسواق الأوراق المالية الكبرى ونقلت تقنياتها ، الا ان ظروف التحول السياسى نحو النظام الاشتراكى في بداية الستينات قد حد الى حد كبير من نمو السوق المالية المصرية وقوة تأثيرها في النشاط الاقتصادى فى مصر . ورغم ذلك تبقى السوق المصرية جديرة بالدراسة لريادتها لهذا المجال ، ولأنها بدأت تعيد تنظيم السوق المالية بها على أساس من الخبرة السابقة والرغبة في التطوير والابتكار حتى تستطيع السوق المالية في مصر المساهمة في دفع عجلات التنمية الاقتصادية للأمام .

اما سوق الأوراق المالية الكويتية فهي أحدث أسواق الأوراق المالية في البلاد الإسلامية على الإطلاق فهي قد أكملت إرساء معظم دعائم السوق المالية الحديثة وذلك من خلال العوامل التالية :-

أ - استفادت من وجودها في بيئة تتميز بوفرة الموارد المالية لدى المؤسسات والأفراد .

ب - نقلت وبما يلزم واقعها الى حد ما النظم الادارية ونظم التداول والتعامل من أكثر الدول تطوراً وتقدماً .

ج - طورت وسائل الاتصال وتجميع المعلومات ونقلها وفق أحدث ما توصلت اليه

البشرية في هذا المجال

وكان من نتيجة تلك العوامل وغيرها أن عمقت مفهوم السوق المالية لدى المواطن الكويتى وجذبتة الى ساحتها رغم النتائج السالبة لدخول البعض وذلك لمفارقة في المنهج والأهداف .

كما أن السوق الكويتية وفرت وإلى حد كبير ما يمكن أن نسميه الأدب المالي حيث اتاحت الفرصة للكتابة الاقتصادية عن أسواق الأوراق المالية ودورها وواقعها .

لكل الأسباب سابقة الذكر فإن أية دراسة لأسواق الأوراق المالية في البلاد الإسلامية لا بد لها أن تتناول السوق الكويتية .

وسوف نتعرض كذلك إلى تحليل عام لأهم سلبيات أسواق الأوراق المالية في البلاد الإسلامية من حيث المنهج والآداء ، كما سنتعرض لأهم ما يمكن اعتباره إيجابيات لها .

وعليه فهذا الباب يتكون من الفصول التالية :-

الفصل الأول : سوق القاهرة للأوراق المالية

الفصل الثاني : سوق الكويت للأوراق المالية

الفصل الثالث : سلبيات وإيجابيات أسواق الأوراق المالية

القائمة في البلاد الإسلامية

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 والسمرة 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 كوبيوناتها ، والوفاء بأصل الدين ، ومن ذلك يتضح أن سندات الحكومة المصريه كانت من أول الأوراق المالية التي وجدت في السوق المصريه (١) .

(٢) رافق إصدار سندات الدين العام إنشاء الشركات المصريه الماهمة والتي بدأ بعضها عملاقا مثل الشركة العالمية لقناة السويس التي أنشئت عام ١٨٥٦م لتولي القيام بحفر قناة السويس واستغلالها كمرفق دولي يخدم الملاحة والتجارة الدولية ، ولقد استُحدث نظام الشركة الى جانب الأسهم حصص التأسيس حيث أنشأ منها ١٠٠ حصة اختصت ب ١٠٪ من الأرباح . ثم توالى إنشاء شركات الماهمة في مختلف قطاعات النشاط الاقتصادي حيث تم إنشاء شركة ماهمة البحيرة لتنمية الاراضي الزراعيه براسمال قدره ٧٥٠ ألف جنيه موزعا على ١٥٠ ألف سهما وذلك في ١٨٨١ م ثم شركة

(١) سوق الأوراق المالية بمصر ، اعداد الهيئه العامة لسوق المال ، ورقة عمل مقدمة الى المؤتمر

الدولى لتنمية أسواق المال ١٧ - ١٩ مايو ١٩٨٣ القاهرة ، ص ٣

أقطان الزيات في ١٨٩٤ ثم الشركة العقارية المصرية في ١٨٩٦ وغيرها من

الشركات المساهمة العامة •

(٣) منذ عام ١٨٦١ نشأت بالأسكندرية أقدم البورصات المتخصصة في التعامل الآجل

ثم بورصة مينا البمل للبضاعة الحاضرة في ١٨٨٣ • ولقد نشأت هاتان

البورصتان بمبادرات فردية خاصة من جانب الجاليات الأجنبية •

(٤) رافق كل ما ذكرناه بداية إنشاء نظام مصرفي يواكب النشاط الإقتصادي في

السوق المصرية ، فتم إنشاء البنك العقاري المصري عام ١٨٨٠ م ،

ثم إنشاء البنك الأهلي المصري كبنك تجاري يمارس أعمال البنوك المعتادة

فضلا عن إختصاصه بإصدار الأوراق النقدية المصرية فكان ذلك بدايته

لقيامه بدور البنك المركزي وذلك في ١٨٩٨ • وفي عام ١٩١٠ أنشئ بنك

التضامن المالي ، وفي ١٩٢٠ البنك التجاري المصري وبنك مصر الذي

ساهم بدوره في إنشاء العديد من الشركات الوطنية ثم توالى عملية إنشاء

البنوك (١)

المطلب الثاني : إنشاء السوق والمشكلات التي اعترضت تطورها وتوسعها :

يبدو لنا من الرد التاريخي السابق أن هذه العوامل الأربعة المذكورة ساهمت في

إرساء الدعائم الأساسية اللازمة لقيام أية سوق للأوراق المالية ، حيث وفرت أدوات التعامل

من سندات وأسهم وحصص تأسيس ، ووفرت معالم الإطار التنظيمي للسوق من خلال الإطار المعمول

به في بورصات البضائع ، كما بدأت في استكمال النظام المصرفي وهو من العوامل المساهمة

في نجاح أسواق الأوراق المالية •

لكل ذلك لم يكن غريبا أن تبدأ المحاولات منذ ذلك التاريخ لإنشاء سوق للتعامل

في الأوراق المالية في 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 استوَجَر لها المحل الذي تشغله اليوم لوكاندة ((كونتننتال 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 جـرـوبـي 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 العالي 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 الأوراق المالية ، منشورات البنك المركزي المصري

القاهرة ١٩٧٨ ص ٢

(٢) رشيد صادق ابراهيم ، بيوت السمسرة في الأوراق المالية ، رسالة ماجستير مقدمة لكلية

التجارة بجامعة القاهرة ، ص ٩

• في السوقين الحاضرة والآجلة للبضائع .

في عام ١٩١٤ ونتيجة للحرب العالمية أغلقت السوق وبيع عقارها ، ولكنها عاودت نشاطها في عام ١٩١٧ في نفس مقرها السابق الذي استأجرته من البنك الاهلى ، 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 البضائع 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 الممارسة المقيدتين 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 الخمينات هذه موجات من الكساد والازدهار ، 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 مصرى (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 التنموى لولا أن الأحداث اللاحقة حدثت من هذا الدور ورجعت بالسوق خطوات إلى الوراء ، وتمثلت هذه الأحداث - وهي ذات صبغة سياسية وأيدولوجية - فى الأخذ بالنظام الاشتراكى الذى إنتهجه الحكـم العسكرى بعد يوليو ١٩٥٢ وهو بغض النظر عن أى تقييم ذاتى له لا يمكن ان تنمو فى ظلـه أية سوق للأوراق المالية لموقفه الرافض للتملك الخاص لوسائل الإنتاج (١) . ويمكن حصر القرارات التى أثرت على نمو سوق الأوراق المالية فى ما يلى :-

(أ) صدر فى يناير ١٩٥٩ القانون الخاص بتحديد توزيع أرباح لحملة الأسهم بما لا يزيد عن توزيعات ١٩٥٨ بأكثر من ١٠٪ زیدت الى ٢٠٪ او بما لا یجاوز ١٥٪ من القيمة الاسمية للاسهم التى 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 هى الا مقدمات لاجراءات اشد وطأة على القطاع الخاص مثل المصادرة او التأميم .

(ب) أعقبت ذلك قرارات التمسیر التى أدت الى إحصام رأس المال الأجنبى الذى كان

ذا دور فعال فى سوق الأوراق المالية .

(ج) ثم صدرت فى ١٩٦١ قوانين التأميم الشهيرة التى أوجدت حالة من عدم الثقة والإطمئنان

نحو جدوى أى استثمار أو سلامته وتمثلت هذه القوانين فى :-

١ - قانون رقم ١١٢ 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 القومى 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 والذي 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 الاقصى للربح الذى تلتزم

بصرفه شركات القطاع العام المختلطة بـ ١٥ ٪ من القيمة الاسمية للسهم ، وتعمل 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 الموهمة هذه الى سندات اسمية على الدولة لمدة ١٥ سنة بمقايضة 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 تماماً في بورصتي القاهرة والإسكندرية لمدة شهرين عند صدور تلك القرارات • وصدر قرار بعد ذلك باستئناف 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 عملياً 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 حفاظاً على الشكل العام ومكوناته حتى لا تغلق نهائياً وبمففة رسمية • (١)

المطلب الثالث : إعادة النشاط لسوق الأوراق المالية منذ ١٩٧١ وإلى ١٩٨٦ :

إبتداءً من ١٩٧١ بدأت تتوافر جزئياً 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 ، ويؤمن 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 المسؤولين عنه •

(١) المرجع السابق مباشرة ص٦

- د/ فاروق فوءاد ، 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 السبى 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 توءد تلك السياسات الى تنمية اقتصادية ولا عدل اجتماعى ولم تتحقق أى من الشعارات المرفوعة ، فاقترض 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 ، توءد إلى زيادة فرص النجاح لسوق الأوراق المالية • كما أن هذه السياسة

أتاحت 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 أن 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 لازدهار 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 الأميرية ، 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 (١٥٧) 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 تنوء ثر بصورة مباشرة أو غير

مباشرة على سوق الأوراق المالية دون الدخول في تفصيلات هذه التشريعات .

أ - قانون رقم (٤٣) لسنة ٧٤ 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 توسيع 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 لأغراض الاكتتاب في الأوراق المالية أو شرائها من سوق الأوراق المالية في مصر أو إنشاء شركات خاضعة لقانون الاستثمار ، ويكون لمن قام بمثل هذا التحويل الحق في تحويل حصيلة بيعه لتلك الأوراق المالية أو ذلك الاستثمار . ويعني ذلك زيادة قاعدة المتعاملين في أسواق الأوراق المالية المصرية .

ب - قانون رقم (١٥٧) لسنة ١٩٨١ بشأن الضرائب

قرر هذا القانون الكثير من المزايا والاعفاءات الضريبية لمالك 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 الإمدار .

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 فى السوق المالية وأن تطرح
سنداتهم فى 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 مساهمة .
أما فيما يختص بالضريبة العامة على الدخل فقد تضمن القانون إعفاءات مباشرة للأهم
والسندات تمثلت فى الآتى :-

(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) أعفى 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
الكللى السنوى بحد أقصى قدره ثلاثة آلاف جنيه مصرى سنويا . ويمثل هذا الحافز
تنشيطا مباشرا للسوق الأولية للأهم والسندات .

وفى ما يختص بالضريبة على أرباح شركات الأموال فحدد القانون سعر الضريبة بـ 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 الأسواق • التي تستهدف تنشيط السوق الثانوية •

كما أعفى القانون من الضريبة أرباح شركات تربية النحل وشركات تربية الدواجن وتفرخها 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 التوسية
بالأسهم والشركات محدودة المسئولية :

صدر هذا القانون ليحل محل القانون رقم ٢٦ لسنة ١٩٥٤ ويعالج قصوره ويصحح النصار الاقتصادي بعد غرة الستينات ولقد بسط هذا القانون إجراءات تأسيس الشركات وخلصه من التقديرات التحكيمية لبعض المسئولين ، وخفض الرتب الحكومية المفروضة على تأسيس الشركات الجديدة وتمثل ذلك في الآتي :-

(١) يسر القانون إجراءات زيادة رأسمال الشركة المساهمة والتوسية بالأسهم دون حاجة إلى تعديل نظام الشركة أو إجتماع الجمعية العمومية للشركة وذلك في حدود ما أمطلح 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 الامتياز مزاولة أنواع معينة من النشاط ، وموافقة الهيئة العامة للاستثمار 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 فى إنشاء المصارف :

رغم عدم تحييدنا لآى دور تقوم به المصارف التجارية ضمن عمليات أسواق الأوراق المالية ، إلا أن إحتفاءنا بالتوسع فى إنشاء المصارف يرجع إلى الحقائق التالية :-

(١) بعد أن كانت المصارف التجارية مملوكة بالكامل للدولة وبالتالي لا يجرى تداول أوراقها فى السوق المالية ، سُمح بإنشاء مصارف تجارية مشتركة بين مصريين وأجانب بلغت حوالى ٩٦ بنكاً تقريبا .

(٢) قامت ولأول مرة مصارف الاستثمار والأعمال لتباشر عملية تجميع وتنمية المدخرات لخدمة الاستثمار ، ومنحت الحق فى تأسيس شركات استثمار تابعة لها ، ولا شك أن هذا الدور دور متكامل فيه أسواق الأوراق المالية مع مصارف الاستثمار هذه ، وسنفضل فى العلاقة بين أسواق الأوراق المالية ومصارف الاستثمار والأعمال لاحقا .

(٣) من ضمن أنواع المصارف التى نشأت خلال هذه الفترة المصارف الإسلامية والتى تربط صيغ الاستثمار بها بين الإدخار والاستثمار ، وتعمق مفهوم المشاركة لدى المدخرين وتوعدى إلى التوسع فى المشروعات ، ولا شك أنها بهذا الفهم تسهم مباشرة فى تغذية التعامل فى الأوراق المالية ، وتبرز بوضوح الدور التنموى لسوق الأوراق المالية (١)

رابعا : وضع سوق الأوراق المالية ضمن هيكل مالى متكامل :

من المرتكزات الثابتة التى تسعى هذه الدراسة إلى تأكيدها ضرورة أن يتناغم نشاط سوق الأوراق المالية مع الأداء الاقتصادى العام للدولة بحيث ينسجم نشاط سوق الأوراق المالية مع

(١) محمود فهمى ، التطورات الحديثة فى سوق المال فى 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 . وفى خطوة متقدمة لتحقيق هذا الغرض نجد أن سوق الأوراق المالية المصرية تعمل ضمن إطار أو هيكل مالى يضم عدداً من الأجهزة ليتم الانساق المطلوب . ولذلك فإن هيكل السوق المالية فى مصر يتكون من الأجهزة التالية :-

(أ) الهيئة العامة لسوق المال ، وبدأ نشاطها فى 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 للاستثمار والمناطق الحرة . وهى الهيئة التى تمنح التصريح بإنشاء المشروعات فى إطار قانون الاستثمار رقم ٤٢ لسنة ١٩٧٤ ، وتتابع نشاطها ، وتستخرج لها ما يلزمها من موافقات جمركية أو نقدية وما يتعلق بشئون الاستيراد ، ويتم كل ذلك فى إطار كفله القانون . ويلزم الشركات التى تسعى لموافقة الهيئة العامة للاستثمار عليها أن تعد دراسة جدوى اقتصادية من مكاتب إستشارية 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 أساليب العمل فيها بقدر المستطاع والبحث الجماعي في جميع المسائل التي تهم هذه البورصات • ويشكل هذا الهيكل بالإضافة إلى الحكومة وما يمثلها من مؤسسات مجموعة متناقضة 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 الوسطة والسمرة •
- ٤ - الإفصاح المالى ومراقبة وتدقيق الحسابات •
- ٥ - الأوراق المالية المتعامل بها فى سوق القاهرة للأوراق المالية وطريقة التداول •
- ٦ - تطور التعامل فى السوقين الأولية والثانوية

المطلب الأول : أعضاء السوق وهيكله الإدارى

أولا : أعضاء السوق

تشتمل عضوية سوق الأوراق المالية بالقاهرة على أعضاء عاملين وهم سماسة الأوراق المالية وأعضاء منضمين وهم المصارف بالإضافة الى الشركات وصناديق الإذخار التى تعمل فى مجال الأوراق المالية ، وأخيرا أعضاء مراسلين وهم السماسرة المقيدون فى أوضاع أجنبية • (١)

(١) يعمل السماسر المراسل عن طريق سمار مصرى وذلك بشرط المعاملة بالمثل •

ثانيا : إدارة سوق القاهرة للأوراق المالية (١)

تعتبر سوق الأوراق المالية شخصا اعتباريا عاما تتولى إدارة أموالها ويكون لها أهلية

التقاضي ، 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 بالآتي :-

- 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 يستدعي تعيين حد أعلى أو أدنى لسعر أي 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 ثلثا 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 هؤلاء العملاء ، 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 مداوالاته سرية ، وتصدر قراراته بأغلبية الأصوات ، ولا يكون انعقاد المجلس صحيحا 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 الإشراف 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 ١٢٠

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 تقييطه 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 ويعدل 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 فى جداول

الأسعار الشروط التالية :-

١ - أن تكون مقيدة منذ سنتين على الأقل فى جداول أسواق الأوراق المالية التى تشرى

تشريعاتها على الشركة •

٢ - ألا تقل القيمة الإسمية لكل منها بالعملة الأجنبية عما يعادل واحد جنيه مصرى وفق

السعر الرسمى له •

٣ - أن تكون لحاملها مالم يكن للشركة فى مصر مكتب لنقل الملكية (٢) •

ذلك ما يختص بقيد الأوراق المالية المقدمة بالعملة المحلية • أما فيما

يختص بقيد الأوراق المالية المصرية المقومة بالنقد الأجنبى فيحكمها قرار رقم

٢٢٢ لسنة ١٩٧٧ المعدل بالقرار رقم ١٠٦ لسنة ١٩٨٠ والخاص بتنظيم القيد والتعامل

فى الأوراق المالية المقومة بالنقد الأجنبى فى أسواق الأوراق المالية والذى تقضى أهم أحكامه

بما يلى :-

١ - الأوراق المالية المصدرة بالنقد الأجنبى والتى لها الحق فى القيد فى السوق المصرية

بالنقد الأجنبى هى تلك التى تم الاكتتاب فيها بالكامل بالنقد الأجنبى •

(١) هناك شروط أخرى مثل - أن تكون الأسهم فى صكوك من فئة السهم الواحد أو الخمسة أسهم

ومضاعفاتها بحيث لاتجاوز ألف سهم فى صك واحد

- تقديم الوثائق اللازمة للقيد وتأدية رسوم الاشتراك •

(٢) الدراسة المشتركة للهيئة المصرية لضمان الاستثمار وسوق عمان المالى 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 والمصروفات 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 مرفوعة عن سنة مالية واحدة .
 - ب - الشهادات الموءققة التى تمنحها الشركات لحين قيامها بطبع الأسهم بشرط نشر حسابات مرفوعة 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 تأسيها وجميع الأوراق المالية

المتعلقة بها على اختلاف أنواعها .

ولا يترتب على شطب أوراق الشركات أية حقوق لمالك الشركة أو ماسهميها أو الغير قبيل

لجنة السوق وأعضائها .

المطلب الثالث : نظام الوساطة والسمنة

سمنة 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 السمنة المقيدين

بسوق الأوراق المالية ، ويضمن السمن الذي تتم الصفقة بوساطته تنفيذ وسلامة البيع .

وسنتناول نظام الوساطة والسمنة في السوق المصرية على النحو التالي -

أولا : الشروط التي يجب توفرها في السمنة -

حتى يمكن قيد أحد الافراد كسمن في أسواق الأوراق المالية في مصر لا بد من توافر

الشروط التالية :-

أ - شروط تتعلق بالحاله المدنية : ومفادها أن يكون مصرياً ، 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 لجنة رقة

او نصب او خيانة امانة او تزوير أو مخالفة قوانين النقد ، إلا إذا رد إليه

إعتباره . وألا يكون قد حكم عليه بصفته ملحقاً بأحد المكاتب السمنة 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 ٣ آلاف جنيه نقدا .

د - شروط تتعلق بالكفاءة الفنية : وتتمثل في قضائه 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 للممارسة أن يعقدوا فيما بينهم اتفاقات للقيام بعمليات فى السوق

لحسابهم المشترك .

٥ - على السمار أن يملك حابات 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 السمرة .

ثالثا : السمرة فى شكل شركات :

أجازت اللائحة العامة للبورصات بالمادة رقم (٢٨) إنشاء شركات تضامن وشركات توصية

للقيام بأعمال السمرة 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 مؤهلا لممارسة السمرة فى الأوراق المالية .
- (٦) لا يجوز للسمار الشريك أن يعمل فى السوق إلا باسم الشركة ولحسابها .
- (٧) لا يكون للسامرة المنتمين إلى شركة معينة غير صوت واحد فى مداولات الجمعية

العامة والانتخابات التي تجرى مهما كان عددهم .

(٨) يجب إثبات أسماء جميع السامرة الشركاء 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 الوساطة .

ولا يجوز لشركات الوساطة غير المصرية العمل فى السوق ، ولكن يجوز لها مشاركة أشخاص

مصريين وإنشاء شركات مصرية طبقا للقوانين المرعية حتى يمكنها ممارسة أعمال الوساطة

فى السوق المصرية .(١)

المطلب الرابع : الإقصاد المالى ومراقبة وتدقيق الحسابات :

نعنى بالإقصاد المالى توفير المعلومات الكافية الحقيقية دون إحداث تضليل أو إيهام

أو تغيير . 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

سبقاً 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 ٢٥ - 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 طرح أسهمها للإكتتاب 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) أن الأصول والإلتزامات الواردة بالميزانية لها وجود حقيقي وأن الشركة تمتلك الأصول المذكورة كما تلتزم فعلا بالإلتزامات المشار إليها .
- (٣) أن الوصول إلى أرصدة الأصول والإلتزامات المسجلة بالميزانية قد تم طبقاً للأصول المحاسبية المتعارف عليها وذلك بصفة مستمرة وثابته خلال السنوات السابقة .

وبالنسبة لحساب الأرباح والخسائر يجب التأكد مما يأتي :-

- (١) أنه قد تم إثبات جميع الإيرادات والمصروفات بالدفاتر .
- (٢) أن 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 في مصر والذي يستند إلى التأهيل الأكاديمي والخبرة الطويلة والممارسة المتنوعة ، فالمزاوون لمهنة تدقيق الحسابات من كبار المحاسبين هم أعضاء في مجمع المحاسبين القانونيين بالانجلترا وويلز ، وتضمهم جمعية المحاسبين والمراجعين المصرية والتي تسعى لإكساب مهنتى المحاسبة والمراجعة دورا لائقا 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 في سوق القاهرة للأوراق المالية

وطرق تداولها

أولا : الأوراق المالية المتعامل بها في سوق القاهرة للأوراق المالية :

تعتبر سندات الدين العام من أول الأوراق المالية التي ظهرت في السوق المالية المصرية ، كما تمثل أسهم الشركات المساهمة خاصة بعد التوسع في إنشائها بعد عام ١٩٨١ ، أهم الأوراق المالية التي يتعامل بها في السوق المصرية ، وبالإضافة إلى الأسهم والسندات تتداول في السوق المصرية حصص التأسيس وحصص الأرباح . كما أنه يسمح بطرح أوراق مالية وعربية بشرط وجود وكيل في مصر يكون مسئولاً عن حالات الإخلال بأي شرط من شروط الطرح الواردة في نشرة الاكتتاب .

وهناك أوراق مالية رسخت أقدامها في مصر ولكن لا يسمح بتداولها ، وإن سمحت 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 حميلتها حتى آخر يونيو ١٩٨٢ نحو ٥٨٤٣ مليون جنية مصرى •

(ج) صكوك الاستثمار الاسلامية الناتجة عن المضاربات والمرايحات 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 بعده •
- 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 اختصاص محدد ويتمتع بصلاحيه معينة من حيث الترخيص والمراقبة والتنظيم لجميع إدارات 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 رءوس 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 ١٧ر٤ مليون سهم (١)٠

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 فى المائة من واحد فى المائة)) مـمن حجم الناتج المحلى الذى يعادل ٣٦ مليار جنيه تقريبا (٢) . ورغم ذلك فإننا نوء كد أن السوق يتنبأ لها بالعمق والاتعاع لان هذه الاحماء ات والتي لدينا تعبر عن واقع السوق فى الفترة التى بدأت فيها عملية إحياء نشاطها ، وحين يتم إرساء معظم القواعد الفنية 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 .

حجم التعامل	السنة	١٩٨٠	١٩٨١	١٩٨٢	١٩٨٣
عدد الاسهم بالمليون		١٠٧٥ر	٩٢٠ر	٢٨٢ر	٣٥١ر
حجم التعامل بالمليون جنيه		٨٠٢٨ر	٥٤١٧ر	٢١٢٦ر	٢٢٩٨٩ر

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 شخمية 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 المسئولون 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 ونوادر الاستثمار وغيرها •

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 والمفاجئ 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) 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 قبل 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 استتنت 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 والتى 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 السطواري الأمر الذى جعل المشرع يتدخل من حين لآخر لإفشاء شرعية لسلوك 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 الطواري والتصرفات غير المنظمة بالتطور الطبيعى للسوق المنظمة وسوف نحاول بقدر الإمكان عدم الإنجراف نحو هذه العوامل الجانبية ، خاصة وأننا 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 متلهما 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 ٤٥٠ و ٨٤١ و ١١٠ سهما القابل للتداول منها ١١٨ و ٢٦ 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 أبعده عمقا مضاربيا إتشهادا 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 قارتفع عدد الأسهم المصدرة إلى ٢١٣٣ مليون سهم القابل للتداول منها ١٢١٧ مليون سهم . ويعزى تأسيس العديد من الشركات فى عام ١٩٧٣ إلى شدة المضاربة حيث استهدف مؤسسوها تحقيق الأرباح الرأسمالية الناجمة عن ارتفاع أسعار أسهمها 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 سهم - (٢)

وفى الفترة بين إبريل ٧٥ - ١٩٧٦ ومن أجل إيجاد ضوابط تشريعية للتحكم فى إصدار وتداول الاسهم تم إجراء تعديل لبعض أحكام قانون الأوراق التجارية رقم ١٥ لعام ١٩٦٠ م بالقانون رقم ٣ لسنة ١٩٧٥ م والذي استهدف سد الثغرات القانونية التى استغلها المضاربون 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 يتصرفوا فى أسهمهم إلا بعد مضي ثلاث سنوات

(١) حازم البيلوى ورائد فهمى ، دور الأسهم فى الإقتصاد الكويتى ، المرجع السابق ص ٥٢

(٢) محقق 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 ٢٤١ مليون دينار ، إلا أنها بقيت ضعيفة بالمقارنة مع الموارد المالية

التي توافرت للإقتصاد الوطني ، حيث لم تتجاوز القيمة الاسمية للأسهم المصدرة ٦٨ ٪ من

إجمالي الناتج المحلي و ٩١ ٪ من إجمالي المدخرات القومية و ٢١ ٪ من إجمالي السيولة

المحلية (٢)

الفترة ١٩٧٢ - ١٩٨٠ شهدت عددا من القرارات الهامة بشأن تنظيم السوق الأولية صدرت

في أغسطس ١٩٧٢ وهي :-

١- صدر قرار بحظر تأسيس الشركات الجديدة وظل ساري المفعول حتى يونيو ٧٩ حيث

تأسست شركة المخازن العمومية

(١) سوق الكويت للأوراق المالية ، القوانين والمراسيم والقرارات الوزارية . المرجع السابق ص ٢٩

(٢) د / حازم الببلاوي ورائد فهمي ، دور سوق الأسهم في الاقتصاد الكويتي - المرجع السابق

- ٢ - قرار تجزئة القيمة الاسمية لأسهم الشركات لتصبح دينارا واحدا • بدلا من القيمة الاسمية التي كانت ٧٥ 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 ٢٥ر٤ ٪ في عام ١٩٧٨ (١)
- وواضح أن هذه القرارات جاءت كرد فعل للهزة التي تعرض لها سوق الأوراق المالية فـ 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 الطحيت ، 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 المصدرة 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 إصداراً 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 مكلفاً .
- 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 الاستحقاق (٢) .

(١) الهيئة العربية لضمان الاستثمار ، أسواق الأوراق المالية في البلاد العربية ، المرجع السابق ، ص ٢٦٧ ، 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	عدد	امدارات مقترضين		امدارات محلية		الفترة
		عدد	قيمة	عدد	قيمة	
١٠٧٢	١٢	١٠٧٢	١٢	—	—	١٩٦٨ - ١٩٧٤
٥٢.٥	٩	٤٧.٥	٨	٥	١	١٩٧٥
٨٤	١٤	٧٦	١٣	٨	١	١٩٧٦
٣١	٧	٣١	٧	—	—	١٩٧٧
١٥٤	١٨	١٢٢	١٥	٣٢	٣	١٩٧٨
١١٢	١٤	١١٢	١٤	—	—	١٩٧٩
١٤	٢	١٤	٢	—	—	١٩٨٠
٣٤	٥	٣٤	٥	—	—	١٩٨١
٥٣	٨	٤٦	٧	٧	١	١٩٨٢
٢٧	٥	١٧	٣	١٠	٢	١٩٨٣
٧٣١.٧	٩٤	٦٦٩.٧	٨٦	٦٢	٨	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 إقتماديات 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 بعملة معروفة لديه أكثر من الدينار الكويتي .
- (٢) عدم توافر أسواق ثانوية نشطة تكفل التعامل ببيعاً وشراءً 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 الأرمدة العربية ، المرجع السابق ، ص ١٥٥ ، ١٥٦ .

المبحث الثانى

السوق الثانوية (سوق التداول)

أولا : 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 أسعارايا كان متولها، إذ لم يكن ذلك وفق أهداف محددة وبتناغم تام مع مختلف المؤشرات الإقتصادية التى تحكم مسار الاقتصاد الكويتى . بل رعى 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 بشكل عبثا على الاقتصاد المحلى ، وهذا ما أكدته سير التعامل بالأوراق المالية فى الكويت .

واستنادا 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 للآداء 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 صغفي الركبي ، A descriptive Analysis Of Development, And Operation Of The Kuwait Stock Exchange OP .cit P 43
- وحازم الببلاوي ورائد فهمي دور سوق الأسهم في الإقتصاد الكويتي ، 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 في الميل إلى الإذخار ومن ثم إلى زيادة الطلب على الأصول المالية .

ويمكن إجمال أبرز ما اتمت 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 الماهمين 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 متفرغة 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 الرواج والكساد في حجم تداول ومستوى أسعار الأوراق المالية ، ولأنها إستمرت خلال المرحلة الثالثة كذلك فسوف 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 أشتوعب 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 أرباح 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 ٢ من القانون مزاولة أعمال سمارة الأوراق المالية إلا لدى المجلين

لدى وزارة التجارة والصناعة ، كما ألزمت المادة ٨ من القانون كل سمار 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 سمارة الأوراق المالية . (١)

في فبراير ١٩٧٢ تم إنشاء مكتب للأوراق المالية بالمركز التجاري بمدينة الكويت باشر

مهمة تجميع البيانات المتعلقة بعمليات البيع والشراء من السمارة ونشرها في الصحف

اليومية (٢) .

ثالثاً :

===== على أثر المفاربات 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 صغفق الركيبى ، دورة تدريب الوسطاء ، المرجع السابق ص ٢ .

سريانه الا على المعاملات التى تتم بعد نشرة فى الجريدة الرسمية . (١)

رابعاً :

===== صدر المرسوم رقم ٣ لسنة ١٩٧٥ والذى قرر عدم اجازة التصرف فى الأوراق المالية المطروحة الا بعد أن تصدر الشركة أول ميزانية لها عن اثني عشر شهراً على الأقل . كما قرر عدم اجازة تصرف المؤسسين فى اسهمهم الا بعد مضي ثلاث سنوات على الأقل على تأسيس الشركة . وقد استهدف المرسوم الى ان تصبح الدوافع الى الاكتتاب فى الاوراق المالية دوافع استثمارية تجنباً للمضاربة ووضع القيود التى تحول دونها . (٢) .

خامساً :

===== صدر فى نوفمبر من عام ١٩٧٦م القرار الوزارى رقم ٦١ لسنة ١٩٧٦ فى شأن تنظيم تداول الاوراق المالية ، وقد قضت المادة ٢ من القانون بتشكيل لجنة تسمى (لجنة الاوراق المالية) لتنظيم عمليات التعامل فى الاوراق المالية . كما حددت المادة ٣ من القانون مهام هذه اللجنة وهى :-

١ . وضع القواعد التنظيمية الخاصة بتداول الاوراق المالية خاصة :-

أ- طرق وأساليب التعامل فى الاوراق المالية

ب- تسجيل الشركات التى يجوز التعامل فى أوراقها

ج- تنظيم مهنة الوساطة فى الاوراق المالية

(١) القوانين والمراسيم والقرارات الوزارية المرجع السابق ص ١٢٣ .

(٢) - المرجع السابق مباشرة ص ٢٩ .
- احمد فهمى الامام - أسواق الاوراق المالية فى البلاد العربية المجمع 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 العالي ، 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
التمن .

وقد ألغى بموجب هذا القرار الوزارى القرار رقم ٢٥٢ السابق
الإشارة اليه والخاص بمنع البيع الآجل .

سابعاً :

===== تم إلغاء القرار الوزارى رقم ٣١ لسنة ١٩٧١ بالقرار رقم ٩٠
لسنة ١٩٨١ فى شأن البيع الآجل للأوراق المالية ، وكان من أهم 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 تشور
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 ٣٢٪ 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 ٢١٪ فقط ، ولم يتجاوز متوسط معدل الزيادة في القيمة الدفترية نسبة
٤٪ (١) .

وسادت في عام ١٩٧٣ فورة جامحة في حجم التداول ومستوى الأسعار . فقد إرتفع مجموع
الأسهم المتداولة من ٢٤٨ مليون سهم في عام ١٩٧٢ إلى ١٠٨ مليون سهم خلال عام ١٩٧٣
بزيادة نسبتها ٢١٠٪ ، كما زادت قيمة الأسهم المتداولة لنفس الفترة بنسبة ٢٣٨٪

(١) محمد الخجا ووليد سعيد ، أسهم الشركات الكويتية المساهمة .
دراسة تحليلية ، منشورات الجمعية الكويتية ص ٣٢ - 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 اترسل في سرد العوامل التي يذكرها الكتاب - عادة - سببا (٢) لهذا الارتفاع في حجم التداول ومستوى الأسعار ، إذ أنه سيعاد ترديدها لتبرير فورات جامحة 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 مائعة 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 انحمار 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) يذكر سببا لذلك أ - الأوضاع غير المستقرة للأسواق المالية العالمية ،

ب - القفزة في الإيرادات 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 بآداء الشركات المصدرة
لهذه الأسهم ويتضح ذلك من خلال تأمل الأرقام التالية :-

١ - بلغ متوسط سعر السهم ١١ ضعف متوسط قيمته الاسمية 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/صعق ركيبي A Descriptive Anylsis Of The Development And
Operation Of The Kuwait Stock Exchange , OP . cit P 47

(٣) حازم الببلاوى ورائد فهمي ، دور سوق الاسهم في الاقتصاد الكويتي ، 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 ، (٢) 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 الحقوق والمتعاملين فيها .

وكان تدخل الحكومة نتيجة تسمية خاطئة للمشكلة باعتبارها أزمة اقتصادية تتوجب

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 ٨٠ ، ٨١ .

(٣) حازم الببلاوى ورائد فهمى ، دور سوق الأسهم فى الاقتصاد الكويتى المرجع السابق ص ٦٢ ، ٦٨

(٤) د صغفى التركيبى A descriptive anylsis 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 ، والذي 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 الخاطئ 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 أثارت مخاوف وتحفظات المستثمرين .

أما على صعيد التداول ففي 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 (٢)

المصدر - سوق الكويت للأوراق المالية -

السنة	حجم التداول بالمليون سهم	القيمة السوقية للأسهم المتداولة بالمليار دينار
١٩٨١	٢ ر ٢٨٠	١٥٩٩ ر ١٩٨٩
١٩٨٢	٢٣٤ ر	١٩٤٠ ر ١٠٠٩
١٩٨٣	٥ ر ٧٤	١٩٢٨٧ 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 الآخر حركة السوق في الاتجاه المعاكس وسنتعرض لها بعدد

قليل باجمال .

(١) د حازم الببلاوي ورائد فهمي ، دور سوق الأسهم في الاقتصاد الكويتي المرجع السابق

ص ص ٧٦ ، ٧٧ .

(٢) تختلف الأرقام اعلاه عن ارقام تقارير البنك المركزي المنشورة في دراساته 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 الإطار التنظيمي .
- ٨ - المضاربة .

أولاً : 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 الانفاق الاستهلاكي والاستثماري فإن فائض الموارد النقدية المتاح يتجه نحو الأصول المالية بمختلف أنواعها (٢) .

ولعب حجم السيولة المحلية في الإقتصاد الكويتي دور المحدد الأساسي لحجم تداول

الأسعار 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 الأسعار (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 ويمساوي معامل الارتباط بين هذين المتغيرين + ٩ تقريباً مما يعني ازدياد

درجة الارتباط بين حجم السيولة المحلية وأسعار الأسهم في

(١) أنظر : Paul A. Samuelson & William 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 الصاعدة ، المرجع السابق ص ٥٢ - ٥٥

(٣) المرجع السابق مباشرة ص ٥٢ .

الاقتصاد الكويتي (١)

تلك الملاحظة جعلت أحد الاقتصاديين 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 إلى 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 الاكتتاب 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 إلى تمويلها بشكل مباشر - ولقد شهدت فترة المضاربات العنيفة في ٧٥ - ٧٦ م تسجيل معدل زيادة قياسي في السلف والخصميات بلغ ٨٣٪ . كما أن التسهيلات الممنوعة 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 إلى المصارف التجارية بالحد من التسهيلات الممنوحة لهذه العمليات . (٣)

كما تفيد بيانات أخرى إلى أن رصيد التسهيلات الائتمانية الممنوعة من قبل المصارف التجارية لتمويل عمليات شراء الأسهم والعقارات بلغ في مارس ١٩٨٢ ما قيمته ١٢٠٩٨ مليون دينار أي 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 الممنوحة من الجهاز المصرفي كمتغير مستقل يماوي +٦ ر تقريباً . (١)

(١) ولا شك أن ذلك يعنى 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 حرية تحركات رؤوس الأموال من وإلى الكويت دون قيود .
ب - خيخ الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الكويتي مع عدم وجود سياسات جادة للتكامل الإقتصادى 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 أو ارتفاع هذه العملات تجاه الدينار الكويتي أو توقع ذلك إلى زيادة أو نقص تدفق الارصدة النقدية على السوق المحلية

وندل على ما ذكرنا بما حدث عند إعادة تقييم الجنيه الاسترليني 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 ، فتتقمص السيولة المحلية ويهبط سود السوق نوع من الركود . وإذا ما إنخفضت أسعار الفائدة العالمية تجد تلك الأرصدة أن المناخ الاستثماري غير ملائم فتعود إلى الداخل لا للتوظيف لأن أسعار الفائدة المحلية قد لا تختلف عن أسعار الفائدة العالمية ولا للاستثمار المباشر لضيق الطاقة الاستثمارية 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 ٥٣% ، وزاد حجم الانفاق 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 ((بالثنين 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 في الأسواق العالمية تحد من حرية غير المقيمين أو غير المواطنين في التوظيف فيها يساهم إلى حد ما في خفض حجم الموجودات الكويتية في الخارج وإتجاهها نحو السوق المحلية (٢) ، والعكس تماما صحيح •

رابعاً : محدودية الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الكويتي :-

الطاقة الاستيعابية هي مجموع الفرص الاستثمارية التي يمكن استغلالها بنجاح خلال فترة زمنية معينة • (٣) ويترتب على ذلك القول بأنه توجد حدود مفروضة على أي استثمار جديد في الكويت ، وهي إما أن تشكل قيوداً مطلقاً على حجم الاستثمار ، وإما أن تكون في شكل انخفاض دائم في إنتاجية الاستثمار الجديد (٤) •

-
- (١) حازم الببلاوي ورائد فهمي ، دور سوق الأسهم في الاقتصاد الكويتي ، المرجع السابق ص ٥٥ •
- (٢) محمد خجا ووليد سعيد ، أسهم الشركات الكويتية المساهمة ، المرجع السابق ص ٤٧ ، ٤٨
- (٣) حكمت شريف ، استثمار الأرمدة العربية ، المرجع السابق ، ص ١٠٣ •
- (٤) عبد الفتاح قنديل ، التزام رأس المال العربي نحو المنطقة العربية ، الاقتصاد العراقي 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 الحجم القائم المحدود من الشركات فارتفعت الأسعار إلى مستويات غير مبررة إطلاقا ، ثم أعقب ذلك نزول حاد في أسعارها ويظل السوق هكذا مرتبكا وغير مستقر .

خامسا : ضيق السوق المالية الكويتية :

ترتب على محدودية الطاقة الاستيعابية - 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 .

سادسا : 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 للأوراق 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 مشترون 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 أن 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 يبطال 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 ارتباط السوق بالمشورات 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 أطلعنا 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 ابتداء 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 انفصاما 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 ويسرّها ، ويوفر الحماية لجمهور المتعاملين .

٣ - تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين المواطنين .

٤ - الماهمة 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 ومراقبة تطبيقها .

٢ - اتخاذ الإجراءات اللازمة تجاه أية صفقات مشكوك في سلامتها وأغراضها ، وإيقاف التعامل في أية ورقة مالية نهائياً أو مؤقتاً ، وإيقاف التداول مؤقتاً في السوق كله إذا ظهر ما يدعو لذلك .

٣ - تحديد شروط قيد الوسطاء وإدراج الأوراق المالية في تسعيرة 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 رئيساً للجنة

ب - مدير السوق ، نائباً للرئيس ج - عضو يمثل وزارة التجارة والصناعة د - عضو يمثل

وزارة المالية هـ - 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 ١٩٨٣ اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية
والتي حددت قواعد قيد وقبول الأوراق المالية والوسطاء ، وقواعد إجراءات 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 هياكل
جدية ، 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 يوجدها نشاط السوق ، تسمى سوق الكويت للأوراق المالية تتشكل أهم

(١) لمزيد من التفصيل أنظر ، القوانين والمراسيم والقرارات الوزارية لسوق الكويت للأوراق
المالية ، المرجع السابق ص ١٥٦ - ١٧٧ .

ملاحمها من التالى :-

أولا الهيكل الإدارى للسوق :

تم تصميم الهيكل الإدارى 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 فى السوق .

تشمل عضوية السوق ما يلى :-

(١) الشركات المساهمة الكويتية التى تطرح أسهمها للاكتتاب العام والشركات

المساهمة الكويتية المقفلة التى توافق لجنة السوق على قبول عضويتها فى 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 الذى 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 فى مدى جديتها

وسمعتها وقوة مركزها المالى .

(٣) سندات الدين التى تقرر لجنة السوق قبول التعامل بها المادرة عن البنوك أو الحكومة

الكويتية أو إحدى الهيئات والمؤسسات العامة بالكويت .

ثالثا : نظام الوساطة فى السوق .

لا يجوز تداول الأوراق المالية المقبولة والمقيدة فى السوق إلا من خلال وسيط مقيد لدى السوق . وتقتصر عمليات الوساطة فى السوق على الشركات المرخص لها بذلك . وتنوب الشركة عنها شخص يسمى ممثل الوسيط يعاونه شخص يسمى معاون الوسيط . ويشترط فى الشركة التى يرخص لها القيام بأعمال الوساطة ما يلى :-

- 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 علمى لا يقل عن الثانوية العامة أو ما يعادلها ، ولديهم خبرة سابقة فى 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 فى جريمة مخلة بالشرف والأمانة ما لم يكن قد رد إليه اعتباره .
- ٤ - ألا يقل رأسمالها المدفوع عن القيمة التى تحددها لجنة السوق ، وأن تقدم كفالة مصرفية سارية المفعول بهذه القيمة (١) . وقد حددت لجنة السوق هذه الكفالة بـ ٢٥٠٠٠٠ دينار كويتى .

ورغبة فى استقرار التعامل فى السوق فقد نص على أهمية مراعاة ممثلى الوسطاء ومعاونيهم

لما يلى :-

أ - ضرورة تنفيذ جميع الصفقات داخل ردهة التعامل وفى مواعيد الدوام الرسمية المقررة ،

والإمتناع عن الوساطة خارج الردهة أو فى غير أوقات العمل .

ب - لا يجوز لممثل الوسيط أو معاونه أن يبرم أية صفقة لحسابهما أو حساب الشركة

التي يعملان بها .

ج - عدم القيام بأى عمل من شأنه الإخلال بواجباته كممثل الوسيط فى تنفيذ الصفقات

لعملائه بأفضل شروط البيع أو الشراء المتاحة .

(١) دراسة الهيئة العربية لضمان الاستثمار وسوق عمان المالى 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 الصفة .
- هـ - عدم إفشاء أية معلومات لها صفة السرية تكون قد وصلت إليه بحكم عمله .
- و - يلتزم الوسيط بتقديم كافة البيانات والمعلومات والإحصاءات التى تطلبها منهم إدارة السوق بالشكل وفى المواعيد التى تحددها (١)
- وحتى ديسمبر ١٩٨٤ كانت هناك ١١ شركة وسيطة تعمل فى السوق وقد قضت لجنة السوق بأن تضمن شركات الوسيطة هذه تنفيذ المعاملات التى تتوسط فى إبرامها حتى لا يتعطل تنفيذ المعاملات التى تتم فى السوق ، أو يتحاييل عليها ، أو ينكص عن تنفيذها ، ولا شك أن ذلك يحفز الوسيط على التدقيق فى إختيار عملائه ، حتى لا يرجع إليه بقيمة الصفقات التى يتراخون عن تنفيذها . وفى رأى أن هذا الأمر قد يتيح الفرصة للوسيط للعمل لحسابهم بتدبير من يكلفهم بالصفقة ، ثم القيام بتنفيذها لصالحهم بدعوى نكوص العميل . (٢)
- ولقد حددت إدارة السوق للوسيط الدفاتر والسجلات التى يتعين إصاها 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 الوسيط 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 آداءهم . (٣)

= المرجع السابق ص ٢٧٧ .

(٢) القوانين والمراسيم والقرارات الوزارية لسوق الكويت للأوراق المالية ، المرجع السابق ص ١٥٦

(٣) 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 وتسجيل 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 المزايدة 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 التغير في سعر

(١) د صغفي الركبي ، نظام التداول الحالي والأنظمة البديلة الأخرى . منشورات سوق الكويت

السهم بنسبة ثابتة معودا أو هبوطا . (١)

هذا وقد تم في سبتمبر ١٩٨٦ افتتاح القاعة الإلكترونية الجديدة للتداول والتي تسم

تصميمها بشكل يسهل التداول ويوفر العلانية ، وتم تزويدها بأحدث وسائل الاتصال .

خامسا : نظم إشهار المعلومات .

إن 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 فـ
صورة نشرات قامت بتوزيعها على المتعاملين وسيتوالى هذا العمل بشكل دورى .

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 صفيق الركيبى ، 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 وأباء ، مختلف القطاعات الاقتصادية ، يمكن الرجوع إليها والإفادة منها عند الحاجة . (١)

سادساً : الإقماح 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 مدققى الحسابات والمختصين إلى اعتماد أهداف التقارير المالية الواجب أخذها فى الاعتبار عند إعداد القوائم المالية وتقديمها ، وأتفق على أن من أهمها ما يلى :-

- 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 والمخصمات .
- ٣ - من أجل أن توفر التقارير المالية البيانات المحاسبية والمالية ذات الأثر المحتمل على

(١) إنجازات سوق الكويت للأوراق المالية ، المرجع السابق ص ١٣ ، 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 حالياً 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 ، وأساليب المخصصات الخاصة بالمعاشات أو التقاعد والمبالغ المربوطة

لمصاريف رأسمالية مستقبلية • (١)

وفي خطوة أكثر تقدماً 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 مهنيًا وقانونيًا بهدف إعطاء

رأي يتعلق بمدى صحة القوائم المالية المنشورة للعامة •

(٣) مثل النقدية في الصندوق ، النقد في البنوك ، الودائع لأجل •

٥ - إجراءات المراجعة على حقوق الملكية (١) .

٦ - إجراءات مراجعة بنود المصروفات والمطلوبات طويلة الأجل . (٢)

• **تابعاً : نظام التسويات ونقل الملكية**

ان تسوية المعاملات بين المتعاملين ونقل ملكية الأوراق المتعامل بها يتخلف وقتا ليس بالقصير بين الإدارات القانونية والهيئات المحلية ، وحرصا على توفير الوقت والجهد وحفظا للسوق من المعاملات الوهمية ، تعكف إدارة السوق على دراسة وإعداد نظام لتسوية المعاملات التي تتم في السوق يتلاءم مع نظام التداول الحالي ، ويكون مرنا لأية تعديلات تلحق

ثامناً : لجان التحكيم وفض المنازعات والتأديب .

صدر في أكتوبر ١٩٨٤ قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية بتشكيل لجنة التحكيم لتتولى الفصل في جميع المنازعات المتعلقة بالمعاملات التي تتم في السوق ، ويعتبر مجرد التعامل في السوق إقراراً ضمناً بقبول التحكيم ، وتكون القرارات الصادرة عن اللجنة نهائية وملزمة للطرفي النزاع . وتشكل هذه اللجنة من أحد رجال القضاء يختاره مجلس القضاء الأعلى رئيساً وإثنين من أعضاء لجنة السوق . وتفصل هذه اللجنة في المنازعات المعروضة عليها على مقتضى القانون والأعراف السارية مع مراعاة القواعد المعمول بها في سوق الأوراق المالية ، وتكون المداوالت سرية ويصدر قرار لجنة التحكيم بأغلبية الآراء (٣)

(١) حقوق الملكية هي رأس المال المدفوع ، الإحتياطيات ، الأرباح غير الموزعة

(٢) لمزيد من التفصيل انظر إلى ، مقترحات بشأن معايير المراجعة المتعارف عليها وأجراءاتها العملية في الكويت ، منشورات سوق الكويت للأوراق المالية ، كل الصفحات .

(٣) القوانين والمراسيم والقرارات الوزارية المتعلقة بسوق الكويت للأوراق المالية ، المرجع السابق ص ١٨٦ ، ١٨٧ .

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 للتحكيم 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 المستأنفة عليها . (١)

وفي رأي أن هذا تسويع للجهد والإختصاصات إذ يكفي أن يكون هناك مكتب قانوني واحد مزود بكل الإمكانيات البشرية والمادية المطلوبة ، يتولى كل المائل 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 .

وفى ختام حديثنا عن السوق الثانوية بعد عام ١٩٨٣ يجدر بنا أن نبين عدد ومبلغ تداول الأسهم فى سوق الكويت للأوراق المالية منذ عام ١٩٨٣ وحتى عام ١٩٨٧ حتى يمكن أن نتبين مدى ترجمة الأهداف والهيكل التى أشرنا إليها فى جذب المدخزين نحو السوق

جدول رقم (٤)

جدول يوضح عدد الأسهم ومبلغ التداول فى سوق الكويت للأوراق المالية

بين ١٩٨٣ - ١٩٨٧ م

المصدر : سوق الكويت للأوراق المالية

عدد الأسهم ومبلغ التداول السنة	عدد الأسهم بالمليون سهم	مبلغ التداول بالألف دينار كويتي
١٩٨٣	٧٤,٥١٢,٢٩٧	٥١٩,٢٨٧
١٩٨٤	٧٠,١٩,٤٣٦	١١٦,٨٥٥
١٩٨٥	١٧٩,٣٢٩,٩٩٠	١١٦,٢٥٧
١٩٨٦	١٥١٩,٩٦٨,٤٠٧	٤١٠,٤١٣
١٩٨٧	٣٨,٠٨٦,٠٩٩,٩٥٧	٤٨٣,٤٨٨

ونلاحظ من الجدول رقم (٤) أن التداول قد انخفض فى بداية هذه الفترة عن التداول فى 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

لاتخفاض 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) نؤكد 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 إحدى 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 معلقة 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

في العالم الإسلامي

الفصل الثالث

سلبيات وإيجابيات أسواق الأوراق المالية القائمة في العالم الإسلامي

مقدمة :

سنستعرض 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 مستوحى 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 اتجاه عام ينتظم معظم أو كل الأسواق القائمة ، ولا تكون مجرد ملاحظات محدودة عن واقع سوق معين .

وسنركز 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 لاحقا 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 مستمدة من الجزء العربي منها لتوافر المعلومات نسبيا 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

سلبات أسواق الأوراق المالية القائمة في البلاد الإسلامية

يمكن حصر أهم سلبات 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 الانسجام بين طبيعة الطلب على الأموال وشروط عرضها .
- ٥ - ضيق أسواق الأوراق المالية في البلاد الإسلامية وموسمية التعامل فيها .
- ٦ - بعض السلبات 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 السبلات 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)) (١)

يمكن ملاحظة أن اعتماد هذه المؤسسات لأسلوب التمويل الإقراضى الربوى منع من ممارسة أسلوب الاستثمار المباشر ذي الوفورات والعائد الأكبر ، وذى الدور المهم فى توسيع قاعدة السوق الأولية . كما ساهم بشكل مباشر فى تدفق مال المسلمين إلى خارج المنطقة رغم حاجتها إليه لتعديد الأسواق الدولية إقراضه إلى البلدان النامية . مما يعنى تنشيطا لتلك الأسواق ، ورنهنا 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 بصقة عامة . ويشور التساؤل هنا هل كانت المضاربة سوف تشكل نشاطا من أنشطة سوق تتعامل وفق منهج يتبعدها تماما من معاملات السوق ، ويحول بتشريعاته ولوائحه دون تطفلها على نشاط السوق ؟

والشئ المزعج أنه رغم أن النشاط الربوى قد فتح الباب تلقائيا 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 الاقتراحات مثل محاولات إبتكار وترويج سندات محلية بالعملات الأوربية

(١) 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 - أن التعامل الآجل في الأوراق المالية يستهدف أساساً عمليات المضاربة الصعودية 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 بإثارة 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 يقتزن بفلسفة وفكر يوضح الهدف من قيامها ، ولا بد من تطوير منهج عملي لتحقيق تلك الأهداف وجعل أعمال السوق نابعة 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 وعي كامل بضرورة تطويعه لخدمتنا 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 سوقاً إقليمية ، وبعد أن يركز بنائها على أسس سليمة وثابته ومستقرة يمكن أن تخطو خطوات متوازنة لأن تصبح سوقاً 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 والمختمين يعتبرون أن وضع أسواق الأوراق المالية في البلاد الإسلامية والتي تعتبر نشطة إلى حد ما ، إنما نتج عن إتاحة الفرصة لها لتتكامل مع الخارج ، ولإنجائها بصورة رئيسية إلى الأسواق الغربية ، ولترك الحرية للمصارف 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 والاحتياطات 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 دوراً مؤثراً 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 إلى توفر العناصر الفنية المدربة المدربة والمختصة في الشؤون المالية إلا أن سوق بيروت بدأ يتراجع منذ منتصف السبعينات نتيجة للاضطرابات السياسية الداخلية وما رافقها من تدنى في مستوى الخدمات بالإضافة إلى 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 .

أولاً : 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 أولاً .

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 والاستثنائية 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 اجتماع 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 الذي دعا البعض - ربما سخرية - لأن يسميه ((الأفراس العربية - العربي بأللوب الأسواق

الدولية)) . وقد يبدو من السهل للبعض أن يعزى هذا الأمر لضعف أسواق الأوراق المالية

في العالم العربي ، أو إلى قصور في التدفقات التي ومن الأسواق الدولية العربية بالخ إلا أن السبب

الرئيسي يعزى إلى حقيقة واضحة وهي أن هذه التدفقات التي ومن الأسواق الدولية تمر أساسا عبر

الأسواق المالية العربية والتي صممت أساسا لتلعب هذا الدور بفاعلية ويبرر ذلك ما يلي :-

أ - أن الأسواق التي يهتم بها خبراء الغرب وكثير من اقتصادى المنطقة هي أسواق بلاد تتمتع

بفائض نقدي بينما لا تجد أسواق دول العجز نفس الاهتمام .

ب - أن الأدوات التي يجرى تطويرها والاهتمام بها هي مختلف أنواع السندات والتي تنفذ

السوق الدولية ، في حين أن الأدوات المالية المحتاج إليها ليناب المال داخل المنطقة

هي أدوات الملكية والمشاركة .

من ذلك يتضح أن المراد من الأسواق المالية المحلية مجرد أن تكون تابع يليى رغبات وحاجات

التعامل في الأسواق الدولية ، وتتخذ المحاولات المبذولة من أجل الإبقاء على هذه التبعية

(١) كثير من شروط وتفاصيل القروض الممنوحة في السوق الدولية ولأسباب متعددة تحظى بقدر من

التكتم والسرية وبالتالي لا يتم الإعلان عنها ، وغالبا ما يكون ذلك بناء على رغبة المقترض

العربي 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 خمائص الهياكل المالية ، وتوافقا بين الأهداف ٠٠٠٠٠ الخ . إلا أن هذه العوامل المطلوبة تكاد تكون مفقودة فعلى أى 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 مشمل ((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 تبرر 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 ، وهى أن هذه الفوائض أصبحت مشكلة دولية تهدد استقرار النظام النقدى العالمى ، 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 قزم ، الاقتصاد العربى امام التحدى ، 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 فى هذه الحالة أن يتم تدبير وإستثمار هذا الفائض بما فى ذلك اختيار مجالات الإستثمار وأشكاله ومحلّه ، على يد خبراء ، فى الأمور المالية ، وبهذا النوع من التفكير نرى بعض هذه الأموال مولت بطريقة أو أخرى تطوير برامج لتنويع مصادر الطاقة فى العالم وذلك على حساب الثروة الأساسية لأصحاب هذه الفوائض (١) .

وهكذا مع بداية تأسيس هيكلنا المالية بما فيها أسواق الأوراق المالية فقدنا ثقتنا فى أنفسنا وفى قدرتنا على إدارة هذه الأموال ، ونشأت أسواق الأوراق المالية لدينا فى هذا الإطار من عدم الثقة فكان من الطبيعى أن ترى فى الأسواق المالية نموذجاً يحتذى ومثالا تسعى إليه، ونشأت بالتالى 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 مستغرباً أن أول قانون صدر لتنظيم سوق الأوراق المالية بالكويت فى عام ١٩٦٢ كان من أجل تنظيم تداول الأوراق المالية الأجنبية (٢) ولم يكن خاصاً بالأوراق 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 مقداراً متزايداً 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 المبللوى 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 الإسلامى إلى التقلص بدلا من التوسع فبينما بلغ ذلك الحجم ١٩٨١ و ١٤٢٢ مليون دولار فى عامى ١٩٨٣ ، ١٩٨٥ على التوالي انخفض فى ١٩٨٦ إلى ١٣٥٠ مليون دولار (١) . كما أن الدعوات إلى إنشاء المشروعات المشتركة وإحداث تعاون اقتصادى جوهري لم تزاوُل 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 للإئتماء الاقتصادى ، 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 لأسواق أوراق مالية مصممة أساسا لتخدم أهدافنا فى التقدم

(١) البنك الإسلامى 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 تطويرهاالخ . وهذا المفهوم يختلف في ظل وجود السندات والمضاربات والتعامل الاجلالخ 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 عصب النشاط الاقتصادي في بلد ما مثلاً فان المفترض ان تكون الاسهم هي الاصول المالية الأكثر 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 مجمعةالخ .

(١) انظر فاضل ناصر القلوف ، بورصة الاوراق المالية الكويتية ، دار الكتب للنشر

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 الفائض ووحدات العجز في المنطقة لعزلها عن اداء هذا الدور ، كما ساهم في زيادة اعباء وتكلفة الاقتراض 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 يؤلف 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 بأسعار 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 في البلاد الاسلامية باعباء واضحة في عملية التنمية الاقتصادية ، عدم تشجيعها لاصدار وتداول الاصول المالية المنتجة ويتضح ذلك من الاستقراءات التالية :-

- ١ - يبدو جليا من خلال استعراض التركيب القطاعي للشركات المدرجة في بعض اسواق الاوراق المالية ان القطاعات الاكثر حظوة لدى السوق من حيث سهولة حصولها على الاموال هي القطاعات المالية والعقارية وبعض الانشطة الخدمية ، اما القطاع الصناعي مثلا والذي يضغط بدور رئيسي في تنمية البنية الاقتصادية للبلاد ، فيرتكز اساسا على دعم الدولة له وتحملها لجزء كبير من المخاطر المرتبطة بنشاطه .
- ٢ - اسواق الاوراق المالية في العالم الاسلامي اصبحت اسواق اقراض وليست باسواق استثمار (١) ولذلك لم تتفاعل مع الاقتصاد المحلي باستكشاف وتمحيص فرص الاستثمار الموجودة، ولذلك زاد دور المصارف التجارية في تمويل أنشطة المضاربة في 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 في العالم الاسلامي 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 الوفرة المالي عنصر السيولة ولذلك فهم يفضلون استثمارها لاجال قصيرة تضمن لهم تلك السيولة . وفي الجانب الاخر تقبلي دول المعجز خططا للتنمية الاقتصادية مما يخلق طلبا على الاموال طويلة الاجل .

كذلك فان عرض الاموال تميز بانه فعلى ومباشر ويبحث عن ايجاد الطلب الفوري المماثل

لأن الطلب على الأموال يتمف بأنه احتمالي إذ أنه توجد كثير من المشروعات الجيدة لم تتبلور وتدرس بشكل يجعلها جاهزة للتنفيذ حتى تستوعب 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 كلا 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 تتبدى 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 ٢١٪ من إجمالي السيولة المحلية . إذن هناك فجوة بين معدل تراكم الفوائض والمدخرات وبين نمو قاعدة الأموال المالية ، ولقد ترتب عليها رفع معدل سرعة تداول الأسهم بصورة حادة ، وشيوع

(١) جورج قروم ، 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 الاصول المالية المتاحة يكون محدودا للأسباب التالية :-

أ - امتلاك الحكومات نسبة لا بأس بها من هذه الاصول .

ب - نسبة كبيرة من هذه الاصول المالية يمتلكها افراد قلائل نسبيا هم في الغالب مؤسسا

الشركات والقائمون على ادارتها .

٢ - ضعف درجة تخصيصها وضعف درجة تنوع الاصول 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 ، ولجوءه 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 كالأستثمار التجاري والعقاري والأستثمار في الأراضي • كما أن الكثير من أجهزة التمويل وشركات الأستثمار ما زالت تهتم بالأستثمار المالي التقليدي خارج الوطن العربي •

٥ - محدودية الفرص الأستثمارية المدروسة والأجهزة للتمويل ، ومظهرها المتمثل في عدم تنوع الأدوات الأستثمارية بما يتناسب واحتياجات المتعاملين ، مما دعا الى هروب جانب مهم من المدخرات المحلية باحثين عن فرص أستثمارية خارج بلدانها (١) •

٦ - المركزية الشديدة في إدارة الارصدة المالية الحكومية وتخطي الأجهزة المسئولة عن إدارة هذه الارصدة للأسواق المحلية والأقليمية في نطاق عملياتها الأستثمارية

٧ - تبني الدولة لمهام الأستثمارات الصناعية والزراعية ومرافق الخدمات العامة جعل ملكية كثير من الشركات بيد الدولة أو المؤسسات والشركات العامة مما حد من قاعدة الأصول المالية المتملكة للأفراد ، وبالتالي المتداولة في السوق •

٨ - لا زال السوق النقدي عن طريق المصارف يلعب دوراً مؤثراً في جذب المدخرات المتاحة لاستعمالها في تمويل التجارة الخارجية والعمليات الأخرى قصيرة الأجل •

وننتج عن ضيق أسواق الأوراق المالية في البلاد الإسلامية موسمية التعامل ، فيها حيث يسود الركود أثناء شهور الصيف ، ويتكشف خلال سبتمبر وأكتوبر ونوفمبر وذلك لانتهاء السنة المالية لمعظم الشركات المساهمة حيث توزع الأرباح وتعرض أسهم الشركات التي يتقرر زيادة

(١) صندوق النقد العربي ، التقرير السنوي ١٩٧٩ ، مقررات لجان صندوق النقد العربي المكلفة بدراسة أوضاع أسواق الأوراق 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 حكم على كثير من البنود والمواد

بعدم العملية فعمد القائمون عليها الى تعديل بعض موادها واخكامها كلما طرأ طارئ مما

ادى الى اتصافها 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 قمر 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

للدراسات والنشر بيروت ط ١ ١٩٨٠ 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 السودانين 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 فمل 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 ظرفاً 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 وقبل ان ينشأ فيها سوق الاوراق المالية المنظمة المحكومة باللوائح نفذت المضاربة الى عمليات تبادل الاوراق المالية بها بمائدة التسهيلات الائتمانية الممنوكة 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 وتضاعفية اوصلتها الى مستويات غير طبيعية خلقت موجة شديدة من الطلب على الاسهم اسهمت بدورها في تغذية الحركة التضاعدية 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 الاوراق 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 ينتفى 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 الاولى ((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 ١٥ .

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

فــــى :-

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 واستخدمات

الاموال ، ٠٠٠٠٠٠٠ الخ - الا انها لا تنشر ، او تتاح للجمهور متاخرة فبعضها ينشر متاخرا

من ٣ - ٦ شهور من انتهاء السنة المالية ، كما ان التقرير السنوى والذى يفترض ان

يوفر معلومات اوسع عن اداء الشركة خلال العام المنصرم ويعرض توقعات الادارة حول

مستقبل الشركة ، فان بعضها يصدر متاخرا من ٦-٨ اشهر •

٣ - بالنسبة لنوعية المعلومات المنشورة في التقارير المالية فان بعضها لا يحتوى على

الدرجة الكافية من الاصحاح ، 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 للأوراق 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 الأوراق 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 الأوراق المالية وعن فلسفتها ودورها الاستثماري ، ونتيجة لذلك اضحت معاملات اسواق الأوراق المالية اشبه بالظلام حتى للذين ينتسبون بصورة 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 تمزيجات 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 فردى (١) .

المطلب العاشر : ارتفاع تكلفة الاستثمار فى اسواق الاوراق المالية فى البلاد الاسلامية :

نظرا لان البلاد الاسلامية شأنها شان بقية البلاد النامية تعتمد فى جانب الإيرادات من موازناتها على الضرائب والرسوم ، فان اسواق الاوراق المالية بها تتأثر بذلك ، فتفرض الضرائب كما ذكرنا من قبل على العائد المتولد عن الاصل الاستثمارى ، وتفرض الضرائب كذلك عند بيع ذلك الاصل المالى ، 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 فى ارتفاع تكلفة الاستثمار فى اسواق الاوراق المالية (٢)

المطلب الحادى عشر : تعاظم دور الحكومات ومؤسسات التمويل الاقليمية فى تمويل المشروعات على حساب الاسواق المالية

لم تستند مصادر واستثمارات التمويل طويل ومتوسط الاجل الى حوافز وميكانيكية اسواق الاوراق المالية فى الدول الاسلامية ، بل كان للمؤسسات القطرية والاقليمية الدور البارز فى هذا الشأن

وتثبت الاحماءات 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 ، اسهم الشركات الكويتية ، المرجع السابق ص ٣٠

(٢) يتحدث كثير من الكتاب عن ارتفاع تكلفة الاقتراض فى اسواق الدول النفطية عنه فى المصادر

الدولية الاخرى .

والحركات التعاونية والانشطة الحرفية ومشروعات الاعمار والخدمات الامنية والتعليمية والمحبة وتشكل نسبة ماهرة الحكومات 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 ٢٠ 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 الخاصة 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 ، وانجمت بكفاءة مع باقى المؤشرات الاقتصادية ، ان ترسخ من اقدامها وتبدأ خلال فترة قصيرة فى خدمة النشاط الاقتصادى بفعالية .

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 ناضجة رغم قصر عمرها الزمنى . وسوف نتعرض لاهم ايجابيات اسواق الاوراق المالية فى البلاد الاسلامية من منظور محدد يتمثل فى تلك الايجابيات التى تصح 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 الفوريين . 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

رؤوس الاموال بين الاسواق ، ففي سوق عمان المالي بالاردن تم تعديل نظام الدفع رقم

٤ لعام ١٩٧٤ بالنظام رقم ٥١ لسنة ٧٨ ليقتضى بـ :

أ - عدم تقييد حركة انتقال رؤوس الاموال العربية من خارج المملكة وداخلها ، دون

قيود تشجيعا للاستثمارات في المشروعات التنموية .

ب - تسهيل انتقال ملكية اسهم الشركات المساهمة 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 يقتضى 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 والجهد 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 - اعفاء 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 اعفاء ارباح التعامل بالاسهم

والسندات من ضريبة الارباح الراسمالية ، كما نصت صراحة على اعفاء 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 لتنظيم 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 بيعا 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 تأسيسها ((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 الاسواق 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 وربيع 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 ، وبدأ البعض الآخر 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 وتسعى لامداد 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 .