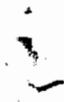
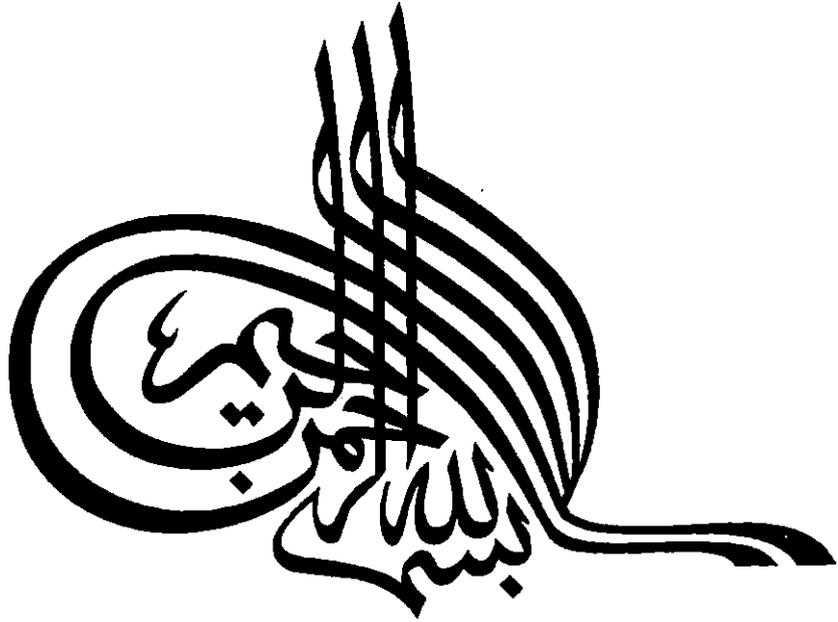


سلسلة المنتدى الاقتصادي (اللقاء الثاني)

الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية

التي عقدت بمركز صالح كامل - للاقتصاد الإسلامي جامعة الأزهر
يوم الثلاثاء ٣ ربيع أول ١٤١٨ هـ الموافق ٨ يوليه ١٩٩٧ م





11
12
13

14
15
16
17
18
19
20
21
22
23
24
25
26
27
28
29
30
31
32
33
34
35
36
37
38
39
40
41
42
43
44
45
46
47
48
49
50
51
52
53
54
55
56
57
58
59
60
61
62
63
64
65
66
67
68
69
70
71
72
73
74
75
76
77
78
79
80
81
82
83
84
85
86
87
88
89
90
91
92
93
94
95
96
97
98
99
100

101
102
103

تصدير

إن مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامى باعتباره أحد الوحدات ذات الطابع الخاص بجامعة الأزهر يعنى بإجراء وتشجيع ونشر الدراسات والبحوث العلمية، وتأهيل الكوادر الاقتصادية، وتوفير قاعدة معلومات حول الاقتصاد الإسلامى، وذلك بغرض الاسهام في نشر المعرفة الاقتصادية من منظور إسلامى، ورفع كفاية الأداء الاقتصادى، وتقديم المقترحات لعلاج ما يظهر من مشكلات، وترشيد التطبيق الاقتصادى المعاصر من منظور إسلامى.

وفي إطار هذا الدور المتميز للمركز وسعياً نحو تحقيق أهدافه، فإنه يتبع وسائل وأساليب عدة للقيام بأنشطته منها "المنتدى الاقتصادى" وهو أسلوب يعتمد على اختبار أحد الموضوعات الاقتصادية التطبيقية وحشد مجموعة كبيرة من الخبراء والباحثين لتقديم أوراق عمل وبحوث حول الجوانب المختلفة للموضوع، ثم طرحها في جلسة واحدة أو جلسيتين وإدارة حوار متعمق حولها لألقاء ضوء حول الموضوع للتعريف به وتحديد أهم جوانبه، والمشكلات المتعلقة به ثم تقديم المقترحات لعلاجها، ولقد عقد المركز الحلقة الثانية من المنتدى حول الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، وذلك لأهمية سوق رأس المال من ناحية، وللدور الكبير الذى تقوم به هذه الشركات في السوق خاصة وأن كثيراً من هذه الشركات مستحدثاً في السوق المصرية، كما أن ما ورد عنها بقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م محدود جداً، الأمر الذى جعل الناس حتى بعض المتخصصين لا يعرفون عن هذه الشركات الكثير، وقد تم عقد جلسيتين حول هذا الموضوع يوم الثلاثاء الموافق ١٩٩٧/٧/٨م من الساعة السادسة وحتى الساعة الحادية عشر.

وقدم في كل جلسة عدد من البحوث وأوراق العمل في حضور عدد كبير من الجمهور وبعد القائها أدير حوار حولها؛ كما قدمت أسئلة مكتوبة أرسلت إلى السادة المتحدثين وأجابوا عنها كتابة، ولكي تتم الفائدة وكعادة المركز ثم تسجيل كل ذلك بالصوت والصورة، ثم فرغت الأشرطة كتابة وتم تحرير المادة العلمية وطباعتها في هذا المجلد.

ندعو الله عز وجل أن يجعله عملاً خالصاً لوجهه سبحانه؛
خدمة للعلم والإسلام والوطن
والله ولي التوفيق

مدير المركز

أ.د/ محمد عبد الحليم عمر

الكلمات الافتتاحية
في افتتاح ندوة (الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية)

!

-

7

7

!

كلمة الأستاذ الدكتور/ محمد عبد الحليم عمر
مدير مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي

بسم الله الرحمن الرحيم

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على أشرف المرسلين سيدنا
محمد وعلى آله وصحبه وسلم أمين
فضيلة الأستاذ الدكتور/ أحمد عمر هاشم رئيس الجامعة،
الأستاذ/ عبدالحميد إبراهيم رئيس الهيئة العامة لسوق المال،
الأستاذ/ على نجم محافظ البنك المركزي الأسبق،
الأستاذ الدكتور/ محمد تيمور رئيس المجموعة المصرية للأوراق
المالية.

السادة الضيوف الكرام

السلام عليكم ورحمة الله وبركاته، باسم أسرة المركز نرحب
بحضراتكم في هذا اللقاء الطيب الذي سعدنا بوجودكم معنا فيه، ولقاء اليوم
يمثل إحدى السلاسل التي يقوم بها المركز لنقل وبحث المعرفة الاقتصادية من
منظور إسلامي.

وربما يتساءل البعض، ما علاقة الاقتصاد الإسلامي بالبورصة وسوق

المال؟

من المعروف أن الاقتصاد الإسلامي كفرع جديد من فروع المعرفة
يقوم على ساقين أو ينبع من فرعين من المعرفة هما: علم الاقتصاد وعلم
الفقه الإسلامي. وعلم الاقتصاد كما نعلم جميعاً هو العلم الذي يبحث في
الوقائع الاقتصادية، أما علم الفقه فكما هو معروف هو العلم الذي يبحث في
الحكم الشرعي لأفعال المكلفين، إذا فموضوع الاقتصاد الإسلامي هو السلوك

الاقتصادي للإنسان، وعناصر هذا السلوك ثلاثة: القائم بالسلوك فرداً أو مؤسسة، وموضوع السلوك وهو المال، ثم الإجراءات العملية.

وبتطبيق ذلك على سوق رأس المال نجد أن المؤسسات العاملة في مجال الأوراق المالية تمثل العنصر الأول، والأوراق المالية هي موضوع التعامل ثم قواعد التداول وإجراءاته وهي العنصر الثالث.

ولما كان من الصعب تناول هذه العناصر الثلاث في لقاء علمي واحد، لذلك اتبعنا في تناولها سياسة الخطوات، فقررنا أن نبدأ بالمؤسسات وعقدنا منذ ثلاثة شهور ندوة حول صناديق الاستثمار باعتبارها شكلاً جديداً في السوق المصرية من جهة، ولأنها من أهم المؤسسات العاملة في مجال الأوراق المالية، واليوم سنكمل بحث هذه المؤسسات في مجموعها، والذي نركز فيه على التعريف بهذه المؤسسات وواقعها ومشاكلها حتى يمكن للمركز الاسهام في ترشيدها ورفع كفايتها من منظور إسلامي، كما نقول القاعدة الفقهية أن "الحكم على الشيء فرع عن تصوره" لذلك اتجهنا إلى العاملين والخبراء في هذه المؤسسات ليقدموا البيانات عنها حتى يتوفر أمام الفقيه والباحثين ما يحتاجونه من معلومات تمكنهم من الاسهام في بحث سوق رأس المال ويقدموا بدورهم المعلومات الشرعية اللازمة لتنظيم هذه المؤسسات وأعمالها، حيث أنه من الواجبات الدينية على المسلم الممارس أن يتعلم ما يتصل بعمله من أحكام شرعية، وإذا كان لقاء اليوم يقتصر على عنصر واحد من عناصر سوق رأس المال وهو الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، فإن إدارة المركز تعد بمشيئة الله أن تتناول باقي العناصر وهي الأوراق المالية محل التعامل وإجراءات وقواعد المعاملات التي تتم في السوق، في لقاءات قادمة، وهكذا تظهر أهمية هذا اللقاء وارتباطه بأهداف مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، والأهداف العامة لجامعة الأزهر

معقل العلوم الإسلامية، فسوق رأس المال من الأهمية بمكان في الاقتصاد القومي وظهرت آثارها واضحة رغم حدائه إنشائها على الأداء الاقتصادي في الدولة، لأنها كاحدى المؤسسات المالية تماثل القلب من الجسم في الإنسان حتى تعمل على تنظيم حركة الأموال في المجتمع ويقدر سلامة هذا التنظيم بقدر ما يسلم ويصح الاقتصاد القومي، كما أنه بقدر ما يصلح القلب يصلح الجسد كله كما قال الرسول الكريم ﷺ "ألا إن في الجسد مضغة إذا صلحت صلح الجسد كله وإذا فسدت فسد الجسد كله، ألا وهى القلب"^(١).

ويطيب لى بهذه المناسبة أن أتقدم بالشكر والعرفان إلى المؤسسات المعنية، فحينما عرضنا فكرة هذا اللقاء على الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وجدنا ترحيباً شديداً وتعاوناً صادقاً مما جعل هذا اللقاء نموذجاً للتعاون بين الجامعة والمجتمع.

لا أريد أن أطيل عليكم وإنما أرحب بكم في مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، وقبل أن أختتم كلمتى أدعو بصدق ومن كل قلبى جميع المهتمين للمساعدة أو للمشاركة معنا في نشاط المركز، وهو نشاط متنوع، أكاديمى وتطبيقي، وفقكم الله إلى ما فيه الخير والسداد.

والسلام عليكم ورحمه الله وبركاته .

(١) رواه البخارى ومسلم.

كلمة الأستاذ الدكتور/ محمد تيمور

رئيس الجمعية المصرية للأوراق المالية

بسم الله الرحمن الرحيم

حضرات السادة أسمحوا لى أن أرحب بكم جميعاً في هذه الندوة التى تتناول موضوع الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، والتى تشترك فيها صفوة العاملين في هذا المجال، واسمحوا لى أن أشكر باسمكم جميعاً جامعة الأزهر ورئيسها فضيلة الدكتور/ أحمد عمر هاشم لتفضله برعاية واستضافة هذا اللقاء الذى يعتبر تأكيداً للدور الرائد الذى تقوم به الجامعة في لقاء الضوء على موضوعات الساعة التى تمس أساسيات الاقتصاد المصرى والعوامل التى تحكم تطوره كما يسعدنى أن أشكر الاستاذ/ عبد الحميد إبراهيم رئيس هيئة سوق المال على تفضله بحضور هذا اللقاء والاشتراك فيه.

حضرات الأخوة إن التقدم السريع بل والمذهل الذى حدث في سوق المال في مصر لا يحتاج إلى تعريف كما أن الدور المهم الذى يلعبه هذا السوق في دفع عجلة التنمية واجتذاب الاستثمارات لا يمكن ان ينكره أحد. ونحن إذا كنا نؤكد أن هذا التقدم كان نتيجة للتغير الجذرى في سياسات الحكومة وتشجيعها القطاع الخاص وللدور الرائد الذى لعبته هيئة سوق المال في مساندة هذه السياسات فإننا لا بد أيضاً أن نؤكد أن هذا التقدم قد قام على اكتاف الشركات العاملة في مجال سوق المال، والتى استطاعت بحمد الله ان تصل بالسوق إلى ماوصلت إليه دون أية هزات أو اضطرابات وهو أمر نادر الحدوث في الأسواق الناشئة الأخرى.

حضرات السادة اسمحوا لى أن انتهز هذه الفرصة للتعريف بالجمعية المصرية للأوراق المالية، فقد قامت الجمعية المصرية للأوراق المالية

بغرض تجميع العاملين في سوق المال تحت لواء واحد يمكنهم من تنمية قدراتهم الذاتية وإبداء الرأي في مجريات الأمور، والدفاع عن مصالح هذا السوق، وقد استطاعت الجمعية خلال فترة عام واحد منذ إنشائها أن تستقطب أكثر من ١٣٥ عضواً يمثلون حوالى ٧٥ مؤسسة، وهى في تزايد مستمر، ويمكن تلخيص اغراض الجمعية فيما يلى:

أولاً: العمل المستمر لرفع كفاءة أداء سوق المال كعنصر أساسى في عملية التنمية عن طريق المناقشة وابداء الرأي في القوانين التى تحكم السوق واقتراح تطويرها والدخول في حوار مع المسؤولين في الدولة لايصال رأى الجمعية والعاملين في السوق في هذه الأمور إليهم.

ثانياً: وضع ميثاق شرف للعاملين في سوق المال واقتراح اساليب العمل داخل الشركات بما يحفظ حقوق جمهور المستثمرين ومتابعة مدى التزام الشركات والأفراد وبهذه القواعد، وتحديث هذه القواعد مع تطور السوق.

ثالثاً: الدفاع عن مصالح الشركات والعاملين في سوق المال وذلك في إطار القوانين السارية بما لا يتعارض معها.

رابعاً: اتاحة برامج تدريب لأعضاء الجمعية لجميع الموضوعات المتعلقة بسوق المال، وقد أنشأت الجمعية عدداً من اللجان المتخصصة لتتاول الموضوعات المختلفة وهناك حالياً لجاناً للتدريب والبورصة والتشريعات وإدارة صناديق الاستثمار والمحافظ والافصاح وشروط العضوية والخصخصة، وقد قامت هذه اللجان بإعداد العديد من أوراق العمل، كما تم إعداد ميثاق شرف للعاملين في مجال الأوراق المالية، ومقترحات للضوابط الداخلية لأعمال الشركات العاملة في هذا المجال.

حضرات الأخوة أرجو ان أكون قد أوضحت بسرعة الدور الذى تقوم به في الجمعية ويسعدنى من هذا المنبر أن أدعو من يجد منكم لديه الرغبة

في الاشتراك في هذه الجمعية على ان تنطبق عليه شروط العضوية وهي في الحقيقة شروط ليست صعبة، فهو إما أن يكون عاملاً أو رئيساً لإحدى الشركات التابعة لقانون ١٩٩٥م أو أن يكون من المهتمين بسوق المال بحيث يستطيع مجلس الادارة أن يحدد المدى الذي يستطيع مثل هذا المتقدم أو مثل هذا العضو الجديد من تقديم أى اسهامات في مجال خدمات الجمعية.

مرة أخرى أدعوكم للاشتراك في الجمعية وأكرر شكرى لكم ولجامعة الأزهر، ويسعدنى أن أقدم السيد عبد الحميد إبراهيم رئيس هيئة سوق المال لتقديم كلمته فليتفضل.

كلمة الأستاذ/ عبد الحميد إبراهيم

رئيس الهيئة العامة لسوق رأس المال

بسم الله الرحمن الرحيم

فضيلة الأستاذ الدكتور أحمد عمر هاشم رئيس جامعة الأزهر والأستاذ الدكتور محمد عبد الحليم عمر مدير مركز الاقتصاد الإسلامي، الأخ رئيس الجمعية المصرية للأوراق المالية..

في الحقيقة لا يسعني في البداية إلا أن أتقدم بوافر الشكر والتقدير لاهتمام جامعة الأزهر بسوق رأس المال، ولعل هذا النشاط هو أحد النشاطات في سلسلة متابعة تتولى الجامعة ومركزها للاقتصاد الإسلامي تقديمه، وافر الشكر والتقدير للجامعة وللمركز الاقتصاد الإسلامي على تنظيم هذا اللقاء.

الحقيقة لا أستطيع إلا أن أقول قول الله سبحانه وتعالى: ﴿وَأَمَّا بِنِعْمَةِ رَبِّكَ فَحَدِّثْ﴾ ونحن الآن في عام ١٩٩٧م تكاد تكون صورة سوق رأس المال مختلفة تماماً لو عدنا إلى الوراء لبضعة سنوات فقط في سنة ١٩٩٣م عندما بدأ العمل باللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال كان عدد الشركات التي رخص لها للعمل في مجال الأوراق المالية خمس شركات فقط، قبل صدور القانون كان هناك ١٧ مكتباً للسمسرة، الآن ونحن في منتصف عام ١٩٩٧م نتحدث عن ١٧٢ شركة تعمل في كافة المجالات، في سنة ١٩٩٣م كان عدد الشركات خمس فقط تعمل في مجال السمسرة، صناديق الاستثمار التي يتحدث عنها الجميع الآن إلى سنة ١٩٩٤م لم يكن السوق المصرى يعرف ما يسمى في ذلك الوقت بصناديق الاستثمار، حتى لو ذكر اسم صناديق الاستثمار، لم يكن احد يعلم ماهى صناديق الاستثمار، صناديق الاستثمار عددها الآن كصناديق محلية ١٥ صندوقاً وفي الطريق ثلاثة صناديق اخرى على الأقل،

بالإضافة إلى ذلك هناك ستة صناديق قطرية تأسست في الخارج للاستثمار في الأوراق المالية المصرية، شركات السمسرة بلغ عددها حالياً ١١٧ شركات مرخص لها بمزاولة النشاط، الشركات التي تعمل في مجالات ترويج وتغطية الأوراق المالية، تكوين وإدارة المحافظ المالية، رأس المال المخاطر، بلغ عددها ثلاثون شركة، ذلك بالإضافة إلى ثمانية شركات رخص لها بالعمل كشرركات إدارة صناديق استثمار فضلاً عن ٢٢ ترخيص منح لشرركات السمسرة لكي تعمل كشرركات لإدارة السجلات.

لن اتحدث عن الدور الذي تلعبه الشرركات العاملة في مجال الأوراق المالية لكن يكفي ان نعلم ان سوق رأس المال لكي يعمل يحتاج إلى أدوات، ومؤسسات وسوق، الأدوات وهي البضاعة في تزايد مستمر كفى أن نعلم أن حجم المعاملات في السوق في سنة ١٩٩٥م بلغ ٢٧ مليار جنيه، في نهاية شهر يونيه من هذا العام تجاوز ٦١ مليار جنيه.

المؤسسات: إلى جانب الشرركات العاملة في مجال الأوراق المالية بأنواعها المختلفة بدأت المؤسسات الأخرى المكملة للسوق مثل جمعية العاملين في مجال الأوراق المالية، والتي اتمنى أن تمثل جميع العاملين في مجال الأوراق المالية أو أن تكون هناك جمعيات نوعية تعمل في مجال الأوراق المالية كجمعية العاملين في مجال صناديق الاستثمار في مجال تكوين وإدارة المحافظ المالية ومجال السمسرة السوق يحتاج ونحن في جامعة الأزهر ندعو إلى تكوين جمعية للمستثمرين لكي تكتمل حلقة المؤسسات العاملة في السوق. هل يجوز لي أن أطلب ان تتبنى جامعة الأزهر إنشاء جمعية لحماية المستثمرين في مجال الأوراق المالية لحماية مصالحهم وللتحدث نيابة عنهم نحن نتمنى كهيئة عامة لسوق المال أن تنشأ جمعية للمستثمرين لكي تتولى التحدث باسم المستثمرين في الأوراق المالية اذا علمنا

إن المتعاملين في الأوراق المالية تجاوز عددهم الآن مليون مواطن إلا
يستدعى ذلك وجود جمعية للمستثمرين في الأوراق المالية.

الحديث اليوم عن المؤسسات، والأدوات موجودة في السوق، الأدوات
والبضاعة تتزايد يومياً، وهنا لا استطيع إلا أن أعطى بعض الكلمات القليلة
عن برنامج الخصخصة. لقد ساهم هذا البرنامج بفاعلية واضحة في إضافة
بضاعة جديدة إلى السوق كان لها الفضل الأساسى في النشاط الذى يشهده
سوق رأس المال.

أكرر ماسبق أن أوضحته أنه إذا كان سوق رأس المال المصرى ضم
الآن إلى المؤشر العالمى لهيئة التمويل الدولية وإذا علمنا أن عدد الشركات
المحلية في هذا المؤشر ٤٩ شركة من بينها ٣٩ شركة من الشركات التى
دخلت البورصة في إطار تنفيذ برنامج الخصخصة، هذا يعكس بوضوح الدور
الذى يلعبه برنامج الخصخصة، أيضاً مؤشر الاستثمار أهم المؤشرات
للأسواق الصاعدة والذى قررت أيضاً مؤسسة التمويل الدولية دخول السوق
المصرى إليه بستة عشرة شركة من بينها عشرة شركات والتى دخلت إلى
السوق في إطار تنفيذ برنامج الخصخصة، والست الأخرى هى شركات
أخرى نشطت في السوق نتيجة لتخلص الحكومة جزئياً من مساهمتها في هذه
الشركات.

الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، قولة حق إذا كان حجم
التعامل وصل اليوم من أول السنة إلى أمس مايزيد عن ١٢,٥ مليار جنيه،
من الذى قام بتنفيذ هذه العمليات بالتأكيد هى الشركات العاملة في مجال
الأوراق المالية.

لا يسعدنى ما يتردد عن الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، فكل
مهنة فيها الملترزم وغير الملترزم والعبرة دائماً بالإجراءات التى تتخذ حيال غير

الملتزم إنما يستطيع القول أن المؤسسات ككل أدت دوراً بالغ الأهمية لسوق رأس المال.

لا أريد أن أطيل وإنما لا أستطيع أن أنهى كلمتى قبل ان أشير أنه بسعادة بالغة بدأ سوق الاصدار وبدأ رجال الأعمال وبدأ القطاع الخاص يستخدم سوق رأس المال، ولعل أحد أهم أهداف برنامج الخصخصة بالإضافة إلى توسيع قاعدة الملكية إتاحة فرصة متكافئة للقطاع الخاص إلى جانب المشروعات العامة في شركات قطاع الأعمال العام، كيف يمكن لنشاط صناعى معين أن يسيطر قطاع الأعمال العام عليه بنسبة تجاوز ٩٥٪، كيف يمكن للقطاع الخاص أن يجد منافسة في هذا المجال؟ دعونى أعطى مثالا واضحا على اثر برنامج الخصخصة في هذا المجال:

عن إمكانية الحكومة في خصخصة أغلب شركات الأسمنت (شركات قطاع الأعمال العام التى تعمل في مجال الأسمنت، ماهى النتيجة خلال فترة لاتجاوز ستة أشهر، ثلاثة شركات اسمنت قطاع خاص دخلت إلى السوق ونحن نتحدث الآن لا عن شركة رأس مالها ربع مليون جنيهه، نحن نتحدث الآن عن شركات تؤسس بمئات الملايين من الجنيهات.

لعل حضراتكم قد اطلعت منذ أيام قليلة على الشركة التى تؤسس في الوادى الجديد لكى تعمل في مجال صناعة الاسمنت برأس مال مصرى مقداره ٣٥٠ مليون جنيهه.

مرة أخرى، أنقدم بالشكر لجامعة الأزهر، وأرجو لهذا اللقاء النجاح ومناقشات مثمرة، ووافر الشكر والتقدير.

والسلام عليكم ورحمة الله وبركاته

كلمة الأستاذ/ على نجم

محافظ البنك المركزي الأسبق

بسم الله الرحمن الرحيم

فضيلة الأستاذ الدكتور أحمد عمر هاشم رئيس جامعة الأزهر والأستاذ الدكتور محمد عبد الحليم عمر مدير مركز الاقتصاد الإسلامي، الأخ رئيس الهيئة العامة لسوق رأس المال، الأخ رئيس الجمعية المصرية للأوراق المالية.

لقد تحدث الدكتور عبد الحليم عن الربط بين الفقه الإسلامي والسلوك الاقتصادي ونأمل أن يكون هذا الربط ربطاً جيداً في سبيل هدف أسمى تحققه سوق المال والتعامل في سوق المال وعلى الأخص تنمية الاقتصاد القومي وخلق فرص العمل وزيادة الدخل القومي بالنسبة للمواطنين وهذا في حد ذاته هدف أسمى نسعى إليه جميعاً.

وتحدث الأستاذ عبد الحميد إبراهيم رئيس هيئة سوق المال عن التطورات الكبيرة التي حدثت في هيئة سوق المال وأشار أيضاً الأستاذ/ محمد تيمور إلى ما كانت عليه سوق الأوراق المالية أو البورصة المالية وكما نعلم جميعاً أننا في مصر عندنا بورصتان من أنشط البورصات نشأت بورصة الاسكندرية سنة ١٨٩٨م ونشأت بعدها بورصة القاهرة سنة ١٩٠٣م لكن الظروف الاقتصادية التي مرت بها أدت في النهاية إلى ضعف الحركة عليها إلى أن جاء إصدار قانون سوق المال سنة ١٩٩٢م وبدأت الحركة تدب في الهيئة ثم بدأ النشاط يدب في مجال الأوراق المالية منذ بداية عام ١٩٩٣م وطبعاً ذكر الأستاذ عبد الحميد الأرقام غير المتوقعة التي لم نكن نعلم أن تحققها على الإطلاق ولكن الحمد لله والشكر لله في أن تجاوزنا المراحل السابقة وأصبح هناك هدف بدأ يتحقق أمام الجميع.

كلمة فضيلة الأستاذ الدكتور/ أحمد عمر هاشم

رئيس جامعة الأزهر

بسم الله الرحمن الرحيم

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على أشرف المرسلين سيدنا محمد وعلى آله وصحبه وسلم أجمعين .. وبعد.

أحييكم باسم جامعة الأزهر أطيب تحية وأرحب بحضراتكم كل الترحيب وأسعد وتسعد الجامعة بحضوركم معنا في هذا اللقاء الكريم الذي ندعو دائماً وأبداً إلى أن تتلاقى الجامعة الأزهرية وهى الجامعة ذات الطابع الخاص الدينى في مصر والتي تستشعر واجبها تجاه المجتمع والمؤسسات العاملة في هذا المجال سواء كانت تعليمية أو اقتصادية أو اجتماعية أو ما إلى ذلك من المؤسسات والجامعات والأكاديميات، وواجب الجامعات في هذه المرحلة يتجاوز الجانب التعليمى وتخريج الأفراس من المتعلمين إلى الالتحام بالمجتمع وخدمته وتقديم البحوث والتوصيات الهامة التى يتحول فيها العلم للعمل ولصالح المجتمع لا أن يكون العلم للعلم فقط، ومن أجل ذلك انطلقت من جامعة الأزهر عدة وحدات ذات طابع خاص ومراكز بحثية في طبيعتها هذا المركز الاقتصادى، وآخر هو مركز السنّة الذى تم حتى الآن تعبئة الحاسب الآلى وتخزين ما يقرب من سبعة عشر مدونه من مدونات السنّة الكبرى والمصادر العلمية الضخمة إلى جانب مراكز ووحدات أخرى طبية وعلاجية وسكانية ومراكز لتعليم اللغة العربية لغير الناطقين بها وآخر تحت الإنشاء مركزاً للدعوة ومركزاً للدراسات الاستشراقية.

كل هذه تتعاون مع كليات الجامعة في إنطلاقة كبرى لاقتحام مشكلات المجتمع ولندلى بدلونا كجامعة دينية لها هذا التخصص.

ولعل هذه الندوة الهامة والدقيقة والمنحصصة جداً هي واحدة من هذه الندوات الهامة التي أسعد فيها بهذه الرجوه المشرقة والتي لها ثقلها ووزنها في مجال الاقتصاد والأوراق المالية والمؤسسات المالية.

لنقترب من هذا التعامل الهام الذي أصبح الآن وقد هبت عليه رياح غربية تحاول تشييط الاقتصاد الإسلامي نحو اتجاهات متصارعة ومتصاربة ومختلفة.

بيد أن الأمور واضحة، فالحلال بيّن والحرام بيّن وديننا الإسلامي يأمرنا بالسعى والاقتصاد والتنمية ومضاعفة الإنتاج وألا نتوقف وألا نجمد، وفي الوقت نفسه يأمرنا أن نتفقه في الدين أياً كان تخصصنا: اقتصادياً، اجتماعياً، سياسياً، عسكرياً، لماذا؟ لأن طلب العلم فريضة كما قال سيدنا رسول الله ﷺ "طلب العلم فريضة على كل مسلم" ومن أجل ذلك كان سيدنا عمر بن الخطاب رضي الله عنه يلاحق التجار والمتعاملين بالبيع في الأسواق، ويقول: لا يبيع في سوقنا إلا من كان متفقياً وإلا أكل الربا شاء أم أبى.

ومن هنا كان التعليم والتفقه في الدين والتتقيف الإسلامي لا بد أن يؤدي دوره ولا بد أن نمد يدنا إلى الأخوة الأفاضل الذين يسهرون الليل ويعملون في كدح وعرق من أجل التنمية ومن أجل السعى لمصلحة مصر، ولمصلحة أمتنا.

وكانت التعاليم الاقتصادية والمالية في ديننا الإسلامي تحثنا على التعاون وتحثنا على مد يد العون والمساعدة كلما أمكن ولكل محتاج ومن قبل أن يطلب منا أحد.

ولكن أنى لنا أن نحقق هذا إن لم يكن لدينا اقتصاد قوى؟

أنى لنا أن نحقق تلبية المحتاجين ومشروعات الخير إن لم يكن لدينا

اقتصاد قوى؟

لذلك كان سيدنا رسول الله ﷺ ينبه على أهمية القرض للمحتاجين الذين يعمرون الأرض والذين يحتاجون إليه في حاجاتهم الضرورية وبنبه صلوات الله وسلامه عليه ويقول: «رأيت ليلة أسرى بي مكتوباً على باب الجنة الصدقة بعشر أمثالها والقرض بثمانية عشر فسألت جبريل وقلت ما بال القرض أفضل من الصدقة؟» قال جبريل: لأن السائل يسأل وعنده شيء ولكن المقرض لا يقترض إلا من شدة الحاجة.

فكيف نلبي هذه الحاجة في المجتمع لكي نحول الأيدي العاطلة إلى عاملة؟ إنه لا يتأتى هذا إلا بمضاعفة العمل وإلا بالسعى وإلا بالتقافة الإسلامية التي تمتزج بالتقافة الاقتصادية والعملية.

من أجل ذلك كان الصدق في الأسواق والتعامل في الأوراق المالية أساساً من أهم أسس التعامل لا بد وأن يركز عليه المسئولون وسدنة هذا الباب الهام من أبواب العمل الاقتصادي والإسلامي لأنه خطير جداً أن يقع تدليس أو غش في الأسواق وأخطر منه أن يقع تدليس أو غش في الأوراق المالية وأن يقع تدليس أو غش أو كذب بين الذين يتبايعون ويتعاملون ولنتنظر إلى توجيه النبي ﷺ وهو يقول: «البيعان بالخيار ما لم يتفرقا فإن صدقا وبينا بورك لهما في بيعهما وإن كتما وكذبا محقت بركة بيعهما» على هذا النحو من التوجيه الإسلامي الرائع الذي يأخذ بيد الاقتصاديين والمتعاملين كان سيدنا رسول الله ﷺ يتابع الأسواق بنفسه ولعل الحسبة وما فيها من دور هام ومتابعة الموازين والمكاييل والأسواق يشير إلى مدى كانت عناية الإسلام بالأسواق وفي الوقت نفسه بأشاعة الصدق لأن الصدق طمأنينة حين أتعامل مع بائع صادق أشترى منه وأنا مطمئن وحين يشتري إنسان أو يبيع لمشتر صادق يبيع له وهو مطمئن الصدق طمأنينة، والكذب ريبة ومن أجل ذلك كان سيدنا رسول الله ﷺ يلاحق بنفسه الأسواق والمتبايعين وذات مرة ألهمه الله

أن يضع يده في كومة طعام فأخرج بللاً فقال: «ما هذا يا صاحب الطعام؟» قال: أصابته السماء أى أصابه المطر يا رسول الله قال: «هلا جعلته فوق حتى يراه الناس، من غشنا فليس منا» فإذا كان هذا الحديث سبب وروده في كومة طعام بسيطة فما بالك حين يكون الغش في الأوراق المالية والتعاملات في الأسهم والسندات والمباني والدواء وما يترتب على ذلك من أخطار جسيمة إنتاجية فلنقترب ونتلاقى مع رجال المال اليوم نشد على أيديهم ونقول إن جامعة الأزهر مفتوحة لكل مسلم ولكل مصرى ولكل عربى وهى وإن كانت مصرية الموطن فهى عالمية الرسالة.

فقد عقدنا أكثر من (٦٠) ستين اتفاقية ثقافية وعلمية بين جامعات متعددة في المجتمع الدولى والدول الصديقة والشقيقة في هولندا وبلجيكا وإيطاليا وكثير من الدول والجامعات فلورنسا - بكنجهام وكثير من الجامعات لنمد جسور التعاون بيننا وبين آخر ما وصل إليه العلم في سائر التخصصات وحتى يكون النفع المتبادل من أجل مصلحة أمتنا وجامعتنا ووطننا.

وإذا كنا اليوم وأمتنا نواجه تحديات عنيفة أسفرت عن وجهها القبيح وتحدث حتى الأديان، ومزقت حتى كتاب الله سبحانه وتعالى وداست في شراهة وذنس وتدنى خبيث مستهترة بشرف أمة جعلها الله خير أمة أخرجت للناس فهل نواجه هذه التحديات باقتصاد أعرج أو بتمية واهنه؟ لا .. إننا لا بد وأن نطلق بقوة لأن المؤمن القوى خير وأحب إلى الله من المؤمن الضعيف، والاقتصاد هو عصب الحياة وديننا أمرنا أن نعمل وأن نكدح وألا نقف مكتوفى الأيدي أمام هذه التحديات.

وإنى أحب أن أنقل بهذه المناسبة إلى إخواننا الموجودين في كل مكان أن الله سبحانه وتعالى لن يدع أولئك المستهزين لأنه قال لرسوله ﷺ: «إنا كفيك المستهزين» ولأنه بين أنه تكفل بحفظ كتابه فقال: «إنا نحن نزلنا الذكر وإنا

له حافظون ﴿﴾ وبين أن هذه الأمة ستظل على الخير ولن تزال هذه الأمة قائمة على أمر الله لا يضرها من خالفها حتى يأتي أمر الله وهم على ذلك.

ومع كل هذه البشارات أنظر إلى آية في كتاب الله تضع بيننا على حقيقة لو طبقناها ما خفنا عدوا على ظهر الأرض ولا أولئك الذين يتراشقون ويستهزءون فالقرآن قال عنهم: ﴿لن يضرؤكم إلا أذى وإن يقاتلوكم يولؤكم الأدبار ثم لا ينصرون﴾.

هذا وعد الله ووعدده حق لا يتخلف، ولكننا نحتاج إلى الأمة القوية العاملة الكادحة المخلصة المتوحدة التي تسعى للخير وتخلص إليه لا هذا التمزق والتشردم لا هذا التخاذل بين الناس لا هذا التصادم بين الناس وكيد بعض الناس لبعض والتراشق كل هذه الأمور يجب أن نلقيها جانباً وأن نتطرق في طريق الحق حتى يحقق الله لنا ما ننشده وما وصفنا به من أننا خير أمة أخرجت للناس.

مرة أخرى أرحب بكم وأهلاً بكم في جامعة الأزهر ونحن على أتم الاستعداد لأن نفتح مجالات هذه اللقاءات التي تثرى عملنا وأمتنا. وشكر الله لكم جميعاً

والسلام عليكم ورحمة الله وبركاته

الجلسة الأولى

رئيس الجلسة: الأستاذ فؤاد سلطان وزير السياحة والطيران الأسبق

المتحدثون:

١- المستشار محمود فهمي الرئيس الأسبق لهيئة سوق المال وقدم ورقة

بعنوان:

"الجوانب القانونية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية"

٢- أ.د/ محمد عبد الحليم عمر أستاذ المحاسبة ومدير مركز صالح

كامل للاقتصاد الإسلامي بجامعة الأزهر وقدم ورقة بعنوان:

"الجوانب الشرعية العامة للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية"

٣- الأستاذ/ هشام توفيق: وقدم ورقة بعنوان:

"ميثاق الشرف للعاملين في مجال الأوراق المالية"

الورقة الأولى: المستشار/ محمود فهمى

(بعنوان الجوانب القانونية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية)

بسم الله الرحمن الرحيم

والصلاة والسلام على سيد المرسلين، أبدأ كلمتى بالتوجه بالشكر لفضيلة الأستاذ الدكتور/ أحمد عمر هاشم رئيس جامعة الأزهر والأستاذ الدكتور/ محمد عبد الحليم عمر رئيس مركز صالح وأتقدم بجزيل الشكر وعظيم الامتنان لاتاحة هذه الفرصة للتحدث إلى هذه النخبة الممتازة والتميزة من رجال الفقه الإسلامى ومن العاملين في حقل سوق المال والموضوع الذى سأتكلم فيه هو الإطار القانونى للشركات العاملة في سوق المال في ضوء القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢م في دقيقة واحدة في البداية سوف أذكر خلفية تاريخية، إن مصر منذ بداية السبعينات سنة ١٩٧١م بدأت تعيد النظر في المنظومة القانونية بصفة عامة وعلى وجه الخصوص في القوانين الحاكمة للنشاط الاقتصادى في مصر. الملاحظة الثانية هى أن أى تطور تشريعى يحدث في مصر أو تحسين الأطر التشريعية لابد أن يتزامن وأن يتواكب مع التقدم السياسى والاجتماعى منذ عصر محمد على حتى الآن نجد فترة محمد على ثم اسماعيل ثم عرابى ثم مصطفى كامل ثم سعد زغلول ودستور ٢٣ ثم الثورة تنقسم إلى ثلاث فترات، الفترة الأخيرة في رأبى والإصلاح التشريعى بدأ في مصر بقانون الاستثمار الأول وهو قانون ٦٥ لسنة ١٩٧١م ثم تلاه بعد ذلك قانون الاستثمار ٤٣ لسنة ١٩٧٤م وعدل بالقانون ٣٢ لسنة ١٩٧٧م ثم قانون الاستثمار ٢٣ لسنة ١٩٨٩م والذى حل محله قانون ضمانات الاستثمار الصادر في ١٢ مايو لسنة ١٩٩٧م والقانون رقم ٨ لسنة ١٩٩٧م هذا في الشق الاستثمارى لم يكن المشرع المصرى ليستطيع أن يحسن الإطار

القانونى للعملية الاستثمارية سواء التى يتولاها مصريون أو أجانب أو عرب ويترك القطاع العام وهو أحد ساقى الاقتصاد القومى بدون تحسين الإطار القانونى للقطاع العام ولذلك صدر القانون ٢٣ لسنة ١٩٩١م الذى حل محل قانون ١٩٩٧ لسنة ٨٣ والذى كان فى رأى من أسوأ القوانين التى كانت ينطبق على القطاع العام فى مصر.

بالتوازى مع هذا صدر القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١م ليحل محل القانون ٢٦ لسنة ١٩٥٤م الذى عمل فى بداية الثورة بواسطة أ.د عبد الجليل العمرى من ١٩٥٥م - ١٩٦١م وورد عليه ٨٣ تعديل وصار قانونا مهلهلا، لايمكن للمتخصص أن يعين وجه الحل فى المسألة الذى يتخلها، وهذه المنظومة كان لابد أن يواكبها ويتزامن معها إعادة تنظيم سوق المال فى مصر لأن سوق المال أوسع من سوق رأس المال ولذلك صدر القانون ٩٥ لتنظيم سوق رأس المال فى مصر.

القانون ٩٥ ينقسم إلى خمسة أبواب رئيسية ١٤مادة الأولى تتكلم عن السوق الأولى وسوق الاصدار. ثم بورصة الأوراق المالية من المادة ١٥ - إلى المادة ٢٦ ثم الشركة العاملة من المادة ٢٧ إلى ٤١ ثم إعادة تنظيم هيئة سوق المال ثم العقوبات ويعيننا فى هذا المقام المادة ٢٧ التى حددت أنواع الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية.

واسمحوا لى أن أقرأ فقرات هذه المادة:

تسرى أحكام هذا الباب على جميع الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية ويعقد بها الشركات التى تباشر نشاطاً أو أكثر من الأنشطة التالية:

- ١- ترويج وتغطية الاكتتاب فى الأوراق المالية.
- ٢- الاشتراك فى تأسيس الشركات التى تصدر الأوراق المالية وإيجاد رؤوس أموالها.

٣- رأس المال المخاطر.

٤- المقامة والتسوية في المعاملات المالية.

٥- تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وملحق بها صناديق الاستثمار.

٦- السمسرة في الأوراق المالية.

الفقرة الثانية فقرة مهمة لأنها تضىء مرونة على القانون إضافة أنشطة أخرى دون حاجة إلى تعديل القانون.

ويجوز للوزير بعد موافقة مجلس إدارة الهيئة إضافة أنشطة أخرى تتصل بمجال الأوراق المالية.

وهذه رخصة للوزير المختص بأن يتدخل لإضافة أنشطة أخرى حسبما تقتضيه الحاجة أو الاقتصاد أو حاجة السوق.

المواد التي بعد ذلك تنظم إنشاء الشركات ويجب أن تكون شركة مساهمة أو توجيه الأسهم ولها شروط معينة للتأسيس ثم الترخيص وإجراءات معينة لدى الهيئة العامة لسوق المال.

والمواد من ٢٧ إلى ٤١ ترجم في اللائحة التي صدرت لتنفيذ أحكام القانون وفي اللائحة المادة ١٢٠ تتحدث عن الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية إلى المادة ١٨٣ أي حوالى ٦٣ مادة تفصل ما أجمله القانون ولسنا في حاجة إلى تعديل القانون لأن في القانون مواد تستطيع من خلالها إضافة أى معاملة تطراً على السوق وكلما كان القانون أكثر استقراراً وليس عرضة للتعديل من حين لآخر كلما انعكس ذلك على استقرار السوق.

وفي كل سوق يوجد الصالح والطالح والعبرة بالإجراءات التي تتخذ ويشاع أن هناك عدم تقييم للأسهم إلى غير ذلك. فما حدث في سوق الأوراق المالية في مصر طفرة عظيمة جداً وفي سنوات قليلة، وبالتالي كتجربة جديدة

علينا لابد وان نصادف بعض العقبات وقد انتقلنا من الوسائل البدائية في نقل العمليات في البورصة إلى نظام الحفظ المركزي والمقاصة، وهذه طفرة تحتاج إلى تدريب للعاملين وإستيعاب لهذا النظام لكن الناس في عجلة من أمرهم ويقولون أن العمليات لاتتم ولكننا قفزنا قفزة كبيرة جداً وتكلم نفس اللغة التي تتكلم بها الأسواق العالمية ونحن في مصر في مركز متميز جغرافيا ورفيع لأننا نستطيع أن نعطي أوامر لبورصة لندن أو نيويورك وأتلقى أوامر منهم فموقع مصر الجغرافي يعطيها ميزة نسبية لتنفيذ العمليات.

كلمة أخيرة: يوجد مشروع لقانون الشركات الموحدة إن شاء الله سيدخل الدورة البرلمانية القادمة وهذا سيحل محل القانون ١٥٩ القانون ٢٣٠، والقانون ٢٣٠ حل محله ضمانات الاستثمار في جزء منه والقانون ٢٠٣ الخاص بقطاع الأعمال العام و١٤ مادة الأولى التي في قانون سوق رأس المال التي تتعلق بسوق الاصدار الأولى سواء اصدار لأول مرة أو زيادة اصدار عند رأس مال الشركة.

وشكراً على حسن استماعكم

مقدمة

موضوع البحث وأهميته:

في مسيرة الاصلاح الاقتصادى التى تعيشها مصر الآن كان إنشاء سوق رأس المال من أهم عناصر الاصلاح لما يؤديه هذا السوق من دور هام في تنشيط الادخار والاستثمار وإعادة تخصيص الموارد وفق آلية متكاملة، وحيث أن السوق بمعناها الاقتصادى يقصد بها المؤسسات والإجراءات التى تجمع بين بائعى ومشتري الأوراق المالية، لذلك فإنه في تنظيم سوق رأس المال في مصر وفقاً للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م ولائحته التنفيذية، تم تحديد المؤسسات العاملة في هذا المجال وأهم الإجراءات التى يجب اتباعها للتعامل في السوق، ونظراً لحدائثة إنشاء السوق بمؤسساتها وما أظهره الأداء بها خلال الفترة القصيرة الماضية من أهمية تتمثل في حجم المبالغ التى تم التعامل بها في السوق وفي عدد المتعاملين بها وكمية الصفقات التى تمت فيها، وما ترتب على ذلك من تأثير واضح على مجمل أداء الاقتصاد القومى، لكل ذلك كانت السوق محل اهتمام جهات عديدة ومختلفة من حيث البحث والدراسة ومنها مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامى الذى سبق أن عقد ندوة حول صناديق الاستثمار في مارس ١٩٩٧م، ثم عقد هذا المنتدى حول الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وذلك لأهمية هذه الشركات في التأثير على نشاط السوق إذ هى تمثل العنصر الأساسى في التعامل ويتأثر الأداء في السوق إلى حد كبير بتعاملاتها.

- ومن هنا تم اعداد هذا البحث كأحد الأوراق التي تقدم إلى هذا المنتدى لتوضيح الجوانب الشرعية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية للآتي:
- لما سبق ذكره من أهمية هذه الشركات في التأثير على أداء السوق.
- ولأننا في بلد مسلم أهله وقيادته حريصون على سيادة الأحكام الإسلامية في التعامل. ¹
- ولأننا المسلمين يجب أن نلتزم بأحكام وتوجيهات الإسلام في جميع أعمالنا ومنها المسائل الاقتصادية.
- ولأن الإسلام نظم أعمال السوق في دقة بالغة تحقق مصالح المتعاملين فيه في عدالة.
- ولأن البنوك والمؤسسات الاقتصادية الإسلامية تحتاج إلى التعامل في سوق الأوراق المالية.
- ومن هنا كانت أهمية هذا البحث الذي نتناول فيه المؤسسات والشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وأهم قواعد إجراءات التعامل التي تقوم بها، وذلك في ضوء الأحكام الشرعية، والتوجيهات الإسلامية العاملة، لنحدد جوانب الاتفاق، ثم نبرز جوانب الاختلاف إن وجدت ونقدم مقترحات أو بدائل لها تتفق مع قواعد الشريعة الإسلامية.

أهداف البحث:

إن الهدف العام للبحث هو المساهمة في رفع كفاية الأداء لسوق رأس المال اعتماداً على قواعد الشريعة الإسلامية، وبما ينطوي عليه هذا الهدف من بيان شمول الشريعة لكل الأمور، وصلاحياتها للتطبيق في كل زمان ومكان، ونحو تحقيق هذا الهدف العام تتحقق أهداف فرعية منها مايلي:

- ١- التعرف على سوق رأس المال والجوانب الأساسية لعناصره الثلاث (المؤسسات - الأدوات المالية - المعاملات) بالشكل الذى يوضح المعلومات التى تبين حقيقة كل منها لتسهيل تكييفها والحكم عليها شرعاً، لأن الحكم على الشئ فرع عن تصورهِ.
- ٢- بيان القواعد المنظمة للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية من واقع قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م ولائحته التنفيذية.
- ٣- بيان التكييف والحكم الشرعى لعناصر سوق رأس المال (المؤسسات - الأوراق المالية - المعاملات) في ضوء ماتم التعرف عليه في البندين السابقين وتقديم مقترحات لما يظهر من مخالفات فيها لقواعد الشريعة والتوجيهات الإسلامية العامة.

محددات البحث:

إن موضوع سوق رأس المال كان محلاً لكثير من الدراسات والمؤتمرات، كما أنه موضوع متسع ذا تفاصيل عديدة، ومع استفادتنا مما سبق أن نشر عنه خاصة في النواحي الشرعية، فإنه من أجل أن يمثل البحث إضافة جديدة للموضوع، وأخذاً في الاعتبار الظروف التى يقدم فيها، سوف يعد البحث في ضوء المحددات التالية:

- ١- التركيز على سوق رأس المال في مصر، وعلى سبيل المثال فإن ما يعرف بعقود الاختيارات والمستقبليات لم تمارس بعد في السوق المصرية، وبالتالي لن نتناولها في البحث، هذا مع ضرورة الإشارة إلى أن التركيز على سوق رأس المال في مصر لايعنى أن المعلومات الواردة في البحث، لا يمكن الاستفادة بها في أسواق بلاد أخرى.

٢- التركيز على الجوانب الشرعية العامة دون الدخول في تفصيلاتها، فعلى سبيل المثال فإن عمل السماسرة في السوق يكتف شرعاً على أنه وكالة وبالتالي سنكتفى بذكر ذلك مع إيراد أهم الأحكام العامة للوكالة في الفقه، وبيان مدى تمشى القواعد المنظمة لعمل السماسرة في قانون سوق رأس المال مع هذه الأحكام، دون أن نتناول الوكالة بتفصيلاتها الواردة في كتب الفقه.

٣- أن البحث سوف يتم في ضوء قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية سواء من حيث التعرف على القواعد المنظمة للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية أو في مقارنة ماورد به بالأحكام الشرعية.

٤- إن معالجة الموضوع في شقيه الواقعي والشرعي، تطلب التسع في البحث إلى حد ما، لإمكان استفادة ذوى التخصصات المختلفة من المعلومات الواردة به.

٥- أن هناك أوراق عمل أخرى مقدمة إلى المنتدى تتناول الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية في جانبها التطبيقي، سوف تضم مع هذا البحث في كتاب المنتدى، وبذلك لم نتناول تفصيلات اجراءات عمل هذه الشركات هنا، بل اكتفينا بما ورد بشأنها في قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية.

خطة البحث:

إذا كان موضوع البحث هو الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، فإن الأمر لا يقتصر على التعرف على هذه الشركات كمؤسسات تنظيمية من حيث إنشائها وتكوينها، بل لى تكتمل الفائدة سوف يمتد إلى بيان المعاملات

التي تقوم بها والسلعة التي يتم التعامل عليها وهي الأوراق المالية، لأن الحكم الشرعي كما يرتبط بالأشخاص يرتبط بالمعاملات التي يقومون بها وما يتم التعامل فيه، ولذا فإن خطة ادراسة سوف تنتظم في المباحث التالية:

١- المبحث الأول:

الجانب المؤسسى لسوق رأس المال والشركات العاملة في مجال الأوراق المالية.

٢- المبحث الثاني:

الأوراق المالية محل التداول.

٣- المبحث الثالث:

إجراءات وقواعد التعامل في سوق الأوراق المالية

١- المبحث الأول

الجانب المؤسسى لسوق رأس المال والشركات العاملة في مجال الأوراق المالية

في هذا المبحث سوف نتناول مفهوم سوق رأس المال وطبيعته،
والمؤسسات التى لها صلة به، ثم نبين الجوانب الشرعية العامة لهذه
المؤسسات، وذلك في الفقرات التالية:
١/١: مفهوم سوق رأس المال وطبيعته والحاجة إلى وجود مؤسسات
تخصيصه فيه.

١/١/١: السوق:

إذا كان المفهوم المباشر أو التجارى للسوق هو المكان الذى يلتقى فيه
البائعون والمشترون، فإن المعنى الاقتصادى للسوق يمتد إلى أبعد من النطاق
الجغرافى، حيث يعنى به المؤسسات والاجراءات التى تجمع بين بائعى
ومشتري الأوراق المالية، سواء تم ذلك داخل نطاق مكائى محدد وهو
البورصة (السوق المنتظمة)، أو تم خارج البورصة (السوق غير المنتظمة)
من خلال مكاتب السمسرة المنتشرة في أنحاء البلاد، وسواء كانت عمليات
البيع والشراء عند اصدار الأوراق المالية لأول مرة من خلال الاكتتاب العام
وهو ما يطلق عليه السوق الأولية، أو كانت هذه العمليات تتم بتداول هذه
الأوراق بعد إصدارها وهو ما يطلق عليه السوق الثانوية.

٢/١/١: السوق في الفكر الإسلامى:

إن الشريعة الإسلامية جاءت لتنظيم حياة الناس في جميع المجالات ومنها النواحي الاقتصادية، ولذلك عنيت عناية ملحوظة بالسوق سواء في الجانب المؤسسى أو الجانب التنظيمى، فها هو القرآن الكريم ينكر على المشركين مطاعنهم للرسول ﷺ ومنها دخوله الأسواق فيقول سبحانه: ﴿وقالوا مال هذا الرسول يأكل الطعام ويمشى في الأسواق﴾^(٢) ثم يؤكد الله سبحانه وتعالى أن جميع المرسلين كانوا يمشون في الأسواق لابتغاء الرزق في قوله تعالى: ﴿وما أرسلنا قبلك من المرسلين إلا إنهم ليأكلون الطعام ويمشون في الأسواق﴾^(٣) ومن هذه الآيات يقول المفسرون بأن "دخول الأسواق مباح للتجارة وطلب المعاش"^(٤)، ولقد اهتم الرسول ﷺ بالسوق حيث اختار بنفسه موضعاً في المدينة وقال: هذا سوقكم فلا ينتقص ولا يضرب عليه خراج"^(٥) ولم يقف الأمر في الإسلام عند الوضع المؤسسى للسوق بتحديد مكانه وإنما امتد ليشمل القواعد والاجراءات فيما شرعه من أحكام وآداب البيع والشراء مما هو معروف في كتب الفقه بباب البيوع، بل إنه لأهمية السوق كمؤسسة ضرورية في المجتمع، جاء في شروط إقامة صلاة الجمعة لدى بعض المذاهب الفقهية، بأن تقام في بلد بها مسجد وسوق^(٦). وأيضاً لقد أنتهى الاجتهاد الفقهي المعاصر^(٧) إلى

(٢) سورة الفرقان الآية ٧.

(٣) الآية ٢٠ من سورة الفرقان.

(٤) تفسير القرطبي - دار الغد العربى ٤٨٦٧/٦.

(٥) أخرجه ابن ماجه والطبرانى.

(٦) تفسير القرطبي : ١٠ / ٦٨٣٥.

شرعية سوق رأس المال من حيث المبدأ، مع شرعية بعض المعاملات التي تتم بها، ومنع البعض الآخر.

٣/١/١: طبيعة سوق رأس المال والحاجة إلى مؤسسات متخصصة فيها:
إن سوق رأس المال ليست مثل سوق السلع بل تتميز بعدة خصائص تؤكد ضرورة وجود عدد من المؤسسات سواء الاشرافية أو اللازمة للتعامل في السوق ومن أهم هذه الخصائص مايلي:

١/٣/١/١: أن محل البيع والشراء في السوق عبارة عن أوراق مالية وهي مستندات لاثبات حق ملكية مثل الاسهم أو لاثبات دين مثل السندات، ونظراً لعدم دراية وخبرة جماهير المتعاملين في السوق، وعدم قدرتهم على التحقق من سلامة هذه المستندات، لذلك فإن الأمر يتطلب وجود جهات اشرافية لتنظيم ورقابة المعاملات في السوق.

٢/٣/١/١: إن من شروط وجود سوق منتظمة أن يكون التعامل كثيراً ومتكرراً، وهذا ما يوجد في سوق الأوراق المالية حيث أن عدد الأوراق المالية المطروحة للتداول تكون كثيرة، وأن الراغب في البيع أو الشراء قد لا يجد من الأفراد العاديين من يعقد معه الصفقة في كل وقت، ولذلك توجد مؤسسات كبيرة مستعدة دائماً للشراء والبيع وبكميات كبيرة، كما أنه نتيجة لحجم السوق الكبير ومعدلات سرعة التداول العالية يتطلب وجود أجهزة متخصصة لسرعة البت في التداول وتقديم المشورة وتسهيل الاجراءات، ومن

(٧) جمع افتقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي في دورته المنعقدة في أكتوبر ١٩٨٩م، والجمع الفقهي الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي في دورته السابعة المنعقدة في ربيع الآخر ١٤٠٨هـ.

وجه آخر فإنه نظراً لعدم معرفة جماهير المتعاملين في البورصة باجراءات التعامل، أو بعضهم البعض ولما يحتاج إليه التعامل في الأوراق المالية من عملية نقل ملكية الأوراق المباعة لدى الشركة المصدرة والجهات المتخصصة، فإن يلزم وجود وسطاء يبين البائع والمشتري لاتمام اجراءات التسليم والتسلم.

٣/٣/١/١: نظراً لأن المبيع الحقيقي هو الحصة في الشركة والذي تدل عليه الورقة المالية (السهم) غير معاين عند اتمام الصفقة، فإن الأمر يتطلب توافر المعلومات الدقيقة عن المراكز المالية للشركات المصدرة للأوراق، وامكانية استيعاب هذه المعلومات^(٨)، ومن المعروف أن هذه المعلومات لاتتوافر بشكل دوري مناسب، كما أن بعضها يكون غير موضوعي، فضلاً عن عدم قدرة كثير من المتعاملين على استيعابها، فإن الأمر يؤكد ضرورة وجود المؤسسات المتخصصة التي يمكنها بما لديها من مهيئين متخصصين من تقديم المشورة لجماهير المتعاملين.

٤/٣/١/١: نظراً لأن غالبية المتعاملين في السوق لا يقصدون من وراء شراء الأوراق المالية الحصول على عائد ممثلاً في الربح للسهم أو الفائدة للسندات، بل يقصدون إعادة وبيع هذه الأوراق عندما ترتفع أسعارها والحصول على ربح رأسمالي، لذلك فإن العملاء المحترفين وخاصة المؤسسات الكبيرة العاملة في مجال الأوراق المالية، يتبعون ممارسات غير أخلاقية للتأثير على الأسعار لصالحهم فيما يعرف بالمضاربة في البورصة،

(٨) د. سيف الدين إبراهيم تاج الدين "نحو نموذج إسلامي لسوق الاسهم" مجلة مركز أبحاث

وبالتالى فإنه يمكنهم أن يقودوا السوق إلى الوضع الصحيح أو إلى المضاربات الضارة بجماهير المدخرين والمستثمرين، الأمر الذى يتطلب اشرافاً مباشراً ومستمراً لتصحيح الأوضاع وفي هذا الإطار يمكن أن نفهم التوجيه النبوى الشريف الذى ورد فى أحاديث عدة تحذر من السوق وبأنها مرتع الشياطين، فهذا لايعنى أن التعامل في السوق حرام لأن الرسول ﷺ تعامل فيه، ولكن لكى ينتبه المسلم وهو يدخل السوق إلى أنه يدخل في معركة مع الشيطان الذى يوسوس له من باب الحصول على أكبر ربح باتباع الأساليب غير الأخلاقية من الكذب والغش والتدليس، ولكى ينتصر في هذه المعركة يجب عليه حفظ دينه والتعلى بالصدق والأمانة حتى يبارك الله في صفقته كما قال الرسول ﷺ "البئعان بالخيار مالم يفترقا، فإن صدقا وبينا بورك لهما في بيعهما، وإن كذبا وكتما محقت بركة بيعهما"^(٩).

٥/٣/١/١: نظراً لأن الكثير من الأفراد ممن يرغبون في استثمار أموالهم في الأوراق المالية لاتتوفر لديهم الخبرة للتعامل في البورصة، أو أن وقتهم لايسمح لهم بذلك، أو أن مالداهم من أموال لايكفى لتكوين محفظة أوراق مالية، لذلك ظهرت الحاجة إلى وجود مؤسسات متخصصة تقوم باستثمار أموالهم نيابة عنهم.

من كل ما سبق تتضح طبيعة سوق رأس المال وأهمية وجود مؤسسات متخصصة فيها، والتي سنتناولها في الفقرات التالية:

(٩) صحيح البخارى بحاشية السندي - دار احياء الكتب العربية ١٢/٢.

٢/١: الجهات الاشرافية في سوق رأس المال:

إن من دور الدولة تنظيم ورعاية العلاقات المالية والاقتصادية بين المواطنين، ويتحدد نطاق هذا الدور في ضوء نوع هذه العلاقات والأفراد الذين يتأثرون بها ومدى إمكانية رعاية كل شخص لمصلحته، وقد تبين من التعرف على طبيعة سوق رأس المال أن حجم التعامل فيها كبيراً، وكثرة عدد الأفراد المتعاملين، فضلاً عن عدم إمكانية رعايتهم لمصالحهم بأنفسهم، ومن هنا ينظر إلى هذه السوق كأنها مرافق عامة يجب أن يزيد تدخل الدولة فيها بالتنظيم والاشراف والرقابة والمتابعة المستمرة من خلال القوانين واللوائح والمؤسسات الاشرافية المتخصصة، وهذا ما يتم في كل بلاد العالم ومنها مصر، حيث يتولى الاشراف على السوق كل من الهيئة العامة لسوق رأس المال وادارة البورصة، ونعرض فيما يلي موجزاً لأهم اختصاصاتهم وفقاً لما ورد في قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م ولانحته التنفيذية، ثم نلى ذلك ببيان الجوانب الشرعية لهما:

١/٢/١: الهيئة العامة لسوق المال:

وهي تتبع وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية ولها مجلس إدارة يتكون من رئيس الهيئة ونائبه، ونائب محافظ البنك المركزي وأربعة اعضاء من ذوى الخبرة، وبجانب اختصاصها في إدارة وتصريف أمورها فإن الباب الرابع من قانون سوق رأس المال، في المادة ٤٣ حدد الاختصاصات الاشرافية والرقابية للهيئة، وإلى جانب ذلك وردت في القانون مواد أخرى تفصيلية لهذه الاختصاصات والتي نجمال أهم مايتوجه منها إلى حماية المتعاملين، في مايلي:

- أ- الإشراف على توفير ونشر المعلومات والبيانات الكافية عن سوق رأس المال والتأكد من سلامتها ووضوحها (فقرة ٣ من المادة ٤٣).
- ب- التأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة وأنه غير مشوب بالغش أو النصب أو الاحتيال أو الاستغلال أو المضاربات الوهمية (فقرة ٤ من المادة ٤٣).
- ج- اقتراح نظام عمولات السمسرة والحدود القصوى لمقابل الخدمات التي تقدم، وكذا رسوم قيد الأوراق المالية في البورصة (مادة ٢٤).
- د- اعطاء ترخيص المزاولة للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية (مادة ٢٨) ووقف نشاط الشركات المخالفة لشروط الترخيص (مادة ٣٠).
- هـ- اتخاذ التدابير اللازمة لوقف أية مخاطر تهدد استقرار سوق رأس المال (مادة ٣١).
- و- يجوز لرئيس الهيئة إذا طرأت ظروف خطيرة تقرير حد أعلى وحد أدنى لأسعار الأوراق المالية (مادة ٢٢).
- ز- الإشراف على البورصة وهي المكان المعد لتداول الأوراق المالية (الباب الثاني القانون).

٢/٢/١: بورصة الأوراق المالية:

من المعروف أن تداول الأوراق المالية يتم وهو الغالب في مكان محدود ويخضع لتنظيم وإشراف الجهات الحكومية ويسمى "سوق رأس المال المنتظمة" كما قد يتم التداول من خلال مكاتب السماسرة المنتشرة في الدولة وتسمى السوق غير المنتظمة، ولكي يتم التداول في البورصة يجب أن تكون الأوراق المالية مقيدة في جداول البورصة طبقاً لاشتراطات معينة من أهمها

أن لا يقل ما يطرح من الاسهم للاكتتاب العام عن ٣٠٪ من أسهم الشركة وأن لا يقل عدد المكتتبين عن ١٥٠ فرداً، ومن أهم اختصاصات إدارة البورصة فيما يتعلق بحماية المتعاملين مايلي:

- أ- لايجوز تداول الأوراق المقيدة في البورصة خارجها (مادة ١٧).
- ب- يجوز بقرار من رئيس البورصة وقف عروض تداول ترمى إلى التلاعب في الاسعار، أو وقف التعامل على ورقة مالية اذا كان من شأن استمرار التعامل بها الاضرار بالسوق أو المتعاملين فيه (مادة ٢١).
- ج- تراقب ادارة البورصة عمليات التداول اليومي للتحقق من تطبيق القواعد وحل الخلافات التي قد تنشأ (مادة ٩٤ من اللائحة).
- د- تقوم إدارة البورصة بالإعلان عن عمليات التداول يومياً (مادة ٩٧ ومادة ١٠٢ من اللائحة).
- هـ- تقوم ادارة البورصة بقميد العمليات التي تمت تفصيلاً (مادة ٩٨ من اللائحة).
- و- تقوم كل بورصة بقميد العمليات التي تخطر بها عن تداول الأوراق غير المقيدة بها (مادة ٩٩ من اللائحة).

٣/٢/١: التكيف الشرعى لعمل الجهات الاشرافية:

إن الإسلام حينما شرع القواعد المنظمة للمعاملات لم يقف عند هذا الحد، وإنما امتد إلى إنشاء المؤسسات اللازمة لتطبيق هذه القواعد ويبدأ ذلك بتوجيه نبوى شريف عام بضرورة وجود المؤسسات التي تعمل على رعاية أفرادها وأعمالها في قول الرسول ﷺ لا يحل لثلاثة أن يكونون بفلاة من

الأرض إلا أمروا أحدهم" (١٠).

ثم في تقرير الإسلام للولايات الإسلامية ممثلة في الأجهزة المتخصصة بالتنفيذ والإشراف ومنها ولاية "الحسبة" ويتولاها المحتسب أو جهاز الحسبة، والتي كان من ضمن اختصاصاته مراقبة الأسواق، ولقد أفاضت كتب التراث في ذكر هذه الاختصاصات بالشكل الذي يصعب ذكر تفصيلاتها هنا، ولكن بالنظر إلى هذه الاختصاصات وما يتعلق فيها بالممارسات التي تتم في سوق رأس المال اليوم وأشار قانون سوق رأس المال ولائحته إلى قيام الهيئة وإدارة البورصة برقابتها، نجد أنه يكاد يتطابق مع مايقوم به المحتسب في هذا المجال، ففي إيجاز سريع نجد أنه كان من ضمن اختصاصات المحتسب (١١) منع الغش في البيوع والذي يشمل كتمان العيوب وتدليس السلع وكذا منع الممارسات التي تؤدي إلى تقديم معلومات مضللة للمتعاملين مثل تلقي الركبان والنجش، ثم محاولة التأثير على أسعار السوق بالاحتكار، إلى جانب العقود المحرمة مثل الربا وبيع الغرر، ومن الجدير بالذكر أن ما ورد بالمادة (٤٩) من القانون بتقرير حق الضبطية القضائية لموظفي الهيئة لاثبات الجرائم التي تقع بالبورصة كان هو المستقر عليه في فقه الحسبة، بل ويزيد على ذلك حق المحتسب في توقيع الجزاء على المخالف فوراً، ووقف الممارسات غير الشرعية وهو ما أقره القانون للجهات الاشرافية على سوق رأس المال في المادة (٢١، ٢٢).

ومن هذا المنطلق يمكن القول إن عمل الجهات الاشرافية في سوق رأس المال مطلوب شرعاً، لوجود أصل له في النظام الإسلامي وهو الحسبة.

(١٠) رواه الإمام أحمد في مسنده

(١١) ابن تيمية "الحسبة في الإسلام" وابن عمر بن الخطاب بالأسكندرية ٩-١٢.

٣/١: الشركات التي تعمل في مجال الوساطة بين المتعاملين في الأسواق المالية:

إن الأصل في معاملات البيع والشراء، أن يباشر كل من البائع والمشتري بنفسه العملية، ويجوز أن يوكل أحدهما غيره لتنفيذ الصفقة، ولكن في مجال التعامل في الأوراق المالية بيعاً وشراءً، فإنه نظراً لطبيعة السوق ونوع المبيع كما سبق ذكره يتطلب الأمر في كل الأحوال، أن يكون هناك وسيطاً بين البائع والمشتري للأوراق المالية، وهو ما يطلق عليه "السمسار" ونظراً لتداخل العمليات التي يقوم بها السمسار، لأن العملية تتطلب بعد البيع تنظيم عملية التسليم والتسلم وتسوية المراكز المالية التي تتم بواسطة السماسرة، فإن بجانب السماسرة توجد مؤسسات للتسوية والمقاصة، وهذا هو النوع الأول من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية والذي يتكون من:

١/٣/١: شركات السمسرة:

إن عمل السمسار يتلخص في تنفيذ العملية بيعاً أو شراء نيابة عن العميل، إذ يتلقى أوامر العملاء بالبيع أو الشراء ويعرضها على الشاشة في البورصة ثم ينفذها إما من أوامر سابقة لديه مقابلة لها، أو من أوامر يتلقاها بعد العرض، ولقد نظم قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية عمل هذه الشركات فيما يلي:

١/٣/١: يجب أن تكون شركة السمسرة في صورة شركة مساهمة أو توصية بالاسهم (فقرة ٢٩ من القانون) وتفيد هذه الشركات بعد الحصول على الترخيص بالعمل، في سجل خاص بالبورصة.

٢/١/٣/١: يكون التعامل في الأوراق المالية المقيدة بالبورصة بواسطة
أحدى الشركات المرخص لها بذلك وإلا وقع التعامل باطلا (المادة ١٨ من
القانون).

٣/١/٣/١: يشترط فيمن يباشر عمليات التداول بالبورصة ممثلاً لشركة
السمسرة الأهلية وحسن السمعة، وأن لا يكون ذا سابقة ماسة بالشرف والأمانة
ثم ضرورة توفر الخبرة في عمله وأن يكون متفرغاً وحاصلاً على مؤهل
عالي (مادة ٨٩ من اللائحة).

٤/١/٣/١: يحظر على شركة السمسرة اتباع سياسة أو إجراء عمليات
من شأنها الإضرار بالمتعاملين معها أو الإخلال بحقوقهم، كما يحظر عليها
عقد عمليات لحسابها الخاص أو لحساب أعضاء مجلس الإدارة أو أحد
العاملين بها (مادة ٩٠ من اللائحة).

٥/١/٣/١: يجب اتباع الإجراءات المحددة لتنفيذ أوامر البيع والشراء
خلال المدة وبالشروط المحددة لأوامر العملاء، وأن تتم العملية بأسعار
مساوية لسعر الاقفال أو سعر التداول حسب الأموال، ويجوز لكل شركة
خلال مدة الاعلان عن العملية على الشاشة التدخل لتنفيذ العملية بذات شروط
العميل بسعر أعلى من سعر الطلب أو أقل من سعر العرض (مادة ٩٢ من
اللائحة).

٢/٣/١: شركات المقاصة والتسوية:

إن التعامل في الأوراق المالية يتم بكثرة وتكرار، وبواسطة شركات متعددة سواء شركات السمسرة أو الشركات الأخرى العاملة في مجال الأوراق المالية، وينتج عن هذا التعامل مستحقات لبعض الشركات تجاه البعض الآخر، إلى جانب ما يتطلبه التعامل من تسليم وتسليم الثمن والأوراق محل التعامل التي يلزم نقل ملكيتها من البائع إلى المشتري سواء بالقيود في سجلات البورصة أو لدى الشركات المصدرة وتحويل شهادات الاسهم باسم المشتري، ومن أجل اتمام هذه العمليات التي ترتبط بتداول الأوراق المالية، يحتاج الأمر إلى جهة متخصصة تقوم بإجراء التسوية لحسابات الأطراف والمقاصة بينها، ويوم أن صدر قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م لم تكن هناك شركات منشأة لهذا الغرض، ولقد نص القانون على جواز إنشاء شركات للمقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية في المادة (٢٧)، وأكدته المادة (١٠٣) من اللائحة التنفيذية للقانون، حيث جاء فيها "يجوز إنشاء شركات للمقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية بالبورصة، يكون غرضها تنظيم استلام وتسليم الأوراق المالية المتعامل عليها بواسطة شركات السمسرة وتسوية المراكز المالية الناتجة عن عمليات التداول التي تتم بواسطة تلك الشركات وعمل المقاصة المترتبة عليها، وفقا للنظام الذي تضعه إدارة البورصة ويعتمد من الهيئة وإلى أن تنشأ الشركات المشار إليها تقوم إدارة البورصة بتصفية وتسوية المراكز المالية لتعاملات شركات السمسرة وفقا للنظام الذي تضعه في هذا الشأن" وهكذا يتضح أن عمل هذه الشركات يتكون من شقين هما:

الشق الأول: استكمال إجراءات المعاملات التي قامت بها شركات

السمسرة من استلام وتسليم الأوراق المالية.

الشق الثاني: تسوية المراكز المالية الناتجة عن عمليات التداول بين شركات السمسرة على أساس أنها هي التي تتسلم الثمن من البائع، ويكون لها أثمان عن صفقات قامت بها لدى شركات أخرى.

٣/٣/١: الجوانب الشرعية للشركات العاملة في مجال الوساطة بين

المتعاملين في الأوراق المالية:

١/٣/٣/١: التكييف الشرعي لوضع شركات الوساطة:

إن عمل هذه الشركات هو شراء وبيع الأوراق المالية نيابة عن العملاء، وهذا يدخل صراحة في باب الوكالة في البيع والشراء كما جاء "لا نعلم خلافاً في جواز التوكيل في البيع والشراء"^(١٢) وإذا كانت هذه الشركات تأخذ أجراً مقابل هذه الوكالة فإن ذلك جائز كما جاء "ويجوز التوكيل بجعل وغير جعل"^(١٣)، وهنا تأخذ الوكالة حكم الاجارة، وقد جاء فيها صراحة بالنسبة للسمسرة قول أحد الفقهاء "ويجوز أن يستأجر سمساراً يشتري له ثياباً.. وإن استأجره ليبيع له ثياباً بعينها صح"^(١٤).

وعمل شركات المقاصة والتسوية باعتباره مكملاً لعمل السمسار في اتمام صفقات التداول يدخل في مسألة "الوكيل يوكل" أو مسألة "توكيل وكيلين في تصرف" وذلك جائز وجاء في تبريرها ما يتفق مع الحاجة إلى وجود شركات المقاصة وهو عجز الوكيل (السمسار) عن أداء العمل كله لكثرتة وانتشاره^(١٥).

(١٢) المغنى لابن قدامة : ٨٩/٥ ، مغنى اختاج للخطيب الشربيني ٣١٧/٢ .

(١٣) المغنى لابن قدامة : ٩٤ / ٥ .

(١٤) المرجع السابق : ٤٦٦ / ٢ .

(١٥) المرجع السابق : ٩٧ / ٢ .

وبذلك يتضح أن العلاقة التعاقدية بين شركات الوساطة هذه (السمسرة، والمقاصة) وبين العملاء تكيف شرعاً على أنها وكالة بأجر، وذلك جائز شرعاً.

١/٣/٢: أهم الأحكام الفقهية للوكالة بأجر، والتي تتصل بعمل

شركات الوساطة في سوق الأوراق المالية ومنها مايلي:

أ - التأهيل، بمعنى قدرة الوكيل على أداء الوكالة، وهذا يدخل تحت أصل إسلامي عام وهو اسناد الأمر إلى أهله، وأن الأجير يجب أن يكون قادراً على أداء العمل المؤجر له، وإلا كان غاشاً مدلساً بقياس المنفعة محل التعاقد على السلعة محل البيع.

ب - جواز توكيل المسلم غير المسلم فيما يصح تصرفه فيه^(١٦).

ج- مراعاة شركات الوساطة في البورصة، التصرف بالأنفع للمتعاملين، فلقد جاء "يتصرف الوكيل في عمله بمراعاة الأصلح للموكل"^(١٧) كما جاء أيضاً "وإن أطلق في أمر البيع والشراء صح وحمل على المتعارف في مثله، فإن لم يكن عرف راعى الأنفع للموكل"^(١٨)، وبناء عليه فإن ما ورد بقانون سوق المال من تنظيم عمل السماسرة ومنع التصرفات التي تضر بالعملاء من شركات الوساطة أمر مطلوب شرعاً (المواد ٢١ من القانون والمواد ٩٠ - ٩٦ من اللائحة).

د - أن الوكالة تصح مطلقة ومقيدة، وقد يكون القيد بالشراء أو البيع في زمان معين أو سلعة بعينها، أو بثمن معين أو من شخص معين، وبذلك تغطي هذه الاحتمالات للاطلاق والتقييد جميع الأوامر التي تصدر من العملاء

(١٦) المرجع السابق: ١٢٦/٢.

(١٧) الكافي لابن قدامة: ٢٨٣ / ٢.

(١٨) معنى الاحتجاج للخطيب الشربيني: ٢٢٤ / ٢.

إلى السمسار في البورصة المتعارف عليها^(١٩) سواء الأوامر المحددة لسعر التنفيذ، أو لوقت التنفيذ، أو لهما معاً، أو الأوامر الخاصة، وبناء على ذلك إذا كان الأمر مقيداً وجب شرعاً على السمسار التقيد به وأى تصرف على خلافه لا يلزم العميل الموكل.

هـ- من الأحكام المقررة للوكالة أن الوكيل بالبيع والشراء لا يبيع ولا يشتري الشيء الموكل فيه لنفسه ولولده الصغير أو من كان تحت ولايته، وأما البيع لفروعه المستقلين كأبيه وابنه البالغ ففيه خلاف فقهي والأصح أنه يجوز، وجاء في سبب المنع لأنه منهم بالميل إليهم ولتضاد غرض كل من البائع والمشتري^(٢٠).

ومن هنا فإن ما جاء في المادة (٩٠) من اللائحة بعدم التعامل في الأوراق لحساب شركة السمسرة الخاص أو أحد العاملين بها يتفق مع الأحكام الفقهية.

و- ان تحديد أجر السمسرة بنسبة من قيمة الصفقة أو ثمن التعامل جائز شرعاً جاء " فإن عيّن العمل دون الزمان فجعل له من كل ألف درهم شيئاً معلوماً صح أيضاً"^(٢١).

وهكذا نجد أن ما جاء بقانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية حول الشركات العاملة في مجال الوساطة يتفق مع القواعد الفقهية للوكالة التي يكيف عمل هذه الشركات شرعاً على أساسها^(٢٢).

(١٩) د. منير هندی " أسواق الأوراق المالية " نشر المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية ٨٠-٦٨/٢ .

(٢٠) معنى اختاج للخطيب الشرييني ن: ٢ / ٢٢٤ - ٢٢٥ .

(٢١) المعنى لابن قدامة ٥ / ٤٦٦ .

(٢٢) هذا مع مراعاة أن عملية الحفظ المركزي تمثل عملية إضافية وهي تدخل شرعاً في إطار عقد الوديعة، غير أن إجبار المتعاملين على ابداع أوراقهم لدى مؤسسة الحفظ بصورة=

٤/١: الشركات التي تعمل في مجال الاستثمار في الأوراق المالية نيابة عن الغير:

لقد حدد قانون سوق رأس المال هذه الشركات في كل من الآتي:

١/٤/١: شركات تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية:

ويتحدد دورها في القيام نيابة عن كبار المستثمرين أفراد أو مؤسسات بتكوين محفظة تشتمل على عينة متنوعة من الأوراق المالية بناء على أوامر العميل. ثم تديرها له في صورتها القيام بشراء أوراق جديدة وبيع بعض الأوراق السابق شراؤها إما بناء على أمر مباشر من العميل بعد تقديم النصيحة والمشورة من الشركة لكل ورقة يتم التعامل عليها وإما بتفويض العميل للشركة لتقوم بالبيع والشراء وتحقيق ربح للعميل، إلى جانب تحصيل العائد المستحق عليها وعلى أن يمسك لكل عميل محفظة مستقلة عن الآخر.

٢/٤/١: صناديق الاستثمار، وهي مؤسسات تنشأ إما في صورة شركة مساهمة أو يؤسسها بنك أو شركة تأمين لتجميع مدخرات المستثمرين الذين لا يستطيعون استثمار أموالهم بأنفسهم، مقابل وثائق متساوية القيمة تسلم إلى كل مستثمر، وتقوم الصناديق باستثمار هذه الأموال في الأوراق المالية من خلال إدارة متخصصة نص القانون عليها تحت مسمى "مدير الاستثمار" وتوزيع عائد الاستثمار على حملة الوثائق بعد استقطاع أتعاب المدير والشركة المؤسسة.

= مستمرة سواء تم التعامل عليها أم لا، أمر يحتاج إلى مناقشته سواء من الناحية الاقتصادية أو الشرعية.

٣/٤/١: التكييف الشرعى لهذه الشركات:

١/٣/٤/١: بالنسبة لشركات تكوين وإدارة المحافظ، فهى تأخذ حكم الوكيل في الاستثمار بأجر، وبالتالي ينطبق عليها ما سبق أن ذكرناه لشركات الوساطة في الفقرة ٣/١ السابق من أحكام الوكالة مع مراعاة اختلاف كيفية تنفيذ الوكالة.

٢/٣/٤/١: بالنسبة لصناديق الاستثمار، فإن العلاقة بين حملة الوثائق والصناديق تأخذ حكم شركات المضاربة الفقهية والتي تعرف بأنها دفع المال إلى آخر ليتصرف فيه والربح بينهما على ما اشترطاً^(٢٣).

٥/١: الشركات التى تمارس نشاط التعامل في الأوراق المالية لحسابها:
ولقد فرق القانون بين ثلاثة أنواع فرعية منها هى:

١/٥/١: الشركات التى تعمل في مجال ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية: وهى تقوم بعمليتين في هذا المجال هما:

١/١/٥/١: إدارة عمليات وترويج الاكتتاب في الأوراق المالية وجلب المستثمرين، وما قد يتصل بذلك من نشر في وسائل الاعلام، وذلك لمساعدة الشركات المساهمة في طرح الاسهم للاكتتاب العام، (فقرة ١ من المادة ١٢١ من اللائحة).

(٢٣) لتفصيل أكثر حول الجوانب الشرعية لصناديق الاستثمار يراجع: مجلد أبحاث ندوة صناديق الاستثمار في مصر المنعقدة بمركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي بجامعة الأزهر مارس ١٩٩٧م (الجزء الأول والثاني).

- ومن الناحية الشرعية، فإن هذا العمل يدخل في باب الوكالة بأجر على ترويج السلعة وذلك إذا كان هذا العمل - الترويج - يحتاج إلى جهد ويسميه الفقهاء أحياناً بالنداء على السلعة وجلب المشتريين^(٢٤).

٢/١/٥/١: الاكتتاب في الأوراق المالية - بمعنى شرائها عند اصدارها لأول مرة، المطروحة وغير المطروحة للاكتتاب العام، ولها إعادة طرحها بمعنى عرضها للبيع مرة ثانية، في اكتتاب عام بدأت الشروط الواردة بنشرة الاكتتاب الأساسية المعتمدة خلال مدة اقصاها سنة من تاريخ اعتماد تلك النشرة دون التقيد بالقيمة الاسمية للورقة (فقرة ٢ من المادة ١٢١ من اللائحة).

-- ومن الناحية الشرعية، فإن هذا العمل يجوز لأنه عبارة عن مشاركة في شركة في حالة الاكتتاب، ثم خروج شريك من الشركة وبيع حصته فيها وهو جائز أيضاً، غير أن الملاحظة الجديرة بالذكر هنا وهو أن إجازة اللائحة للشركة بيع الأوراق دون نظر إلى القيمة الاسمية خلال السنة فيه نظر، حيث أنه في خلال هذه السنة قد لا تكون الشركة قد بدأت أعمالها وبالتالي فإن رأسمالها مازال نقوداً وبيع الاسهم التي تمثل حصة في رأس مال الشركة بنقود يعنى أن العملية تدخل في بيع نقود بنقود من ذات الجنس والصنف وهذه تدخل في باب الصرف، وبالتالي يجب أن يتساوى المبلغين ويتم التقايض فوراً وإلا كان ربا، وعلى ذلك فإن الوضع الموافق للشريعة هو أن تباع الاسهم بالقيمة الاسمية، هذا فضلاً على أن ذلك يخالف ما جاء في المادة (١٣٨) من لائحة قانون الشركات رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١ الذي يقضى بعدم بيع الاسهم

(٢٤) معنى احتاج للخطيب الشريفي : ٢/ ٣٣٥ ، المعنى لابن قدامة : ٥ / ٥٥ .

المكتتب فيها بأزيد من القيمة الاسمية قبل نشر حساب الأرباح والخسائر للشركة عن سنة مالية كاملة.

٢/٥/١: الشركات التي تعمل في مجال نشاط تأسيس الشركات التي تصدر أوراقاً مالية أو في زيادة رؤوس أموالها، سواء كان هذا غرضها الرئيسي، أو إذا كانت الشركة منفردة أو مع مؤسسيها تملك أكثر من نصف رأس مال خمس شركات أو أكثر من شركات المساهمة أو شركات التوصية بالأسهم، أو لها السيطرة على تكوين مجلس إدارة هذه الشركات (المادة ١٢٢ من اللائحة).

- ومن الناحية الشرعية فإن نشاط هذه الشركات بالصورة المذكورة جائز شرعاً لأنه يدخل في نطاق الانضمام إلى أو تأسيس شركات وهو أمر مقرر شرعاً وبشرط توافر الأركان والشروط الشرعية لهذه الشركات ومن أهمها أن لا يكون نشاطها محرماً.

٣/٥/١: نشاط رأس المال المخاطر:

ويتضمن تمويل الشركات التي تصدر أوراقاً مالية أو دعمها، أو تقديم الخدمات الفنية والإدارية، أو المشاركة في المشروعات والمنشآت وتميئتها بقصد تحويلها إلى شركات مساهمة أو توصية بالأسهم متى كانت هذه المشروعات وتلك الشركات عالية المخاطر أو تعاني قصوراً في التمويل وما يستتبعه من طول دورة الاستثمار (المادة ١٢٣ من اللائحة).

١/٣/٥/١: التعليق على هذا النص:

أ - يلاحظ على النص عدم التزامه بالتعبير القانوني حيث أنه وردت به الفاظ كثيرة غير منضبطة مثل "دعمها" والشركات "عالية المخاطر". دون توضيح طبيعة الدعم وكيفية تقيمه أن كان فنياً أو إدارياً، وكذا تحديد أنواع المخاطر وصورها.

ب - إذا كان النص اركز على كون الشركات التي تتلقى الدعم المالى أو الفنى أو الإدارى شركة مساهمة أو توصية بالاسهم أو فى سبيلها إلى ذلك، لكون القانون يتناول الأوراق المالية، فإن غير المفهوم أن يتطلب القانون واللائحة أن تتخذ الجهة التى تقدم هذا الدعم شركة مساهمة أو توصية بالاسهم، وقد يكون الدعم الفنى فى صورة براءة اختراع لشخص واحد. أو خبرة فنية أو إدارية عالية.

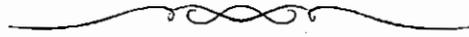
ج- لم يتناول القانون واللائحة كيفية بيان معاملة مساهمة الجهة المقدمة للدعم إذا كان فنياً أو إدارياً، هل يأخذ مقابلها اسهما، أم حصص تأسيس أم يبيع هذا الدعم بثمن وتنتهى علاقته بالشركة؟.

١/٣/٥/١: الجوانب الشرعية لرأس المال المخاطر: ويمكن تلخيصه فيما يلى:

أ - إن نشاط تقديم العون للآخرين أمر مطلوب إسلامى استجابته لقوله تعالى: ﴿وتعاونوا على البر والتقوى ولا تعاونوا على الاثم والعدوان﴾^(٢٥) وكون هذا العون يقدم لشركة تعانى من حاجة إلى الدعم فهو أمر مطلوب.

(٢٥) سورة المائدة : الآية ٢

ب - إن كون الشركات المتتقنية للدعم عالية المخاطر أمر يحتاج إلى نظر، فإن كان الدعم سوف يؤدي إلى الحد من هذه المخاطر وتحقيق عائد لمقدم الدعم فيها ونمت، أما إن زادت المخاطر وكانت ترجع في أسبابها إلى ضعف الإدارة مثلاً فإن الأمر يجب أن ينظر إليه في ضوء تفسير قوله تعالى: ﴿وَلَا تَتَوَاتَرُ السَّفَهَاءُ أَمْوَالَكُمُ الَّتِي جَعَلَ اللَّهُ لَكُمْ قِيَامًا﴾^(٢٦) والتي جاءت في أحد وجوه تفسير هذه الآية "ولا تدفع مالك مضاربة ولا إلى وكيل لا يحسن التجارة"^(٢٧).



وهكذا نأتى في نهاية هذا المبحث إلى توضيح الجانب المؤسسى لسوق رأس المال، بما تشمله من وجود السوق والجهات الإشرافية، والشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، وفق ما جاء في قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م ولائحته التنفيذية وأن هذا الجانب والذي عنى بتوضيح طبيعة هذه المؤسسات يجد تكيفه الفقهي في الولايات الدينية، والعقود الشرعية المسماة مثل الحسبة، والوكالة بأجر، والمضاربة، والشركة. ولا يعنى توافق الجانب المؤسسى للسوق مع العقود الشرعية المسماة سلامة أعمالها من الناحية الشرعية، حيث أن هذه الأعمال تتم على محل معين هو الأوراق المالية وطبقاً لقواعد معاملات معينة يلزم التعرف عليها لنستكمل التعرف على الجوانب الشرعية لهذه المؤسسات، وهذا ما سنتناوله في المبحثين التاليين على التوالى.

(٢٦) سورة النساء : الآية ٥ .

(٢٧) تفسير الطبرى ٥ / ٢٨ .

٢ - المبحث الثاني الأوراق المالية محل التداول

تقديم:

تمثل الأوراق المالية محل التعامل الذي تقوم به الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، وإذا كنا انتهينا في المبحث السابق إلى شرعية الشكل المؤسسى لهذه الشركات وتكييف العلاقات التعاقدية في أعمالها بشكل عام على أساس بعض العقود الشرعية المسماه مثل الوكالة والإجارة والمضاربة، فإن الأمر يتطلب التعرف على حقيقة السلع محل تعامل هذه الشركات وهى الأوراق المالية، لمعرفة مدى صحة التعامل فيها شرعاً، حتى تزداد معرفتنا بمدى شرعية هذه الشركات وسوق رأس المال بصفة عامة.

وفي البداية تجدر الإشارة إلى الأوراق المالية، كأوراق مكتوب عليها بيانات ليست هى محل التعامل في الحقيقة، وإنما محل التعامل هو ما تمثله هذه الأوراق من حقوق مالية.

ولذا ، تعرف الأوراق المالية^(٢٨) بأنها "صكوكاً أو مستندات تثبت حق صاحبها في ملكية جزء شائع من صافى أصول أو موجودات الشركة وما ينتج عن استثمارها من ربح مثل الاسهم، أو الحق في دين على الشركة مصدره الورقة مثل السندات، أو الحق في العائد فقط، مثل حصص التأسيس، وتكون قابلة للتداول بالبيع والشراء في أسواق رأس المال".

(٢٨) من المعروف أن هناك فرقاً بين الأوراق المالية بمعناها السابق، والأوراق النقدية المعروفة، والأوراق التجارية التى تمثل حقاً بدين في ذمة الغير وتداول بالنظير مثل الكمبيالة والسند الأذنى والشيك.

وعادة ما تصدر الأوراق المالية الشركة المساهمة أو شركة التوصية بالاسهم، ولسنا في حاجة إلى التأكيد على شرعية هذه الأشكال القانونية للشركات المصدرة للأوراق المالية، فذلك أمر أقرته المجامع الفقهية المعاصرة سواء من حيث الأصل أو من حيث جواز تداول الأوراق المالية الصادرة عنها كما سيأتي، كما أن البنوك الإسلامية المعاصرة تأخذ شكل شركات مساهمة ويقسم رأسمالها إلى أسهم، غير أن الأمر يقتضى التعرف على هذه الأوراق المالية بصورة تفصيلية في ضوء ما ورد بقانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية وبيان حكم تداولها في السوق بواسطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وهذا ما سنتعرف عليه في الفقرات التالية.

١/٢ : الاسهم:

١/١/٢ : المفهوم: حينما تنشأ شركة مساهمة أو شركة توصية بالاسهم فإن القانون قرر تقسيم رأس مال الشركة وحصص الشركاء غير المتضامنين إلى أسهم كل سهم منها بمبلغ معين وتكون متساوية القيمة، بحد أدنى خمسة جنيهات و بحد أعلى ألف جنيه كما حددها القانون ويكون السهم غير قابل للتجزئة، والسهم بهذا الشكل يمثل حصة صاحبه في رأس مال الشركة عند الإصدار، ثم حقوقه في حصة شائعة في ملكية صافى أصول الشركة مع حقه في الحصول على عائد من الأرباح التي تتحقق، ومسئوليته عن ديون الشركة والتزاماتها في حدود مساهمته فقط، ويعطى المساهم صكاً أو مستنداً هو السهم لاثبات حقه.

وبذلك يمكن تعريف السهم بأنه "صك يثبت حقاً في حصة شائعة لشخص في ملكية صافى أصول الشركة والحق في الحصول على حصة من الربح المحقق، مع مسئولية محددة بمقدار المساهمة.

والسهم وفق التصور السابق جائز شرعاً لأنه يمثل حصة في شركة
والشركة من العقود المشروعة في الإسلام.

٢/١/٢: أنواع الاسهم وحكمها الشرعي: تنقسم الاسهم إلى عدة أقسام من
عدة أوجه فيما يلي أهمها:

أ - من حيث حدود الحقوق المقررة لحملة الاسهم تنقسم إلى:
- اسهم عادية، وهى التى يتساوى فيها المساهمون في الحقوق
والالتزامات كل في حدود ما يملكه من اسهم.
- اسهم امتياز: وهى التى يعطى فيها لحملةا امتيازات زائدة عن حملة
الاسهم العادية.

وقد استقر الاجتهاد الفقهي المعاصر^(٢٩) على أن الامتياز سواء ممثلاً
في الحصول على نسبة أعلى في الربح، أو الحصول على ربح دائماً ربحت
الشركة أم خسرت، أو الحصول على الحقوق عند التصفية قبل حملة الاسهم
العادية، أو الامتياز في التصويت في الجمعية العمومية، كل ذلك غير جائز
شرعاً لأنه تمييز لأحد الشركاء بدون مبرر وفيه ظلم للمساهمين الآخرين.

ب - من حيث طبيعة الحصة: تنقسم الاسهم إلى:
اسهم نقدية: وهى التى يشتريها المساهم نقداً.
اسهم عينية: وهى التى يشتريها المساهم مقابل عين أو أصل
يقدمه للشركة.

(٢٩) د. صالح المرزوقي "شركات المساهمة في النظام السعودي دراسة مقارنة بالنفقه
الإسلامي" ص ٣٥٨ - ٣٦١.

والنوع الأول جائز فقهاً بلا خلاف، أما الثاني فاختلف الفقهاء في جواز المشاركة بالعروض (الأصول) والرأى الذى أخذ به الاجتهاد المعاصر جواز المشاركة بها، مما يمكن معه القول بشرعية الاسهم العينية.

ج- من حيث الشكل وطريقة التداول، تنقسم إلى:

- اسهم اسمية: وهى التى يكتب اسم صاحبها عليها وتتداول بطريقة تغيير اسم مالکها في سجلات الشركة، وهذا النوع جائز شرعاً.
- اسهم لحاملها: وهى التى لا يكتب اسم حاملها عليها، وبالتالي فأى شخص يحوزها يكون مالکها، وتتداول بالتسليم والتسلم دون حاجة إلى القيد في سجلات الشركة المصدرة.

وهذا النوع من الاسهم لا يجوز اصداره شرعاً لجهالة الشريك، ولأنها تؤدى إلى المنازعة وهى ممنوعة شرعاً بالإضافة إلى ضياع الحقوق إذا فقدت من صاحبها وحملها أى شخص.

ومن المهم الإشارة أن قانون سوق رأس المال في المادة (١) أجاز اصدار أسهم لحاملها، كما أنه في المادة (٩) من اللائحة التنفيذية أجاز تقرير بعض الامتيازات لبعض أنواع الاسهم (اسهم ممتازة).
مما يعنى جواز التعامل بكل النوعين في التداول قانوناً، وحيث أنه ثبت شرعاً عدم جواز هذين النوعين، لذلك فإنه من الناحية الشرعية لا يجوز التعامل بها إصداراً أو تداولاً^(٣٠).

(٣٠) راجع: قرارات مجمع الفقه الإسلامى التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامى في مؤتمريه الرابع في

جمادى الآخرة ١٤٠٨ والسادس في شعبان ١٤١٠هـ.

د. صالح المرزوقى - مرجع سابق ص ٣٥٣ - ٣٥٩.

د. عبد العزيز الخياط "الشركات في الشريعة الإسلامية" ٢/٢٢١.

٢/٢: السندات:

١/٢/٢: المفهوم: حينما تحتاج الشركات، خاصة المساهمة، إلى تمويل إضافي أثناء حياتها، فإنها قد تلجأ إلى زيادة رأسمالها، وتصدر أسهما بهذه الزيادة، وهذا أمر جائز شرعاً وقانوناً، كما قد تلجأ إلى الاقتراض من الغير في صورة سندات والتي تعرف بأنها "صكوك تمثل قروضاً تصدر بقيمة متساوية قابلة للتداوله وغير قابلة للتجزئة"^(٣١).

٢/٢/٢: الحكم الشرعي على السندات: ولقد استقر الاجتهاد الفقهي المعاصر^(٣٢) على أن التعامل بهذه السندات إصداراً وتداولاً حرام شرعاً، وذلك لما تتطوى عليه من استحقاق صاحبها لفائدة ثابتة، فهي قروض بربا، والربا محرم شرعاً ويجب على المسلمين الامتناع عن التعامل بها لتشديد الحرمة عليها من الله عز وجل إلى درجة إعلان الحرب من الله ورسوله على المتعاملين بالربا، وهي حرب الخاسر فيها بلا شك هو المرابي في الدنيا والآخرة. هذا فضلاً على ما في تداول هذه السندات من بيع الديون بأكثر أو أقل من قيمتها الاسمية وهو ربا أيضاً، ومع ضرورة الإشارة إلى حجم التعامل في السندات في السوق المصرية قليل، وأن الاتجاه العالمي إلى التحول من اقتصاديات الاقتراض إلى اقتصاديات المشاركة مما يؤكد ضرورة ابتعاد المسلمين عن التعامل بها، وبالتالي يحافظوا على سلامة دينهم ولن يخسروا اقتصادياً.

(٣١) المادة ١١٦ من نظام الشركات السعودي، والمادة ١٥٩ من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١م.

(٣٢) قرارات مجمع الفقه الإسلامي رقم ٦/١١/٦٢ الصادر بتاريخ شعبان ١٤١٠هـ.

"بالصكوك ذات العائد المتغير" ثم جاء قانون سوق رأس المال ونص على جواز اصدار صناديق الاستثمار وثائق تعطى لمقدمى الأموال إليها سماها وثائق استثمار" واعتبرها من الأوراق المالية، وبذلك استحدث القانون ورقتين ماليتين جديدتين غير الاسهم والسندات، وهذه الصكوك والوثائق تمثل سند ملكية شائعة في جزء من صافى أصول الشركة وحق الحصول على حصة من الربح المحقق في الشركة مثل الاسهم، غير أنهم لا يشاركون في الإدارة مثل المساهمين، كما أن حقوقهم عند التصفية مقدمة على حقوق المساهمين. والتكليف الشرعى لهذه الأوراق أنها تمثل سندات مضاربة تأخذ حكم المضاربة الشرعية وهى التى يقدم فيها أحد الأشخاص مالا لشخص آخر لاستثماره والمشاركة في الربح والخسارة على المال^(٣٣)، بنسبة حصة كل شريك وبالتالي فصكوك التمويل ووثائق الاستثمار وما فى حكمها جائز التعامل بها شرعاً وفق التصور السابق إصداراً وتداولاً، وبشرط استثمار أموالها فى نشاط غير محرم.

٤/٢: أدوات أو أوراق تمويلية مقترحة، وتتفق مع قواعد الشريعة الإسلامية:

لقد سبق القول إن التعامل في الاسهم خاصة العادية جائز شرعاً، وأن التعامل في السندات ذات الفائدة الثابتة غير جائز شرعاً، وحيث أن قانون سوق الأوراق المالية نص على أن الأوراق المالية التى يتم التعامل عليها تتكون من الاسهم والسندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى، دون أن يذكر هذه الأخرى، فإنه بذلك فتح الباب أمام الاقتراحات بأوراق مالية

(٣٣) المضاربة بهذا المعنى تختلف عن المضاربة في البورصة التى سنتناولها فيما بعد.

جديدة، ولذا فإننا في هذا الاطار، وبمناسبة الكلام الآن على تعديل قانون سوق رأس المال، نقدم مقترحات أولية ببعض الأوراق المالية التي تسهم في انعاش حركة البورصة وتتفق مع قواعد الشريعة، كما أن بعضها يطبق الآن فعلاً في بعض البنوك الإسلامية خارج مصر والبعض الآخر أقرته المجامع الفقهية، وسوف نكتفي هنا بالاشارة إلى مسميات هذه الأوراق دون الدخول في تفاصيلها التي يحتاج الأمر إلى اعداد بحوث خاصة بها ثم مناقشة كيفية تنفيذها في مؤتمر عام ندعو الله أن نتمكن من عقده قريباً في المركز، ومن هذه الأوراق ما يلي^(٣٤):

- صكوك أو سندات المقارضة أو المضاربة
- صكوك أو سندات المشاركة المستمرة
- صكوك أو سندات المشاركة المتناقصة
- صكوك أو سندات الإجارة.
- صكوك أو سندات المرابحة.
- صكوك أو سندات السلم.
- صكوك أو سندات الاستصناع.
- صكوك أو سندات اسهم المشاركة دون التصويت.

(٣٤) يراجع في ذلك: د. سامي حمود "الأدوات التمويلية الإسلامية للشركات المساهمة" نشر

المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب بجدة بحث رقم ٣٨ - ١٩٩٦م.

- قرار رقم ٥ الصادر عن مجمع الفقه الإسلامي في المؤتمر الرابع جهادي الآخرة

١٤٠٨هـ.

- د. حسين حامد حسان "الوساطة المالية في إطار الشريعة الإسلامية" مجلة دراسات

اقتصادية إسلامية المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب بجدة - ديسمبر ١٩٩٣م ص

٢٩-٤١.

- صكوك أو سندات الخزانة العامة المخصصة للاستثمار .
هذا من حيث أنواع الأوراق المالية التي يتم التعامل عليها في البورصة،
أما حكم تداولها فسوف نوضحه في الفقرة التالية.

٥/٢: تداول الأوراق المالية:

١/٥/٢: معنى التداول: حينما يتم إنشاء شركة مساهمة، فإنه يقسم
رأسمالها إلى اسهم كما سبق القول، ثم تطرح هذه الاسهم للاكتتاب، بمعنى
عرضها للبيع إما في اكتتاب عام أى عرضها على الجمهور، وإما في اكتتاب
خاص أى عرضها على مجموعة محددة.

وهذه العملية تسمى "الاصدار" وعملية البيع هذه يقال إنها تتم في السوق
الأولية لرأس المال بمعنى البيع لأول مرة، وتتم من خلال أحد البنوك، وليس
في البورصة، ثم بعد تكوين الشركة، يجوز لمالك السهم بيعه وذلك بما لا
يزيد عن القيمة الاسمية حتى نشر حساب الارباح والخسائر عن سنة مالية
كاملة، وبعد ذلك يجوز بيعه وتداوله بأزيد أو أقل من قيمته الاسمية حسب
أحوال السوق.

وعملية البيع هذه بعد الاصدار هي ما يطلق عليها التداول ويجب أن تتم
في البورصة إذا كان السهم مقيداً بها (السوق المنتظمة) أو من خلال مكاتب
السمسة خارج البورصة إذا لم يكن السهم مقيداً بها (السوق غير المنتظمة).

٢/٥/٢: الحكم الشرعى على التداول:

إن عملية التداول كما سبق القول هي بيع أحد المساهمين أو الشركاء
لحصته في الشركة، وانتقال السهم من البائع إلى المشتري يدل على ذلك،
فالبائع لا يقع على الورقة ذاتها، بل على ما تمثله من حقوق ملكية وهذا جائز

شرعاً كما جاء " وإن اشترى أحد الشريكين حصة شريكه منه جاز، لأنه يشتري ملك غيره"^(٣٥) ويتخرج عليه جواز بيع الحصة لأجنبي. وكونه يبيع الحصة وهي ليست في يده مقبوضة فهو جائز أيضاً كما جاء "المال إما دين وإما عين، والعين إما أمانة أو مضمونة، أما الأمانة فيجوز للمالك بيع جميع الأمانات قبل قبضها، لأن الملك فيها تام، وهي كالوديعة في يد المودع، ومال الشركة والقراض في يد الشريك والعامل"^(٣٦). كما أنه كون حصة المساهم شائعة غير مفرزة أو محددة في ملكية بعض الأصول، فإنه يجوز بيعها أيضاً "لأن بيع النصيب الشائع جائز إذا لا يتوقف - البيع - على إفرازه"^(٣٧)، على أن جواز التداول مشروط بعدد ضوابط نذكر أهمها في الفقرة التالية.

٣/٥/٢: الضوابط الشرعية للتداول: ومن أهمها ما يلي:

١/٣/٥/٢: يجب أن لا تكون الورقة محرم التعامل بها لانطوائها على محرم كالسندات بفائدة ربوية.

٢/٣/٥/٢: يجب عدم الاكتتاب أو شراء أسهم شركات تباشر نشاطاً محرماً مثل أسهم البنوك التي يقوم التعامل بها أصلاً على الفوائد المحرمة وعطاء، وكذا الشركات التي تنتج أو تتاجر في سلع محرمة كالخمر.

(٣٥) المعنى لابن قدامة : ٥ / ٥٩ .

(٣٦) المجموع للنوري : ٩ / ٢٨٩ .

(٣٧) قواعد ابن رجب : ص ٧٤ .

٢/٥/٣/٤: إذا كانت الشركة مازالت في طور الإنشاء ورأس مالها مازال نقوداً فإنه ينطبق على أحكام تداول الأسهم أحكام الصرف، لأن العملية لا تخرج عن بيع نقود بنقود ويشترط فيها المثلية والتقايبض الفوري عند التعاقد للبدلين وبذلك فإن ما جاء في المادة ١٣٨ من لائحة قانون الشركات السابق الإشارة إليها فإنه لا يتم التداول بأزيد من القيمة الاسمية إلا بعد نشر حساب الأرباح والخسائر عن سنة مالية كاملة أمر يتفق مع أحكام الشريعة، غير أنه كان يجب الإشارة إلى أن التداول يكون بالقيمة الاسمية فقط ليس بأزيد ولا أقل منها حتى يتفق والأحكام الشرعية للصرف والإدخول العملية في الربا، ولكن بعد مباشرة الشركة للنشاط وتحول رأس المال إلى أصول مختلفة فإنه يجوز تداولها رغم ما في هذه الأصول من نقود وديون، لأن القاعدة الشرعية تقول: "ما ليس جائزاً لذاته يكون جائزاً بالتبعية"^(٣٨)، وبناء على ما جاء "قد يدخل في العقد ما لا يجوز إيراد العقد عليه قصداً"^(٣٩) أي منفرداً.

٢/٥/٣/٤: إذا كانت هناك شركة تتعامل من الأصل في نشاط حلال، ولكن تمارس عرضاً بعض الأعمال المحرمة، مثل شركة لإنتاج الملابس تصدر سندات بفائدة، أو تفترض من البنوك بفائدة، فإن مجمع الفقه الإسلامي أصدر قراراً رقم ٧/١/٦٥ بتاريخ ٢٢/١٠/١٤١٣هـ بأن الأصل حرمة لاسهام في شركات تتعامل أحياناً بالمحرمات كالربا ونحوه بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة".

(٣٨) د. حسين حامد حسان - مرجع سابق - ص ٣١-٣٢.

٥/٣/٥/٢: حكم اشتراط النية عند شراء الاسهم في البورصة: وأساس هذا الضابط أن من يشتري سهماً قد يقصد من وراء الشراء استثمار ماله في الشركة للحصول على العائد، وإذا احتاج إلى سيولة بعد ذلك فإنه يبيعه في البورصة، وهذا هو الأصل في تداول الاسهم، غير أنه لما كانت البورصة كسوق منتظمة تحتاج إلى كثرة. وتعدد المعاملات وسرعتها وجدت طبقة من المتعاملين يشترون الاسهم بقصد إعادة بيعها عند ظهور ارتفاع في الأسعار والحصول على فروق الاسعار كربح رأسمالي وهم ما يطلق عليهم "المضاربون".

فمن الناحية الاقتصادية، فإن النوع الأول هو المطلوب وهو الذي يساهم في تحقيق الكفاية الاقتصادية ويوجد بين المساهم والشركة علاقة تجعله يهتم بها ويحاسب الإدارة على تصرفاتها في الجمعية العمومية، أما المضاربون فإنهم لا يهتمون بالشركة مما يجعل إدارتها غير مسؤولة أمام أحد، فضلاً عما يلجأ إليه المضاربون من تلاعب لمحاولة التأثير على الأسعار لصالحهم بكل الوسائل غير المشروعة.

ولذلك عند مناقشة هذا الموضوع من الناحية الفقهية تكلم البعض في مسألة هل يشترط نية المشاركة عند شراء الاسهم؟ وبالتالي نقض على المضاربات؟ أم لا؟ وبالتالي تجوز المضاربة في البورصة؟ يرى بعض الفقهاء المعاصرين^(٣٩) أن الشركة الإسلامية تتطلب شرط النية كأحد شروط عقد الشركة، وبالتالي تخرج المساهمة من كونها عقد شكلي إلى عقد موضوعي، وتجعل المساهم حريصاً على نجاح الشركة، وليس متعجلاً لتلقى أقرب شائعة يروجها السماسرة حول المستقبل المالي فيتخلص من الاسهم^(٤٠).

(٣٩) د. عبد العزيز الحياض : الشركة في الشريعة الإسلامية ١٢٧/٢.

(٤٠) د. سيف الدين إبراهيم تاج "نحو نموذج إسلامي لسوق الاسهم" مرجع سابق ص ٦١.

بينما يرى آخرون^(٤١) أن النية وأن كانت شرطاً في العبادات، إلا أنها ليست بشرط في المعاملات، وبالتالي يجوز شراء الاسهم بقصد بيعها، وسوف نعود إلى موضوع المضاربة في البورصة تفصيلاً في المبحث الثالث.

وبذلك ننتهى إلى بيان الأوراق المالية محل التعامل في سوق الأوراق المالية وبيان الجوانب الشرعية المتعلقة بها، غير أن الأمر يقتضى بعد التعرف على الشركات التي تتعامل في الأوراق المالية، والأوراق التي تتعامل فيها أن نوضح قواعد وإجراءات التعامل لتستكمل الصورة، وهذا ما سننتاوله في المبحث التالي.

(٤١) د. صالح المرزوقي الشركات في النظام السعودي دراسة مقارنة بالفقه الإسلامي ص

٣ - المبحث الثالث

إجراءات وقواعد التعامل في سوق الأوراق المالية

إن عملية التداول بالشكل السابق ذكره في المبحث الثاني لا تخرج عن عملية شراء وبيع، وبالتالي فإن إجراءات وقواعد التعامل هي قواعد وإجراءات التعامل في البيع والشراء مع مراعاة اختلاف طبيعة السلعة محل التداول وهي الأوراق المالية عن السلع الاقتصادية الأخرى، وأخذاً في الاعتبار طبيعة سوق رأس المال من وجود مؤسسات متخصصة ممثلة في الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وجهات اشرافية، ولذلك فإنه في تناولنا لإجراءات التعامل، سوف ننظم الموضوع على أساس أنه عملية بيع وشراء في ضوء ما ذكر من ظروف خاصة بها، وذلك في الفقرات التالية:

١/٣: التعاقد:

إن أي عملية تعاقد تحتاج بداية إلى وجود عاقدين وصيغة ثم المحل وسوف نتناول في هذه الفقرة العاقدين والصيغة على الوجه التالي:

١/١/٣: العاقدان: وهما البائع والمشتري: وقد نص القانون في المادة (١٨) على أنه "يكون التعامل في الأوراق المالية المقيدة بالبورصة بواسطة إحدى الشركات المرخص لها بذلك، وإلا وقع التعامل باطلاً" وبذلك فإن القانون اشترط وجود وكيل عن البائع ووكيل عن المشتري لاتمام عملية البيع، والوكالة في البيع والشراء جائزة كما سبق القول في المبحث الأول، وإذا كان الأصل شرعاً أن يلي العقد الأصيل، والتوكيل طارئ وغير ملزم، فإن الالتزام القانوني هنا جائز شرعاً لأن القاعدة أنه يجوز للحاكم أن يقيد

المباح للمصلحة وعدم الغرر، وعملية الشراء والبيع في البورصة تحتاج إلى وجود متخصصين لاتمام العملية والا وقع الضرر على المتعاملين.

٢/١/٣: الصيغة: وهي ركن من أركان أي عقد، حيث تمثل الرغبة عن إرادة العاقدين في إتمام العقد، وتتكون من الإيجاب كاشتريت والقبول كبعت، والأصل فيها أن تكون باللفظ، ومع ذلك أجاز الفقهاء التعبير عنها بكل ما يدل على إرادة العاقدين سواء كان لفظاً أو كتابةً أو رسالةً أو رسوياً، كما أن الاجتهاد الفقهي المعاصر قال بأنه يجوز التعاقد بكل ما يدل على إرادة التعاقدين ومنها آلات الاتصال الحديثة كالفاكس والكمبيوتر^(٤٢).

وبالتالي فإن عرض البيانات على لوحة التداول بالبورصة (مادة ٩٢ من اللائحة) سواء عرضاً أو طلباً للبيع أو الشراء، جائز شرعاً خاصة وأنه يتم بعد ذلك كتابة الفاتورة ونقل ملكية الورقة بالتسجيل.

هذا بالنسبة لركن العقد (العاقدان - والصيغة) أما المجل (المبيع والثمن) فسوف نتناول كلا منهما في فقرة مستقلة فيما يلي:

(٤٢) مجمع الفقه الإسلامي قرار رقم ٦/٣/٥٤ في شعبان ١٤١٢ هـ بشأن حكم التعاقد بآلات الاتصال الحديثة، ومن الجدير بالذكر أن الفقهاء القدامى قالوا بجواز التعاقد باللفظ والرسول والرسالة والإشارة، كما أن المفكرين المسلمين القدامى حددوا وسائل التعبير المسطرة في كل من الخط، والعقد أي الأرقام، والرسم، والوسم أي استخدام الرموز، راجع: رسالة الدكتوراه للدكتور محمد عبد الخليم عمر "الرقابة على الأموال في الفكر الإسلامي" تجارة الأزهر، وبالتالي فإن التعاقد بالكمبيوتر كما يجرى في البورصات العالمية أمر جائز شرعاً، كما أن التعاقد بإشارات متعارف عليها بين العاملين في البورصة كما نراه جائز أيضاً، فعند المانكية يتعقد البيع بالإشارة المنهية ولو مع التندرة على النطق: راجع أيضاً: الموسوعة الفقهية لوزارة الأوقاف الكويتية ١٤/٩.

٢/٣: المبيع:

وهي الأوراق المالية في محالة التداول في البورصة، وهي بالتأكيد تختلف عن السلع الاقتصادية الأخرى العينية، ومن أجل التأكد من أن المبيع يمثل ورقة مالية سليمة أفاض قانون سوق رأس المال في ذكر الاشتراطات المطلوبة في الأوراق التي يجوز تداولها في البورصة بدءاً من إصدارها حيث خصص الباب الأول منه ومن اللائحة لبيان قواعد الإصدار، ثم بشروط قيد الأوراق في البورصة قبل السماح بتداولها وذلك في نصوص عديدة، وجرم التعامل على ورقة غير سليمة، وكل ذلك أمر طيب ويدخل في نطاق توجيهات الشريعة الإسلامية للمحافظة على الحقوق، غير أن ما نود مناقشته هنا بعض الضوابط الشرعية التي يجب أن تتوفر كشرط فقهي في المبيع منها ما يلي:

١/٢/٣: أن يكون المبيع جائز التعامل فيه شرعاً، بأن يكون حلالاً ولا

ينطوي على محرم حسبما ذكرنا في المبحث السابق.

٢/٢/٣: العلم بالمبيع، إما بالمشاهدة، أو الوصف النافي للجهالة، وحيث

أن المبيع في حالة الأوراق المالية ليست الورقة وإنما الحصة في الشركة، وأنها غير مشاهدة لذلك فإن العلم بها يكون من خلال المعلومات عين المركز المالي للشركة، وهذا ما يدخل في باب الإفصاح المحاسبي الكافي والعادل، فالإفصاح هنا يقوم مقام الوصف وفيه معنى الشهادة، وبالتالي يجب الصديق في البيانات أولاً، وأن تكون هذه البيانات كافية وتتوفر فيها ما يعرف في معايير المحاسبة بقواعد "جودة المعلومات المحاسبية" وهذه أمور رعاها قانون سوق المثل في مواد عديدة مثل المادة (٤ بند ٥) والمادة (٦) والمادة (٤٤)؛

٥٨، ٨٧) من اللائحة، كما أورد بالملاحق نماذج للقوائم المالية التي يجب نشرها والايضاحات حولها.

غير أنه يلاحظ على ماسبق، أن اعداد البيانات المحاسبية يسبق عرضها في القوائم المالية، وأن هذه البيانات تعد وفقاً لمعايير محاسبية معتمدة، وقد أحال القانون في المادة (٦) إلى اللائحة لتحديد هذه المعايير، وجاءت المادة (٥٨) من اللائحة وأحالت إلى معايير المحاسبة الدولية، ورغم أن العالم العربي والإسلامي كان مغيباً عند إعداد معايير المحاسبة الدولية حيث لم تشترك أية هيئة مهنية محاسبية في العالم العربي في عضوية الاتحاد الدولي للمحاسبين الذي يعد هذه المعايير، فإنه من المعروف أن المعايير يجب أن تعد بما يناسب كل بيئة، فضلاً على أن قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١م والقانون ٢٠٣ لسنة ١٩٩١م الخاص بشركات قطاع الأعمال العام، وكذا النظام المحاسبي الموحد الذي يطبق في هذه الشركات، كل من هذه القوانين أورد نماذج للقوائم المالية تختلف عن الأخرى الأمر الذي وجدنا نقرأ في الجرائد أن شركات القطاع العام تعد قوائمها المالية مرتين كل مرة طبقاً لاشتراطات قانون منها.

هذا فضلاً على أن العبرة ليست بتوفر المعلومات التي يمكن منها التعرف على حصة السهم في الشركة، وإنما في إمكانية استيعاب هذه المعلومات المتنوعة وتحليلها للاستدلال على تلك الحصة، وهو ما لا يتوفر لأغلب المتعاملين في الأوراق المالية، وبالتالي أصبح التعامل يجرى ليس على أساس معلومات صادقة موضوعية عن المبيع لامكان تصوره، وبالتالي تحديد سعر السهم بشكل سليم، وإنما أصبح التعامل يتم على اشاعات يطلقها بعض المغرضين، ومن الناحية الشرعية، فإن شرط العلم بالمبيع علماً نافياً للجهالة من الشروط الأساسية، وهذا العلم يتحقق بالرؤية وهو الأصل،

أر بالوصف، وكون المعلومات المحاسبية هي السبيل الوحيد لتحقيق العلم بالحصة في الشركة محل البيع في السهم، لذلك يجب أن تعبر هذه المعلومات عن المركز المالي للشركة بدقة وصدق وموضوعية ووضوح يتأتى معه معرفة طرفي العقد بموضوع العقد معرفة نافية للجهالة والغرر الفاحش المنهى عنه شرعاً.

٣/٢/٣: أن يكون البائع قادراً على تسليم المبيع: ولقد نظم القانون واللائحة ذلك من خلال شركات السمسرة وشركات المقاصة والتسوية، مما يحقق شرط القدرة على التسليم المطلوب شرعاً، وان كان ذلك يدل من وجه آخر على عدم جواز بيع المستقبلات أو البيع على المكشوف المعروف في أسواق الأوراق المالية والذي لم يطبق بعد في مصر. هذا فيما يتعلق بالمبيع الركن الأول في محل البيع أما الركن الثاني وهو الثمن فسوف نتناوله في الفقرة التالية.

٣/٣: الثمن: وهو ما يدفع مقابل الأوراق المالية، ونتناول فيه مايلي:
١/٣/٣: القيم المختلفة للورقة المالية: من المعروف أنه توجد أربع قيم للورقة المالية هي:
أ- القيمة الاسمية: وهو المبلغ المكتوب على وجه السهم والذي صدر أو بيع به أول مرة.

ب- القيمة الدفترية: بعد أن تنشأ الشركة وتبدأ أعمالها وتشترى أصولاً معينه وتحقق أرباحاً فإنها لا توزع كل الأرباح بل تستبقى بحكم القانون والنظام الأساسي لها جزءاً من هذه الأرباح كاحتياطي، وبذلك تزيد حقوق

المساهمين في الدفاتر الأمر الذي يستتبعه زيادة قيمة السهم، هذا مع مراعاة الإشارة إلى أنه قد لا تحقق للشركة أرباحاً فتتخض القيمة الدفترية للسهم، وبالتالي فالقيمة الدفترية للسهم عبارة عن قسمة حقوق الملكية كما هي مسجلة بالدفاتر (رأس المال + الاحتياطات + الأرباح المحتجزة) ÷ عدد الاسهم

ج- القيمة الحقيقية للسهم: عندما تشتري الشركة أصولاً- موجودات- فإن قيمتها تزيد وهي مازالت في حوزتها خاصة في ظل التضخم، وقد تنقص في ظل الانكماش أو أية ظروف طارئة، ونظراً لأن المحاسبة لا تعدل قيمة هذه الأصول وفق ما يحدث من ارتفاع أو انخفاض في قيمتها، فإن القيمة الحقيقية للسهم لا تكون القيمة الدفترية، بل صافي القيمة الجارية لأصولها ولذا فإن الأنظمة المحاسبية في بعض دول العالم^(٣) تلزم الشركات التي تطرح أسهمها في البورصة بإعادة تقويم أصولها، ثم اعداد قوائم مالية ملحقه بالقوائم الأصلية بحيث تعد الأولى على أساس القيمة الجارية الحقيقية، وتعد الثانية على أساس القيمة الدفترية، وبذلك يتوفر أمام المتعاملين في البورصة القيمة الحقيقية للاسهم، وهذا يتفق مع توجيهات الإسلام في أن الشريك يبيع حصته بقيمتها الحقيقية وليست الدفترية^(٤).

د- القيمة السوقية للسهم: وهي القيمة التي يباع بها السهم فعلاً في البورصة وقد يزيد أو ينقص عن القيم الثلاث السابقة، وهذا التغير في القيمة السوقية ناتج عن عوامل أخرى تتعلق بمستقبل الشركة، ذلك أن القيم الثلاث

(٣) د. محمد عبد الحليم عمر "الجوانب التطبيقية للمنهج الإسلامي في المحاسبة عن التضخم"

بحث منشور بمجلة كلية التجارة جامعة عين شمس ١٩٩٢م.

(٤) المرجع السابق.

السابقة معدة على أساس ما حدث للشركة في الزمن الماضي أو الحاضر، ومشتري السهم يشتريه للمستقبل، واختلاف القيمة السوقية للسهم عن القيمة الحقيقية أمر مقبول شرعاً حيث يفرق الفقهاء بين الثمن والقيمة، فالثمن هو المبلغ المدفوع نظير السلعة^(٤٥) أو ما يقع عليه التراضي ولو زاد أو نقص عن القيمة^(٤٦)، أما القيمة فهي ما يقدره أهل السوق^(٤٧)، هذا مع مراعاة أن يتحدد سعر السوق للسهم في ظل التراضي الكامل بين طرفي العملية، وهذا يدفعنا للتساؤل: كيف نحدد أسعار الاسهم في البورصة؟

٢/٣/٣: كيف يتحدد السعر في البورصة: كما سبق القول فإن المفروض أن يتحدد سعر الأوراق المالية في البورصة بناء على القيمة الحقيقية للسهم ممثلة في حصته في القيمة الجارية لصافي الأصول، إضافة إلى أخذ أثر الظروف المستقبلية على مركز الشركة، ومن هنا تبرز أهمية اعداد القوائم المالية بصدق وعدالة واحتوائها على معلومات كافية وملائمة، لكن الواقع يقول غير ذلك حيث أن صناع السوق^(٤٨) من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية والتجار الذين يتعاملون في الاسهم يبيعاً وشراء يحتفظون بمخزون لديهم من الأوراق المالية يمكنهم بواسطته التحكم في

(٤٥) حاشية ابن عابدين ٧١/٤، ٢٠٩.

(٤٦) الشروط للطحاوي: ٢٧/١، وجاء في مرجع آخر القيمة هي الثمن الحقيقي للشيء أما الثمن فهو ماتم التراضي عليه في صفقه واما السعر، فهو الثمن المقدر للسلعة: الموسوعة الفقهية الكويتية ٢٧/٩.

(٤٧) كشاف اصطلاحات الفنون للتهانوني ١٧٨/١.

(٤٨) د. منير هندی - مرجع سابق ص ٥١.

عرض وطلب هذا الأوراق وبالتالي للتأثير على أسعارها لصالحهم في وقتها
 مضالغ العطاء الأخرى من حيث الكفاءة من حيثها من حيثها من حيثها
 ٣/٣/٣: تحديد السعر من وجهة النظر الشرعية، ويخضع للقواعد التالية:
 ٣/٣/٣: إذا الأصل أن السعر يتحدد بناء على التراضي الكامل بين
 البائع والمشتري عملاً بقوله تعالى ﴿وَمَا يَنْبَغُ لَهُمْ أَلَّا يُبَيِّنُوا بَيِّنَاتٍ لِّكُلِّ أَهْلٍ حِسَابٍ بِبَيِّنَاتٍ
 بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِنْكُمْ﴾ (٥٩).

وبلغة الاقتصاد فإن التراضي الكامل لطرفي العقد يعني ترك تحديد
 السعر لظروف العرض والطلب، كما جاء فإن الثمن يتحدد بالطلب والعرض
 معاً دون أن يمكن القول أيهما أكثر أهمية (٥٠).

٢/٢/٣/٣: نظراً لأن الذي يتولى عملية الشراء والبيع في البورصة هم
 السماسرة كوكلاء عن البائعين والمشتريين، فإنه إما أن يحدد العميل للسماسر
 سعراً معيناً، أو لا يحدد، فإذا حدد سعراً معيناً يجب عليه الالتزام به، أما إذا
 أطلقه أو فوضه فيجب عليه أن يعقد الصفقة في حدود سعر المثل كما جاء،
 أنه إذا أطلق التوكيل ولم يجر له أن يشتري بأكثر من سعر المثل (٥١) ويقول
 أحد الفقهاء في ثمن المثل هذا ما يدل على دراية بأصول علم الاقتصاد حيث
 جاء " ثمن المثل نهاية رغبات المشتريين" (٥٢) باعتبار أن المشتري هو الذي

(٥٠) سورة النساء الآية ٢٩.
 (٥١) د. حازم البيلالي، الاقتصاد السياسي ٤٦٩.
 (٥٢) ابن قدامة الكافي: ٢/٢٥٦.
 (٥٣) معنى اختناج للخطيب الشربيني ٢/٢٢٤. ربه ربه ربه - ربه ربه ربه (٥٣)

يبذل الثمن، وحدده برغبات مجموع المشتريين وليس مشتريا وحدا، أى أن حجم الطلب هو المحدد النهائى للسعر في حالة سوق المنافسة الكاملة.

٣/٣/٣/٣: لم تترك الشريعة أمر تحقيق التراضى الكامل للواقع الذى قد لا ينصف أحد طرفى المعاملة، ولذا فإن أحكامها اشتملت على كثير من الصور التى تؤثر على هذا التراضى ومنعته ومنها الاحتكار وتقديم المعلومات المضللة والغبن، كما سنأتى عليه بعد.

هذا فيما يتعلق بأسعار الأوراق المالية، ونظراً لأن للمضاربين في البورصة دور في التأثير على هذه الأسعار، فإننا سوف نخص الحديث عنهم في فقرة مستقلة هى.

٤/٣: المضاربة في البورصة:

وهى من أكثر الموضوعات التى تثير الجدل عند تناول أسواق الأوراق المالية سواء في جانبها الواقعى أو الشرعى، وسوف نحاول توضيح حقيقتها، وموقف الفقهاء منها في الآتى:

١/٤/٣: حقيقة المضاربة في البورصة:

لقد سبق القول إن الأصل في اقتناء الأوراق المالية، هو قصد تحقيق العائد المتمثل في حصة السهم من أرباح الشركة، ولكن لظروف معينة وجدت طبقة من المتعاملين في البورصة يشترون الأوراق المالية بقصد إعادة بيعها عند ارتفاع اسعارها وتحقيق فرق السعر كربح رأسمالى، وبالتالي فإن تحقيق أهدافهم مرتبط بأمرين، أولهما: وجود فروق أسعار بين الشراء والبيع، وثانيهما زيادة عدد الصفقات التى تتم وسرعتها (دوران المال المستخدم في

المضاربة) مع زيادة كمية الأوراق المتعامل عليها، وحيث أن توقعاتهم بزيادة الأسعار يدخل في عدم التيقن لذلك فإن عملهم يقوم على المخاطرة أو المجازفة التي قد تقترب من المقامرة.

الأمر الذي جعلهم يسعون نحو تقليل هذه المخاطرة بابتكار عمليات أصبحت مستقرة في البورصات العالمية مثل عمليات التغطية، وعمليات الاختيارات، كما أن سعيهم نحو زيادة حجم معاملاتهم بشكل يزيد على حجم الأوراق المتوفرة لديهم أدى إلى ابتكار أساليب التمويل النقدي الجزئي للمشتريات، والبيع على المكشوف، ومن وجه آخر فإن سعيهم لزيادة حركة وسرعة المعاملات أدى إلى محاولة اتباعهم أساليب لحث الآخرين على التعامل معهم مثل تزويج الاشاعات الكاذبة والتأثير على حركة التداول لتسير وفق ما يريدون ويحقق الأرباح لهم في النهاية.

وبذلك فإن تعريف المضاربة^(٥٣) بهذا المعنى حدث فيه خلط بين الكتاب، إذا أخذ البعض جانب أن المضاربين وسطاء ماليين متخصصين يقومون بشراء وبيع الأوراق المالية بناء على توقعاتهم باتجاه الأسعار وجاء تبعاً لذلك تعريف المضاربة بأنها عبارة عن تنبؤات وتوقعات من جانب بعض الأشخاص حول تحديد الأسعار مبنية على أصول فنية وممارسات واقعية وتقديرات

(٥٣) تجدر الإشارة إلى أن مصطلح المضاربة في الشريعة الإسلامية له معنى آخر، وهو دفع شخص ماله لشخص آخر لستثمره ويقتسمان الأرباح على ما اشترطوا، وهو بذلك يختلف عن المضاربة في البورصة، الأمر الذي جعل البعض يرى اطلاق مصطلح المخاطرة أو المجازفة على المضاربة في البورصة تميزاً لها من المضاربة الشرعية خاصة بعد انتشار الثانية في التعامل المصرفي الإسلامي وصناديق الاستثمار الإسلامية. د. محمد علي القرى "نحو سوق مالية إسلامية - مجلة دراسات اقتصادية إسلامية - المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب نجدة ديسمبر ١٩٩٣م.

حسبانية للاستفادة من فروق الأسعار ارتفاعاً وانخفاضاً^(٥٤)، وفي قول آخر، أنها نشاط للتنبؤ بالحالة النفسية العامة لسوق وتوجيهها لصالحهم^(٥٥).

بينما يرى آخرون ربط المضاربة بما تستلزمه من الممارسات السابقة الإشارة إليها (المخاطرة - البيع على المكشوف - التغطية - التلاعب للتأثير على السوق) وتعريف المضاربة طبقاً لهذا الاتجاه بأنها المخاطرة بالبيع والشراء بناء على التنبؤات بتقلبات الأسعار بغية الحصول على فارق الأسعار، مع السماح بالتعامل على المكشوف والتعامل الصوري^(٥٦).

٢/٤/٣ خصائص المضاربة في البورصة، وتتلخص هذه الخصائص فيما يلي:

أ - قيامها على المخاطرة: والتي تعنى عدم التيقن، وقد تزيد هذه المخاطر إلى درجة المراهنة أو المقامرة، والذي يكون نتيجة التعامل فيها مجهولة العاقبة تماماً.

ب- اتمام أغلب المضاربات بأرصدة مقترضة من الغير مما يجعل الضرر في حالة عدم تحقيق النجاح، يصيب ليس المضارب وحده، وإنما غيره من المؤسسات المقرضة.

ج- عامل السرعة الذي يجب أن تتم به المضاربات، وهو إن كان لازماً لتنشيط العمل في البورصة، إلا أنه من وجه آخر يؤدي إلى التأثير غير السليم على أسعار الأوراق المالية، إذا ما هي الأسباب التي تجعل سعر

(٥٤) د. محمد الشحات الجندى، معاملات البورصة في الشريعة الإسلامية - ١٩٨٨ ص ٤٩ نقلاً من مراجع أخرى.

(٥٥) د. سيف الدين إبراهيم تاج - مرجع سابق ص ٧٤.

(٥٦) الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية ٣٩٣/٥.

سهم ما يرتفع في ساعات وربما أقل من ذلك، بينما نشاط الشركة
المصدرة للسهم ومركزها المالي لم يتغير في هذه الساعات.

د- توفير السيولة في البورصة، وهذا أمر غير مؤكد إذ أن توقعات معظم
المضاربين تميل عادة إلى اتجاه واحد، فإذا توقعوا انخفاضاً في الأسعار
في المستقبل كانت السيولة في اتجاه واحد، بمعنى أنه سيميل النشاط في
البورصة إلى الشراء ويصعب البيع، وهذا ما حدث يوم الاثنين الأسود
على سبيل المثال (١٩٨٧/١٠/١٩)^(٥٧).

٣/٤/٣: أنواع المضاربين في البورصات وممارساتهم:

لكي يمكن إصدار حكم على المضاربة لا بد أن نستكمل ذلك بالتعرف
على أنواع المضاربين، والذين يمكن أن نقسمهم إلى ثلاث فئات هم:

أ- صناع السوق، وهم كبار المتعاملين من الشركات العاملة في مجال
الأوراق المالية السابق الإشارة إليها في المبحث الأول، وكبار التجار
وصناديق التأمينات والمعاشات وبعض البنوك وهم الذين يعملون
نحساب أنفسهم بشراء وبيع الأوراق المالية، وعمل هؤلاء في المضاربة
يؤثر على السوق من ناحية، كما أنه يقوم على دراسات وتحليلات
لأحوال السوق من ناحية أخرى أي أنهم محترفون.

ب - بعض الأفراد أو الجهات من صغار المتعاملين الذين لديهم القدرة على
دراسة أحوال السوق والتنبؤ بالأسعار وفق أسس فنية وعلمية وواقعية،
ولكن حجم تعاملاتهم لا يمكنهم من التأثير على السوق.

(٥٧) د. محمد البنا: "أسواق النقد والمال" ١٩٩٦ ص ٣٣.

ج- بعض الأفراد أو الجهات من صغار المتعاملين الذين ليست لديهم القدرة على دراسة أحوال السوق، كما أن حجم معاملاتهم لا يمكنهم من التأثير على السوق ويطلق عليهم "السذج أو القطيع" في عرف البورصة.

٤/٤/٣: الحكم الشرعي على المضاربة في البورصة:

من وجهة نظري المتواضعة يجب أن لا يكون الحكم الشرعي على المضاربة شاملاً بل يأخذ الشكل التالي:

أ- شراء الأوراق المالية بغرض بيعها لا شيء فيه كما سبق أن ذكرنا طبقاً للرأى الفقهي القائل بعدم اشتراط نية المشاركة عند شراء الأسهم.

ب- أن وجود عنصر المخاطرة في عمليات المضاربة لا شيء فيه فالأصل في التجارة المخاطرة، ولكن بشرط أن تكون هذه المخاطرة محسوبة ومبنية على قدرة تنبؤية لدى المضارب، وإلا كانت نوعاً من المقامرة، وبالتالي فإن النوع الثالث من المضاربيين (السذاج) لا يجوز له ممارستها لأن في ذلك ضياع لماله والشريعة تنهى عن اضعاء المال.

ج- إنه إذا صاحب الشراء والبيع ممارسات غير اخلاقية بقصد التأثير على الأسعار في السوق فإن المضاربة تكون حراماً، لأن القاعدة الفقهية تقول "إذا اجتمع الحلال والحرام غلب الحرام"^(٥٨) فالحلال هنا البيع والشراء والحرام الممارسات غير المشروعة، وبالتالي حكمنا بحرمة المضاربة المنطوية على ممارسات غير مشروعة.

هذا ويمكن القول أن المضاربات تشتمل على نوعين من الممارسات

هى:

(٥٨) الاشباه والنظائر للسيوطي، ص ١٠٥.

النوع الأول: يتعلق بأسلوب التعاقد ومن الأساليب غير المشروعة المصاحبة لمضاربات البيع الصوري، وبيع ما لا يملك، وبيع الشيء قبل قبضه، وكلها بيوع منهي عنها شرعاً^(٥٩).

النوع الثاني: الممارسات غير الأخلاقية مثل الكذب، والاشاعات، والاحتكار والغبن، وتقديم المعلومات المضللة، وكل ما من شأنه الإيقاع بالآخرين والاضرار بهم وبالتالي الاضرار بالاقتصاد القومي وبسوق رأس المال، وهذه ممارسات محرمة شرعاً.

فإذا أردنا لسوق المال أن تسير وفقاً للأحكام الشرعية وتوجيهات الإسلام فيجب أولاً عدم السماح بالعقود المنهي عنها شرعاً السابقة^(٦٠)، وثانياً يجب العمل على منع الممارسات غير المشروعة بإجراءات نتناولها في الفقرة التالية:

٥/٤/٣: اجراءات الحد من المضاربات الضارة في البورصة، ومن أهمها مايلي:

أ- استخدام السياسة الضريبية، وذلك بفرض ضريبة على الأرباح الرأسمالية المحققة من بيع الأوراق المالية خلال فترة قصيرة، مع مراعاة التمييز في سعر هذه الضريبة حسب مدة الاحتفاظ بالورقة، فكلما قلت هذه المدة، زادت نسبة الضريبة على أرباحها، وكلما طالت المدة قلت النسبة لتصل إلى حد الاعفاء الكامل لمن يحتفظ بالورقة مدة سنتين فأكثر على سبيل

(٥٩) قرار اجمع الفقهي الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي في الدورة السابعة المنعقدة في ربيع الآخر ١٤٠٤ القرار الأول.

(٦٠) من المهم الاشارة إلى أن هذه العقود لم تمارس بعد في سوق رأس المال المصرية ومع ذلك فهي سوق ناضجة مما يعني عدم الحاجة إليها اقتصادياً أيضاً.

المثال، ويلاحظ أن المادة (١١) من قانون سوق رأس المال اتبعت هذا الاجراء بطريقة جزئية حيث تم اعفاء الأرباح الموزعة على الاسهم من الضريبة العامة على الدخل، كما تم فرض ضريبة بسعر موحد ٢٪ من الزيادة على سعر بيع الورقة يدفعها البائع.

ب- تحديد نسبة الاستثمار في الأوراق المالية لكبار العملاء حتى لايمكنهم التأثير على السوق وتوجيهه نحو المضاربة، وهذا ما يحدث في بورصة طوكيو على سبيل المثال حيث لايسمح لكبار المتعاملين باستثمار نسبة تزيد على ما تحدده لها سلطة السوق^(٦١).

ج- وضع قيود على تحرك أو تغيير الأسعار بحيث لايمكن لأية جهة دفع هذه الأسعار إلى أعلى أو إلى أدنى بشكل سريع يمكن من المضاربة.

د- تدخل الجهات الاشرافية لتحديد الأسعار عند وجود محاولات للتأثير على الأسعار بشكل خطير، وهذا ما قررته المادة (٢٢) من القانون، وهو ما قال به الفقهاء، من أنه إذا حاول التجار رفع السعر ظلماً، فإن للحاكم أن يتدخل للتسعير عليهم بسعر المثل^(٦٢).

هـ- فرض عقوبات على من يحاول أو يباشر نشاطاً غير أخلاقي من أثبات بيانات كاذبة أو تزوير وقائع غير صحيحة، وهذا ما خصص له القانون الباب السادس بكل مواده.

وهكذا ننتهي إلى بيان ما يتعلق بالمضاربة في البورصة حقيقتها، وخصائصها، والحكم الشرعي عليها، واجراءات الحد منها غير أن الأمر يبقى بحاجة إلى الإشارة إلى بعض الممارسات غير الأخلاقية التي تمارس في

(٦١) د. محمد على القرى "نحو سوق مالية إسلامية" مجلة دراسات اقتصادية إسلامية - المهد

الإسلامي للبحوث والتدريب بجدة ١٩٩٣ ص ١٨.

(٦٢) ابن القيم "الطرق الحكمية في السياسة الشرعية" سنة ١٩٧٧ م ص ٣٧٤.

البورصة سواء من المضاربين أو غيرهم، وموقف الشريعة منها وبذلك تكتمل صورة المعاملات في البورصة وهذا ما سنوضحه في الفقرة التالية:

٥/٣: الممارسات غير الأخلاقية في أسواق رأس المال:

إن البحث إلى نهاية الفقرة ٤/٣ يعتبر قد أنتهى وحقق أهدافه التي أشرنا إليها في المقدمة، غير أنني في أثناء اطلاعى على المراجع العديدة التي اعتمدت عليها في البحث ظهرت حاجة إلى ختام البحث بهذه الفقرة ٥/٣ للأسباب التالية:

أ- أن الله عز وجل يقول في كتابه الكريم: ﴿فَاعْتَرُوا يَأُولِي الْأَبْصَارِ﴾^(٦٣) أى اتعظوا يا أصحاب العقول والألباب^(٦٤) مما حدث لغيركم حتى لا يصيبكم مثل ما أصابهم، وفي مجال الأسواق المالية فلقد حدث الكساد العظيم في سبتمبر عام ١٩٢٩م في أسواق المال الأمريكية وهبط مؤشر داوجونز إلى ٣٨١ نقطة ثم في ٢٣ أكتوبر إلى ٣٠٦ نقطة واستمر الانخفاض لمدة ثلاث سنوات حتى وصل المؤشر إلى ٤١ نقطة فقط في ٨ يوليو عام ١٩٣٢م^(٦٥) وبتحليل أسباب هذا الانهيار وجد أنها لا تخرج عن الممارسات غير الشرعية وغير الأخلاقية في البورصة، وهذا ما حدث أيضا في يوم الاثنين الأسود عام ١٩٨٧م. وفي سوق المناخ بالكويت في أوائل الثمانينات.

(٦٣) سورة الحشر الآية ٢.

(٦٤) تفسير القرطبي: ٦٧٢٩/١٠.

(٦٥) د. منير هندي مرجع سابق ص ١٣٢.

ب- أن الجهات المعنية بسوق رأس المال في مصر في سبيل اصدار ميثاق شرف للمهنة والزام المتعاملين به، مما يلزم معه ضرورة اعتماد هذا الميثاق بالدرجة الأولى على أحكام الشريعة وتوجيهات الإسلام.

ج- أن ماورد بالشريعة الإسلامية من المعاملات والبيوع المنهى عنها شرعاً يكاد ينطبق تماماً على هذه الممارسات مما يؤكد عظمة هذه الشريعة وصلاحتها لكل زمان ومكان ولكل الناس. | |

ونأتى فيما يلي على بيان هذه الممارسات من واقع تحليل أسباب الانهيارات التي حدثت في البورصات العالمية ثم نورد الجوانب الشرعية لها، فلقد أثبتت التحقيقات أن من أهم هذه الأسباب ما يلي:

١/٥/٣: البيع النقدي الجزئي، والبيع على المكشوف، وهما يدخلان في بيع الانسان مالا يملك، وبيع ماليس عنده، وهما من الصور الممنوعة شرعاً في قول الرسول ﷺ "لايحل سلف وبيع، ولاشرطان في بيع، ولا ربح مالم يضمن، ولابيع ماليس عندك"^(٦٦).

٢/٥/٣: البيع الصوري أو المظهري: وذلك بغرض خلق حالة صورية من الطلب على الورقة حتى يوهم الآخرين بأنها مطلوبة فيقبلوا على شرائها وترتفع أسعارها، وتتم في البورصة بالبيع لأحد الأقرباء أو المعارف مع الاتفاق على اعادة شرائها مرة ثانية، أو بيع الورقة بسعر أقل لمحاولة تخفيض سعرها.

(٦٦) رواه الزمذى وقال حديث صحيح.

وهذا يدخل في باب النجش المنهى عنه في حديث الرسول ﷺ^(٦٧) والنجش هو التظاهر بشراء السلعة لالرغبة في شرائها بل ليخدع غيره فيشتريها، فإذا وصل الأمر إلى إبرام الصفقة صورياً فإن ذلك لا يخرجها على النجش لأنه زيادة في خداع الآخرين وانفاقها في علة التحريم.

٣/٥/٣: **الشراء بغرض الاحتكار**، وذلك عن طريق قيام شخص ما بشراء كل الكميات المعروضة من ورقة مالية ما وذلك بغرض بيعها بالسعر الذي يحدده بناء على ما يعرضه من هذه الورقة، والاحتكار من الممارسات المنهى عنها شرعاً فلقد روى عن الرسول ﷺ حديث "لا يحتكر إلا خاطئ"^(٦٨) كما ورد "الجالب مرزوق والمحتكر ملعون"^(٦٩).

والعلة في ذلك هو الاضرار بالناس عن طريق إغلاء السعر عليهم فلقد ورد عن النبي ﷺ "من احتكر حكره يريد أن يغلى بها على المسلمين فهو خاطئ"^(٧٠)، وهو ما يحدث في البورصة من خلال كبار المتعاملين.

٤/٥/٣: **استغلال ثقة العملاء من قبل السمسار**: وذلك بتقديم معلومات مضلة إليهم عن حالة بعض الأوراق المالية ليحفزه على الشراء أو البيع، وتأکید ذلك بالحلف وغيره، وهذا يدخل في عديد من الصور المنهى عنها شرعاً في المعاملات منها:

(٦٧) صحيح البخارى بشرح السندى ١٦/٢-١٧.

(٦٨) سنن ابو داود: ٣ / ٧٢٨ .

(٦٩) التيسير بشرح الجامع الصغير للنووي ١ / ٤٨٨

(٧٠) التيسير بشرح الجامع الصغير ١ / ٣٨٩

أ- مسألة تلقى الركبان "وتعنى تلقى العملاء قبل أن يدخلوا السوق ويتعرفوا على الأسعار ويخبرهم بمعلومات غير حقيقية، وقد نهى النبي ﷺ عنه" (٧١).

ب- مسألة "غبن المسترسل" والمسترسل هو الذى لا خبرة له بالبيع والشراء وعكسه المماكس، فاستغلال السماسرة لمن يسمون بالسذج في البورصة يدخل في هذه المسألة وقد جاء في الحديث "غبن المسترسل ربا" (٧٢).

ج- الحلف، بمعنى تأكيد كلامه غير الصادق بالقسم بالله من أجل ترويح الورقة ويدخل في ذلك كل تأكيد بغير الحلف، مثل تقديم معلومات مالية غير صادقة عن حالة الشركة والمركز المالى لها، وقد جاء في ذلك قول الرسول ﷺ: "الحلف منقعة للسلعة لمحقة للبركة" (٧٣) أى أن القسم الكاذب وأن كان يؤدي إلى رواج السلعة إلا أنه يحقق البركة في المال الذى يتم اكتسابه من الصفقة.

٥/٥/٣: اتفاقيات التلاعب، وتتم بواسطة شخصين أو أكثر وتستهدف إحداث تغييرات مفتعلة في أسعار الأوراق المالية بغرض تحقيق الربح، وهذا من الصور الممنوعة شرعاً وتعرف "بالحصر" أى قصر الاتجار في سلعة على مجموعة من الناس ويمنعون غيرهم من التعامل فيها بأساليب غير أخلاقية فيه، وكذا "بالتواطؤ" وهو اتفاق مجموعة من المتعاملين على التمييز

(٧١) صحيح البخارى ١٩ / ٢ .

(٧٢) الحسة لابن تيمية ص ١١ .

(٧٣) صحيح البخارى بشرح الكرمانى ٢٠٨ / ٩ .

على السوق والعلة في تحريمها شرعاً أنها مثل الاحتكار الذي حرم لعله غلاء الأسعار على الناس.

وإذا كانت الأسباب السابقة هي ما أظهرته التحقيقات في أسباب حدوث الكساد العظيم عام ١٩٢٩م^(٧٤) فإن هناك ممارسات أخرى معروفة لدى العاملين في السوق وحرمتها الإسلام ومنها استخدام السماسرة الأموال التي يسلمها العملاء لهم لشراء أوراق مالية لحسابهم مدة من الوقت، وهذا يدخل في باب خيانة الأمانة المنهى عنها شرعاً، فضلاً عن التصرف في الورقة المحفوظة لديهم بيعاً وشراءً وتحقيق ربح من وراء ذلك لأنفسهم، وهذا أيضاً من باب خيانة الأمانة، ثم محاولة بعض السماسرة والشركات العاملة في مجال الأوراق المالية من المنافسة غير الشريفة فيما بينهم سواء في جلب الزبائن أو محاولة إحداث أضرار بزملاء المهنة وهذا كله يدخل في ما نهى عنه الرسول ﷺ في قوله: "لا يبيع الرجل على بيع أخيه ولا يسوم على سوم أخيه"^(٧٥). كأن يقول لمن يريد شراء شيء من شخص لا تأخذه منه وأنا أبيعك خيراً منه بهذا الثمن أو أقل منه^(٧٦).

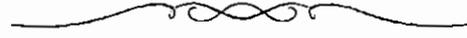
وهكذا نجد أن تعاليم الإسلام وأحكامه احتوت على توصيات رشيدة وأحكام سديدة في العمل بها مما يقضى على الممارسات غير الأخلاقية في البورصة، وعلى المسلم أن يعلم أنه لو استطاع خداع الآخرين والتهرب من الرقابة البشرية، فإن رقابة الله عز وجل لن تخطئه وسوف يحاسب على كل تصرف غير مشروع دنياً بمحق البركة، وأخرى بالعذاب الأليم، وأن التاجر

(٧٤) د. منير هندی - مرجع سابق - ص ١٣٢ - ١٤٢.

(٧٥) سنن ابن ماجه ٢ / ٧٣٤.

(٧٦) المعنى والشرح الكبير لابن قدامة ٤ / ٤٢.

الصادق الأمين، كما قال الرسول ﷺ مع النبيين والصديقين والشهداء في الجنة، إلى جانب ما كسبه في الدنيا من مال وحب الآخرين.



وفي الختام: وباستعراض ما جاء في البحث الذي تعرفنا فيه على المؤسسات العاملة في مجال الأوراق المالية، ومحل التعامل وهي الأوراق المالية، وإجراءات وقواعد التعامل وفي ضوء ما أوردناه من جوانب شرعية عامة يمكننا القول من باب التبشير الذي أمرنا به رسول الله ﷺ، والبدء بذكر المحاسن قبل العيوب الذي أرشدنا إليه القرآن الكريم، أن سوقنا المالية بحمد الله بخير وأن الجوانب التي تتفق مع أحكام الشريعة في عناصرها الثلاث (مؤسسات - أوراق مالية - معاملات) أكبر من الجوانب التي تخالفها، وبالتالي فالباب مفتوح أمام المخلصين لاقتراح بدائل لما خالف منها الشريعة تحقق المصلحة الدينية والدنيوية قدر الإمكان، ولا أستطيع القول إنني في بحثي هذا قد أوضحت كل الجوانب الشرعية للموضوع بل هو إلقاء ضوء عليه لتأكيد أن في الشريعة الإسلامية الكثير لتنظيم سوق رأس المال على أسس عادلة وتحقق المصلحة، والباب مفتوح امام المخلصين للدين والوطن لاستكمال بحث جميع جوانب سوق رأس المال من منظور إسلامي والعمل على تطبيقه في الواقع العملي.

﴿مرنالا توأخذنا إن نسينا أو أخطأنا﴾

وآخر دعوانا الحمد لله رب العالمين

الورقة الثالثة: المهندس/ هشام توفيق:

تطور صناعة سوق المال في مصر

أولاً: اتحدث عن خلفية عامة عن تطور الصناعة في مصر، وأنا أقصد كلمة صناعة إذ أن سوق المال أصبح صناعة في مصر، ثم أعطى خلفية عن صناعة السوق في مصر للبعيد عن السوق، ففي أوائل ١٩٩٤م لم يكن هناك غير قانون ١٩٩٥م وكان يوجد ١٣ سمسار وحجم التداول في السوق كان حوالي ٣ مليون جنيه في اليوم وكان لا يوجد صناديق استثمار ولا شركات إدارة صناديق الاستثمار ولما حافظ مالية بالطبع وعدد المستثمرين في السوق كان ٣٠ ألف ونظام التداول في البورصة كان يدوي والتسويق يتم يدوياً عن طريق البورصة نفسها واليوم أصبح عندنا ١٢٠ شركة سمسة تقريباً وأقول شركات وليس سماسرة.

وهذه الشركات تصل العمالة فيها إلى مائة وعشرون عاملاً وبعض هذه الشركات لديها إدارة على مستوى عالمي ويوجد اليوم ١٥ صندوق استثمار محلي بالإضافة إلى ٨ صناديق عالمية مخصصة للاستثمار في مصر ويوجد ١٠ شركات إدارة صناديق استثمار ومحافظ، وقد تطورت البورصة تطوراً كبيراً فأدخلت الحاسب الآلي وتكونت شركة خاصة للتسويق والحفظ المركزي.

واليوم دخلت الشركات عصر الاتصالات العالمية بالإضافة إلى التطور الاقتصادي الذي حدث في مصر وبالذات في الفترة الأخيرة كل ذلك أدى إلى زيادة عدد المستثمرين فأصبحوا اليوم مليون مستثمراً وزاد حجم التداول إلى أن وصل إلى ٧٠ مليون تقريباً في اليوم.

مع زيادة حجم النمو أصبح هناك حاجة ملحة إلى تنظيم حجم العلاقة بين الشركات العاملة في السوق وكذلك العاملة في الشركات في منتصف ١٩٩٦م

تكونت الجمعية المصرية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وتزيد على ١٣٠ عضو يمتلكون حوالى ٥٠ شركة سمسرة و ٨ شركات ادارة صناديق ومحافظ مالية و ٧ بنوك، ونأمل في أن تكتمل ومن المعروف أنه ليست هناك صناعة تكتمل في ثلاث سنوات، وبالتالي عندما نتحدث عن الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية والتي لاتزيد عمر اقدمها على ثلاث سنوات، أن تتعامل معها على أنها صناعة ناشئة وتبرز الجوانب الايجابية فيها ولاتركز على الجوانب السلبية فقط لأن سوق رأس المال ليست مثل أخبار الحوادث أو الفن أو السيارة أو كرة القدم تحتمل الاشاعات، لأن أى معلومة تنتشر أو تنقل عنها تؤثر بشكل مباشر على المعاملات فيها، وبالتالي إذا كانت المعلومة غير موثقة فإنها سوف تترتب عليها معاملات غير سليمة مما يؤثر على أداء السوق وأداء الاقتصاد القومى تبعاً.

لذلك فإنه ايماننا من العاملين في السوق بذلك تكونت الجمعية المصرية للأوراق المالية والتي أشار إلى فكرتها وأهدافها الأستاذ الدكتور محمد تيمور رئيس الجمعية في بداية اللقاء، ومن أوائل ما أنجزته الجمعية في مجال ضبط التعامل في الأوراق المالية والعلاقات المهنية "ميثاق الشرف" وفيما يلي نصه:

الجمعية المصرية للأوراق المالية

ميثاق الشرف:

إن أعضاء الجمعية المصرية للأوراق المالية، وقد تدارسوا حاضر ومستقبل مهنتهم قد اقرروا فيما بينهم والزموا أنفسهم بالمبادئ والقواعد التالية لتحكم علاقتهم بين بعضهم البعض، وبينهم وبين الغير:

- أن يؤدي عضو الجمعية واجبات مهنته بأمانه ونزاهة وتجرد، سواء تعلق الأمر بالجمهور، أو بالعملاء أو رؤسائه ومرعوسيه، أو زملاء المهنة.

- أن يعمل عضو الجمعية، وأن يشجع غيره على أن يعمل، وفقاً لأصول المهنة وقواعد الأخلاق، بما يكون كسباً لنفسه ولمهنته.
- أن يعمل عضو الجمعية بكفاءة واقتدار، وأن يحافظ ويرفع من مستواه المهني ومن مستوى زملائه.
- أن يتحسب عضو الجمعية لأفعاله فلا يندفع ولا ينتظر بالمعرفة، وأن تتبنى تقديراته على حيده وموضوعية ورأى مستقل.
- إن أهم مايرسى فضائل السوق هو أن نعمل بها وأن نتكلم بها. فإذا وجد عضو الجمعية تصرفاً معيباً فعليه أن يسميه بدون مواربة، فلا مجاملة في حق أو سكوت على باطل.
- إن السوق هو للجميع، وإن لكل متعامل فرصته العادلة في أن تؤدي له عملياته وفق أولويات طلبها وبذات الهمة والكفاءة.

قواعد السلوك المهني:

١ - ضرورة ابلاغ المرعوس رؤسائه بميثاق الشرف وقواعد السلوك

المهني:

يتعهد عضو الجمعية بإبلاغ رؤسائه ومرعوسيه بعضويته في الجمعية وبالتزامه بميثاق الشرف وقواعد السلوك المهني وبأنه معرض لعقوبات من الجمعية قد توقع عليه في حالة مخالفته لتلك القواعد. كما يتعهد بتسليم نسخة من الميثاق والقواعد إليهم.

٢ - الالتزام بالقوانين العامة وميثاق الشرف وقواعد السلوك المهني:
يلتزم عضو الجمعية بكل القوانين واللوائح التي تفرض من الدولة أو من أى هيئة رقابية منظمة لنشاطه محليا أو خارجيا، كما يلتزم بمواد ميثاق الشرف وقواعد السلوك المهني للجمعية.
يلتزم عضو الجمعية بالألا يعمل أو يشارك في أى عمل يكون من شأنه الخروج على أى قانون أو لوائح تفرضها الدولة أو أى هيئة منظمة لنشاطه أو مخالفة لميثاق الشرف وقواعد السلوك المهني للجمعية.
لا يحق لعضو الجمعية أن يستفيد هو أو عملائه من أية معلومات سرية غير معروفة للسوق وصلت إليه عن طريق كونه موظفاً أو مديراً أو عضو مجلس إدارة أو مستشار لشركة ما.
يلتزم عضو الجمعية بعدم اشتراكه في أعمال غير مشروعة تؤدى عند ثبوت إدانته فيها إلى انعدام مصداقيته وعدم صلاحيته كعضو في مجتمع خدمات الأوراق المالية.

٣- الأبحاث وتوصيات الاستثمار:

يتعهد عضو الجمعية بما يلي:
توخى الحذر واستقصاء البيانات والتأكد من صحتها قبل تقديم توصية بقرار استثمار أو قبل تنفيذ قرار استثمار لآخرين.
العمل على توفير حد أدنى من البيانات لديه تمكنه من تقديم توصيات لعملائه.
أن يظهر الحقائق المجردة منفصلة عن تحليله الشخصي لهذه الحقائق عند كتابة أبحاثه أو عند عرضه لعملية ماعلى عملائه.

يراعى عند أخذه قرار استثمار لصالح أحد عملائه بأن يكون ذلك القرار لصالح العميل وأن يكون مناسباً لاحتياجات وظروف العميل.

أن يذكر مصادر المعلومات التي يعرضها على رؤسائه أو عملائه أو جمهور المتعاملين مبيناً اسم الكاتب ودار النشر، إلا أن تكون هذه المعلومات عبارة عن حقائق مجردة منشورة في الدوريات المالية والإحصائية، فليس عليه ذكر المصدر.

عدم الإدلاء بأى تصريحات شفاهة أو كتابة يشوبها القصور أو التضليل من حيث:

* الخدمات التي بإمكان العضو أو شركته القيام بها لصالح عملائه.

* مؤهلات وسابق خبرة العضو أو شركته.

* العائد المتوقع على أية استثمارات ينصح بها أو يعرض القيام بها

لصالح عملائه.

عدم الإشارة إلى أية ضمانات، للاستثمار أو عوائده، غير منصوص عليها في شروط الورقة المالية نفسها.

تقديم معلومات صحيحة ودقيقة لعملائه الحاليين أو المحتملين، عن أداء الاستثمارات التي قام بها.

يلتزم عضو الجمعية الذى يدير محفظة لعملائه بالإفصاح لهم على القواعد العامة لعملية الإدارة وطريقة اختياره للأوراق المالية وأسلوب تكوين المحفظة.

٤ - تنفيذ العمليات:

يلتزم عضو الجمعية بإعطاء أولوية العمليات التي ينفذها لصالح عملائه عن العمليات التي ينفذها لصالحه سواء بطريقة مباشرة أو بطريقة غير مباشرة.

- يلتزم عضو الجمعية بالصدق ووضوح التعبير في التخاطب مع زملاء المهنة والعملاء.

٥ - الإفصاح عن حالات تضارب المصالح:

يلتزم عضو الجمعية بالإفصاح لرؤسائه والمتعاملين معه عند ابداء توصياته أو عند تنفيذ عملية استثمار لصالحهم يمكن أن ينتج عنها تعارض مصالح بين العضو والمتعاملين معه، والأمر الذي قد يؤثر على حيده العضو في اتخاذ القرار.

يلتزم العضو بإتباع أية قوانين أو لوائح تصدرها أية جهة حكومية رقابية بشأن تعارض المصالح.

٦ - الإفصاح عن مصادر دخل إضافية:

يلتزم عضو الجمعية بإبلاغ عملائه ورؤسائه بأية عمولات أو أتعاب أو منافع يتلقاها من مصادر أخرى نتيجة العمليات التي ينفذها لصالح عملائه.

يلتزم عضو الجمعية بالإفصاح للعميل المحتمل عن أية عمولات أو منافع قد يدفعها للآخرين نتيجة ترشيحة له للعمل مع ذلك العميل.

يتعهد عضو الجمعية بعدم قيامه بعمل مستقل أو تقديم خدمة إضافية ينافس بها الشركة التي يعمل بها إلا بعد الحصول على تصريح كتابي من الشركة التي يعمل بها ومن الشخص الذي يقدم له الخدمة الإضافية.

٧- العلاقة مع الغير:

يلتزم عضو الجمعية بحفظ سرية المعلومات التي يأتئنه عليها العميل.
يلتزم عضو الجمعية في علاقته وعمله مع جهة مصدره لأوراق مالية
بالحفاظ على استقلاليتة وحيدته.
يلتزم عضو الجمعية بعدم قبول أى أموال مشكوك في أن مصدرها غير مشروع.

يراعى الأعضاء، كل بحسب موقعه، أن يكون مقابل الخدمات التي
يؤديها للغير عادلاً ومنفقاً مع طبيعة العمل والجهد المبذول بدون مبالغة
بالزيادة أو النقص، وأن يكون متناسباً مع تكلفة العملية، وأن يغطى هامشاً
مناسباً من الدخل يكفل معيشة لائقة للعاملين، والقيام بجهود البحث والتحليل
المالية.

٨- استخدام لقب عضوية الجمعية المصرية للأوراق المالية:

يمكن لعضو الجمعية استخدام لقب (عضو الجمعية المصرية للأوراق
المالية) خلال فترة عضويته وبشرط أن يكون مسدداً لاشتراكات الجمعية وأن
يكون غير موقوف عن العضوية.

٩- العقوبات:

إذا ثبت مخالفة أى عضو من الجمعية لأى من البنود الواردة بهذا
الميثاق يمكن للجمعية توقيع أحد العقوبات التالية عليه:

- لفت النظر.
- الإيقاف عن عضوية الجمعية لمدة لاتزيد على سنة واحدة.
- الفصل من الجمعية.

ويكون التحقيق في المخالفات عن طريق لجنة العضوية والمستشار
القانوني للجمعية الذين يرفعون توصياتهم لمجلس الإدارة الذي له سلطة
القرار النهائي في هذا الأمر. ويأخذ الاستعلام والتحقيق طابع السرية.



مناقشات وتساؤلات حول الجلسة الأولى

أولاً: المناقشات:

الأستاذ/ فؤاد سلطان - رئيس الجلسة

شكراً للدكتور محمد عبد الحليم على كلمته التي اعتقد أنها كانت تثقيفاً لنا كرجال مال أكثر منها كلمة باعتبارنا جننا إلى هنا كي نشارك معك في الايضاح لكن كلمتك هذه في الحقيقة مؤثره جداً لنا، لأننا نشعر وكأننا جميعاً نعمل في الحرام، لأنى لو اشتغلت اليوم ١٠٪ أو ٥٪ في الحرام فالحرام سيمحق الحلال. وأنا سؤالي في نقطة محددة يادكتور عبد الحليم، هذا الموضوع كان يشغل بالى منذ أيام ماكنت في البنك وعقدنا عدة ندوات وحضرها على ما أذكر الشيخ النمر/ رحمة الله عليه والدكتور/ أحمد شلبي وبعض السادة الفقهاء، ويمكن اليوم السيد المفتى السابق وشيخ الأزهر قد تكلموا في هذا الموضوع، وهو موضوع أن القروض الاستثمارية وتحديد العائد فيها جائز وأنا لأفتى وإنما اتحدث عما هو في قلبى، وقد قالوا: مصارف المال ثلاثة واحد محتاج وهذا لايجوز إقراضه وإنما يعطى من خلال بيت المال امانة وواحد يحتاج حاجة مؤقتة وهنا يكون الاقراض والرد بالقيمة الاسمية دون أى عائد وهذا كلام سليم مائة في المائة وكلنا مقتنعون به، والنوع الثالث وهو القروض الاستثمارية كأن اقترض كى أبنى شقة أو عمارة كى استثمرها، قالوا يجوز الاتفاق على اقتسام العائد مسبقاً وتكلموا عن الأرض الزراعية، فعندما يكون لدى أرض زراعية اقوم بتأجيرها اتفق مع المستأجر على الايجار الذى اخذه مسبقاً والعائد الآخر المتحرك يذهب إلى المستأجر. السندات اليوم مثل ذلك، فالسند هو قرض استثمارى، لن يقدم السند في سوق المال إلا مستثمر احتاج هذا المال لأنه رأى هذا العائد له من خلال اقتراض مال وربطه بعائد محدد أعلى بكثير جداً من المشاركة خاصة إذا ما أخذنا في الاعتبار كيف قامت البنوك!!، كان مجموعة تجار امداء في الماضى

وأنتمّنوا من الناس على استثمارهم، وكان المصرف الرئيسي للاستثمار هو التجارة ثم بدأ التخصص وزيادة مشاكل الحياة إلى أن بدأت اناس وهى البنوك أو مجموعات اقتصادية تجمع هذه المدخرات وتستثمرها. وعندما تقول لى إنك تأخذ عائد من البنك أقول لك لا فالبنك يجوز أن يفلس ولا يعطى لى العائد وقد رأينا حديثاً بنوك عديدة أفلست وضاعت كل أموال المودعين ولم يأخذوا لا أصل ولا فائدة فعندما أتى اليوم وأقول إن السند حرام بهذا الشكل، إذن جميع المتعاملين في سوق المال بيتعاملوا في الحرام فإن هذا كلام يحتاج إلى مراجعة.

تعليق المستشار محمود فهمى:

أنا لا أدعى التخصص في العلوم الفقهية أو العلوم الشرعية إنما لى بعض قراءات بسيطة وسطحية متعمقة ولعلم حضراتكم إن معظم أسواق المال في الخارج تقوم على السندات وليس على الاسهم، أى أن التعامل في السندات هو العصب الرئيسى أو العمود الفقرى للتعاملات الخارجية على حد علمى البسيط، هناك اسلوبان للتفسير: النظرية القائلة العبرة بعموم اللفظ وليس بخصوص السبب، وهناك وجهة نظر أخرى تبحث في أسباب التنزيل فلو جننا بأسباب تنزيل آيات الربا نجدها تدور حول استقلال حاجة المحتاج وهناك قصص كثيرة تثبت هذا، كأن يقول في موسم الحج أتقضى أم تربي؟ ويرجئه إلى السنة القادمة إلى أن يسترق إمرأته وعياله فالسؤال الذى يثور الآن، الشركة والبنك أو أى جهة بتطرح سندات في السوق وأنا بدفع قيمة السند وأشتريه هل أنا بستغل حاجة هذا البنك أو أضغط عليه!!

هل البنك يقامر أم هو يسير على حسابات وتوقعات؟ لاسيما بالنسبة للسندات التى يجوز تمويلها إلى أسهم، عيبى إننى رجل غريب عن السوق

ليس لدى خبرة ولا دراية، معى مبلغ صغير (ألف أو الفان)، أود أن أشتري شيئاً أضمن أنها تغل لى عائد أو فائدة ثم بعد ذلك عندما اتأكد من أن هذه الشركة "ماشية كويس" أحول مركزى القانونى من مجرد دائن لشركة بسند إلى مشارك ومالك بسهم، هذا بعد ما أطمئن لهذه الشركة، فهى عملية تجربة تمويلية، أنا أجرب أولاً، هذه الشركة تسير سيراً حسناً أم لا "ميزانيتها سليمة أم لا؟" إلى آخر هذا الكلام ثم بعد ذلك أحول نفسى من مجرد حامل لسند أو دائن لشركة أى علاقة دائنيه ومديونية إلى علاقة مشاركة وملكية، ما تفضلتم به سيادتك من أن الصيغة في العقود وهى تعبير عن ارادة المتعاقدين إلى آخر هذا الكلام، السنهورى باشا افاض فيه في الالتزامات وعنده كتاب اسمه "العقد" سنة ١٩٢٧م وأفاض في كيفية التعبير عن الإدارة أى التعبير الصريح وبالرسم وبالمراسلة إلى آخر هذا الكلام أنا في رأى إن العملية كلها بتدور حول هل هناك طبعاً لو أى عملية في البورصة أو أى تعامل يدور ويكون مقصور به القسمة والتدليس يبقى خلاص. وحضرتك عارف وكلنا عرفين لما سيدنا عمر قال للرجل الذى يبيع التمر وأراد أن يغرق "إما أن ترفع أو ترفع" أى اما ان ترفع السعر أو ترفع البضاعة حتى لا يغرق السوق ويخفض من السعر يعنى سيدنا عمر نفسه كان يمر في الأسواق ووجد أن الناس تشتكى من الرجل حيث يضع التمر ويبيعه بأقل من سعر المثل فعملية الربا في حاجة إلى شئ من البحث، وإذا اخذنا بعموم اللفظ تكون أى زيادة في أى قيمة مالية تبقى ربا. وإذا اخذنا بأسباب النزول ففائدة السندات لاتكون ربا.

تعليق: الدكتور محمد عبد الحلیم:

انه رغم اننى والحمد لله ازهرى ودارس للشریعة قبل التخصص في المحاسبة بحكم الوظيفة الا اننى لا ادعى اننى اقضى لأنه يجب علينا وكما

يحدث في كل الأمور أن نحترم آراء المتخصصين، فحينما يمرض انسان نذهب به إلى طبيب وحينما نريد تفصيل بدلة نذهب إلى ترزى وبالمثل حينما نريد فتوى شرعية نذهب إلى فقيه وإذا اختلف الأطباء حول تشخيص مرض معين فإننا نلجأ إلى "كونسيلتو" أى مجموعة من الاطباء ورأيهم بالطبع معا يكون أصوب من رأى طبيب واحد ولذا فإنه في مسألة حرمة التعامل في السندات ذات الفائدة الثابتة كنسبة من قيمتها التى قلت بها إعتمدت على فتاوى مجامع الفقهاء مثل مجمع الفقه الإسلامى التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامى والذى يتكون من عدد كبير من علماء الإسلام في العالم الإسلامى، والمجمع الفقهي لرابطة العالم الإسلامى، الإثنان صراحة وأنا كاتب قراراتهم بهذا الشأن في الورقة حيث افتوا أو قرروا أن التعامل في السندات هو قرض بفائدة وهذه الفتاوى يجب أن تحترم لصدورها من مجموعات من المتخصصين وليس لنا بعدها كلام أما عن الحاجة التى ذكرتها سيادتكم وذكرها الأستاذ/ فؤاد سلطان أريد أن أسأل اليوم ما هو حجم التعامل بالسندات في البورصة المصرية اليوم.

الأستاذ فؤاد قال أن حجم التعامل بالسندات يقدر بـ ١٠٪ أو ٥٪ من اجمالى الأوراق المالية المتداولة، وهناك دول لاتتعامل بها اصلاً فضلاً على أن هناك أدوات مالية اشترت إليها اجمالاً في البحث سوف تعقد لها ندوة فيما بعد إن شاء الله تقدم أدوات مالية تحقق ما يمنعه التعامل بالسندات من عائد ثابت وقدر كبير من الضمان وبعيدة عن الفائدة الربوية وتتفق مع الأحكام الشرعية وهى مطبقة في بعض البلاد ونجحت وتمثل أدوات مستحدثة تؤدي إلى انعاش سوق رأس المال والقانون رقم ١٩٥ لسنة ١٩٩٢م كان رائعا عندما قال الأوراق المالية والأسهم ثم قال مباشرة والسندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى ولم يذكر الفوائد كما ذكر قانون الشركات رقم ١٥٩

لسنة ١٩٨١م بل قال يجب ذكر العائد وكيفية حسابه، وبالتالي فإنه في إطار قانون سوق رأس المال المعمول به يمكن الاقتراح وإضافة أوراق مالية جديدة كما يمكن تعديل حساب العائد للسندات بدلاً من الفوائد الربوية ليتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

وأشارت في البحث إلى أن التعامل بالسندات ذات الفوائد الثابتة حرام ليس مجرد نقل عن قرارات مجامع الفقه السابقة مع احترامي لها ولكني مقتنع بها والمقام لا يتسع إلى أن نثبت علمياً كما يقول الفقهاء بالدليل العقلي أن فوائد القروض سواء في صورة سندات أو خلافها هي الفائدة الربوية، ولكن المجال لا يتسع هنا.

تعليق: الأستاذ/ فؤاد سلطان - رئيس الجلسة:

أقول أنني من خلال خبرتي وأنا لا أفتي ولا أدعي العلم في هذا الموضوع أكثر من كوني أتكلم من واقع الممارسة، حيث أنني مارست العمل في البنوك من سنة ١٩٥١م إلى سنة ١٩٨٥م وفي العشر سنوات الأخيرة من سنة ١٩٧٤م إلى سنة ١٩٨٥م كنت رئيساً لبنك استثماري وحاولت أن أصل إلى اتفاق مشاركة مع أي بنك إسلامي لتمويل مشروع بعيني متوازن أجد أن العيب الذي أطالب به من خلال الفائدة المحددة أخف بكثير جداً من عبء المشاركة الذي كان يطالب به بنك إسلامي، وعجزت عن تنفيذ عملية واحدة على مدار ١١ سنة فرجع ثانية، وأقول دار المال الإسلامي عندما نأتى اليوم ونوقع عقد إدارة أموال يستخدم المال الإسلامي وفقاً للشريعة الإسلامية في أسواق المال الخارجية هل وجدت أموال المسلمين للاستثمار خارج بلاد المسلمين تحت اسم إنني أطبق مبادئ معينة غير متواجدة أنا رجل عملي وفي نفس الوقت أخاف الله وبالتالي بأقول إن مثل هذه الندوات ومثل هذه اللقاءات

للوصول إلى فهم واضح بحيث يكون هذا الفهم قابل للتطبيق لأنه من الضروري أن تخرج بالبديل، الدين الإسلامي هو دين كل زمان وكل مكان وليس فقط محاولة الرجوع إلى ماكان قائماً من ١٤٩ سنة علينا أن ننظر للمعاملات اليوم ولتقديرات الحياة ونقدم لها التبريرات واعتقد أن قوة الشريعة عندنا في هذا في أنها تنتظر إلى الواقع المحيط، مرة أخرى أنا لا أدعى العلم في هذا، وإنما كرجل مسلم أخاف الله، أرجو من رجال الفقه أن يساعدوننا في فهم واضح لهذا النشاط لأنه بغير ذلك سنجد أنفسنا تابعين لسوق المال وما في مجتمع من المجتمعات الثانية إلا وتابع لسوق المال الذي يسوده نظام الفائدة إذن إما أن نعزل عن العالم وأما أسير مع العالم وأنا معتقد تماماً أن الدين الإسلامي هو الحل في هذا من خلال نظرة واقعية من رجال الفقه.

ثانياً: التساؤلات والاجابة عليها:

س١: ما رأيكم في شريعة ضمان الدولة لصغار المستثمرين بهدف حثهم على الاستثمار لصالح عملية التنمية. (أ.د/ رفعت جاب الله- استاذ بتجارة الأزهر)

ج١: هذا يتوقف على طبيعة العلاقة التعاقدية بين المستثمر صاحب المال وبين من يعطيه ماله ليستثمره له، فإذا كانت العلاقة في نطاق العقود الشرعية كالمضاربة والمشاركة، فإنه رغم اتفاق الفقهاء على أن المضارب أو الشريك لا يضمن المال، إلا أنه أجاز الاجتهاد الفقهي المعاصر ضمان طرف ثالث خاصة ولى الأمر وذلك مطبق في قانون سندات المقارضة الأردني الصادر عام ١٩٨١م كما يوجد أسلوب آخر مطبق في الأردن أيضاً بموجب قانون البنك الإسلامي بإنشاء صندوق يغذى بنسبة ٢٠٪ من صافي الأرباح المحققة سنويا لمواجهة أية خسائر.

س٢: رجاء الافادة عن كيفية حساب زكاة الاسهم؟ (ا. عصام فريد)

ج٢: إذا كانت الاسهم مشتراه أو مقتناه بغرض المتاجرة بمعنى اعادة بيعها فهي تدخل فقهاً ضمن عروض التجارة - الأصول المتداولة-وبالتالى يتم تقويمها بالقيمة السوقية يوم تحل فيها الزكاة، أى بعد مرور سنة من حيازتها وذلك لأن القاعدة الفقهية أن عروض التجارة من أجل الزكاة تقوم بالأنفع للفقراء والمساكين.

أما إذا كانت الاسهم مقتناه بغرض الاحتفاظ بها وتحقيق عائد من ورائها فمعنى هذا أنها تمثل حصته في الشركة المساهمة التى تتكون من أصول ثابتة (عروض) ليست خاضعة للزكاة، وأصول متداولة وعروض تجارة خاضعة للزكاة، ولذا يجب على الشركة الاعلان عن نسبة مايخص كل سهم من كلا النوعين، وعلى صاحب السهم أن يزكى مايخص السهم من عروض التجارة فقط مع حصته في الأرباح، هذا مع ضرورة توافر شروط الزكاة الأخرى من بلوغ النصاب، والفصل عن الحوائج الأصلية للمزكى^(٧٧).

س٣: إذا كان بيع وشراء السندات ذات الفائدة الثابتة يدخل في شبهة الربا كما قال بذلك أ.د محمد عبد الحليم عمر في كلمته، فهل قيام شركة تداول الأوراق المالية بالوساطة في بيع وشراء هذه السندات حرام أم حلال؟ مامدى مسئولية السمسار في تنفيذ طلبات عملاء بشراء أسهم شركات تعمل في الخمر؟ (أ.د/ أسامة عبد الخالق الانصارى - استاذ مساعد بتجارة القاهرة) (أ. أسامة محمد حنفى - العضو المنتدب).

(٧٧) المركز في سبيله إن شاء الله إلى اصدار كتيب بعنوان "كيف تزكى مالك؟" ضمن سلسلة نحو وعى اقتصادى إسلامى وفي هذا الكتيب تفصيل أكثر عن زكاة الأوراق المالية.

ج٣: بالطبع إن الوساطة في ذلك محرمة شرعاً، لأن الوسيط وكيل ومن شروط الموكل فيه أن لا يكون معصية أو محرماً (مغنى المحتاج للخطيب الشريبي ٢/٢٢٠) هذا فضلاً على مافى عملية الوساطة من الاعانة على محرم وهو ممنوع شرعاً.

س٤: لقد قال الدكتور/ محمد عبد الحليم عمر، إنه توجد معاملات عديدة في البورصة تخالف الشريعة، ومع ذلك: قال إن حوالي ٨٠٪ من معاملات الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية موافقة للشرع. كيف نفهم ذلك؟ (الأستاذ/ أحمد عبد الرحمن - صحفى بجريدة النور الإسلامى)

ج٤: أن ماذكرناه عن المعاملات المخالفة للشريعة في البورصة هو رصد لما يحدث في البورصات العالمية وما اظهرته التحقيقات حول بعض الانتكاسات التي منيت بها هذه البورصات، هذا بالإضافة إلى أن كثيراً من الأمور المخالفة للشريعة في البورصات تتعلق بالعقود المستقبلية والبيع على المكشوف، والمضاربات الوهمية أما في مصر فإنه أولاً لم تمارس بعد عقود المستقبلية والبيع على المكشوف، كما أن قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م والذي كان محور التقييم من الزاحية الشرعية قد أورد العديد من النصوص التي تمنع التلاعب في البورصة والممارسات غير الشرعية.

س٥: مارأيكم في اسهم شركات التأمين، وشركات الفنادق، حيث أن التأمين منهي عنه شرعاً، وشركات الفنادق تبيع الخمر، وتدير صالات القمار والملاهي. (أ. محمد محيى الدين السيد - أمين عام جامعة الأزهر)

ج ٥: وعموماً أى شركة نشاطها الأساسى محرماً فالاسهام فيها محرماً بالتبعية وهذا يتطلب بحث حالة كل شركة دون التعميم فهناك فنادق وشركات تأمين لاتمارس نشاطاً محرماً.

س ٦: هل نملك القدرة على ايجاد بديل للممارسات الاقتصادية التى تتعارض مع الإسلام؟ وهل السادة الممارسون على استعداد لتحمل مشقة في الممارسة البديلة؟ (الدكتور/ عبد السلام بشر محمد سعيد)

ج ٦: نعم توجد بدائل إسلامية لكل الممارسات الاقتصادية المحرمة، والدليل على ذلك قيام البنوك الإسلامية التى لاتتعامل بالفائدة أخذ وعطاء، كما توجد أوراق مالية إسلامية تم تحديدها وبيان ضوابطها في دراسات عديدة، وطبق بعضها فعلاً بنجاح وسوف نعقد ندوة حولها إن شاء الله على القريب العاجل لإمكان تطبيقها في مصر، هذا مع ضرورة الإشارة إلى أنه لاتوجد مشقة في ممارسة هذه البدائل لأن الشريعة الإسلامية تقصد إلى تحقيق مصلحة الناس في سهولة ويسر دون مشقة.

س ٧: نريد تحديداً دقيقاً للمقصود بالأوراق المالية؟ (أ.د/ السيد رزق الطويل)

ج ٧: الأوراق المالية هى أوراق مكتوبة بصيغة معينة لاثبات حق صاحبها في ملكية حصة شائعة في رأس المال أو صافى أصول شركة، مع حقه في ما تحققه من أرباح في هذه الشركة وهذه هى الاسهم، وما يسمى بصكوك التمويل ووثائق الاستثمار أيا كانت التسمية، كما أنه من الأوراق المالية مايمثل مستنداً لاثبات حق في جزء من دين على شركة مع حق في فائدة ثابتة كعائد على هذا الدين وهذه هى السندات، وأيضاً يوجد نوع ثالث من الأوراق المالية عبارة عن مستند لاثبات حق

لصاحبه في جزء من الربح المحقق في الشركة دون حق ملكية في رأس المال وهذا هو ما يعرف بحصص التأسيس.

س ٨: ماذا يقصد بشركات تعمل في أنشطة أساسية حلال وأنشطة عارضة حلال؟ (أ. حازم شريف)

ج ٨: هذا مثل شركة تعمل في إنتاج العلابس أو الأغذية فهذا هو النشاط الأساسي وهو حلال شرعاً، ولكنها قد تتعامل مع بنك بأخذ قرض مثلاً او فتح اعتماد مستندي غير مغطى بالكامل فيحسب عليها البنك فوائد ربوية فهذا هو النشاط العارض الحرام.

س ٩: إن كثيراً من المحرمات التي ذكرت مثل البيع الصوري والاحتكار والتلاعب، واستغلال كافة العملاء، تمارس فعلاً حالياً في البورصة، هل القوانين المالية تحتاج إلى تعديلات للحد من هذه التعاملات المحرمة؟ (دكتور/ سبير محمد حافظ)

ج ٩: بالاطلاع على قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م خاصة المواد (٢١، ٢٢، ٢٣، ٢٤، ٣٠، ٣١، ٤٣، ٤٩، ومن ٦٣-٦٩) ونظائر ذلك في اللائحة التنفيذية للقانون، نجد أن هذه المواد تحتوى على نصوص تمنع الممارسات غير الشرعية في البورصة، فإذا كانت تمارس فعلاً كما ذكرت سيادتكم، فإن ذلك ليس لنقص في المواد القانونية، وإنما لانعدام الضمير الدينى ومراقبة الله عز وجل، ثم لتراخي المراقبة لضبط هذه المخالفات إلى جانب إهمال من يتضررون من وراء هذه الممارسات في الإبلاغ عنها من باب النهى عن المنكر المأمور به شرعاً.

س ١٠: هل اسم الورقة المالية هو الفيصل في تحديد الحل والحرمة أم النية والأسلوب الذى يحدد طرق توزيع العائد هو الأساس. وإذا كان هناك نوع من التمويل الإسلامى فيه تحديد لقيمة العائد وضمن لرأس المال فما هو وجه الشبه والخلاف بين النوع والأنواع الأخرى الموجودة. (أ).
كمال محبوب - بنك مصر إيران

ج ١٠: أولاً: ليس اسم الورقة هو الفيصل بل صيغة العلاقة بين مقدم المال للاستثمار والطرف الآخر، بدليل أن من الأوراق المالية الإسلامية المقترحة "سندات المقارضة" والورقة المحرم التعامل بها شرعاً الآن اسمها السندات فالأولى تقوم على المشاركة في الربح، والثانية تقوم على اعطاء صاحب المال أو الدين فائدة ثابتة ربوية.
ثانياً: إن من يعطى ماله لغيره للاستثمار ويريد الحصول على جزء من ناتج الاستثمار فإن العلاقة بينهما تكون مضاربة أو مشاركة بمعنى أن كل منهما يحصل على جزء من الربح المحقق، وفي هذه الحالة ليس هناك ضمان لصاحب المال سواء العائد أو رأس المال، إلا إذا قصر الطرف الآخر في المحافظة على المال، ومع ذلك يجوز حسب الاجتهاد الفقهي المعاصر أن يضمن طرف ثالث خاصة ولى الأمر - الحكومة - المال لصاحبه، أو أن ينشأ صندوق لمخاطر الاستثمار لتعويض ما يحدث من خسائر، وكلا الأسلوبين مطبقان في الأردن في وزارة الأوقاف، وفي البنك الإسلامى الأردنى وبذلك فهذا يختلف عن السندات بفائدة التى يحصل فيها صاحب السند على عائد محدد سلفاً بصرف النظر عن نتيجة استثمار المبلغ وحجم الربح المحقق فضلاً على تحميل مستلم المال بضمنان المال سواء ربح أو لا، وهذا ليس من العدالة فى شئ.

س ١١: نريد نسخة من بحث أ.د/ محمد عبد الحليم عمر

أ.د/ محمد عبد السميع جاد عميد كلية الدعوة

أ.د/ السيد رزق الطويل كلية الدراسات الإسلامية

د. عادل البلتاجي تجارة الأزهر

أ. محمد حامد الجهاز المركزي للمحاسبات

أ. محمد رؤوف عمران الجهاز المركزي للمحاسبات

ج ١١: بإذن الله سوف يتم تحرير وقائع هذا اللقاء بعد تفريغ الأشرطة التي سجلت عليها الكلمات والحوار والمناقشات، ثم يضاف إلى ذلك البحوث وأوراق العمل التي قدمت إليها، وكذا الأسئلة والأجوبة عليها، وسوف يتم بمشيئة الله طبع جميع ذلك في أقرب فرصة وتوفيرها لحضراتكم مكتملة.

الجلسة الثانية

رئيس الجلسة: أ.د/ محمد تيمور: رئيس الجمعية المصرية للأوراق المالية

المتحدثون:

١ - أ. علاء سبيع: رئيس مجلس إدارة شركة HFM لإدارة صناديق

الاستثمار

وتناول موضوع:

"صناديق الاستثمار وشركات تكوين وإدارة محافظ الاستثمار"

٢ - المهندس هانى توفيق: رئيس شركة المستثمرون الدوليون

وتناول موضوع:

"شركات رأس المال المخاطر"

٣ - المهندس/ حمدى رشاد: رئيس مجلس إدارة شركة الرشاد لتداول

الأوراق المالية

وتناول موضوع:

"شركات السمسرة"

٤ - أ.د/ محمد عبد السلام: العضو المنتدب لشركة مصر للمقاصة والتسوية

وتناول موضوع:

"شركات المقاصة والتسوية والحفظ المركزى"

المتحدث الأول:

أ. علاء سبع: رئيس مجلس إدارة شركة H F M لإدارة صناديق الاستثمار
فكرة الأوراق المالية أن المستثمر يشارك في المشاريع الاقتصادية وقبل
وجود الأوراق المالية، كان المستثمر لكي يدخل في مشروع اقتصادي
جب أن يكون لديه رأس مال كبير بحيث أنه يساهم في شركة بحصة
كبيرة أو يساهم في إنشاء شركة كبيرة.

ظهرت فكرة الأوراق المالية وبدأت فكرة أن المساهم يستطيع أن يدخل
في مساهمة في شركة دون أن يدخل في حصة كبيرة عن طريق شراء
أسهم في شركة أو أكثر مع الإشارة إلى أن المستثمر يستطيع أن يكون
محفظاً لنفسه (المحفظ عبارة عن مجموعة من الأسهم أو الأوراق
المالية التي يشتريها الشخص لاستثمار أمواله فيها) فأكبر ميزة يمكن أن
تقدمها الأوراق أو محفظة الأوراق المالية أنه يستطيع أن ينوع المحفظة
بمعنى أنه يستطيع أن يشتري أوراق مالية في مجموعة كبيرة من
الشركات بحيث أنه لو شركة ما لم تكن الظروف الاقتصادية مواتية لها
وكان عائد السهم الذي تملكه قليل وفيها خسارة تكون هناك شركات
أخرى هو مستثمر فيها بها عائد، وبالتالي تعوض الخسارة في ورقة ما
بالربح في ورقة أخرى وتكون المحفظة ككل متكاملة.

عندما بدأت هذه الفكرة، كانت البداية أن المستثمر يذهب إلى شركة
السمسرة وشركة السمسرة تزوده بالمعلومات عن الأوراق المالية
المختلفة، فتأتي شركة السمسرة أو السمسار ويقدم له من إدارة البحوث
بشركة السمسرة بحثاً معيناً عن الأوراق المالية المختلفة ويقدم له
النصيحة بأن يشتري سهم معين أو يبيع سهم معين لأن سعره قد ارتفع

إلى حد معقول. مع هذا النوع من الخدمة، أصبح واضحاً أن المستثمر يجب أن يكون لديه ثلاثة مقومات أساسية:
أولاً: يجب أن يكون لديه متسع من الوقت لكي يستطيع أن يقرأ المعلومات التي تقدمها له شركة السمسرة.

ثانياً: يجب أن يكون لديه القدرة على تجميع هذه المعلومات (سواء من شركة السمسرة أو من مصادر أخرى).

ثالثاً: أن تكون لديه القدرة والدراية الكافية بأصول التقييم بحيث أنه يستطيع أن يقيم هذه الشركات أو يقيم هذه المعلومات ويأخذ قراره على هذا الأساس، الغالبية العظمى من المستثمرين خاصة المستثمر الصغير أو حتى المتوسط في الحجم لا يكون لديه أحد هذه المقومات الثلاث. فمن الممكن أن يكون لديه الدراية الكافية ويمكن يكون لديه القدرة على استيعاب المعلومات والحصول عليها لكنه لا يملك الوقت لدراستها لأنه يعمل في مهنة أو وظيفة أخرى تأخذ أغلب وقته، ومن هنا بدأت فكرة أن يعهد بهذه المسؤولية إلى جهة أخرى.

أول بداية لهذا كانت شركات إدارة المحافظ وبدأت بالنسبة للمستثمرين الكبار بأنه بدلاً من الذهاب للتعامل مع شركة سمسرة، يقدم أمواله لشركة إدارة محافظ أوراق مالية. وهذه الشركة بها مندوب هو الذي يتولى مهمة إدارة المحفظة بمعنى أنه يدير أموال المستثمر كأنها أمواله، حيث يدرس السوق، ويدرس الشركات، ويقيم، وعلى هذا الأساس يأخذ قرارات الشراء أو البيع، ولكي تكون محفظة لمستثمر ما لا بد وأن يكون حجم استثمارات هذا المستثمر كبير، ونقدم لكم بعض الأمثلة بالأرقام إذا كان متوسط سعر السهم

في السوق المصري حوالي ٧٥ جنيهاً والفئة التي يتعامل بها في السوق هي ١٠٠ سهم يعني أن لايمكنه شراء سهم واحد بل لابد من شراء ١٠٠ سهم معاً معنى هذا أنه لكي يشتري الشخص سهماً واحداً في شركة واحدة تكلفه في المتوسط حوالي ٧٥٠٠ جنيهاً وتنتقل إلى الخطوة الثانية وهي أن المحفظة يجب أن تتكون من عدد الاسهم حتى يمكننا أن نوزع مخاطرها ما بين الشركات المختلفة وما بين المجالات الاقتصادية المختلفة بناء على بعض العمليات الحسابية وصلت الدراسات إلى أن أقل عدد الأسهم في محفظة أوراق مالية حتى تكون متوازنة يتراوح ما بين حوالي ١٠ إلى ١٥ سهم على الأقل. فإذا اعتبرنا أن السهم الواحد يكلفني حوالي ٧٥٠٠ جنيهاً فإنه لكي يكون لدى محفظة متوازنة أريد ١٥ سهماً في ٧٥٠٠ جنيهاً أي حوالي ١١٢٥٠٠ جنيهاً فنكون قد وصلنا إلى أرقام كبيرة إلى حد معين، وبالتالي نجد أن شركات إدارة المحافظ لا تستطيع أن تقدم خدمة إلى العميل الذي لا يملك حجم أموال كبيرة لأن تكوين محفظة يتطلب في حدود ١٥٠,٠٠٠ جنيه فما فوق.

على هذا الأساس ظهر نوع جديد من الشركات أو فكرة جديدة في سوق المال، وأنا لا أتكلم عن السوق المصري وإنما أتكلم عن أسواق المال عامة، بدأت نظير فكرة صناديق الاستثمار ماهي فكرة صناديق الاستثمار؟ لقد ذكرنا أنه لكي نتعامل مع شركة السمسرة يجب أن يكون لديك الوقت والقدرة على التحليل والقدرة على الحصول على المعلومات ولكي نتعامل مع شركة إدارة محافظ لأبد وأن يكون لديك محفظة كبيرة أي مبلغ من المال كبير، وبما أن سوق المال لا يمكنه أن يمنع صغار المتعاملين من الدخول في السوق فمن هنا جاءت فكرة تجميع مدخرات أو استثمارات مجموعة كبيرة من صغار المستثمرين ونضعها في صندوق أو في وعاء موحد بحيث نعهد بإدارة هذا

الصندوق أو هذا الوعاء إلى شركة متخصصة في إدارة الصناديق أو محافظ الأوراق المالية، وهذه الشركة هي التي يمكنها أن تأخذ القرارات نيابة عن المستثمر الأساسي الذي وضع أمواله في الصندوق ومن هنا برزت فكرة صناديق الاستثمار وهذه الفكرة نضجت بسرعة كبيرة جداً لأنها سمحت لغالبية المستثمرين إذا كان معه ٥٠٠ جنيه أو ١٠٠٠ جنيه أو ١٠,٠٠٠ جنيه أن يدخل في سوق المال دون أن تتطلب منه المعرفة أو الدراية الكبيرة بسوق المال لأنه يقوم بإدارتها نيابة عنه شخص خبير في هذا المجال، وفي نفس الوقت كأنه بالألف جنيه أو الخمسة آلاف جنيه التي وضعهم في الصندوق لديه محفظة مكونة من عدد كبير من الأسهم لأن الصندوق جمع المدخرات من عدد كبير من الناس مشاركون في الصندوق تصل إلى خمسين أو مائة مليون جنيه، موزعة على عدد كبير من الوثائق التي يحملها آلاف المستثمرين، وهنا يأتي دور شركات إدارة الصناديق، الشركة التي تدير الصندوق، ماذا تفعل؟ بعدما يتجمع في الصندوق هذا الحجم من الأموال يكون هناك خبير في شركة إدارة الصناديق هو الذي يأخذ القرارات بأن يشتري أو يبيع الأسهم لهذا الصندوق. وأود الإشارة هنا إلى أن شركة إدارة المحافظ في غالبية الأوقات أو شركة إدارة الصناديق، لا يكون لها سلطة على الأموال، بمعنى أن الأموال المجمعة لا تكون مع الشركة، فالذي يحدث أن هذه الأموال المجمعة تودع في مؤسسة من المؤسسات المالية أي البنوك، وشركة إدارة الصندوق أو إدارة المحفظة تأخذ قرارات الاستثمار وتبلغ هذا القرار لشركة السمسرة التي تنفذ عملية البيع أو عملية الشراء والبنك هو الذي يصرف للسمسار عندما يأتي إليه هذا الأخير بالفاتورة وبالأسهم، البنك يستلم الأسهم أو الأوراق المالية ويدفع المبلغ لشركة السمسرة، وفي حالة البيع نفس الحكاية عندما يأتي السمسار بناء على أوامر شركة إدارة الصناديق ويقول إنني بعت

أسهم معينة، البنك هو الذى يقوم بتسليم هذه الأسهم ويستلم في مقابلها ثمن البيع، وبالتالي هناك نوع من الرقابة الصارمة على شركات إدارة الصناديق، حيث لاتحتفظ بأموال الصندوق لديها فما هى إلا خبير يأخذ القرارات نيابة عن المستثمرين.

والنقطة الثانية: هى أنه في صناديق الاستثمار يتم تقييم موجودات الصندوق كل فترة قصيرة وفي مصر عادة يكون التقييم كل أسبوع، وهناك بعض الصناديق تقوم بعمل التقييم مرتين في الأسبوع. والذى يحدث هو أن كل في فترة تقييم، يقوم مدير الصندوق بعمل جرد للأوراق المالية التى اشتراها ويعمل تقييم لها على أساس أسعار هذه الأوراق في السوق، والتي منها يمكن التعرف على قيمة الصندوق ككل ثم قيمة كل وثيقة منها بالأسعار الجارية الأمر الذى يفيد المستثمرين في اتخاذ القرارات الخاصة باستثمارتهم إما بسحب الأموال أو بشراء وثائق جديدة زيادة، بمعنى أن للمستثمر حرية كبيرة أن يدخل أو يخرج من السوق في فترة زمنية قصيرة أسبوع في العادة. الأمر الذى أود أن أضيفه في الحقيقة أن صناديق الاستثمار وشركات إدارة المحافظ الاثنان تقريباً يقومون بنفس العمل وهو اتخاذ القرارات نيابة عن المستثمر لكن الفرق بينهما أنه في حالة شركات إدارة المحافظ يكون المستثمر كبير وله محفظة بمفرده، في حالة الصناديق يكون المستثمر عبارة عن مجموعة كبيرة من المستثمرين جمعوا اموالهم في صندوق واحد.

هذا النوع من الشركات وتقريباً كل الشركات العاملة في الأوراق المالية تخضع إلى رقابة دقيقة جداً من هيئة سوق المال. نحن كمديرين صناديق استثمار كل أسبوع يجب أن نبلغ هيئة سوق المال بالأسهم التى اشتريناها والأسهم التى بعناها والأسهم الموجودة في المحفظة، وحجم السيولة؛ والهيئة تتولى الاشراف على هذه العملية كل أسبوع فلك أن تتخيل أننا كأى شركة نعد

قوائم مالية (ميزانية قائمة الدخل) ولكن الشركات العادية تعد ميزانيتها كل سنة أو تعلن عنها كل ثلاثة أشهر أما في الصناديق تعد ميزانية تقريباً كل أسبوع وهيئة سوق المال تباشر عليها وتراقبها وبالتالي تعطى نوعاً من الثقة غير موجود مع طرق الاستثمار المباشر الأخرى.

الأمر الثاني الذي أود إضافته بالنسبة لإدارة المحافظ أو إدارة الصناديق، أن كل نوع من الصناديق وهناك أنواع مختلفة من الصناديق يتم إدارته بطريقة مختلفة إلى حد ما، فما هي أوجه الاختلاف؟ نجد أن هناك صناديق توزع عائد دوري، بمعنى أنها تأتي في كل ستة أشهر وتحسب حجم المكاسب التي حققتها وتوزعها، وهناك صناديق تعيد استثمار المكاسب داخل الصندوق، والمستثمر في هذه الحالة يسترد جزءاً من استثماراته وبيعها إذا أراد الحصول على عائد.

هذا الاختلاف في جوهره ليس فقط في توزيع العائد لكن في درجة المخاطرة التي يحصل عليها كل صندوق، فالصناديق التي توزع عائداً عادة درجة مخاطرتها تكون أقل إلى حد بسيط عن الصناديق التي لا توزع عائداً لأنه إلى حد كبير المستثمر غير المحتاج إلى عائد دوري يكون لديه مدى أطول لاستثماره، لأنه يضع أمواله وعامل حسابه أنه غير محتاج إليها خلال فترة زمنية أطول من المستثمر المحتاج إلى عائد دوري. وبالتالي كلما أمتد الأفق لدى المستثمر كلما سمح لمدير الاستثمار أن يرفع درجة المخاطر حتى يمكنه أن يحقق عائداً إجمالياً أعلى.

هذا ملخص عن صناديق الاستثمار وشركات إدارة المحافظ، واعتقد أنه في باقى الجلسة سنستمع إلى باقى الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وشكراً.

المتحدث الثاني:

السيد المهندس/ هانى توفيق رئيس شركة المستثمرون الدوليون

بسم الله الرحمن الرحيم

في بداية كلمتى؛ أوجه شكرى إلى الدكتور فحج النور الذى عانى كثيراً في اصدار قانون ٩٥ وهو من الذين ينسون دائماً عندما تذكر الطفرة التى حدثت في سوق المال في مصر فيجب الانسأه، نريد أن نتكلم عن علاقة شركات رأس المال المخاطر بصناديق الاستثمار وانتهاز الفرصة فأقول أن صناديق الاستثمار هى الأنسب لمن يمتلك ٥ آلاف أو ١٠ آلاف جنيه ويرغب في الدخول إلى البورصة.

وننصح الناس بأن لا تتدخل وحدهما في البورصة لأن هذا ليس مجالهم والمجال الطبيعى أن تدخل صناديق استثمار وندع الأمر للمحترفين ليتخذوا القرار الصحيح في الوقت الصحيح بالنيابة عنك. صناديق الاستثمار التى تكلم عنها أ. علاء سبع كلها تتعامل في الأوراق المالية بالشراء والبيع، وهناك نوع آخر من الصناديق وهى صناديق الاستثمار المباشر يكون الدخول فيها بغرض الاستمرار في السوق والمكوث فيها لفترة متوسطة الأجل وليست لغرض التجارة فقط لكى تتاح فرصة تحقيق أرباح مستقبلية عالية نتيجة المكث في الشركة والتطوير فيها، وهناك قرار وزارى جديد حدد معالم صناديق الاستثمار المباشر والشروط التى تطبق على الأفراد الذين يؤسسوها أو شركة الإدارة التى تدير شركة صناديق الاستثمار المباشر وهى شركة تكون مختلفة قليلاً عن الشركة التى تدير صناديق الاستثمار العادية، التى تكون أسعار السلع قيمتها في السوق متداولة وسعرها محدد ومعروف ويكون قراره متى يشتري ومتى يبيع النوع الثانى من صناديق الاستثمار المباشر

شركة أو صندوق يدخل فيه شركتين أو ثلاثة أو أربعة في العام على الأكثر يدخل لكى يدرس الشركة وإحتمالاتها وإدارتها وسوقها والمنافسة في الإنتاج ونتاجها وتصديرها لأنه يمكث فترة ولايمكث ليشتري ويبيع فقط، فصناديق الاستثمار المباشر نوع جديد من صناديق الاستثمار اعتقد ان القانون ٩٥ فيه معوق أو معوقين سيمنعوا إلى حد ما إنشاء صناديق استثمار مباشر في مصر.

نتكلم عن نشاط رأس المال المخاطر وهناك أناس كثيرون يفهمونه خطأ ويعتقدون أنه الاستثمار في شركات متعسرة وأعتقد أن القانون عندما تعرض له قال "بغرض التطوير وتقديم المعونة" وهذا بالعكس فرأس المال المخاطر ابتداء في الخمسينات في الولايات الأمريكية بما يطلق عليه حقول جديدة لم يتطرق إليها الاستثمار من قبل ويتبناها أناس لتحول من مجرد فكرة إلى مشروع إلى امبراطورية.

وهناك احصائيات تم اجراءها تبين أنه من بين كل عشرة شركات يتبناها أصحاب رأس المال المخاطر ٤/٣ شركة تمت أو نجحت يعنى ٧,٥ في المائة من الأفكار التى تبناها اصحاب شركات رأس المال المخاطر تحولت إلى فكرة ناجحة، لكن في مقابل هذا الدولار الذى وضعه في شركات رأس مال مخاطر في فترة من الخمسين إلى الثمانين في الولايات المتحدة ينتج ٨٢٣ دولار أرباح رأسمالية، ولو نظرنا إلى التذبذبات التى حدثت لأصحاب هذه الشركات لوجدناها رهيبه، لأنه كما هو معروف كلما زادت المخاطر كلما زاد العائد، وبالنظر إلى مديرى شركات رأس المال المخاطر نجد أنهم يتميزون بصفات لايهتم بها المشتغلون في إدارة المحافظ والاستثمار في الأوراق المالية المتداولة العادية الذين شغلهم الشاغل أن يبيعوا أو يشتروا في شهور عديدة بينما مديرى شركات رأس المال المخاطر يتميزون ببعد النظر

والرؤية المستقبلية ويستطيعون أن ينظروا إلى الشركة فيعرفوا أن هذه الشركة بعد خمس سنوات أو سبع ماذا يكون شكلها، لأنهم يقومون بتوقعاتهم المالية ويصلون إلى قرار الاستثمار من عدمه.

ومن ذلك يتضح أن مجال شركات رأس المال المخاطر يختلف عن مجال صناديق الاستثمار العادية تماما، وعن مجال البنوك والاقراض، لأنها تدخل مشاركة في فكرة وإذا ربحت تربح معها أرباح رأسمالية عظيمة ومع نضوج الأفكار الجديدة واقتصارها على العالم المتقدم ابتدأت شركات رأس المال المخاطر تزيد وتوسع من المدى الذى تدخل فيه من الشركات، وابتدأت تصيف إلى تبنى الأفكار الجديدة للشركات المتعسرة، الشركات الجديدة وهى شركات لم تأسس بعد فيتم الانفاق على إنشاء شركة ونشترى الأرض ونبنى المصنع ونبدأ العمل وهذا أصبح أحد مجالات الاستثمار المباشر ورأس المال المخاطر، وشركات صغيرة لأحد يعرف عنها شئ ويتوسموا فيها النمو في المستقبل، وليست فكرة جديدة إنما هى شركة تطبق انتاج في خط انتاجى معين قابل للتوسع والنمو والتصدير فيدخل فيها أى في مرحلة ما قبل البورصة ما قبل معرفة الناس بنا ويتبناها وتكبر معها فهذا النوع من الاستثمار إذا جاز لى القول هو الأقرب إلى الفكر التتموى وهو يضيف انتاجاً جديداً ويساهم في زيادة الناتج القومى الإجمالى ويزيد قاعدة العمال ويدفع ضرائب واعتقد أن الفترة القادمة سيتم الاتجاه فيها إلى الاستثمار المباشر أو الاستثمار الخاص مع ملاحظة أن مواكبة زيادة صناديق الاستثمار أو رأس المال المخاطر ستؤدى بالتعبية إلى خلق أوراق مالية جديدة بالسوق وإلى إنشاء صناديق استثمار عادية جديدة وهكذا الاثنان على بعض يسيرون بالتوازي، وفي الفترة الحالية في مصر عدد صناديق الاستثمار المباشر ورأس المال المخاطر أقل بكثير من المفروض أن تكون عليه أكتفى بهذا وأشكركم.

والى جانب كلمة المهندس هانى توفيق هذه قدم سيادته ورقة عمل حول
شركات رأس المال المخاطر فيما يلى صورة منها:

صناديق رأس المال المخاطر ودورها في الأقتصاد القومى المصرى

أولاً: تعريف رأس المال المخاطر

هو عملية الاستثمار في المشروعات أو الشركات الخاصة، صغيرة ومتوسطة الحجم والتي تتميز بالنمو ومراقبتها بهدف الخروج من هذا الاستثمار بعد فترة زمنية مع تحقيق أرباح رأسمالية تتسم بالمخاطرة المحسوبة.

Risk- Adjusted Capital Gains.

ثانياً: نشأته التاريخية:

- في الولايات المتحدة الأمريكية : في الخمسينيات
- في أوروبا والشرق الأقصى : في السبعينيات
- في دول الشرق الأوسط : في التسعينيات

ثالثاً: مجالات عمل صناديق رأس المال المخاطر واختلافاتها عن البنوك التقليدية وصناديق الاستثمار الأخرى

- مشاريع لم تبدأ الانتاج Start- Ups
- المراحل المبكرة الأخرى Early Stage
- التوسعات Later Stage Finance- Expansion
- الإحلال محل البنوك Refinancing Bank Debt

Secondary Purchase

- شراء أسهم قائمة

العائد على الاستثمار

مرتفعة	مجال تدخل البنوك	رأسمال مخاطر (توسعات- مشروعات جديدة)	رأسمال مخاطر (أفكار جديدة- مشروعات متعثرة)
متوسطة	مجال تدخل البنوك	رأسمال مخاطر (شراء أسهم قائمة- إحلال محل البنوك)	
ضعيفة	مجال تدخل البنوك		

ضعيفة

متوسطة

مرتفعة

درجة المخاطر

- معاونة شراء الإدارة لأسهم الشركة

Management Buy- Out

- معاونة شراء الإدارة لأسهم شركات أخرى

Management Buy- in

- أفكار جديدة

Green Fields

- مشروعات متعثرة

Turn Arounds بأنواعها المختلفة

- زيادة رأسمال استثمارات الصندوق نفسه

Follow- on Investment

رابعاً: أنواع مؤسسات رأس المال المخاطر:

Independent مستقلة -

Captive ثابتة -

Semi Captive شبه ثابتة -

خامساً: ماذا تبحث عنه إدارة صندوق رأس المال المخاطر:

- شركة ذات منتج جديد Good Product
- سوق لتصريف هذا المنتج بربح معقول
- إدارة ذات خبرة مطمئنة لكل من المنتج والسوق

سادساً: المعالم الرئيسية لدور صندوق رأس المال المخاطر في الشركات المساهم فيها:

- ليس مجرد ممول.
- الدعم في رسم استراتيجية الشركة وخطة عملها Business Plan
- اختلاف حجم الدعم من شركة لأخرى ولكن على الأرجح دون أغلبية مع وجود مقعد بمجلس الإدارة.

سابعاً: دور شركات رأس المال المخاطر في تنمية كل من سوق رأس المال ومعدل نمو الاقتصاد القومي في مصر:

- زيادة المعروض من الأوراق المالية بالبورصة.
- إيقاف نزيف الخسائر بالشركات المتعثرة.
- تحويل شركات اشخاص إلى شركات أموال.
- الإسراع بتنفيذ برنامج الخصخصة.
- إيجاد فرص عمل جديدة لاستيعاب الزيادة السكانية السنوية.
- تبنى الأفكار الجديدة وتحويلها إلى مشروعات قائمة.
- إيجاد وسيلة تمويل إضافية وغير تقليدية.

ثامناً: كيفية إنشاء صندوق رأس مال مخاطر في مصر والحاجة إلى إدخال تعديلات على قانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢م ولانحته التنفيذية لتشجيع إنشاء صناديق رأس المال المخاطر.

تاسعاً: بعض المؤشرات الرقمية:

- ١- تطور عدد شركات وصناديق رأس المال المخاطر حيث ارتفعت في المملكة المتحدة على سبيل المثال من ٢٠ مليون جنيه استرليني عام ١٩٧٩م إلى ٢,٥ بليون جنيه استرليني خلال عام ١٩٩٥ وحده.
- ٢- ويبلغ حجم المستثمر في المملكة المتحدة في صناديق وشركات رأس المال المخاطر ١٤ بليون جنيه استرليني تم استثمارها في ١٤ ألف شركة انجليزية وفي الولايات المتحدة الأمريكية تبلغ الأموال المستثمرة في صناديق رأس المال المخاطر حالياً أكثر من ٥٠ بليون دولار.
- ٣- الأربعة دروس المستفادة من تجربة مؤسسة التمويل الدولية في المساهمة في صناديق رأس المال المخاطر: الخبرة النادرة للإدارة، استقلالية الإدارة، تدفق فرص الاستثمار وأثر التركيب الرأسمالي للصندوق في ذلك، صعوبات الخروج.
- ٤- أفضل صناديق رأس المال المخاطر هي التي تميزت بمايلي:
 - أ- الحجم أكبر من مليون دولار لتبرير تكلفة الإدارة.
 - ب- الخبرة الأجنبية وشبكة الاتصالات الدولية وأهميتها.
 - ج- استقلالية الإدارة عن الملكية.
 - د- الصناديق التي تعمل في اقتصاديات نامية Growing Economies وذلك للأثر المزدوج للأداء في مثل هذه الاقتصاديات.

٥- أتعاب الإدارة تتراوح بين ٢- ٣,٥% من حجم الصندوق بالإضافة إلى مشاركة في الأرباح تتراوح بين ٢٠- ٢٥% فوق الأرباح المعتادة Bench Mark وتتحقق هذه الخيرة قرب إنتهاء العمر الافتراضى للصندوق وهى عادة ٧- ١٠ سنوات.

٦- تتراوح فترة الاستثمار في الشركة أو المشروع الواحد في المتوسط بين ٣- ٥ سنوات.

٧- اجريت دراسات مقارنة مؤخراً للعائد السنوية على الاستثمار بين صناديق رأس المال المخاطر وصناديق الاستثمار العادية ومؤشر ستاندرد أند بورز ٥٠٠ فأوضحت أن هذه العوائد قد بلغت ٢٦,٨%، ١٣,٦%، ٨,٦% بين الأنواع الثلاثة من الاستثمار على الترتيب، مما يؤكد أن المخاطرة الأكبر يصاحبها عائد أفضل. إلا أنه يجب التحذير أن التفاوت بين أداء صناديق رأس المال المخاطر في الأداء Standard Diviation كان أكبر من غيرها من الصناديق بطبيعة الحال.

المتحدث الثالث:

السيد/ المهندس حمدى رشاد رئيس مجلس إدارة شركة الرشاد لتداول الأوراق المالية وعضو مجلس إدارة البورصة عن شركات السمسرة أو شركات التداول.

بسم الله الرحمن الرحيم

يشرفنى الحضور لجمعكم الموقر والمساهمة في هذا اللقاء، وموضوع شركات السمسرة موضوع سهل وسأتناوله بسرعة، شركات السمسرة في الأوراق المالية المصرية تقوم بمهمة اساسية وهى تنفيذ أوامر العملاء، والثانية تكميلية وهى توسيع السوق. المهمة الاولى تتمثل في تنفيذ أوامر العملاء بيعاً وشراءً للأوراق المالية، والمهمة ظاهرها اليسر وباطنها العذاب في الحقيقة.

المهمة ببساطة تتلخص في أنه في الوقت الحالى يوجد في مصر حوالى مليون مستثمر تلت هذا العدد مستثمرون نشيطون ونتوقع أن يتضاعف هذا العدد ثلاث مرات في السنوات القليلة القادمة كل هؤلاء المستثمرين يريدون عقد الصفقات، من الصعب على كل واحد منهم يريد الشراء أن يبحث عن المشتري وأن يبحث عن الراغبين في البيع وأن يبحث بينهم عن أحسن سعر بالكمية المطلوبة وهذا الذى يمتلك أحسن سعر يمتلك اسهما سليمة وعندما يتأكد من ذلك على الطرفين أن يقوموا بالإجراءات القانونية لنقل الملكية وهذا مستحيل، لذلك كان من الطبيعى تنظيم السوق حتى تتم هذه العمليات في سرعة ويسر وبذلك وجدت مانسمية البورصة وهى السوق مثلها مثل سوق أى سلعة إنما السلعة هنا هى الأوراق المالية وبالتبعية وجدت شركات السمسرة لتكون وظيفتها تجميع الأوراق والتأكد من سلامتها ثم ترتيبها ومحاولة تنفيذها في البورصة.

الموضوع واضح وفيه يسر في معناه الأساسي ولكن تقابله صعوبات، أول هذه الصعوبات التزايد السريع جداً في عدد المستثمرين، فبينما كان عددهم عام ١٩٣٩م حوالي ٣٠ ألف مستثمر أصبح العدد الحالي حوالي مليون مستثمر لو قسم هذا العدد على ١١٥ شركة سمسرة فكل شركة عندها تقريباً ٩ آلاف مستثمر، خدمة هذا العدد الضخم من المستثمرين مسألة صعبة وخصوصاً بالنسبة لصناعة ولدت بالأمس فلا توجد كوادراً ولا توجد أنظمة وأمور كثيرة تتقصرها.

- ثانياً هذه الصعوبات عدم وجود كوادراً مدربه، وهنا نتطلع ونحن في محراب جامعة الأزهر كمؤسسة تعليمية أن تقوم بدور إيجابي في تخفيف هذه المشكلة عن طريق دورات تدريبية من المتخصصين.

ولقد استفدت كثيراً من جلسة اليوم وخصوصاً من الناحية الشرعية التي ذكرت بالتفصيل من الدكتور محمد عبد الحليم عمر.

- ثالثاً هذه الصعوبات، في مجالنا هو الحاجة الشديدة للانضباط والدقة والأمانة وهذا الكلام مطلوب في كل صناعة إنما في صناعتنا بشدة أكثر لأنه مجال يعمل في أموال الناس ومدخرات حياتهم.

فالإنسان الذي يحضر أمواله ويضعها في حوزة شركة وهي تقوم بالبيع والشراء بناء على أوامره فيجب أن تراعى أنها مسألة حساسة جداً ويجب أن توفق في كل خطوه من الخطوات التي تقوم بها.

- رابعاً هذه الصعوبات، هي عدم اكتمال ونضوج مؤسسات السوق وهذا أمر طبيعي، وهي تتضح بسرعة شديدة وقد حققنا في الثلاث سنوات السابقة أكثر بكثير من أسواق بدأت في نفس مستوانا.

وبالرغم من هذه الصعوبات اعتقد أن معظم شركات السمسرة قد حققت تقدماً ملحوظاً في حسن أداء هذه المهمة.

المهمة الثانية، وهي توسيع السوق وفي هذه المهمة حققت شركات السمسرة مع باقى المؤسسات العاملة في المجال نجاحات كبيرة. وتعتمد شركات السمسرة لأداء هذا الدور على جذب مستثمرين جدد محليين وعالميين عن طريق شرح طبيعة السوق وأساليبه كما يساعدها في هذا وجود فنيين بها قادرين على توجيه النصح والإرشاد للمستثمرين. وأريد أن أؤكد على نقطتين هما:

النقطة الأولى أن شركات السمسرة تتصح ولا تتخذ قراراً، أما الذى يتخذ القرار فهى شركات إدارة صناديق الاستثمار أو شركات إدارة محافظ الأوراق المالية لكن شركات السمسرة تعطى وجهة نظرها للعميل وهو الذى يتخذ القرار ونحن ننفذه.

النقطة الثانية في كل صفقة يوجد بائع ومشتري، البائع درس واستخلص أن الوقت مناسب للبيع، والمشتري درس ايضا واستخلص أن الوقت مناسب للشراء، وكل له أسانيده وله فلسفته هذا لايغنى أن شركة السمسرة عندما تتصح عميلاً بالشراء أو بالبيع أن أحد هذه الشركات له غرض سيئ وإنما معناه ان التقدير مختلف وهذا يقودنا إلى مهمة تولدت في الفترة الأخيرة اذكرها بسرعة وهي أن شركات السمسرة أصبحت تلام وتقدم ككبش فداء في مواضع كثيرة وهذا ظلم إلى حد كبير فإذا ارتفعت الأسعار كان السبب شركات السمسرة التى تبالغ في الأسعار ولا تتصح عملاتها بعدم الشراء وإذا انخفضت كان السبب شركات السمسرة التى تقوم بخفض الأسعار لأسباب تأمرية مستترة ولا تتصح عملاتها بعدم البيع وإذا لم تتفد عملية بيع أو شراء فالسبب شركات السمسرة، وإذا تأخر تسليم اسهم أو عملية ايداع مركزى

فليس هناك غيرهم، وهكذا في أمور كثيرة في البورصة ولكن أحب أن أقول شركات السمسرة تحاول بكل طاقتها تقديم وجبة شهية للمستثمرين في وقت لم يتم فيه استكمال بناء المطبخ ولم يتم فيه استكمال تدريب الطهاة.

وبتلخيص شديد عندما تعمل برامج التداول بالكفاءة العالمية وتستكمل مؤسسات وتقوم الأجهزة الرقابية بالقضاء على القلة المتلاعبين وإنصاف الكثرة الملتزمين وتراعى الهيئات البانعة في عمليات الخصخصة العدل والشفافية وتساعدنا الجامعات والمعاهد في تدريب العاملين، فستجدون شركات السمسرة في غاية الكفاءة والجدية والانضباط، إننى استبشر بالمستقبل وأرى تغيرات كثيرة تثير التفاؤل في التطوير وفي الأسعار وطبعا الأسعار من الأشياء المهمة جداً أنا أتحدث عنها كشركة سمسرة.

بالنسبة للتطوير أنا استبشر بمجلس إدارة البورصة الجديد واستبشر برئيس بورصتى القاهرة والاسكندرية بنظام التداول الجديد الذى سيبدأ تطبيقه قريباً.

ومن أهم صفاته التى انتظرها بشغف هى خاصية القبول الآلى التى تسمى "أتوماتيك ماشينج" وهذا سيمنع فى حد ذاته الكثير من الأخطاء والتلاعب.

واستبشر بنقل شركة مصر للمقاصة إلى مقرها الجديد وما سينتج عنه من تحسين فى الخدمات واستبشر بنظام الحفظ المركزى وأنصح بالتأنى فى التطبيق لكى تستطيع استيعاب الايداعات.

واستبشر بديمقراطية هيئة سوق المال وتجاوبها مع باقى مؤسسات السوق ومحافظتها على حقوق المستثمرين وعلى حقوق الشركات العاملة فى المجال.

بالنسبة للأسعار لأخفى عليكم أننى سعيد لتصحيح الذى تم في أسعار
الأسهم وقد حزن كثير من الناس للانخفاض الذى حدث في أواخر فبراير
حتى قبل اليوم بأسبوع وأرى أنها ظاهرة صحيه.

وهذه تدل على أن البورصة المصرية كائن حى يتجاوب مع الظروف
المحيطة به بدون الدخول في تفاصيل كثيرة كانت كل الظروف تحتّم نزول
الأسعار فتجاوبت البورصة ونزلت الأسعار وسأذكر لكم سببا واحد لثلا اطيّل
عليكم.

هل تعلموا أنه من يناير ١٩٩٧م إلى فبراير ١٩٩٧م أى في مدى سبع
أسابيع ارتفعت أسعار الأسهم في المتوسط ٤٠٪ وهذه نسبة لايمكن
استمرارها فكان من الطبيعي أن يحدث تصحيح وقد حدث بالفعل وهذه ظاهرة
صحيه، أما الآن فأعتقد ان هذا التصحيح تم وأنتهى وأعتقد أن قوى السوق
ستدفع الأسعار إلى أعلى لماذا؟ من الأسباب المهمة دخول مصر مؤشر
الأسواق الصالحة للاستثمار لمؤسسة التمويل الدولية.

يوجد كم كبير من الأموال جاهزة لدخول السوق كصناديق استثمار
مصرية وأجنبية، مليارات مضاعفة الربحية بعد التصحيح الذى تم أصبح
مغريا وعائد التوزيع علا والمؤسسات العالمية بدأت تتصح المستثمرين
العالميين بمعاودة الشراء في السوق. نظرا لاستمرار وتحسن الاقتصاد
المصرى، لاشك أننا لمسنا ذلك ونسمع أرقام بانخفاض التضخم وزيادة معدل
النمو وزيادة احتياطي النقد الأجنبي وما شابه ذلك.

وعندى أمل كبير في أن برنامج الخصخصة سيتحسن، والخصخصة
معناها عندى بيع ٦٠ أو ٧٠٪ أو ٨٠ أو ٩٠٪ وليس ٤٠٪ فقط.

ومعنى أن الخصخصة ذات ٤٠٪ نقل والخصخصة ذات ٩٠٪ تزيد وأن
الاسعار التى تطرح بها اسهم الخصخصة تكون معقولة ومزيد من الشفافية

في المعلومات وأرى أن الأسعار سترتفع لأن السوق سينتعث وأن القطاع
الخاص بدأ يستخدم البورصة كوسيلة للتمويل.
شكرا لحسن استماعكم

وإلى جانب كلمة المهندس حمدى رشاد التى القاها في الجلسة قدم ورقة
عمل توضيحية حول شركات السمسرة هي:

بسم الله الرحمن الرحيم

يشرفنى الحضور لجمعكم الموقر والمساهمة في هذا اللقاء الموضوع
الذى طلب منى الحديث عنه هو شركات السمسرة.

تقوم شركات السمسرة في سوق الأوراق المالية المصرية بثلاث مهام
اساسية وهى تنفيذ أوامر العملاء ومهمة تكميلية وهى توسيع السوق أما
المهمة الثالثة فهو دور وقع على شركات السمسرة ظلما ويتلخص في أن
تكون كبش الفداء لأى ملامة في السوق.

أما المهمة الأولى، فهى الأساسية وتتمثل في تنفيذ أوامر العملاء شراء
وبيعا للأوراق المالية وهذه المهمة ظاهرها اليسر وباطنها العذاب فالمهمة
ببساطة تتلخص في أنه في الوقت الحالى يوجد حوالى مليون مستثمر في
السوق المصرية تلثهم نشط ويتوقع تضاعف هذا الرقم على الأقل ثلاث مرات
في السنوات القليلة القادمة كل هؤلاء المستثمرين يريدون عقد الصفقات طبعاً
من الصعب على كل هؤلاء أن يبحث المشتري فيهم عن الراغبين في البيع
وأن يبحث بين الراغبين في البيع عن احسن سعر بالكمية المطلوبة ثم يتأكد
أن من عنده احسن سعر يمتلك أسهم سليمة ويقوم بعد ذلك كل طرفين، بائع
ومشتري بإتمام الصفقة بجميع جوانبها القانونية طبعاً هذا مستحيل لذلك كان
من الطبيعى تنظيم السوق حتى تتم هذه العمليات في سرعة ويسر فوجدت
البورصة كسوق للأوراق المالية ووجدت شركات السمسرة لتجميع الأوامر
والتأكد من سلامتها ثم ترتيبها ومحاولة تنفيذها هذا يبدو على السطح يسيراً
ولكن الكثير من الصعوبات تقابل شركات السمسرة في تنفيذ هذه المهمة
السهلة والصعوبات تتلخص في:

- ١- التزايد السريع جداً في عدد المستثمرين فبينما كان عدد شركات السمسرة حوالى ١١٥ شركة وهذا معناه ٩ آلاف مستثمر لكل شركة طبعاً خدمة هذا العدد الكبير لشركات ولدت بالأمس ليس بالأمر الهين.
 - ٢- عدم وجود كوادر مدربة وهنا نتطلع ونحن في محراب جامعة الأزهر الشريف كمؤسسة تعليمية إلى دور إيجابى في تخفيف هذه المشكلة.
 - ٣- الحاجة الشديدة للإنضباط والدقة والأمانة أكثر من باقى المجالات الخدمية لأننا نعمل في أموال الناس ومدخرات حياتهم.
 - ٤- عدم اكتمال ونضوج مؤسسات السوق.
- وبالرغم من هذه الصعوبات أعتقد أن معظم شركات السمسرة قد حققت تقدم ملحوظ في حسن أداء هذه المهمة.

المهمة الثانية هى توسيع السوق وفي هذه المهمة حققت شركات السمسرة مع باقى المؤسسات العاملة في المجال نجاحات كبيرة وفي هذا تعتمد شركات السمسرة على جذب مستثمرين جدد محليين وعالميين عن طريق شرح طبيعة السوق وأساليبه كما يساعدها في هذا وجود فنيين بها قادرين على توجيه النصح والإرشاد للمستثمرين موضوع النصح ليس أبيض أو أسود ففى كل صفقة يوجد طرفين احدهما يبيع والآخر يشتري وفي أغلب الأحيان يكون البائع قد درس واستخلص أن الوقت للبيع والآخر درس ايضا ولكنه استخلص أن الوقت مناسب للشراء وهذا يحدث في كل مكان في العالم والعبرة هنا هى صدق النوايا للناصح والدارس.

أما **المهمة الثالثة** التى وجدت شركات السمسرة نفسها فيها وتعود الجمهور إلى حد كبير عليها هى الظلم بعينه فشركات السمسرة أصبحت كبش

الفداء في كل كبيرة وصغيرة في سوق رأس المال. فإذا ارتفعت أسعار الأسهم كان السبب شركات السمسرة التي تبالغ في الأسعار ولا تتصح عملاتها بعدم الشراء وإذا انخفضت الأسعار كانت السبب شركات السمسرة التي تقوم بخفض الأسعار لأسباب تأمرية مستترة ولا تتصح عملاتها بعدم البيع وإذا لم تنفذ عملية بيع أو شراء فالسبب شركات السمسرة وإذا تأخر تسليم أسهم أو عملية إيداع مركزى فليس هناك غيرهم وهكذا في كل أمور البورصة. لا أريد أن أطيل عليكم في هذه النقطة ولكن فليكن معلوماً للجميع أننا كشركات سمسرة نحاول بكل طاقتنا تقديم وجبة شهية لكم في وقت لم يتم فيه استكمال بناء المطبخ ولم يتم بعد استكمال تدريب الطهاة. وأقولها بتلخيص شديد أنه حينما تعمل برامج التداول بالكفاءة العالمية وتستكمل مؤسسات السوق وتقوم الأجهزة الرقابية بالقضاء على القلة المتلاعبين وإنصاف الكثرة الملتزمين وتراعى الهيئات البائعة في عملية الخصخصة العدل والشفافية وتساعدنا الجامعات والمعاهد في تدريب العاملين فستجدون شركات السمسرة في غاية الكفاءة الجدية والانضباط.

أنتى مستبشر بالمستقبل وأرى تغيرات كثيرة تثير التفاؤل في التطوير وفي الأسعار ولا يجوز لى أن انهى كلمتى لكم بدون الحديث ايضاً عن الأسعار.

بالنسبة للتطوير:

انا مستبشر بمجلس إدارة البورصة الجديد ومستبشر برئيس بورصتى القاهرة والإسكندرية ومستبشر بنظام التداول الجديد الذى سيبدأ تطبيقه قريباً ومن أهم صفاته خاصية القبول الآلى Automatic Matching الذى سيمنع الكثير من الأخطاء والتلاعب؛ ومستبشر بنقل شركة مصر

للمقاصة والتسوية لمقرها الجديد وما سينتج عنه من تحسين الخدمات؛
ومستبشر بنظام الحفظ المركزي وإن كنت أنصح بالتأني في التطبيق؛
ومستبشر بديموقراطية هيئة سوق المال وتجاوبها مع باقى مؤسسات
السوق ومحافظةها على حقوق المستثمرين وحقوق الشركات العاملة في
المجال.

بالنسبة للأسعار: لأخفيكم أنني سعيد للتصحيح الذى تم في أسعار
الأسهم وأرى إن ذلك ظاهرة صحية تدل على أن البورصة المصرية كائن
حتى يتجاوب مع الظروف المحيطة به. كانت كل الظروف تحتم نزول
الأسعار فتجاوبت البورصة ونزلت الأسعار. اما الآن فأعتقد أن هذا التصحيح
قد تم وانتهى وان قوى السوق ستدفعه إلى أعلى.

- لماذا؟
 - دخول مصر مؤشر الأسواق الصالحة للإستثمار لمؤسسة التمويل الدولية
IFC.
 - كم كبير من الأموال الجاهزة لدخول السوق كصناديق إستثمار مصرية
وأجنبية.
 - مضاعف ربحية مغرى وعائد توزيع كبير.
 - إستمرار تحسن وتطور الإقتصاد المصرى.
 - أمل كبير في تحسن معدلات وأساليب الخصخصة وخصوصا الإقلال من
خصخصة الـ ٤٠% والإكثار من خصخصة الـ ٩٠% ومراعاة الأسعار
والمزيد من الشفافية.
 - بدء لجوء القطاع الخاص للتمويل عن طريق البورصة.
- وشكراً وبارك الله فيكم لحسن استماعكم

المتحدث الرابع

أ/ محمد عبد السلام (نائب رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب لشركة مصر للمقاصة والحفظ المركزي)

بالنسبة لنظام المقاصة والحفظ المركزي، أى سوق له شركة واحدة تقوم بالمقاصة في السوق المصرى وشركة واحدة تقوم بالمقاصة والتسوية أى تسوية المراكز المالية الناتجة عن عملية التداول فهى طرف وسيط عن البائع والمشتري أى بين شركات السمسرة البائعة وشركات السمسرة المشتريّة، وشركات المقاصة تقف في المنتصف بين شركات السمسرة تستلم الأوراق من البائع والنقود من المشتري وتقوم بتسليم المشتري الأوراق والبائع النقود، فشركة المقاصة ماهى إلا جهة وسيطة تضمن للطرفين تسوية مصالحهم وقبل هذا النظام مايبدا، كان النظام يعتمد على أن شركات السمسرة مع بعضها تقوم بتسليم هذه الأوراق لبعضها ثم تقوم شركة السمسرة المشتريّة باستلام الأوراق وسداد الثمن ثم تقوم بتسليم هذه الأوراق للمستثمر فماذا يفعل المستثمر؟ يريد أن يبيع فيذهب إلى الشركة المصدرة يقدم فاتورة شركة السمسرة يكتب اسمه على الأسهم التى اشتراها حتى يستطيع إعادة البيع، ولكم أن تتخيلوا لو أن المستثمر مقيم في القاهرة ويشترى ورقة من القاهرة لشركة "كيما" في أسوان فالمطلوب أن يسافر إلى أسوان حتى يسجل ورقته أو يسافر إلى الاسكندرية حتى يسجل ورقته فيناك اعباء كثيرة جدا كان يتحملها المستثمر حتى لو كانت شركات السمسرة تقوم بهذا الدور نيابة عن المستثمر، لكن من الضروري أن لهذا الدور تكلفة كان يتحملها المستثمر.

إذن المستثمر لم يكن يستطيع إعادة الأوراق المالية التى يملكها إلا بعد أن يسجل اسمه عليها، صدر القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢م وقال أنه في امكان شركة المقاصة- ولم يكن هناك في ذلك الوقت شركة مقاصة وكانت

البورصة تقوم بدورها - أن تصدر شهادة يطلق عليها شهادة نقل ملكية الورقة المالية من المالك القديم إلى المالك الجديد وبهذه الشهادة يستطيع المالك الجديد إعادة بيع الورقة المالية فور تسلمه هذه الورقة والأسهم التي يمتلكها، إذن هناك مادة في القانون تقول أن ملكية الورقة تنتقل لحظة تداولها في البورصة، لكن إذا نقلت الملكية وليس هناك ما يثبت أنى مالك لهذه الورقة فالبورصة تصدر شهادة تثبت انتقال ملكية هذه الورقة من المالك القديم إلى المالك الجديد هذا الدور طبعاً شركة المقاصة اليوم تقوم بأدائه فهي مسئولة عن أن تستلم من البائع الورقة وتستلم من المشتري الثمن وتسلم لكل منهما مستحقاته، وفي نفس الوقت تقدم مع الأسهم التي تسلمها للمشتري شهادة تثبت انتقال ملكيته لهذه الأوراق من شخص قديم إلى المستثمر الجديد، إذن هي توفر وقتاً زمنياً طويلاً للمستثمر عند رغبته إعادة بيع هذه الأوراق. وهذا يجعل نسبة السيولة في السوق أعلى، لأنه كلما كانت الورقة المالية قابلة للتداول كلما أصبحت السيولة في السوق أعلى وكلما كانت السيولة في السوق أعلى كلما كان سوقاً جذاباً للاستثمارات سواء الاستثمارات المحلية أو الخارجية، لأننى اليوم عندما أمتلك ورقة مالية، فالورقة المالية ماهي إلا نقود في شكل معين، فإذا كانت هذه الورقة المالية أستطيع إعادة بيعها بمجرد تسلمي لها. إذن أنا ليس لدى مشكلة في أن أجعل الفلوس "كاش" تحت "المخدة" أو تحت "البلاطة" أو أشتري ورقة مالية وعندما أربح في الحصول على "الكاش" مرة أخرى أتوجه إلى البورصة وأبيع الورقة المالية وفي خلال الثلاث أو الأربعة الأيام التي تتم فيهم التسوية استرد هذه النقود والأرباح التي سأستفيد بها لو كان هناك فرق في السعر ما بين شرائى لهذه الورقة وبيعي لها، المهم أن الورقة المالية عندما اشتريها أكون قادراً على بيعها، وعندما أقوم ببيعها أستلم الثمن في توقيت محدد بصرف النظر عن أن هناك بلادا

تقوم بالتسوية في سبعة ايام بعد التداول، هناك دول أخرى تقوم بها بعد ثلاثة ايام بعد يوم التداول فليس المهم مقدار المدة الزمنية أما المهم أن تكون محددة، ويكون المستثمر عارف متى يستلم نقوده، هذا هو الدور الذي تقوم به شركة المقاصة والتسوية وهو تسهيل عملية انتقال ملكية الورقة من الشركات البائعة إلى الشركات المشتريّة وانتقال النقود من الشركات المشتريّة إلى الشركات البائعة، وإصدار شهادات نقل الملكية إلى المستثمر الجديد حتى يستطيع أن يعيد بيع هذه الورقة.

هناك نظام آخر مطبق في جميع دول العالم اليوم لأنه توجد مخاطر عديدة جداً تنشأ من تداول هذه الورقة بطريقة مادية، مخاطر فقد، مخاطر تلف، مخاطر سرقة، مخاطر تزوير، تكلفة نقل، تكلفة حفظ فلو كان لدى كمستثمر أوراق مالية كثيرة أو محفظة كبيرة سأضطر إلى وضعها في بنك إذا كنت خائفاً عليها وأنا سأدفع تكلفة لهذا البنك في حفظ الأوراق المالية. إذن هناك مخاطر من التعامل على ورقة مالية مادية، وهناك تكلفة نتيجة التعامل على الأوراق المالية المادية.

العالم اليوم اتبع نظاماً آخر حيث يتعامل على الأوراق المالية غير المادية وهي بدلا من التعامل على ورقة امسكها في يدي، أودع هذه الأوراق كلها في مكان يطلق عليه الحفظ المركزي، واستلم بدلا من هذه الأوراق كشف حساب تماماً كما لو كان معي نقود، بدلا من الاحتفاظ بها في جيبى أو في خزينتى في البيت، أذهب إلى البنك وأودع هذه النقود وأخذ بدلا منها كشف حساب فىى كذلك نقود لكن بدلا من أن أودعها في البنك أقوم بإيداعها في الحفظ المركزي الذى يمكن أن نطلق عليه مجازاً أنه بنك تحفظ فيه الأوراق المالية ويصدر في مقابلها كشف حساب للمساهم الذى حفظ أوراقه.

فنظام الحفظ المركزي في حد ذاته هو نظام يسهل عمليات التداول لأنه عندما تنتهي مشاكل حفظ وتداول الأوراق المالية سوف تنتهي مشاكل كثيرة جداً تقابلنا كلنا اليوم في السوق وتقابل شركات السمسرة والصناديق من انتقال الأوراق المالية من الأخطاء الموجودة في أرقام الأوراق المالية، من الأخطاء الموجودة في الشركات المصدرة عند طباعة الأوراق المالية، فعندما يكون هناك نظام للحفظ المركزي فلا يكون هناك داع من الأصل لطباعة الأوراق المالية بل هناك توفير كامل للتكلفة التي تتكلفها طباعة الأسهم والسندات بدلاً من أن أطبع كمية أسهم، أقيد الأسهم التي امتلكها في الحفظ المركزي باستخدام سهم واحد يطلق عليه "السهم العملاق" أو سهم يحتوى على كل رأس مال الشركة ويتم تقسيم هذا السهم إلى أسهم في حسابات العملاء ويبدأ العملاء يتعاملون على مايمتلكون من أسهم من خلال قيود دفترية. إذا اشترى أوراق مالية يكون حسابه "دائناً" إذا باع أوراق مالية يكون حسابه "مدينياً" وإذا اشترى أوراقاً مالية تضاف إلى حسابه، وإذا باع تخصم من حسابه وبالتالي يحدث كل يوم حركة على الورق الذي يملكه أو يقوم هو يبيع أو شراء أوراق مالية فإن حسابه يتغير ويستلم يومياً كشف حساب يثبت ملكيته لكمية الأوراق المالية التي أودعها في الحفظ المركزي.

طبعاً هذا النظام موجود ومطبق في العالم كله، يمكن بدأنا متأخرين قليلاً، لكن عندنا أسبابنا فقد كان عدد الأوراق المالية التي تتداول قليلة والقيمة التي كانت تتم كانت بسيطة، فلم يكن هناك احتياج لهذه النظم المعقدة، سواء نظام المقاصة والتسوية أو نظام الحفظ المركزي. عندما بدأ السوق يتسع وبدأ عدد الشركات التي تزاول النشاط في السوق يزداد، فكل مجتمع كما تعرفون فيه الصالح وغير الصالح والجيد وغير الجيد ونحن شريحة من المجتمع وفيها الجيد وغير الجيد، ورأى أنه يجب أن تكون هناك جهة محايدة تقف كأمين

للمستثمر وكأمان للشركات فى مقابل بعضها حتى تقلل المخاطر التى تنشأ عن النظام القديم الذى يجعل من كل شركة تشتري أو تبيع تقوم بنفسها بتسليم الطرف الآخر.

لا أريد أن أطيل على حضراتكم، واشكركم على حسن إستماعكم واعتذر أن لم اكن قد إستطعت أن أوصل المعلومه للبعض وألف شكر. وإلى جانب هذه الكلمه التى القاها أ / محمد عبد السلام قدم مجموعة من الاوراق تتناول دليل نظام المقاصة وملخص الاجراءات فى نظام الحفظ المركزى: وهى:

دليل نظام المقاصة والتسوية المنفذ من خلال شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزى

الإطار العام:

- ١- تعريف بشركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزى.
- ٢- الأطراف المتعاملة فى نظام المقاصة والتسوية.
- ٣- نظام المقاصة والتسوية.
- ٤- المراحل المتبعة لتنفيذ نظام المقاصة والتسوية.

مقدمة:

تعد هذه التعليمات بمثابة الدليل الخاص بتطبيق نظام المقاصة والتسوية للأوراق المالية وذلك من خلال شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزى. وهذه التعليمات مصدره لكى توضح الإجراءات التى يجب اتباعها فى كل عملية.

إن هذه النسخة تعد النسخة الأولى التي تم إعدادها وسيتم إعداد هذه التعليمات بصورة دورية عند وجود أى تطور أو تغيير فيها وكذا في حالة تقديم خدمات جديدة وذلك لى تتم الإستفادة القصوى من جميع الخدمات التي تقدمها الشركة.

أولاً: التعريف بشركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي إنشاء الشركة:

في إطار برنامج التطوير الذي تتبعه الهيئة العامة لسوق المال منذ عام ١٩٩٢م لتطوير سوق المال المصري تم إنشاء شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي - شركة مساهمة مصرية - برأس مال قدره ١٠ مليون جنيه مصري ورأس مال مصدر ٣ مليون جنيه مصري وذلك بتاريخ ٣/٨/١٩٩٤م تحت رعاية الهيئة العامة لسوق المال. هذا وقد تم اعتماد شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي من قبل الهيئة العامة لسوق المال بتاريخ ٢١ / ٨ / ١٩٩٤م وقيدت في السجل التجارى بمكتب: سجل تجارى جنوب القاهرة. رقم القيد في السجل التجارى ٢٣٨٤٩ بتاريخ ١٣/٩/١٩٩٤م.

الغرض من إنشاء الشركة:

يعتبر الغرض من إنشاء الشركة هو القيام بنشاط المقاصة والتسوية لمعاملات الأوراق المالية التي تتم بالبورصة المصرية وكذا حفظ وإدارة الأوراق المالية. تقوم الشركة بتقديم هذه الخدمات للشركات المصدرة وشركات السمسرة وشركات إدارة سجلات الأوراق المالية المشتركين بها.

المقر:

الإدارة في ٤ش طلعت حرب - القاهرة.
فرع في بورصة الأوراق المالية ٤ش الشرفين بالقاهرة.
فرع الإسكندرية في نفس مبنى بورصة الإسكندرية ١ش طلعت حرب
بالإسكندرية.

ثانياً: الأطراف المتعاملة في نظام المقاصة والتسوية:

- ١- شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي.
- ٢- جميع شركات السمسرة المقيمة ببورصتى القاهرة والإسكندرية.
- ٣- بنكى المقاصة (البنك الأهلى - بنك مصر).

ثالثاً: نظام المقاصة والتسوية:

أهداف النظام:

- ١- تقليل الفترة الزمنية اللازمة لإستخراج شهادات نقل الملكية وإصدارها في اليوم (T+3).
- ٢- سرعة دوران الأوراق المالية بمعنى أن يتم التداول على الأوراق المالية بمعدل أسرع من المعدلات السابقة.
- ٣- تقليل المخاطر الناتجة عن تسليم وتسلم الأسهم من الشركات البائعة والشركات المشترية.
- ٤- تطبيق نظام التسليم مقابل الدفع (D.V.P) وهو النظام المستخدم في جميع بورصات العالم المتقدمة.

فكرة عامة عن النظام:

- بعد الإنتهاء من جلسة التداول يتقدم مندوب شركة السمسرة إلى شركة مصر للمقاصة لتسليم الأسهم المباعة وذلك في المكان المخصص لكل شركة سمسرة وفي التوقيت المحدد لها.
- في اليوم الثاني من التداول (T+2) تقوم شركة مصر للمقاصة بإجراءاتها الداخلية على الأوراق المالية المستلمة (فحص ومراجعة الأوراق المالية).
- في اليوم الثالث من التداول (T+3) تتم عملية التسوية النقدية لشركات السمسرة ويتم تسليم شركات السمسرة المشتريّة الأوراق المالية الخاصة بها بناء على الكشف الخاص بالعمليات التي تم تسويتها.

المبادئ الأساسية للنظام:

- ١- أن تتم عمليات المقاصة والتسوية بالنسبة للأوراق المالية في خلال ثلاثة أيام بعد يوم التداول (T+3).
- ٢- جميع العمليات الخاصة بيوم معين يتم تنفيذ عمليات المقاصة والتسوية لها في يوم محدد.
- ٣- في خلال الثلاثة أيام الخاصة بالمقاصة والتسوية يجب التأكد من إتمام تغذية الحسابات النقدية الخاصة بشركات السمسرة في بنك المقاصة بقيمة العمليات المنفذة.

رابعاً: المراحل الخاصة بتنفيذ نظام المقاصة والتسوية:

المرحلة الأولى: (مرحلة التداول)

في يوم التداول يقوم مندوبى شركات السمسرة بإستلام الطبعات الآتية بعد جلسة التداول:

- ١- كشف بجميع عمليات البيع التى نفذها السمسار خلال الجلسة والتى يجب تسليمها لشركة مصر للمقاصة. (ملحق ١)
- ٢- كشف بعمليات الشراء التى نفذها السمسار خلال الجلسة والتى سيقوم بإستلامها من شركة مصر للمقاصة. (ملحق ٢)
- ٣- كشف بالصافى النقدى الناتج من عمليات البيع والشراء خلال الجلسة (مدين أو دائن).

المرحلة الثانية: (مرحلة تسليم الأوراق المالية إلى شركة مصر للمقاصة):

- تبدأ هذه المرحلة فى اليوم (T+1) ابتداء من الساعة التاسعة صباحاً وحتى الساعة الرابعة مساءً يقوم مندوب كل شركة سمسرة بتسليم تقرير العمليات المباعة بعد ملئه بأرقام وفئات الأسهم أمام كل عملية و مرفق معه الأسهم والشهادات.
- (ونموذج تصويب أسماء العملاء فى حالة اختلاف اسم العميل بطبعة البائع عن فاتورة السمسار أو عن الاسم الذى على الصك) ويقوم بتسليمها لمندوب شركة مصر للمقاصة بنفس ترتيب العمليات فى طبعة البائع عن طريق الشباك المخصص لكل شركة سمسرة.
- يقوم مندوب شركة مصر للمقاصة بإستلام الأوراق المالية (تحت الفحص) والخاصة بالعمليات التى تم تنفيذها والتأكد من أن كمية الأوراق

المالية مطابقة لما تم تنفيذه في كشف العمليات المباعة ويقوم مندوب شركة مصر للمقاصة بالتوقيع على صورة الكشف الخاص بالعمليات المباعة وردها مرة أخرى لمندوب شركة السمسرة.

- في حالة وجود اخطاء يقوم مندوب شركة مصر للمقاصة بتسليمها لمندوب شركة السمسرة مباشرة في نفس اليوم.
- بعد الإنتهاء من استلام الأوراق المالية. يبدأ قسم الفحص والمراجعة بشركة مصر للمقاصة بمراجعة الأوراق المالية وفحصها والتأكد مما يلي: الرقم المسلسل/ الإمضاءات والأختام/ عدم وجود كشط بالصك/ الكويون المرفق/ عدم وجود عوائق قانونية تمنع التداول (رهن- ايرث- حظر تداول)/ الأوراق المالية غير تالفة/ التأكد من أن بيانات الأوراق المالية مطابقة لشهادات نقل الملكية ونموذج البيع.

ملحوظة:

على كل شركات السمسرة عمل تحقيق شخصية لكل المندوبين الذين سيتعاملون مع شركة مصر للمقاصة وإخطار شركة مصر للمقاصة بكشف بأسمائهم ويجب على كل مندوب شركة سمسرة أن يبرز تحقيق الشخصية لمندوب شركة مصر للمقاصة للتأكد من شخصيته.

المرحلة الثالثة:

(مرحلة التسوية النقدية):

- تعتبر الساعة الثانية ظهراً هي آخر موعد لتلقى الإبداعات النقدية لشركات السمسرة والخاصة بالعمليات التي تم تنفيذها (وذلك بالنسبة

لشركات السمسرة (المشترية) والتي سيتم خصمها من حساباتهم في يوم التسوية.

- بعد الإنتهاء من فحص ومراجعة الأوراق المالية يتم تسجيل أرقام الأسهم على الحاسب وطباعتها و مراجعتها والتأكد من صحة هذه البيانات قبل تنفيذ التسوية عليها.

- يتم استلام أرصدة شركات السمسرة من بنكي المقاصة في الساعة العاشرة صباحاً وتسجيلها على الحاسب.

- يتم عمل التسوية لجميع العمليات التي تمت بالإضافة إلى العمليات المتعلقة من الأيام السابقة.

- في التسوية يتم خصم المبالغ النقدية من حسابات شركات المشترية وإضافتها في حسابات الشركات البائعة.

المرحلة الرابعة:

(مرحلة إستلام الأوراق المالية من شركة مصر للمقاصة):

- ابتداء من الساعة الرابعة عصراً وحتى العاشرة مساءً يتم تسليم مندوبى شركات السمسرة المشترية الأسهم التي تمت تسوية العمليات الخاصة بها بناء على كشف بالعمليات التي تمت تسويتها ومرفق بها شهادات نقل الملكية من خلال الأماكن المخصصة لهم.

- كما يتم تسليم مندوبى شركات السمسرة كشف بالعمليات المتعلقة لكل شركة.

- يقوم مندوبى شركات السمسرة بإستلام كشف الحساب النقدى بعد انتهاء التسوية النقدية على العمليات المنفذة لمعرفة ما تم خصمه أو اضافته لدى حسابه بينك المقاصة. (ملحق ٣)

حالات خاصة

أولاً: العمليات المعلقة:

- بالنسبة للشركات البائعة يتم تعليق العمليات الناتجة عن عدم كفاية الرصيد النقدي للشركات المشترية و بالتالى لا يتم تسليم الأسهم للشركات المشترية.
- بالنسبة للشركات المشترية لا يتم خصم المبالغ المستحقة عليها في حالة عدم إستلام الأسهم الخاصة بهذه العملية من الشركات البائعة.
- في حالة وجود أخطاء في الاسم تعلق العملية ويتم ملء نموذج تصويب للبيانات الخاطئة ويتم إرفاقه بالعملية (ملحق ٤)

ثانياً: العمليات المرفوضة:

- في حالة وجود إختلاف في الكمية بين فاتورة السمسار والصكوك المرفقة أو إكتشاف أوراق مالية معيبة يتم ردها لشركة السمسرة في اليوم التالى ومرفق بها نموذج رفض أوراق مالية (ملحق ٥)

ملخص إجراءات [الإيداع - البيع - الشراء - الرهن] من خلال نظام الحفظ المركزي

أولاً: الإجراءات المتبعة لإيداع الأسهم في الحفظ المركزي:

- ١- يقوم العميل بإختيار شركة من شركات إدارة سجلات الأوراق المالية والتي يرغب في أن تقوم بإدارة حسابات الأوراق المالية الخاصة به ويقوم بتوقيع عقد لإدارة حساباته يوضح حقوقه لدى شركة إدارة السجلات والتزاماته تجاهها.
- ٢- يقوم العميل بتسليم الأسهم الخاصة به إلى شركة إدارة السجلات التي تعاقدها على إدارة سجلاته.
- ٣- في اليوم التالي - على أقصى تقدير - تقوم شركة إدارة السجلات بتسليم الأسهم إلى الحفظ المركزي.
- ٤- في اليوم التالي تقوم شركة مصر للمقاصة والحفظ المركزي بتسليم شركة إدارة السجلات كشف حساب يفيد إيداع - إضافة - الأسهم في حسابها لدى الحفظ المركزي.
- ٥- في نفس اليوم يمكن لشركة إدارة السجلات أن تعطى العميل كشف حساب يفيد إضافة الأسهم إلى رصيده لدى شركة إدارة السجلات.
- ٦- بمجرد إستلام العميل لكشف الحساب يمكن أن يقوم بإعطاء أمر بالبيع للأسهم التي أودعها في الحفظ المركزي.

ثانياً: الإجراءات المتبعة لبيع أسهم مقيدة في الحفظ المركزي قبل التنفيذ:

- ١- يقوم العميل بإعطاء أمر بيع الأسهم إلى شركة السمسرة ويحدد في أمر البيع شركة إدارة السجلات التي تدير له حسابه.
- ٢- تقوم شركة السمسرة بالتأكد من رصيد العميل لدى شركة إدارة السجلات بإرسال صورة من أمر البيع إلى شركة إدارة السجلات فور إستلامها أمر البيع من العميل (من المتوقع ألا تزيد الفترة منذ إستلام صورة أمر البيع وحتى الرد عن ساعتين حسب عدد الأوامر التي تتلقاها شركة إدارة السجلات).
- ٣- تقوم شركة إدارة السجلات فور إستلامها صورة من أمر البيع والمرسل إليها سواء بالفاكس أو يدويا من شركة السمسرة بالكشف على حساب العميل لديها للتأكد من أن حسابه يكفي لبيع هذه الكمية وفي حالة كفاية رصيد العميل تقوم بتجميد الكمية المطلوب بيعها لصالح شركة السمسرة التي قامت بإرسال أمر البيع وإخطار شركة السمسرة بذلك.

تنفيذ العملية:

- ٤- بداية من هذا الوقت يمكن لشركة السمسرة أن تقوم بتنفيذ البيع.

بعد التنفيذ:

- ٥- تقوم شركة السمسرة بإرسال إخطار بالتنفيذ إلى شركة إدارة السجلات في ذات يوم التنفيذ.
- ٦- يجب أن تقوم شركة إدارة السجلات بإصدار أمر تحويل الكمية المباعة وإرسال صورة إلى شركة السمسرة والأصل إلى الحفظ المركزي لتحويل

الكمية إلى حساب شركة السمسرة وذلك قبل ميعاد التسوية حيث أن التسوية تتم على حسابات شركات السمسرة - (T+3).

٧- في اليوم التالي تقوم شركة مصر للمقاصة بتسليم كل من شركة إدارة السجلات كشف حساب يفيد تحويل الكمية من حساب شركة إدارة السجلات وإضافتها في حساب شركة السمسرة البائعة.

ثالثاً: الاجراءات المتبعة لشراء اسهم مقيدة في الحفظ المركزي قبل التنفيذ:
يقوم العميل باختيار شركة من شركات إدارة سجلات الأوراق المالية والتي يرغب في أن تقوم بإدارة حسابات الأوراق المالية ويقوم بتوقيع عقد لإدارة حساباته يوضح حقوقه لدى شركة إدارة السجلات والتزاماته تجاهها.
١- يقوم العميل بإعطاء أمر الشراء إلى شركة السمسرة والتي تقوم بإرسال صورة من أمر الشراء إلى شركة إدارة السجلات فور إستلامه من العميل.

تنفيذ العملية:

تقوم شركة السمسرة بتنفيذ العملية داخل البورصة.

بعد التنفيذ:

١- تقوم شركة السمسرة بإرسال اخطار بتنفيذ العملية إلى شركة إدارة السجلات في نفس يوم التنفيذ.
٢- يجب على شركة إدارة السجلات أن تقوم بإضافة الكمية في حساب العميل فور إستلام إخطار التنفيذ من السمسرة حتى يكون من حق العميل أن يقوم بإصدار أمر بيع للكمية والتي قام بشراءها ابتداء من اليوم التالي لشرائها ودون انتظار لتسوية العملية في الحفظ المركزي.

رابعاً: الإجراءات المتبعة لتنفيذ رهن أسهم مقيدة في الحفظ المركزي:

١- يقوم العميل بالتعاقد مع البنك على الإقتراض بضمن الأوراق المالية الخاصة به.

٢- يقوم البنك بإرسال خطاب موجه إلى شركة مصر للمقاصة يطلب فيه التأكد من أن رصيد العميل يكفي لتنفيذ الرهن لصالح البنك، وفي حالة كفاية الرصيد يتم تجميد هذه الكمية لصالح البنك حتى ورود تعليمات جديدة من البنك بفك الرهن.

٣- يتم إرفاق إقرار كتابي من العميل مع خطاب البنك يتضمن موافقة العميل على:

- تجميد الأسهم لصالح البنك.
- عدم فك الرهن إلا بخطاب من البنك وبعد قيامه بسداد القرض.
- اعطاء البنك تفويض بالتصرف في الأسهم في حالة التعثر في السداد.
- ٤- بمجرد وصول الإخطارات السابق ذكرها تقوم شركة مصر للمقاصة بالتأكد من أن رصيد العميل لدى شركة إدارة السجلات يكفي لتنفيذ الرهن وفي حالة كفاية رصيد العميل تقوم شركة مصر للمقاصة بتجميد رصيد الأسهم لصالح البنك وفي نفس الوقت تقوم بإرسال خطاب إلى شركة إدارة السجلات لكي تبدأ في تنفيذ رهن الأسهم الخاصة بالعميل.
- ٥- تقوم شركة مصر للمقاصة بإرسال خطاب موجه إلى البنك يفيد تجميد أسهم العميل لصالح البنك لكي يبدأ البنك في تنفيذ إجراءات تسليم القرض للعميل.

ملحوظة: تستغرق العملية منذ إستلام الخطاب من البنك وحتى إرسال خطاب الرد من شركة مصر للمقاصة مدة لا تزيد عن ٢٤ ساعة.

التعليقات والمناقشات والاستفسارات حول ماجاء في الجلسة الثانية

أولاً: التعليقات:

تعليق أ.د/ محمد تيمور على كلمة أ/ علاء سبع:

هناك بعض الصناديق العالمية التي أنشئت خارج مصر ضمن سياستها الاستثمارية أن تكون صناديق تعمل وفق الشريعة بمعنى أنها لا تستثمر في شركات تعمل في مجال الخمر أو غيرها من المحرمات أو شركات لها نسبة استدانة عالية، ويمكن يختلف من صندوق لآخر، ويوجد الآن بعض الصناديق العالمية التي تستثمر إسلامياً، ومجموعة شركة دله البركة من الشركات الرائدة في هذا المجال.

تعليق أ.د/ محمد تيمور على كلمة مهندس هانى توفيق

نشاط رأس المال المخاطر حالياً أصبح معقياً من الضرائب لمدة خمس سنوات طبقاً للقانون ٨ الجديد لأنه دخل فيه نشاطان من أنشطة سوق المال. نشاط رأس المال المخاطر ونشاط تغطية الاكتتاب.

ورد المهندس هانى توفيق

القانون ٨ قانون كارثة لأنه لم يعرف رأس المال المخاطر، وما قالوه عنه وهو نفس ما قيل في القانون ٩٥، وهو تقديم المعونة، وأعتقد ان هذا ليس تعريفاً لرأس المال المخاطر.

تعليق د/ محمد تيمور

أنت تقول أن الصناديق العادية غير صناديق الاستثمار المباشر ليس لها دور في التنمية وأنها عملية تجارة، وأنا أعتقد أنه من غير وجود صناديق

الاستثمار ومن غير وجود سيولة عالية في البورصة من الصعب جداً أن تجذب استثمارات حتى إلى صناديق رأس المال المخاطر، لأن الغرض النهائي في صناديق رأس المال المخاطر أن تطرح أسهمها أيضاً في البورصة فالشركة التي أخذتها أو بحثها بعد خمس سنوات أو ست ستحاول أن تتبعها وتحقق ربحاً رأسمالياً، فلا يمكن أن تقول أن الأنشطة الأخرى الموجودة في البورصة لا تؤدي إلى التنمية وإلى تشغيل عمالة جديدة وزيادة فرص العمل.

رد مهندس هانى توفيق

أقول أن صناديق الاستثمار المباشر ورأس المال المخاطر أكثر مساهمة في التنمية وفي مصر بالذات ليست عندنا صناديق استثمار مباشر أو رأس مال مخاطر بالمقارنة بتجارة الأوراق المالية أو صناديق الاستثمار المعتادة فالنسبة عندنا مختلفة بين هذه وتلك.

ثانياً: المناقشات

١: د/ عبد السلام عاصى (مدير الاستثمار ببنك التمويل المصرى السعودى)
هل تعتبرون تداول الأوراق المالية في البورصة المصرية الآن من خلال صناديق الاستثمار العادية وشركات السمسرة ومحفظة الأوراق المالية استثماراً حقيقياً، أى يضيف قيمة مضافة إلى إجمالى الناتج القومى؟
بمعنى آخر هل يمكن الربط بين نجاحات البورصة ونجاحات مماثلة في إجمالى الناتج القومى؟

د/ محمد تيمور في الحقيقة أن الاستثمار في البورصة هو بلا شك استثمار على الأقل من وجهة نظر المستثمر الفرد لأنه استثمار وقد يكسب وقد يخسر.

بالنسبة لتأثيره على الناتج القومي، فهو موضوع أكبر كثيراً من الجدل حوله، لكنى سأستخدم في الحقيقة تعبيراً قاله السيد/ محافظ البنك المركزي عندما سئل هذا السؤال. قال إننا نقف هنا على شط بحر ونريد أن نصل إلى جزيرة، وهذه الجزيرة فيها رخاء وفيها استثمار وفيها عمل لكل فرد وفيها تنمية الاستثمار فالبورصة هي الجسر الذي يصل بين المنطقة التي أقف فيها وبين هذه الجزيرة، الجسر في حد ذاته قد لا يكون له قيمة مباشرة لكنه الوسيلة الوحيدة للوصول إلى هذه الجزيرة فلا يهمنى أن اصعد الجسر وأقف فوقه فإننى إذا قمت بذلك فلها أكون قد حققت شيئاً في الحقيقة، فلا بد من الوصول إلى تلك الجزيرة التي نتحدث عنها، إلا أن هذا الجسر ضرورى للوصول إلى هذه الجزيرة، بمعنى أنه لا يمكننى أن اجتذب استثمار بكميات كبيرة إلا إذا كان عندى وسيلة للدخول والخروج من هذا الاستثمار البورصة توفر وسيلة للدخول والخروج، للمستثمر الصغير وللمستثمر الكبير، وبدونها سيحجم الكثيرون عن الدخول إلى مجال الاستثمار. اليوم عندما أدخل في شركة وأنا أعرف أننى بعد سنتين أو ثلاثة بعد ما تزايد الأرباح أستطيع أن أبيع هذا الاستثمار وأحصل على المبالغ التي وضعتها زائداً عليها ربها مناسباً قد أكون محتاجاً إلى هذه النقود بعد سنتين أو ثلاثة أو بعد سنة أو بعد شهر، عارف أن هناك سيولة وهناك وسيلة وهي البورصة تسمح لى بالدخول والخروج كما أريد، بدون هذه الوسيلة من الصعب أن أقنع جزءاً كبيراً جداً من المستثمرين أن يدخلوا، فالبورصة وسيلة وليست غاية في حد ذاتها أى أن أدخل وأضارب في البورصة قد تبدو أنها عملية لا تؤثر على الناتج القومي، لكن في النهاية هي الوسيلة الوحيدة الموجودة في جميع أنحاء العالم لاجتذاب الاستثمارات الكبيرة ولتوفير امكانية للمستثمر الصغير للدخول في البورصة

والاستفادة من عملية التنمية وتحقيق مكسب له أرجو أن أكون قد أوضحت هذه النقطة.

رد أ/ حمدي رشاد

هذه النقطة مهمة جداً وأحب أن أعلق عليها تعليقيين بسرعة:

التعليق الأول: أن هذا الموضوع طبعاً طرح في كل مكان في الدنيا وقتل بحثاً ومؤسسات عالمية ضخمة من ضمنها IFC وآخرين درسوها وطلعوا بإحصائيات لاتحتمل الشك تقول إن الدول التي تنتقل فيها البورصات من حالة السكون إلى حالة الانتعاش يواكبها على التوازي نشاط في الاستثمار المباشر هذه النتائج نحن نراها في مصر ففي مصر أيضاً منذ سنة ٩٤ حتى هذه السنة التي حدث فيها انتعاش البورصة حدث معها على التوازي انتعاش في الاستثمار المباشر.

النقطة الثانية التي أود أن أقولها نحن دائماً في كل وقت يوجد فرد يشتري، يوجد في مقابله في الطرف الآخر فرد يبيع ونأخذ مثال الحكومة عندما تبيع شركات القطاع العام صحيح إن الذي يستثمر نقوده عندما يستثمر لا يضيف إلى الناتج القومي لكن الذي يبيع أخذ هذه النقود، وماذا سيفعل بها؟ ماذا ستفعل الحكومة بالنقود التي أخذتها من بيع القطاع العام؟ سوف تضعها مرة ثانية في الاقتصاد في مصانع جديدة مثلاً أي أن الخطوة الثانية بعد البيع أنها تأخذ النقود تستثمرها.

٢: في سوق المال المصرى صناديق الاستثمار أغلبها أنشأت عن طريق البنوك، فلماذا لم يقم القطاع الخاص المصرى بإنشاء صناديق الاستثمار؟ وهل هناك علاقة بين قوة المركز الحالى للبنك ونتائج نشاط الصندوق؟ وماهى الأسباب التى لم تحفز على قيام صناديق استثمار منفصلة وغير تابعة للبنوك؟

ورد: أ/ علاء سبيع على هذا التساؤل بقوله:

الحقيقة في البلاد المختلفة تجد أكثر من نوع من النظم، في أمريكا بالذات تجد أن صناديق الاستثمار أغلبها منشأ بواسطة شركات منفصلة، شركات قطاع خاص متخصصة في إنشاء صناديق الاستثمار فقط. في بعض البلاد الأخرى أو في النظام الأوربى تجد أن أغلب صناديق الاستثمار أو جزءاً كبيراً منها ينشأ بواسطة البنوك، القانون المصرى وهو القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م حدد طريقتين لإنشاء الصناديق واحدة تستطيع بها البنوك وشركات التأمين أن تنشئ صناديق استثمار والأخرى شركات خاصة.

وفي الحقيقة القانون وضع قيوداً قوية على الشركات الخاصة التى تنشئ صناديق وبالتالي كانت النتائج أن في السوق المصرى أغلب الصناديق التى تأسست فيه عن طريق البنوك فهذا ليس تنمية لأن القطاع الخاص ليس لديه المبادرة لأن ينشئ صناديق نتيجة لبعض القيود الموجودة بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م.

الجزء الثانى من السؤال هل هناك علاقة بين قوة المركز المالى ونتائج نشاط الصناديق؟

لا توجد علاقة بين قوة المركز المالى للبنك ونشاط الصناديق أو نتائج أعمالها، لأن نتائج أعمال الصناديق تعتمد على الأوراق المالية التى يتم شراؤها للصندوق أو يتم بيعها وتوقيت الشراء والبيع، وهذه قرارات مدير الاستثمار فى المقام الأول والأخير، بالتالى نتائج الصناديق تعتمد فى المقام الأول على مدير الاستثمار أو شركة مدير الاستثمار، أحب أن أضيف أن هناك صندوقين للاستثمار تم إنشاؤهم عن طريق شركات لكن حجمهم مقارنة بالـ ١٣ صندوق الآخرين نسبياً صغير.

س: أ/ ممدوح الولى (صحفى)

السؤال عن التأخيرات فى الحفظ المركزى والمقاصة وهو تأخر الحصول على شهادات نقل الملكية ويمكن أن يكون هناك بعض التحفظ أو الرهبة من الشركات العاملة فى القانون ٩٥ لأن نتكلم فى هذا الموضوع لأن ذلك قد ينطوى على انتقاد من نوع آخر لإهيئة سوق المال.

ج: رئيس الجلسة د/ محمد تيمور

فى الحقيقة لا توجد رهبة ولا أى شئ وإذا كنا شاعرين بحاجة خطأ سوف نقولها وسنصر على حقوقنا وعلى رأينا فيه، لكن إحقاقاً للحق نعم شركة مصر المقاصة عندما بدأت عملها فى أول أكتوبر كانت هناك مشاكل كثيرة جداً، بعضها مشاكل ناتجة عن شركة مصر المقاصة ذات نفسها ويمكن أن يكون ذلك راجعاً إلى عدم استعدادها التام فى هذا الوقت لأداء دورها بالحجم الكبير جداً للزيادة فى حجم التعامل التى حدثت فى الربع الأخير من سنة ١٩٩٦م والربع الأول من سنة ١٩٩٧م، والجزء الثانى فى الحقيقة ناتج عن أخطاء سابقة موجودة قبل ١ أكتوبر عندما بدأت شركة مصر المقاصة عملها،

وهى أخطاء لا تظهر إلا حين التعامل على السهم الذى به خطأ كأن تكون شهادة ملكيته باطلة، فالיום عندما يأتى أحد لبيع سهم به خطأ تم قبل أول أكتوبر ولا يمكنه أن ينفذ العملية أو تأخر فيتهم شركة مصر للمقاصة بينما الشركة فى الحقيقة بريئة من هذا، أرجع وأقول مرة ثانية فى الفترة الأولى نعم كانت هناك مشاكل فى شركة مصر المقاصة لكن لا أعتقد اليوم إن أى أحد يده فى السوق يستطيع أن ينكر التحسن الكبير جداً الذى حدث فى أداء شركة مصر المقاصة. اليوم تستطيع أن تقول إن نسبة التنفيذ كبيرة جداً، وأعتقد أنها فوق الـ ٩٧٪ أو الـ ٩٨٪ فهناك تحسن كبير جداً لكن هناك مشاكل، وهى مشاكل لا تسأل عنها اليوم شركة مصر المقاصة، وحلها ليس سهلاً، حلها يحتاج لمجهود كبير جداً، وكلما نقول أننا أوشكنا على الانتهاء نكتشف أن هناك واقعة جديدة فيها مشاكل لكن بدون شك أن عدد الأسهم التى بها مشاكل يقل.

أ. محمد عبد السلام

نحن نتحدث اليوم عن حجم البورصة فى مصر وحجم التعاملات فى اليوم ١٠ مليون أو ١٥ مليون دولار، هل نحن شركة مصر المقاصة وبأجهزتها وكوادرها البشرية مستعدة لتقبل ذلك نحن نتكلم اليوم ونطور البورصة ونظام التداول فى البورصة حتى يمكنها أن تقوم بعمل مائة ألف عملية فى اليوم هل لو حدث ذلك اليوم، ألن يرحل إلى عنق الزجاجة لشركة مصر للمقاصة؟

هل لدينا الكوادر التى تسمح لنا أن نتعامل فى مائة مليون دولار بدلاً من

١٠ مليون دولار؟

أم ستحدث مشكلة أخرى ونعود مرة ثانية مترامكات ومتعلقات وأشياء
هذا القبيل؟

أنا أتفق مع د/ تيمور تماماً في أن حجم المشكلة قل كثيراً جداً.
والسؤال متى سنستطيع أن نبيع ونشتري في نفس اللحظة؟

د. تيمور

أشكر الأخ محمد أن سأل هذا السؤال لأنه يعطيني الفرصة أنى لأول مرة
يمكن أتحدث بحرية. شركة مصر للمقاصة وهى تنفذ العمليات ليست هى
المسئول الوحيد عن تنفيذ العمليات هناك مجموعة أطراف مشتركة في العملية
هناك الشركة المصدرة التى أصدرت الورقة المالية التى قد تكون أصدرتها
سليمة وقد تكون أصدرت الورقة المالية فيها عيب هناك شركة السمسرة
البائعة هناك شركة السمسرة المشترية هناك شركة مصر المقاصة هناك بنك
المقاصة كل هؤلاء أطراف، إثنان من العملاء عميل بائع وعميل مشتري إذا
أن شركة مصر المقاصة أحد الأطراف التى قد تتسبب في حدوث تأخير
يطلق عليه في السوق "عمليات معلقة لم يتم تسويتها" العمليات المعلقة التى يتم
تسويتها بالضرورة ليست خطأ من شركة مصر المقاصة، لأن أى عملية لم
يتم تسويتها يعنى إما أن الأوراق لم تسلم من الشركة البائعة أو أن الأوراق
تسلم لكن الشركة المشترية ليس لديها رصيد يغطى سداد المبلغ الذى عليها
من هذه العمليات. نحن يومياً نقوم بحصر كمية العمليات التى يتم تعليقها أو
التى تتوقف ولا يتم تسويتها لأنه لا بد وأن تتم إحصائيات لجهات مختلفة سواء
داخلياً أو خارجياً.

إذن لكى تقوم شركة مصر المقاصة بدورها وتكون النسبة ١٠٠٪ يجب
أن تكون الأطراف المشتركة كلها في العملية كل يؤدى دوره، لايمكن لجهة

أيا كانت مادام هناك جهات أخرى مرتبطة بها أن تتجح بنسبة ١٠٠٪ مالم يكن جميع الأطراف الموجودين كل يؤدي دوره بنفس النسبة ونحن دائما نبحث عن شماعة كى نعلق عليها الأخطاء، وشركة مصر المقاصة هي شماعة السوق المصرى وهذه مسألة طبيعية لأنها شركة وحيدة وهي قدر المستثمر، فليس أمامه شركة أخرى يتعامل معها لكن لو شركة السمسرة قالت لمستثمرها أنا أسف جداً إنى أخطأت في تسليم الورقة المالية، المستثمر سوف يترك هذه الشركة ويتجه إلى أخرى لأنهم ١٢٠ شركة في السوق ولو بنك المقاصة أخطأ مع شركة السمسرة ممكن شركة السمسرة تقوم بتغيير بنك المقاصة وتذهب إلى بنك آخر، لكن الشركة الوحيدة الموجودة والتي هي قدر كل الناس هي شركة مصر المقاصة فكل واحد عنده مشكلة دائماً يعلقها على شماعة شركة مصر المقاصة بلا جدال نحن بشر ولسنا بملائكة إذن لنا أخطاء لكن هل نسبة الأخطاء اليوم تتحملها فقط شركة مصر المقاصة والسوق برئ براءة الذئب من دم بن يعقوب؟ هناك أخطاء من كل الناس بلا جدال فنحن بشر وسمة البشر الخطأ فلا يمكن تعليق اخطاء السوق المصرى كله على جهة واحدة هذا ليس بعدل.

أجيب عن السؤال الذى سأله المهندس/ هانى توفيق بأن الشركة فيها نظم حاسبات هذه النظم تستوعب نحن عملنا نظام الحفظ المركزى بالتعاون مع جانب فرنسى هذا الجانب أدى هذا النظام في حوالى ١٢ دولة غيرنا. سوق هذا النظام متسع جداً، وعملنا نظامنا على أنه يتسع للشركة المصدرة الموجودة لدينا في السوق المصرى.

ثالثاً: التساؤلات التي قدمها بعض السادة الحاضرين وأرسلت
مكتوبة إلى السادة المتحدثين، وأجيب عليها كتابة:

أ- التساؤلات الموجهة إلى الأستاذ محمد عبد السلام والأجابة عليها وهي:
س ١: ما نسب عمولات الحفظ المركزي في شركة مصر للمقاصة وماهو
سبب اختلاف نسبة العمولة بين شركات السمسرة، وخاصة في حالة
الأسهم المطروحة للاكتتاب العام، وانخفاض نسبة التخصيص؟. (أ. برسوم
بطرس - الجهاز المركزي للمحاسبات)
ج ١: لانتقاضي مصر للمقاصة أية عمولات عن ايداع الأسهم في الحفظ
المركزي.

أما عن اختلاف نسب العمولة بين شركات السمسرة فلم يوضح السؤال
ماهوية هذه العمولات وإن كانت بطبيعتها اتفاقية بين العملاء والسماسرة.

س ٢: ماهو المبلغ المطلوب، عندما يُطلب المستثمر كشف حساب من شركة
الحفظ المركزي؟. (أ. برسوم بطرس- الجهاز المركزي للمحاسبات)
ج ٢: يتم تسليم كشوف الحساب الصادرة من مصر للمقاصة إلى شركات
إدارة السجلات فوراً ومجاناً، وتلتزم هذه بدورها بتسليمها إلى عملائها
مجاناً.

س ٣: ماهو القرار الذي يوضح كيفية تداول الأوراق المالية المدرجة في
الحفظ المركزي: البيع والشراء بموجب الكشوف؟. (د/ شعبان فهمي)
ج ٣: أما عن القرار الذي يوضح كيفية تداول الأوراق المالية المدرجة في
الحفظ المركزي (البيع والشراء بموجب الكشوف) فبعد أن يتسلم العميل

كشف حساب بأوراقه المالية المختلفة، ويرى بيع أو شراء أية أوراق مالية يتم ذلك عن طريق شركات السمسرة بعد إجراء الاتصالات اللازمة مع شركات إدارة السجلات وشركة مصر للمقاصة لتجميد الكمية المطلوب إجراء العملية عليها وتتم التسوية الورقية والنقدية من وإلى حساب العميل.

س ٤: لماذا لاتعلن على الجمهور أسهم الشركات المدرجة في الحفظ المركزي حتى يمكن للمستثمر العادي معرفتها؟
وهل يمكن وضع رمز في النشرة اليومية لأسعار الأسهم لتمييزها؟ (أ/ عبد رب الرسول سليمان)

ج ٤: أما عن أسماء الشركات المشتركة بنظام الحفظ المركزي في مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي فهي معلومة لجميع المشتغلين بتداول الأوراق المالية من شركات سمسرة وشركات إدارة السجلات إضافة إلى أننا نقوم بإعلانها في لوحة الإعلانات بالبورصة وبمقار شركة مصر للمقاصة (الثلاث).

وأما عن وضع رمز في النشرة اليومية للأسعار لتمييز الشركات المحفوظة أوراقها المالية مركزياً فسوف نتولى بحث هذا الأمر مع الهيئة العامة لسوق المال والبورصة وهي الجهات المسئولة عن النشرة الصادرة عن البورصة لحركة تداول الأوراق المالية اليومية.

س ٥: متى سيتمكن المستثمر المصرى من إعادة البيع بعد الشراء بساعة زمنية واحدة؟ (أ/ حازم شريف)

ج ٥: وعن إمكانية إعادة بيع الأسهم بعد شرائها بساعة فنحن جادون في تطوير أساليب التداول بالتعاون مع البورصة والهيئة العامة لسوق المال

والجهات المعنية للوصول لأعلى درجات الكفاءة ونرى أن التدرج في هذا الأمر مطلوب.. بمعنى أن قضيتنا الأولى أن نوفر أقصى درجات الأمان والفاعلية والضبط لسوق التداول في إطار المواعيد الحالية للتسوية التي يمكن بعدها إعادة البيع وهي T+ أى بعد أربعة أيام من تاريخ تنفيذ العملية وبعد ذلك يكون تحقيق هذا الهدف المنشود.

س٦: كيف يمكن تجنب تزوير الشهادات التي تصدرها شركة المقاصة والحفظ المركزي، وبخاصة بعدما حدث مع شهادات أسهم مدينة نصر؟. (أ/أسامه محمود)

ج٦: أما عن تزوير شهادات نقل الملكية وقياس ذلك على ماحدث مع شهادات مدينة نصر فالوضع مختلف جداً، حيث أن شهادات شركة مدينة نصر للإسكان والتعمير هي شهادات أسهم صادرة عن هذه الشركة وقد تم تزوير بعضها عن طريق طبع شهادات إضافية، أو بطرق أخرى حيث لازال الموضوع قيد التحقيق في الهيئة العامة لسوق المال والنيابة العامة. أما شهادات نقل الملكية الصادرة عن مصر للمقاصة فلا يتم إصدارها إلا بوجود الصك الأصلي لها بعد أن تم توفير قاعدة بيانات لتداول لأوراق المالية وتسلسل نقل ملكيتها عن طريق مجموعة من البرامج المحكمة وباستخدام أعلى درجات التقنية الحديثة في مجال الحاسبات. وأخيراً تم اعتماد نظام التداول الجديد بالبورصة الذي يحقق درجات فائقة من المرونة والدقة في ذات الوقت.

س٧: كيف يمكن تنمية الاحترام والثقة في الشهادات التي تصدرها شركة المقاصة والحفظ المركزي بديلاً عن البنوك. علماً بأن الشيكات غير

مقبولة بنسبة تزيد عن ٩٠٪ في التعامل السنوى؟ (أ/ سمير كريم - مستشار
اقتصادي)

ج٧: في السؤال السابع يتحدث الأستاذ/ سمير كريم عن تنمية الثقة في
الشهادات التي تصدرها مصر للمقاصة ويقارن ذلك بالشيكات والتي
تكون غير مقبولة بنسبة ٩٠٪ في التعامل السنوى أما عن عدم قبول
الشيكات بهذه النسبة العالية فذلك يرجع إلى دفاتر الشيكات الخاطئة
المتوافرة بكثرة والتي يستخدمها أحاد الناس في تعاملاتهم، حتى أصبحت
السلعة التي قيمتها مائة جنيه مثلا تباع بالتقسيط بعشرة شيكات كل منها
بمبلغ عشرة جنيهات أو بشيكات على بياض وكل هذه الشيكات لا يقابلها
رصيده.

ولا يمكن بأي حال مقارنة ذلك بالشهادات الصادرة عن مصر للمقاصة من
قاعدة بيانات تحصى وتسجل أدق التفاصيل على أحدث البرامج
والأجهزة:

أخيرا نحن على أتم استعداد لتلقى استفسارات السادة العملاء والإجابة
عنها بكل وضوح حيث تسعى جميعا لتعميم مبدأ الوضوح والشفافية
وإتاحة كل المعلومات التي تساعد على استقرار سوق تداول الأوراق
المالية.

كما يسرنا - وبشدة - أن يستمر التعاون المثمر بين شركتنا بما على
كاهلها من مهام كثيرة في سوق المال، وبين مؤسسة الأزهر الشريف بما
لها من ثقل في جميع المجالات وأخصها المجال الثقافي والدينى
والاقتصادي وذلك على مستوى مصر والعالمين العربى والإسلامى.

وفق الله الجميع لما فيه الخير والرشاد

والسلام عليكم ورحمة الله وبركاته

ب- الإجابة على الأسئلة التي طرحت في "اللقاء الثاني للمنتدى
الاقتصادي" والتي أجاب عليها مهندس/ حمدي رشاد
رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب لشركة الرشاد لتداول الأوراق المالية

س ١: ما المقصود بالبورصة الخاصة وماذا يعنى قانون سوق رأس المال ٩٥
لسنة ١٩٩٢م بأن نتعامل في ورقة واحدة أو أوراق مالية وهل هناك
جدوى من تأسيسها؟ (د/مصطفى مظهر)
ج ١: المقصود بالبورصة الخاصة:

هى بورصة يتم إنشاءها من أجل التعامل على ورقة مالية معينة أو
أوراق مالية معينة، ولا بد ان تحوى الأجهزة والمعدات التى تمكنها من القيام
بدورها ولا بد أن يكون نصف مؤسسى البورصة الخاصة من البنوك وشركات
التأمين والشركات العاملة في الأوراق المالية على أن تكون جميعها مصرية.
هناك جدوى كبيرة من تأسيس البورصة الخاصة أو المتخصصة في
ورقة مالية معينة حيث أنها تعطى نوع من التخصص في هذه الورقة
بالإضافة إلى توفير المنافسة مع البورصة الحالية وبالتالي تحسين الأداء
وكفاءة العمل.

س ٢: كبار المستثمرين في البورصة هل هم صناع سوق أم مضاربون؟ (أ/أحمد
عبد الرحمن صحفى)
ج ٢: هناك نوعان من كبار المستثمرين:

أ- صناديق الإستثمار والشركات الإستثمارية تهدف إلى الإستثمار
المتوسط والطويل الأجل وبالتالي فإنهم في بعض الأحيان يقومون بدور
صناع السوق حيث أنهم يميلون إلى الشراء عند انخفاض أسعار الأسهم، الا

أن هذا الدور غير كامل حيث أنهم في الغالب لا يقومون بالبيع عندما ترتفع الأسهم.

ب- كبار المستثمرين من الأفراد:

وهؤلاء في السوق المصري أغلبهم مستثمرين متوسطى الأجل يهدفون إلى تحقيق ربح رأس مالى سريع ويميلون إلى المضاربة.

س ٣: ماهى الطرق التى تتصحون بها لإستخدامها عند تحديد سعر السهم؟ وذلك بهدف الوصول إلى سعر واقعى يؤدي إلى عدم المضاربة في البورصة؟ (أ. محمود أسعد محمد)

ج ٣: هناك عدة مناهج لتحديد سعر السهم:

البعض منا يعتمد على القوائم المالية للشركة ونتائجها خلال العام وهو ما يطلق عليه التحليل الأساسى، والآخر هو استخدام المعلومات والأخبار وتاريخ تحرك سعر السهم خلال الفترة الماضية من أجل تحديد السعر في المستقبل والتنبؤ به وهو ما يطلق عليه التحليل الفنى.

ولأننا بورصة ناشئة ولأن معايير التداول غير محددة فإننا في أكثر الأحوال نفضل استخدام أساليب التحليل الأساسى في تقييم السهم وتحديد سعره في المستقبل، وبالتالي نعتد على:

أ- تحديد القيمة الإستبدالية.

ب- تحديد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية.

ج- استخدام مضاعفات الربحية ومقارنتها بمتوسط مضاعف السوق، إلا أننا يجب أن ننوه أن اتخاذ قرارات الشراء والبيع تختلف على حسب طبيعة المستثمر فيل هو مضارب أم مستثمر طويل المدى وهل هو يبحث عن الربح الرأس مالى أم عائد جيد وربح رأس مالى متوقع.

س ٤: هل يمكن زيادة كفاءة شركات السمسرة من الناحية الفنية في حين أن بعض هذه الشركات لا يمتلك القدرة المالية اللازمة؟ وهل يجب رفع الحد الأدنى لرأس مال الشركات ليكون ٣ مليون جنيه على الأقل مثلاً؟ (العزب عصام حسن منصور)

ج ٤: أغلب شركات السمسرة الموجودة حالياً في السوق قادرة على زيادة كفاءة الأداء بها من حصيلة الأرباح التي تراكمت لديها. أما الشركات غير القادرة على ذلك فستضطر إلى إغلاق أبوابها. والأمر يختلف بالنسبة لإنشاء شركات جديدة لأن المنافسة بين شركات السمسرة أصبحت قوية وأصبح من المستحيل نجاح شركة مالم تبدأ برأس مال لا يقل عن مليون ونصف من الجنيهات.

س ٥: لماذا انخفضت أسعار جميع الاكتتابات الجديدة المعروضة في السوق من شهر فبراير ١٩٩٧م وحتى الآن؟ (د. سعيد سيف النصر)

ج ٥: انخفضت أسعار الإكتتابات الجديدة من شهر فبراير ١٩٩٧م لأنها بيعت بأسعار عالية أكثر من اللازم في وقت كان السوق كله ينخفض.

س ٦: ألا ترون أن منح القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢م لرئيس هيئة سوق المال سلطة التدخل في تحديد الأسعار عند زيادتها أو رفعها عند انخفاضها من الممكن أن يؤدي إلى تحجيم السوق وحجم التعامل؟ (سعيد سيف النصر)

ج ٦: القانون لا يعطى أى شخص سلطة التدخل في الأسعار ولكنه يعطى لرئيس هيئة سوق المال ورئيس البورصة حق وقف عروض وطلبات التداول التي ترمى إلى التلاعب في الأسعار وحق إلغاء العمليات التي تعقد بالمخالفة لأحكام القوانين واللوائح أو التي تتم بسعر لا مبرر له كما يجوز لهم وقف التعامل على ورقة مالية إذا كان من شأن إستمرار

التعامل بها الإضرار بالسوق أو بالمتعاملين فيه، ومن الطبيعي أن ننفق جميعاً على هدف المشرع في إعطاء هذه الحقوق لرئيس البورصة ورئيس الهيئة والعبرة دائماً بالتطبيق.

الأسئلة التي أجاب عليها أ.د/ محمد عبد الحليم عمر - مدير المركز

س ١: ماهي أهم الفروق بين كل من:

أ- شركات الاكتتاب المفتوح وشركات الاكتتاب المغلق؟

ب- شركات صناديق الاستثمار المفتوحة، وشركات صناديق الاستثمار

المغلقة؟ (أ. عاطف السيد ابراهيم- جامعة الزقازيق)

ج ١: أ- من المعروف أنه عند إنشاء شركة مساهمة يقسم رأسمالها إلى أسهم بقيمة متساوية ثم تطرح هذه الأسهم للاكتتاب بمعنى ابداء الرغبة في شراء هذه الأسهم مع دفع المبلغ المطلوب من قيمة السهم، وهنا إذا طرحت هذه الأسهم للكافة بمعنى أن يستطيع كل شخص الاكتتاب فيها فإن العملية هنا تسمى بالاكتتاب العام أو المفتوح، أما إذا استقر الاكتتاب على عدد معين من الناس (وهم المؤسسون للشركة) فإن العملية تسمى الاكتتاب المغلق.

ب- أما أهم الفروق بين صناديق الاستثمار المفتوحة وصناديق الاستثمار

المغلقة فيمكن تلخيصها في الجدول التالي:

م	صناديق الاستثمار المفتوحة	صناديق الاستثمار المغلقة
١	نشأ بواسطة بنك أو شركة تأمين	تكون شركة مساهمة للصندوق
٢	يمكن زيادة قيمة رأس مال الصندوق باصدار وثائق جديدة	لايمكن زيادة قيمة رأس مال الصندوق حيث تكون عدد الوثائق ثابتة
٣	يمكن لحامل الوثيقة استرداد قيمتها من الصندوق مباشرة	يتم تداول وثائق الصندوق في سوق رأس المال

س٢: أ- رجاء التكرم بالقاء الضوء على الفرق بين صناديق الاستثمار وشركات تكوين المحافظ الأوراق المالية.

ب- وأيهما أفضل للمستثمر الذي يملك الحد الأدنى كتكوين النقطة المالية من حيث درجة المخاطرة ونسبة الربح. (أ/ ياسر خلف أحمد محمد)

ج٢: يمكن تلخيص الفروق بينهما فيما يلي:

م	صناديق الاستثمار	شركات تكوين المحافظ
١	الانشاء: صناديق الاستثمار تتشعبا البنوك أو شركات التأمين أو يكون شركة مساهمة للصندوق	تكون الشركة على هيئة شركة مساهمة
٢	تدار الصناديق بواسطة جبة خارجية اسميا "مدير الاستثمار" والذي يتخذ شكل شركة مساهمة ويتم التعاقد مع الادارة مقابل النسبة معينة من صافي أصول الصندوق	تدار الشركات بواسطة مجلس إدارتها

إن الاستثمار في وثائق صناديق الاستثمار أفضل في حالة المستثمر الذي يمتلك الحد الأدنى لتكوين محفظة مالية وذلك لأن صندوق الاستثمار يستثمر أمواله في عدد كبير ومتنوع من الأوراق المالية بما يمكنه من توزيع المخاطر فضلاً على أن المخاطر في حالة الصناديق توزع على عدد الوثائق، أما عند تكوين محفظة للمستثمرين بواسطة شركة تكوين وإدارة المحافظ فإنه نظراً لقلّة المبلغ يصعب تنويع الأوراق في المحفظة فضلاً على أن أية مخاطر تحدث بانخفاض أسعار بعض الأوراق المالية في المحفظة سوف يتحمل بها المستثمر وحده.



طبعتم بمطبعة مركز صالح كامل
للاقتصاد الإسلامي - جامعة الأزهر

٢٦١٠٣٠٨ :٤

رقم الايداع ٩٧ / ١٣٤٣٣

التقييم الدولي: ٦-١-٠١-٥٢٥٢-٩٧٧

