

الباب الثاني

الاستثمار في الأسواق المالية (البورصات)
وآثار أساليب الاستثمار الإسلامي عليها

ويتضمن فصلين:

الفصل الأول:

الاستثمار في الأسواق المالية (البورصات).

الفصل الثاني:

آثار أساليب الاستثمار الإسلامي على الأسواق المالية.

oboiikan.com

الاستثمار في الأسواق المالية (البورصات)

تمهيد

يتناول هذا الفصل الإطار العام للاستثمار في الأسواق المالية (البورصات)، وذلك من خلال بيان مفهوم السوق المالية، وتاريخ نشأتها في المبحث الأول، ومن ثم معرفة أهم أنواع الأسواق المالية وكيفية الاستثمار فيها، وكيفية تحديد الأسعار فيها، من خلال المبحث الثاني، الذي يتبعه مبحث ثالث نتناول فيه أهمية قيام سوق المال الإسلامية في وقتنا المعاصر، لاسيما وأن هذا العصر هو عصر التكتلات الاقتصادية الدولية من خلال المؤسسات المالية المنتشرة في دول العالم. وذلك تمهيدا للدخول في دراسة أثر أساليب الاستثمار الإسلامي على الأسواق المالية، وبذلك يمكننا الإحاطة بأهم عمليات الاستثمار المعمول بها في أسواق المال الدولية في محاولة نقوم بها للوصول إلى مرحلة الفهم الشامل حول إمكانية تأثير أساليب الاستثمار الإسلامي في هذه الأسواق.

المبحث الأول

الأسواق المالية

مفهومها وتاريخ نشأتها

أولاً - مفهوم الأسواق المالية

الأسواق في اللغة: اسم جمع مفرده سوق، والسوق يذكر ويؤنث، وتسوق القوم باعوا واشتروا^(١).

وفي الاصطلاح: عرفت الأسواق المالية تعريفات كثيرة منها:

١. من الناحية الفقهية، عرفه ابن حجر العسقلاني بقوله: اسم لكل مكان

وقع فيه التبايع بين من يتعاطى البيع^(٢).

٢. من الناحية الاقتصادية عرفه الدكتور سعيد سعد مرطان، بقوله: إنه ذلك

التنظيم الذي يهيئ لكل من البائعين والمشتريين فرص تبادل السلع والخدمات

وعناصر الإنتاج وفيه تحدد الأسعار^(٣).

(١) مختار الصحاح: أبو بكر الرازي، مادة (سوق) ٣٢٢. ولسان العرب: ابن منظور، مادة (سوق): ٣/٢١٥٤.

(٢) فتح الباري: ٤/٣٤٢.

(٣) مدخل للفكر الاقتصادي في الإسلام: د. سعيد سعد مرطان، مؤسسة الرسالة، بيروت، ط١، ١٩٨٦.

٣. وعرفها الاقتصاديون الغربيون: بأنها المنطقة التي يكون فيها البائعون والمشترون على اتصال وثيق بعضهم ببعض، بحيث يكون للأثمان التي تدفع في أي جزء من السوق أثر على الأثمان التي تدفع في أجزائه الأخرى^(١).

أما المال في اللغة: فقال أبو بكر الرازي: المال معروف ورجل مال، أي: كثير المال، وتمول الرجل، صار ذا مال وموله غيره تمويلاً^(٢)، والمال ما ملكته من شيء والجمع أموال^(٣).

وفي الاصطلاح: عرفه ابن عابدين بقوله: ما يميل إليه الطبع ويمكن ادخاره لوقت الحاجة، والمالية إنما تثبت بتمول الناس كافة، أو بتقوم البعض^(٤).

وقال السرخسي: المقصود بالمال والتمول الادخار لوقت الحاجة^(٥).

وبعد أن بينا مفهومي السوق والمال عند أهل اللغة والفقه والاقتصاد، فإنه يمكن تعريف الأسواق المالية، باعتبارها مركباً لفظياً بتعريفات عدة، أهمها:

١. عرفها الدكتور محمد الوطيان، بقوله: تلك السوق التي تجمع بين بائعي الأوراق المالية ومشتريها، لتسهيل عملية التبادل بينهم، بغض النظر عن وسيلة الاتصال^(٦).

(١) بحث: السوق في الإسلام: أ.د. أحمد صفي الدين عوض، بحوث في الاقتصاد الإسلامي، لمجموعة من العلماء، أشرفت على طباعتها إدارة الثقافة والنشر بالجامعة، المملكة العربية السعودية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، ١٤٠٩هـ-١٩٨٩: ٢٠٥.

(٢) مختار الصحاح: مادة (مول) ٦٣٩.

(٣) البحر الرائق: ٢٧٧/٥.

(٤) حاشية ابن عابدين: ٥٠١/٤.

(٥) المبسوط: ٣١/٢٧.

(٦) المدخل في أساسيات الاستثمار: د. محمد الوطيان، مكتب الفلاح للنشر والتوزيع، ط١، ١٤١٠هـ-

١٩٩٠: ٥٧.

٢. من الباحثين من عرفها بقوله: سوق تباع وتشتري فيها الحقوق المترتبة على الثروة والتي تعطى كنتيجة لذلك سيولة للأوراق المالية، تشجع المدخرين على توظيف أموالهم فيها^(١).

٣. عرفها الدكتور محمد علي إبراهيم، فقال: هي مؤسسات تعنى بشؤون الاستثمار بالأوراق المالية، إصدار وتداول، ففي إطارها يجري بيع وشراء الأوراق المالية كالأسهم والسندات، وتحتمل عملياتها العوائد والمخاطر، ولهذا فإن السوق المالية، هي الآلية التي من خلالها يتم شراء، بيع، تبادل للموجودات المالية^(٢).

٤. وعرفها باحث آخر بقوله: هي المكان الذي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية الطويلة ومتوسطة الأجل (الأسهم والسندات)، عن طريق وسطاء مؤهلين ومتخصصين وفي أوقات محددة^(٣).

٥. وعرفها الدكتور سرمد كوكب الجميل فقال: إنها السوق التي يتم فيها التعامل بالأدوات المالية من موجودات مالية ومطلوبات مالية^(٤).

٦. وقد عرفها بعض الدارسين المعاصرين بقولهم: هي الآلية التي يتم بواسطتها نقل الأرصدة المعدة للإقراض أو ما يعرف بالأصول المالية من الوحدات ذات الفائض التي يكون إنفاقها النقدي الجاري أقل من تيار دخلها النقدي الجاري إلى الوحدات ذات العجز أو الوحدات التي يكون تيار دخلها النقدي

(١) مفاهيم اقتصادية: السلسلة الاقتصادية رقم (٦)، وزارة الثقافة والإعلام، دائرة الإعلام الداخلي العامة، دار الحرية للطباعة، بغداد، ١٩٨٠: ٤٥.

(٢) الإدارة المالية: د. محمد علي إبراهيم العامري، وزارة التعليم العالي والبحث العلمي، جامعة بغداد، مديرية دار الكتب للطباعة والنشر، بغداد: ٦١.

(٣) سوق الأوراق المالية (البورصة): حسن النجفي، إصدارات مصرف بغداد، ١٩٩٢، نشر وتوزيع مكتبة النجفي، شارع الخلفاء، باب المعظم، شركة الاعتدال للطباعة الفنية المحدودة: ٢٠.

(٤) التمويل الدولي مدخل الهياكل والعمليات والأدوات: د. سرمد كوكب الجميل، الدار الجامعية للطباعة والنشر والترجمة، فرع الموصل، ٢٠٠٢: ١٤١.

أقل من إنفاقها النقدي، كما تعرف على أنها: السوق التي تباع وتشتري فيها الحقوق على الثروة سواء كان حق ملكية (سهم) أو حقوق دين (سندات)، فهي لا تمثل مكان الالتقاء بين العرض والطلب (البائع والمشتري) فقط، لكن تشمل التنظيم وآلية العمل الخاصة بكل الهياكل التي تمثلها^(١).

٧. وعرفها الدكتور عبد الغفار حنفي، فقال: هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال^(٢).

وجدير بالذكر أن هذه التعريفات المتباينة في ألفاظها والمتنفة في مضمونها تجمع بين نقاط عدة يمكننا إيجازها بالآتي:

- أ - يتم في سوق المال (بيع وشراء) الأوراق المالية (الأسهم والسندات).
- ب - يتم الاستثمار فيها من خلال وجود عملاء ووسطاء وسماسرة.
- ج - يكون التعامل بالأوراق المالية الطويلة الأجل والمتوسطة الأجل أو قصيرة الأجل أو إحداها.
- د - تتضمن السوق المالية أنشطة المتعاملين من الدلالين والوسطاء والسماسرة الماليين كالبنوك والمصارف ومؤسسات الادخار والاستثمار والشركات الخاصة والحكومية ... الخ.

ولذلك يرى الباحث، أن المقصود بالسوق المالية: ملتقى المتعاملين والعمليات المالية التي يتم فيها إصدار وتداول الأوراق المالية سواء كانت أسهماً أو سندات بمختلف أنواعها. أما بالنسبة للسوق المالية الكفوءة، فإنه يمكن تعريفها: هي السوق التي تعكس أسعارها في أي وقت وبصورة كاملة جميع المعلومات المتوفرة^(٣).

(١) دور السوق المالية الجزائرية في تعبئة الموارد المالية المتاحة للفترة ١٩٩٠-١٩٩٩: آمال حسن إبراهيم، رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية الإدارة والاقتصاد في الجامعة المستنصرية، ١٤٢٠هـ-١٩٩٩: ١٢.

(٢) أسواق المال: د. عبد الغفار حنفي، ود. رسمية قرياقص، الدار الجامعية، ٢٠٠٠: ٢٣٧.

(٣) اختيار كفاءة السوق المالية، دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية: ميثم ربيع هادي الحسناوي، رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، ١٤١٧هـ-١٩٩٧: ٤.

ويرى لوري وبريلي: بأن السوق المالية الكفوءة تعني بأن جميع المعلومات الجديدة متوفرة بشكل رخيص وسريع وواسع للمستثمرين، وأن هذه المعلومات تضم ما هو مصروف ومناسب لتقييم الأوراق المالية، وأنها منعكسة بشكل سريع في أسعارها^(١).

ويشير (آرجر وزملاؤه) بأنها السوق التي تكون فيها المعلومات المتعلقة بالتغيرات في توقعات الأوراق المالية منعكسة مباشرة في التغيرات في أسعار تلك الأوراق المالية^(٢).

وقد عرف بلكوي السوق ذات الكفاءة بأنها: السوق التي تكون في حالة التوازن المستمر، بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيها مساوية تماما لقيمتها الحقيقية، وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها^(٣).

وحرري بنا الإشارة إلى المفهوم الذي شاعت استعمالاته في وقتنا الحاضر عوضا عن مفهوم السوق المالية، هذا المفهوم هو البورصة، ولذلك فإنه يصح القول: سوق الأوراق المالية أو بورصة الأوراق المالية، وهذا ما نجده متداولاً عند الكثير من الباحثين والدارسين المعاصرين.

فمثلاً نجد أن معجم المصطلحات التجارية الفني، يعرف البورصة (وقد استخدم هذا المفهوم عوضا عن مفهوم السوق المالية)، بأنها: سوق المضاربة وبيع الأسهم والسندات وتبادل العملات الأجنبية^(٤).

وقد عرف قانون التجارة الفرنسي البورصة (مادة ٧١)، بأنها: مجتمع التجار وأرباب السفن والسماصرة والوكلاء بالعمولة تحت رعاية الحكومة، وهي من النظم الاقتصادية اللازمة لكل دولة متمدنة إذ هي للتجار بمثابة مقياس الحرارة، ينبئ بالأسعار ومقدار

(١) المصدر السابق: ٤.

(٢) المصدر نفسه: ٤.

(٣) مقدمة في الأسواق المالية: د. نوزاد الهيتي، مطابع أدتيار، ليبيا، ١٤٢٨هـ-١٩٩٨: ١٠٤.

(٤) معجم المصطلحات التجارية الفني (عربي-إنكليزي)، المحامي جليل قسطو، مؤسسة الرسالة،

بيروت، ط١، ١٣٩٧هـ-١٩٧٧: ٥٥.

المطلوب والمعرض، ويمكن بواسطتها جس نبض السوق والاحتراس من الوقوع في الأزمات^(١).

وجاء في الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية أن المراد بكلمة البورصة أحد أمور ثلاثة هي:

١. المكان الذي تعقد فيه اجتماعات من نوع معين لإبرام صفقات تجارية حول منتجات زراعية أو صناعية أو أوراق مالية.

٢. نفس الاجتماع لتحقيق الغرض السابق.

٣. مجموع العمليات التي تتم لهذا الغرض، في هذا المكان^(٢).

ومن المعلوم أن لفظ البورصة ليست عربية، وإنما هي فرنسية تعني كيس النقود، وسبب إطلاق هذه اللفظة على السوق الذي تعقد فيه الصفقات أو العقود للسلع والأوراق المالية يرجع إلى أن التجار كانوا يأتون إلى السوق المخصص لذلك وهم يحملون نقودهم في أكياس، وقيل: لأن التجار كانوا يقدون إلى مدينة بروج في بلجيكا وينزلون في فندق لعائلة تحترف الصرافة تسمى (فان در بورص) وكانوا ينقشون على بيوتهم وفندقهم أكياس نقود^(٣).

كما أن البورصة تختلف عن الأسواق العادية من وجوه عدة، منها:

الأول: في الأسواق العادية يجتمع التاجر مع المستهلك أو من يريد الشراء وجها لوجه، أما في البورصة فيقوم بالعمليات التجارية الوسطاء والسماسرة.

والثاني: في الأسواق العادية توجد البضائع أمام المتعاملين، أما في البورصة فتوجد البضائع خارجها، إما في مخازن أو بنوك خاصة.

(١) تقرير: مشروعية السوق المالية، نشر على موقع islamOnline.net عبر الإنترنت:

(٢) الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية: د. سيد هواري: ٣٩١/٥.

(٣) المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي: د. محمد عثمان شبير: ١٦٢، وسوق الأوراق المالية

(البورصة): حسن النجفي: ٢٠.

والثالث: في السوق العادية يتم البيع وتسليم السلعة والتمن بعد أن يعاين المشتري ما يريد شراءه، وليس الأمر كذلك في البورصة.

والرابع: في السوق العادية يكون البيع والشراء حقيقيين، وفي البورصة ليس الأمر كذلك، فقد يتم عن طريق المضاربة على فرق الأسعار دون دفع الثمن وتسليم المبيع^(١).

بقي أن نشير إلى أهم البورصات في العالم، هي: بورصة نيويورك، ويطلق عليها الـوول ستريت، وكذلك بورصة لندن وبورصة طوكيو، أضف إلى ذلك البورصات العربية المحلية والدولية المنتشرة في أغلب بلدان الوطن العربي، ومن أهمها سوق بغداد للأوراق المالية وبورصة مصر وبورصات دول الخليج العربي المعروفة.

ثانياً - تاريخ نشأة السوق المالية

كانت أسواق العرب في الجاهلية ذات أهمية كبيرة، حيث كانت لقريش رحلات تجارية شتوية إلى اليمن وصيفية إلى الشام، تعقد فيها الصفقات وتباع وتشتري السلع، ولذلك فهي ملتقى البائعين والمشتريين منذ القديم، وقد أشار القرآن الكريم إلى ذلك عندما قال ﷺ في سورة قريش ﴿إِلَيْلَافٍ قُرَيْشٍ ﴿١﴾ إِيْلَافِهِمْ رِحْلَةَ الشِّتَاءِ وَالصَّيْفِ﴾^(٢)، وكذلك أشار القرآن الكريم إلى وجود أزمات ونكبات اقتصادية يمر بها الإنسان، وذلك حينما جاء في سورة يوسف قوله ﷺ ﴿قَالَ تَزْرَعُونَ سَبْعَ سِنِينَ دَأْبًا فَمَا حَصَدْتُمْ فَذَرُوهُ فِي سُنْبُلِهِ إِلَّا قَلِيلًا مِمَّا تَأْكُلُونَ ﴿١٦﴾ ثُمَّ يَأْتِي مِنْ بَعْدِ ذَلِكَ سَبْعٌ شِدَادٌ يَأْكُلْنَ مَا قَدَّمْتُمْ لَهُنَّ إِلَّا قَلِيلًا مِمَّا تُحْصِنُونَ ﴿١٧﴾ ثُمَّ يَأْتِي مِنْ بَعْدِ ذَلِكَ عَامٌ فِيهِ يُغَاثُ النَّاسُ وَفِيهِ يَعْرِضُونَ﴾^(٣).

جاء في كتاب الرحيق المختوم: فالتجارة كانت أكبر وسيلة للحصول على حوائج الحياة والجولة التجارية لا تيسر إلا إذا ساد الأمن والسلام، وكان ذلك مفقوداً في جزيرة

(١) المصدر السابق: ١٦٢، والموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية: د. سيد هوارى: ٣٩١/٥.

(٢) سورة قريش: ١، ٢.

(٣) سورة يوسف: ٤٧-٤٩.

العرب، إلا في الأشهر الحرم، وهذه هي الشهور التي كانت تعقد فيها أسواق العرب الشهيرة من عكاظ وذي المجاز ومجنة وغيرها^(١).

ويرجع تاريخ نشأة الأسواق إلى الرومان الذين كانوا أول من عرف الأسواق المالية في القرن الخامس الميلادي، وبعدها انتشرت الأسواق وتطورت بمرور الزمن وبحسب الحاجات الإنسانية والإمكانيات المتاحة.

ولابد في البداية من الرجوع إلى فكرة تعددية النقد، التي أدت إلى ولادة مهنة جديدة هي الصرافة، فلقد كلف حكام اليونان القديمة في عام ٥٢٧ قبل الميلاد بتبديل عملات الزائرين للمدن التي يوجدون فيها، وانتشرت هذه المهنة وتطورت بشكل سريع.

وفي السنوات الأولى بعد الميلاد، دخلت المهنة مرحلة سكون، لا بل غياب كامل باستثناء المنطقة العربية دام ٥٥٠ عاما، حيث عادت وظهرت في شمال إيطاليا، عندما قرر المشرعون الرومانيون في حينه، وضع عدد كبير من القوانين والتشريعات المتعلقة بعمليات الإيداع وتبادل النقود، بعد ذلك احتلت الجمهوريات الإيطالية جنوة وفينيسيا وفلورنسا بفضل تجارتها مع الشرق مركزا مرموقا على صعيد الاقتصاد الدولي، وبدأت رؤوس الأموال تصل إليها بكثافة بالغة، مما استدعى إعادة ظهور مهنة الصرافة، ولقب الأشخاص العاملين في تلك المهنة ما يعني بالإيطالية المصرفيون بعد ذلك احتلت مدينة (بروج البلجيكية) في بداية القرن الرابع عشر المركز الأول فيما يتعلق بالسوق النقدية، فلقد جرت العادة في تلك الفترة أن تجتمع دراسة بيع وشراء السلع ومن ثم كتابة بوالص التأمين إضافة إلى كل ما يمت بصلة لعمليات بيع وشراء النقود.

أما الرئيس الذي كان يستقبل تلك العائلات في منزله فكان يدعى (فاندربورز) ومنه أتى اسم المكان الذي يتم فيه تبادل البضائع والخدمات، بالإضافة لعمليات بيع وشراء العملة واسم (بورز) بالفرنسية أي سوق الأوراق المالية في اللغة العربية أو البورصة^(٢).

(١) الرحيق المختوم: الشيخ صفي الرحمن المباركفوري، دارالعلوم، عمان، الأردن، ط١، ١٤٢٣هـ/٢٠٠٢م.

(٢) بحث: أسواق الأوراق المالية وأهميتها في البلدان النامية: محمد آدم، مجلة النبأ، العدد ٥٩، منشور

يعتبر المؤرخون عام ١٣٣٩م، بمثابة العام الذي ولد فيه مفهوم البورصة، نسبة إلى اسم عائلة الشخص السابق الذي كان يستقبل رجال الأعمال وخاصة ممثلي رجال المصارف الإيطالية، الذين كانت تتحصر وظيفتهم في تلك الفترة بقبول الإيداعات ومنح القروض. ومن أجل تسهيل عمليات الاتصال بين البائع والمشتري، ازداد عدد الوسطاء بشكل كبير، وتحددت أسعار العملات وفقا لغزارتها أو ندرتها وفقا لعرضها وطلبها، وكذلك وفقا للتغيرات الحاصلة أو الطارئة على العملات المحلية أو الأجنبية^(١).

وظهرت أول قائمة لأسعار الأسهم في انفتير عام ١٥٩٢م، وبعدها على التوالي في كل من أمستردام بين الساعة الثانية عشر والثانية بعد الظهر، حيث صار آلاف المتعاملين لعرض آخر أسعار أسهم شركة الهند الشرقية، ثم جاء دور باريس كمركز لبيع وشراء الأوراق المالية في القرن التاسع عشر، وقد احتلت لندن الدور المالي الأول في العالم، ولكن بعد الحربين الاستعماريتين العالميتين تقلصت أهمية لندن، وإن كان ما زال مركز لندن المالي يحتفظ بفاعليته.

ثم نمت وول ستريت (بورصة نيويورك) وعلى رغم من أن أزمة الكساد الكبير التي اجتاحت الولايات المتحدة ومن بعدها العالم عام ١٩٢٩، أثرت على العديد من المصارف والشركات، فإن السوق الأمريكية، سرعان ما عرفت الثقة والاطمئنان، ثم التوسع نتيجة الدور المتعاظم للدولار الأمريكي^(٢).

ومما لا ينكر أن هذه السوق ساهمت في نقل اقتصاد الدول الكبرى من المرحلة البدائية والزراعية إلى المرحلة الصناعية، ثم بعد ذلك انتشرت فكرة السوق المالية إلى الدول العربية والإسلامية، لتكون بذلك بداية انطلاقة جديدة لاقتصاديات هذه الدول. لقد مرت فكرة الأسواق المالية عبر تطورها التاريخي ووفقا للحاجة وطبيعة الإمكانيات المتاحة بمجموعة من المراحل يمكن تلخيصها بالآتي:

(١) المصدر السابق.

(٢) تقرير: مشروعية السوق المالية، نشر على الإنترنت وعلى موقع: IslamOnline.net وانظر تقرير:

نبذة عن الأسواق المالية: أبو بكر عبد الرحيم بو قرين، نشرة التجارة والتنمية بتاريخ ٢٩/٣/٢٠٠٤،

عبر الإنترنت وعلى الموقع: www.bankofcd.com

المرحلة الأولى: مرحلة إنشاء بورصات البضائع

إن التطور والانتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية وما رافق ذلك من هجرة الأيدي العاملة إلى المدن، أدى إلى ازدهام السكان فيها، وبذلك أصبح تمويل هذه المدن تمويلاً منظماً بالأغذية والحبوب من المشاكل العسيرة، فاقترض هذا وجود سوق عالمي للتجار بالحاصلات الزراعية، فنشأ فريق جديد من المتعاملين سموا بالمضاربيين، ليتحملوا خطر تقلبات الأسعار، وأنشأ تجار الجملة المخازن لتحمل خطر الاتجار وساهمت البنوك بمساعدة هؤلاء التجار، فنشأت البورصات في أماكن متعددة للتجار في هذه المحصولات سميت بورصة البضائع.

فقد أنشئت بورصة البضائع في باريس عام ١٣٠٤م، وأنشئت بورصة للبضائع في أمستردام عام ١٦٠٨م، التي كانت مركزاً للسوق الآجلة في البضائع.

المرحلة الثانية: مرحلة التعامل بالأوراق التجارية

بدأ في فرنسا في القرن الثالث عشر تداول الكمبيالات والسحوبات الإذنية، حيث أوجد الملك (فيليب الأشقر) مهنة سمسرة الصرف من أجل تنظيم هذا التداول، وفي إنكلترا سنة ١٦٨٨م كان التعامل يتم في سندات الائتمان، وكذلك في أسهم شركة الهند الشرقية التي تأسست عام ١٥٩٩م.

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

بعد أن خرج المتعاملون في الأوراق المالية من بورصة البضائع، بدأوا يبحثون عن مكان لهم، فكان مكانهم قارعة الطريق الذي يكون قريباً من بورصة البضائع والمقاهي في الأيام الممطرة والباردة، ففي لندن بعد أن خرج هؤلاء المتعاملون من البورصة الملكية للبضائع، كانوا يجتمعون في ممر بورصة البضائع، وفي الأيام الممطرة كانوا يتوجهون إلى المقاهي كقهوة (جوناثان)، وفي أمريكا عام ١٧٩٠م، خلال حرب الاستقلال أصدرت الفيدرالية صكوك الدين الموحد، وكان التعامل في هذه الصكوك في المقاهي والطرقات، وكان السمسرة يجتمعون تحت شجرة في شارع (وول ستريت)، ثم انتقل التعامل إلى قهوة (تونتين)، وفي فرنسا قبل افتتاح بورصة باريس كان التعامل يجري في شارع (كانانبوا).

المرحلة الرابعة: مرحلة استقلال بورصات الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها

صاحب مرحلة التطور الصناعي، نشوء مشاريع ضخمة، لم يستطع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية، فبنمو الاقتصاد وتطور الصناعة وزيادة الدخل من ناحية ورواج التعامل في الأوراق المالية من ناحية أخرى أملت ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة وضرورة تطور نظمها وأساليب التعامل فيها^(١).

ولقد مرت الأسواق المالية العالمية في التاريخ الحديث بأزمات وانهيارات ويمكن أن نذكر أشهر الانهيارات التي مرت بها هذه الأسواق من خلال الآتي:

١- انهيار عام ١٩٢٩-١٩٣٣

يطلق الكثيرون على يوم الثلاثاء ٢٩ أكتوبر عام ١٩٢٩، بيوم الثلاثاء الأسود، وهذا نظرا للأحداث التي صاحبت هذا التاريخ إلى غاية ١٩٣٣، حيث تعرضت دول العالم ما عدا الاتحاد السوفييتي إلى كساد اقتصادي لم تشهد له مثيلا في تاريخها الاقتصادي، وترجع أسباب هذا الكساد بالدرجة الأولى إلى أمريكا، نظرا للمركز الاقتصادي الكبير الذي كانت تتمتع به في الاقتصاد العالمي.

٢- انهيار عام ١٩٨٧

لقد أعاد يوم الاثنين ١٩ أكتوبر ١٩٨٧، للأذهان أزمة الكساد العالمي ١٩٢٩-١٩٣٣، بصفة عامة، والانهيار الحاد الذي أصاب الأسواق العالمية بصفة خاصة، ولهذا يطلق المتعاملون في بورصات الأوراق المالية والخبراء الاقتصاديون على هذا اليوم بيوم الاثنين الأسود لحدة الاضطراب والفوضى التي حطت في الأسواق المالية وخسرت بورصة نيويورك في يوم واحد ٥٠٠ مليار دولار^(٢).

٣- انهيار عام ١٩٨٩

هذا الانهيار يعد أخف وطأة من انهيار ١٩٨٧، لسببين:

(١) بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية: شعبان محمد إسلام البرواري، دار

الفكر، بيروت ودمشق، ط١، ١٤٢٣هـ-٢٠٠٢: ٣٢-٣٤.

(٢) الرأسمالية تجدد نفسها: د. فؤاد مرسي، مطابع السياسة الكويت، سلسلة عالم المعرفة، ١٤١٠هـ-

١٩٩٠: ٢٣٣.

الأول: الخبرة والتجربة التي اكتسبت بعد انهيار ١٩٨٧، حيث أحجمت الشركات الكبرى عن بيع الأسهم على الرغم من أن حملة الأسهم الصغار سارعوا لبيع كل ما لديهم من أسهم.

الثاني: تسهيل عملية الإقراض من طرف البنوك المركزية للدول الغربية لتوفير السيولة النقدية من أجل شراء الأسهم كافة التي لم تجد لها مشتريا.

٤- أزمة دول شرق آسيا عام ١٩٩٧

شملت هذه الأزمة بعض دول شرق آسيا هي تايلاند وكوريا الجنوبية وإندونيسيا وماليزيا والفلبين واليابان، ويرجع سبب الأزمة إلى النقاط الآتية:

- أ - عجز الحساب الجاري والإفراط في تحديد سعر الصرف الفعلي.
- ب - الإقراض الأجنبي قصير الأجل.
- ج - تدفقات رأس المال الخاص وجوانب القصور في النظام المالي المحلي^(١).

٥- انهيار بارنج عام ١٩٩٥

حدث هذا الانهيار في يوم الأحد الموافق ٢٦/٢/١٩٩٥، عندما وضعت مجموعة المصارف التجارية المسماة Barings تحت حراسة إنكلترا بعد أن أخفقت محاولة ترتيب من يشتري هذا المصرف، بعد مفاوضات عديدة، وكان سببها دخول أحد المسؤولين فيه المتخصص بالتداول في المستشفيات في معاملات غير مرخصة من خلال شركة سنغافورة تسمى مستقبلات (بيرنج)، تابعة لشركة الأوراق المالية^(٢).

وبعد هذا السرد التاريخي عن نشأة الأسواق المالية والمراحل التي مرت بها، وأهم الأزمات التي واجهتها، نجد أن من الضروري أن نوجز أهم العوامل التي أدت إلى قيام هذه الأسواق في النقاط الآتية:

(١) بحث: أزمة شرق آسيا عبر لبلدان منظمة المؤتمر الإسلامي: أنور هاقان قوناش، مجلة التعاون

الاقتصادي بين الدول الإسلامية، ٢٠٠١، العدد ٢، مجلد ٢١: ٧٩-٨٤.

(٢) دور السوق المالية الجزائرية في تعبئة الموارد المتاحة للفترة ١٩٩٠-١٩٩٩: آمال حسن إبراهيم: ٤٢-٥١.

١. حدوث الانقلاب الصناعي في أوروبا وحلول الإنتاج الكبير بدل الإنتاج الصغير، ظهرت الحاجة الماسة إلى الكميات الضخمة من المواد الخام التي تحتاج إليها الصناعات.
٢. انتشار المدن إثر الثورة الصناعية وازدحامها بالسكان، احتاج إلى تمويلها تمويماً منظماً بالمواد الغذائية، فاقترض وجود سوق عالمي للتجار في الحاصلات الزراعية، فنشأ فريق من التجار سمووا بالمضاربين الاختصاصيين وفريق من تجار الجملة وأنشأوا المخازن وساهمت البنوك في مساعدة هؤلاء التجار فنشأت البورصات لتكون الملتقى والمنظم لتلك المعاملات.
٣. اقتراض الحكومات من المواطنين للصرف على الحروب التي أنشأتها للتنافس على الاستعمار، والحصول على المواد الصناعية، والبحث عن أسواق لصرف منتجاتهم، فكانت الحكومات تقدم المستندات لهؤلاء المقترضين.
٤. لجوء الشركات إلى الاقتراض وتقديم المستندات لهؤلاء الدائنين على أساس أنها رهائن يمكن أن تباع في أي وقت ورغبة من هذه الشركات في ازدياد رأسمالها.
٥. صاحب التقدم الصناعي كبير حجم المشروعات وضخامة رأسمالها، مما أدى إلى الحاجة لتوسيع قاعدة المساهمين والممولين ولهذا نشأت الشركات المساهمة وتجزأ رأسمالها إلى أسهم لمن يريد مشاركة دائمة وصكوك تمويل لمن يريد مشاركة مؤقتة^(١).

بقي أن نذكر أنه مع نهاية القرن العشرين وبداية القرن الواحد والعشرين يمكن ملاحظة ترتيب أسواق المال العالمية قد تغير لصالح الولايات المتحدة واليابان، من حيث حجم رؤوس الأموال المتداولة فيها، وتعود المرتبة الأولى من فترة لأخرى بالتناوب، أما بورصة نيويورك أو لبورصة طوكيو تاركة وراءها البورصات الأوروبية الكفوءة مثل بورصة لندن وبورصة فرانكفورت وبورصة باريس، لاسيما بعد حدوث التقلبات الحادة في أسعار السلع والأوراق المالية والتي يأتي النقط في مقدمتها من خلال استثمار شركات النفط فيها، وكذلك هو الحال فيما يتعلق بالقطن، أضف إلى ذلك الأزمات السياسية والتقلبات التي تشهدها الدول النامية وسيطرة الدول الكبرى على زمام الأمور.

(١) بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: شعبان البروراي: ٣٤.

أنواع الأسواق المالية

وكيفية الاستثمار فيها وتحديد أسعارها

يمكننا أن نرسم تصورا عاما عن أعمال سوق المال وأوجه نشاطها وطبيعة معاملاتها من خلال بيان:

أولاً - أنواع الأسواق المالية

على الرغم من التباينات المتعددة لأسواق المال عند الكثير من الدارسين والباحثين، إلا أنه يمكن تبويب أنواع الأسواق المالية بصفة عامة إلى نوعين هما:

النوع الأول: سوق النقد (سوق الأوراق المالية قصيرة الأجل).

النوع الثاني: سوق رأس المال (سوق الأوراق المالية طويلة الأجل)^(١).

النوع الأول: سوق النقد

وهي أسواق الاستثمار القصير الأجل الذي لا يتجاوز استحقاق الأوراق المالية سنة واحدة، ويعد سوق النقد مصدرا للتمويل قصير الأجل، فهو يوفر الفرصة للمقترضين بالحصول على القروض قصيرة الأجل، كذلك يوفر الفرصة للمقترضين بالحصول على درجة عالية من الأمان باستثمار أموالهم في أصول مالية ذات سيولة مرتفعة، وتلعب البنوك

(١) الأسواق المالية والنقدية: د. خالد وهيب الراوي، دار المسيرة للنشر، الأردن، ط٢، ١٤٢١هـ-٢٠٠٠: ٦.

التجارية دورا قياديا في نشاط هذا السوق يشاركها في ذلك مجموعة أخرى من المؤسسات المالية التي تؤدي دور الوساطة فيه ، أما المستثمرون الأفراد فدورهم في سوق النقد محدود نسبيا نظرا لانخفاض معدل العائد المتوقع من أدوات الاستثمار فيه^(١).

ومن أهم مزايا سوق النقد مرونته العالية ، فمعظم الصفقات المالية التي تتم فيه تحدث في السوق الثانوي وبإجراءات مبسطة جدا ، تخفض تكاليف هذه الصفقات كما يتميز أيضا بانخفاض درجة المخاطرة فيه لسببين:

١- تدني درجة المخاطرة النقدية

والتي تنشأ عن احتمالات انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه لأن هذه الأوراق من النوع قصير الأجل ، لذا تترك التغييرات الحادثة في أسعار الفائدة السوقية آثارا محدودة على الأسعار السوقية لهذه الأوراق مما يجعل قيمتها الاسمية عند الاستحقاق شبه مؤكدة وبالتالي لا يتحمل حاملها خسائر كبيرة فيما لو قبل في خصمها قبل موعد استحقاقها.

٢- تدني درجة مخاطرة الدين

والتي ترتبط باحتمالات عجز المدين عن الوفاء بدينه عند استحقاقه نظرا لأن الأوراق المالية المتداولة فيه تكون صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية ، كالبنوك التجارية أو البنك المركزي أو المؤسسات الحكومية لذا تكون احتمالات عدم الوفاء بالدين منخفضة^(٢). كما أن أدوات الاستثمار المتداولة في سوق النقد متعددة أهمها:

أ - شهادات الإيداع

وهي شهادات يصدرها البنك تثبت إيداع مبلغ معين وبفائدة محددة ولمدة معينة وهي تصدر عن البنوك التجارية بقيم اسمية مختلفة ولمدة متفاوتة ، ولكنها عادة تكون أقل من سنة وتتمتع بدرجة مرتفعة من الأمان وبقدر كبير من السيولة^(٣).

(١) مقدمة في الأسواق المالية: د. نوزاد الهيبي: ٣٠.

(٢) المصدر السابق: ٣١.

(٣) المدخل في أساسيات الاستثمار: د. محمد الوطيان: ٦٢.

ب - أدونات الخزينة

وهي أوراق مالية تصدرها الحكومة لفترات قصيرة الأجل تتراوح بين ثلاثة أشهر إلى سنة على الأكثر، تلجأ إليها الحكومة في الحالات التي يظهر فيها العجز النقدي في الميزانية نتيجة مثلاً لتأخر الإيرادات أو لتغطية نفقة معينة^(١).

ج - القبولات المصرفية

وهي ورقة مسحوبة على مصرف من قبل عميل (زبون) يطلب فيه من المصرف أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغاً محدداً من المال في المستقبل في موعد يحدد سلفاً وقبول المصرف للسند يعتبر ضماناً على استعداده للدفع في الموعد المعين ويمكن تداول القبول المصرفي وبيعه في السوق المالية أو الاحتفاظ به لغاية ميعاد استحقاقه وأكثر ما يستخدم القبول المصرفي هو في التجارة الخارجية لغرض تسوية المدفوعات وأقيام البضائع المستوردة^(٢).

د - الأوراق التجارية

الورقة التجارية هي صكوك ثابتة قابلة للتداول بطريق التظهير^(٣)، تمثل حقا نقدياً وتستحق الدفع بمجرد الاطلاع عليها أو بعد أجل قصير ويجري العرف على قبولها كأداة للوفاء بدلا من النقود^(٤).

وعرفها الدكتور محمد حسني عباس بأنها: صك مكتوب على وفق شكل حدده التشريع أو العرف يرد على حق شخصي موضوعه دفع مبلغ معين من النقود يستحق الأداء

(١) دور السوق المالية الجزائرية في تعبئة الموارد المالية: آمال حسن: ١٠.

(٢) سوق الأوراق المالية: حسن النجفي: ٢٩.

(٣) المقصود بالتظهير: نقل ملكية الورقة التجارية من المظهر إلى المظهر إليه أو توكيل المظهر إليه لقبض قيمة الورقة أو رهن الورقة لدى المظهر إليه، وقد يكون التظهير مخصصاً باسم معين وقد يكون على بياض دون ذكر اسم معين.

(٤) المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي: د. محمد عثمان شبير: ١٩٩.

في أجل قصير أو بمجرد الاطلاع وقابل للتداول بالطرق التجارية وجرى العرف على استعماله أداة للوفاء^(١).

إن للورقة التجارية مجموعة من الخصائص يمكننا حصرها بالنقاط الآتية:

أ - آجالها تتراوح بين شهرين وستة أشهر.

ب - تحمل سعر فائدة أقل من سعر الفائدة السائد في السوق المالية.

ج - تعطي الخيار للمقترض (مصدر الورقة التجارية) باسترجاعها دونما دفع فوائد إلا أنها تحمل معدل فائدة يفوق إصدارات حوالات الخزينة وتباع بخخص وتسترد بقيمتها الاسمية عند موعد الاستحقاق^(٢).

أما أهمية السوق النقدية فتكمن في المنافع والخدمات التي تقدمها والتي يمكن إيجازها بالنقاط الآتية:

١. المساهمة في دعم القطاع الصناعي والتجاري من خلال توفير رأس المال للعامل وذلك من عمليات الخصم التي ينفذها السوق للعديد من الأوراق التجارية من حوالات وسفاتيح وكمبيالات وسندات وشيكات إلى غير ذلك، وبالتالي يسهل للبايع مهمة البيع، ويسهل للمشتري إتاحة المزيد من الوقت لتوفر المال اللازم، وأن السوق يوفر الكثير لأصحاب الأعمال وبكف منخفضة أو حتى من دون كلف الكثير من الأحيان.

٢. إذا كانت التعاملات في السوق ذات طبيعة قصيرة الأجل ويمثلها في كثير من

الأحيان المصارف التجارية بما تقدمه من خدمات فإن هذا السوق يوفر أيضا آليات العمل الاستثماري قصير الأجل حيث يتمتع بمرونة عالية في هذا المجال.

٣. يسهم سوق النقد في معالجة الكثير من المشاكل المالية الوقتية التي قد

تواجه المصرف المركزي والحكومة، فالسوق تكون قادرة على استيعاب

إصدارات حوالات الخزينة والأوراق قصيرة الأجل من دون أن تلجأ الحكومة

إلى الإصدار النقدي.

(١) المصدر نفسه: ١٩٩.

(٢) الإدارة المالية: د. محمد علي إبراهيم: ٧٠.

٤. يسهم سوق النقد في توجيه سياسات المصرف المركزي أثناء التطورات والمستجدات التي تحدث فتؤثر على ظروف الائتمان والنقد.
٥. يسهم سوق النقد في تفعيل سياسات المصرف المركزي وذلك من خلال سرعة نقل الأموال وكفاءة العمل واستقرار سعر الفائدة.
٦. أن السوق النقدية يمكن أن تسهم في تطوير سوق رأس المال من خلال إدارة سعر الفائدة^(١).

النوع الثاني: سوق رأس المال

سوق رأس المال هو سوق يتم فيه تداول أدوات تمويل ذات استحقاقات طويلة الأمد، أي: التي مدتها أكثر من عام وأهم هذه الأدوات السندات والأسهم والأوراق المالية الأخرى، وأهمية هذه السوق تكمن في تشجيع الاستثمار الرأسمالي وتقديم تمويل طويل الأجل إلى مشاريع تحتاج إلى فترة طويلة قبل أن تبدأ في إعطاء مردود وهذه السوق تختلف عن السوق النقدي الذي يعتمد أدوات تمويل قصيرة الأجل، أي: أقل من سنة، مثل الودائع بأنواعها المختلفة بما في ذلك شهادات الإيداع وأذونات الخزانة^(٢).

وتقسم أسواق رأس المال إلى قسمين هما:

أ- الأسواق الحاضرة أو الفورية

وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل (أسهم وسندات) وأحيانا يطلق عليها أسواق الأوراق المالية، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها^(٣).

ويمتاز هذا السوق بحسن التنظيم وارتفاع معدل العائد من أدوات الاستثمار المتداولة فيه، ولسوق رأس المال وجهان كل منهما يتصل بالآخر ويكمله كما يلي:

(١) التمويل الدولي: د. سرمد كوكب الجميل: ١٤٦.

(٢) مقدمة في الأسواق المالية: د. نوزاد الهيبي: ٢٧.

(٣) أسواق المال: د. عبد الغفار حنفي: ٢٣٧.

الوجه الأول: ويسمى بالسوق الأولي، وهو السوق الذي تنشأ فيه علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب الأول فيها، لتمويل المدخرات الخاصة إلى استثمارات جديدة لم تكن قائمة من قبل.

الوجه الثاني: ويسمى بالسوق الثانوي، وهو السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية بعد الاكتتاب فيها، والسوق الثانوية إما أن تكون منظمة فتأخذ شكل البورصة التي تحدد فيها شروط العضوية والتداول وفقا لقواعد قانونية، وإما أن تكون غير منظمة حيث يتم التداول فيها بين البنوك ومكاتب السماسرة والسيارفة. وفي العديد من الدول تخفق عملية تداول أوراق بعض الشركات في دخول البورصة فينشأ ما يسمى بالسوق الموازية أو أسواق الأوراق المالية للشركات غير المدرجة أو غير المؤهلة للتسعير في البورصة^(١).

ب - الأسواق المستقبلية أو الآجلة

وهي تتعامل أيضا بالأسهم والسندات، ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة ويتسلمها في تاريخ لاحق، والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر، مما يدفع ويشجع المستثمر المتردد الذي بطبيعته يتجنب المخاطر في توجيه مدخراته نحو الاستثمار في الأوراق المالية وخاصة الأسهم^(٢).

أما بالنسبة لأهم أدوات الاستثمار في سوق رأس المال فهي:

١. الأسهم.
 ٢. السندات.
 ٣. حصص التأسيس.
- وبيانها واضح من خلال الآتي:

(١) المدخل في أساسيات الاستثمار: د. محمد الوطيان: ٦٣.

(٢) أسواق المال: د. عبد الغفار حنفي: ٢٣٨.

١- الأسهم

السهم في اللغة يعني النصيب^(١)، وأسهم جمع مفرده سهم، ويقال أسهم بينهم أي أقرع، وسأهمه أي قاسمه، ففي القرآن الكريم ورد قوله ﷺ ﴿فَسَاهَمَ فَكَانَ مِنَ الْمُدْحَضِينَ﴾^(٢)، أي قارع بالسهم فكان من المغلوبين.

وهو في الاصطلاح: جزء من رأس مال الشركة المساهمة، وهو يمثل حق المساهم مقدرا بالنقود لتحديد مسؤوليته ونصيبه في ربح الشركة أو خسارتها، فإذا ارتفعت أرباح الشركة ارتفع بالتالي ثمن السهم، إذا أراد صاحبه بيعه وإذا خسرت انخفض وبالتالي سعره إذا أراد صاحبه بيعه، واحتمال ارتفاع ثمن السهم وانخفاضه أتاح الفرصة للتعامل فيه في بورصة الأوراق المالية، بنفس الطريقة التي يتم بها التعامل على البضائع في سوق العقود^(٣).

وتتقسم الأسهم باعتبارات مختلفة إلى أقسام وهي:

التقسيم الأول: تنقسم الأسهم من حيث الحصة التي يدفعها الشريك إلى:

١. أسهم عينية: وهي التي تدفع أموالا من غير النقد.

٢. أسهم نقدية: وهي التي تدفع نقدا.

التقسيم الثاني: تنقسم الأسهم من حيث الشكل إلى أقسام، وهي:

١. أسهم اسمية: وهي التي تحمل اسم المساهم وتثبت ملكيته لها.

٢. أسهم لحاملها: وهي التي لا تحمل اسم حاملها، ويعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة.

٣. أسهم للأمر: وهي التي تتضمن الأمر، فيكون السهم قابلا للتظهير.

التقسيم الثالث: وتنقسم الأسهم من حيث الحقوق التي تعطى لها لصاحبها إلى:

(١) مختار الصحاح: أبو بكر الرازي: مادة (سهم) ٣١٩. ولسان العرب: ابن منظور، مادة (سهم): ٢١٣٥/٣.

(٢) سورة الصافات: ١٤١.

(٣) الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية: د. سيد هواري: ٤٣٤/٥.

أسهم عادية: وهي التي تتساوى في قيمتها وتعطي المساهمين حقوقا متساوية، وللأسهم العادية ثلاث قيم:

- أ - القيمة الإسمية: وهي القيمة التي يصدر بها، وتكون موجودة على صك السهم.
- ب - القيمة الدفترية: وهي قيمة السهم في دفاتر المنشأة وهي خارج قسمة حقوق الملكية (رأس المال، المصدر، والاحتياطات والأرباح المحتجزة)، على عدد الأسهم المصدرة.
- ج - القيمة السوقية: وهي سعر تداول السهم في سوق الأوراق المالية، وتعتبر أكثر أهمية لأنها تعبر مباشرة عن قيمة ثروة المساهم (١).

أسهم ممتازة: وهي التي تعطي صاحبها حقوقا خاصة لا توجد في الأسهم العادية، لجذب الجمهور للاكتتاب بها، ومن هذه الحقوق:

- أ - حق الحصول على الأرباح الثابتة سواء ربحت الشركة أو خسرت.
- ب - حق استعادة قيمة السهم كاملة عند تصفية الشركة.
- ج - حق منح صاحب السهم الممتاز أكثر من صوت في الجمعية العمومية (٢).

التقسيم الرابع: وتنقسم من حيث استرداد قيمتها الإسمية قبل انقضاء الشركة وعدم الاسترداد إلى:

١ - أسهم رأس المال

وهي التي لا يجوز لصاحبها استرداد قيمتها من الشركة، ما دامت الشركة قائمة، وهذا هو الأصل بالنسبة لجميع الأسهم؛ لأن ذلك يؤدي إلى انخفاض رأس المال، وفيه إضعاف حقوق دائئي الشركة.

٢ - أسهم تمتع

وهي التي تستهلكها الشركة بأن ترد الشركة قيمتها إلى المساهم قبل انقضاء الشركة، ويبقى صاحبها شريكا له حق الحصول على الأرباح والتصويت في الجمعية

(١) طريقك إلى البورصة، مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق

الأوراق المالية: د. محمد محمود عبد ربه محمد، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٠: ٧، ٨.

(٢) المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي: د. محمد عثمان شبير: ١٦٤.

العمومية، ويطلق على هذه العملية استهلاك الأسهم^(١).

والسهم يعطى صاحبه حقوقا أساسية هي:

١. حق المساهمة في البقاء في الشركة، فلا يجوز فصله منها، ولا نزع ملكيته لأسهمه إلا برضاها.
٢. حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة بصوت واحد للسهم، ويجوز أن يحدد نظام الشركة حدا أقصى لعدد الأصوات التي يستحقها من بحوزته أسهم عدة، كما يكون للسهم الممتاز أكثر من صوت.
٣. حق المساهم في الحصول على الأرباح والاحتياطات.
٤. حقه في التصرف بالأسهم بالتنازل عنها بالبيع أو الهبة أو غير ذلك؛ لأنها قابلة للتداول.
٥. حقه في مراقبة أعمال الشركة بمراجعة ميزانيتها وحساب أرباحها وخسائرها وغير ذلك.
٦. حقه في رفع دعوى المسؤولية على أعضاء مجلس الإدارة بسبب أخطائهم.
٧. حقه في الأولوية في الاكتتاب إذا قررت الشركة زيادة رأس مالها وطرح أسهم جديدة.
٨. حقه في الحصول على نصيبه من موجودات الشركة عند تصفيتها^(٢).

٢- السندات

السندات في اللغة: اسم جمع مفردة سند، يقال فلان سند، أي: معتمد، وسند إلى الشيء من باب دخل، واستند إليه بمعنى وأسند غيره والإسناد في الحديث رفعه إلى قائله^(٣). والسند في الاصطلاح: ورقة مالية تعطي ضمانا لدين على إحدى الشركات مع تقدير ربح ثابت وفائدة ثابتة لها، كما يمكن أن يكون هناك خصم عند الإصدار، بمعنى أن

(١) المصدر نفسه: ١٦٤، ١٦٥.

(٢) المصدر السابق: ١٦٦.

(٣) مختار الصحاح: أبو بكر الرازي: مادة (سند): ٣١٦.

يدفع المکتب في السند أقل من قيمته الاسمية على أن يسترد القيمة الاسمية كاملة عند الاستحقاق علاوة على الفائدة السنوية^(١).

والسندات تمثل حقوق الدائنية، وهي بذلك قروض منظمة تقوم بتدبيرها المؤسسات والهيئات والشركات الكبيرة، سواء كانت حكومية أو خاصة لتمويل عملياتها، والسندات هي وعود بدفع أقيامها والفوائد المترتبة عليها في تواريخ محددة. ويختلف السند عن القرض بقابليته للتداول، فعندما يقدم البنك قرضا لأحد زبائنه فإنه يظل محتفظا بهذا القرض لحين تاريخ استحقاقه، أما السند فيمكن بيعه بمكان يطلق عليه السوق الثانوية، وهذا التمييز له أهميته الخاصة، فهو يسمح للمستثمرين الذين قد يحتاجون إلى أموالهم قبل مواعيد استحقاقها التصرف بهذه السندات وتحصيل أقيامها فورا، ويرفق بالسند عادة كويونات بالفوائد تدفع لدى المصارف الذين يمثلون كوكلاء للشركة أو للهيئة المقترضة. وفي العديد من الدول تستعمل السندات كوسيلة لضبط الائتمان، وعرض النقد بالسوق وتقوم البنوك المركزية بإصدار هذه السندات لتقليص حجم السيولة والسيطرة على التضخم بالاقتصاد، وخلاف ذلك من أهداف اقتصادية متعددة^(٢).

وتتمتع السندات بثلاث خصائص أساسية:

١. أنها صكوك ديون.
٢. أنها ذات معدل فائدة ثابت.
٣. أنها ذات أجل محدد لسداد أصل الدين (قيمة السند)^(٣).

الفرق بين السند والسهم

١. ليس لحامل السند التدخل في إدارة الشركة وليس له حضور جمعياتها العمومية بينما هذا الحق مغول لحامل السهم.
٢. لحامل السند حق الحصول على فائدة ثابتة سنويا ولو لم تنتج الشركة أرباحا، في

(١) الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية: د. سيد هوارى: ٦/٢٦٤.

(٢) الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية: محمد صالح جابر، ط١، مؤسسة الفليح للطباعة والنشر، الكويت، دار الرشيد للنشر، ١٩٨٢، وزارة الثقافة والإعلام، الجمهورية العراقية: ٤٠.

(٣) طريقك إلى البورصة: د. محمد محمود: ١٧.

- حين أن حامل السهم يحصل على ربح متغير حسب حالة الشركة.
٣. لحامل السند أن يحصل على قيمته عند انتهاء الأجل المتفق عليه، أما السهم فلا ترد قيمته طالما أن الشركة قائمة، إلا في حالة استهلاك الأسهم التي قد تلجأ الشركة لها.
٤. تنقطع صلة حامل السند بالشركة بمجرد أن يستوي في قيمة السند.
٥. لحامل السند ضمان عام على أموال الشركة فلا يستولي أصحاب الأسهم على قيمتها إلا بعد أن يحصل حامل السند على قيمة السند والفوائد المستحقة^(١).
- كذلك فإن للسندات عدة أقسام من حيث الحقوق التي تعطى لها هي:

١- السند العادي

وهو عبارة عن السند الذي يصدر بقيمة اسمية هي ذاتها التي يدفعها المكتتب عند الاكتتاب، وعند حلول أجل السند يسترد المكتتب قيمة السند الاسمية ويحصل على فائدة ثابتة عن هذه القيمة.

٢- السند المستحق الوفاء بعلاوة إصدار

وهو عبارة عن السند الذي يصدر بقيمة اسمية تتجاوز القيمة النقدية التي دفعها عند الاكتتاب، كما لو كانت القيمة الاسمية للسند مائة دينار، ولكن تكتفي الشركة بقيام المكتتب بدفع تسعين ديناراً.

فالشركة تتنازل عن الفرق بين القيمتين الذي يسمى بعلاوة الإصدار، وتقوم الشركة عند حلول الأجل برد القيمة الاسمية كاملة، فكأنها اقترضت تسعين ديناراً إلى أجل على أن تدفعها مائة دينار وعلى أساس القيمة الاسمية تحسب الفوائد السنوية.

٣- السند ذو النصيب

وهو السند الذي يصدر بقيمة اسمية هي ذاتها التي يدفعها المكتتب عند الاكتتاب، وهي ذاتها التي يستند إليها في احتساب فوائد السن عند حلول أجله، إلا أن حامله قد

(١) المصدر السابق: ٤١، وللإطلاع على تفاصيل موقف الشريعة الإسلامية من إصدار وتداول الأسهم والسندات ينظر: بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: شعبان البرواري: ١٥٥-٨٧.

يحصل على جائزة معينة لدى دخول سنده في اليانصيب وإجراء السحب عن طريق القرعة، ومن أمثلة هذه السندات في مصر سندات البنك العقاري.

٤- السند المضمون

وهو عبارة عن سند عادي يصدر بقيمة اسمية هي ذاتها التي يدفعها المكتتب عند الاكتتاب، وعلى أساسها تحسب الفوائد، إلا أن هذا السند مصحوب بضمان شخصي مثل كفالة الحكومة أو أحد البنوك أو بضمان عيني كرهن تقرره الشركة على عقاراتها لصالح حملة هذه السندات.

السندات قابلة التحول إلى أسهم

ويتم إصدارها بقرار من الجمعية غير العادية للمساهمين وتعطي هذه مالكة الحق في طلب تحويلها إلى أسهم أو اقتضاء قيمتها متى ما رغب في ذلك، وغالبا ما يعطى المساهمون في الشركة أولوية الاكتتاب في هذه السندات^(١).

أما من حيث الشكل الذي تظهر به فتتقسم السندات إلى:

١. السند الاسمي.

٢. السند لحامله.

وتتقسم من حيث طول أجلها إلى:

أ - سندات قصيرة الأجل: وهي السندات التي لا يتعدى أجلها عاما واحدا، ويعد هذا النوع من السندات أداة تمويل قصيرة الأجل، فيتداول في سوق النقد ومن الأمثلة عليه سندات الخزينة.

ب - سندات متوسطة الأجل: وهي السندات التي يزيد أجلها عن سنة واحدة ولا تتجاوز سبعة أعوام، وتعد أداة تمويل متوسطة الأجل، وتكون معدلات الفائدة عليها أعلى من تلك على السندات قصيرة الأجل.

ج - السندات طويلة الأجل: وهي السندات التي يزيد أجلها عن سبعة أعوام وتعد أداة تمويل طويلة الأجل، لذا تتداول في سوق رأس المال وتصدر معدلات فائدة

(١) المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي: د. عثمان محمد شبير: ١٧٨، وعمل شركات الاستثمار

الإسلامية في السوق العالمية: أحمد محيي الدين: ١٠٣.

أعلى من تلك على السندات قصيرة الأجل أو متوسطة الأجل ومن الأمثلة عليها السندات العقارية^(١).

كذلك فإن من الضروري الإشارة إلى الألفاظ التي تطلق على السندات وهي:

أ - شهادات الاستثمار

يطلق على السندات التي تصدرها بعض البنوك الربوية شهادات استثمار، وهي ثلاثة أنواع:

١. شهادات استثمار ذات طبيعة متزايدة: وهي الشهادة التي يبقى المال لدى البنك لفترة طويلة، قد تمتد إلى عشر سنوات، وتكون له زيادة تصاعدية (على المال والفائدة)، وفي نهاية المدة يأخذ صاحب الشهادة ما دفعه والزيادة (الفائدة).
٢. شهادات استثمار ذات عائد جار أي بفائدة سنوية: وهي الشهادة التي تستحق عائداً جارياً وهي ذات الفوائد السنوية المحددة.
٣. شهادات استثمار ذات قيمة متزايدة ويجرى عليها السحب: وهي الشهادة التي تستحق فائدة متزايدة ويجري عليها السحب بإعطاء جوائز للشهادات الفائزة.

ب - إذونات الخزينة (أذون الخزينة)

وهي عبارة عن سندات تصدرها الحكومة لأجل قصير، وهو في العادة ثلاثة أشهر، وتطرحها للاكتتاب فيها بطريقة العطاءات، وتتمتع هذه الأذون بدرجة بالغة من السيولة، لأنها قصيرة الأجل ومضمونة، فليس ثمة خطر من عدم الوفاء بقيمتها ولأن البنك المركزي على استعداد دائم لتحويلها إلى نقود عن طريق إعادة خصمها، ولهذا الاعتبار تقبل عليها البنوك التجارية برغم ضآلة ما تدره من دخل.

ج - أسناد قرض

وهي وثائق ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة تعطى للمكاتبين مقابل المبالغ التي أقرضوها للشركة قرضاً طويل الأجل، ويتم هذا القرض عن طريق الدعوة للاكتتاب العام^(١).

(١) مقدمة في الأسواق المالية: د. نوزاد الهيتي: ٦٧.

٣- حصص التأسيس

وهي الصكوك القابلة للتداول والتي تصدرها شركات المساهمة بغير قيمة اسمية، وتمنح أربابها نصيباً من أرباح الشركة، وأحياناً نصيباً من موجودات الشركة عند تصفيتها، وذلك مقابل ما قدموه من خدمات أثناء تأسيس الشركة^(٢). كأن تكون براءة اختراع أو التزام حصل عليه شخص اعتباري عام أو غيره.

وسميت بحصص التأسيس لأنها تقرر في بدء الشركة للمؤسسين مكافأة على ما بذلوه من جهود في سبيل تأسيس الشركة، وهذا كان معمولاً به أول ما عرفت هذه الحصص، أما الآن فتعطى هذه الحصص لغير المؤسسين، وفي غير وقت تأسيس الشركة والتي تسمى بحصص الأرباح.

ولقد ظهرت حصص التأسيس لأول مرة في سنة ١٨٥٨، عند تأسيس شركة (قناة السويس البحرية) لمكافأة مؤسسي الشركة من الجهود التي بذلوها لإنجاح المشروع، ومنذ ذلك الوقت انتشر هذا النوع من الصكوك^(٣).

خصائص حصص التأسيس

يمكن إيجازها بالنقاط الآتية:

١. حصص التأسيس لا تدخل في تكوين رأس مال الشركة؛ لأن صاحب الحصة لم يقدم حصة في رأس المال، بل أدى خدمات للشركة.
٢. حصص التأسيس صكوك اسمية أو لحاملها ولكن ليست لها قيمة اسمية.
٣. ليس لحامل حصص التأسيس حق التصويت والمشاركة في إدارة الشركة.
٤. لصاحب حصة التأسيس حق الحصول على نصيب من أرباح الشركة وهذا الحق معلق بوجود أرباح صافية.
٥. حصص التأسيس قابلة للتداول وفقاً لتداول أسهم الشركة العادية فيحق لأصحابها بيعها والتنازل عنها تبعاً لما إذا كانت اسمية أو لحاملها.

(١) المعاملات المالية في الفقه الإسلامي: د. محمد عثمان شبير: ١٧٧.

(٢) عمل شركات الاستثمار الإسلامي في السوق العالمية: أحمد محيي الدين: ١٠٤.

(٣) بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: شعبان البروراي: ١١٩.

٦. لا تصح تجزئة حصص التأسيس فلا يملك الحصة الواحدة أكثر من مالك.
٧. حصص التأسيس قابلة للإلغاء من قبل الشركة، وذلك لعدم مشاركة حامليها في رأس مال الشركة، ويكون مقابل تعويض عادل تحدده لجنة التقدير في الشركة وبعد مضي ثلث مدة الشركة.
٨. ليس لحامل حصص التأسيس أي نصيب عند تصفية الشركة^(١).

أما وجه الاختلاف بين حصص التأسيس والأسهم والسندات:

فإن حصص التأسيس تشبه الأسهم إلى حد كبير، وذلك من حيث قابليتها للتداول واستحقاق أرباح الشركة وعدم تجزئتها وكونها إسمية أو لحاملها.

وتختلف عن الأسهم بعدم مشاركتها في تكوين رأس مال الشركة، لذلك فإن حاملها ليس مساهما في الشركة، وليست لها قيمة إسمية ولا تخول حاملها أي حق في إدارة الشركة ويمكن إلغاؤها أيضا من قبل الشركة بخلاف الأسهم حيث لا يمكن إخراج أحدهم منها وكذلك لحاملها حق في أرباح الشركة بعد توزيع أرباح المساهمين فإذا كان الباقي من الأرباح الصافية لا يكفي للوفاء بنصيب المساهمين أو يكفي نصيبهم فقط فإن حملة حصص التأسيس لا يحصلون على أي ربح.

وتختلف حصص التأسيس عن السندات في الحصول على الأرباح حيث أن حامل حصص التأسيس له الحق في نسبة من الربح، ولكن غير ثابتة ومعلقة على وجود أرباح صافية بعد توزيع نصيب المساهمين، لذلك فلا يعتبر حامل حصة التأسيس دائئا للشركة على خلاف حامل السند، فإنه دائن للشركة وله الحق في فائدة ثابتة ربحت الشركة أم خسرت، ويشبه حامل السند من حيث أنه يحصل على ربح ولا يشارك في الخسارة^(٢).

وبناء على ما تقدم يمكننا توضيح أنواع الأسواق المالية من خلال الشكل رقم (٤)

الآتي^(٣):

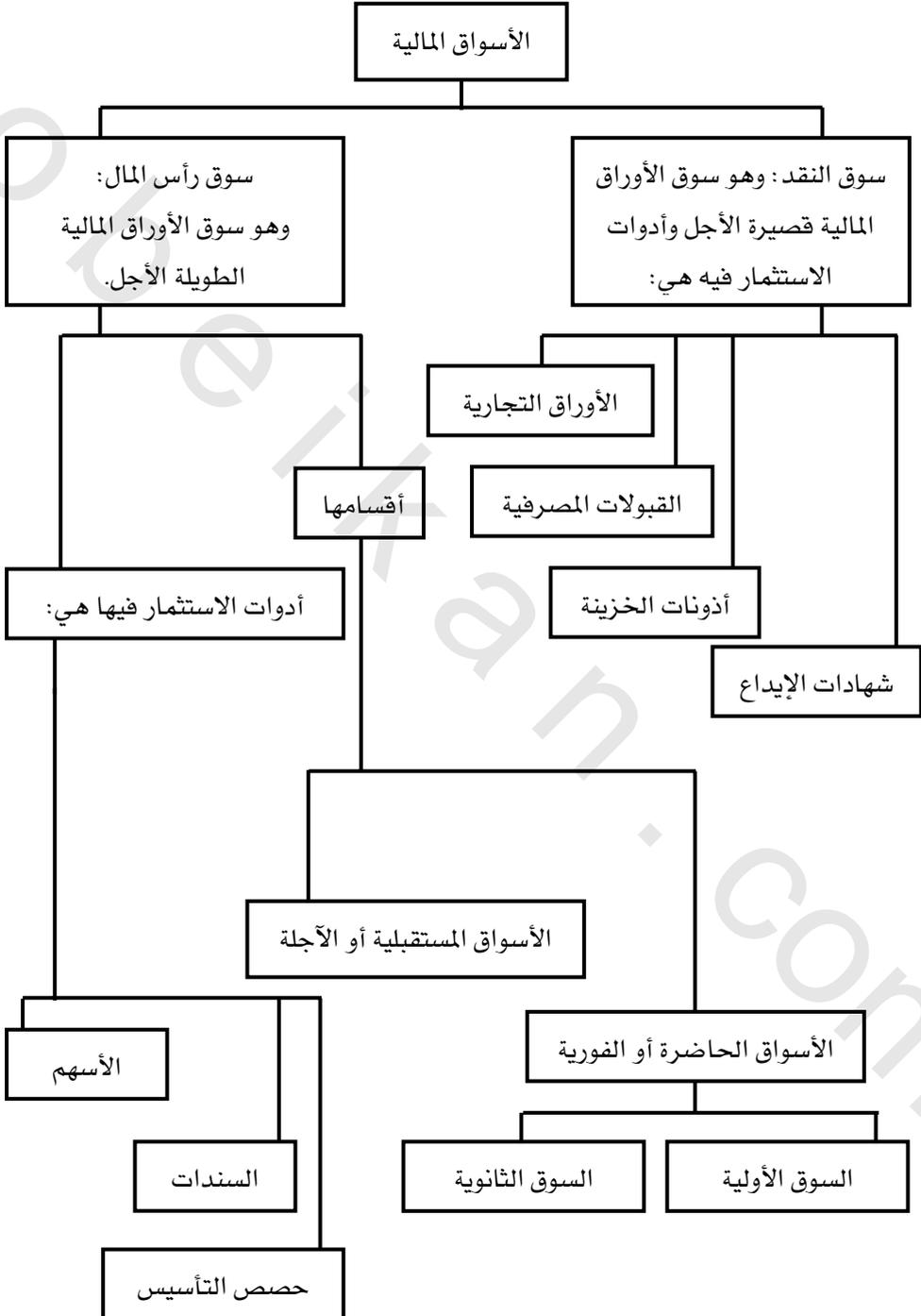
(١) المصدر نفسه: ١٢٠.

(٢) المصدر السابق: ١٢٠.

(٣) الشكل رقم (٤) من عمل الباحث.

الشكل رقم (٤)

يوضح أنواع الأسواق المالية



حيث تنقسم الأسواق المالية بشكل عام إلى سوق النقد وأدوات الاستثمار فيه إما شهادات الإيداع أو أذونات الخزينة أو القبولات المصرفية أو الأوراق التجارية، وسوق رأس المال وأدوات الاستثمار فيه هي الأسهم والسندات وحصص التأسيس^(١).

وهي في المنظور الإسلامي لا بد أن تخضع لضوابط ومعايير شرعية، لأجل إقرارها شرعا، وبخلافه فإنها تكون محرمة في نظر الشريعة الإسلامية، هذا من جانب. ومن جانب آخر فإن سوق رأس المال تنقسم إلى أسواق حاضرة أو فورية، وإلى أسواق مستقبلية أو آجلة وتنقسم الأسواق الحاضرة أو الفورية إلى سوق أولية وسوق ثانوية^(٢)، وهي أيضا على عدة اتجاهات فقهية من حيث إباحتها أو عدمها ومن حيث الضوابط الشرعية والمعايير المحددة لطبيعتها وآثارها.

ثانياً - كيفية الاستثمار في الأسواق المالية وتحديد الأسعار فيها

يمكننا أن نفهم الكيفية التي يتم فيها الاستثمار في الأسواق المالية عن طريق التعرف على:

أولاً: المتعاملين في الأسواق المالية.

ثانياً: أسس الاستثمار في الأسواق المالية.

ثالثاً: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

أولاً: المتعاملون في الأسواق المالية

لاشك أن سوق الأوراق المالية هي محل تداول الأوراق المالية (بيعها وشرائها)، التي تصدرها الشركات من خلال مجموعة من المتعاملين وهم:

(١) انظر تفصيل ذلك: بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: شعبان البرواري: ٨٧-١٢٦، والمعاملات

المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي: د. محمد عثمان شبير: ١٦٧-١٩٨.

(٢) انظر تفصيل ذلك: بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: شعبان البرواري: ١٨٤-٢٤٥.

١- الدالون (السماسة)

توجب قوانين الأسواق المالية حصر التعامل فيها على الدالين (السماسة) المحترفين، والدلال شخص اختصاصي في الشؤون المالية يتمتع بخبرة وكفاءة خاصة في الأوراق المالية وأسلوب تداولها وطرق تحصيل قسائمها (كوبوناتها). ويجب على الدلال أن يكون حياديا في عقد الصفقات ولا يجوز له أن يشتري أو يبيع أو يتداول باسمه أو لحسابه وهو مسؤول أمام القانون الذي يشترط فيه توافر شروط خاصة ليكون مؤهلا للعمل في السوق. ففي فرنسا، على سبيل المثال، ينص القانون التجاري على امتياز السماسة في إجراء التعامل وحق إجراء الصفقات بالنسبة للأوراق المالية المدرجة في قائمة التسعير الرسمي التي تصدر عن السوق.

٢- المندوبون الرئيسون

المندوب الرئيس مستخدم يعمل مقابل أجر عند أحد الدالين (السماسة)، ويكلف بمعاونته في تنفيذ الأوامر في قائمة البورصة، ولا يجوز أن يشتغل إلا باسم الدلال (السماسة) الذي يتبعه ولحسابه وتحت مسؤوليته، ولا يجوز للمندوب الرئيس أن يكون طرفا في العمليات التي يعقدها الدلال ولا أن يعمل المندوب لحسابه الخاص.

٣- الوسطاء

تتم العمليات في البورصة على أيدي الوسطاء، والوسيط شخص يتوسط بين الزبون والدلال (السماسة) المسجل لديه مقابل نسبة من أجرة الدلالة المحصلة عن العمليات المعقودة بواسطته. وتعد الأعمال التي يباشرها وسطاء البورصة أعمالا تجارية ويعدون بمثابة الوكلاء عن زبائنهم وبموجب أوامر البورصة أي أوامر البيع والشراء الصادرة عن هؤلاء وأوامر البورصة ملزمة للوسيط الذي لا يحق له رفض الوساطة.

ولا يجوز للوسيط أن يجعل من نفسه طرفا في العملية التي فوضه الموكل بإجرائها ولا يحق له أن يحصل على أي ربح من هذه العملية، كما لا يمكن أن يجعل من نفسه مشتريا للأوراق المالية المكلف ببيعها لحساب الزبون، ولا يجوز له الجمع بين عمل المندوب الرئيسي والوسيط أو أن يلتحق بأكثر من مؤسسة واحدة للدلالة^(١).

(١) سوق الأوراق المالية: حسن النجفي: ٧٠.

ويبدأ التعامل في سوق الأوراق المالية بإعطاء الزبون أوامر للوسيط بالبيع أو الشراء إما بصورة تحريرية أو شفاها أو بالهاتف أو بأجهزة الاتصال السريعة الأخرى، وأحيانا يستأجر الزبون لاسيما بالنسبة للمصارف مقصورة الهاتف، يختص بها وحده بالنظر لسرية المكالمات التي يجريها مع زبائنه من المشتريين أو البائعين وعادة يحدد الزبون المدة التي يسري فيها مفعول الأمر الذي يصدره، فإذا أغفل ذلك عد الأمر ساريا للمدة التي تستغرقها الجلسة فقط.

وينبغي على الوسيط أو السمسار أو المندوب كيفما تكون عليه الحال إبلاغ الزبون بتنفيذ العملية في اليوم نفسه الذي تنجز فيه مع بيان نوعية الأوراق المالية وعددها وسعرها، وتعد الصفقة مقبولة من جانب الزبون إذا لم يعترض عليها كتابة مع بيان الأسباب، وعلى أية حال ينبغي أن يسلم الاعتراض قبل الموعد المعين لتسلم الأوراق المالية موضوع الصفقة أو تسليمها^(١).

ثانيا: أسس الاستثمار في الأسواق المالية

لابد أن يتضمن القرار الاستثماري أسسا ثابتة أهمها:

١- العائد

كما نعلم إن المستثمر يسعى إلى تعظيم العائد المتوقع على استثماره ولكنه يواجه قيد المخاطرة، والمخاطرة هي الاحتمال بأن يكون العائد المحقق مختلفا عن العائد المتوقع، وكلما أراد المستثمر أن يحصل على عائد أعلى يتوجب عليه أن يتحمل درجة أكبر من المخاطرة، وبالتالي العلاقة بين العائد والمخاطرة أساس قرار الاستثمار المالي^(٢).

والعائد من الاستثمار أو المكافأة على الاستثمار تتضمن الأرباح الجارية والمكاسب الرأسمالية (أو الخسائر) وهذا العائد هو مقابل ما يطلق عليه بالتفضيل الزمني، فالأفراد يفضلون الحاضر على المستقبل فالحاضر أمر يقيني، أما المستقبل فهو أمر احتمالي، والعائد يمثل مكافأة الأفراد على استثمار جزء من أموالهم ويعبر عنه بالعادة كنسبة مئوية من الأموال التي استثمرت في بداية الأمر.

(١) المصدر السابق: ٧١.

(٢) مجلة جسر التنمية (الأدوات المالية): د. رياض دهال، العدد الخامس عشر، آذار-مارس، ٢٠٠٣: ١١.

٢- المخاطر

يحاول المستثمر بذل جميع الجهود للتقليل من احتمالات التعرض للمخاطر، إلا أن هناك على ما يبدو تعارضا بين زيادة المكافأة والتقليل من المخاطر، فزيادة العوائد قد تقترن بزيادة المخاطر، لذلك وجب على المستثمر أن يحاول إبقاء مقدار المخاطر مناسبة مع العوائد المحتملة، مع هذا فإن جرى المستثمر وراء استثمارات تتطوي على مخاطر جسيمة ليس من شأنه أن يولد له أرباحا وعوائد عالية، فالأسهم التي تحمل عوائد مماثلة ليست جميعها تحمل نفس معدلات الخطورة.

وعلى العموم فإنه ليس من السهولة أن تؤسس علاقة ثابتة بين الأرباح والمخاطر ويبقى على المستثمر نفسه أن يقيم حكما بين معدلات الأرباح وما ينشأ عنها من معدلات مخاطر وبذلك يظل قراره الاستثماري أقرب إلى الصواب على الأمد البعيد.

٣- عامل الوقت

عامل الوقت هو من الأمور المهمة في الاستثمار، فعندما يقوم الفرد بشراء إحدى الأوراق المالية، فإنه بالعادة يحدد الزمن الذي سيحتفظ فيه بهذه الأسهم أو السندات وفقا لأهداف الاستثمار سواء كان ذلك قصير الأجل أو متوسط الأجل أو طويل الأجل.

ويقوم المستثمر بانتقاء فترة زمنية تتناسب مع العائد ومع المخاطر وهذا يتوقف على طبيعة السهم، فأسهم بعض الشركات لا تعطي نتائج في سنواتها الأولى، إلا أنها تصبح استثمارات جيدة بعد فترة ثلاث أو أربع سنوات مثلا، ومن هنا كان عامل الزمن مرتبطا بنوع الشركة ونظرة المستثمر وتوقعاته لنموها وتطورها^(١).

ثم إن المهم من عمليات الاستثمار في الأسواق المالية من حيث خصائصها نوعان هما:

العمليات العاجلة.

العمليات الأجلة.

(١) الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية: محمد صالح جابر: ٢٩، ٣٠، والمدخل في

أساسيات الاستثمار: د. محمد الوطيان: ٢٣.

أ- العمليات العاجلة

هي العمليات التي يلتزم كل من المشتري والبائع بتنفيذ عقودها وذلك بأن يسلم البائع الأوراق المالية، ويسلم المشتري ثمنها حالاً أو خلال مدة وجيزة جداً. وتجري العمليات في السوق العاجلة على أية كمية من الأوراق المالية، ولو ورقة واحدة، ويعمد المتعاملون في سوق الأوراق المالية إلى التعامل العاجل لواحد من السببين التاليين أو لكليهما:

1. للاحتفاظ بها والاستفادة مما تدره عليهم من أرباح عند توزيع الأرباح وغيرها من الحقوق المتعلقة بالأوراق المالية المشتراة.
2. للمضاربة على ارتفاع أسعارها، فيعمدون إلى بيعها لدى تحسن أسعارها في السوق مع ملاحظة أن أسعار الأوراق المالية في السوق العاجلة أقل ارتفاعاً من أسعارها في السوق الآجلة.

ب- العمليات الآجلة

هي العمليات التي يلتزم بموجبها كل من المشتري والبائع على تصفيتها في تاريخ مقبل معين يجري فيه التسليم والتسلم، ما عدا حالات التأجيل التي يتفق فيها الطرفان على شروط تأجيلها وتعويضها وتجري التصفية في كل شهر مرة واحدة، حيث تسوى الصفقات نهائياً بين المتعاملين ويتم دفع الثمن وتسلم الأوراق المالية فعلياً خلال أيام عدة من تاريخ التصفية^(١).

ويشترط في الأوراق المالية التي تشملها عمليات السوق الآجلة أن تكون موجودة بكثرة، وأن يكون تداولها مألوفاً بصورة دائمة^(٢).

ويمكن إيجاز أهم العمليات التي يجري بها التعامل في السوق الآجلة بالآتي:

(١) للاطلاع على موقف الشريعة الإسلامية من هذه العمليات بالتفصيل ينظر: بورصة الأوراق المالية

من منظور إسلامي: شعبان البرواري: ١٨٥-٢٤٦.

(٢) عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية: أحمد محيي الدين: ١٢٧.

١ - العمليات الباتة القطعية

يحدد تنفيذها بموعد ثابت يسمى موعد التصفية، يلتزم المتعاقدون فيه بدفع الثمن وتسلم الأوراق المالية موضوع الصفقة ولا يمكنهم الرجوع عن تنفيذ العملية إلا أنه للمتعاملين في العمليات الباتة تأجيل موعد التسوية النهائية حتى موعد تسوية لاحق، ويؤدي تنفيذ البيع البات إلى خسارة أحد الطرفين المتعاملين البائع أو المشتري، إلا إذا كان السعر يوم التصفية معادلاً لسعر البيع نفسه.

ويمكن أن يتضمن البيع البات ما يسمى بشرط خيار التنازل عن الأجل، ويتمتع المشتري وحده بهذا الخيار ويلجأ المشتري إلى استعمال هذا الخيار لإيقاف حركة هبوط السعر، فعندما يلاحظ اتجاه الأسعار نحو الهبوط يطلب من البائع تسليمه الأوراق المالية موضوع الصفقة قبل الموعد المتفق عليه فيشتري البائع هذه الأوراق من السوق بالسعر العاجل، فيزيد من الطلب عليها، وبالتالي ترتفع أسعارها مرة أخرى، أو على الأقل تقف حركة الهبوط في سعر الورقة المالية المعينة، ولا يلزم مشتري الأوراق بالبيع بل يمكنه تكليف وسيط بيع هذه الأوراق ويسجل رصيد العملية إذا اقترنت ببيع في رصيد دائن.

٢ - العمليات الآجلة بشرط التعويض

وهي العمليات التي يلتزم كل من البائع والمشتري بتصفيتها في تاريخ معين، على أنه يحق لأحد الطرفين عدم تنفيذ العملية، وذلك مقابل تخليه عن مبلغ من المال متفق عليه مسبقاً كتعويض، أو يتنازل عن تنفيذ الصفقة، فيقال: إنه تنازل عن التعويض، وتنقسم العمليات الآجلة بشرط التعويض إلى:

أ - العمليات الشرطية للمشتري

ويكون الخيار فيها للمشتري بين استلام الصكوك وبين التخلي عن التعويض، ويكون البائع ملزماً بالقرار النهائي للمشتري، ويجب أن تتضمن أوامر السوق المتعلقة بالعمليات الآجلة شرط التعويض عناصر ثلاثة مهمة وهي: السعر، ومقدار التعويض، وأجل التصفية.

ب - العمليات الشرطية للبائع

في هذا النوع من العمليات يحق للبائع في يوم جواب الشرط تنفيذ الصفقة أو التنازل عن تنفيذها مقابل دفع تعويض متفق عليه مسبقاً.

ج - البيع مع خيار الزيادة

في هذا النوع من العمليات يحق لواحد من المتعاملين الاستزادة من البيع والشراء عند حلول الأجل المتفق عليه، ويتخذ شكلين:

الشكل الأول: خيار الزيادة للمشتري.

الشكل الثاني: خيار الزيادة للبائع.

إذا كان حق الزيادة للمشتري (للبائع) فيمكنه تسليم طلب تسليم ضعف الأوراق المشتراة (المبيعة) أو أكثر، ويعد الشراء (البيع) باتاً في الكمية المتفق عليها مسبقاً واختيارياً بالنسبة للكميات الزائدة، وتكون أسعار الأوراق المالية في هذه الحال أعلى (أدنى) من أسعارها في السوق الباتة.

والمشتري (البائع) يوازن بين الأسعار الباتة والأسعار الآجلة، بشرط الزيادة، وأسعار السوق في موعد التصفية محاولاً معرفة إمكانات الربح والخسارة.

٤ - العمليات الآجلة بشرط الانتقاء

للمتعاملين في سوق الأوراق المالية بموجب هذا الشرط الخيار في إبرام الصفقة في موعدها، بصفتهم من المشتريين أو البائعين لقيمة معينة من الأوراق المالية المتفق عليها مسبقاً، ولهذه العمليات سعران، وللمتعامل الخيار في الشراء بالسعر الذي يعتقد أنه سيحدث تغيراً كبيراً في أسعار الأوراق المالية ارتفاعاً أو هبوطاً، بينما يعتقد بائعو الأوراق المالية أن الأسعار لن يطرأ عليها تغير كبير بل إن السوق ستبقى هادئة.

٥ - المرابحة والوضيعة

تتطلب تسوية صفقات سوق الأوراق المالية الناجمة عن إبرام العمليات الباتة وجود أموال نقدية كبيرة في متناول يد المشتري تخصص لإيفاء الدين المترتب على عقد الصفقة، كما يتطلب مجموعة من الأوراق المالية وعدم التصرف فيها انتظاراً لتنفيذ العقد، ولأن هذا فيه إرهاب كبير للمتعاملين (من وجهة نظر سوق الأوراق المالية)، فقد تضمنت أنظمة التعامل بالسوق نوعاً من العمليات الآجلة، فيه بعض التسهيلات حسب ما تتطلبه عمليات المضاربة، وأهم هذه العمليات عمليات المرابحة والوضيعة، وبمقتضى هذه العمليات يجوز للمتعاملين في سوق الأوراق المالية تأجيل موعد تسوية الصفقة حتى موعد التصفية اللاحق،

ويحدث ذلك عندما يشعر المتعاملون في السوق بأنهم لن يستطيعوا تنفيذ الصفقة التي عقدها نظرا لتطور الأسعار خلافا لتقديراتهم.

٦- العمليات المركبة

يلجأ المضاربون في سوق الأوراق المالية إلى القيام بعمليات مركبة من العمليات التي سبق ذكرها، ولا حصر للعمليات المركبة نظريا، ولكن أكثر العمليات المركبة تعاملًا بها هي العمليات الأربع:

١. شراء عاجل مقابل بيع بشرط التعويض (الخيار للمشتري).
٢. شراء بات مقابل بيع بشرط التعويض.
٣. شراء بشرط التعويض مقابل بيع بات.
٤. شراء بشرط التعويض مقابل بيع بشرط التعويض^(١).

بقي أن نشير إلى مسألة مهمة جدا، وهي أن عملية الاستثمار في الأوراق المالية تنقسم إلى خمس مراحل هي:

- أ - تحديد الأهداف المرجوة من الاستثمار في الأوراق المالية.
- ب - تحديد مستوى الخطر الملائم.
- ج - تقدير العائد والخطر المتوقع لكل ورقة مالية على حدة.
- د - تشكيل المحفظة المثلى للأوراق المالية.
- هـ - تقييم ما تم تحقيقه.

فعندما نواجه أي مشكلة، فالخطوة الأولى هي الكشف عن الغرض أو الهدف المطلوب تحقيقه، فمثلا في مجال الاستثمار البشري فإن أب لثلاثة أطفال يحدد هدفه وهو إدخال أولاده الثلاثة الجامعة، ولكن تحقيق هذا الهدف يتطلب هدف آخر وهو ضرورة ادخار وتوفير نفقات الدراسة خلال المدة السابقة لدخول الجامعة.

(١) عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية: أحمد محيي الدين: ١٢٧-١٤٥. وسوق الأوراق المالية: حسن النجفي: ٦٠-٦٥.

كذلك الحال فإن مجلس إدارة الشركة بالاتفاق المثلي مع ممثلي العاملين يضع أو يحدد الأهداف الخاصة بخطة التأمينات والمعاشات الخاصة بالتقاعد والأساليب التي تكفل ذلك، وكذلك الحال بالنسبة للمستثمر في الأوراق المالية عليه أن يحدد الهدف هل يتمثل في تحقيق أكبر عائد ممكن أو يرغب في استقرار العائد بهدف تحديد نوعية الأصول الاستثمارية.

أما فيما يتعلق بالخطوة الثانية، فإن ما يتعلق بمستوى الخطر المقبول، فإن تحديد وتحقيق هدف الاستثمار من أكثر المسائل صعوبة وحساسية، حيث يحدد هذا القرار إلى حد كبير تشكيل الأصول التي تدخل في محفظة الأوراق المالية التي تعني: مجموعة الأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمر ويعمد المستثمر في الحالة النموذجية إلى الاحتفاظ بأوراق مالية مختلفة لتوزيع المخاطرة، ويسعى وراء مزيج من الأوراق المالية، بعضها يعطي أرباحا عالية قصيرة الأجل وبعضها الآخر يتوقع ارتفاع قيمته في الأجل الطويل^(١).

فالمستثمر الذي يميل إلى تجنب المخاطر يتجه إلى تشكيل النسبة العظمى من المحفظة من السندات، بينما المستثمر الذي يرغب في تحمل المخاطر فإن محفظته تتشكل في غالبيتها من الأسهم وهذا يعني أن المحفظة تتشكل من أكثر من نوع من الأوراق المالية، كمدخل لتعظيم العائد وتدنية المخاطر، الأمر الذي يتطلب قياس عائد الورقة وعائد المحفظة والمخاطر المترتبة على ذلك بهدف توجيه المستثمر ومساعدته على اتخاذ القرار المناسب.

أما الخطوة الثالثة الخاصة بتحليل السهم أو السند، حيث يجب دراسة وتحليل كل ورقة مالية، وذلك بهدف التعرف على العائد والخطر الذي تنطوي عليه عملية الاستثمار ومن ثم اختيار التشكيل الاستثماري المناسب.

تعد خصائص الورقة المدخل للخطوة الرابعة والتي تعني تشكيل وتكوين المحفظة المثلى في ظل مستوى الخطر المقبول.

الخطوة الخامسة، وهي تقييم ما تم بمعنى عرض النتائج المترتبة على تشكيل المحفظة، للتعرف على أي من الأهداف تحققت ومن ثم إلى عدد من الانطباعات التي

(١) مقدمة في الأسواق المالية: د. نوزاد الهيتي: ٨١.

تساعد في مجال التحليل والدراسة المستقبلية للأوراق المالية، وتطوير أساليب تحسين المحفظة^(١).

ثالثاً: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

يقصد بمخاطر الاستثمار في الأوراق المالية مدى تذبذب العائد المتولد عنها، فالمخاطرة هي عدم التأكد من حتمية الحصول على العائد أو حجمه أو زمنه أو من انتظامه أو من جميع هذه الأمور مجتمعة^(٢).

ويحتل موضوع مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية الجزء الأكثر أهمية من أبحاث ودراسات الباحثين والدارسين وأساتذة الاقتصاد والمستثمرين، فالبعض يذكر أربعة أنواع للمخاطر، بينما يذكر بعض آخر خمسة أنواع ويذكر آخرون مجموعتين من المخاطر تشمل كل مجموعة عدداً من المخاطر في حين يرى مؤلف الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية أنها ثمانية، ويرى باحث آخر أنها عشرة مخاطر^(٣).

ويرى الباحث أن مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية على الرغم من الخلاف المعروف حول نوعيتها وعددها، إلا أنها لا تخلو في مضمونها من خمسة مخاطر مشتركة هي:

١- مخاطر سعر الفائدة

فارتفاع أو انخفاض سعر الفائدة له تأثير معاكس على أسعار الأوراق المالية، فارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم والسندات؛ لأن المستثمر العادي سيفضل بيع الأوراق المالية التي يملكها وإيداع مقابلها كوديعة في البنك، حيث تدر عليه عائداً أكبر، كما أن أي تغيير في أسعار الفائدة سوف يكون له تأثير على أسعار الأوراق المالية طويلة الأجل بشكل أكثر من تأثيره على الأوراق المالية قصيرة الأجل، فالاستثمار في الأوراق

(١) الاستثمار في الأوراق المالية: د. عبد الغفار حنفي: ١٤-١٦.

(٢) طريقك إلى البورصة: د. محمد محمود: ٢٨.

(٣) الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية: د. سيد هوارى: ٢٥٥/٥، والتمويل الدولي مدخل في الهياكل والعمليات والأدوات: د. سرمد كوكب الجميل: ٢٠٣، ومقدمة في الأسواق المالية: د. نوزاد الهيبي: ٨٣، والاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية: محمد صالح جابر: ٤٦-٥٥.

المالية طويلة الأجل، لا يؤمن عواقبه حيث قد يتعرض لخسارة كبيرة إذا ما تصادف ارتفاع سعر الفائدة وقت الحاجة إلى بيعها.

وتقاس مخاطر سعر الفائدة باستخدام النسبة بين الأصول التي تتأثر بتذبذب سعر الفائدة إلى الخصوم، التي تتأثر أيضا بالتذبذب في سعر الفائدة.

٢- مخاطر السيولة

تتحدد مخاطر السيولة في مدى دقة الإدارة في تقدير احتياجات السيولة، بحيث لا تضطر إلى البيع السريع للأوراق المالية بما يترتب على ذلك من مخاطر وخسائر. وتقاس مخاطر السيولة عن طريق نسبة الاستثمارات المالية قصيرة الأجل إلى مجموع الودائع.

٣- مخاطر الائتمان

وهي المخاطر التي تنتج عن عدم قدرة الجهة التي أصدرت السندات على سداد قيمتها في المواعيد المقدرة، وخاصة إذا كانت السندات المصدرة غير مضمونة من الحكومة. وهناك مقاييس عديدة لقياس مخاطر الائتمان، منها نسبة القروض إلى الائتمان ونسبة خسائر القروض إلى القروض.

٤- مخاطر رأس المال

وهي المخاطر التي تنتج عن عدم كفاية رأس المال لامتناع الخسائر التي يمكن أن تحدث، وبالتالي وصول هذه الخسائر إلى المودعين والدائنين، فعند شراء سندات من إحدى الشركات التي كان رأسمالها أقل من الحد الكافي والمطلوب لعملياتها وتوظيفها وحدث أن تعرضت هذه الشركة إلى خسائر جسيمة فإن الخسائر قد تصل إلى أموال المودعين والدائنين.

وتقاس مخاطر رأس المال من خلال نسبة حقوق الملكية إلى الأصول الخطرة.

٥- مخاطر السوق

حيث تتأثر أسعار الأوراق المالية بالظروف السياسية والاقتصادية العامة في المنطقة، كما تتأثر أيضا بالعوامل النفسية في السوق مثل الولاء لأسهم معينة، والجري خلف حالات الذعر في السوق والاستماع إلى الإشاعات والمعلومات غير المؤكدة، والعامل الأساسي في

تحديد أسعار أسهم الشركات هو المقدر على تحقيق أو توليد الأرباح وبالتالي توزيعات الأرباح على المساهمين.

ويتحدد سعر السهم في السوق بقوى العرض والطلب، إذ يتوقف على أعلى سعر يرغب المستثمرون في دفعه كقيمة للسهم، وعلى أرخص سعر يكون البائعون على استعداد لقبوله ثمنا للسهم.

ويلزم إجراء الموازنة السليمة بين المخاطرة والعائد، فإذا كان مستوى المخاطرة محددًا فإن الإدارة تفضل التعامل مع الاستثمار الذي يكون عائدته أكبر، أما إذا كانت الإدارة تتعامل مع استثمارات ذات عوائد متساوية فإنها تختار الاستثمار الذي تكون مخاطره أقل وتتعدد طرق تقليل المخاطرة، حيث تتمثل في:

أ - التنوع

التنوع في الاستثمارات يؤدي إلى تخفيض المخاطرة، إلا أنه لا يؤدي إلى إزالة هذه المخاطرة أو القضاء عليها وتتمثل مجالات تنوع الاستثمار فيما يأتي:

١. أنواع الأوراق المالية التي يجوز الاستثمار فيها وقيمة الاستثمار في كل نوع.
٢. مستوى جودة الأوراق المالية، حيث يرتبط مباشرة مع النسبة المقبولة من المخاطر فعند الرغبة في عدم قبول مخاطر عالية فإنه يلزم شراء أوراق مالية جيدة المستوى.
٣. توزيع الاستحقاق، فيجب أن تتماشى تواريخ استحقاق السندات مع احتياجات التدفق النقدي ومتطلبات السيولة، فهناك مشكلة عدم توافق تواريخ استحقاق الودائع مع تواريخ استحقاق القروض.

وعند إدارة المحفظة يجب مراعاة درجة الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة، إذ أن تقليل المخاطر التي تتعرض لها هذه العوائد يتم من خلال اختبار أوراق مالية لا يوجد ارتباط بين عوائدها، فكلما زاد الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة كلما ارتفعت نسبة المخاطر فيها.

ب - سياسة الوقاية من الخسائر

يمكن اتباع سياسات معينة للوقاية من مخاطر احتمال انخفاض أسعار الأوراق المالية، فعند توقع انخفاض أسعار الأوراق المالية بعد ثمانية شهور في نفس الوقت الذي يتوقع فيه زيادة الطلب على القروض وظهور حاجة إلى السيولة، فإنه يجب العمل على الوقاية من خسائر بيع الأوراق المالية بعد ثمانية شهور بتوقيع ما يسمى بعقد الاختيار، وقد تشمل عقود الاختيار الأسهم والسندات، كما قد تشمل العملات الأجنبية والأدوات المالية والسلع.

: هو عقد يعطي لحامله الحق في بيع وشراء كمية معينة من الأوراق

المالية أو غيرها من السلع والأوراق المالية بسعر محدد مقدما في تاريخ معين وله الحق في أن لا ينفذ عملية البيع أو الشراء هذه^(١).

كيفية تحديد الأسعار في الأسواق المالية

إن الأسلوب الذي تتبعه إدارة البورصة في تحديد أسعار الأوراق المالية المدرجة في جدول التسعيرة بها، له تأثير على ميكانيكية عمل قوى السوق (العرض والطلب)، فإن سعر الورقة عندما يتحدد في البورصة قد يصل إلى أضعاف قيمتها الاسمية، وربما يصل إلى جزء بسيط منها فقط، نظرا لتأثير عوامل عدة في تحديد سعر الورقة المالية، من هذه العوامل: قوى العرض والطلب، المركز المالي للجهة المصدرة للورقة، الحالة الاقتصادية للقطاع الذي تعمل فيه الجهة المصدرة للورقة وللبلاذ بصورة عامة، العائد المتوقع من فرص الاستثمار وسعر الفائدة لتلك الجهة المصدرة، ولتحديد أسعار الأوراق المالية طرق عدة متبعة في معظم البورصات العالمية^(٢)، وهي:

١- التسعير بالمناداة

يجتمع الوسطاء في ردهة البورصة وينادون بأعلى أصواتهم بالعروض والطلبات التي بحوزتهم، ويستعملون إشارات اليد مع المناداة، وذلك بوضع الساعد أفقيا في اتجاه الجسم في حالة الشراء ورأسيا في حالة البيع.

(١) طريقك إلى البورصة: د. محمد محمود عبد ربه محمد: ٢٩-٣٢.

(٢) بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: شعبان البرواري: ٧٥.

٢- التسعير بالإدراج

في هذه الطريقة توزع مختلف الأسهم على الوسطاء الذين لديهم خبرة، وتخصص في بعض الأسهم، حيث أن كل الأوامر المتعلقة بسهم معين تجمع في أدراج الاختصاصي الذي يحدد السعر وفقا لطريقة مماثلة للتسعير بالمناداة.

٣- التسعير بالاعتراض أو المقارنة

يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع أو طلبات الشراء عليها، وتؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأوراق المالية وحدود الأسعار المعروضة، وذلك عن طريق وسيط متخصص.

٤- التسعير بالصندوق

تستخدم هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء في البورصة كثيرة ومتعددة، فيعتمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، ثم تقوم لجنة البورصة بتحديد الأسعار من خلال حساب معدل تلك العروض والطلبات.

٥- التسعير بالنسبة المئوية

في هذه الطريقة تظهر الأسعار على جدول التسعيرة المئوية من قيمة السهم الإسمية مخصومة منها قيمة الجزء المعروف من القسيمة منذ الاقتطاع الأخير.

٦- التسعير بالمطابقة

عندما يتلقى أحد الوسطاء أمرين متقابلين يتعلق أحدهما بالبيع والآخر بالشراء وبالكمية نفسها فيشتري الوسيط من الأول لحساب الثاني، وهي طريقة محظورة في كثير من الأسواق المالية، إلا بعد أن يتأكد الوسيط بواسطة أحد السماسرة من أنه لا يوجد عرض أو طلب أكثر ملاءمة.

وتجدر الإشارة إلى أن الإعلان عن الأسعار في البورصة يتم بالشكل الآتي:

١. سعر الفتح: وهو أول سعر يحدد للورقة المعينة بعد افتتاح البورصة.
٢. أعلى سعر للورقة المالية.
٣. أدنى سعر للورقة المالية.

٤. سعر الإقبال: وهو آخر سعر في جلسة البورصة يسجل للورقة المالية المعينة^(١).

إن وقوف المستثمر على هذه الأسعار، ومعرفة كيفية أخذ متوسط الأسعار وحساب الاتجاه العام لتطور السعر يساعده على اتخاذ قرار الاستثمار بشكل سليم، ويمكن أن يقف على مؤشر تطور سعر الورقة المالية من خلال جداول الأسعار والرسومات البيانية في إظهار تطور سعر السهم خلال فترة زمنية محددة.

(١) المصدر السابق: ٧٧.

المبحث الثالث

أهمية قيام السوق المالية الإسلامية

تكمن أهمية قيام السوق المالية في الإسلام من خلال إلقاء الضوء على الآتي:

أولاً: الأسباب الداعية لإقامة سوق المال الإسلامية.

ثانياً: ضوابط إقامة السوق المالية الإسلامية.

ثالثاً: عيوب سوق المال في الدول الإسلامية وسبل معالجتها.

أولاً: الأسباب الداعية لإقامة سوق المال الإسلامية

نعني بقيام سوق إسلامية للأوراق المالية أن تتميز سوق الأوراق المالية المراعية لأحكام

الشريعة الإسلامية بما يلي:

١. أن تكون الأوراق المالية المتداولة في هذه السوق هي الأوراق المالية التي تجيز

الشريعة الإسلامية إصدارها وتداولها.

٢. أن تجري عمليات سوق الأوراق المالية خالية من أي محظور شرعي.

٣. أن تجري أحكام وعمليات سوق الأوراق المالية بما يحقق المصالح المرجوة

منها، وبدرجة عالية من الكفاءة.

٤. ونعني بدعوتنا لقيام سوق إسلامية للأوراق المالية أن تقوم أسواق عدة مالية

إسلامية في مختلف دول العالم الإسلامي وغيرها، تحكمها لوائح متماثلة إن

لم تكن موحدة، ويجمع بينها اتحاد مركزي^(١).

(١) عمل شركات الاستثمار الإسلامية: أحمد محيي الدين: ٢٠٣.

وقيام الأسواق المالية صار من الضروريات في عصرنا، التي لا بد من قيامها، لأجل إقامة اقتصاد حر متمكن في قدراته وإنجازاته، وهذا يعزز ويؤكد القول بأهمية السوق المالية وبالتالي فإن من الممكن أن نخلص إلى إيجاز أهم الأسباب الداعية لإقامة السوق المالية الإسلامية بالنقاط الآتية:

أ - تمثل الأسواق المالية الإسلامية الحل الأفضل والبديل الأمثل لتبادل السلع والمنتجات والأوراق المالية التي تقرها الشريعة الإسلامية.

ب - من أهم عوامل نجاح الأسواق المالية الإسلامية في تحقيق أهدافها هو أن محتويات هذه السوق ومعاملاتها تتسجم مع معطيات الشريعة الإسلامية العقائدية والاقتصادية، وهو ما يبحث عنه البائعون والمشترون من المسلمين بعد أن امتنعوا عن استثمار أموالهم في الأسواق المالية التقليدية، بمعنى أن إمكانيات استثمار أموالهم تكون مجمدة.

ج - إقامة خلايا التكامل الاقتصادي بين الدول الإسلامية من خلال التعاون والتكافل والتراحم بين المستثمرين المسلمين الذين لم يجدوا فرصة الاستثمار في الأسواق المالية الغربية لما فيها من بيوع مخالفة للشريعة، ومن أكثر هذه البيوع شيوعاً:

- بيع الإنسان ما لا يملك.
- بيع الإنسان ما اشتراه قبل قبضه.
- البيع المتضمن عدم تحديد السعر وتعليقه على سعر السوق في يوم معين أو خلال فترة محددة.

- بيع وشراء الأوراق المالية المحظورة كالسندات والأسهم الممتازة.
- البيوع المتضمنة خيارات غير مشروعة في الإسلام.

د - من أهم العوامل التي تسهم في إنجاح هذه الخطوة اتحاد الدين والمصالح المشتركة، أضف إلى ذلك تباين الإمكانيات الاقتصادية للدول الإسلامية، سواء كانت تجارية أم زراعية أم حيوانية، وكذلك اختلاف هيكل إمكانيات الإنتاجية الصناعية بين هذه الدول وتباين رأس المال البشري في هذه الدول أيضاً.

هـ - تفعيل أساليب الاستثمار الإسلامي في السوق المالية الإسلامية، أكثر فاعلية مقارنة مع تفعيلها في السوق المالية التقليدية، وهي بذلك تسهم في إنجاح العملية

الاستثمارية في السوق المالية الإسلامية.

و - التخلص من السيطرة والتبعية الاقتصادية للدول الرأسمالية الكبرى، علما أن آثار ظاهرة العولة بدت واضحة المعالم على أسواق الدول الإسلامية في محاولة منها للاستقلال المنهجي في توجهاتها الإنمائية الحاضرة والمستقبلية.

ز - يمكن العمل في سوق المال الإسلامية بالخيارات^(١) الشرعية التي أقرتها الشريعة الإسلامية مثل خيار المجلس^(٢) وخيار الشرط^(٣) وخيار العيب^(٤) وهي بدائل إسلامية عن الخيارات غير الشرعية في أسواق المال التقليدية.

ح - نجد الكثير من الأموال والمواد الخام الموجودة في الدول الإسلامية غير مسخرة لخدمتها، بل في خدمة الدول الرأسمالية الكبرى وذلك لكونها تملك زمام المديونية الخارجية (قروض الفائدة)، والحق أن الكثير من الدارسين لهذا المشروع نادى بضرورة إيجاد سوق مالية إسلامية بديلة تدعم إمكانيات الدول الإسلامية، وتتسجم مع طبيعة تعاليم دينها الحنيف، إلا أن هذه النداءات لم تلق تنفيذا لها، بل تم الاكتفاء بالترحيب بالفكرة، والتوصية في المؤتمرات التي تتعقد بين حين وآخر كعنصر مهم من الطروحات الحضارية الإسلامية أملا في إيجاد تغيير في مجريات العمل الاقتصادي والإنمائي، باتجاه صناعة مقومات النهضة التي تتوق لها شعوب الدول الإسلامية.

ط - تقليل خطر الاستثمار نتيجة حتمية لتنوع أساليب الاستثمار الإسلامي ولا سيما

(١) الخيارات جمع مفرده خيار، والخيار: طلب خير الأمرين من الإمضاء أو الإلغاء.

(٢) خيار المجلس: يراد به إذا حصل الإيجاب والقبول من البائع والمشتري وتم العقد فلكل واحد منهما حق إبقاء العقد أو إلغاؤه ما دام في المجلس (أي محل العقد)، ما لم يتبايعا على أنه لا خيار، والأصل فيه قوله ﷺ (البيعان بالخيار ما لم يتفرقا).

(٣) خيار الشرط: هو أن يشتري أحد المتبايعين شيئا على أن له الخيار مدة معلومة، وإن طالت إن شاء أنفذ البيع في هذه المدة وإن شاء ألغاه، ويجوز هذا الشرط للمتعاقدين معا ولأحدهما إذا اشترطه.

(٤) المقصود بخيار العيب: أن يحرم على الإنسان أن يبيع سلعة بها عيب دون بيانه للمشتري، ومتى تم العقد وقد كان المشتري عالما بالعيب فإن العقد يكون لازما ولا خيار له لأنه رضي به. ينظر: فقه

السنة: السيد سابق: الصفحات: ٤٤، ١٤٧، ١٤٩، ١٥٠.

أسلوب المشاركة الذي يقتضي توزيع الأرباح والمخاطر بين المشاركين في العملية الاستثمارية، وأفضل تنوع لأساليب الاستثمار الإسلامي لا يتم إلا في إطار وجود السوق المالية الإسلامية.

ثانياً: ضوابط إقامة السوق المالية الإسلامية

يهتم الإسلام بأن يكون تداول الأوراق المالية في السوق المعد لها حراً بعيداً عن التلاعب فيها، من حيث جودتها وريادتها، ومن حيث السعر العادل الذي تستحقه ومن هنا وضع الإسلام مجموعة من الضوابط الأخلاقية والتشريعية لجعل من السوق ميداناً كريماً للتنافس الشريف تزدهر فيه التجارة والصناعة ويجد فيه أرباب التجارات حوائجهم فيه بعيداً عن الاحتكار والمراعاة، وتتمثل تلك الضوابط الأخلاقية والتشريعية بالنقاط الآتية:

- أ - أن تكون الأدوات الاستثمارية المتداولة في هذا السوق مجازة من قبل الشريعة الإسلامية.
- ب - أن تكون عمليات السوق خالية من المحظورات الشرعية.
- ج - أن تكون كفاءة التشغيل في الأسواق المالية الإسلامية عالية بما يحقق المصالح المرجوة منها^(١).
- د - وجود مكان معلوم.
- هـ - اتصال البائعين والمشتريين بسهولة ويسر.
- و - اتجاه أثمان السلع نحو التساوي أو اتخاذ وضعها السليم بسرعة وسهولة.
- ز - الحرية التامة بين المتعاملين^(٢).

وبسبب وجود هذه الضوابط، نرى أن من الممكن أن تكون البورصات سوقاً صالحة للتعامل في الدول الإسلامية في ظل هذه الشروط، الأمر الذي يعني أن هذه البورصات تسهم في تحقيق مقاصد الشريعة وأهدافها بشكل عام، من خلال معاملاتها المتداولة، كجزء

(١) المدخل في أساسيات الاستثمار: د. محمد الوطيان: ٦٦، ٦٥.

(٢) تمويل المشروعات في ظل الإسلام، دراسة مقارنة: علي سعيد عبد الوهاب مكي، دار الفكر العربي ودار

الاتحاد العربي للطباعة، ١٩٧٩: ٢٠٣.

من النشاط التمويلي الذي تقوم به، لاسيما في جانب تمويل المصارف الإسلامية والاستثمارات التي تدعو لها.

ثالثا: عيوب سوق المال في الدول الإسلامية وسبل معالجتها

يمكن تلخيص هذه العيوب بالنقاط الآتية:

أ - ضيق السوق المحلي.

ب - تكامل أسواق الأوراق المالية القائمة في الدول الإسلامية مع الأسواق المالية الغربية.

ج - التشريعات المحلية المعوّقة.

د - غياب الأجهزة المتخصصة في الوساطة وضعف الاتصالات^(١).

وبالمقابل فإن سبل معالجة مشاكل أسواق المال تتجلى في:

١. توسيع عمل أسواق المال المحلية والدولية، وكذلك فتح أسواق جديدة متخصصة وغير متخصصة، تسهم في رفق النهضة الاقتصادية المرجوة، ويساعدها على ذلك وفرة المواد الأولية وسعة مساحة دول العالم الإسلامي وتنوع إمكانياتها المتاحة.

٢. إيجاد وتعزيز العلاقات الاقتصادية بين أسواق المال في البلدان التي ينتشر فيها الإسلام كمرحلة أولى ثم تطوير هذه العلاقات مع أسواق المال العالمية كمرحلة ثانية، والاستفادة منها بقدر ما تسمح به أحكام الشريعة، وبقدر ما تسمح به مقومات تطوير أسواق المال في البلدان الإسلامية.

٣. دعم القوانين الحكومية لمشروع الأسواق المالية، وينبغي أن تقدم لها التسهيلات عن طريق ما تقدمه البنوك المركزية للمستثمرين من دعم وتشجيع.

إن الأمل قائم على ارتفاع الدول الإسلامية بمستوى المسؤولية الشرعية والاقتصادية، لاسيما من خلال دعم المصارف والبنوك الإسلامية لهذه الأسواق، وتشجيع معاملاتها وإصدار الأسهم والعملات وتداولها بشكل مشروع وأساليب مشروعة.

(١) عمل شركات الاستثمار الإسلامية: أحمد محيي الدين: ٢٠٧.