

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

كلية الشريعة والاقتصاد

جامعة الأمير عبد القادر

قسم: الاقتصاد والإدارة

للعلوم الإسلامية

الدراسات العليا الأولى

—قسنطينة—

تخصص: بنوك إسلامية

الرقم التسلسلي: .....

رقم التسجيل: .....

أهمية التمويل الإسلامي في معالجة اختلالات السوق

المالية

مذكرة مكاملة لنيل شهادة الماجستير في البنوك الإسلامية، نوقشت يوم: 04 ذو القعدة 1433هـ الموافق

لـ: 20 سبتمبر 2012م.

إشراف الدكتور: د/بلوج بولعيد

إعداد الطالب: شعيب فيلاي

الجامعة الأصلية	الرتبة	الصفة	لجنة المناقشة
—جامعة الأمير عبد القادر—	أستاذ	رئيسا	عبد القادر جدي
جامعة منتوري —قسنطينة—	أستاذ محاضر	مقروا	بولعيد بلوج
جامعة منتوري —قسنطينة—	أستاذ محاضر	عضوا	عبد الحق بوعتروس
جامعة منتوري —قسنطينة—	أستاذ محاضر	عضوا	عيسى بن ناصر

1432هـ/1433هـ

2011م/2012م

## شكر و تقدير

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الحمد لله الذي هدانا إلى نور العلم وميزنا بالعقل الذي ييسر طريقنا،

الحمد لله الذي أعطانا من موجبات رحمته الإرادة والعزيمة على إتمام

عملنا، نحمدك يا رب حمدا يليق بمقامك وجلالك العظيم،

تبارك الله ذو الجلال والإكرام.

جرت العادة أن يكون وراء كل إعداد بحث أشخاص، منهم من

يساهم بالنصح، والبعض بالتوجيه، ومن باب الجميل لأن أتقدم

بشكري الخالص:

إلى من كان له الفضل في توجيهي، و كان عوننا لي طوال السنة الدراسية، و اخص  
بالذكر الأستاذ المشرف الدكتور: " بعلوج بولعيد"، الذي تفضل و قبل الإشراف علي،

و لم ينخل علي بنصائحه القيمة وإرشاداته الوجيهة .

## إهداء

إلى الوالدين الكريمين، أطال الله في عمرهما، وشافهما، ورزقهما الهدوء والعافية،،،

إلى جديتي الغالية، وإلى إخوتي: بوبكر، إلياس، وأخواتي: عذراء، كثررة، وكريمة.

إلى أبناء وبنات أخواتي: إياد، فراس، خالد، جمانة، سندس، وآلاء.

و إلى كل من أعانني بعلمه، أو بدعائه، وأخص بالذكر أساتذتي، وأساتذة جامعة الأمير

عبد القادر، زملائي في الدراسة وفي العمل،،،،،

الطالب: شعيب فيلاي

# الفقهية

جامعة الأميرة  
القادر للعلوم الإسلامية

الحمد لله رب العلمين والصلاة والسلام على أشرف الأنبياء والمرسلين، والمبعوث رحمة للعالمين، نبينا محمد -صلى الله عليه وسلم- وعلى آله وصحبه أجمعين، أما بعد:

## FINANCIAL MARKETS \* المالية الأسواق المالـية

\* ، وفي ظل التغيرات الحاصلة على مستوى البيئة الاقتصادية، يقودنا إلى الحديث عن الأهمية التي بلغتها هذه الأسواق في دعم وتيرة النمو الاستثماري، نتيجة لتوفرها على فائض الموارد المالية المخصصة لتمويل الأنشطة الاقتصادية وتوسيعها وتطويرها، غير أن هذه الأهمية تتباين من دولة إلى أخرى تبعا لطبيعة النظام الاقتصادي السائد والظروف المحيطة به ، ومع هذا فالأسواق المالية تؤثر بصورة مباشرة وغير مباشرة على الاقتصاد العالمي، خاصة في ظل الترابط الكبير الذي أصبح يميزه ومع انتشار المفاهيم المرتبطة بالعملة المالية .

وباعتبار أن السوق المالية تقوم بوظيفتها الأساسية انطلاقا من توجيه المدخرات إلى الأشخاص والمؤسسات المستثمرة، وفي نفس الوقت فهي تقوم بالجمع بين بائعي ومشتري الأصول المالية بغرض تيسير عملية التداول.

وفي سياق حديثنا عن الأسواق المالية لا بدّ من التعرّيج على مختلف الأطراف الفاعلة في هذه الأسواق ومنها مؤسسات التمويل والتي تقوم بدور الوسيط المالي بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز، بالإضافة إلى قيامها بمجموعة من المهام المرتبطة بالسوق المالية ومنها الاستثمار في تداول الأوراق المالية، حيث تتخذ معظم المؤسسات التمويلية من الاستثمار في الأوراق المالية كبديل للسيولة النقدية، أي أن هذه المؤسسات وبدلا من الاحتفاظ بأرصدة نقدية كبيرة في خزائنها، تسعى إلى استثمار جزء من تلك السيولة الزائدة في تداول الأوراق المالية، وهو ما يسمح لها بتحقيق هدف الربحية، وفي الوقت نفسه يمكن تحويلها إلى نقدية بصورة سريعة، أي تحقيق هدف السيولة كذلك.

وعلى العموم فالاستثمار في السوق المالية إضافة إلى ما سبق قوله، يتضمن جملة من المخاطر التي يتعرض لها المتعاملون في السوق نتيجة للاختلالات الحاصلة بالسوق المالية،

ومنها اختلال الوظيفة الأساسية للأسواق المالية، بالإضافة إلى تأثير ما يعرف بالمشنقات المالية، والتي تمتاز بكونها غير مرتبطة بأي من الأصول حقيقية فهي عبارة عن إصدار مالي مبي على إصدار مالي آخر ولا علاقة تربطها بالاقتصاد الحقيقي، وكذلك بالنسبة لوقوع المضاربات الهائلة في السوق المالية دون وجود أدنى مبرر اقتصادي لها ما يؤدي إلى تدبب في سعر الأوراق المالية خلال فترة زمنية محددة، مع انفصال الربط بين سعرها وقيمة الأصول التي تمثلها في الاقتصاد الحقيقي.

وفي هذا السياق عرف العالم أزمة مالية عاتية بدأت شرارتها في الولايات المتحدة الأمريكية عام 2007م، وتجسدت في صورة انهيارات متتالية لعدة مؤسسات مالية كبرى من بنوك تجارية، شركات تأمين ومؤسسات تمويل، الخ وشملت تداعياتها أسواق المال العالمية وامتد تأثيرها إلى جميع أنحاء العالم، كما مست مختلف جوانب الاقتصاد في صورة ركود أثرت على ديناميكية الأسواق المالية وأسفرت على انهيارات مالية كبيرة وانخفاض في معدلات النمو.

و تعود أسباب هذه الأزمة إلى جملة من العوامل من بينها:

- ✓ انتقال الربح من كونه معيار لكفاءة المشاريع إلى كونه الهدف الأول من المشاريع.
- ✓ تنامي ظاهرة الاقتصاد الوهمي عوضاً عن الاقتصاد الحقيقي.
- ✓ التوسع النقدي غير المبرر من خلال عملية اشتقاق الودائع.
- ✓ بالإضافة إلى غياب الإشراف والرقابة اللازمة على المؤسسات المالية وضعف كفاءتها والسماح بالافتراض من اجل المضاربات في الأسواق المالية مع ما تتضمنه العملية من مخاطر كبرى على مختلف الأطراف.

إن تحليل جذور الإختلالات الحاصلة في الأسواق المالية بفعل الأزمة المالية العالمية، يظهر المسؤولية الواقعة على عاتق مؤسسات التمويل التقليدية في تحمل آثارها منذ بداية فتيل الأزمة وهو ما ذهب إليه أغلب المنظرين الاقتصاديين، وذلك ما أدى إلى بروز المصارف الإسلامية "التمويل الإسلامي" كمؤسسات تمويلية بديلة خاصة مع إقرار العالم أجمع بصلاية الأسس التي تقوم عليها الصيرفة الإسلامية ومتانة الأسس التي تحكمها، بل تعدى الأمر إلى الإقرار

بضرورة الأخذ بهـ، وفي هذا الإطار نجد مقال لـ " رولان لاكسين " ( ROLAND )

(LASKIN) رئيس تحرير صحيفة " لوجورنال دي فايننس، " (le journal des finances) المنشورة بتاريخ : 2008/09/25م، بعنوان « هل حان الوقت لاعتماد مبادئ الشريعة الإسلامية في وول ستريت » ويقول فيه : «إذا كان قادتنا حقا يسعون إلى الحد من المضاربة المالية التي تسببت في الأزمة فلا شيء أكثر بساطة من تطبيق مبادئ الشريعة الإسلامية» .

وكذلك مقال لـ " بوفيس فينيست " رئيس تحرير مجلة : " تشانجر " إحدى اكبر الصحف الاقتصادية في أوروبا، حيث كتب مقالا افتتاحيا للجريدة في أيلول عام 2008م، يقول فيه : « أظن أننا بحاجة أكثر في هذه الأزمة إلى قراءة القرآن لفهم ما يحدث بنا وبمصارفنا، لأنه لو حاول القائمون على مصارفنا احترام ما ورد في القرآن من أحكام وتعاليم وطبقوها ما حل بنا ما حل من كوارث و أزمات وما وصل بنا الحال إلى هذا الوضع المزري »، كمل يقول وزير الخزانة البريطانية " أليستر دارلينغ " : « لا يمكن معالجة عجز الميزانية دون الاستعانة بالصكوك الإسلامية» .

ونظرا لزيادة الاهتمام العالمي بالتمويل الإسلامي ممثلا بالمصارف الإسلامية كبديل للخروج من الأزمة، ارتأيت تقديم هذا الموضوع الموسوم بـ : «أهمية التمويل الإسلامي في معالجة إختلالات السوق المالية» للبحث والتحقيق اللازم، بغية إيضاح سبل معالجة هذه الإختلالات العاصفة من الوجهة الإسلامية، مع بيان مدى أهمية التمويل الإسلامي لدعم الاستقرار المالي في عصرنا هذا.

### أولاً - إشكالية الموضوع:

تظهر الإشكالية الرئيسية للبحث حول دراسة جدوى آليات التمويل الإسلامي في الحفاظ على استقرار السوق المالية، ومدى إمكانية اتخاذها كـبديل مناسب للتمويل التقليدي، وبذلك يمكن طرح التساؤل الأساسي كما يلي : « ما مدى فعالية استخدام آليات التمويل الإسلامي في معالجة إختلالات السوق المالية ؟ » .

و للإجابة على هذه الإشكالية يقتضي منا الأمر تفريعها إلى التساؤلات الفرعية الآتية :

1. ما حقيقة التمويل الإسلامي وما المقصود بآليته. ؟
2. ما مفهوم السوق المالية وما هو الدور الذي تلعبه في الاقتصاد. ؟
3. كيف تتم الإختلالات في السوق المالية وما مدى إمكانية الاعتماد على آليات التمويل الإسلامية في معالجتها ————— ؟.

### ثانياً - الفرضيات:

1. يقصد بالتمويل الإسلامي توفير الأموال اللازمة للمشروعات وفق الآليات المضبوطة شرعاً.
2. تعتبر السوق المالية عن مكان تداول الأوراق المالية وتعتبر محركاً رئيسي للنشاط الاقتصادي.
3. تتمثل إختلالات السوق المالية في المخاطر التي تتعرض لها أطراف السوق ويمكن معالجتها بإتباع ضوابط وآليات التمويل الإسلامي.

### ثالثاً - أهمية الموضوع:

تتلخص أهمية هذا الموضوع في النقاط التالية :

1. مكانة التمويل الإسلامي كبديل مناسب يتجه إليه عوضاً عن التمويل التقليدي، وهو ما يقتضي منا إبراز هذه المكانة والدوافع الرئيسية وراء انتشار آليات التمويل الإسلامية لتلبية حاجات السوق المالية.
2. الاهتمام المتزايد من طرف المنظرين الاقتصاديين بموضوع التمويل الإسلامي، ويتجلى ذلك من خلال عقد العديد من المؤتمرات والندوات العلمية المهمة بالموضوع سواء على المستوى المحلي أو على المستوى الدولي.
3. الرغبة التي تحدد الشعوب الإسلامية بضرورة التوجه نحو الاعتماد على آليات تمويل إسلامية.
4. مكانة الأسواق المالية في عملية توزيع المدخرات على مختلف القطاعات وبالتالي تحقيق التنمية الشاملة، مع توفير مجال المنافسة اللازمة لاستثمار الأموال.
5. عجز الحلول المقترحة لحل الأزمة المالية الحالية 2007 مبدئياً، والقائمة على أسس التمويل التقليدي، مع الاستقرار الذي عرفته الصيرفة الإسلامية.

**6.** ضرورة البحث عن أساليب وآليات للتداول المالي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية والقواعد الفقهية ولتلبية حاجة المستثمرين المسلمين في التعامل المالي المباح.

#### رابعاً- أسباب اختيار الموضوع:

من أهم الأسباب التي دفعتني لاختيار هذا الموضوع ما يلي:

**1-** الرغبة في معرفة كل خبايا الموضوع على اعتبار أنه يدخل ضمن مجال التخصص في الدراسات العليا « البنوك الإسلامية ».

**2-** اهتمام وسائل الإعلام المحلية بالتمويل الإسلامي الذي شغل حيزاً كبيراً من التقارير الصحفية والمقالات المنشورة، بالإضافة إلى عقد العديد من الندوات العلمية والملتقيات على المستوى المحلي والدولي والتي تعني بالتمويل الإسلامي.

**3-** انتشار الأزمة المالية بشكل متسارع بفعل الترابط المسجل على مستوى الأسواق المالية، وهو ما أدى إلى تأثير مصادر التمويل الرئيسية خاصة المصارف التجارية التقليدية التي عرفت موجة انهيارات وإفلاس متتالية، مع محافظة المصارف الإسلامية على استقرارها المالي والعملي وزيادة معدلات أرباحها وانتشارها الواسع على المستوى العالمي .

**4-** اعتبار الموضوع من المواضيع المستحدثة والذي يستحق البحث والتحري في مختلف جوانبه للوصول إلى تحديد مختلف العناصر المحيطة به، خاصة بالنظر إلى أهميته من الناحية الاقتصادية والاجتماعية.

**5-** توفر المراجع العلمية بالشكل اللازم والكافي، وهو محفز هام لإجراء هذه الدراسة الخاصة بالموضوع.

#### خامساً- أهداف البحث:

ترمي هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف أهمها:

**1-** تحديد مكانة التمويل الإسلامي كبديل تمويلي هام ومعرفة مختلف الآليات المرتبطة به.

**2-** بيان مواقع الخلل الممكن علاجها من الناحية الشرعية باستخدام آليات التمويل الإسلامي والخاصة بالسوق المالية.

- 3-** معرفة الضوابط الشرعية المتعلقة بتداول الأصول في الأسواق المالية.
- 4-** إبراز أسس التمويل الإسلامي ومدى اعتمادها لطرق التمويل الرشيدة والحقيقية بعيد عن اللجوء إلى تحقيق أهداف مادية غير مضبوطة و بأساليب وهمية.
- 5-** الاهتمام بمثل هذه المواضيع والتي لها صلة وثيقة بالحياة الاقتصادية والاجتماعية ففي مختلف المجتمعات مع متابعة المستجدات والتطورات الحاصلة في أساليب التمويل الإسلامي وعلاقتها بالسوق المالية، إضافة إلى إعطاء الحـلـول اللازمة للأزمات المالية العاصفة والتأكيد على متانة التمويل الإسلامي وقابليته للتطبيق.

#### سادسا- الدراسات السابقة :

إن موضوع « أهمية التمويل الإسلامي في معالجة إختلالات السوق المالية » من المواضيع التي لم تأخذ بالعناية اللازمة على حسب معلوماتي، حيث تم تناول مواضيع خاصة بالتمويل الإسلامي في بعض الدراسات بصورة مستقلة عن السوق المالية ونفس الشيء بالنسبة للدراسات المرتبطة بالأسواق المالية.

و من أهم الدراسات التي يمكن أن يكون لها علاقة بالموضوع بشكل نسبي نذكر:

#### **1-** موضوع بحث أكاديمي بعنوان: « الأسهم و تداولها في التشريع الإسلامي

والفقه الإسلامي وفي ظل العولمة المالية » لنيل شهادة الماجستير في الشريعة والقانون كلية أصول الدين والشريعة والحضارة الإسلامية بجامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية- قسنطينة-، لصاحبها « لويـزة صـخري » و بإشراف الدكتور « عبد الرزاق بوبندير »، تناولت من خلالها الطالبة أداة من أدوات السوق المالية وهي الأسهم مع إبراز الضوابط الفقهية لتداولها، في إطار التشريع الإسلامي وحسب ما تقتضيه العولمة المالية.

#### **2-** موضوع بحث أكاديمي لنيل شهادة الماجستير بعنوان: « دور المصارف في تعبئة

الموارد المالية للتنمية -دراسة مقارنة بين المصارف التقليدية والإسلامية- » إعداد الطالب « رشيد درغال » إشراف الأستاذ الدكتور « سعيد فكرة » جامعة الحاج لخضر- باتنة-، حيث اعتمد الطالب في دراسته على أهمية المصارف في التمويل من خلال الأساليب المختلفة التي توظفها مع إجراء مقارنة بين التمويل الإسلامي والتمويل التقليدي.

- 3-** رسالة ماجستير للطالب « سيف هشام صباح الفخري » إشراف الدكتور « طه المرشد » تخصص علوم مالية ومصرفية جامعة حلب - سوريا، وموضوعها «  
الهندسة المالية الإسلامية» واختصرت الدراسة حول تقديم مفاهيم ودراسة أدوات وخصائص الهندسية المالية الإسلامية والأسس العامة التي تحيط بها، دون التطرق لمكانتها في معالجة الإختلالات الحاصلة في السوق المالية.
- 4-** بعض الملتقيات المهمة بموضوع التمويل الإسلامي، من ذلك المؤتمر الأول للمالية الإسلامية المنظم بتاريخ 20 /أكتوبر/2010م في قطر، وذلك لبحث التحديات التي تواجه التمويل الإسلامي، وتناول المجتمعون -ومنهم خبراء من الجزائر- آليات التعاون والتنسيق بين مختلف المؤسسات المالية، حيث تم مناقشة أربعة (04) محاور هي :- الاقتصاد الإسلامي واقتصاديات الدول الإسلامية، - المؤسسات المالية الإسلامية و تحديات الحوكمة، فضلا عن موضوع:- التمويل الإسلامي والمستجدات الاقتصادية العالمية مع الأزمة المالية العالمية، بالإضافة إلى :- التمويل الإسلامي والمسؤوليات الأخلاقية والاجتماعية .
- 5-** أشغال المؤتمر الرابع للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في سورية حول:" الأزمة المالية العالمية وأثرها على الصناعة المالية الإسلامية"، وذلك من خلال تحليل ظروف الأزمة المالية وسبل معالجتها من المنظور الإسلامي مع الإشارة إلى تأثير الأسواق المالية بالأزمة.
- 6-** الملتقى الاقتصادي الدولي الأول حول:"أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبدائل البنوك الإسلامية." المنعقد بتاريخ : 05-06 مايو 2009م كلية الآداب والعلوم الإنسانية بجامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، - قسنطينة- الجزائر. هذا حسب الأبحاث السريعة التي قمت بها من خلال مكتبة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية والشبكة المعلوماتية، دون الحديث عن إمكانية وجود مواضيع لها علاقة بالموضوع منشورة في مكاتب مؤسسات جامعية الأخرى.

### سابعاً - منهج البحث:

تقتضي طبيعة البحث في هذا الموضوع الاعتماد على عدة مناهج يكمل بعضها البعض، وتعطي الصورة اللازمة والضرورية لإعداد بحث على مستوى عالي من الموضوعية، ومن هذه المناهج نذكر:

#### 1- المنهج الوصفي: يعتبر البداية التي تنطلق منها مناهج البحث الأخرى، حيث يسمح

لنا استخدام هذا المنهج في وصف العناصر المحيطة بالأسواق المالية وآليات التمويل الإسلامية، وكذلك تلك العناصر المرتبطة بالأزمة المالية العالمية، وصف دقيق يليق بمجال البحث ويسمح بإعطاء صورة علمية للموضوع.

#### 2- المنهج التحليلي: استخدام المنهج التحليلي يسمح لنا بتحليل مختلف العناصر

المشكلة للبحث، منها ما يتضمنه الفصل المتعلق بالتمويل الإسلامي ومختلف آلياته، وكذلك في الفصل الثاني الخاص بالمدخل النظري لفهم السوق المالية، وفي الفصل الأخير وخاصة ما يتعلق بتحليل جذور الأزمة المالية الراهنة، ويكون فيه التحليل علمياً وشاملاً من أجل وضع دراسة نمطية مناسبة للموضوع.

#### 3- المنهج المقارن: ويتجلى ذلك من خلال إجراء دراسة مقارنة بين بعض العناصر

المكونة للبحث خاصة فيما يخص مقارنة آليات التمويل الإسلامي مع آليات التمويل الوضعي، وكذلك في الفصل الثاني من خلال الفروق الظاهرة بين السوق المالية بالمفهوم التقليدي والسوق المالية بالمفهوم الإسلامي، ويسمح لنا هذا المنهج بإجراء مقارنة علمية وشاملة تسمح بالوصول إلى نتائج علمية وموضوعية.

#### 4- المنهج التاريخي: ويبدو واضحاً استخدام هذا المنهج خاصة في الفصل الثالث، من

خلال سرد مختلف المراحل التاريخية لتطور الأزمة المالية الراهنة بالإضافة إلى التعرّيج على تاريخ الأزمات المالية السابقة.

### ثامناً - منهجية البحث:

لمعالجة هذا الموضوع والوصول به إلى تحقيق الأهداف المرجوة منه، وضعت منهجية تنظيمية للالتزام بها مع التقيد بمختلف متطلباتها ومن ذلك نذكر :

#### 1- تقسيم البحث و مصادره :

وذلك من خلال تقسيم البحث إلى فصول ومباحث ومطالب وفروع متوازنة في أغلبها، متبع في ذلك التسلسل المنطقي للموضوع وحسب ما تقتضيه الضرورة، بدء بالتمهيد للموضوع ثم إعداد الدراسة حسب الإشكاليات الموضوعية.

## 2- إعداد البحث وتدقيق المعلومات:

وذلك بكتابة البحث بالاعتماد على المنهج العلمي المناسب وضرورة التقيد بالخطوات اللازمة لإعداد التحليل العلمي الضروري من اجل إعطاء الصورة العلمية والموضوعية للبحث. وكذلك فيما يخص الحرص على توثيق المعلومات المستخدمة وذلك من خلال النقل الحرفي إن اقتضت الضرورة والاقتباس في حالات أخرى، ففي حالة النقل الحرفي يجب وضع العلامة الدالة على ذلك، ونفس الشيء بالنسبة للاقتباس والإضافة والحذف،،، الخ.

## تاسعا- خطة البحث:

في هذا البحث: «أهمية التمويل الإسلامي في معالجة إختلالات السوق المالية»، كانت الخطة التي اعتمدها في الإجابة على الإشكالية الرئيسية والإشكاليات الفرعية واضحة وبسيطة إلى حد كبير، تسمح لأي متصفح بأخذ صورة عامة عن الموضوع وعن مختلف العناصر المشكلة له، حيث تم تقسيم البحث إلى ثلاث فصول أو محاور رئيسية كانت مسبوقة بمقدمة شاملة، في الفصل الأول تناولت فيه: " ماهية التمويل الإسلامي وآلياته" وفي الفصل الثاني: "مدخل نظري لفهم السوق المالية" وأما الفصل الثالث والذي تم فيه الإجابة عن التساؤل الرئيسي للبحث وكان بعنوان: «تحليل إختلالات السوق المالية من خلال الأزمة المالية الحالية، والمنظور الإسلامي في معالجتها»، حيث تضمن كل فصل من الفصول السابقة على ثلاث مباحث، كل مبحث تم تفريعه إلى مطالب حسب ما تقتضيه الضرورة، وختمت الدراسة بملخص عامة تضمنت جملة من النتائج والتوصيات.

# الفصل الأول:

ماهية التمويل الإسلامي

وآلياته

جامعة الأمير  
القائد للعلوم الإسلامية

## الفصل الأول:

﴿ ماهية التمويل الإسلامي و آلياته ﴾

ويضم هذا الفصل تمهيد و (03) مباحث أساسية:

المبحث الأول: التعريف بالتمويل الإسلامي.

المبحث الثاني: خصائص و مرتكزات التمويل الإسلامي

المبحث الثالث: آليات التمويل الإسلامي

## تمهيد:

يعتبر التمويل الإسلامي خلال زمننا هذا البديل الأكثر بروزا واستقطابا للاهتمام في النظام المالي الدولي، خاصة مع عجز أساليب التمويل التقليدية في كبح الانتشار المتسارع للأزمة المالية الأخيرة.

حيث يتجلى هذا الاهتمام من خلال شغله حيزا كبيرا من الكتابات الصحفية والتقارير الإعلامية المرافقة لانعقاد العديد من الندوات والملتقيات المهمة بالموضوع، من جهة، ومن جهة أخرى في تضاعف أعداد المؤسسات المصرفية الإسلامية وانتشارها الكبير على الصعيد الدولي، مع اعتماد الكثير من المصارف التقليدية لشبابيك تهتم بالمعاملات المصرفية الإسلامية وذلك لاستغلال رغبة الأفراد والمؤسسات في التعامل وفق آليات التمويل الإسلامية والاستفادة من الأرباح التي تحققها هذه الآليات.

إضافة إلى ما ذكر، فإن استقرار السوق المالية الإسلامية التي تعتبر المصدر الثاني من مصادر التمويل الإسلامي وزيادة استثمارات الأفراد في تداول الصكوك الإسلامية عامل إضافي آخر لبروز وانتشار آليات التمويل الإسلامي على أكثر من صعيد.

ومن أجل الإحاطة الشاملة بمختلف العناصر المرتبطة بالتمويل الإسلامي، ارتأيت تقديم هذا الفصل المعنون بـ: "ماهية التمويل الإسلامي وآلياته" وذلك بإجراء دراسة تحليلية، انطلاقا من المباحث التالية:

المبحث الأول: التعريف بالتمويل الإسلامي.

المبحث الثاني: خصائص ومرتكزات التمويل الإسلامي.

المبحث الثالث: آليات التمويل الإسلامي.

## المبحث الأول - التعريف بالتمويل الإسلامي:

من أجل فهم معنى التمويل الإسلامي فهما شاملاً ودقيقاً ، ننتقل في ذلك من ماهية التمويل في المؤسسات، إذ تعتبر وظيفة التمويل من الوظائف البالغة الأهمية في المؤسسة ، ذلك لما يترتب عنها من اتخاذ مجموعة من القرارات الهامة المرتبطة باختيار مصدر وصيغ التمويل اللازمة.

### المطلب الأول - تعريف التمويل:

#### أولاً - التعريف اللغوي:

❖ التمويل لغة مشتق من "المال"، حيث نجد في القاموس المحيط أنه يقال: "تمولت واستملت أي كثر مالك، وموله غيره، والمال ما ملكته من كل شيء أموال، ومُلْتَ تَمَالٌ ومِلْتَ مَلْتُهُ بالضم أعطيته المال" <sup>1</sup>

- و نجد في قاموس لسان العرب لابن منظور أنه يقال: "التمويل وأصله المال والجمع أموال وهو ما ملكته من جميع الأشياء ، قال ابن الأثير: المال في الأصل ما يملك من ذهب وفضة، ثم أطلق على كل ما يقتنى، ويطلق على الأعيان، ويقال: تَمَوَّلَ فلان مَالاً إذا اتخذَه قينه،، ومنه قول النبي - صلى الله عليه و سلم -: " فليأكل منه غير مَتَمَوَّلٍ مَالاً وغير متأثل مَالاً" <sup>2</sup>.

❖ وفي المعجم الوسيط، التمويل من المال بمعنى: "مَوَّلَهُ أي قدم له ما يحتاجه من المال، يقال مَوَّلَ فلاناً ومَوَّلَ العمل" <sup>3</sup>.

❖ وفي قاموس "تاج العروس من جواهر القاموس" للإمام "مرتضى الزبيدي يقال: "تَمَوَّلْتُ و اسْتَمَلْتُ : أي كثر مالك، وموَّله غيره تمويلاً، والمال ما ملكته من كل شيء، على هامش القاموس أبو عمرو: هذا هو المعروف من كلام العرب، وذهب بعض العرب وهم "دوس" إلى أن المال: الثياب والمتاع والعرض، ولا تسمى العين مَالاً، و منه حديث أبي هريرة رضي

<sup>1</sup> الفيروز أبادي (محمد الدين محمد بن يعقوب)، القاموس المحيط ، دار الجليل، بيروت، د/ت، ج 4 ، ص: 52

<sup>2</sup> ابن المنظور، (جمال الدين محمد بن مكرم) ، لسان العرب، دار المعارف، القاهرة، د/ت، ج14، ص: 152

<sup>3</sup> إبراهيم أنيس وآخرون، إشراف حسن علي عطية و آخرون، المعجم الوسيط، دار الفكر، سوريا، د/ت، ج2،

الله عنه: "خرجنا مع النبي صلى الله عليه و سلم فلم نغنم ذهباً و لا ورقاً، بل أموالاً، الثياب  
والمتاع"<sup>1</sup>

❖ أما معنى التمويل في اللغة الفرنسية، فأصله يقابل مصطلح « Finance » أي: مال،  
مالية، للفعل Financer<sup>2</sup>.

« v.tr soutenir financièrement (une entreprise), procurer  
les capitaux nécessaire au fonctionnement de. »

بمعنى: مؤل أو قَدَم رأس مال لمشروع، أو أنفق ودفع.

❖ وفي اللغة الإنجليزية أصل المفردة متقارب مع المعنى في اللغة العربية وفي اللغة الفرنسية  
ونجد في قاموس اللغة الإنجليزية ما يلي:

« Financing : thanks to private financing, and financing  
the project won't be easy.<sup>3</sup> »

ثانياً- تعريف التمويل في اصطلاح الاقتصاد التقليدي:

لقد تعددت التعاريف المرتبطة بالتمويل واختلفت باختلاف المرتكزات والأسس المنطلق منها،  
حيث تباين المختصون في وضع تعريف موحد وشامل، خاصة في ظل اختلاف مبادئ وأسس  
المدارس الاقتصادية ومن بين التعاريف المدرسية نذكر<sup>4</sup>:

1-تعريف التمويل في المدرسة القديمة "الكلاسيك": من وراء هذه المدرسة

"GUTHMAN و DOUGALL" حيث يعرفان التمويل بأنه: "الفعالية المتعلقة بتخطيط  
الأموال وكذلك رقابتها وإدارتها في المؤسسة".

2-تعريف التمويل في المدرسة المجددة "النيوكلاسيك": حيث يرى كل من "

"UPTON و "HOWAD" أن التمويل هو: "ذلك الحقل الإداري أو مجموعة  
الوظائف الإدارية، المتعلقة بإدارة مجرى النقد وإلزاميته لتمكين المؤسسة من تنفيذ أهدافها  
ومواجهة ما يستحق عليها من التزامات في الوقت المحدد".

<sup>1</sup> الإمام مرتضى الزبيدي، تاج العروس من جواهر القاموس، دار الفكر للطباعة والنشر، بيروت، ج/ 15، ص:  
703.

<sup>2</sup> هناء قباني و آخرون، معجم الطلاب الأساسي، دار الكتب العلمية، بيروت، 1971م، ص: 327.

<sup>3</sup> Hachette et oxford, grand dictionnaire anglais, p 368

<sup>4</sup> <http://www.sidiamer.com/montader-f105/topie=t30956.htm>(le  
13/01/2011)

### 3- تعريف التمويل في المدرسة الحديثة "المعاصرة": يمثل هذه المدرسة "JOHANSON" ،

فيعرف التمويل من خلال وظيفته: " كونه يلعب دورا مهما في التخطيط المالي ومواجهة المشاكل الاستثنائية لضمان استمرار المنشأة بالإضافة إلى تجهيز وسائل الدفع".

\* كما يعرف التمويل، بأنه<sup>1</sup>: "عملية تدبير الموارد المالية اللازمة للمؤسسات الخاصة أو العامة من أجل تسييرها أو تطوير أنشطتها وتحقيق أهدافها".

\* وفي تعريف آخر<sup>2</sup>: "التمويل هو نقل الموارد من فئات الفائض المالي إلى فئات العجز المالي".

\* كما يعني<sup>3</sup>: " التغطية المالية لأي مشروع أو عملية اقتصادية".

\* و في مفهوم آخر يمثل التمويل<sup>4</sup>: " تحديد كمية ونوعية الاحتياجات المالية واتخاذ القرارات اللازمة لاختيار مصادر الأموال".

\* و على العموم ومن مجمل التعاريف السابقة يمكن القول أن: " التمويل يتمثل في توفير الأموال اللازمة بالقدر الكافي والمطلوب، لاستخدامها في تحقيق المشاريع وتطويرها في أوقات الحاجة إليها مع مراعاة كيفية الحصول على الأموال ومجالات استثمارها، واستخداماتها المتنوعة، وضرورة تحقيق التكامل بين العمليات المالية والإدارية".

<sup>1</sup> Grand dictionnaire encyclopédique - Larousse, paris : librairie Larousse ; (1983), V4 , P ; 281

<sup>2</sup> محمد عبد الحليم عمر ، "التمويل عن طريق القنوات التمويلية الغير رسمية"، منشور في: "تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و تطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية"، أعمال الدورة الدولية ، المنعقدة بكلية العلوم الاقتصادية ، جامعة سطيف، سنة 2003 م .

<sup>3</sup> سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية-مع دراسة تطبيقية- ، رسالة ماجستير منشورة ، تقدم عبد المجيد قدي ، جمعية التراث، غرداية، ط/1، 2002 م ، ص: 38 .

<sup>4</sup> حسني علي خريوش وآخرون ، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار زهران ، عمان، الأردن 1999م، ص: 120 .

وكذلك، فالتمويل يقوم على أساس عنصرين هامين<sup>1</sup>، يتمثل الأول في ضرورة انتقال الموارد من فئات الفائض المالي إلى فئات العجز المالي، والثاني على أساس الأجل أي زمن توظيف الأموال.

### المطلب الثاني- تعريف التمويل الإسلامي:

يتكون مصطلح التمويل الإسلامي من شقين أساسيين، الأول "التمويل" والذي يعبر عن توفير الأموال اللازمة لبعث الأنشطة، بعبارة أخرى، المقصود منه هو<sup>2</sup>: "توفير المستلزمات المالية للمشاريع والخطط"، والشق الثاني وهو "الإسلامي" والذي يتعلق بضبط العمليات التمويلية بقواعد وأسس الشريعة الإسلامية، ولهذا نجد أن التعاريف والمفاهيم المرتبطة بالتمويل الإسلام تعبر عن مختلف الضوابط الواجب إتباعها في عملية توفير المستلزمات المالية.

\* ومن هذه التعاريف نذكر<sup>3</sup>: "التمويل الإسلامي عبارة عن تقديم شيء ذي قيمة مالية لشخص آخر إما على سبيل التبرع أو على سبيل التعاون بين الطرفين من أجل استثماره بقصد الحصول على أرباح تقسم بينهما على نسبة يتم الاتفاق عليها مسبقا وفق طبيعة عمل كل منهما ومدى مساهمته في رأس المال واتخاذ القرار الإداري والاستثماري." ويضيف الكاتب<sup>4</sup>: "لم يقتصر التمويل الإسلامي على المشاركة والمضاربة فقط ، بل تعداهما في العصور الإسلامية الأولى إلى أشكال متعددة من التعاون العفوي غير المنظم الذي كان يتم بين الأفراد أو بين الجماعات".

<sup>1</sup> **RIDAH SAADALAH**; le financement islamique: concept et principes généraux; dans: introduction aux techniques islamique de financement, **Djeddah**: institut islamique de recherches et de formation; (1996) P 14

<sup>2</sup> علي بن محمد الجمعة، معجم المصطلحات الاقتصادية الإسلامية، مكتبة العبيكان، الرياض، ط/1، 2000 م، ص:190.

<sup>3</sup> فؤاد السرطاوي، التمويل الإسلامي ودور القطاع الخاص، دار المسيرة، ط/1، عمان، 1999، ص: 97.

<sup>4</sup> المرجع السابق، ص: 98.

\* كما نجد في مرجع آخر أن التمويل الإسلامي المعبر عنه بالتحويل المباح<sup>1</sup> هو: "تقديم الأموال العينية، أو النقدية من يملكها إلى شخص آخر ليتصرف فيها ضمن أحكام وضوابط الشريعة الإسلامية وذلك بهدف تحقيق عائد مباح شرعا أي (بموجب عقود لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية)".

\* وكذلك يعرف بأنه<sup>2</sup>: "تقديم ثروة عينية أو نقدية، بقصد الاسترباح من مالها إلى شخص آخر يديرها ويتصرف فيها لقاء عائد تبيحه الأحكام الشرعية"، كما أنه<sup>3</sup> "يقوم على استبعاد الربا أو الفائدة وإيجاد أدوات وصيغ تمويلية بديلة وفق الشريعة الإسلامية". إذا فالتمويل الإسلامي عبارة عن مجموعة من الأساليب التمويلية التي تستند إلى قاعدة فقهية معروفة ومهمة وهي "أن الربح يستحق في الشريعة الإسلامية من خلال التملك أو من خلال العمل"<sup>4</sup> وهو ما يعني أن عنصر العمل يمكن أن يدخل النشاط الاقتصادي في استحقاق الربح.

\* وعلى هذا فالتمويل الإسلامي يختلف عن التمويل التقليدي في بعض العناصر ويتفان في بعض ومن أوجه ذلك نذكر:

- 1/ الصورة التي يتم بها التمويل حيث يكون المال من جهة والتوظيف من جهة أخرى، وهو ما يحدث في التمويل الإسلامي والتمويل الربوي "التقليدي".
- 2/ الغاية المنشودة من التمويل ألا وهي الحصول على ربح أو فائدة.

<sup>1</sup> محمود حسين الوادي، حسن محمد سمحان، المصارف الإسلامية - الأسس النظرية و التطبيقات العملية، دار المسيرة، ط/1، عمان، 2007م، ص: 86 .

<sup>2</sup> منذر قحف، مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي، المعهد العالمي للبحوث و التدريب، البنك الإسلامي للتنمية، شوال 1411هـ، ص: 6.

<sup>3</sup> أحمد بلخير، عقد الاستصناع و تطبيقاته المعاصرة، دراسة حالة البنك الإسلامي للتنمية - ، مذكرة مقدمة نيل شهادة الماجستير في الاقتصاد الإسلامي، إشراف د/ صالح صالح، جامعة الحاج الحضر، باتنة 2008م، ص: 55.

<sup>4</sup> بوفليح نبيل، عبد الله الحرتسي حميد، "التمويل الإسلامي كأسلوب لمواجهة تحديات الأزمة المالية العالمية" الملتقى الاقتصادي الدولي الأول 05 - 06 ماي 2009م، حول أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي و بديل البنوك الإسلامية"، منشورات كلية الآداب، جامعة الأمير عبد القادر - مكتبة اقرأ - قسنطينة 2009م، ص: 548 .

3/ الطريقة التي يتم بها إدارة هذه الأموال واستثمارها حيث غالبا ما ينحصر القرار الإداري في الطرف العامل أو المستثمر مع إمكانية التقييد في عقد التمويل.  
والجدول<sup>1</sup> التالي يبين مقارنة بين التمويل الإسلامي المباح والتمويل الوضعي (الربوي) حسب مجموعة من العوامل:

أساس المقارنة	التمويل الإسلامي المباح	التمويل الربوي
1- انفصال الإدارة عن المالكين.	نعم	نعم
2- استمرار الملكية.	نعم	لا
3- الحصر في المشاريع الاستثمارية.	نعم	لا
4- تأثير العمل في الغناء.	نعم	نعم
5- قصد الاسترباح.	نعم	نعم
6- الحصة الشائعة من الربح.	نعم	لا
7- تحمل رب العمل الخسارة كلها	نعم	لا
8- تقييد المستفيد باستعمال معين.	نعم	لا

#### الجدول رقم (1): جدول مقارنة بين التمويل الإسلامي و التمويل الوضعي

\* من خلال الجدول السابق نخلص إلى أن التمويل الشرعي المباح أفضل مقارنة مع التمويل الوضعي من حيث أن التمويل الشرعي يساهم في استمرار الملكية وتحمل رب المال الخسارة كما يستفيد من الربح وتقييد المستفيد باستعمال معين في حين نجد عكس ذلك في التمويل الوضعي الربوي.

<sup>1</sup> منذر قحف، مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي ، مرجع سابق، ص 57

## المبحث الثاني - خصائص ومرتكزات التمويل الإسلامي:

يتميز التمويل الإسلامي بمجموعة من الخصائص تميزه عن التمويل التقليدي، كما أنه يقوم على مجموعة من الأسس والمرتكزات والتي نتناولها في هذا المبحث.

### المطلب الأول - خصائص التمويل الإسلامي:

إن التمويل الإسلامي الذي بلغ رقم <sup>1</sup> 700 مليار دولار في سوق المال العالمية عام 2008م، يتصف بمجموعة من الخصائص منها <sup>2</sup>:

1/ أن التمويل الإسلامي غالبا ما يساعد على توسيع قاعدة المشاركة في ملكية المشاريع، بحيث تتاح الفرصة لعدد غير قليل من صغار الممولين للاشتراك في أسهم الشركات والقطاعات الإنتاجية المختلفة، على العكس مما هو معروف في التمويل الربوي الذي يؤدي إلى تضيق قاعدة المشاركة، وحصر ملكية المشاريع بفئة قليلة من أصحاب رؤوس الأموال.

2/ يساهم التمويل الإسلامي إلى حد كبير في تحقيق التوزيع العادل وإيجاد التوازن الذي يحول دون تكدس الثروات بأيدي المرابين، أو كبار التجار من أصحاب رؤوس الأموال، كما هو الشأن في النظام الربوي.

3/ يعمل التمويل الإسلامي على تقليص الإقراض الاستهلاكي غير المنتج، والذي غالبا ما يكون عبئا على الاقتصاد الوطني نظرا لاستهلاكه لرأس المال، لذلك حصر التمويل الإسلامي في الجوانب الاستثمارية ذات المردود النفعي على صاحب رأس المال والعامل والمجتمع.

4/ يستمر ملك رأس المال في التمويل الإسلامي للمالك، بينما تنتقل الملكية إلى الطرف الثاني في التمويل التقليدي (الربوي).

5/ يتحمل رب المال في التمويل الإسلامي الخسارة حالة عدم وجود تقصير أو إهمال من العامل، بينما لا يتحمل رب المال في التمويل الربوي لأي خسارة.

<sup>1</sup> BEREY VEUT, faciliter le développement de la finance islamique en France , le monde, 03 juillet 2008, <http://fr.wikipedia.org/wiki/finance-islamique=cite-not-0> (le 13/01/2011)

<sup>2</sup> د/ فؤاد السرطاوي، التمويل الإسلامي و دور القطاع الخاص، المرجع السابق، ص، ص 99 - 100

6/ يتم التمويل الإسلامي عن طريق النقود وعن طريق الأصول الثابتة كما في آلية المسافات والمزارعة، بينما يتوقف التمويل التقليدي على النقود فقط، وهذا ما يظهر شمولية التمويل الإسلامي وضرورة تأثير العمل في الناتج، بخلاف التمويل الربوي الذي لا يعبر العمل أي أثر لكونه يعتمد على الفائدة دون ما يتحقق من أرباح أو خسائر، وبذلك تكون المخاطرة في التمويل الإسلامي جزء من العقد لا يمكن أن يعترف بها في التمويل الربوي.

7/ ترتبط الزيادة التي يحصل عليها كل من رب المال والعامل في التمويل الإسلامي بمقدار الربح المتحقق من الاستثمار المشترك بين الطرفين ووفق النسب المتفق عليها، بينما في التمويل الربوي لا علاقة للممول بالربح أو الخسارة وقد لا تقف الفائدة على نسبة معينة بل تختلف في العقد الواحد بين شهر و آخر ومن سنة لأخرى.

\* كما يمكن إضافة الخصائص التالية:

❖ أساليب التمويل الإسلامي<sup>1</sup> تنقل التمويل من أسلوب الضمان والعائد الثابت إلى أسلوب المخاطرة والمشاركة وفق قاعدة: "الغنم بالغرْم".

❖ سعر الفائدة كتمن للإقراض والاقتراض هو ربا محرم شرعا ولا يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية ويضر بالنشاط الاقتصادي<sup>2</sup> ، كما أن التمويل الإسلامي يحرم عمليات المضاربة الآجلة التي تدخل ضمن بيع الغرر بما أن هذه العمليات ترمي إلى المتاجرة في أصل لم يتحقق بعد.

❖ تعدد أساليب التمويل الإسلامي منها ما هي قائمة على التبرعات<sup>3</sup> ومنها ما هي قائمة على المشاركات<sup>4</sup> وأخرى قائمة على الائتمان التجاري<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> بوفليح نبيل، عبد الله الحرتسي حميد، "التمويل الإسلامي كأسلوب لمواجهة تحديات الأزمة المالية العالمية" المرجع السابق ص- ص : 548 - 549

<sup>2</sup> "تؤدي أسعار الفائدة إلى تضخيم النشاط التمويلي بالمقارنة مع النشاط الإنتاجي، عكس أساليب التمويل الإسلامية التي تغلب النشاط الإنتاجي على النشاط المالي".

<sup>3</sup> الأساليب القائمة على التبرعات والبر والإحسان: منها: القرض الحسن، الصدقات التطوعية، الزكاة، الوقف، الخ

<sup>4</sup> الأساليب القائمة على المشاركات: و منها: المشاركة والمشاركة المنتهية بالتمليك، المضاربة، المسافات، المزارعة، المغارسة، الخ

<sup>5</sup> الأساليب القائمة على الائتمان التجاري: منها: البيع الأجل، بيع السلم، بيع الاستصناع، التأجير، التشغيلي، التأجير التمويلي، الخ

❖ أساليب التمويل الإسلامي تقوم على أساس دراسات الحدودى من الناحية الاقتصادية وعلى أساس الحكم الفقهي من الناحية الشرعية وهذا يعني أن المشروعات عند دراستها تخضع للأولويات الشرعية من ضروريات وحاجيات وتحسينات مما يسمح بتخصيص أمثل للموارد وتحقيق ما يصبوا إليه المجتمع من تنمية مستدامة.

\* يضاف إلى ما سبق أن التمويل الإسلامي يعتمد على معدلات المشاركة المتنوعة المرتبطة بالحركة الاقتصادية الحقيقية<sup>1</sup>، في حين يعتمد التمويل الربوي على آلية الفوائد المسبقة التي تسمى الاقتصاد الرمزي "المضاربي" والذي لا يرتبط في كثير من الحالات بالاقتصاد الحقيقي ومن ثم فهو يعد من بين الأسباب الأساسية للأزمات والتقلبات الاقتصادية.

### المطلب الثاني- مرتكزات التمويل الإسلامي:

يرتكز التمويل الإسلامي أساساً على ما ورد في الشريعة الإسلامية من قواعد وأحكام للمعاملات المالية التي تؤكد دائماً على ربط المصلحة بين الفرد و المجتمع<sup>2</sup> ، وهذه المرتكزات يمكن ذكرها فيما يلي:

#### أولاً- الالتزام بالأحكام الشرعية للمعاملات المالية:

وهذه الأحكام تضبط مختلف المعاملات المالية الداخلة في العمليات التمويل ومن بينها:

1/ تحريم الربا: والربا في اللغة يعنى الزيادة، يقال ربا الشيء إذا زاد ونما ومنه قوله تعالى<sup>3</sup>:

﴿...فَإِذَا أَنْزَلْنَا عَلَيْهَا الْمَاءَ اهْتَزَّتْ وَرَبَتْ...﴾<sup>4</sup> . بمعنى : ارتفعت قشرتها وزادت

حين خروج النبات، وجاء في لسان العرب: "ربا الشيء يربو ربواً ، ورباءاً : زاد ونما"<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> صالح صالحى، عبد الحليم غري، "كفاءة التمويل الإسلامي في ضوء التقلبات الاقتصادية الدورية" الملتقى الاقتصادي الأول، 05-06 ماي 2009م، مرجع سابق، ص: 203.

<sup>2</sup> مجيد جاسم الشرع ، المحاسبة في المنظمات المالية، - المصارف الإسلامية-، دار إتراف للنشر و التوزيع ، عمان ، 2008م ص 25.

<sup>3</sup> سورة الحج: الآية (05) .

<sup>4</sup> ابن منظور، لسان العرب، مرجع سابق، ج 14، ص: 304.

\* ويعرف الربا فقهيًا بأنه: "زيادة مال بلا مقابل في معاوضة مال بمال"<sup>1</sup>  
 \* وفي المعنى الاصطلاحي يدخل الربا في سببان<sup>2</sup>: الفضل بمعنى الزيادة في أحد العوضين المتجانسين من أموال مخصوصة، والنسيئة وهو متعلق بتأجير أو تأخير التقابض عند وقت العقد سواء كان في أحد العوضين أو كليهما .  
 \* وقد جاء تحريم الربا بالنص الصريح في الكتاب والسنة والإجماع، حيث قال تعالى<sup>3</sup>: ﴿...﴾

وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا... ﴿٢٧٥﴾ ، وقال تعالى<sup>4</sup>: ﴿...﴾ يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا الرِّبَا أَضْعَافًا مُضَاعَفَةً ۖ وَاتَّقُوا اللَّهَ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ﴿٣١﴾ .

- وفي السنة النبوية وردت نصوص كثيرة تدل دلالة قاطعة على تحريم الربا منها: عن أبي هريرة - رضي الله عنه - قال<sup>5</sup>: قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: "اجتنبوا السبع الموبقات، قالوا: يا رسول الله ما هن؟ قال: الشرك بالله والسحر وقتل النفس التي حرم الله إلا بالحق وأكل الربا وأكل مال اليتيم والتولي يوم الزحف وقذف المحصنات المؤمنات الغافلات"، كما جاء عن جابر - رضي الله عنه - قال<sup>6</sup>: "لعن رسول الله صلى الله عليه وسلم آكل الربا وموكله وكتابه وشاهديه وقال: هم سواء"، وفي حديث آخر عن جابر بن عبد الله - رضي الله عنه - أن النبي صلى الله عليه وسلم قال في حجة الوداع<sup>7</sup>: "ألا وإن ربا الجاهلية موضوع وأول ربا أضعه ربا العباس بن عبد المطلب".

1 عاشور عبد الجواد عبد الحميد ، البديل الإسلامي للفوائد المصرفية الربوية، دار النهضة العربية ، بني سويف، مصر، 1990م ، ص 5.  
 2 الشيخ حسن أيوب ، فقه المعاملات المالية في الإسلام، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، ط (3)/، القاهرة، 2006م، ص 191 .  
 3 سورة البقرة، الآية 275 .  
 4 سورة آل عمران، الآية 130 .  
 5 رواد مسلم، كتاب الإيمان، باب: بيان الأكابر وأكبرها 92/1 .  
 6 أبو دواد، كتاب البيوع، باب في آكل الربا وموكله 83/2، والترمذي، كتاب البيوع، باب ما جاء في آكل الربا 340/2، والدارمي، كتاب البيوع، باب لعن في آكل الربا وموكله 321/2 .  
 7 مسلم، كتاب الحج، باب حجة النبي -ص- 889/2، وأبو دواود، كتاب المناسك، باب صفة حجة النبي -ص- 300/1، وأحمد، المسند 73/5، والدارمي، كتاب البيوع، باب في الربا الذي كان في الجاهلية 320/2.

- كما أجمع علماء الأمة على تحريم الربا تحريماً قاطعاً حيث قال الإمام النووي<sup>1</sup>: "أجمع المسلمون على تحريم الربا وأنه من الكبائر."

## 2/ تمويل الطيبات و الابتعاد عن المحرمات:

إن من أهم الضوابط التي وضعها الإسلام لإنفاق المال أو اكتسابه، الالتزام بالطيبات والابتعاد عن الخبائث والمحرمات، قال تعالى: ﴿... وَتُحِلُّ لَهُمُ الطَّيِّبَاتِ وَتُحَرِّمُ عَلَيْهِمُ الْخَبَائِثَ...﴾<sup>2</sup>

ويرى الفقهاء بأن الطيبات هي كل ما كان فيه منفعة للإنسان وإن اختلفت ضرورتها، لذلك فهم يصنفون حاجات الإنسان حسب هذه الضرورة ويرون أن من واجب المسلم أن يستثمر أمواله حسب الأولوية في هذا الترتيب، يقول الإمام الشاطبي في هذا الشأن<sup>3</sup>: "تكاليف الشريعة الشرعية ترجع إلى حفظ مقاصدها في هذا الخلق وهذه المقاصد لا تعدو ثلاثة أقسام أحدها أن تكون ضرورية والثانية أن تكون حاجة والثالثة أن تكون تحسينية." ويفهم من هذا أن:

❖ الضروريات: هي ما لا بد منه لقيام مصالح الدين والدنيا ولا تستقيم حياة الناس بدونها وإلا اختل نظام حياتهم.

❖ الحاجيات: هي ما يحتاجه الناس للتوسعة والتيسير ورفع المشقة والتي يؤدي عدم إشباعها إلى الوقوع في الضيق والحرَج.

❖ التحسينات: وهي الأمور التي تجعل الحياة أكثر يسراً وراحة ولا يؤدي عدم الوفاء بها إلى الإخلال بإحدى الضروريات أو الحاجيات.

- أما عن الخبائث والمحرمات التي نهى الإسلام عن تمويلها أو الاستثمار فيها، فهي الأعمال والمهن التي جاء تحريمها صريحاً بالكتاب أو السنة أو باجتهاد الفقهاء، لأن بعضها جاء مع تطور

<sup>1</sup> نصر سلمان ، سعاد سطحي ، أحكام المعاملات المالية في المذهب المالكي، جامعة الأمير عبد القادر- قسنطينة-، 1998م، ص: 68.

<sup>2</sup> سورة الأعراف، الآية: 157

<sup>3</sup> سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص: 50.

الحضارة وما أفرزته من سلبيات في المجتمعات الأخرى غير الإسلامية وتأثيرها على المجتمعات المسلمة.

### ثانياً- الالتزام بالأساس الاستثماري للأموال:

وفي هذا الخصوص ينظر إلى الاستثمار<sup>1</sup> على أنه أساس تنمية المجتمع، وعلى هذا تتعدد أهداف التمويل الإسلامي إلى الاعتبارات المتعلقة بجودة الخدمة وأهداف التكافل الاجتماعي والالتزام بالشرعية.

- كما يراعي التمويل الإسلامي في الاستثمار تحقيق الربح الحلال والنفع العام للمجتمع وتمويل المشاريع التنموية، وبالتالي السعي إلى تعظيم الثروة وليس تعظيم الربح، حيث أن تعظيم الثروة يؤدي إلى زيادة الرفاهية الاقتصادية والاجتماعية للمجتمع .

- هذا ولكي يكون برنامج الاستثمار سليماً يجب أن تتوفر فيه عدة عناصر أهمها:<sup>2</sup>

❖ السلامة الشرعية: وفيها تكون السلع والخدمات موضوع الاستثمار لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية.

❖ السلامة الفنية: وفيها تتكامل مقومات هذه السلامة من حيث الموقع، الطاقة الإنتاجية، التكنولوجيا، القوى العاملة، الخ

❖ السلامة التجارية: إذ ليس المبرر إنتاج سلع وخدمات للسوق دون الأخذ بنظر الاعتبار الحاجة الحالية والمستقبلية وأن تفي السلع والخدمات بالحاجات الإنسانية الأساسية.

❖ السلامة الإدارية والتنظيمية: وتعني سلامة الهيكل التنظيمي، وأن تكون الإدارة طموحة وقادرة، وعلى قدر من الكفاءة والفعالية.

### ثالثاً- الالتزام بالأساس التنموي للأموال:

<sup>1</sup> مجيد جاسم الشرع ، المحاسبة في المنظمات المالية،- المصارف الإسلامية-، المرجع السابق، ص 26، (بتصرف).

<sup>2</sup> المؤلف السابق، المراجعة عن المسؤولية الاجتماعية في المصارف الإسلامية، دار وائل للنشر، عمان ، ص 21.

يساهم التمويل الإسلامي في تحقيق تنمية اقتصادية واجتماعية تركز على توفير الاحتياجات الأساسية للمجتمع.

والأساس التنموي للتمويل الإسلامي يرتكز على عدة مقومات منها:<sup>1</sup>

**1/ المنظر الاقتصادي والاجتماعي للمستثمر:** فالمهم ليس أن يعيش الآباء عيشة طيبة فحسب بل في أن يوفروا لأبنائهم والأجيال التي تليهم عيشة طيبة أيضا، وهذا ما يعكسه اختيار معدل النمو الاجتماعي و ترتيب الاستثمار واختيار البدائل.

**2/ الإحساس بالمسؤولية الاجتماعية:** وهذا يبنى من خلال الاستثمار في المشروعات التي ترفع مستوى معيشة الأفراد، وكذلك الاستثمار في إنتاج السلع والخدمات المباحة شرعا .

**3/ التعرف على فرص الاستثمار وتعريف المستثمرين بها:** وهذا يعطي دلالة على أن اعتماد التمويل الإسلامي ليس بهدف الاحتكار والسيطرة على رأس المال .

**4/ تحسين المناخ الاستثماري العام:** وذلك عن طريق نشر دراسات وبحوث وحقائق عن الاقتصاد القومي واتجاهاته، أو عن مشروعات بعينها.

- و بهذا فالتمويل الإسلامي باعتماده على مختلف الأساليب التمويلية، تستبعد التعامل بالفائدة التي تؤدي إلى زيادة معدل خدمة الممول واللجوء إلى أساليب تؤدي إلى المساهمة الفعالة في تشغيل الأموال بالمشاركة والمراحة والمضاربة،، وغيرها من الطرق التي تلبى حاجات التنمية تلبية ذاتية مستمدة من النهج القرآني في التأكيد على إشباع الحاجات عن طريق الاستغلال النافع والحث على العمل الذي يشكل عنصرا هاما من عناصر التنمية الاقتصادية، وبالتالي فالاهتمام بالتنمية الاقتصادية كإهتمام بالفرائض والعبادات، بل هي من ضروب العبادات مصداقا لقوله تعالى<sup>2</sup>: ﴿هُوَ أَنشَأَكُم مِّنَ الْأَرْضِ وَأَسْتَعْمَرَكُمْ فِيهَا ۖ﴾ " وقوله

تعالى<sup>3</sup>: ﴿فَإِذَا قُضِيَتِ الصَّلَاةُ فَانْتَشِرُوا فِي الْأَرْضِ وَابْتَغُوا مِن فَضْلِ اللَّهِ وَاذْكُرُوا اللَّهَ كَثِيرًا لَّعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ﴾

<sup>1</sup> مجيد جاسم الشرع، المحاسبة في المنظمات المالية، المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص- ص: 28-29 .

<sup>2</sup> سورة هود، الآية: 61.

<sup>3</sup> سورة الجمعة، الآية: 10

#### رابعاً- الالتزام بالأساس الاجتماعي:

من أهداف التمويل الإسلامي تقديم خدمات اجتماعية، ومن بين الأساليب المعتمدة في ذلك الإقراض بدون فائدة وإنشاء صندوق الزكاة والقرض الحسن وكل ما من شأنه تنمية الطاقات البشرية وخدمة البيئة وكل ما ينبثق من مفهوم عمار الأرض. وآلية المشاركة في حد ذاتها تعبر عن نوع من أنواع التكافل الاجتماعي، حيث تكون هناك عدالة في توزيع العائد بما يساهم في عدم تركيز الثروة وفي التقليل من التفاوت بين الدخول.<sup>1</sup> وهكذا نجد أن الأساس الاجتماعي للتمويل الإسلامي يسعى إلى تأكيد التوجهات الروحية في إقرار دور العمل وبيع رأس المال في موضعه الصحيح، بحيث يكون خادماً ووسيلة يستطيع أن يجدها كل قادر على الاستثمار والإفادة منه.

<sup>1</sup> مجيد جاسم الشرع، المحاسبة في المنظمات المالية - المصارف الإسلامية - ، مرجع سابق ، ص 30 .

## المبحث الثالث - آليات التمويل الإسلامي:

تعتبر القروض والسلفيات مقابل فائدة محددة مقدما من بين أهم آليات وأساليب التمويل التقليدي، أما التمويل الإسلامي فيتم استخدام الأموال فيه عن طريق صيغ تمويلية متعددة ومشروعة والتي تناسب كافة الأنشطة سواء أكانت تجارية، أو صناعية، أو زراعية، أو عقارية، أو مهنية وحرفية، الخ.

وسيتم دراسة مختلف آليات التمويل الإسلامي في هذا المبحث وفق طبيعة كل منها، ولهذا يتم تقسيمها إلى:

- ✓ آليات التمويل القائمة على المشاركات.
- ✓ آليات التمويل القائمة على الائتمان التجاري.
- ✓ آليات التمويل القائمة على التبرعات والإحسان.

### المطلب الأول - آليات التمويل القائمة على المشاركات:

تقوم هذه الآليات على أساس الاشتراك بين الجهة الممولة والجهة الطالبة للتمويل وذلك في خلق مشروع معين عن طريق مساهمة (مالية/مالية)، أو مساهمة (مالية/عملية) وتقسم إلى:

#### أولا المشاركة:

##### 1/ مفهومها:

أ- لغة: لفظ المشاركة مشتق من الشركة، جاء في لسان العرب<sup>1</sup>: الشركة والشركة سواء بمعنى مخالطة الشريكين. " كما يقصد بالمشاركة<sup>2</sup> لغة: "الاختلاط والامتزاج."

<sup>1</sup> ابن منظور، لسان العرب، مرجع سابق، ج 10، ص 448

<sup>2</sup> عبد الباقي الزرقاني، : شرح الزرقاني على مختصر سيدي خليل، مجلد 3، ج (6)، ص: 40.

ب- اصطلاحاً: تعرف المشاركة<sup>1</sup> بأنها: " اشتراك شخصين أو أكثر إما في المال أو في العمل أو فيهما معا."

- والمشاركة<sup>2</sup> هي: " عقد بين اثنين أو أكثر على أن يكون المال والعمل من كل منهما بقصد الربح."

- كما يعرفها الفقهاء المسلمون بأنها<sup>3</sup>: " عبارة عن اتفاق بين اثنين أو أكثر على العمل للكسب بواسطة الأموال أو الأعمال ليكون الغنم بالغرم حسب الاتفاق".

- وباعتبار المشاركة من بين أهم أساليب التمويل الإسلامي فهي تتطلب<sup>4</sup>: "مشاركة العميل بنسبة في رأس المال إلى جانب عمله وخبرته ويقوم الممول بتمويل النسبة الباقية على أساس الاشتراك في الناتج المتحصل عليه ربحاً كان أم خسارة."

## 2/ دليل مشروعيتها:

- المشاركة أسلوب مشروع بالكتاب والسنة والإجماع، حيث قال تعالى<sup>5</sup>: "﴿...وَإِنَّ كَثِيرًا مِّنَ الْخُلَطَاءِ لَيَبْغِي بَعْضُهُمْ عَلَىٰ بَعْضٍ إِلَّا الَّذِينَ ءَامَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ وَقَلِيلٌ مَّا هُمْ...﴾".

- ويروى عن رسول الله صلى الله عليه وسلم أنه قال فيما يرويه عن ربه عز وجل: "أنا ثالث الشريكين ما لم يخن أحدهما صاحبه، فإذا خانته خرجت من بينهما"<sup>6</sup>. وعن أبي موسى قال: قال رسول الله صلى الله عليه وسلم<sup>7</sup>: "إن الأشعرين إذا أرملوا في الغزو أو قلّ طعام عيالهم

<sup>1</sup> عائشة الشرقاوي المالقي، البنوك الإسلامية التجربة بين الفقه، والقانون، والتطبيق، المركز الثقافي العربي، الطبعة الأولى، سنة 2000م، ص 348.

<sup>2</sup> أحمد بن حسن أحمد الحسيني، الودائع المصرفية، أنواعها، استخداماتها، استثمارها، دار ابن حزم، بيروت، سنة 1999 ص 183.

<sup>3</sup> أحمد أبو الفتوح، المعاملات في الإسلام، ج 2/ (2)، ص 466 نقلاً عن سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل، مرجع سابق، ص 100.

<sup>4</sup> محمود سحنون، الاقتصاد النقدي و المصرفي، دار بهاء الدين، ط/1، قسنطينة، 2003م، ص: 102.

<sup>5</sup> سورة "ص" الآية 24.

<sup>6</sup> رواه أبو داود، كتاب البيوع، باب في الشركة 90/2.

<sup>7</sup> رواه البخاري ومسلم.

بالمدينة، جمعوا ما كان عندهم في ثوب واحد، ثم اقساموه بينهم بالسوية، فهم مني و أنا منهم."

- وقد أجمع المسلمون على جواز المشاركة، ويقسمها المالكية إلى ستة (6) أقسام هي<sup>1</sup>: \* شركة المفاوضة\* العنان\* العمل\* الذمم\* الجبر\* وأخيرا\* شركة القراض .

### 3/ شروطها:

في عقد الشركة ( المشاركة ) لدينا شروط تتعلق بـ:

✓ العاقدين: ويشترط فيهما ما يشترط في أي عاقدين وذلك بأن يكون أهل للتعاقد (السن، الرشد، العقل،، الخ) .

✓ صيغة العقد: من حيث الإيجاب والقبول.

✓ رأس المال: والأصل فيه بأن يكون نقدا عند جمهور العلماء، وقيل<sup>2</sup> بجواز العروض بعد تقييمها مع ضرورة خلط مال المتعاقدين لتفادي الاشتراك بالديون.

✓ العمل: والأصل بأن يباشر المشاركون العمل عند التعاقد مباشرة مع جواز تفويض عملية التسيير إلى أطراف خارج الشركة.

✓ أن تكون يد كل شريك يد أمانة في أموال الشركة، فلا يضمن إلا حين التقصير والتعدي.

✓ تحديد عائد عمل المشارك بعمله كنسبة محددة من ربح غير معروف<sup>3</sup>.

- ويتم توزيع الربح في حالة تحققه على أساس<sup>4</sup>:

❖ حصة الشريك كعائد عمل تمثل نسبة من صافي الربح المحقق.

❖ يوزع الباقي على المتعاقدين بنسبة مساهمة كل منهما.

- في حين يتم توزيع الخسارة في حالة تحققها على أساس:

❖ نسبة ما ساهم به كل منهما في رأس المال.

<sup>1</sup> راجع: ابن يوسف الكافي، إحكام الأحكام على تحفة الحكام، ص: 209.

<sup>2</sup> في المذهب المالكي، و الحنبلي.

<sup>3</sup> مركز الاقتصاد الإسلامي، برنامج صيغ الاستثمار الإسلامية - المصرف الإسلامي الدولي للاستثمار و التنمية،

القاهرة، بدون تاريخ، ص: 136.

<sup>4</sup> المرجع نفسه، ص: 137.

❖ لا عائد عمل للشريك المسير.

#### 4/ أشكال المشاركة:

تأخذ المشاركة عدة صور حسب الصيغة التي تحكم العقد ومنها:

أ- المشاركة الدائمة: أو "الثابتة" ويترتب عنها دخول الشركاء في ملكية المشروع نتيجة

المساهمة المالية المعتبرة في رأس مال المشروع ( $15\% < 1$ )، والمشاركة الدائمة قسماً:

أ-1 المشاركة الدائمة المستمرة: وهي التي ترتبط بنفس المشروع وتظل قائمة طالما أن المشروع قائم.

أ-2 المشاركة الدائمة المنتهية: تعطي ملكية ثابتة في المشروع غير أن الاتفاق بين الشركاء يتضمن أجلاً محدوداً لإنهاء العلاقة المالية.

ب- المشاركة على أساس الصفقة (المعينة): تقوم على أساس الصفقة القائمة، ويكون التمويل جزئياً أو كاملاً حسب قدرة الشريك، وتشبه هذه الصيغة عمليات التمويل المؤقت لبعض المشاريع أو الصفقات، أو تمويل جزء من نشاط اقتصادي جديد.

ت- المشاركة المنتهية بالتمليك (المتناقصة): وفيها يتم الاتفاق بين الشريكين على أن يتنازل أحدهما لخصته في رأس المال لصالح الآخر وفق جدول زمني محدد، أو بعبارة أخرى، هي شركة يعطي فيها الممول المشارك بحصة في تمويل رأس المال الحق للشريك في الحل محل في ملكية المشروع دفعة واحدة أو على دفعات، حسبما تقتضيه الشروط المتفق عليها في عقد المشاركة<sup>2</sup>. ويميل إلى هذا النوع من المشاركات الكثير من طالبي التمويل الذين لا يرغبون في استمرارية الطرف الآخر كمشارك في المشروع<sup>3</sup>.

ث- المساهمة المتناقصة: تختلف عن الصيغة السابقة من حيث الأجل أو مدة العقد، حيث تعتبر المساهمة المتناقصة البديل التمويلي عن التمويل بالقروض المتوسطة والطويلة الأجل في التمويل التقليدي، والمساهمة تعني استمرار المشاركة بين المتعاقدين لمدة أطول من المشاركة

<sup>1</sup> علي عبد الرسول، المبادئ الاقتصادية في الإسلام، دار الفكر العربي، 1980م، ص 213.

<sup>2</sup> هيا جميل بشارت، التمويل المصرفي للمشروعات الصغيرة والمتوسطة، دار النفائس للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2008م، ص68.

<sup>3</sup> محمود سحنون، المؤسسات المصرفية والسياسات النقدية في الاقتصاد اللاربوي، رسالة دكتوراه عام

2001، دون نشر، جامعة قسنطينة، ص: 215.

المتناقضة والتي توحى بأن المصرف سيخرج بعد مدة معينة بشكل تدريجي في إطار منظم ومتفق عليه<sup>1</sup>.

ثانياً- المضاربة:

1/ مفهومها:

أ- لغة: نجد في لسان العرب أنه يقال<sup>2</sup>: "الضرب في الأرض يعني السفر بهدف الاسترزاق عن طريق التجارة بالخصوص". وجاء في القاموس المحيط<sup>3</sup>: "ضارب له: اتجر له في ماله وهي القراض".

"والمضاربة لغة مفاعلة من الضرب في الأرض والسير فيها"<sup>4</sup>.

كما يقصد بها في اللغة: "اتجار الإنسان بمال غيره".

ب- اصطلاحاً: يختلف مفهوم المضاربة في الفقه الإسلامي عن مفهومها في الفكر الوضعي الحديث<sup>5</sup> فهي تعني في التصور الأول<sup>6</sup>: "اشتراك المال والعمل بهدف تحقيق الربح"، وفي التصور الثاني: "تحقيق الربح عن طريق استثمار المال وحده والمضاربة على الفرق بين أسعار البيع والشراء مع الترقب والترصد".

- وتعرف المضاربة عند الفقهاء<sup>7</sup>: "أن يعطي الرجل إلى الرجل المال على أن يتجر به على جزء من الربح معلوم يأخذه العامل، أي جزء يتفق عليه ثلثاً، أو ربعاً، أو نصفاً".

- كما تعرف على أنها<sup>8</sup>: "نوع من المشاركة بين صاحب المال وصاحب الخبرة يقدم فيها الأول: المال والثاني: الخبرة، ويقتسمان نتائج المشروع بنسب يتفق عليها".

<sup>1</sup> عبد الله عبد الرحمان العبادي، موقف الشريعة من المصارف الإسلامية المعاصرة، الاتحاد الدولي للمصارف الإسلامية، القاهرة، 1982م، ص: 252.

<sup>2</sup> ابن منظور، لسان العرب، مرجع سابق، ج 1، ص 544.

<sup>3</sup> الفيروز آبادي، القاموس المحيط، مرجع سابق، ج 1، ص: 96.

<sup>4</sup> دليل المصطلحات الفقهية الاقتصادية، بيت التمويل الكويتي، ط1، الكويت 1992م، ص:\*\*\*.

<sup>5</sup> ياقوت العشماوي، "المضاربة في الإسلام وفي الدستور" مجلة الأهرام الاقتصادية، العدد 1101 في 19-02-1990م ص34، نقلاً عن عائشة الشرقاوي المالقي، البنوك الإسلامية، التجربة بين الفقه والقانون و التطبيق، مرجع سابق، ص: 282.

<sup>6</sup> عائشة الشرقاوي المالقي، البنوك الإسلامية، التجربة بين الفقه والقانون و التطبيق، مرجع سابق، ص: 282.

<sup>7</sup> ابن رشد الحفيد، بداية المجتهد، دار المعارف، بيروت 1983م، ص: 236.

<sup>8</sup> منذر قحف، الاقتصاد الإسلامي، دار القلم، الكويت، دت، ص: 139.

## 2/ دليل مشروعيتها:

- عقد المضاربة عقد مشروع من السنة النبوية و بإجماع الفقهاء المسلمين وهناك من يؤصلها في القرآن الكريم و يبيّن مشروعيتها عليه، وذلك لقوله تعالى<sup>1</sup> : " ...وَأَخْرُونَ يَضْرِبُونَ فِي الْأَرْضِ يَبْتَغُونَ مِنْ فَضْلِ اللَّهِ ..... ﴿٢﴾ . " ، وقوله تعالى<sup>2</sup>: ﴿١﴾ فَإِذَا قُضِيَتِ الصَّلَاةُ فَانْتَشِرُوا فِي الْأَرْضِ وَابْتَغُوا مِنْ فَضْلِ اللَّهِ وَاذْكُرُوا اللَّهَ كَثِيرًا لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ﴿٣﴾

- وفي السنة النبوية روي عن ابن عباس قوله<sup>3</sup>: كان العباس بن عبد المطلب إذا دفع مالا مضاربة اشترط على صاحبه أن لا يسلك به بحرا ولا يتزل به واديا ولا يشتري به ذات كبد رطبة فإن فعل فهو ضامن، فرجع شرطه إلى رسول الله -صلى الله عليه وسلم- فأجازه." ويقول ابن قدامى<sup>4</sup>: "و أجمع أهل العلم على جواز المضاربة في الجملة."

## 3/ شروطها:

يتضمن عقد المضاربة جملة من الشروط الواجب توفرها وهي:

أ- شروط على رأس مال المضاربة: ويشترط فيه أن يكون:

- ❖ نقدا فلا تصح إن كان من العروض.
- ❖ معلوم المقدار ذلك أن جهالته تؤدي إلى جهالة الربح و جهالة الربح تفسد عقد المضاربة.
- ❖ أن يكون عينا لا دينا في ذمة المضارب.
- ❖ كما يكون صاحب رأس المال هو المالك الوحيد للمشروع والمضارب عبارة عن مدير خلال فترة حياة المشروع<sup>5</sup>.

## ب- شروط على نتائج المضاربة:

\* إذا كانت النتيجة ربح تقسم حسب النسب المتفق عليها مسبقا.

1 سورة المزمل الآية: 20 .

2 سورة الجمعة الآية: 10 .

3 البيهقي ، السنن الكبرى ، كتاب القراض 111/6 نقلا عن سلمان نصر ، سعاد سطحي، أحكام المعاملات المالية في المذهب المالكي ، مرجع سابق، ص: 92.

4 ابن قدامى، المغني، دار الكتاب العربي، بيروت، 1978م، ج/5، ص: 135.

5 ضياء مجيد ، البنوك الإسلامية ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية، 1997م ، ص 48 .

\* أما إذا كانت خسارة خارج نطاق المضارب، فيتحملها صاحب المال وحده ولا شيء للمضارب ويكفي أنه خسر جهده المبذول.

- كما لا يجوز ربط حصة أي طرف في الأرباح بنسبة معينة من رأس المال وإنما يكون بنسبة معينة من الربح المحقق، عكس ما يعرف في شركات المساهمة.

#### ج- شروط على عمل المضارب:

- ويشترط في العمل أن يتماشى مع أحكام الشريعة الإسلامية ويشمل أنشطة التجارة والصناعة والزراعة، وغيرها، كما لا يجب أن يتدخل صاحب رأس المال في عمل المضارب ويتركه حراً في إدارته، كما لا يحق لصاحب العمل أن يسافر برأس المال، إلا بتصريح من صاحب المال.

- أما ما يتعلق بمصاريف المضاربة فهي تخصم من الأرباح أولاً ثم يتم توزيع الباقي بين الأطراف وحسب الاتفاق ولا تخصم إلا التكاليف الفعلية، لأنه يمنع على المضارب أن يتصدق، أو يتبرع، أو يجازي من أموال المضاربة<sup>1</sup>.

#### 4/ أنواع المضاربة:

- ينقسم عقد المضاربة إلى نوعين أساسيين:

أ- المضاربة العامة "المطلقة": وهي التي لا يرد في عقدها أي شرط يحد من سلطة المضارب في العمل، سواء من حيث نوعيته، أو مكانه، أو الأشخاص الذين سيتم التعامل معهم بل يبقى مطلق الحرية في التصرف.

ب- المضاربة الخاصة "المقيدة": وهي التي يتضمن عقدها شروطاً تقيد حرية المضارب في التصرف كاشتراط نوع السلع، أو القطاع، أو في تحديد مكان المضاربة... الخ.

- كما يمكن تقسيم عقد المضاربة من حيث دوران رأس المال، أو من حيث أطراف المضاربة كما يلي<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> محمد الزرقاني، شرح الزرقاني على موطأ الإمام مالك، ج3، ص 356، نقلا عن، عائشة الشرقاوي المالقي، البنوك الإسلامية، التجربة بين الفقه والقانون والتطبيق، مرجع سابق، ص 304.

<sup>2</sup> محمود سحنون، الاقتصاد النقدي المصرفي، مرجع سابق، ص 109.

❖ من حيث دوران رأس المال: وتنقسم فيها إلى مضاربة موقوتة يحدد فيها الزمن لدورة رأس المال دورة واحدة، أي محددة بصفقة معينة وتنتهي بعدها، وكذلك مضاربة مستمرة وهي مضاربة غير محددة بصفقة وتتميز بدوران رأس المال عدة مرات.

❖ من حيث أطراف المضاربة: وتنقسم فيها المضاربة إلى مضاربة ثنائية الأطراف تكون بين طرفين فقط صاحب الأموال وصاحب العمل، ويمكن أن يكون صاحب المال أكثر من شخص غير أنه يعتبر طرفاً واحداً وكذلك الحال بالنسبة لصاحب العمل، ومضاربة متعددة الأطراف وهي التي يأخذ فيها صاحب العمل المال من صاحب رأس المال ويعطيه إلى صاحب عمل آخر- بإذن الأول- فيكون المضارب الأول صاحب مال بالنسبة للمضارب الثاني.

### ثالثاً: المزارعة:

#### 1/ مفهومها:

أ- لغة: جاء في لسان العرب<sup>1</sup>: "زرع الحب يزرعه زرعاً، وقيل الزرع نبات كل شيء يجرث" والمزارعة لغة مفاعلة من الزرع.

ب- اصطلاحاً: يقوم أسلوب المزارعة على عقد الزرع وهي<sup>2</sup>: "إعطاء الأرض من مالكتها إلى من يزرعها، أو يعمل عليها والزرع بينهما". كما تعرف<sup>3</sup>: "دفع أرض وحب لمن يزرعه ويقوم عليه أو مزروع لمن يعمل عليه بجزء مشاع من المتحصّل، ويلزم العامل ما فيه إصلاح الثمرة والزرع وزيادتها من السقي والاستسقاء والحراث،،،، الخ". إذا فعقد المزارعة نوع من عقود المشاركة بين صاحب الأرض والعامل المزارع.

#### 2/ مشروعية المزارعة:

<sup>1</sup> ابن منظور، لسان العرب، مرجع سابق، ج 8 ص 142.

<sup>2</sup> وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، ط 1، دمشق 2002م، ص 444.

<sup>3</sup> فتحي أحمد عبد الكريم، أحمد محمد العسال، النظام الاقتصادي في الإسلام، مبادئه وأهدافه، مكتبة وهبة، ط: 7، القاهرة 1985 ص 172.

يعتبر عقد المزارعة عقدا مشروعا عند بعض الفقهاء، وقد استدلووا على جوازه من السنة النبوية الشريفة، فعن ابن عمر -رضي الله عنه- أن النبي صلى الله عليه وسلم عامل أهل خيبر بشرط ما يخرج منها من تمر أو زرع<sup>1</sup>.

وعن رافع بن خديج -رضي الله عنه- قال<sup>2</sup>: قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: "من كانت له أرض فلينزرعها أو لينزرعها أخاه ولا يكرهها بثلث ولا بربع." ، كما ورد أن النبي -صلى الله عليه وسلم- نهى عن المحاقلة<sup>3</sup>، والمحاقلة عبارة عن كراء الأرض بالطعام .

- ويفهم من هذه الأحاديث أن النبي صلى الله عليه وسلم أجاز المعاملة في الأرض بين المزارع وصاحب الأرض بشرط السلامة من كرائها بما هو غير جائز<sup>4</sup>.

### 3/ شروطها:

يشترط في المزارعة بالإضافة إلى ما يشترط في العقود ما يلي:

أ- السلامة من كراء الأرض بشيء ممنوع أي أن لا يكون العوض في ذلك مما تنبته الأرض سواء أكان طعام أم غير طعام.

ب- تحمل المتعاقدين الربح والخسارة على أساس مشاركة حقيقية فعلية.

ت- تحديد الأرض وتمكين المزارع من مزاولته نشاطه فيها.

ث- تحمل صاحب الأرض مختلف متطلبات المزارعة حتى يكون رأس المال كله من أحدهما وهذا قياسا على المضاربة عند أغلب الفقهاء.

ج- الاتفاق المسبق على كيفية توزيع العائد كجزء شائع من الغلة.

<sup>1</sup> البخاري، كتاب الإجارة، باب إذا استأجر أرضا فمات أحدهما 642/4، مسلم، كتاب المساقاة، باب المساقاة والمعاملة بجزء من الثمر والزرع 1186/3، والدرامي، كتاب البيوع، باب أن النبي -ص- عامل أهل خيبر 349/2.

<sup>2</sup> مسلم، كتاب البيوع، باب كراء الأرض بالطعام 1181/3، أبو داود، كتاب البيوع، باب التشديد في ذلك 91/2، ابن ماجة، كتاب الرهون، باب استكراء الأرض بالطعام 823/2.

<sup>3</sup> رواه البخاري، كتاب المساقاة، باب الرجل يكون له ممر أو شرب في حائط أو في النخل 50/5، ومسلم، كتاب البيوع، باب النهي عن المحاقلة والمزابنة وعن المخابرة.... 1174/3.

<sup>4</sup> سلمان نصر، سعاد سطحي، أحكام المعاملات المالية في المذهب المالكي، مرجع سابق، ص 136

## رابعاً- المساقاة:

### 1/تعريفها:

أ- لغة: "السقي يعني الحظ من الشرب، والساقية هي القناة الصغيرة التي تسقي بواسطة الأرض، يقال: سقى، يسقي، سقياً أي أشرب الشيء الماء، وسميت المساقاة بذلك لأن صاحب الأشجار يستعمل رجلا في نخيل أو كروم ليقوم بسقيها وإصلاحها على أن يكون له سهم معلوم مما تغله.<sup>1</sup>

ب- اصطلاحاً: وردت عدة تعريف للمساقاة منها:

❖ "هو عقد على خدمة الشجر"<sup>2</sup>، وكذلك: "أن يدفع الرجل الشجرة لمن يخدمها وتكون غلتها بينهما."<sup>3</sup>

❖ كما تعرف<sup>4</sup>: "أنها ذلك النوع من المشاركات في المجال الزراعي التي تقوم على أساس بذل الجهد من العامل لسقي ورعاية الأشجار التي يقدمها شخص آخر له أي مالكاها مقابل جزء من الثمار التي تنتجها هذه الأشجار بنسبة يتفق عليها."

### 2/ دليل مشروعيتها:

عقد المساقاة مشروع من السنة النبوية كعقد المزارعة، فعن ابن عمر -رضي الله عنه- أن رسول -الله صلى الله عليه وسلم- "دفع إلى يهود خيبر نخيل خيبر وأرضها على أن يعيلوها من أموالهم لرسول الله صلى الله عليه وسلم شطر ثمرتها"<sup>5</sup>. وفي رواية أخرى أن النبي -صلى الله عليه وسلم- ساقاهم على نصف ما تخرجه الأرض وثمره.

- كما ذهب العلماء إلى جوازها -باستثناء أبي حنيفة- "المذهب الحنفي".

<sup>1</sup> الفيروز آبادي، القاموس المحيط، مرجع سابق، ج/4، ص 343.

<sup>2</sup> الشرح الكبير -بحاشية الدسوقي- 3/539 نقلا عن أ. سلمان نصر، أ. سعاد سطحي، فقه المعاملات المالية في المذهب المالكي، مرجع سابق، ص 140.

<sup>3</sup> القوانين الفقهية، ص 269 نقلا عن نفس المرجع السابق، ص 140.

<sup>4</sup> محسن أحمد الحضيري، البنوك الإسلامية، ط1/، دار الحرية، القاهرة، 1990م، ص 122.

<sup>5</sup> مسلم، كتاب المساقاة، باب المساقاة والمعاملة بجزء من الثمر والزرع 3/1187، والنسائي، كتاب الإيمان، باب ذكر اختلاف الألفاظ المأثورة في المزارعة 64/7، وأبو داود، كتاب البيوع، باب في المساقاة 94/2.

### 3/شروطها:

- يشترط في المساقاة كعقد ما يشترط في أركانه: "الصيغة، العاقدان، المحل" بالإضافة إلى :
- أ- المساقاة خلافاً للمزارعة تلزم بمجرد التعاقد وليس بالشروع في العمل، قال الإمام الخرخشي - رحمه الله -: "والمساقاة جائزة لازمة عند جمهور الفقهاء."<sup>1</sup> وقال ابن رشد - رحمه الله -: " والمساقاة عند مالك من العقود اللازمة باللفظ لا بالعمل."<sup>2</sup>
- ب- يشترط العلم بالبستان إما بالرؤية أو الوصف.
- ت- المساقاة عند الإمام مالك - رحمه الله - من العقود الموروثة لا تنتهي بموت أحد المتعاقدين .
- ث- يجب الاتفاق مسبقاً على كيفية تقسيم الناتج وأن يكون نصيب كل منهما جزءاً شائعاً كالنصف، أو الثلث، أو الربع ولا يصح أن تكون الأجرة من غير الثمر.
- ج- أن يمضى العقد قبل بدو صلاح الثمر لأن الثمر بعد بدو صلاحه لا يحتاج إلى عمل والعامل في المساقاة يستحق نصيبه بالعمل.
- ح- أن يكون الأصل مثمراً أي ما تجني ثماره واحترز الفقهاء مما يخلف بالقطع كالبقول والقصب والموز.<sup>3</sup>

### خامساً- الممارسة:

#### 1/تعريفها:

أ- لغة: نجد في القاموس المحيط<sup>4</sup>: "أن الممارسة من الغرس والشجر يغرسه أي يثبتته في الأرض."

<sup>1</sup> الإمام الخرخشي على خليل ، 4 / 443، نقلاً عن: سلمان نصر وسعاد سطحي ، فقه المعاملات المالية في الإسلام ، مرجع سابق ، ص: 143 .

<sup>2</sup> ابن رشد، بداية المجتهد ونهاية المقتصد، مطبعة الاستقامة، القاهرة 1952م، ج2/، ص: 279 .

<sup>3</sup> أنظر: سعيد أبو الفتوح بسيوني، الحرية الاقتصادية في الإسلام ، وأثرها على التنمية، ط1، دار الوفاء، المنصورة 1988م، ص: 415 .

<sup>4</sup> الفيروز أبادي، القاموس المحيط، مرجع سابق، ج 2 ، ص: 234 .

**ب- اصطلاحاً:** يعرفها ابن رشد -رحمه الله- بأنها<sup>1</sup>: "هي عند مالك أن يعطي الرجل أرضه إلى رجل على أن يغرس فيها عدداً من الثمار معلوماً فإذا استحق الثمر كان للغارس جزء من الأرض متفق عليه." كما أنها<sup>2</sup>: "تكون في الأشجار حيث يقوم العامل بغرس أرض بيضاء لحساب صاحبها حتى إذا أصبح ذلك الشجر منتجاً أخذ العامل جزء من الأرض والشجر كأجرة على ذلك العمل."

## 2/ مشروعية المغارسة:

تعتبر المغارسة بهذه الصورة غير جائزة عند جمهور الفقهاء ، بينما أجازها المالكية انطلاقاً من إعطاء الرسول -صلى الله عليه وسلم- أرض خيبر لليهود على أن يعملوها بأنفسهم وأمواهم ولهم نصف ما يخرج منها من زرع أو ثمر، ويرى ابن حزم<sup>3</sup> " أن هذا اللفظ مطلق وعام يشمل ما يخرج من الأرض بالعمل من شجر و زرع وأي شيء ".  
يضاف إلى ذلك ، : العُرف<sup>4</sup>، حيث جرى "العرف" على تطبيق المغارسة بهذه الصورة ما لم يخالف نصاً من الكتاب والسنة.

## 3/ شروط المغارسة:

إضافة إلى ما يشترط في أركان العقود، يشترط المالكية ما يلي<sup>5</sup>:

- أ- أن يغرس العامل الأرض أشجاراً ثابتة الأصول دون الزرع والمقاي والبقول .
- ب- أن تتفق أصناف الشجر أو تتقارب في مدة إطعامها (إثمارها) فإن اختلفت بيناً لم يجز .
- ت- أن لا يكون أجلها إلى سنين كثيرة، فإن ضرب لها أجل إلى ما فوق الإطعام لم يجز وإن كان دون الإطعام جاز وإن كان إلى الإطعام فقولان.
- ث- أن يكون للعامل حقه من الأرض والشجر، فإن كان له حظه من أحدهما خاصة لم يجز إلا إن جعل له مع الشجر مواضعها على الأرض دون سائر الأرض.

<sup>1</sup> ابن رشد، *بداية ونهاية المقتصد*، مرجع سابق، ج2، ص 233 .

<sup>2</sup> سليمان ناصر، *تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية*، مرجع سابق، ص: 121 .

<sup>3</sup> ابن حزم، *المحلّى*، مطبعة الإمام، القاهرة، دت، ج 8، ص 263.

<sup>4</sup> سليمان ناصر، *تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية*، مرجع سابق، ص: 122 .

<sup>5</sup> ابن جزى، *القوانين الفقهية*، ص ، ص: 185، 186 نقلاً عن : سليمان ناصر ، *تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية*، مرجع سابق، ص: 122 .

ج- أن لا تكون المغارسة في أرض محتسبة (موقوفة) .

### المطلب الثاني- آليات التمويل القائمة على الائتمان التجاري:

وتقوم هذه الآليات على أساس الائتمان التجاري بين الممول من جهة وطالب التمويل من جهة أخرى وتنقسم إلى:

أولاً: المراجعة:

#### 1/ مفهومها:

أ- لغة: مشتقة من الربح وفي لسان العرب يذكر<sup>1</sup>: " أربحته على سلته أي أعطيته ربحاً وقد أربحته بمتاعه وأعطاه مالا مراجعة أي على الربح بينهما".

ب- اصطلاحاً: تعتبر المراجعة من عقود البيوع أو بيوع الأمانة<sup>2</sup>، وهي: " عقد بيع برأسمال و ربح معلوم وصفتها أن يذكر البائع للمشتري الثمن الذي اشترى به السلعة ويشترط عليه ربحاً<sup>3</sup> "، وفيها: " يزيد سعر بيع سلعة من السلع عن سعر شرائها في الأصل لتحقيق الربح<sup>4</sup> ".

كما تعرف فقهيًا على أنها<sup>5</sup>: " البيع برأسمال و ربح معلوم".

#### 2/ دليل مشروعيتها:

المراجعة من البيوع الجائزة شرعاً يقول الله تعالى<sup>6</sup>: ﴿ وَالْحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا... ﴾ ، وفي حديث للنبي- صلى الله عليه وسلم- عن رفاعه بن رافع<sup>7</sup>: " أفضل الكسب عمل الرجل بيده وكل بيع مبرور".

<sup>1</sup> ابن منظور، لسان العرب، مرجع سابق، ج 2، ص 442 .

<sup>2</sup> يقول ابن رشد في كتابه بداية المجتهد: "أجمع جمهور العلماء على أن البيع صنفان: مساومة و مراجعة".

<sup>3</sup> الموسوعة العلمية و العملية للبنوك الإسلامية، الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، ط1، ج5، المجلد الأول، القاهرة1982م، ص 329 .

<sup>4</sup> محسن أحمد الخضيرى، البنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص122 .

<sup>5</sup> ابن قدامى، المغنى، مرجع سابق، ص: 102 .

<sup>6</sup> سورة البقرة، الآية 275

<sup>7</sup> صححه الحاكم، بلوغ المرام158.

وقوله<sup>1</sup> - صلى الله عليه وسلم-: "إذا اختلف الجنسان فبيعوا كيف شئتم".  
واتفق جمهور العلماء على جواز المراجعة من منطلق حق صاحب السلعة في أن يبيعها بسعر  
التكلفة أو أقل أو أكثر، وفي هذا ذهب المؤتمر الثاني للمصرف الإسلامي لإدخال هذه الآلية في  
الآليات المصرفية الإسلامية.

### 3/ شروطها:

يشترط في المراجعة ما يشترط في العقود بالإضافة إلى:

- أ- إلزام البائع بإخبار المشتري بالثمن الأصلي الذي اشترى به المبيع وتكاليف الشراء التي  
تحملها ونسبة الربح الذي يريده، إلا أن الفقهاء مختلفون حول ما إذا كان من اللازم على البائع  
إظهار كل تفاصيل العملية للمشتري أم لا، والراجح في ذلك تطبيق العرف<sup>2</sup>.
- ب- أن يكون بيع السلع مقابل النقود فلا تجوز المراجعة بمقايضة سلعة بأخرى<sup>3</sup>.
- ت- يجب على البائع شراء السلعة بعقد صحيح وغير فاسد<sup>4</sup>.
- ث- يجب أن يكون محل المراجعة موجودا عند إبرام عقد البيع.
- ج- تحديد مواصفات السلعة تحديدا كاملا ونافيا للجهالة و التزاع.

### 4/ أشكال المراجعة:

يمكن للمراجعة أن تكتسي شكلين:

- ❖ عملية تجارية مباشرة ما بين البائع والمشتري.
  - ❖ عملية تجارية ثلاثية ما بين المشتري الأخير (مقدم طلب الشراء) والبائع الأول (المورد)  
والبائع الوسيط (منفذ طلب الشراء)
- وقد تم الأخذ بالصيغة الأخيرة في العمليات المصرفية الإسلامية وفيها نجد حالتين هما:

1 رواه أحمد، و النسائي، و مسلم، و ابن ماجة .

2 عائشة الشرقاوي المالقي ، البنوك الإسلامية ، التجربة بين الفقه ، و القانون ، و التطبيق ، مرجع سابق،  
ص423.

3 راجع ابن رشد ، بداية المجتهد و نهاية المقتصد . مرجع سابق، ص، ص: 214-215

4 فادي محمد الرفاعي، المصارف الإسلامية ، منشورات الحلبي الحقوقية ، ط2، بيروت، 2007م، ص 139

-الحالة الأولى: "وكالة الشراء بأجر": وفي هذا البيع يطلب الزبون من المصرف شراء سلعة معينة يحدد جميع أوصافها كما يحدد ثمنها ويدفعه إلى المصرف مضاف إليه أجر في حدود أجر المثل<sup>1</sup>.

-الحالة الثانية "بيع المراجعة للأمر بالشراء": وفي هذا البيع يطلب العميل الذي يرغب في تمويل المصرف له شراء سلعة معينة يحدد جميع مواصفاتها ويحدد مع المصرف الثمن الذي يشتري بها العميل من المصرف بعد إضافة الربح المتفق عليه. ويجمع هذا النوع من البيوع تحقيق هدفين أساسيين من أهداف البنوك الإسلامية "التمويل الإسلامي":

✓ خدمة المتعاملون مع المصارف الإسلامية.

✓ تحقيق الربح من النشاط المصرفي .

والتكليف الشرعي لهذه الآلية أنها مركبة من وعدين هما: -وعد بالبيع من المصرف - و-وعد بالشراء من الأمر بالشراء-، غير أن مسألة الالتزام بالوعد مختلف فيها بين الفقه الإسلامي وقوانين البنوك الإسلامية<sup>2</sup>.

ثانياً- الاستصناع:

1/ مفهومها:

أ- لغة: "هو طلب الصنعة" ، جاء في لسان العرب ما يلي<sup>3</sup>: " واستصنع الشيء دعا إلى صنعه."

ب- اصطلاحاً: وردت للاستصناع تعاريف متعددة منها:

✓ "الاستصناع هو أن يطلب شخص من آخر صناعة شيء ما له على أن تكون المواد من عند الصانع وذلك نظير ثمن معين"<sup>4</sup>.

1 محمود سحنون ، الاقتصاد النقدي و المصرفي ، مرجع سابق ، ص: 106 .

2 راجع الموسوعة العلمية و العملية للبنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 196 ، و انظر الفتاوى الشرعية في المسائل الاقتصادية "، إعداد بيت التمويل الكويتي ، ط2، ج1، د ن 1985/1986/ص 17 .

3 ابن منظور، لسان العرب ، مرجع سابق ، ج8، ص 209 .

4 شوقي أحمد دنيا، الجمالة والاستصناع ، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة 1990م/1991م، ص 9 .

✓ "هو طلب صناعة الصانع لشيء وفق مواصفات ونماذج معينة ومحددة بثمن معلوم ولا يشترط فيه الأجل أو قبض رأس المال في المجلس".<sup>1</sup>

وعموما فلاستصناع هو: "العقد الذي من خلاله يطلب الطرف الأول - (المستصنع) - من الطرف الثاني - (الصانع) - بصناعة أو بناء مشروع يضاف إليه ربح يدفع مسبقا بصفة مجزأة أو لأجل".

## 2/ مشروعيته:

يعتبر الاستصناع عقدا جائزا من السنة النبوية وإجماع الفقهاء، وأما السنة فنجد ذلك في استصناع الرسول - صلى الله عليه و سلم - خاتما، واستصناعه منبرا، كما أجمع الفقهاء على جواز عقد الاستصناع بناء على ممارسة الناس في المجتمعات الإسلامية لهذا الأسلوب منذ أن فعله الرسول - صلى الله عليه و سلم -، ولم ينكر عليهم في ذلك أحد وهو ما تؤكده قرارات مجمع الفقه الإسلامي.<sup>2</sup>

## 3/ شروط عقد الاستصناع:

يشترط لصحة عقد الاستصناع ما يشترط في العقود عامة إضافة إلى :

- أ- أن يكون العمل والعين من الصانع (المواد الخام).
- ب- أن يكون الاستصناع من الأشياء المتعامل فيها.
- ت- أن يكون المستصنع به معلوما من حيث الجنس والنوع والصفة والمقدار وكل ما يتعلق به نفيا للتراجع.
- ث- لا يلزم في الاستصناع دفع الثمن وقت التعاقد.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> هيا جميل بشارت، التمويل المصرفي الإسلامي للمشروعات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سابق، ص 81 .

<sup>2</sup> من بين هذه القرارات، نذكر القرار رقم 7/3/67، دورة المؤتمر السابع، جدة، 7-12 ذو القعدة 1402هـ الموافق لـ 9-14 مايو 1992م، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد 7، ج 2، 1992م، ص، ص 777، 778 والذي جاء: "جواز تأجيل، أو تقسيط ثمن الاستصناع إلى أقساط متساوية ومحددة، بالإضافة إلى جواز الشرط الجزائي في العقد بموجب اتفاق المتعاقدين".

<sup>3</sup> محمود عبد الكريم أحمد ارشيد، الشامل في معاملات وعمليات المصارف الإسلامية، دار النفائس النشر والتوزيع، ط(1) الأردن، 2001م، ص، ص 121 و 123 .

ج- يعتبر عقد الاستصناع بيعا وليس وعدا كما جاء في التعريف<sup>1</sup>: "الاستصناع هو عقد يشترى به في الحال شيئا مما يصنع صنعا يلتزم البائع بتقديمه مصنوعا بمواد من عنده بأوصاف مخصوصة وبثمن محدد."

ثالثا- السلم:

1/ مفهومه:

أ- لغة: السلم لغة، معناه<sup>2</sup>: "الإعطاء والترك والتسليف." -و- "أسلم في الشيء وسَلِمَ وأسلف بمعنى واحد والاسم: السَلْمُ."

ب- اصطلاحا: يعرف السلم في اصطلاح الفقهاء بأنه<sup>3</sup>: "بيع موصوف في الذمة ببدل يعطى عاجلا." كما يعرف بأنه<sup>4</sup>: "بيع يتقدم فيه رأس المال ويتأخر المثلث لأجل." كما عرف ابن قدامى السَلْمُ بأنه<sup>5</sup>: "أن يسلم عوضا حاضرا في عوض موصوف في الذمة إلى أجل ويسمى: سلما وسلفا فيقال أسلم وأسلف وسَلَّف وهو نوع من البيع فينقصد بما ينقصد به البيع."

2/ دليل مشروعيته:

يعتبر السلم رخصة مستثناة من بيع ما ليس عندك، -حسب الفقهاء-<sup>6</sup> ، وقد استدلوا على ذلك من الكتاب والسنة والإجماع، حيث قال تعالى<sup>7</sup>: ﴿يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِذَا

<sup>1</sup> مصطفى أحمد الزرقا، عقد الاستصناع ومدى أهميته في الاستثمارات الإسلامية المعاصرة ، المعهد الإسلامي

للبحوث و التدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، ص 21 .

<sup>2</sup> ابن منظور ، لسان العرب ، مرجع سابق، ج12، ص343.

<sup>3</sup> نزيه حماد ، عقد السلم في الشريعة الإسلامية ، دار القلم، ط1 ، دمشق، دت، ص 07 .

<sup>4</sup> أحمد سليمان حضاونه، المصارف الإسلامية (مقررات لجنة بازل ، تحديات العولمة ، إستراتيجية مواجهتها)،

عالم الكتب الحديث ، الأردن، 2008م، ص: 90 .

<sup>5</sup> ابن قدامى، المغنى ، مرجع سابق، ج4، ص 312 .

<sup>6</sup> راجع: الجامع لأحكام القرآن ، و شرح منح الخليل ، و البناني: حاشية على شرح الزرقاني.

<sup>7</sup> سورة البقرة، الآية:282.

تَدَايِنْتُمْ بِدَيْنٍ إِلَى أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ..... ﴿٢٨٢﴾"، قال ابن عباس رضي الله عنه:-  
 "أشهد أن السلم المضمون إلى أجل مسمى قد أحله الله في كتابه وأذن فيه ثم قرأ هذه الآية".  
 ومن السنة النبوية الشريفة هناك مرويات كثيرة منها:<sup>1</sup> "عن ابن عباس (رضي الله عنه) قال:  
 قدم النبي -صلى الله عليه وسلم- إلى المدينة وهم يسلفون بالتمر السنين والثلاث فقال: "من  
 أسلف في شيء ففني كيل معلوم ووزن معلوم إلى أجل معلوم".  
 كما أجمع الفقهاء على أن السلم جائز وعقده مشروع.

### 3/ شروط السلم:

للسلم مجموعة من الشروط تناولها وفق ما جيء به في كتب الفقه وهي:

أ- الشروط المشتركة بين رأس المال والمسلم فيه: وتتمثل هذه الشروط في:

أ-1- أن يكون كل واحد منهما مما يصح تملكه وبيعه تحرزا من المحرمات.

أ-2- أن يكونا مختلفين جنسا فتجوز النسبة بينهما.

أ-3- أن يكون كل واحد منهما معلوم الجنس والصفة والمقدار.

ب- شروط رأس المال: تتمثل في:

ب-1- أن يسلم رأس المال (التمن) في مجلس العقد ولا يمكن تأخيره، بينما يجيز المالكية تأخيره لمدة ثلاث أيام على الأكثر.

ب-2- أن لا يكون ديناً في ذمة المسلم إليه أو غيره.

ب-3- يجوز أن يكون عيناً أو نقداً أو حتى منفعة.

ج- شروط المسلم فيه: وهي:

ج-1- أن يكون مؤجلاً إلى أجل معلوم وأقله خمس عشر يوماً ولا حد لأكثره إلا ما ينتهي إلى الغرر لطوله<sup>2</sup>.

ج-2- أن يكون مطلقاً في الذمة فلا يجوز في الشيء المعين إلا بشرطين جمعها الإمام مالك -رحمه الله- في \* -أن يكون في قرية مأمونة، \* -أن يشرع في أخذه.

<sup>1</sup> رواه البخاري، كتاب السلم، باب السلم في كيل معلوم وباب السلم في وزن معلوم بالفتح 4/429.

<sup>2</sup> راجع الاستذكار 20 / 19، و الكافي 2 / 692، الجامع لأحكام القرآن 4 / 379، شرح منح الجليل

19/3، فقه الرسالة 300، القوانين الفقهية 260.

**ح-3-** أن يكون مما يوجد عند أجل الاتفاق .

**ت-** شروط عامة: و هي شروط نجتمعها في:

**ت-1-** تحديد مكان التسليم والأصل أن يكون في مكان العقد والبعض لا يعتبره شرطاً.

**ت-2-** أن لا يجمع بين البدلين إحدى علل الربا، لحديث النبي صلى الله عليه وسلم<sup>1</sup>:  
"الذهب بالذهب والفضة بالفضة والبر بالبر والشعير بالشعير والتمر بالتمر والملح بالملح  
مثلاً بمثل سواء بسواء يدا بيد فإذا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم إذا كان يدا  
بيد".

**رابعا- الإجارة:**

**1/ مفهومها:**

**أ- لغة:** الإجارة في اللغة من الأجر وهو الجزاء والجمع: أجور وهو " ما أعطيت من أجر في  
عمل يقال: أجره وآجره الله خيراً أي أثابه، كما تطلق الإجارة على الكراء يقال آجره الدار  
آكراه إياها<sup>2</sup> ."

**ب- اصطلاحاً:** وردت عدة تعاريف للإجارة منها :

✓ "الإجارة عبارة عن تمليك منافع شيء مباح لمدة معلومة بعوض"<sup>3</sup>

✓ كما تعرف على أنها<sup>4</sup> : " عقد على منفعة مباحة ومعلومة تؤخذ شيئاً فشيئاً لمدة معلومة  
من عين معلومة أو موصوفة في الذمة أو عمل معلوم ."

<sup>1</sup> رواه مسلم، كتاب المساقاة ، باب الصرف وبيع الذهب بالورق نقداً 1211/3، والنسائي، كتاب البيوع، باب  
بيع البر بالبر 316/7-317، وابن ماجه، كتاب التجارات، باب الصرف وما لا يجوز متفاضلاً يدا  
بيد 757/2-758 .

<sup>2</sup> معجم مقاييس اللغة، ج1، مادة "أجر"، ص، ص 62، 63، ابن منظور، لسان العرب ، مرجع سابق،  
ج4، ص 10.

<sup>3</sup> نزيه حماد، معجم المصطلحات الاقتصادية، ص26، نقلاً عن أحمد سليمان خصاونه ، المصارف الإسلامية  
، مرجع سابق، ص 93 .

<sup>4</sup> أحمد محمد العسال ، د/ فتحي أحمد عبد الكريم، النظام الاقتصادي في الإسلام ، مبادئه ، وأهدافه، مرجع  
سابق، ص:173

✓ والإجارة تختلف عن الكراء<sup>1</sup> فهي تختص بالتعاقد على منافع الإنسان، والمنقولات (غير السفن والحيوان) بينما يختص الكراء بالتعاقد على منفعة ما لا ينقل كالعقار والسفن والحيوانات.

## 2/ دليل مشروعيتها:

استدل الفقهاء على جواز عقد الإجارة من الكتاب والسنة، حيث قال تعالى<sup>2</sup>: ﴿قَالَتَ إِحْدَهُمَا يَتَأْتِبِ اسْتَجْرَهُ ط إِنَّ خَيْرَ مَنِ اسْتَجَرْتَ الْقَوِيُّ الْأَمِينُ ﴿٦٧﴾ قَالَ إِنِّي أُرِيدُ أَنْ أَنْكِحَكَ إِحْدَى ابْنَتَيَّ هَاتَيْنِ عَلَى أَنْ تَأْجُرَنِي ثَمَنِي حَبِجٍ ط... ﴿٦٧﴾﴾ وقوله تعالى<sup>3</sup>: ﴿... فَإِنْ أَرْضَعْنَ لَكُمْ فَآتُوهُنَّ أَجُورَهُنَّ ط... ﴿٦٨﴾﴾ وقال عز وجل<sup>4</sup>: ﴿... ﴿٦٨﴾﴾

قَالَ لَوْ شِئْتَ لَتَّخَذْتَ عَلَيْهِ أَجْرًا ﴿٦٧﴾

ومن السنة النبوية هناك مرويات كثيرة منها عن أبي هريرة -رضي الله عنه- أن النبي -صلى الله عليه وسلم- قال<sup>5</sup>: " قال الله تعالى: ثلاث أنا خصمهم يوم القيامة: رجل أعطى بي ثم غدر ورجلا باع حراً فأكل ثمنه ورجلا استأجر أجيراً فاستوفى منه ولم يعطه أجره".

وعن ابن عمر -رضي الله عنهما- أن النبي -صلى الله عليه وسلم- قال<sup>6</sup>: " أعطوا الأجير أجره قبل أن يجف عرقه". وفي رواية عن ابن سعيد الخدري -رضي الله عنه- أن رسول الله -صلى الله عليه وسلم- قال<sup>7</sup>: " من استأجر أجيراً فليعلمه أجره".

1 من تعريف لابن عرفة -رحمه الله-: "بيع منفعة ما أمكن نقله غير سفينة ولا حيوان، لا يعقل بعوض غير ناشئ عنها بعضه يتبع بعض بتبعيضاها". راجع شرح منحل الجليل 389/5.

2 سورة القصص، الآية 26-27.

3 سورة الطلاق، الآية 06.

4 سورة الكهف، الآية 77.

5 رواه البخاري، كتاب الإجارة، باب اثم من منع أجر الأجير 447/4.

6 قال العجلوني: رواه ابن ماجه بإسناد جيد عن أبي عمرو وأبي يعلى عن أبي هريرة، والطبراني والبيهقي والترمذي، كشف الخفاء 160/1.

7 رواه البيهقي، كتاب الإجارة، باب لا تجوز الإجارة حتى تكون معلومة وتكون الأجرة معلومة 120/6.

### 3/ شروطها:

يشترط في الإجارة ما يشترط في العقود عامة إضافة إلى:

- أ- أن تكون المنفعة مباحة، قال رسول الله - صلى الله عليه وسلم -<sup>1</sup>: "إن الله إذا حرم شيئاً حرم ثمنه" وتكون معلومة إما بالعرف أو بالوصف.
- ب- أن تكون المنفعة المؤجرة قابلة للتقويم والأجر معلوم للطرفين.
- ت- القدرة على تسليم المنفعة المؤجرة.
- ث- أن تكون المنفعة المؤجرة مملوكة تحرزا من المنفعة العامة.
- ج- أن تكون المنفعة المؤجرة حاصلة للمستأجر.
- ح- أن لا يترتب على استيفاء المنفعة استهلاك العين كإجارة الأشجار لثمرها والغنم للبنها، أو صوفها.

### 4/ أشكال الإجارة:

من بين الأشكال التمويلية للإجارة نذكر:

#### أ- التأجير التمويلي:

وفيه يتفق الممول مع العميل على أن يشتري الأول أصلا ويؤجره لمدة متوسطة أو طويلة للعميل مع احتفاظه بعقد ملكية الشراء، وللعميل المؤجر الحق الكامل في استخدام هذا الأصل في مقابل دفع أقساط إيجاريه محددة وفي نهاية مدة الإيجار المتفق عليها يعود الأصل إلى الممول كما يكون المستأجر مسئولاً عن تكاليف الصيانة والتأمين على الأصل طيلة بقائه لديه وله الحق في امتلاكه في نهاية العقد بشرائه من الممول وليس له الحق في إلغاء الإجارة قبل نهاية مدة العقد وإلا تعرض لعقوبات مالية وتمدد هذه الفترة عادة إلى نهاية الاستهلاك الضريبي للأصل<sup>2</sup>.

#### ب- التأجير التشغيلي:

في هذا النوع يتم تأجير الأصول للقيام بعمل محدد ثم يسترد المؤجر (الممول) الأصول لإعادة تأجيرها مرة أخرى، وهذا النوع من التأجير يعتبر عملية تجارية أكثر منها مالية، والمؤجر مسئول

<sup>1</sup> حديث صحيح .

<sup>2</sup> فريد الصلح، موريس نصر ، المصرف و الأعمال المصرفية ، الأهلية للنشر و التوزيع، بيروت 1989م ،ص:

عمليا عن جميع النفقات على الأصل من صيانة أو تأمين أو ضرائب وغير ذلك<sup>1</sup> وليس للمستأجر فرصة اختيار شراء الأصل في نهاية المدة.

### ت- التأجير المنتهي بالتمليك:

والمقصود به<sup>2</sup> قيام المؤجر (الممول) بإيجار أصل استعمالي ثابت -مثل السلع المعمرة- إلى شخص آخر، ولمدة معينة، بحيث تزيد الأقساط الإيجارية عن أجر المثل على أن يملكه إياه بعد انتهاء المدة، مع دفعه للأقساط المحددة الآجال بعقد جديد، فإذا دفع المستأجر الأجر انتقل الأصل المالي إلى ملك المستأجر في بيع بالمجان أو بثمان رمزي، أو عند دفعه القسط الأخير حسب الاتفاق، أما إذا تخلف عن دفع الأقساط طبقت عليه أحكام عقد الإجارة بفسخ العقد لعدم دفع الأجر على أن لا يلحق بالمشتري أي غبن .

وقد جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم (6) صور الإيجار المنتهي بالتمليك ببدائل أخرى منها<sup>3</sup>:

- ❖ البيع بالأقساط مع الحصول على الضمانات الكافية .
- ❖ عقد إجارة مع إعطاء المالك الخيار للمستأجر بعد الانتهاء من الوفاء لجميع الأقساط الإيجارية المستحقة في واحد من الأمور التالية: -تمديد مدة الإجارة، -أو إنهاء عقد الإجارة ورد العين المأجورة، -أو شرائها بسعر السوق عند انتهاء مدة الإجارة .

### المطلب الثالث- آليات التمويل القائمة على التبرعات والإحسان:

تقوم هذه الآليات على أساس الالتزام بقواعد الشريعة الإسلامية المتعلقة بالتبرع والإحسان، والمساعدة المالية عن طريق التدفقات المالية والنقدية من الجهة المانحة (الممولة) إلى الجهة المستفيدة (الممولة)، دون تحقيق أي عائد مالي أو هدف مادي في مقابل تحقيق الأهداف المرجوة من هذه الصيغ التمويلية الإسلامية .

<sup>1</sup> محمود عبد الكريم أحمد ارشيد ، الشامل في عمليات و معاملات المصارف الإسلامية، دار النفائس للنشر و التوزيع، ط 1، الأردن، ص 66 .

<sup>2</sup> أحمد سليمان خصاونه ، المصارف الإسلامية ، مرجع سابق، ص 94 .

<sup>3</sup> قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم: (6) ، المؤتمر الخامس، الكويت 1988، مجلة مجمع الفقه الإسلامي العدد 5، ج 4، ص، ص: 63، 67 .

وفي الواقع فآليات التمويل الإسلامي القائمة على التبرعات والإحسان تمثل أحجام كبير وهامة من الحركة المالية داخل المجتمعات المسلمة لذلك فهي تحتاج إلى الدراسة والتحليل والمتابعة اللازمة.

### أولاً - القرض الحسن:

#### 1/ مفهومه:

أ- لغة: القرض في اللغة يعني القطع، جاء في لسان العرب<sup>1</sup>: "القرضُ القطعُ، قرضه يقرضه قرضاً، وقرضه قطعاً"، وفي القاموس المحيط يقال<sup>2</sup>: "قرضه يقرضه: قطعه وجزاه، والقرض ما سلفت من إساءة أو إحسان، وما تعطيه لتتقاضاه وأقرضه أعطاه قرضاً وقطع له قطعة يجازي عليها"، ويقال: "القرض بفتح القاف وقيل بكسرهما ويسمى المال المدفوع للمقترض قرضاً لأنه قطعة من مال المقترض".

ب- اصطلاحاً: القرض هو<sup>3</sup>: "قطع جزء من المال بالإعطاء على أن يرد بعينه أو يرد مثله بدلا منه"، كما يعرف بأنه<sup>4</sup>: "تمليك الشيء على أن يرد مثله".

كما عرفه الفقهاء بأنه<sup>5</sup>: "عقد بين طرفين أحدهما المقترض والثاني المقترض يتم بمقتضاه دفع مال مملوك للمقترض إلى المقترض على أن يقوم هذا الأخير (المقترض) برده أو رد مثله إلى المقترض في الزمان والمكان المتفق عليهما".

وعرفه ابن حزم كما يلي<sup>6</sup>: "القرض فعل خير وهو أن تعطي إنساناً شيئاً بعينه من مالك تدفعه إليه ليرد عليك مثله إما حالاً في ذمته وإما إلى أجل مسمى".

<sup>1</sup> ابن منظور، لسان العرب، مرجع سابق، ج7، ص، ص: 216، 217.

<sup>2</sup> الفيروز أبادي، القاموس المحيط، مرجع سابق، ص، ص: 840، 841.

<sup>3</sup> أحمد الشرباصي، المعجم الاقتصادي الإسلامي، دار الجيل، 1981، د.م، ص 356 وراجع: د. محمود محمد الطنطاوي، القروض المصرفية في ضوء الشريعة الإسلامية، مجلة الحقوق و الشريعة- جامعة الكويت، 1977، العدد 1، ص 36.

<sup>4</sup> نفس المرجع السابق.

<sup>5</sup> مصطفى حسين سليمان، وآخرين، المعاملات المالية في الإسلام، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان، 1990م، ص: 51.

<sup>6</sup> ابن حزم، المحلى، مرجع سابق، ج 8، ص 90.

- فمن مجمل هذه التعاريف المذكورة لا يوجد ما يفيد بزيادة المال المقرض لحظة إرجاعه إلا أنه احترازا من المفهوم التقليدي للقرض في النظام الربوي والذي غالبا ما يجر نفعا في شكل معدلات الفائدة أو غير ذلك فإنه تضاف كلمة "حسن" ،ومن جهة أخرى، فالله تعالى وصف القرض الذي يندب إليه بالحسن وهذا في أكثر من موضع بالقران الكريم<sup>1</sup>.

## 2/ دليل مشروعيته:

تستمد مشروعية القرض الحسن من الكتاب ومن السنة وبإجماع الفقهاء ، حيث ورد مصطلح "القرض" في القران الكريم لأكثر من موضع ومن ذلك قوله تعالى<sup>2</sup>: ﴿مَنْ ذَا الَّذِي يُقْرِضُ اللَّهَ قَرْضًا حَسَنًا فَيُضْعِفَهُ لَهُ أَضْعَافًا كَثِيرَةً وَاللَّهُ يَقْبِضُ وَيَبْصُطُ وَإِلَيْهِ تُرْجَعُونَ﴾

ويقول أيضا<sup>3</sup>: ﴿إِنْ تَقْرِضُوا اللَّهَ قَرْضًا حَسَنًا يُضْعِفَهُ لَكُمْ وَيَغْفِرْ لَكُمْ وَاللَّهُ شَكُورٌ حَلِيمٌ﴾ ، غير أن من الفقهاء من يرون أن تصور مصطلح "القرض" في القران الكريم يختلف عن مفهومه في الحياة العملية حيث يرى الدكتور جمال البنا أن<sup>4</sup> : "القرآن لم يذكر كلمة القرض إلا باعتباره قرب إلى الله ومعظم ما جاء فيه هو بصيغة واحدة، وهي إقراض الله قرضا حسنا".

- ومن السنة النبوية هناك مرويات كثيرة منها<sup>5</sup>: " أن الرسول -صلى الله عليه وسلم - استلف استلف من رجل بكرة فقدمت عليه إبل الصدقة فأمر أبا رافع أن يقضي الرجل بكرة فرجع إليه أبو رافع فقال: "لم أجد فيها إلا جملا رباعيا خيارا" فقال: أعطه إياه إن خيار الناس أحسنهم قضاء." ، وروي عن أنس بن مالك -رضي الله عنه - أنه قال<sup>6</sup>: " قال رسول الله -صلى الله

1 سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص: 135 .

2 سورة البقرة، الآية 245.

3 سورة التغابن ، الآية 17 .

4 جمال البنا، الربا و علاقته بالممارسات المصرفية والبنوك الإسلامية، دار الفكر الإسلامي ، القاهرة 1986

، ص - ص: 90- 91

5 رواه البخاري، كتاب صحيح البخاري .

6 رواه ابن ماجة .

عليه وسلم-: " رأيت ليلة أسري بي على باب الجنة مكتوبا: "الصدقة بعشر أمثالها والقرض بشمانية عشر فقلت: يا جبريل ما بال القرض أفضل من الصدقة؟ قال: لأن السائل يسأل وعنده والمستقرض لا يستقرض إلا من حاجة".

- كما أجمع فقهاء<sup>1</sup> الأمة على مشروعية القرض الحسن الذي هو من أعمال الخير التي دعا إليها الإسلام ورغب فيه والذي يسمح ببناء مجتمع التكافل والترابط.

### 3/ شروط القرض الحسن:

يخضع إبرام عقد القرض للشروط العامة التي تؤطر انعقاد العقود الرضائية<sup>2</sup> من حيث:

- أ- تطابق الإيجاب والقبول وتوفر الصيغة التي يطلبها الفقه الإسلامي.
- ب- يجب أن تتوفر للمقرض أهلية الإقراض وللمقرض أهلية الالتزام.
- ت- أن يكون محل القرض محداً تحديداً دقيقاً مقداراً ووصفاً وأن يكون مقوماً فلا يصح فيما لا يقوّم بثمن أو فيما لا يجوز الانتفاع به.
- ث- أن يكون محل القرض مملوكاً للمقرض.
- ج- لا يجوز الزيادة على أصل القرض مهما كانت الزيادة صغيرة أم كبيرة، فقد اتفق الفقهاء على أن كل قرض جر نفعاً فهو ربا.

❖ إذا كان القرض لأجل وجب كتابته بشهادة شاهدين لقوله تعالى<sup>3</sup>: ﴿يَأْتِيهَا

الَّذِينَ ءَامَنُوا إِذَا تَدَايَنُم بِدَيْنٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ.....﴾ وإن عجز

المقرض عن رده في الأجل المتفق عليه بسبب معسر وجب إمهاله والتيسير عليه.

### 4/ أشكال التمويل بالقرض الحسن:

تنوع صور التمويل بالقرض في الممارسات الإسلامية ويمكن - استناداً إلى أحكام الشريعة وطبيعة وفلسفة النظام المالي الإسلامي - أن تتخذ الأشكال التالية<sup>4</sup>:

<sup>1</sup> محمود محمد طنطاوي، القروض المصرفية في ضوء الشريعة الإسلامية، مرجع سابق، ص 37، و جاء

فيه: "اجمع المسلمون على جواز القرض، ولا خلاف بينهم في جواز سؤاله عند الحاجة، ولا نقصي على طالبه، ولو كان فيه من ذلك، لما استلف النبي صلى الله عليه وسلم".

<sup>2</sup> الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، مرجع سابق، ج 5، ص 209.

<sup>3</sup> سورة البقرة، الآية 282.

<sup>4</sup> محمد الشحات الجندي، القرض كأداة للتمويل في الشريعة الإسلامية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، ط 1،

أ- تمويل القطاعات التي تتطلب إعانة دائمة بواسطة الدولة:

وذلك من خلال تمويل بناء منازل والسكنات للمواطنين القاطنين في الأحياء الفقيرة والمنكوبة والذين هم بحاجة إلى إعانة، بالإضافة إلى إنشاء الطرق والمعابر والمستشفيات، بيوت الحضانة والمدارس المحلية<sup>1</sup>.

ب- تمويل القطاعات الاستهلاكية:

وذلك بتمويل الاحتياجات المتجددة للفئات التي تكون بحاجة إليها من ذوى الدخل المحدود والذين لا يستطيعون دفع نفقات السلع الاستهلاكية وكذلك المستهلك الذي يكون في حاجة إلى شراء سيارة أو منزل ولا يستطيع الدفع حالا لذلك يؤمل أن تقدم له القروض اللازمة ليكون قادرا على أن يفعل ذلك في مدة معينة.<sup>2</sup>

وتمويل هذه القطاعات مرده إلى المسؤولية الاجتماعية للتمويل الإسلامي ومؤسساته المالية، وهذا الاتجاه في تمويل هذه القطاعات مطلب إنساني إسلامي بدأت الدول الحديثة تنظف إليه وتضعه في عين اعتبارها على أساس أنه يتعلق بحق الإنسان الطبيعي وإن كانت هذه الدول تموله من خارج المصارف بحجة أن الجهاز المصرفي يستهدف تحقيق الربح ولا يناسبه هذا النوع من أنواع التمويل بالإقراض.

ت- التمويل عن طريق تقديم قروض شخصية:

وذلك في نطاق محدود نسبيا ك شراء سلع استهلاكية معمرة، أو لتمويل الدراسات العليا التي يقوم بها الطلبة داخل الدولة أو خارجها، أو لتغطية احتياجات الأشخاص الذين يذهبون للعمل بالخارج، أو لإغاثة المناطق المنكوبة،، الخ.

ويمكن القول - كما نص عليه تقرير مجلس الفكر الإسلامي في باكستان - أنه في المجتمع المثالي الإسلامي لا يعتبر اللجوء إلى القروض الشخصية مرغوب فيه إلا من أجل إشباع حاجات إنسانية أو الوفاء بالتزام مالي (الغارمين)، أما ما دون ذلك فالإقراض - قروض شخصية - غير مرغوب فيه.

<sup>1</sup> Principales of Islamics économique reforme, **SYED NAWAB-HAIDER NAQUI** Pakistan Institute of développement économise, 1984, p : 40 .

<sup>2</sup> Issues in islamique banking, **MOHAMMED NEJAUTULLAH SIDDIQUI**, Islamic, foundation- Pakistan ( 1983/103/AH) p 74.

## ثانياً- الزكاة:

### 1/ مفهومها:

أ- لغة: الزكاة في اللغة<sup>1</sup>: "مشاركة بين النماء والطهارة وتطلق على الصدقة الواجبة"، لقوله تعالى<sup>2</sup>: ﴿قَدْ أَفْلَحَ مَنْ زَكَّاهَا﴾ بمعنى: "طهرها من الأدناس". ويقال<sup>3</sup>: "زكا الزرع: إذ نما وزاد".

ب- اصطلاحاً: تعرف الزكاة في الاصطلاح الشرعي على أنها<sup>4</sup>: "اسم لقدر مخصوص من مال مخصوص يجب صرفه لأصناف مخصوصة بشرائط مخصوصة". والزكاة كما عرفها فقهاء الشريعة عبارة عن<sup>5</sup>: "حق مقدر فرضه الله من أموال المسلمين لمن سماهم في كتابه من الفقراء والمساكين وسائر المستحقين شكراً لنعمته تعالى وتقرباً إليه وتزكية للنفس والمال". إذن فزكاة المال عبارة عن قدر مالي (2.5%) ينفق في إطار فقه العبادات مفروضة على المسلمين لصالح مستحقي الزكاة بناء على دوران الحول وفق الحساب الهجري على النصاب المحدد من الأموال المستحقة.

### 2/ حكم الزكاة:

تعتبر الزكاة ركن من أركان الدين الإسلامي وفرض من فرائضه وقد ثبتت فرضيتها بالكتاب والسنة والإجماع، فمن القرآن الكريم قوله تعالى<sup>6</sup>: ﴿وَأَقِيمُوا الصَّلَاةَ وَآتُوا الزَّكَاةَ وَارْكَعُوا مَعَ الرَّاكِعِينَ﴾ ، وقال تعالى<sup>7</sup>: ﴿خُذْ مِنْ أَمْوَالِهِمْ صَدَقَةً تُطَهِّرُهُمْ

1 الموسوعة العلمية و العملية للبنوك الإسلامية ، ج 5 المجلد الشرعي الثالث، أهم الخصائص المميزة للاقتصاد في الإسلام"، ط1، الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية 1983 ص 332 .

2 سورة الشمس، الآية 09 .

3 ابن قدامي، المغني، مرجع سابق، ج2، ص 426 .

4 محمد عرفة الدسوقي، حاشية الدسوقي على الشرح الكبير، دار الفكر، ج1 ص 346، نقلاً عن الموسوعة العلمية و العملية للبنوك الإسلامية، المرجع السابق، ص 322 .

5 أحمد عبد العزيز المزين، الموارد المالية في الإسلام، ذات السلاسل للنشر، ط1، الكويت 1994، ص 18 .

6 سورة البقرة الآية 43 .

7 سورة التوبة الآية: 103.

وَتُرَكِّبُهَا وَصَلٍ عَلَيْهِمْ<sup>ط</sup> إِنَّ صَلَوَاتِكَ سَكَنٌ لَهُمْ<sup>ط</sup> وَاللَّهُ سَمِيعٌ عَلِيمٌ ﴿١٦٣﴾ ، وقوله عز

جل<sup>1</sup>: ﴿١٦٤﴾ وَأَقِيمُوا الصَّلَاةَ وَآتُوا الزَّكَاةَ وَأَطِيعُوا الرَّسُولَ لَعَلَّكُمْ تُرْحَمُونَ ﴿١٦٤﴾.

ومن السنة النبوية عن عبد الله بن عمر - رضي الله عنهما -، أن النبي - صلى الله عليه وسلم - قال<sup>2</sup>: " بني الإسلام على خمس شهادة أن لا إله إلا الله وأن محمد رسول الله وأقام الصلاة وإيتاء الزكاة وصوم رمضان وحج البيت". وعن ابن عباس - رضي الله عنهما - أن النبي - صلى الله عليه وسلم - قال<sup>3</sup> لمعاد بن جبل حين بعثه إلى اليمن أنك ستأتي أهل كتاب فإذا جئتهم فادعهم إلى أن يشهدوا أن لا إله إلا الله وأن محمد رسول الله فإن هم أطاعوا لك بذلك فأخبرهم أن الله قد فرض عليهم صدقة (زكاة) تؤخذ من أغنيائهم فترد على فقرائهم فإن أطاعوا لك بذلك فإياك وكرائم أموالهم واتق دعوة المظلوم فإنها ليس بينها وبين الله حجاب." وقد جعل الله الزكاة من أصلح النظم التي تبني عليها المجتمعات ولهذا أجمع المسلمون على فريضة الزكاة وأنها ركن من أركان الدين فلا يسوغ لمسلم أن ينكرها.

### 3/ الآثار الاقتصادية المترتبة عن التمويل بالزكاة<sup>4</sup>:

يترتب عن تطبيق نظام الزكاة في مجتمع ما آثار اقتصادية هامة تضاف إلى الآثار الاجتماعية المحققة، ذلك أن الفكر الاقتصادي الإسلامي يهتم بالزكاة كأداة إلزامية دورية أولى في معالجة الاختلالات التي لا تستبعد تكرار حدوثها وخاصة في توزيع الدخول بين أفراد المجتمع. وترتبط الآثار الاقتصادية الناشئة عن التمويل بالزكاة في خصائصها الثابتة التالية :

#### أ- سعة وشمولية حصيلة الزكاة:

وسعة الحصيلة متوقعة لقلة تكاليف الجباية أولاً ولسعة الوعاء ثانياً، فالزكاة فريضة سهلة التحصيل بالمقارنة مع أي نوع من أنواع الضرائب وسهولة التحصيل تعني قلة التكاليف الجبائية وقلّة هذه التكاليف تعني كثرة الحصيلة وسهولة التحصيل هذه راجعة لعدة أمور منها:

❖ فهم المكلفين لطبيعة الزكاة ومعانيها الأساسية.

1 سورة النور الآية 56 .

2 متفق عليه.

3 متفق عليه .

4 أحمد سر الختم أحمد، بحث حول " الآثار الاقتصادية للزكاة، الموسوعة العلمية و العملية للبنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص ، ص 395 إلى 406 ، (بتصرف) .

- ❖ بيان سعر الفريضة (مقدار الزكاة) واستنباط الأحكام من النصوص الفقهية الثابتة.
  - ❖ المعرفة المسبقة بالمسار الذي تسلكه أموال الزكاة .
- مما سبق يتبين لنا أن حصيلة الزكاة لا بد وأن تكون وافرة وأنها بهذه الوفرة تتمكن من أداء وظائفها الاقتصادية والمالية بشكل فعال.

#### ب- ديمومة الزكاة واستمرار دورتها النقدية:

ويقصد بديمومة الزكاة أنها فريضة لا تسقط عن المكلف بها - متى اكتملت شروط تعلقها- إلا بالأداء مثل الصلاة تماما وهذه الديمومة راجعة إلى:

- ❖ تحصيل الزكاة يكون بشكل إرادي من المكلف وغير مرتبط بفاعلية مؤسسات الدولة في عمليات التحصيل إلا أنها تبقى في حاجة إلى التوعية الإعلامية فقط.
- ❖ فرض الضرائب لا يغني من أداء الزكاة ما دام أداءها مرتبط بنصاب الزكاة المفروض شرعا.

أما ما يترتب عن ديمومة الزكاة اقتصاديا فهو مرتبط باكتمال الدورة النقدية في المجتمع الإسلامي، وذلك أن الزكاة بهذه الصفة تمثل تيارا نقديا دائم التردد بين من يملكون ومن لا يملكون قد يضيق أو يتسع غير أنه لا ينقطع أبدا وهو ما يشكل ضمانا من مخاطر الركود الاقتصادي وعاملا فعالا في استمرار الرواج باكتمال الدورة النقدية الأمر الذي يوصل إلى تحقيق الرفاهية.

#### ث- اشتراط النماء واستدامة الاستثمار:

من المتفق عليه بين الفقهاء أن الزكاة لا تجب إلا في المال النامي لأن مقصودها أن يواسي الغني الفقير على وجه أن لا يصير هو فقير ووجودها في المال الذي لا نماء فيه يؤدي إلى عكس ذلك عند تكرار القيمة ويضيف الكاساني<sup>1</sup>، " أن المال النامي لا يقصد به حقيقة النماء وإنما المقصود منه أن المال معد للاستثمار أو التجارة".

فإذا ثبتت هذه الخاصية للزكاة ففهي فإن أثرها الاقتصادي يظهر جليا في أنها تضع أصحاب الأموال بين خيارين لا ثالث لهما الأول أن يمسكوا هذه الأموال ويكثروها وحينئذ تأكلها الزكاة بنسبة ثابتة سنويا (2.5%) ولا مفر لهم من هذا المصير.

<sup>1</sup> الكسائي، بدائع الصانع، ج/2، ص: 828.

والخيار الثاني أن يدفعوا بها للاستثمار والإنتاج فتقع الزكاة على جزء من نواتجها ومن الواضح أنه لا يوجد من يقبل بالخيار الأول ومن ثم يتجه كل أصحاب الأموال إلى استثمارها.

### ج- محمية الزكاة والتوزيع الحقيقي للدخل:

تعتبر محمية الزكاة الخاصة الأكثر دلالة على فاعلية الزكاة في إعادة توزيع الدخل بين السكان، والمقصود بها أن حصيلتها لا تنقل من المكان الذي جمعت فيه حتى يستكفي أهله تماما ومما يؤكد فعالية هذا الضابط واستهدافه عدالة توزيع الدخل أنه لا يسقط إلا في حالتين:

❖ الحالة الأولى: إذا استكفى كل الناس في الإقليم الذي جبيت فيه فيقال: " ما وجدت أحدا يأخذ مني".

❖ والحالة الثانية: فتجدر فيما إذا كانت حاجة إقليم آخر أكثر إلحاحا من حاجة الإقليم الذي جبيت فيه.

مما تقدم نخلص إلى أن حقيقة محمية الزكاة إنما المقصود منها الالتزام بإعادة توزيع الدخل توزيعا حقيقيا، إذ كلما ضاقت منطقة التوزيع كلما أمكن ضبطه وإحكامه وانتقال فوائض الزكاة بين الأقاليم الإسلامية حسب درجة احتياجها كما يسمح بتحقيق التوازن الكلي في توزيع الدخل خاصة مع توفر أقاليم إسلامية على درجة عالية من الثروات المالية والطبيعية في مقابل الحاجات الملحة للأفراد في بعض الأقاليم الفقيرة الأخرى .

### ح- ما يعطى للمستحق وما يمول به الحرفيين والصناعات البيئية:

إن توجيه أموال الزكاة توجيها اقتصاديا غاية في الدقة والسلامة يسمح بتوجيهها وفق التقسيم التالي:

❖ قسم قادر على الكسب بنفسه فيمول حسب حاجته لتحقيق مكسبه.

❖ قسم غير قادر على الكسب فيمول بشراء ما يدر عليه دخلا يكفيه.

وهذه قضية اقتصادية في المسار الاقتصادي للدولة الإسلامية ويمكن أن نستخلص من ذلك كالاتي:

✓ النص على إعطاء كل قادر على الكسب ما يؤمن له شراء وسيلة حرفية بحسب حالة بلده وزمانه يؤدي إلى العمالة الكاملة وبمحو البطالة الإجبارية .

✓ كما يؤدي هذا التوجيه إلى إتاحة الفرصة لطبقة من المستثمرين والمنتجين الجادين الذين يوسعون جوانب الاقتصاد القومي .

✓ التزام الدولة باستثمار نصيب من لا يحسن الكسب فيما يدر عليه دخلا يكفيه.

### خ- جواز إعطاء العلماء الفقراء و تمويل بحثهم العلمي:

وذلك من خلال تمويل طالب العلم الذي أظهر قدرة على التحصيل والإجادة في علم يحتاجه الكفاة إلا أن اشتغاله بكسب عيشه يصرفه عن ذلك ومثل هذا يعطى ما يمكنه من التفرغ تفرغاً كاملاً في طلب العلم و شرط الإعطاء للتفرغ هو:

❖ أن يأتي منه التحصيل والإجادة مع كونه من الفقراء المحتاجين.

❖ أن تتعدى منفعة علمه للمصلحة العامة.

وبذلك فالتقدم الاقتصادي الهائل في العصر الحديث إنما يعتمد أساساً في تطوره المذهل على ثمار التجارب والبحوث العلمية في مجالات التكنولوجيا والإدارة ودراسات الجدوى الاقتصادية وغيرها،،، ونستطيع أن نتبين حينئذ المدى الذي تسهم به الزكاة في التطور والتقدم الاقتصادي للمجتمع الإسلامي.

### د- مسؤولية الدولة عن الزكاة ولزوم التخطيط الاقتصادي:

حيث يقر الكثير من الفقهاء على أن الدولة هي المسئول الأول عن جمع وتوزيع الزكاة وحينئذ تتبين الآثار الاقتصادية الفعالة لهذا الإجراء على الاقتصاد القومي كله الأمر الذي يؤكد أيضاً على أصالة هذه المسؤولية ومسؤولية الدولة عن الزكاة يترتب عليها ما يلي:

❖ إنجاز جهاز فني مرن ودقيق لإحصاء ثروات الممولين.

❖ إنجاز جهاز فني للمسح الاجتماعي والدراسات اللازمة لتحديد فئات المستحقين.

وهذين الجهازين يسمحان للدولة الإسلامية بوضع الخطط الاقتصادية السليمة مع القدرة على رقابة مسارها الاقتصادي وتعديل ما يلزم تعديله أولاً بأول.

### ثالثاً- الوقف ف:

#### 1/ مفهومه :

أ- لغة: الوقف لغة: " الحبس والمنع وهو مصدر لقولك: (وَقَفْتُ) الدابة -بالتخفيف- (وقفاً): حبستها في سبيل الله"<sup>1</sup>.

ويقال: " وقف الأرض وقفاً أي: حبسها ويقال وقف الأرض على المساكين أو للمساكين في لغة أخرى ولكن أوقف بدلاً من وقف لغة رديئة"<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> الزبيدي، تاج العروس، ج/ 15، مرجع سابق، ص، ص: 520 - 526.

<sup>2</sup> ابن منظور، لسان العرب، ج/ 9، مرجع سابق، ص، ص: 359-360.

والوقف مصدر الفعل وقف يقال: "وقف فلان الشيء وقفاً أي حبسه حبساً وجعله في سبيل الخير موقوفاً إذ يقال للفعل من الحبس: حبس، وبمثل رداءها قولهم: أوقف فلان وقفاً والفصيح: وقف<sup>1</sup>."

ب- اصطلاحاً: يعرف الوقف كمصدر من مصادر التمويل على أنه<sup>2</sup>: "التحيس والتسبيل - تحيس الأصل وتسبيل الثمرة -".

- أو هو:<sup>3</sup> "حبس العين على حكم ملك الله تعالى والتصدق بالمنفعة حالاً أو مالا".  
- وللفقهاء بشأن الوقف تعاريف متعددة وتصاريف متشعبة تبعاً لمراد كل منهم ودلالة المصطلح لديه ويمكن أن نجمل هذه التعاريف في<sup>4</sup>: "حبس العين التي يمكن الانتفاع بها، مع بقاء أصلها، عن جميع التصرفات الناقلة للملكيتها وتسبيل منفعتها لجهة من جهات الخير ابتداء وانتهاء".

## 2/ دليل مشروعية الوقف:

اتفقت كلمة عامة أهل الفقه<sup>5</sup> على أن الوقف جائز شرعاً ومشروعياً أصل الوقف ثابتة بالقرآن والسنة والإجماع .

- فمن القرآن الكريم قوله تعالى<sup>6</sup>: ﴿لَنْ تَنَالُوا الْبِرَّ حَتَّى تُنْفِقُوا مِمَّا تُحِبُّونَ وَمَا تُنْفِقُوا مِنْ شَيْءٍ فَإِنَّ اللَّهَ بِهِ عَلِيمٌ﴾<sup>7</sup>، وقوله تعالى<sup>7</sup>: ﴿وَمَا يَفْعَلُوا مِنْ خَيْرٍ فَلَنْ يُكْفَرُوهُ وَاللَّهُ عَلِيمٌ بِالْمُتَّقِينَ﴾<sup>8</sup>، وقوله عز وجل<sup>8</sup>: ﴿...وَأَفْعَلُوا الْخَيْرِ

1 الخطيب الشربيني، *معني المحتاج*، تعليق محمد جويلي الشافعي، دار الفكر، بيروت 1415هـ، ص: 510

2 المرجع السابق، ص: 510 .

3 عطية فتحي الويشي، *أحكام الوقف وحركة التقنين في دول العالم الإسلامي المعاصر*، حالة جمهورية مصر العربية، الأمانة العامة للأوقاف، الكويت، 2002، ص: 09 .

4 نفس المرجع، ص: 09 .

5 أحمد محمد السعد، محمد علي العمري، *الاتجاهات المعاصرة في تطوير الاستثمار الوقفي*، الأمانة العامة للأوقاف، الكويت، 2000، ص: 27 .

6 سورة آل عمران، الآية 92 .

7 سورة آل عمران، الآية 115 .

8 سورة الحج، الآية 77 .

لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ﴿٧٧﴾، وفي الآية<sup>1</sup> ﴿٧٧﴾... وَأَنْ تَصَدَّقُوا خَيْرٌ لَّكُمْ<sup>ط</sup> إِنْ كُنْتُمْ تَعْلَمُونَ ﴿٧٨﴾".

- ومن أدلة مشروعية الوقف في السنة وجوازه ما روى نافع عن ابن عمر -رضي الله عنهما- قال<sup>2</sup>: " أصاب عمر رضي الله عنه أرضا بخير فأثنى النبي - صلى الله عليه و سلم- يستأمره فيها، فيها، فقال: يا رسول الله إني أصبت أرضا بخير لم أصب مالا قط هو أنفس عندي منه فقال: 'إِنْ شِئْتَ حَبَسْتَ أَصْلَهَا وَتَصَدَّقْتَ' قال: فتصدق بها في الفقراء وفي القربى والرقاب وفي سبيل الله وابن السبيل والضيف، لا جناح على من وليها أن يأكل منها بالمعروف ويطعم صديقا غير متمول مالا "

- وفيما جاء من السنة العملية<sup>3</sup>، من وقفه - صلى الله عليه وسلم - فأول وقف ديني في الإسلام هو مسجد "قباة" الذي أسسه النبي - صلى الله عليه وسلم -، وفيما روى أبي هريرة أن رسول الله - صلى الله عليه وسلم - قال<sup>4</sup>: " إذا مات الإنسان انقطع عنه عمله إلا من ثلاث: صدقة جارية، أو علم ينتفع به، أو ولد صالح يدعو له" والصدقات الجارية محمولة عند الفقهاء على الوقف.

- وقد أجمع الفقهاء المسلمين على جواز الوقف حيث يقول الإمام النووي<sup>5</sup>: " وهذا مذهبنا - يعني أئمة الشافعية- ومذهب الجماهير يدل عليه أيضا إجماع المسلمين". ويقول الدكتور الدريني<sup>6</sup>: "... استمر عمل الأمة الإسلامية من عهد النبوة والصحابة والتابعين ومن بعدهم إلى يومنا هذا على وقف أموالهم دون نكير ولا تزال آثارهم ماثلة. "

1 سورة البقرة ، الآية 280 .

2 رواه مسلم .

3 أحمد محمد السعد ، محمد علي العمري ، الاتجاهات المعاصرة في تطوير الاستثمار الوقفي، المرجع السابق ، ص : 28 .

4 رواه مسلم.

5 أحمد محمد السعد ، محمد علي العمري ، الاتجاهات المعاصرة في تطوير الاستثمار الوقفي، المرجع السابق ، ص: 30.

6 نفس المرجع السابق ، ص : 30 .

- كما تبين أن حكمة مشروعية الوقف الأجر وعموم النفع فهو من التبرعات المندوبة<sup>1</sup>، إذا كان على الوجه الشرعي وهو نتيجة للشعور بالمسئولية اتجاه الجماعة فيدفعه ذلك إلى رصد شيئاً من الأموال على هذه الجهة أو تلك، والإنسان يدفعه إلى فعل الخير دوافع عديدة لا تنفك في مجملها على مقاصد الشريعة وغاياتها.

### 3/ الأهمية الاقتصادية للتمويل بالأوقاف:

يتوقف التمويل بالوقف على الطبيعة المميزة له، وضرورة العمل من أجل تنمية الأملاك المرتبطة به واستثمارها، وذلك عن طريق الاستفادة من مختلف صيغ التمويل الإسلامي، التي سبق دراستها آنفاً، والتي يمكن تكييفها بشكل يجعلها تنسجم مع طبيعة الأملاك الوقفية، وخصوصيتها، ومن هذه الصيغ نذكر: -المضاربة -والمشاركة -والاستصناع - والإجارة -والمزارعة -والمساقاة -والمغارسة ،،،.

وما تجدر الإشارة إليه هنا، هو مسألة جواز وقف النقود<sup>2</sup>، فبعض الفقهاء ينظرون إليه على أنه من المسائل غير المسموح بها من الناحية الشرعية وهناك وجهات نظر مختلفة في مدى جواز وقف النقود تخضع إلى أصول وقواعد شرعية تحكم إليها. وعموماً تكمن الأهمية الاقتصادية للتمويل بالأوقاف على<sup>3</sup>:

- أ- توفير إمكانية حصول الأوقاف على احتياجات المالية لتمويل عمليات الاستثمار والتنمية.
- ب- تقديم خدمات اقتصادية واجتماعية هامة لصالح المجتمع.
- ت- التنوع الحاصل في صيغ التمويل والاستثمار التي تلجأ إليها الأوقاف يحقق منافع أخرى فرعية منها تقليل مخاطر تقلب عوائد التمويل في الأنشطة المختلفة واستمرارية التدفقات النقدية المحصلة .

<sup>1</sup> محمد بن عبد العزيز بن عبد الله ، الوقف في الفكر الإسلامي ، مطبعة فضالة، ج 1/ ، المملكة المغربية، 1996م، ص : 109 .

<sup>2</sup> ياسر عبد الكريم الحوراني ، الوقف و العمل الأهلي في المجتمع الإسلامي المعاصر ، الأمانة العامة للأوقاف ، الكويت 2001م ، ص : 104 .

<sup>3</sup> احمد محمد السعد ، محمد علي العمري، الاتجاهات المعاصرة في تطوير الاستثمار الوقفي ، المرجع السابق ، ص : 103 .

## خلاصة الفصل:

من خلال دراستنا لـ: "ماهية التمويل الإسلامي وآلياته" في هذا الفصل نخلص إلى أن التمويل الإسلامي الذي يعبر عن توفير الأموال - عينية أو نقدية - اللازمة والضرورية للنهوض بالاستثمارات والمشاريع ومختلف الأنشطة وذلك وفق ضوابط الشريعة الإسلامية المتعلقة بمصادر واستخدامات الأموال، ويتميز - التمويل الإسلامي - بمجموعة من الخصائص من بينها : - التوزيع العادل للثروات، - الشمولية، - استمرارية تملك رأس المال،،،، الخ ، كما أنه يقوم على جملة من المرتكزات منها: - الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية، - الالتزام بالأساس الاستثماري للأموال، - الالتزام بالأساس التنموي ، و - الالتزام بالأساس الاجتماعي.

وكذلك تتعدد أساليب التمويل الإسلامي وفق آليات منها ما هي قائمة على أساس المشاركات، ومنها ما هي قائمة على أساس الائتمان التجاري، وأخرى قائمة على التبرعات والإحسان ومختلف النفقات التطوعية.

## الفصل الثاني:

مدخل نظري لفهم السوق

المالية

جامعة الأمير  
القيادة للعلوم الإسلامية

## الفصل الثاني:

### مدخل نظري لفهم السوق المالية

و يضم هذا الفصل تمهيد و (03) مباحث أساسية:

المبحث الأول: ماهية السوق المالية.

المبحث الثاني: أنواع السوق المالية.

المبحث الثالث: الأوراق المالية المتداولة في الأسواق

المالية.

## تمهيد:

تلعب الأسواق المالية في وقتنا الحاضر دورا بالغ الأهمية في النظم الاقتصادية الحديثة وعلى الأخص تلك التي تعتمد على أنشطة القطاع الخاص والعام في تجميع رؤوس الأموال وتمكين قوى الإنتاج والصناعة من القيام بدفع عجلة التنمية الاقتصادية، ويتوقف هذا التجميع بطبيعة الحال على وظيفتي الادخار والاستثمار .

حيث تشكل الأسواق المالية قسما فريدا من أسواق رؤوس الأموال خاصة في الأنظمة المالية، ويعود تاريخ ظهورها إلى حوالي خمسة قرون، كما ارتبط منشؤها بالنمو الصناعي في البلدان الرأسمالية .

وإن لوجود السوق المالية في النظم الاقتصادية أهمية بالغة، خاصة باعتبارها أداة هامة لتوفير وتقديم المال اللازم والضروري لبعث الأنشطة الاقتصادية المختلفة وذلك من خلال الدور الأساسي الذي تلعبه في تعبئة مدخرات الأفراد والمؤسسات وتوجيهها لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة،، وبطبيعة الحال يتوقف أداء هذه الوظيفة بشقيها على مدى تقدم الاقتصاد القومي ومدى تطور السوق المالية .

وسنحاول في هذا الفصل - إن شاء الله - بيان دراسة نظرية لحقيقة السوق المالية، تمكننا من فهم واستيعاب كل ما يرتبط بها، وذلك من خلال تقسيم هذا الفصل إلى (03) ثلاث مباحث أساسية :

- المبحث الأول: ماهية السوق المالية.

- المبحث الثاني: أنواع السوق المالية.

- المبحث الثالث: الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية.

## المبحث الأول - ماهية السوق المالية:

لقد أصبحت الأسواق المالية في وقتنا الحاضر ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي ودعامة قوية من دعوماته لأنها تمثل إحدى الآليات الهامة في تجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات وتوجيهها إلى المسار الصحيح في دعم الاستثمار.

ولفهم معنى السوق المالية ينبغي الانطلاق من مختلف المفاهيم المرتبطة بها وبالعناصر المكونة لها من خلال الوقوف على أهم التعاريف المحددة والمبينة لحقيقة هذه الأسواق ومراحل نشأتها وأهم المتعاملين فيها، وهو ما نتناوله في هذا المبحث من خلال المطالب التالية :

### المطلب الأول-تعريف السوق المالية ونشأتها:

#### أولاً - تعريف السوق المالية:

##### 1/ تعريف السوق:

أ- لغة : كلمة "سوق" تعني لغتاً<sup>1</sup>: الموضع الذي تجلب إليه المتاع والسلع للبيع والإشباع، تذكر وتؤنث، وجمع السوق : أسواق. "

كما تعرف بأنها<sup>2</sup> : "موضع البياعات" (جمع بياعة وهي : السلعة) ."

وفي القرآن الكريم نجد في قوله تعالى<sup>3</sup> : ﴿ .. إِلَّا إِنَّهُمْ لَيَأْكُلُونَ الطَّعَامَ وَيَمْشُونَ فِي الْأَسْوَاقِ ..... ﴾<sup>4</sup>

والسوق لغة في السوق<sup>4</sup> ، وتصغير السوق في: سوقة<sup>5</sup> .

1 إبراهيم أنس وآخرون، المعجم الوسيط ، ج 1، مرجع سابق ، ص: 465

2 ابن منظور، لسان العرب ، ج/4، مرجع سابق، ص: 167

3 سورة الفرقان، الآية 20 .

4 الزبيدي، تاج العروس من جواهر القاموس ، مرجع سابق ، ج13، ص 231 .

5 ابن منظور ، لسان العرب ، مرجع سابق ، ص 167 .

كما نجد أنه يقال بأن السوق سميت سوقاً لأنها<sup>1</sup>: "تجلب إليها التجارة وتساق نحوها المبيعات".

**ب- اصطلاحاً :** إن معنى السوق في الاصطلاح الاقتصادي يختلف عن معناها في الاستعمال الشائع ، ففي المعنى الشائع كلمة "سوق" تطلق على المكان المعروف الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون للتعامل في سلع معينة أو سلعة محددة، أما في الاصطلاح الاقتصادي المعاصر فمعناها أوسع إذ يكفي أنه يوجد تعامل على سلعة أو خدمة معينة فيطلق لفظ "السوق"، سواء تم هذا التعامل بالالتقاء المباشر بين البائعين والمشتريين، أو بأي وسيلة من وسائل الاتصال كالبريد، أو الهاتف، أو شبكات المعلوماتية كالانترنت ومختلف محركات البحث التجاري،،،،، الخ<sup>2</sup>.

ومن بين التعاريف نذكر :

- "السوق هو وسيلة تجمع بين البائعين والمشتريين بغرض انتقال السلع والخدمات من طرف إلى آخر"<sup>3</sup>.

- وكذلك يعرف على أنه<sup>4</sup>: "مجموع البائعين والمشتريين لسلعة معينة أو لعناصر الإنتاج، في فترة زمنية محددة وفي منطقة معينة وعلى اتصال وثيق بينهم".

<sup>1</sup> ابن منظور ، لسان العرب ، مرجع سابق ، ص 168.

<sup>2</sup> مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان ، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ، كنوز اشبيلية للنشر والتوزيع ، الرياض، 2005 ، ط1، ص/ ص: 28، 29.

<sup>3</sup> سعيد توفيق عبيد ، الاستثمار في الأوراق المالية ، مكتبة عين شمس ، القاهرة د- ت ، ص 67.

<sup>4</sup> راشد البراوي ، الموسوعة الاقتصادية ، مكتبة النهضة المصرية ، ط2، القاهرة 1408هـ ، ص 39.

- كما أنه<sup>1</sup>: " لا يقصد الاقتصاديون باصطلاح السوق مكانا معيناً تباع وتشتري فيه الأشياء، بل كل الإقليم الذي يكون فيه البائعون والمشترون على اتصال حر يؤدي إلى مساواة أثمان السلع التي من نوع واحد بسهولة وسرعة".

- كما يمكن إضافة<sup>2</sup>: " أن السوق هو المكان الذي ينشأ عندما تلتقي فيه قرارات البائعين والمشتريين بشأن تبادل سلعة، أو خدمة، أو مورد،،،، وعندما تتفاعل فيه قوى العرض مع قوى الطلب لتحديد الأسعار، ولا يهم إن كان المشترون والبائعون ينظرون إلى بعضهم البعض من خلال حواجز تفصل بينهم، أو يتحدثون هاتفياً، أو عن طريق الفاكس أو شبكة الإنترنت أو،،،، الخ في إبرام صفقاتهم".

❖ مما سبق ذكره، يمكن القول أن مفهوم السوق في المعنى الاقتصادي يتأتى من خلال وجود اتصال وثيق بين البائعين والمشتريين عن طريق مختلف وسائل الاتصال، ويكون على المستوى المحلي، أو الإقليمي، كما يمكن أن يكون على المستوى العالمي (أسواق عالمية)<sup>3</sup>.

❖ وأهم ميزة لمعنى السوق الاقتصادي تتمثل في وحدة الثمن للسلع المتماثلة، وهو ما يتم كلما كان البائعون والمشترون أكثر اتصالاً ببعضهم البعض وكانت حرية المنافسة سائدة بينهم<sup>4</sup>، كما لا يؤثر في ذلك اختلاف الثمن الراجع لاعتبارات معينة كتكاليف النقل، أو لأسباب جمركية، أو نحو ذلك<sup>5</sup>.

## 2/ تعريف المال:

<sup>1</sup> محمد عبد المنعم الجمال، موسوعة الاقتصاد الإسلامي، دار الكتب الإسلامية، دار الكتاب اللبناني، ط2، بيروت، 1986، ص: 523.

<sup>2</sup> سوزان لي، ترجمة حضر نصار، أجمدية علم الاقتصاد، مركز الكتاب الأردني، عمان، 1988م، ص: 142.

<sup>3</sup> مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية، مرجع سابق، ص: 29.

<sup>4</sup> محمد عبد المنعم، الجمال، موسوعة الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص: 524.

<sup>5</sup> راشد البراوي، الموسوعة الاقتصادية، مرجع سابق، ص: 319.

أ/ لغة: المال لغة هو<sup>1</sup> : " ما ملكته من جميع الأشياء " ، ويقال<sup>2</sup> : " هو ما ملكته من كل شيء " .

والمعروف من كلام العرب أن المال هو كل ما تمول وتمتلك وأستشهد لذلك بشواهد منها: قوله (ص)<sup>3</sup> : "يقول ابن آدم : مالي- مالي ، قال : " وهل لك يا ابن آدم من ذلك إلا ما أكلت فأفريت، أو لبست فأبليت، أو تصدقت فأمضيت " .

❖ ويقال<sup>4</sup> : " رجل مال أي: ذو مال، وقيل كثير المال، ورجل ميل ومول : كثير المال " .

❖ " - وكذلك: <sup>5</sup> "مال الرجل، يمول، ويمال مولا ومؤولا، إذا صار ذا مال ومثله تمول " .

❖ - كما أنه يقال<sup>6</sup> : "أملته إمالة ومولته تمويلا: " أعطيته المال " ، والحاصل أن المال عام في كل ما يملك، وقد يطلق على شيء بعينه، لاعتبار معين، فعن أبي هريرة رضي الله عنه قال : "خرجنا مع رسول الله (ص) ، عام خبير، فلم نغرم ذهباً ولا ورقاً إلا الأموال : الثياب والمتاع " أخرجه الإمام مالك .

1- ابن المنظور ، لسان العرب ، مرجع سابق ، ج/ 11 ، ص. 235

2- الفيروز أبادي ، القاموس المحيط ، مرجع سابق ، ص . 1368

3- رواه مسلم، في صحیحته .

4- ابن المنظور، لسان العرب، مرجع سابق، ص 235.

5- المرجع السابق ، ص 236 .

6- الفيروز أبادي ، القاموس المحيط ، مرجع سابق ، ص 1368 ،

ب/ - اصطلاحاً: مفهوم المال في الاصطلاح الاقتصادي هو<sup>1</sup>: " كل ما ينتفع به على وجه من وجوه النفع، كما يعد كل ما يقوم بثمن مالا أيا كان نوعه أو قيمته ،،،،، فكل شيء يمكن أن يعرض في السوق وتقدر له قيمة فهو مال ."

- وفي اصطلاح المتعاملين في الأسواق المالية فاستعمال مصطلح المال عندهم يقصد به<sup>2</sup>: " نوعاً خاصاً من الأموال وهو المال في صورته النقدية ويوضح ذلك أن جميع الأدوات المالية التي تصدر في السوق المالية من أسهم وسندات وما إلى غير ذلك، إنما الغرض من إصدارها تحصيل وجمع الأموال في صورتها النقدية السائلة ويقصد بذلك استعمالها كرؤوس أموال للشركات أو غير ذلك من الأغراض التي تتطلب سيولة نقدية ."

- وقد تعددت التعاريف التي أوردها الفقهاء للمال<sup>3</sup> ، فالإمام السيوطي يرى أن المال هو<sup>4</sup> " كل ما يمكن أن يملكه الإنسان وينتفع به ."

ويري الشيخ الحنيف أن تعريف المال في الإسلام<sup>5</sup>: "هو كل ما يمكن حيازته والانتفاع والانتفاع به انتفاعاً عادياً في غير حالات الضرورة".

ويضيف بعض الفقهاء بأن المال كل ما ملكه الإنسان سواء أكان عيناً أو منفعة.

1- شوفي عبده الساهي ، المال وطرق استثماره في الإسلام ، المكتبة الفيصلية ، ط2/ ، مكة المكرمة 1984م ، ص :23

2- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان ، أحكام التعامل في الأسواق المالية ، مرجع سابق ، ص 33

3- فؤاد عبد الله العمر ، مقدمة في تاريخ الاقتصاد الإسلامي وتطوره ، بحث رقم 62 ، البنك الإسلامي للتنمية ، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب ، 2003 ، ص 237

4- الإمام السيوطي ، مرطان ص 91 ، نقلاً عن المرجع السابق .

5- الشيخ الحنيف ، الحنيف ، ص:31 نقلاً عن المرجع السابق.

وعلى العموم يمكن أن نقول بأن المال هو كل ما ملكه الإنسان عينا أو نقدا، يمكن أن يقوم بثمن حالا أو مستقبلا، ويمكن أن ينتفع به بأي شكل من الأشكال، بالإضافة إلى إمكانية عرضه في السوق بغرض التبادل.

### 3/تعريف السوق المالية:

- يتركب مصطلح "السوق المالية" من مفردتين: "السوق" و "المالية"، وبعد إطلاعنا على المعنى اللغوي والاصطلاحي للمفردتين، يمكن الوصول إلى تحديد التعريف الاصطلاحي لـ "السوق المالية".

- حيث هناك تعريف عديدة سبقت لبيان مفهوم السوق المالية ومنها :

- -تعرف السوق المالية على أنها<sup>1</sup>: " المكان الذي يتم فيه خلق وتداول الأصول والالتزامات المالية " .
- كما تعرف<sup>2</sup> بأنها : " المكان الذي يهيئ الفرصة للأرصدة النقدية الفائضة عن حاجة مالكيها لكي توضع في متناول أيدي الباحثين عنها من أصحاب الخبرة والمهارة ومن المنتجين وأصحاب المبادرات الصناعية ويتم ذلك من خلال الوسطاء" .
- وفي تعريف آخر<sup>3</sup>: "السوق المالي هو المجال الذي تعمل فيه المؤسسات المالية كمؤسسات وسيطة بين فئتين من الوحدات الاقتصادية في المجتمع وتعرف الوحدة الاقتصادية على أنها وحدة استلام الدخل والتصرف فيه".

<sup>1</sup> محمد رشوان ، مقدمة في الأسواق المالية ، مكتبة عين الشمس ، القاهرة 1999م ، ص44

<sup>2</sup> حسين بني هاني ، الأسواق المالية ، - طبيعتها - تنظيمها - أدواتها المشتقة ، دار الكندي ، ط1 ، عمان 2002م ، ص03.

<sup>3</sup> أحمد أبو الفتوح الناقه، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية ، \*مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية\*- ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية 1995م ، ص 16 .

- وفي تعريف آخر<sup>1</sup>: "أما المكان الذي يتم من خلاله عرض وطلب الأموال".
- وكذلك<sup>2</sup>: "هي ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق، بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة، واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة".
- كما أنها<sup>3</sup>: "تلك الآلية الائتمانية التي يمكن من خلالها حشد وتجميع وتوجيه، وتوزيع مدخرات الشركات والحكومات والأفراد إلى مختلف أوجه الاستعمال "الإنتاجية وغير الإنتاجية".
- وفي مرجع آخر<sup>4</sup>: "يمكن النظر إلى السوق المالية على أنها المجال الذي يتم فيه الالتقاء بين الوحدات الاقتصادية التي لديها موارد مالية فائضة ترغب في إقراضها (المدخرين) والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (المقترضين)، ومن ثم تنشأ وتتداول داخل إطاره التنظيمي "الأصول المالية".

<sup>1</sup> نادية أبو فخرة مكاوي ، اتجاه معاصر في إدارة المنشآت والأسواق المالية ، مكتبة النهضة العربية ، ط 1 ، سنة 1990م ، ص 15

<sup>2</sup> محمد مطر، إدارة الاستثمارات ، مؤسسة الوراق ، الأردن ، ط 2 ، 1999م ، ص 140

<sup>3</sup> مروان عطوان ، الأسواق النقدية والمالية ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 1993م ، ص 16.

<sup>4</sup> محمود يونس ، وعبد النعيم مبارك ، مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2003م ، ص 128.

- ويمكن إضافة أن السوق المالية هي<sup>1</sup>: "الوسيط الذي يعرض المدخرون الراغبون في الاستثمار من خلاله مدخراهم إما مباشرة أو من خلال وسطاء على مؤسسات الأعمال وأصحاب المشروعات والأشخاص الذين يحتاجون إلى اقتراض هذه الأموال".
- وكذلك هي<sup>2</sup>: "مجموعة القنوات التي تتدفق من خلالها الأموال من الأفراد والهيئات والمؤسسات وكافة قطاعات المجتمع إلى مثيلاتها في شكل تيار نقدي أو مالي مستمر".
- - من مختلف التعاريف السابقة يتضح لنا مجموعة من الجوانب التي من الممكن استنباطها والمثلة في:
  - أ. يتمثل موضوع المبادلات في السوق المالية في الأموال كعنصر ينتقل من طرف إلى آخر.
  - ب. الوظيفة الأساسية للسوق المالية تتمثل في جذب وتجميع المدخرات والفوائض المالية، وتمكينها إلى الجهات التي تحتاج إليها.
  - ت. تؤدي السوق المالية وظيفتها من خلال أدوات معينة، منها الأسهم، والسندات، وغيرها.
  - ث. تتضمن السوق المالية القنوات التي ينساب فيها المال من قطاعات وأفراد ومؤسسات،، إلى قطاعات أخرى ومؤسسات أخرى وأفراد آخرين،، عن طريق ما يعرف بالوسطاء.

<sup>1</sup> - نبيل نصيف ، الأسواق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي ، مجلة مجمع الفقه الإسلامي ، العدد السادس ، ج/2 ، ص 1448 .

<sup>2</sup> - سمير عبد الحميد رضوان ، أسواق أوراق المالية ، المعهد العالمي للفكر الإسلامي ، ط1 ، سنة 1996م ، ص: 35 .

ج. يستمد السوق المالي مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام<sup>1</sup> وعن طريق التعامل في الأموال بيعا وشراء .

ح. يتم في السوق المالية إصدار وتداول الأصول المالية التي تعبر عن الملكية "الأسهم" وكذلك التي تعبر عن المديونية "السندات".

❖ وعليه مما سبق يمكن القول أن السوق المالي هو: " ذلك الفضاء أو المجال الذي يتم من خلاله توفير الأموال اللازمة والضرورية للمشروعات الإنتاجية وغيرها من خلال إصدار أدوات معينة قابلة للتداول بيعا وشراء بين أصحاب الفوائض المالية (عارضى التمويل)، وأصحاب العجز المالي (طالبي التمويل) ".

#### ملاحظة:

- أما ما تعلق بالمفهوم الضيق للسوق المالية، فهو ذلك المفهوم الذي يشير إلى تداول الأصول المالية في الأجل المتوسط والطويل، وهو ما يعرف بـ: سوق رؤوس الأموال<sup>2</sup>، وتتمثل هذه الأصول خاصة في الأسهم العادية، والممتازة، وكذلك السندات، وهذا المفهوم هو المقصود به في موضوع بحثي هذا، لذلك سنتناول- إن شاء الله- في الفصل الثالث، أهم الإختلالات الحاصلة في السوق المالية بمفهومها الضيق والمعبر عنها بسوق رؤوس الأموال.

1- محمد مطر، إدارة الاستثمارات، مرجع سابق، ص: 139.

2 رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية 1999م، ص 11.

وكذلك / أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية، ط1، 1995م، ص، ص: 21، 22.

## ثانياً- نشأة السوق المالية:

ترتكز فكرة الأسواق المالية على نظرية الاقتصادي "أدم سميث" ، التي تقوم على فكرة تقسيم العمل، وتعتمد فكرة تقسيم العمل على كبر حجم السوق، وعلى حجم الإنتاج، مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج، تبعاً للمزايا النسبية، وهذا ما يطلق عليه "Allocation Ressources"، وقد انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية وبشكل أدق على التطور الحاصل في الأوراق المالية، مما يترتب على ذلك إيجاد سوق متخصص للأوراق المالية وهذا السوق أطلق عليه اسم: السوق المالي<sup>1</sup> .

وتذكر المراجع أن أول سوق مالية أنشئت في التاريخ، كانت سوق: (أنفوس) ، بمدينة أنتورب الفنلندية وكان إنشائها عام 1460م<sup>2</sup> وقيل عام 1536 م<sup>3</sup> .

ثم تتابع بعد ذلك إنشاء الأسواق المالية في أوروبا ثم في أمريكا ثم في الدول العربية انطلاقاً من مصر أين تم إنشاء أول سوق مالية في الإسكندرية عام : 1883م ثم القاهرة في عام: 1898م<sup>4</sup> .

ويمكن إرجاع تاريخ نشوء السوق المالية إلى القرن الثالث عشر الميلادي حيث كان يجري تداول الكمبيالات والسندات الأذنية في فرنسا الأمر الذي مكن من إنشاء الأسواق المالية لتداول الأسهم والسندات بسهولة<sup>5</sup> حيث ارتبط ظهور الأسهم بالتطور الكبير في المجال

<sup>1</sup> جمال جويدان الجمل ، الأسواق المالية والتقاعدية ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، ط1 ، عمان 2002م ، ص16.

<sup>2</sup> مراد كاظم ، البورصة ، وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية ، مطبعة كريستاتوماش وشركاؤه ، ط2/ ، مصر 1967م ، ص08 .

<sup>3</sup> صلاح الدين حسن السبسي ، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية ، ط1/ ، 1998م ، ص5

<sup>4</sup> الهيئة العامة لسوق المال، موسوعة القوانين واللوائح والقرارات ، المنظمة لسوق رأس المال ، ط1 ، ص10.

<sup>5</sup> محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية ، دار الرشيد، ط1، 1982م ، ص66 .

الإنتاجي والتجاري وإنشاء المشاريع الكبرى التي يعجز الأفراد عن توفير الأموال اللازمة لها وهو ما أدى إلى ظهور شركات المساهمة تقوم على أساس مشاركة عدد من المساهمين في ملكية مشروع معين عن طريق امتلاك الأسهم المشكلة لرأس مال مشروع ما .

كما ارتبط ظهور السندات كإحدى الوسائل التي لجأت إليها الحكومات للاقتراض من جمهور الناس كما تلجأ إليها الشركات لزيادة رأس مالها وتوسيع أعمالها<sup>1</sup>.

وقد أصبحت الأسهم والسندات تتداول بين الناس كغيرها من السلع ومع كثرة المتعاملين بهذه الأصول أنشئت أماكن خاصة للتداول أطلق عليها : \* بورصة الأوراق المالية<sup>2</sup>

ومرت فكرة الأسواق المالية في نشوئها بخمس (05) مراحل ارتبطت بالتطور المالي والاقتصادي للدول<sup>3</sup> وهي:

(1) المرحلة الأولى : تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية ،، وغيرها من المشاريع، مما أدى ذلك إلى اتساع المعاملات التجارية وأدى أيضا إلى كبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة وأصبح الفرد يعجز عن تمويلها وقد ترتب عند ذلك عواقب وخيمة .

(2) المرحلة الثانية : تميزت هذه المرحلة ببداية ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت البنوك التجارية تتميز بجزية مطلقة في المرحلة الأولى أما

(1) مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان ، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ، مرجع سابق، ص: 54.

(2) مقبل جمعي ، الأسواق والبورصات ، مدينة النشر والطباعة ، الإسكندرية ، د-ت ، ص118-119.

(3) حسني علي خريوش ، و عبد المعطي رضا أرشد ، و محفوظ أحمد جودة ، الأسواق المالية- مفاهيم وتطبيقات ، دار زهران 1998م ، ص، ص: 10-11 .

ففي المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهي خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان وفقاً لقواعد البنك المركزي .

**3) المرحلة الثالثة:** ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل الأجل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمار،،،، الخ، وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال ولكي تفي بحاجتها لتمويل المشاريع المختلفة ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزانة .

**4) المرحلة الرابعة:** في هذه المرحلة ظهرت الأسواق النقدية ( قصيرة الأجل) وازدادت حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي.

**5) المرحلة الخامسة:** في هذه المرحلة اندمجت الأسواق المالية مع الأسواق النقدية واندمجت الأسواق المحلية مع الأسواق العالمية لتطور وسائل الاتصال المختلفة وظهور البورصات المالية وأصبحت الأسواق المالية تهتم ببيع وشراء الأوراق المالية طويلة لأجل مثل الأسهم والسندات.

من خلال هذه اللوحة التاريخية عن ظهور وتطور السوق المالي يمكن القول أن السوق المالي تركز على ما يلي<sup>1</sup>:

أ. السوق المالي التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات والقروض العقارية.

ب. السوق التي تجمع بائعي الأوراق المالية بمشتركي تلك الأوراق وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه .

<sup>1</sup> - جمال جويدان الجمل ، الأسواق المالية والنقدية ، مرجع سابق ، ص:19.

## المطلب الثاني- وظيفة السوق المالية وأهميتها:

### أولاً- وظيفة السوق المالية :

تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالية في تيسير حصول الفئات ذات العجز المالي على الأموال اللازمة لها من الفئات ذات الفائض المالي إما بطريقة مباشرة أو بطريقة غير مباشرة كما تؤكد على ذلك الكتابات المتخصصة في هذا الشأن<sup>1</sup>

وعلى اعتبار أن المال من الاحتياجات الأساسية في الحياة اليومية مثل باقي الاحتياجات الأخرى من سلع وخدمات، وكذلك ما تمثله الأموال في تنشيط سير أي من منظمات الأعمال باعتبارها المحرك الأساسي للوظائف والمهام داخل هذه المنظمات و من ثم فلا بد أن يتوفر المال في الوقت المناسب وأيضاً بالقدر المناسب ولتلبية هذه الحاجة لا بد من توافر الأسواق المالية المختلفة<sup>2</sup>.

ولبيان طبيعة وظيفة السوق المالية ينبغي التعرّيج على ما جاء في المراجع والكتب المتخصصة وفي هذا الشأن نذكر:

1) "يعتبر الهدف الأساسي من وجود الأسواق المالية في الاقتصاد القومي هو تنظيم تدفق الأموال من الوحدات الاقتصادية التي تتوفر فيها أموال فائضة عن احتياجاتها الاستثمارية إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في الأموال بالقياس إلى حجم برامجها الاستثمارية<sup>3</sup>."

<sup>1</sup> - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص:41.

<sup>2</sup> - جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص:15.

<sup>3</sup> - هدى محمد رشوان، مقدمة في الأسواق المالية، مرجع سابق، ص:08.

(2) "إن الوظيفة الأساسية لسوق المال هو تحقيق التدفقات الفعالة وذات الكفاءة العالية لأموال الاستثمارات طويلة الأجل من المدخرين إلى المستثمرين<sup>1</sup>".

(3) "يؤدي سوق المال من خلال منشآته ووظيفة اقتصادية هامة تتمثل في تحويل موارد مالية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز<sup>2</sup>".

(4) "إن وظيفة الأسواق المالية التقليدية في البلدان الرأسمالية هي اجتذاب المدخرات بهدف الإسهام في تمويل النمو بالإضافة إلى ذلك تمارس بورصة القيم دورا لا يمكن استبداله في تسييل المدخرات الموظفة لأجل بعيد، وكذلك آلية الأسواق المالية تسهل إعادة ترتيب القطاعات الصناعية، وعلى هذا يمكن تحديد وظائف السوق المالية في<sup>3</sup> :

- أ. تمويل النمو من خلال دور الأسواق الأولية في توجيه المدخرات لآجال طويلة.
  - ب. وظيفة السيولة من خلال الأسواق الثانوية .
  - ت. إعادة بناء القطاعات الصناعية عبر العروض العامة والتكتل أو الاندماج بين الشركات والذي تمارسه الأسواق المالية "
- (5) " إن لوجود سوق المال يعتبر كأداة هامة لتوفير وتقديم المال للأنشطة المختلفة وذلك من خلال الدور الأساسي لكل مؤسساته المالية والتي تتلخص وظائفها الأساسية في:
- أ. تعبئة المدخرات .
  - ب. توجيه هذه المدخرات لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة.

1- فريد النجار، *البورصات والهندسة المالية*، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية 1999م، ص91.

(2) أحمد أبو الفتوح الناقه، *نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية*، مرجع سابق، ص17.

(3) موريس سلامة، ترجمة يوسف الشدياق، *الأسواق المالية في العالم*، منشورات عويدات، بيروت / باريس، ط1، 1983م، ص- ص: 07- 29.

وبطبيعة الحال يتوقف أداء الوظيفة بشقيها على مدى تقدم الاقتصاد القومي ومدى تطور سوق المال<sup>1</sup>.

فمن خلال ملاحظتنا لمختلف الكتابات السابقة يتضح لنا أنهما في مجملها تشير إلى أن الوظيفة الرئيسية للسوق المالية تتمثل في عملية الربط بين عارضي وطالبي الأموال من خلال توجيه أصحاب الأرصدة والفوائض المالية لتلبية احتياجات أصحاب العجز المالي.

وهذه الوظيفة تعتبر تقليدية في بعض المراجع كما هو الحال في المرجع رقم 4 المذكور سابقا، حيث يضيف الكاتب دور كل من السوق الأولية - كنوع من أنواع الأسواق المالية- في تمويل النمو وتوجيه المدخرات في الآجال الطويلة وكذلك دور الأسواق الثانوية في عملية توفير السيولة المالية بالإضافة إلى إعادة بناء القطاعات الصناعية في النظم الاقتصادية .

هذا وتؤدي السوق المالية وظيفتها الرئيسية بإحدى طرق التمويل التالية<sup>2</sup> :

❖ الطريقة الأولى- التمويل المباشر: وفيه تحصل الوحدات ذات العجز المالي على

احتياجاتها مباشرة من الوحدات ذات الفائض إما عن طريق الاقتراض المباشر وإما عن طريق إصدار الأوراق المالية المختلفة مثل: الأسهم والسندات.<sup>3</sup>

❖ الطريقة الثانية- التمويل غير المباشر: وفيه يتم تحويل الموارد المالية من وحدات

الفائض إلى المؤسسات المالية في سوق المال المتمثلة في<sup>4</sup> : - البنوك - شركات التأمين - مؤسسات الادخار والإقراض -صناديق المعاشات،،،،ومقابل هذا التحويل تحصل الوحدات ذات الفائض على أصول مالية يصدرها الوسطاء الماليون على أنفسهم،

1 - جمال جويدان الجمل ، الأسواق المالية و النقدية، مرجع سابق ، ص:151

2 - منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية 1997م، ص127.

3 - عبد المنعم أحمد التهامي ، التمويل ، مقدمة في المنشآت الأسواق المالية ، مكتبة عين شمس ، القاهرة 1990م ، ص، ص 20-21

4 - أحمد أبو الفتوح ناقة ، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية ، مرجع سابق ، ص: 18 .

وتسمى أصولا غير مباشرة، ثم يقوم الوسطاء الماليون بتحويل هذه الموارد المالية إلى وحدات العجز التي تقوم بإصدار أصولا مالية مباشرة إلى المؤسسات المالية . ويعتبر هذا الشكل تمويلا غير مباشر كون الأموال تنتقل من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز عبر المؤسسات المالية الوسيطة.

### ثانيا- أهمية السوق المالية :

ترجع أهمية السوق المالية إلى عدة عوامل يمكن تلخيصها فيما يلي<sup>1</sup>:

#### 1) تمويل خط التنمية الاقتصادية : حيث تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة

قد لا تتوفر لدى الدولة وفي هذه الحالة بدلا من لجوء الدولة إلى عمليات الاقتراض الخارجي والتي غالبا ما يترتب عليها أعباء كبيرة تثقل كاهل الدولة بالديون، وما قد يترتب عليها من عواقب غير محدودة، فتقوم بطرح مشاريعها التنموية في الأسواق المالية المنظمة وبواسطة هذه الأسواق تستطيع تمويل عملياتها التنموية ويكون ذلك عبر إشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع للاكتتاب في السوق المالية.

#### 2) عدم قدرة البنوك التجارية على التمويل المتوسط والطويل الأجل لعدة أسباب

أهمها: مشاكل التضخم، ومشاكل المخاطرة التي قد تتعرض لها هذه البنوك ، وخاصة عند منحها القروض المتوسطة الطويلة الأجل، إضافة إلى أن هذه القروض غالبا ما تعطى بكميات محددة ووفقا للقوانين والأنظمة التي تصدر عن البنك المركزي.

#### 3) تساعد السوق المالية على منح القروض بشروط مناسبة وبتكاليف قليلة مقارنة

بالقروض من البنوك الدولية أو القروض الخارجية.

#### 4) كثيرا ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملات القابلة

للتحويل، مما يترتب عن ذلك تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية،

<sup>(1)</sup> حسني علي خريوش، وعبد المعطي رضا أرشد ، ومحفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات ،

مرجع سابق ، ص - ص : 19-23.

أو إقليمية حيث يمكن لتلك الأسواق طرح أسهم أو السندات لشركات من جنسيات مختلفة .

5) إن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية غالباً ما تعمل على تشجيع صغار المستثمرين على توظيف أموالهم بشرائهم لهذه الأوراق وبما يعود عليهم بأرباح عالية وبمخاطر قليلة وخاصة في حالة توظيفها في شركات استثمار، أو في صناديق استثمار لديها خبرات عالية ومتخصصة .

6) إن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية يمكن حاملها من تحويل هذه الأوراق إلى أموال نقدية بسهولة وبدون تحمل أي خسائر أو عناء "تأمين السيولة" .

بالإضافة إلى ما سبق فللسوق المالي أهمية أساسية ودور رئيسي في الحياة الاقتصادية إذ تتيح الفرص لتقابل العرض والطلب على الأموال كما أنها تعتبر مقياساً لحركة الاستثمار ومرآة لتجميع الادخار في البلاد ويتضح ذلك في<sup>1</sup> :

✓ توزيع الأموال على مختلف القطاعات : حيث تلعب السوق المالية دوراً هاماً كجهاز لتوزيع المدخرات على مختلف النشاطات الاستثمارية ويتم ذلك من خلال بيع وشراء الأوراق المالية في سوق المال المنظم أين يمكن أن تتدخل الحكومات عن طريق ممثليها لتوجيه الطلب على هذه الأوراق وتستخدم في ذلك المؤشرات الخاصة بالأسعار أو بالمراكز المالية للمشروعات .

✓ المحافظة على استقرار الأسعار : حيث تعمل السوق المالية على تجنب تقلبات الأسعار بمساعدة المتعامل الاقتصادي مهما كان نشاطه (-زراعي، -صناعي، -تجاري، -مصرفي،،،)، وعلى تجنب مخاطر تقلبات الأسعار فهي وسيلة من وسائل التأمين والحيلة في مجال تقلبات الأسعار عن طريق ما يعرف بعملية التغطية .

✓ تحقيق المنافسة الضرورية من خلال تأمين حرية التبادل .

<sup>1</sup> - محمود سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي، مرجع سابق، ص - ص : 141-140

✓ توفير التمويل الاقتصادي الملائم: حيث تعمل السوق المالية بشروط سهلة، وبتكاليف منخفضة في الغالب مقارنة مع الوسائل الأخرى للتمويل، وبالتالي فهي تمثل سوقاً مثالياً لتحقيق آلية العرض و الطلب بالنسبة لوسائل التمويل.

### المطلب الثالث - المتعاملون في الأسواق المالية :

يمكن تصنيف المتعاملون في الأسواق المالية إلى ثلاث (03) فئات رئيسية<sup>1</sup> :

#### أولاً - فئة عارضي الأموال:

وهم فئة المقرضين أو المستثمرين وتتضمن الأفراد والمؤسسات المالية ونقصد هنا بفئة الأفراد أولئك الذين تزيد دخولهم النقدية عن احتياجاتهم الاستهلاكية، ونقصد بالمؤسسات المالية البنوك وبيوت السمسرة وشركات الاستثمار القادرة على استثمار بعض أموالهم في مشاريع استثمارية تعود عليهم بالنفع الوفير أو بعبارة أخرى تعود عليهم بعوائد عالية وبمخاطر ضئيلة .

هذا ومن الجدير بالملاحظة أيضاً أنه بمقدور هذه المؤسسات " - البنوك ، وشركات الاستثمار وبيوت السمسرة -"، القيام بدور المقرض أو المستثمر في السوق المالي، إذا ما استطاعت هذه المؤسسات من الحصول على عوائد مقبولة إضافة إلى توفر عامل الأمان وعامل السيولة وهذا ما يسعى إليه كل مستثمر رشيد من أجل إنماء أمواله والمحافظة عليها.

#### ثانياً - فئة طالبي الأموال:

وتتضمن هذه الفئة الأفراد والمؤسسات التي تكون بحاجة إلى الأموال حيث أن إيراداتهم النقدية تقل عن احتياجاتهم الاستهلاكية وفي هذه الحالة تستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال المطلوبة بواسطة إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في سوق رأس المال ولكنه يشترط في مصدر الورقة المالية أن يكون مؤسسة، أو بيت سمسرة ، أو شركة استثمارية،،،،، الخ ، أما بالنسبة للأفراد فيمكن الاقتراض من المؤسسات المالية في صورة قرض مباشر يتم بواسطة إبرام

<sup>1</sup> - حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا أرشد ، محفوظ أحمد جودة ، الأسواق المالية - مفاهيم وتطبيقات - مرجع سابق ، ص، ص 19- 23.

عقد عادة ما يدون فيه القيمة الاسمية للقرض والمدة الزمنية وكذلك تاريخ دفع أقساط الفائدة وتاريخ استحقاق سداد القرض .

### ثالثاً - فئة الوسطاء أو الوكلاء :

وتمثل هذه الفئة من يقومون بدور الوسيط بين العارضين والطلبين للأموال، وعادة ما يكون الوسيط شخص طبيعي أو معنوي ولهذا يمكن تقسيمها إلى مجموعتين:<sup>1</sup>

#### (1) مؤسسات مالية وسيطة :

وهي المؤسسات التي تتوسط بين أصحاب الفوائض وأصحاب الاحتياج المالي وفقاً لعقود معينة تعقدها هذه المؤسسات مع كل طرف على حدا، كما يمكن تصنيفها إلى ثلاث (03) أنواع<sup>2</sup>:

أ. مؤسسات الإيداع: وتشمل البنوك التجارية، بنوك الادخار المشتركة، اتحادات الائتمان،،،،، الخ.

ب. مؤسسات الادخار التعاقدية: وتشمل شركات التأمين على الحياة، شركات التأمين على لمخاطر، صناديق معاشات التقاعد،،،، الخ.

ت. مؤسسات الاستثمار: وتشمل شركات الاستثمار، أو ما يعرف بصناديق الاستثمار المشترك، صناديق الاستثمار في سوق النقود، شركات التمويل،،،، الخ.

<sup>1</sup> - محمد صالح الحناوي، عبد الفتاح عبد السلام ، المؤسسات المالية ، الدار الجامعية ، د-م ، سنة 1998م ص: 199 .

<sup>2</sup> - عبد الرحمان عبد الله الحميدي، عبد الرحمان عبد الحسن الخلف ، النقود والبنوك والأسواق المالية ، دار الخريجي، الرياض ، 1417هـ ، ص 74 ، وأنظر أحمد أبو الفتاح الناقة ، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية ، مرجع سابق ، ص:22.

## 2) الوسطاء :

ويراد بهم الأفراد أو الشركات التي تقوم بالوساطة بمعناها المعروف وهو الجمع بين طرفين أو أكثر لإبرام عقد أو نحوه.

وتضم هذه المجموعة نوعين من الوسطاء<sup>1</sup>:

أ. السماسرة: وهم الذين يقومون ببيع وشراء الأوراق المالية بالوكالة عن غيرهم وهم لا يعملون لحسابهم الخاص وإنما ينفذون أوامر البيع والشراء الصادرة إليهم من الراغبين في البيع أو الشراء ويحصلون في مقابل ذلك على أجر<sup>2</sup>.

ب. مصارف الاستثمار: وهي مؤسسات مالية متخصصة في تسويق الإصدارات المالية إما تسويقاً مجرداً مقابل أجر محدد أو مع ضمان تصريف تلك الإصدارات بسعر متفق عليه، فهي بذلك تختلف عن المصارف التجارية التي يتركز نشاطها في تلقي الودائع ومنح القروض<sup>3</sup> مع إمكانية ممارستها لبعض الأنشطة الاستثمارية بما في ذلك الإصدارات المالية<sup>4</sup>.

1- أنظر مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص: 51.

2- عبد الرحمان عبد الله الحميدي، عبد الحسن الخلف، النقود والبنوك و الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 78، وأنظر أحمد أبو الفتوح ناقة، نظرية النقود والبنوك و الأسواق المالية، مرجع سابق، ص: 27.

3- عبد الرحمان عبد الله الحميدي، وعبد الرحمان عبد الحسن خلف، النقود و البنوك و الأسواق المالية، مرجع سابق، ص- ص 79-80، وأنظر أحمد أبو الفتوح ناقة، نظرية النقود و البنوك و الأسواق المالية، مرجع سابق، ص- ص: 27 - 28 .

4 - تمارس البنوك التجارية الأنشطة الاستثمارية بصورة عامة وغير متخصصة، إلى جانب نشاطها الرئيسي المتمثل في تلقي الودائع ومنح القروض مقابل فارق سعر الفائدة.

## المبحث الثاني- أنواع الأسواق المالية :

تتعدد المعايير المستخدمة في تصنيف السوق المالية لدى الاقتصاديين وبالتالي تتعدد تصنيفاتها فمنها ما هي قائمة على طبيعة هذه السوق من حيث "الإصدار والتداول"، ومنها ما هي قائمة على أجل العقود من حيث كونها " فورية أو مستقبلية"، وأخرى قائمة على آجال الأدوات المالية المتداولة من خلالها، وكذلك التقسيم القائم على مدى انتظام مكان التداول،،،،،

ورغم التداخل الذي يلاحظ بين هذه التصنيفات إلا أن الحاجة تدعو لذلك - لتصنيفها - تسهيلا للمعالجة وتوضيحا للجوانب المختلفة للسوق المالية، وباعتبار أن موضوع بحثنا هذا، يهتم بسوق المال في الأجل المتوسط الطويل، أو ما يعرف بسوق رأس المال، حسب بعض المراجع، فلا بأس من التعرّيج على التصنيف القائم على أجل الأدوات المالية،" - من حيث أجل استحقاقها -".

وعلى ذلك سيتم تناول هذه الأنواع أو التصنيفات من خلال المطالب التالية:

### المطلب الأول- تصنيف السوق المالية من حيث آجال الأدوات المالية:

تتنوع السوق المالية بالنظر إلى أجل استحقاق أدواتها المالية إلى أسواق مالية ذات أجل متوسط وطويل وتضم -وبخاصة- الأسهم والسندات، وأسواق ذات الأجل القصير وتضم أدوات مختلفة منها: أذونات الخزانة، والأوراق التجارية،،،،، الخ.

#### أولا - سوق رأس المال :

يتم التعامل في سوق رأس المال بالأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل أي تلك التي يزيد أجل استحقاقها عن سنة<sup>1</sup> سواء أكانت هذه الأدوات تعبر عن دين كالسندات، أو عن ملكية كالأسهم .

(1) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص :

ولذلك يعرف سوق رأس المال بأنه<sup>1</sup>: "الإطار أو التنظيم الذي يشمل العارضين أو المقرضين لرأس المال طويل الأجل والطالبين أو المقترضين الذين هم في حاجة إلى تلك الأموال لفترة طويلة بالإضافة إلى عدد من الوسطاء الماليين المتخصصين".

ويطلق البعض على سوق رأس المال اسم "السوق المالي للاستثمارات طويلة الأجل" والتي تنفذ في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل أو في صورة إصدارات لأوراق مالية طويلة الأجل أيضا<sup>2</sup>.

وعرفت أنها<sup>3</sup>: "تلك الأسواق التي تباع فيها أوراق مالية طويلة الأجل لأول مرة، أو تتداول فيها بعد إصدارها".

كما أن سوق رأس المال يتكون من مجموعتين هما<sup>4</sup>:

- (1) مجموعة المدخرين والعارضين لرؤوس الأموال: وهم المقرضون، أو المشاركون من حكومات وأفراد ومؤسسات مالية كالبنوك التجارية والشركات التأمين وصناديق المعاشات،،،، الخ.
- (2) مجموعة المستثمرين والطالبين للأموال: وهم المقترضون من الجهات المختلفة وكذا مصدرو الأسهم كشركات المساهمة.

---

(1) - محمد البنا، أسواق النقد والمال، دار زهراء الشرق للنشر والتوزيع، 1996م، د- م، ص: 124.

(2) - حسين بني هاني، الأسواق المالية (طبيعتها، تنظيمها، أدائها المشتقة)، مرجع سابق، ص 15.

(3) - عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، دار النهضة العربية للنشر والتوزيع، القاهرة، 1995م، ص 03.

(4) - فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مرجع سابق، ص: 91.

ولسوق رأس المال مجموعة من الخصائص منها<sup>1</sup> :

- أ. يمكن ارتباطها بالأوراق المالية طويلة الأجل وتكسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى رؤوس الأموال كبيرة وعلى الأجل الطويل .
- ب. الاستثمار في سوق رؤوس الأموال يعتبر أكثر مخاطرة نظرا لأن الأدوات الاستثمارية فيها تستحق في الأجل المتوسط والطويل الأمر الذي يحمل مخاطر سوقية أو سعرية وتنظيمية مختلفة.
- ت. تتسم هذه السوق بالتنظيم المحكم كون أغلب المتعاملين فيها من فئة الوكلاء والمتخصصين.
- ث. يتم تنشيط الاستثمار في سوق رأس المال عن طريق تداول الأدوات الاستثمارية في السوق الثانوية وهو ما يسمح بتوفير السيولة النقدية للأوراق المالية طويلة الأجل.

#### ثانيا - سوق النقد :

يجري التعامل في هذه السوق من خلال القروض قصيرة الأجل أي التي لا يزيد أجل استحقاقها عن سنة<sup>2</sup> وهذه القروض قد تتم من خلال عقد القرض المباشر أو من خلال الأوراق المالية والتجارية التي تتميز بسيولتها العالية، حيث يمكن تحويلها إلى نقود خلال مدة قصيرة بأقل قدر من الخسارة أو بدون خسارة أصلا<sup>3</sup> من خلال ذلك يمكن تعريف السوق النقدية بأنها<sup>4</sup>: "السوق التي يتم فيها تداول أدوات الاستثمار قصير الأجل مثل أذونات الخزينة، شهادات الإيداع القابلة للتداول، شهادات الادخار قصيرة الأجل، والأوراق التجارية، الأذونات المالية،،،،".

1- جمال جويدان الجميل، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص، ص، 35، 36

2- محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، 1994، ص 29 وكذلك أنظر، محمد محمود

حبش، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة، مؤسسة الوراق، ط/ 1، الأردن 1998م، ص 79 .

3- محمد البنا، أسواق النقد والمال، مرجع سابق، ص 101

4- جمال جويدان الجميل، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص 34 .

كما تعرف بأنها<sup>1</sup>: " مجموعة المؤسسات أو الوكالات أو الأفراد الذين يتعاملون في النقود إقراضا واقتراضا لأغراض قصيرة الأجل . "

وعرفت كذلك بكونها<sup>2</sup>: " السوق الذي يتم فيه تداول أدوات الاستثمار قصيرة الأجل".

وكذلك هي<sup>3</sup>: " الأسواق التي يتم فيها تبادل الالتزامات المالية قصيرة الأجل بين وحدات الفائض المالي ووحدات العجز المالي المؤقت. "

وعلى العموم فالأسواق النقدية: " ترتبط ارتباطا وثيقا بتداول الأدوات المالية قصيرة الأجل من خلال عمل السماسرة المتخصصين، أو البنوك التجارية، إما بالالتقاء المباشر وإما بواسطة وسائل الاتصال كالهاتف والتلكس وغيرها<sup>4</sup> . "

وتتكون السوق النقدية من مجموعتين من المتعاملين هما<sup>5</sup>:

(1) مجموعة المعارضون للأموال: وهم المقرضون كالمنشآت والأفراد الذين يرغبون في

استثمار مؤقت لأموالهم الفائضة عند احتياجهم الحالي .

(2) مجموعة الطالبة للأموال: وهم المقترضون كالحكومات والمنشآت والبنوك التجارية

والأفراد الذين يحتاجون إلى السيولة النقدية للوفاء بالالتزامات العاجلة أو لتغطية

عجز مؤقت.

1- محمد البنا، أسواق النقد والمال ، مرجع سابق ، ص 101.

2- طاهر حيدر حردان ، مبادئ الاستثمار ، دار المستقبل ، ط1، سنة 1997 ، ص 31 .

3- هدى محمد رشوان ، مقدمة في الأسواق المالية ، المرجع السابق ، ص 46.

4- محمد البنا، أسواق النقد والمال ، مرجع سابق ، ص 101 .

5- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان ، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ، مرجع سابق ، ص 64

وللسوق النقدية مجموعة من الخصائص يمكن ذكرها فيما يلي<sup>1</sup>:

- أ. يعتبر السوق النقدي سوق للجملة من حيث كون المتعاملين فيه من ذوي الحجم الكبير ويتعاملون مع منشآت كبيرة وبنفوذ كبير كما يتعاملون عن طريق السماسرة، بينما المستثمرين الوسطاء فدورهم محدود.
- ب. إن الاستثمار في السوق النقدي يكون قصير الأجل وقد يصل إلى يوم واحد لذلك تعتبر أدوات الاستثمار هذه عالية الضمان.
- ت. يعتبر ميزان الاستثمار في السوق النقدية قليل المخاطر ودرجة المخاطر النقدية التي قد تنشأ عندما يرغب المستثمرون بتحويل استثماراتهم إلى نقود تكون منخفضة جدا لأن أدوات الاستثمار في هذا السوق سريعة التداول وشبه مؤكدة للعائد وأيضا مخاطرة الدين التي قد تنشأ من عدم قدرة المدين على الوفاء تكون شبه معدومة في أدوات الاستثمار في السوق النقدية نظرا لكونها تكون — في العادة — صادرة من جهة حكومية، أو من مراكز مالية قوية لها قدرة كبيرة في الإيفاء بالديون .
- ث. أهم أدوات الاستثمار التي يتم تداولها في هذه السوق هي:أذونات الخزانة، شهادات الإيداع ،، وأهم مؤسسات هذه السوق هي البنوك المركزية، والبنوك التجارية<sup>2</sup>،، .

1- جمال جويدان الجمل ، الأسواق المالية والنقدية ، المرجع السابق ، ص، ص، 34، 35 .

2- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 36.

### ثالثاً - مقارنة بين سوق رأس المال وسوق النقد<sup>1</sup> :

تتفق سوق النقد وسوق رأس المال في أن كلا منهما يعد مجالاً للحصول على المال من خلال إصدار أدوات مالية مختلفة حيث يشتركان في تحقيق وظيفة السوق المالية في تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز إلا أنهما يختلفان في النقاط التالية :

- 1) آجال استحقاق الأدوات المالية: فيتم التعامل في سوق النقد بالأدوات المالية ذات الأجل القصير أي التي لا تزيد فترة استحقاقها عن سنة، أما في سوق رأس المال فيتعامل فيها بالأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل أي التي تستحق في فترات زمنية أطول من سنة .
- 2) المؤسسات المالية العاملة: ففي السوق النقد تتمثل أساساً في المصرف المركزي والمصارف التجارية بالإضافة إلى الوكلاء المتخصصين بالتعامل في بعض الأوراق المالية ذات الأجل القصير، أما في سوق رأس المال فأهمها مصارف الاستثمار والشركات المتخصصة في الوساطة بين المتعاملين إضافة إلى المؤسسات الاستثمارية مثل : صناديق الاستثمار صناديق التقاعد وشركات التأمين .
- 3) بالنسبة للأدوات المالية: ففي سوق النقد يتم تداول الشهادات المصرفية، أذونات الخزانة ،،، الخ ، بينما في سوق رأس المال يتم التداول الأدوات المالية ذات الاستحقاق طويل ومتوسط الأجل منها الأسهم والسندات،،، الخ .

<sup>1</sup> محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات ، مكتبة العبيكان ، ط(3) ، الرياض 1999م، ص- ص ، 47 - 48 .

وراجع كذلك، ناظم محمد نوري شمري ، طاهر فاضل البياتي، أحمد زكريا الصيام، أساسيات الاستثمار العيني والمالي ، دار وائل ، ط 1 ، الأردن 1999م، ص- ص // 202 - 203 .

## المطلب الثاني- تصنيف السوق المالية من حيث الإصدار والتداول:

يتعلق إصدار الأدوات المالية بعملية طرحها في السوق الأولية أما السوق الثانوية فيتم فيها تداول الأدوات المالية بين جمهور المتعاملين بيعا وشراء.

### أولا - السوق الأولية:

وهي السوق التي تشهد الإصدارات الأولية للأوراق المالية وهذه الإصدارات التي تتم بهدف الحصول على رأس مال الشركة الأساسي للشركات تحت التأسيس أو بهدف زيادة رأس المال لشركات قائمة بالفعل لذلك يعرف هذا السوق بسوق الإصدارات الجديدة<sup>1</sup>.

ولذلك فقد عرفت السوق الأولية بأنها<sup>2</sup>: " السوق التي تباع فيها الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية ".

وعرفت بأنها<sup>3</sup>: "السوق التي تخلقه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور -ولأول مرة- أوراقا مالية قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال أو لجهة حكومية " .

وللسوق الأولية جملة من الخصائص يمكن ذكرها فيما يلي<sup>4</sup>:

- 1) يتم في السوق الأولي توفير رأس المال اللازم لإنشاء شركات المساهمة وذلك عن طريق إصدار الأدوات المالية كألسهم والسندات.
- 2) يتم في السوق الأولية إبرام العقود مباشرة بين مصدري ومشتري الأوراق المالية والعلاقة الناشئة هي علاقة المقرض بالمقترض، أو شريك بشريك.

1 - محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، دار النفائس، ط1، عمان، 1999م، ص:38 .

2 - محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، مرجع سابق، ص 31 .

3 - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية سنة 1995، ص: 84 .

4 - راجع مبارك بن سليمان بن آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص- ص 68- 71 .



- اجتناباً لعجز المؤسسات المالية المتخصصة في تصريف الإصدار كله أو بيعه بسعر يقل عن سعر الشراء أو السعر المتفق عليه<sup>1</sup>، تعمل هذه المؤسسات (مصارف الاستثمار) على الاشتراك فيما بينها لتصريف الإصدارات خاصة الكبيرة منها<sup>2</sup> ويتحقق من جراء ذلك جملة من المزايا منها<sup>3</sup> :
    - ✓ توزيع الخسارة في حالة انخفاض سعر الأوراق المالية .
    - ✓ توزيع تكلفة شراء الأوراق المالية بين المشاركين .
    - ✓ بيع الأوراق المالية لعدد كبير ونوعيات مختلفة من المستثمرين في وقت قصير.
  - طريقة ما يعرف بـ: ( بذل أقصى جهد ممكن ) : بحيث يقتصر نشاط المؤسسات المالية على بيع هذه الأوراق المصدرة مقابل أجر متفق عليه مع إرجاع الأوراق التي لم يتم بيعها إلى الشركة المصدرة<sup>4</sup>.
  - طريقة ما يعرف بـ: ( الترتيبات الخاصة ) : وفيها ترتب المؤسسة المالية أمر بيع الإصدار الجديد من الأوراق المالية إلى مستثمرين معينين كشركات التأمين أو غيرها في مقابل أجر تتقاضاه المؤسسة المالية كتعويض عن إنتاجها<sup>5</sup>.
- 5) تتمثل أهم الدوافع لشراء الأوراق المالية الجديدة من السوق الأولية في الآتي<sup>6</sup> :
- أ. الحصول على دخل من تلك الأوراق المالية كأرباح الأسهم وفوائد السندات.
- ب. الحصول على ربح من فروق الأسعار وتسمى الأرباح الرأسمالية أي الزيادة في قيمة الأسهم السوقية عن قيمتها الاسمية.

1- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، دار النشر والتوزيع، د.ت، ص: 04 .

2- عبد الغفار حنفي، البورصات، المكتب العربي الحديث، د.ت، ص: 45 .

3- محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، مرجع سابق، ص: 532 .

4- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 87 .

5- محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، مرجع سابق، ص: 533 .

6- منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق، ص: 171 .

ت. الحصول على سيولة عند الحاجة إليها عن طريق بيعها والاستفادة مما قد تحققه من دخل.

### ثانياً - السوق الثانوية:

وهي السوق التي يجري التعامل فيها بالأوراق المالية التي سبق إصدارها وبعبارة أخرى فإن هذه السوق هي: " التي يتم فيها تداول الأوراق المالية لشركات قائمة بالفعل <sup>1</sup> " .

وأهم ميزة لهذه السوق كونها توفر للأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولي عنصر السيولة ولهذا قيل أن " السوق الأولي يستمد فاعليته من السوق الثانوي ويمارس التداول في هذه السوق مجموعة من الوسطاء <sup>2</sup> " .

ولهذا يمكن تعريف هذه السوق بما يلي <sup>3</sup>: " هي السوق التي يتم فيها إعادة بيع الأوراق المالية التي سبق إصدارها " .

وعرفت بأنها: <sup>4</sup> " السوق التي يتم فيها إعادة بيع الإصدارات الأولى من الأوراق المالية " .

كما تتميز السوق الثانوية، بجملة من الخصائص يمكن إبرازها فيما يلي <sup>5</sup>:

(1) في السوق الثانوية يستطيع المقرض الذي أقرض الشركة ( عن طريقة شراء السندات من السوق الأولية ) أن يبيع دينه أو جزء منه لآخر، وذلك ببيع هذه السندات أو جزء

- 
- 1- حسين بني هاني، الأسواق المالية - طبيعتها - تنظيمها - أدوات المشتقة، المرجع سابق، ص: 16 .
  - 2- سمير عبد الحميد رضوان ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص: 38 .
  - 3- أحمد أبو الفتوح ناقة ، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية ، مرجع سابق ، ص: 21 .
  - 4- هادي محمد رشوان ، مقدمة في الأسواق المالية ، مرجع سابق ، ص: 51 .
  - 5- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص - 75 - 77 .

منها، كما يستطيع الشريك الذي ساهم في الشركة (عن طريق شراء الأسهم من السوق الأولية) أن يبيع نصيبه في الشركة كله أو بعضه عن طريق بيع هذه الأسهم أو جزء منها، ولذلك تعتبر السوق الثانوية سوق للمتاجرة بالأوراق المالية والاستفادة من الفارق الحاصل في الأسعار.

(2) يتم تداول الأسهم في السوق الثانوية عن طريق القيد في سجلات الشركة إذا كانت اسمية أو عن طريق التسليم إذا كانت لحاملها، ويعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة<sup>1</sup> وكذلك الحال بالنسبة للسندات فقد تكون اسمية وقد تكون لحاملها ويتم تداولها وفق طرق تداول الأسهم<sup>2</sup>.

(3) التعامل في السوق الثانوية يتم بين المتعاملين من غير أن تكون الشركة المصدرة للورقة المالية طرفا في هذه المعاملات فالتعامل فيها لا يعدو أن يكون نقلا للملكية تلك الأوراق من مستثمر إلى آخر<sup>3</sup>، وعليه فلا تحصل الشركة المصدرة من جراء المعاملات في السوق الثانوية على أموال إضافية، غير أنها تستفيد من تداول أوراقها في هذه السوق من خلال الفوائد التالية<sup>4</sup>:

أ. الإعلان الدائم عن الشركة مما يكسبها شهرة يتوقع أن يكون لها أثر جيد على مبيعاتها.

ب. التعرف على المركز المالي للشركة من خلال الإطلاع على أسعار أوراقها كما أن التسجيل في حد ذاته يعطي انطبعا عن المركز المالي للشركة وهو ما يسهل عملية الحصول على القروض التي تحتاجها ويشجع المستثمرين على شراء إصداراتها الجديدة في حالة رغبتها في توسيع رأسمالها.

ت. تمكين ملاك الشركة من بيع أسهمهم فيها في أقل وقت وبأفضل سعر وهو ما يسمح بزيادة ثروة الملاك.

1- مصطفى كمال طه، القانون التجاري، دار الجامعة الجديدة، 1995، ص، ص: 299-303.

2- نفس المرجع السابق، ص: 315.

3- محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، مرجع سابق، ص: 33.

4- منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق، ص، ص: 496-498.

- 4) تأتي أهمية السوق الثانوية من كونها سوقا مستمرة يستطيع فيها حاملو الأوراق المالية بيعها في أي وقت شاءوا إما للحاجة إلى السيولة وإما رغبة في تحويلها إلى شركة أخرى تعد أكثر ربحية وإما لسبب آخر وهذه الوظيفة تشجع على شراء الأوراق المالية من السوق الأولية إذ لو علم كثير من الراغبين في الاستثمار عدم قدرتهم على بيعها لأحجموا عن المشاركة في المشروعات المختلفة من خلال السوق الأولية<sup>1</sup>.
- 5) التعامل في السوق الثانوية إما أن يجري في بورصة الأوراق المالية وإما أن يتم خارجها<sup>2</sup>.
- 6) هناك علاقة وطيدة تربط بين السوق الأولية والثانوية فلا وجود للسوق الثانوية بدون وجود سوق أولية كما أنه لا نجاح للسوق الأولية بدون وجود سوق ثانوية.

### المطلب الثالث - تصنيف السوق المالية من حيث انتظام مكان التداول:

يتم تداول الأوراق المالية الصادرة عن السوق الأولية إما على مستوى مكان معين، ووفق قواعد وأسس محددة، وهي ما تعرف بـ: " بسوق البورصة "، أو " السوق المنظمة"، وإما أن يتم في نطاق خارج السوق المنتظمة أو البورصة، وهي ما تعرف بـ: " السوق غير المنتظمة ".

#### أولاً - السوق المنظمة " البورصة ":

لفظ " بورصة " يعبر عن المكان الذي يلتقي فيه التجار والمتعاملون معهم ، بشكل منتظم ودوري، لإبرام الصفقات والعقود، والاتفاق الحاضر والآجل عليها، و يرجع أصل كلمة " بورصة " إلى القرن الخامس عشر، وبالضبط في مدينة " بروج " البلجيكية، أين كان التجار القادمين من " فلورا نسيا " يجتمعون أمام مبنى " فوندر بورص "، وبدون أن يصطحبوا

<sup>1</sup> محمد صالح جابر، الاستثمار بالأوراق المالية، شركة المطابع النموذجية، د-م، 1989م، ص: 32.

<sup>2</sup> أحمد سعيد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 8.

معهم بضائعهم وكانت تتم الارتباطات بينهم في شكل عقود وتعهدات وبهذا استبدلت البضائع الحاضرة بالالتزامات مستقبلية يكون أساسها الثقة المتبادلة بين الطرفين<sup>1</sup>.

وتتميز هذه السوق بوجود مكان معين يلتقي فيه المتعاملون ببيع وشراء الأوراق المالية<sup>2</sup> ويتم إدارتها بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق<sup>3</sup> ويقتصر التعامل فيها على الأوراق المالية المستوفية لشروط معينة تسمح بقيدها في قوائم السوق<sup>4</sup>.

وعليه يمكن تعريف البورصة بأنها<sup>5</sup>: "المكان الذي تنعقد فيه الاجتماعات من نوع معين لإبرام صفقات تجارية حول منتجات زراعية أو صناعية أو أوراق مالية".

كما تعرف بأنها<sup>6</sup>: "النادي الذي يجتمع فيه وفي ساعات محددة تجار مدينة وصيارفتها للتعامل".

وفي تعريف آخر<sup>7</sup>: "البورصة سوق منظمة تقام في أماكن معينة وفي أوقات محددة يغلب أن تكون يومية بين المتعاملين ببيعاً وشراءً بمختلف الأوراق المالية وبالمثلثات التي تتعين مقاديرها بالكيل أو الوزن أو العدد وذلك بموجب قوانين ونظم تحدد قواعد المعاملات والشروط الواجب توافرها في المتعاملين والسلعة موضع التعامل".

<sup>1</sup> - راجع محمود سحنون ، الاقتصاد النقدي ، مرجع سابق ، ص 133 وأَنْظُر مقبل جميعي ، الأسواق والبورصات ، مرجع سابق ، ص 116 .

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية و أسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص : 94 .

<sup>3</sup> - نفس المرجع السابق ، ص 94 .

<sup>4</sup> - نفس المرجع السابق ، ص ، ص : 94 ، 95 .

<sup>5</sup> - سليمان أحمد يوسف ، رأي التشريع الإسلامي في مسائل البورصة ، الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية ، الإتحاد الإسلامي للبنوك الإسلامية ، ط1 ، سنة 1982م ، مج 1 ، ج 5 ، ص : 391 .

<sup>6</sup> - وجدي محمد فريد ، دائرة معارف القرن العشرين ، دار المعرفة ، ط3 ، بيروت ، د ت ، مج 2 ، ص : 393 .

<sup>7</sup> - أحمد محي الدين أحمد ، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية ، بنك البركة الإسلامي للاستثمار ، ط1 ، البحرين : 1986م ، ص : 89 .

تمثل التعاريف السابقة مفاهيم للبورصة بشكل عام ومن زاوية اقتصادية محضة، أما مفهوم بورصة الأوراق المالية فيمكن تعريفها من خلال :

كونها: <sup>1</sup> " المكان الذي يتم فيه التداول بالأوراق المالية نقداً أو بالقسط على يد وسطاء رسميين، وتسمى أيضا بورصة القيم المنقولة " .

وكذلك تعرف <sup>2</sup> بـ : " سوق مستمرة يجتمع فيها المشترون والبائعون الذين يرغبون في التعامل بشراء وبيع السندات الحكومية وأسهم الشركات المقبولة بتسعيرة البورصة وتتم جميع الصفقات عن طريق السماسرة المعتمدين " .

وفي تعريف آخر <sup>3</sup> : " البورصة عبارة عن سوق منظمة لتداول الأوراق المالية وتحكم المتعاملين فيها تشريعات ولوائح معينة تقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ اللوائح والتشريعات " .

فمن مختلف التعاريف السابقة يتضح لنا أن لقيام البورصة بوظائفها لابد من توفر:

- 1) المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون ببيع وشراء.
  - 2) موضوع المبادل التي يمثل مجموع العمليات التي تنعقد فيه.
  - 3) اللوائح والقوانين التي تنظم قواعد التعامل وعقد الصفقات.
- كما يتضح لنا أن البورصة تقسم إلى عدة أنواع، و ذلك حسب <sup>4</sup>:

- 1) المنتجات المتداولة: بضائع، خدمات، أفكار،،، الخ .
- 2) المدى الجغرافي: بورصات محلية، دولية،، الخ .

<sup>1</sup> - هيكل فهمي عبد العزيز، موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية، دار النهضة العربية، ط/2، البحرين، 1986م، ص:89.

<sup>2</sup> - مكي علي سعيد، تمويل المشروعات في ظل الإسلام، دار الفكر العربي د- ت، د-م، ص: 108

<sup>3</sup> - نوفل حسن صبري، الاستثمار في الأوراق المالية مقدمة للتحليل الفني والأساسي، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد 100، د/م، 1996م، ص- ص : 81 - 82.

<sup>4</sup> - شعبان محمد إسلام البراوي ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي-دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، 2001م، ص- ص: 36-40.

(3) المدى الزمني : بورصات المنتجات الحاضرة، عقود آجلة.

(4) الاعتراف الحكومي: بورصات رسمية، بورصات غير رسمية<sup>1</sup>.

وكذلك تؤدي البورصة عددا من العمليات من خلال الخطوات التالية<sup>2</sup> :

(1) تداول الأوراق المالية عن طريق السماسرة المقيدين في البورصة أو معاونيهم ويتم التعامل داخل المقصورة المخصصة لكل سمسار والجهازه بمختلف أجهزة الاتصال لضمان سرعة التداول.

(2) تلقي الأوامر من العملاء شفويا أو هاتفيا أو كتابيا وتنفيذها من طرف السماسرة المعتمدين.

(3) تنفيذ العمليات داخل المقصورة عن طريق المناذاة للسماسرة أو مندوبيهم بصوت مرتفع مبينا اسم الأوراق المالية التي يراد بيعها أو شرائها ويتم قيد العملية في قسيمة خاصة تقدم إلى مراقب المقصورة لقيد بياناتها في سجل ناطق ويرسل إلى الموظف المختص بالكتابة على لوحة الأسعار في تلك اللحظة .

(4) تقييد الصفقة بين العميل والسمسار بإرسال خطاب إلى العميل يبين فيه الأوراق التي اشتراها أو باعها لحسابه مع إرسال فاتورة تفصيلية عن كل صفقة إلى العميل.

وبذلك تكون البورصة قد يسرت للعميل المستثمر سبل التخلص من الأوراق المالية بالبيع مع تسديد أمواله عكس الاستثمار في المجالات الأخرى.

(1) الحضري محسن أحمد ، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة ، إيتراك للنشر، د/م، 2000م، ص: 24 .

(2) محمود سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي، مرجع سابق ، ص: 135.

### ❖ تسعيرة البورصة (سعر البورصة) :

يقصد بها : " القيمة التي تبلغها الورقة المالية أثناء إحدى جلسات البورصة وتسجل بعدها في لوحة التسعيرة داخل جهاز البورصة ويعكس هذا السعر تلاقي كل من العرض والطلب على البيع أو شراء الأوراق المالية،" ويمكن اللجوء لمجموعة من الوسائل لتحديد سعر البورصة :

1. التسعير بالناداة<sup>1</sup> : حيث يجتمع الوسطاء في مقصورة البورصة وينادون بأعلى صوتهم بالعروض والطلبات التي يجوزتهم مع استعمال إشارات اليد .
2. التسعيرة بالأدراج<sup>2</sup> : وفيها توزع مختلف الأسهم على الوسطاء الذين لديهم خبرة وتخصص في بعض الأسهم وكل الأوامر المتعلقة بأي سهم تجمع في أدراج الاختصاصي الذي يحدد السعر .
3. التسعيرة بالاعتراض أو المقارنة<sup>3</sup> : 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 .

<sup>1</sup> - أحمد محي الدين أحمد، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية، مرجع سابق، ص: 123.  
<sup>2</sup> - باز فريدي، صادر مكرم، أبي صالح جورج، معجم المصطلحات المصرفية ومصطلحات البورصة و التأمين والتجارة الدولية، اتحاد المصارف العربية، ط 1، د.م/ 1985، ص: 74 .  
<sup>3</sup> - باز فريدي وآخرون، نفس المرجع السابق، ص: 74 .

4. التسعيرة بالصندوق<sup>1</sup>: تستخدم هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء كثيرة ومتعددة، فيعمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص ثم تقوم لجنة البورصة بتحديد الأسعار من خلال حساب معدل تلك العروض والطلبات.

5. التسعيرة بالنسبة المئوية<sup>2</sup>: حيث تظهر الأسعار على جدول التسعيرة بالنسبة المئوية من قيمة السهم الاسمية مخصوما منها قيمة الجزء المعروف من القسيمة منذ الاقتطاع الأخير.

6. التسعيرة بالمطابقة<sup>3</sup>: عندما يتلقى أحد الوسطاء أمرين متقابلين أحدهما بالبيع والآخر بالشراء وبالكمية نفسها فيشتري الوسيط من الأول إلى الثاني وهذه الطريقة محظورة في كثير من الأسواق إلا بعد أن يتأكد الوسيط بواسطة أحد السماسرة من أنه لا يوجد عرض أو طلب أكثر ملاءة.

أما فيما يخص أنواع الأسعار المعروضة في البورصة فتتمثل في<sup>4</sup>:

- أ. سعر الفتح: وهو أول سعر يحدد للورقة المعينة بعد افتتاح البورصة.
- ب. أعلى سعر للورقة المالية.
- ت. أدنى سعر للورقة المالية.
- ث. سعر الإقفال.

-1 باز فريدي وآخرون، المرجع السابق، ص: 74 .  
-2 نفس المرجع السابق .  
-3 أحمد محي الدين أحمد، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية، مرجع سابق، ص 125.  
-4 الخضيرى محسن أحمد، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، مرجع سابق، ص: 46

ويتم تداول الأوراق المالية في البورصة وفق نظامان رئيسيان<sup>1</sup>:

❖ نظام المزاد العلني: وهو نظام يعطي الأولوية لأقل عرض للبيع ولأعلى سعر ( طلب) للشراء ويتم التزايد في السعر وفق مدة محددة<sup>2</sup>، وهو نظام متبع في أغلب بورصات الأوراق المالية العالمية .

❖ نظام التفاوض والمساومة: ويقوم على المساومة والتفاوض بين المتعاملين على الأسعار فإذا تم الاتفاق على السعر والكمية المطلوبة والمحددة من قبل العميل يتم تنفيذ الصفقة وهو نظام معمول به في بورصة لندن للأوراق المالية<sup>3</sup>.

كما تتميز البورصة بميزة خاصة تتمثل في تعاملها بالمؤشر<sup>4</sup>، والمؤشر هو عبارة عن: "رقم حسابي قياسي يعكس تطور أسعار التعامل في سوق معينة، سواء بالزيادة، أو النقصان" وينظر إليه في أسواق الأوراق المالية باعتباره مقياساً لحركة أسعار جميع الأسهم المتداولة في الأسواق وبالتالي له أهمية كبيرة في إعطاء دلالات مهمة عما ستكون عليه سوق الأسهم في المستقبل القريب أو البعيد .

وهناك أنواع عديدة من المؤشرات تختلف عن بعضها البعض في طريقة حسابها وعدد الشركات التي تضمها إلا أن القاسم المشترك بينها جميعاً هو: "قيامها بجمع أسعار لأعداد كبيرة من الأسهم لاستخراج معدل عام يعبر عنه بالرقم القياسي"<sup>5</sup>.

1- شعبان محمد إسلام البراوي ، بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق، ص- ص : 72 | 73 .

2- رضوان سمير عبد الحميد، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 108.

3- نفس المرجع السابق ، ص: 108 .

4- أحمد محي الدين أحمد ، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الأسواق الاقتصادية الإسلامي ، مرجع سابق ، ص: 455 .

5- نفس المرجع السابق ، ص 445 .

وفي الأسواق العالمية هناك مؤشرات عديدة فمثلا في أمريكا هناك مؤشر: "داو جونز" وكذلك مؤشر "ستاندار بورس" ومؤشر بورصة الأسهم الأمريكية "أماكس" ومؤشرات أخرى كثيرة ومتعددة .

أما في اليابان هناك مؤشر "نيكاي" ومؤشر "تسييل"،،،،. وفي بريطانيا نذكر مؤشر "داكس" ،،،،. كما في ألمانيا مؤشر "ف.ت.أ."،،،، وغيره<sup>1</sup> .

وعلى العموم فإن البورصات العالمية عرفت تطورات هائلة في التعامل باستخدام الأساليب الحديثة والتقنيات الكمية: ( إحصاء، رياضيات، بحوث العمليات،،،،) والمقام لا يسمح بذكر مختلف الجوانب المرتبطة بالبورصات والغوص فيها أكثر، لذلك اقتصرنا الدراسة على ذكر بعض الجوانب الأساسية في عمل البورصات.

### ثانيا - السوق غير المنتظمة ( تداول خارج البورصة ):

تتميز هذه السوق بعدم وجود مكان محدد لإجراء التداول وإنما يتم الاتصال بين المتعاملين وعقد الصفقات من خلال شبكة كبيرة من أجهزة الاتصال القوية كالحطوط الهاتفية أو أطراف الحاسب الآلي،،،،، وغيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين المتعاملين<sup>2</sup> .

ويتم في هذه السوق تداول الأوراق المالية للشركات التي لم تستوف لشروط إدراجها في قوائم البورصة (السوق المنتظمة)<sup>3</sup> .

ويقوم بإدارة هذه السوق مجموعة من الوسطاء يتبادلون المعلومات عن الأوراق المالية غير المقيدة في جداول أسعار الأسواق المنتظمة ويتم تداول هذه الأوراق من خلال البنوك الاستثمارية والمصارف التجارية وبيوت السمسرة وعادة ما يطلق عليها بـ "الأسواق"

<sup>1</sup> شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية، المرجع سابق، ص: 243 .

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 106 .

<sup>3</sup> نفس المرجع السابق، ص 106 .

الأولى<sup>1</sup> " باعتبارها الجهة المختصة بإصدار الأوراق المالية وطرحها للبيع لأول مرة خارج مجال السوق المنظمة.

كما يمكن أن تتداول في السوق غير المنظمة أوراق مالية مسجلة في البورصة<sup>2</sup> وفي هذه الحالة يطلق على السوق مصطلح: "السوق الثالث" حيث تتكون من عدد من بيوت السمسرة من غير أعضاء البورصة والتي لها حق التعامل خارج البورصة في الأوراق المالية المسجلة فيها<sup>3</sup>.

وكذلك هناك سوقا أخرى غير منظمة، يطلق عليها: "السوق الرابع" وتعبر عن: "ذلك الجزء من السوق الذي يجري فيه التعامل مباشرة بين المتعاملين من المؤسسات الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون في أحجام كبيرة من الأوراق المالية من غير وساطة أحد من السماسرة أو تجار الأوراق المالية"<sup>4</sup>.

وفيما يلي نورد باختصار شرح لمعنى السوق الثالث والسوق الرابع كما يلي:

### 1. السوق الثالث:<sup>5</sup>

وهو سوق غير منتظم يجري التعامل فيه بأوراق مالية مقيدة في السوق المنظمة (البورصة) والسبب في قيام هذا النوع من الأسواق هي الصعوبات التي غالباً ما تقابل المؤسسات عند بيعها لكميات كبيرة من الأوراق المالية المقيدة في أسواق الأوراق المالية المنظمة وبسبب تلك الصعوبات قامت المؤسسات غير المشتركة في عضوية

1- حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا أرشيد، محفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية - مفاهيم وتطبيقات، مرجع سابق، ص: 3.

2- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 106.

3- منير إبراهيم هندي، نفس المرجع السابق، ص: 109.

4- نفس المرجع السابق، ص: 109.

5- حسين بني هاني، الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، مرجع سابق، ص: 17.

البورصات في الولايات المتحدة الأمريكية بإنشاء أسواق غير رسمية يجري التعامل من خلالها على بعض الأوراق المالية بموجب جداول أسعار السوق الرسمية وعلى الرغم من أن المعاملات في هذه السوق تتم في إطار السوق غير الرسمية فإن أسعار الأوراق المالية ترتبط بأسعار التعامل في السوق الرسمية وأهم المؤسسات التي تتعامل في هذا النوع من الأسواق هي المؤسسات الاستثمارية كبيرة الحجم مثل : صناديق المعاشات وحسابات الأموال المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية<sup>1</sup>.

## 2/ السوق الرابع<sup>2</sup> :

وهو سوق غير منظم أيضا يجري التعامل فيه بأوراق مالية غير مقيدة في السوق المنظمة ولا مجال للوسائط في هذا النوع من الأسواق، والسبب في قيام هذا النوع هو حاجة بعض المؤسسات إلى تنفيذ صفقات بأحجام كبيرة ( تبلغ 1000 سهم فأكثر ) وبأقل كلفة ممكنة .

وجمهور المتعاملين في هذا النوع من الأسواق هم المؤسسات الكبيرة الحجم إضافة إلى الأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم ويشتررون الأوراق المالية في طلبيات كبيرة وذلك كإستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة ويتم اللقاء بين الباعين والمشتريين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة يساعد في ذلك شبكة فورية من أجهزة الهاتف والحاسب الآلي توفر لحظة بلحظة أسعار كل ورقة متعامل عليها<sup>3</sup> مثل : "شبكة الاتصالات الإلكترونية للإتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية في أمريكا ( نزدك)".

هذا ولا يحتفظ الوسيط في هذا النوع من الأسواق بمخزون من الأوراق المالية المتعامل بها فإنه لا توجد أية مخاطر يمكن أن يتعرض لها كما لا يسأل عن نصائح بشأن الأوراق المالية التي ينبغي على المستثمر أن يوجه أمواله إليها .

<sup>1</sup>- منير إبراهيم هندي، سلسلة الأوراق المالية (02)، المؤسسة المصرفية، عمان، د-ت، ص:43

<sup>2</sup>- حسين بني هاني، الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، مرجع سابق، ص 17 .

<sup>3</sup>- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص- ص:119-118.

وبعبارة أخرى فإن الوسيط في هذا النوع من الأسواق لا يقوم بدور السمسار أو بدور بيوت السمسرة الأمر الذي يجعل أتعابه تقل كثيرا عن عمولة السمسار، بالإضافة إلى إبرام الصفقات بأسعار مرضية للطرفين وبتكلفة أقل بسبب انخفاض أتعاب إنهاء الصفقات.

والسوق الثالث والرابع كأسواق غير منظمة يجري التعامل فيها في أماكن غير محدودة وغير مركزية ويقوم بعمليات البيع والشراء فيها أفراد وتجار يعمل كل منهم في مقر عمله أو وسطاء غير أعضاء في أسواق الأوراق المالية المنظمة.<sup>1</sup>

ومن الجدير بالذكر أن وجود السوق الثالث والرابع في بعض الدول ليس دليلا على تقدمها في مجال الأسواق المالية، كما أن عدم وجودها في بلدان أخرى ليس دليلا على تأخرها ودليل ذلك أن بريطانيا التي تمتلك أكبر سوق منظمة للأوراق المالية في العالم - " بورصة لندن " - لا يوجد بها أسواق غير منظمة في حين توجد هذه الأسواق في دول أخرى آخذة في النمو مثل : تونس ، الكويت ،،،، وأعظمها شأنًا في وقتنا الحاضر هي تلك المتواجدة في الولايات المتحدة الأمريكية والتي تستأثر بحوالي 95 بالمائة من جملة العمليات التي تتم في أسواق التداول<sup>2</sup>.

### المطلب الرابع - تصنيف السوق المالية من حيث أجل العقود:

تعرف الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بصورة فورية بين البائعين والمشتريين بأنها أسواق فورية أو أسواق حاضرة أما الأسواق التي يتم فيها عقد صفقات البيع أو الشراء للأوراق المالية ويتم تنفيذها في ميعاد لاحق فتعرف بأنها أسواق مستقبلية أو أسواق آجلة.

1- منير إبراهيم هندي، سلسلة الأوراق المالية (02)، مرجع سابق، ص: 43.

2- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 52.

أولا - أسواق العقود الفورية ( الحاضرة ) :

يتم في هذه الأسواق عقد المعاملات العاجلة<sup>1</sup> في تداول الأوراق المالية، ويقصد بالمعاملات العاجلة: " تلك التي يتم فيها تسليم الأوراق المالية المبيعة وتسليم ثمنها بعد تنفيذ العقد مباشرة أو خلال مدة قصيرة. "

كما تعرف بأنها<sup>2</sup>: " عمليات بيع وشراء للأوراق المالية وبعد تمامها يسلم البائع فيها الأوراق المالية ويسلم المشتري ثمنها حالا أو خلال مدة وجيزة جدا لا تتعدى 48 ساعة في أغلب الأسواق المالية حيث يحتفظ المشتري بتلك الأوراق المالية ويستفيد من أرباحها، ويتحمل خسارتها أيضا "

وتتم هذه العمليات في قاعة تداول بورصة الأوراق المالية ولا يسمح للمتعاملين بدخولها ما عدا السماسرة وموظفي السوق وتقوم البورصة بإتمام صفقات البيع والشراء هذه بصفة الوكيل عن العاقدين وترسل الأوراق المالية التي تم التعامل عليها للطرفين للتوقيع عليها.<sup>3</sup>

وهذه العمليات تجرى على أصول مالية تمثل حقوقا لأصحاب المشروع على هذه الأصول وهي عمليات بيع وشراء حيث يحل مشتري هذه الأصول ( أسهم الشركات مثلا ) محل المالك الذي باع هذه الأصول.<sup>4</sup>

ويرجع لجوء المتعاملون إلى هذا النوع من الأسواق لإبرام مثل هذه العمليات لأحد الأسباب التالية:

- 1- مراد كاظم، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية، مرجع سابق، ص: 99 .
- 2- أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 424 .
- 3- شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 185 .
- 4- إبراهيم عبد الرحمان زكي، معالم الاقتصاد الإسلامي، دار الجامعات المصرية، الإسكندرية، د/ت، ص: 144 .

## 1. الاستثمار:

والاستثمار هو<sup>1</sup>: " اقتناء أصل معين بهدف تحقيق عائد في المستقبل ".  
وعرف أيضا بأنه<sup>2</sup>: " التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة معينة ولفترة معينة من الزمن قد تطول أو تقصر وربطها بأصل أو أكثر من الأصول التي يحتفظ بها لتلك الفترة الزمنية بقصد الحصول علي تدفقات مالية مستقبلية ."

والمراد هنا بالاستثمار هو الاستثمار المالي كأحد أغراض المتعاملين بالمعاملات العاجلة ويراد بذلك أن يكون الغرض من شراء الأوراق المالية هو تملك هذه الأوراق بقصد الاحتفاظ بها للحصول على عائد بشكل دوري في العادة على حملة تلك الأوراق.

## 2. المضاربة:

ولا يقصد بها<sup>3</sup> هنا تلك الآلية من آليات التمويل الإسلامي المعرفة سابقا وإنما يراد بها في المعنى اللغوي: " التفكير والتأمل كما تعني التحسن والحذر. " وهي ترجمة لكلمة: "spéculation".

وفي المعنى الاصطلاحي عرفت بأنها<sup>4</sup>: " بيع وشراء لا حاجة راهنة ولكن للاستفادة من فروق الأسعار الناتجة عن تنبؤ في تغيرات قيم الأوراق المالية ".

بمعنى أنه لا يقصد من شراء الأوراق المالية الاحتفاظ بها واستيفاء أرباحها عند توزيعها وإنما بغرض بيعها والحصول على الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع عندما تتحقق التوقعات

1- محروس حسن، ورمضان الشراح، الاستثمار، النظرية والتطبيق، ذات السلاسل ، ط2 ، الكويت، 1999 م، ص: 13 .

2- زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ، دار وائل ، ط1، د/م ، 1998م ، ص 13 .

3- منير البعلبكي ، المورد ، ص 885 ، نقلا عن مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان ، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ، مرجع سابق ، ص: 672 .

4- مراد كاظم، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية ، مرجع سابق، ص: 219.

والمضارب هو<sup>1</sup>: " شخص يقوم بمغامرة كبيرة نسيباً على أمل تحقيق مكاسب ويكون هدفه الأول زيادة رأس المال لا الدخل الذي تحققه حصص الأرباح " .

ومن تعريفات المضاربة أيضاً أنها<sup>2</sup>: " الشراء أو البيع في الحاضر بأمل الشراء أو البيع في المستقبل عندما تتغير الأسعار " .

وكذلك هي<sup>3</sup>: " شراء بقصد البيع بسعر أعلى أو بيع بغرض تعويض ما يبيع بسعر أقل " .

من خلال التعريف بالاستثمار والمضاربة يتجلى الفرق بينها فالاستثمار هو شراء الأسهم بقصد الاحتفاظ بها والاستفادة من الأرباح التي توزعها الشركة بينما تعني المضاربة شراء الأسهم بقصد بيعها وتحقيق الربح من خلال الفرق بين سعري الشراء والبيع.

### 3. الاحتياط:

ويراد بالاحتياط<sup>4</sup>: " حماية المستثمر نفسه من مخاطر انخفاض أسعار الأوراق المالية التي يملكها " .

1- حسن النحفي، عمر الأيوبي ، معجم المصطلحات التجارية والمصرفية ، أكاديبيا ، ط2 ، بيروت- لبنان 1997م، ص: 331 .

2- عبد العزيز فهمي هيكل، موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية، مرجع سابق، ص: 795.

3- جعفر الجزار، العمليات البنكية ، دار النفائس ، ط1 ، بيروت ، لبنان 1996 ، ص. 235 .

4- منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص: 155.

ويتم الاحتياط من خلال نوعين من أنواع التغطية<sup>1</sup> وهما: -التغطية الكاملة و-التغطية غير الكاملة.

أ. التغطية الكاملة : وفيها يقوم الشخص الذي يملك أسهما لغرض الاستثمار ببيع أسهم مماثلة على المكشوف بنفس السعر الذي اشتراه به بحيث لو انخفض سعر الأسهم التي يملكها ووقع بسبب ذلك في الخسارة كان ربحه في البيع على المكشوف مغطيا لتلك الخسارة<sup>2</sup>.

ب. التغطية غير الكاملة : وفيها يقوم الشخص الذي اشترى أسهما لغرض الاستثمار ببيع أسهما مماثلة على المكشوف<sup>\*</sup> بسعر يختلف عن السعر الذي اشتراه به يقل عنه أو يزيد عليه بحيث إذا انخفض سعر الأسهم التي يملكها ووقع بسبب ذلك في الخسارة كان ربحه في البيع على المكشوف مغطيا لجزء من تلك الخسارة.

#### 4. الموازنة (المراجعة) :

ويراد بها<sup>3</sup>: " اغتنام فرصة وجود فروق في الأسعار لورقة مالية ما في سوقين مختلفين وذلك بشراء الورقة من السوق ذات السعر المنخفض وبيعها في -نفس الوقت- على المكشوف في السوق الآخر الذي تباع فيه الورقة بسعر مرتفع " ومن المعروف أن زيادة الشراء من شأنه أن يرفع الأسعار وزيادة البيع أو العرض من شأنه أن يخفض الأسعار ومن هنا سميت العملية بالموازنة لأن من شأنها أن تميل بالأسعار إلى المساواة<sup>4</sup> ."

<sup>1</sup>- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص- 678-679 .

<sup>2</sup>- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص 155 .

<sup>3</sup>- نفس المرجع ، ص: 160

<sup>\*</sup> يعرف البيع على المكشوف بأنه: "بيع لأوراق مالية مقترضة على أمل أن ينخفض السعر ثم شراء الأوراق المباعة و إعادتها لمالكها" ، كما يسمى أيضا " البيع القصير " وكذلك يعرف أنه: " عملية مضاربة تستهدف تمكين التجار من الربح من خلال انخفاض أسعار الأسهم."

<sup>4</sup>- مقبل جمعي، الأسواق والبورصات ، مرجع سابق ، ص: 188.

ويلجأ المستثمرون إلى إبرام مثل هذه العقود في سوقين مختلفين وفي وقت واحد لأجل الاستفادة من فارق الأسعار بين السوقين وتنفيذ العملية عاجلا لتحقيق الربح .

### ثانيا - أسواق العمليات الآجلة والعقود المستقبلية :

على عكس الأسواق العاجلة فأسواق العمليات الآجلة والعقود المستقبلية يتم فيها عقد صفقات التداول مع تأجيل التسوية وهي تضم الصفقات المتعلقة أساسا بـ: العمليات الآجلة - العقود المستقبلية - عقود المبادلة، الخ .

#### 1. العمليات الآجلة :

تقوم هذه العمليات على<sup>1</sup>: " عقد الصفقات مع تأجيل دفع الثمن والمثلن إلى أجل معلوم يسمى بـ يوم التصفية أو يوم التسوية ويلزم العاقدان فيه على التسليم والتسلم وقد يتفقان على تأجيل خاص وشروطه وكيفية التعويض " .

وكذلك تعرف بأنها<sup>2</sup> : " نوع من أنواع المعاملات التي تجري في بورصات الأوراق المالية وهي عقود بيع يتفق فيها على نوع الأوراق المالية محل الصفقة وعددها وثمنها عند إبرام العقد على أن يتم تسليم الأوراق المباعة وتسليم الثمن في تاريخ لاحق يسمى يوم التصفية . "

كما تعرف بكونها<sup>3</sup>: " عمليات تعقد في الحال ولكن يتراخى تنفيذها لتاريخ تال وهو ما يعرف بيوم التصفية " .

<sup>1</sup>- عبد العزيز فهمي هيكل، موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية، مرجع سابق، ص: 345.

<sup>2</sup>- مراد كاظم، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية، مرجع سابق، ص 102.

<sup>3</sup>- عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، مكتبة الجلاء الجديدة، المنصورة، د/ت، ص. 75.

وكذلك، هي<sup>1</sup>: " العمليات التي يتفق فيها الطرفان على تأجيل التسليم ودفع الثمن إلى يوم معين يسمى يوم التصفية " .

والمراد بالتصفية في المعاملات الآجلة في اصطلاح المتعاملين في البورصة بـ<sup>2</sup>: " تنفيذ العقد بتسليم الأوراق المالية المباعة من قبل البائع وتسليم ثمنها من قبل المشتري أو إبرام عقد آخر على عكس العقد الأول بحيث يحل العقاد الجديد محل العقاد الأول في تنفيذه " .

وتتم عملية التصفية من خلال الصور الآتية<sup>3</sup>:

- التسليم والتسلم الفعلي للأوراق المالية والثمن من قبل البائع والمشتري.
- أن يبيع ما اشتراه أو يشتري ما باعه ويقبض الفرق بين السعرين قبل موعد التصفية وذلك بعد رضا الطرف الآخر.
- تأجيل التصفية إلى موعد التصفية اللاحق بدفع مبلغ يسمى - بدل التأجيل - حيث تحدد لجنة البورصة كل سنة مواعيد التصفية في تلك السنة وذلك بواقع مرتين في كل شهر في الغالب : مرة في وسطه ومرة في آخره<sup>4</sup> .

<sup>1</sup> - حسن لبيب، وعيسى عبده، وسامي وهبة، البورصات، ص: 27، نقلا عن مبارك بن سليمان ، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سابق ، ص: 787 .

<sup>2</sup> - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص: 788 .

<sup>3</sup> - أحمد محي الدين أحمد، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية، مرجع سابق، ص 128 .

<sup>4</sup> - مقبل جميعي ، الأسواق والبورصات ، مرجع سابق ، ص 307

وتتنوع العمليات الآجلة إلى الأنواع الآتية<sup>1</sup>:

أ. العمليات الآجلة الباتة : وتعرف هذه العمليات<sup>2</sup>: " بأنها التي تجري بين طرفين بائع ومشتري يتحدد فيها مقدار ونوعية الصفقة المتعامل بها وسعرها وذلك ليسلم كل من الصفقة وثمنها (سعر الصفقة يوم التعاقد ) في يوم محدد في المستقبل يسمى يوم التسوية وفي مكان محدد."

وتتميز هذه العمليات بما يلي<sup>3</sup>:

- يكون التعامل فيها نقدا ولكن تنفيذها يؤخر إلى أجل متفق عليه .
- تحدد فيها وفي يوم التعاقد النقاط التالية: - سعر الصفقة، - المقدار، - النوعية، - مكان، - وتاريخ التسليم.
- يلزم فيها كل من البائع والمشتري بتنفيذ الصفقة في الأجل المتفق عليه.
- عقود هذه العمليات غير منظمة حيث تعتمد على التفاوض بين الطرفين على مقدار الصفقة، وسعرها يوم التعاقد.

والغرض الأساسي من هذه العمليات هو الحصول على ربح يمثل الفرق بين سعري يوم التعاقد ويوم التسوية يأخذه البائع عند ارتفاع الأسعار والمشتري عند هبوطها، فهي عمليات تؤدي بلا شك إلى خسارة أحد الطرفين إلا إذا كان سعر الأوراق المالية معادلا لسعر البيع نفسه.

1- شعبان محمد إسلام البراوي ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، مرجع سابق ، ص 203 .

2- باز فريدي و آخرون ، معجم المصطلحات المصرفية ، مرجع سابق ، ص 176 .

3- شعبان محمد إسلام البراوي ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، مرجع سابق ، ص 204 .

ب. العمليات الآجلة الشرطية (الاختيارات): وتعرف على أنها<sup>1</sup>: " عقد يمثل حق للمشتري في بيع أو شراء شيء معين بسعر معين خلال فترة زمنية معينة، ويلزم بائعه ببيع ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد، يسمى بعلاوة الصفقة الشرطية " .

ويعود تاريخ نشأة عقود الخيارات إلى سنة 1630م بداية من السلع لتشمل الخيارات في الأوراق المالية في سوق لندن ابتداء من سنة 1720م.

كما ظهرت أول سوق منظمة للخيارات في مدينة " شيكاغو " بالولايات المتحدة الأمريكية سنة 1973م، حيث أنشأ مجلس شيكاغو سوق متخصصة للخيارات صممت فيها العقود بشكل نمطي مكن من تداولها والتعامل بها بوصفها أدوات مالية<sup>2</sup>. ولذلك عرف الاختيار في بورصة الأوراق المالية بأنه<sup>3</sup>: " عقد بين الطرفين يتعهد فيه الأول أن يعطي الثاني الحق -وليس الإلزام- لشراء أو بيع أوراق المالية معينة بسعر معين ولأجل معين ويدفع المشتري (صاحب الخيار) ثمناً مقابل تمتعه بذلك الحق ويقضيه البائع (قابض ثمن الخيار) مقابل تعهده والتزامه " .

كما توجد في البورصة جهة ثالثة تضمن وفاء الطرفين بتعهداتهم وهي غرفة المقاصة أو بيوت السمسرة حيث تتم هذه العمليات الآجلة الشرطية ( الخيارات ) دون حاجة إلى وجود علاقة مباشرة بين العاقدين.

-1 عبد العزيز فهمي هيكمل، موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية، مرجع سابق، ص: 631 .

-2 راجع: شعبان محمد إسلام البراوي، البورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص، ص، 223، 224 .

-3 باز فريدي، وآخرون، معجم المصطلحات المصرفية، مرجع سابق، ص: 175 .

وتنقسم عقود الاختيارات إلى أنواع الآتية<sup>1</sup> :

✓ عقد اختيار الطلب أو الشراء : هو عقد يعطي مشتريه الحق في شراء عدد معين من الأوراق المالية بسعر محدد خلال الفترة المتفق عليها وبالسعر المتفق عليه أيضا ويتجه إلى هذا النوع المستثمرين الذين يتوقعون ارتفاع الأسعار.<sup>2</sup>

✓ عقد اختيار البيع : هو عقد يعطي صاحبه حق بيع أوراق مالية معينة بسعر محدد وخلال فترة محددة ويلتزم مشتريه بشراء تلك الأوراق بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة مقابل استلام مبلغ محدد من البائع ويميل إلى هذا النوع المستثمرين الذين يتوقعون انخفاض الأسعار.<sup>3</sup>

✓ عقد الاختيار المزدوج : هو عقد يعطي لحامله (مشتريه) الحق في الجمع بين خيار البيع والشراء ، فإذا كان العقد يحتوي على اختيار واحد بالبيع واختيار واحد بالشراء وبسعر واحد فهو الاختيار المزدوج المساوي ، وأما إذا اختلف سعر خيار البيع عن خيار الشراء فهو الاختيار المزدوج المنفرد.

1- نوفل حسن صبري ، الاستثمار في الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص: 102 .

2- القرني ، نحو سوق مالية إسلامية ، دراسات إسلامية اقتصادية ، ص: 20 ، نقلا عن شعبان محمد إسلام

البراوي ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ، مرجع سابق ، ص: 226

3- نفس المرجع السابق.

## 2. العقود المستقبلية:

تنتمي العقود المستقبلية إلى ما يعرف بالمشتقات المالية وقد عرفت هذه المشتقات بأنها<sup>1</sup>: " عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع، الخ) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة".

كما تعرف العقود المستقبلية بأنها<sup>2</sup>: "عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين بسعر مسبق على أن يتم التسليم والتسلم في تاريخ لاحق في المستقبل".

وكذلك<sup>3</sup> هي: "اتفاق على شراء أو بيع كميات من أدوات مالية لتاريخ محدد في المستقبل وبسعر متفق عليه حالياً بين المتعاملين في السوق".

إذا فالعقود المستقبلية هي عبارة عن عقود يتم الاتفاق فيها على الشيء المباع وسعره وكميته عند إبرام العقد على أن يتم تسليم المباع ودفع الثمن في المستقبل لذا وصف العقد بأنه (مستقبلي)<sup>4</sup>.

حيث يتم إبرام هذه العقود في أسواق العقود المستقبلية عن طريق السماسرة ولا يحصل التقاء مباشر بين الباعين والمشتريين، كما يتم البيع والشراء بطريقة المزاد المفتوح<sup>5</sup> بحيث يلتقي السماسرة في غرفة التعامل المخصصة لتلك العقود ويتم الإعلان بالصوت أو الإشارة المتعارف عليها عن نوع الأمر الذي يحمله ويتم إبرام العقد بعد الاتفاق على السعر.

1- محمد مطر، إدارة الاستثمارات، مرجع سابق، ص 262

2- منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق المالية والمنشآت، مرجع سابق، ص: 631 .

3- منير إبراهيم هندي ، رسمية قرياقص ، الأسواق والمؤسسات المالية، مرجع سابق ، ص: 65 .

4- زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، مرجع سابق ، ص: 97 .

5- محمد مطر، إدارة الاستثمارات، مرجع سابق، ص: 273 .

وتتميز العقود المستقبلية بمجموعة من الخصائص منها<sup>1</sup> :

- أ. أن الالتزام بالتنفيذ يتم مستقبلا ولكن بشروط يتم الاتفاق عليها في الوقت الحاضر.
- ب. العقود المستقبلية متجانسة مما يسهل فهمها والتعامل بها .
- ت. لا تتم المتاجرة في هذه العقود بين البنوك بل تتم بالأسواق المالية التي حددت مواصفاتها وأوقات المتاجرة بها ومواعيد الاستلام والتسليم.

كما تختلف العقود المستقبلية عن أنواع العمليات الآجلة في بعض النقاط الفرعية ومنها<sup>2</sup> :

- أ. توجد هيئة ضامنة في العقود المستقبلية وهي بيت التسوية تضمن تنفيذ الصفقات بينما لا توجد مثل هذه الهيئة في المعاملات الآجلة.
- ب. يتم إجراء التسوية اليومية في العقود المستقبلية في حين لا يتم مثل ذلك في المعاملات الآجلة.
- ت. في المعاملات الآجلة يتم التعامل على الأوراق المالية فحسب<sup>(\*)</sup> أما في العقود المستقبلية فيتم التعامل خارج الأسواق المنظمة وفي مختلف الأصول الأخرى ( سلع، عملات، مؤشرات، أسهم،،، الخ).

### 3. عقود المبادلات:

وتطلق على أحد العقود المصنفة ضمن المشتقات المالية السابق تعريفها، ويتم التعامل بها في الأسواق غير المنتظمة لدى فهي لا تخضع لشروط نمطية محددة كما هو الحال في العقود المتداولة في الأسواق المنظمــــــــــــــــة.

<sup>1</sup>- حسين بني هاني ، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص، ص ، 180 ، 181

<sup>2</sup>- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سابق ، ص: 930 .

<sup>(\*)</sup> المعاملات الآجلة على البضائع تتم في بورصات خاصة تعرف ببورصات العقود.

ويعرف عقد المبادلات بأنه<sup>1</sup> : " اتفاق تعاقدي بين طرفين أو أكثر يتم بموجبه تبادل الدفعات أو المقبوضات المترتبة على كل منهم أو كليهما من جراء التزامات أو أصول يتم تحديدها لهذه الغاية وذلك خلال حياة المبادلة وبنفس عملة الالتزام أو الأصل ودون إجراء أي تبادل في طبيعة الالتزام أو الأصل " .

كما تعرف<sup>2</sup> : " أنها التزام تعاقدي يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق أو أصل آخر وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد " .

وتتنوع عقود المبادلات إلى عدة أنواع منها<sup>3</sup>:

أ. عقد مبادلة أسعار الفائدة: وهي العمليات التي يتم بموجبها الاتفاق بين الطرفين على مقايضة معدلات عائد متغيرة بمعدلات عائد ثابتة على مبلغ محدد بعملية معينة دون أن يقترن ذلك بالضرورة بتبادل هذا المبلغ<sup>4</sup>.

ب. عقد مبادلة العملات: شراء أو بيع عملة على أساس التسليم الآني بالسعر الآني وإعادة بيعها أو شراءها في نفس الوقت على أساس التسليم الآجل بسعر تسليم آجل

1- رياض أسعد، المبادلات "المقايضة"، ص:95، نقلا عن مبارك آل سليمان، مرجع سابق، ص:1090

2- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، مرجع السابق، ص 107 .

3- راجع مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص- ص: 1093 - 1130.

4- أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية، المشتقات، البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية، المجلد 35 ، العدد4، 1994م /1995م، ص: 106 .

يتم تحديده على أساس فروق أسعار الفائدة على القروض والودائع بين العمليتين.<sup>1</sup>

ت. عقد مبادلة معدل عوائد الأسهم: ويتم عن طريق الاتفاق بين الطرفين على المقايضة في تاريخ لاحق بمعدل العائد على سهم معين أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على سهم أو أصل مالي آخر.<sup>2</sup>

ث. عقد مبادلة السلع: وفيه يقوم أحد الطرفين بالشراء الآني من الطرف الآخر لكمية معينة من السلعة محل التعاقد بالسعر السائد ويتم تسديد الثمن فوراً وبيعها له في نفس الوقت ببيعاً آجلاً بسعر متفق عليه مسبقاً بحيث يتم السداد على فترات متفق عليها أيضاً.<sup>3</sup>

-1 محمد مطر، إدارة الاستثمارات، مرجع سابق، ص: 283.

-2 أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية، المشتقات، مرجع سابق، ص 103 .

-3 نفس المرجع ص 103 .

## المبحث الثالث - الأوراق المالية المتداولة في السوق

### المالية

إن الحديث عن الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية والتي تمثل أدوات مالية يتم إصدارها والتعامل بها في مختلف الأسواق يقودنا إلى تصنيفها وفق ما تمثله في طبيعتها كأدوات ملكية بالنسبة للأسهم وكذلك أدوات مديونية بالنسبة للسندات.

وسنحاول في هذا المبحث - إن شاء الله - بيان المفاهيم المختلفة المرتبطة بكل أداة على حدا من خلال تحليل ووصف مختلف الجوانب النظرية المرتبطة بها مع التعرّيج في الأخير على الصكوك الإسلامية التي تمثل أدوات حديثة وذات أهمية بالغة في سوق التداول المالي .

### المطلب الأول " الأسهم "

#### أولا - تعريف السهم:

1/ السهم في اللغة : " يطلق السهم في اللغة على معاني عدة منها الحظ والنصيب ويقال: "أسهم بينهم أي أقرع وسأهمه أي قاسمه وأخذ سهما أي نصيبا<sup>1</sup>"، وفي الآية<sup>2</sup>:

﴿ فَسَاهَمَ فَكَانَ مِنَ الْمُدْحَضِينَ ﴾ <sup>(١٤١)</sup> "بمعنى: قارع بالسهم فكان من المغلوبين.

2/ السهم في الاصطلاح : عرف السهم بتعاريف عدة ومتقاربة نذكر منها :

✓ " صك يمثل حصة في رأس مال شركة مساهمة أو إحدى شركات الأموال<sup>3</sup> . "

1. ابن منظور، لسان العرب، مرجع سابق، ج 2، ص، ص. 308. 309،، وكذلك انظر: الزبيدي،

تاج العروس من جواهر القاموس، مرجع سابق، ج 8، ص: 352 .

2. الآية 141 من سورة الصافات .

3. محمد سويلم، إدارة البنوك، وصناديق الاستثمار، وبورصات الأوراق المالية، دار الهاني للطباعة، ص :

✓ " صك أو مستند يعطى إلى مالك جزء من رأس مال شركة ما يثبت حقوقه كشريك <sup>1</sup> ."

✓ " السهم هو الحصة التي يقدمها الشريك عند المساهمة في مشروع شركة من شركات الأموال ويمثل جزء من رأسمال الشركة ويتمثل في صك يعطى للمساهم يثبت به حقوقه في الشركة وهذه الحصة تجوز أن تكون نقدية أو عينية أو مختلطة. <sup>2</sup> "

✓ " السهم جزء من رأسمال شركة المساهمة الذي يقسم عند تأسيسه إلى أجزاء متساوية يمثل كل منها سهم ويمثل هذا السهم بصك يثبت ملكية المساهم له ويسمى هذا الصك أيضا سهما. <sup>3</sup> "

إذا فالسهم يمثل حق المساهم في شركة الأموال وهو عبارة عن الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقا لقواعد القانون التجاري.

### ثانيا - قيم السهم :

يمكن التمييز بين عدة قيم للسهم نوردتها فيما يلي: <sup>4</sup>

1. القيمة الاسمية: وهي القيمة التي تحدد للسهم عند تأسيس الشركة وتدون في شهادة السهم الصادرة لمالكه ومن مجموع القيم الاسمية لجميع الأسهم يتكون رأس مال الشركة. <sup>5</sup>

1. إيف برنار ، جان كلود كولي ، قاموس التعابير الاقتصادية والمالية ، ترجمة كمال الخولي وآخرون ، ط 1 د م ، سنة 1990م ، ص: 312 .
2. شعبان محمد إسلام البراوي ، بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص: 88.
3. مبارك آل سليمان ، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ، مرجع سابق ، ص: 11
4. نوفل حسن صبري ، الاستثمار في الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص: 10 ، 11
5. منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص: 7 .

2. قيمة الإصدار: هي القيمة التي يصدر بها السهم سواء عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس المال وتكون مساوية للقيمة الاسمية في الغالب وقد تكون أكثر منها ولا تجيز أغلب الأنظمة أن تكون أقل.<sup>1</sup>
3. القيمة الدفترية: هي قيمة السهم كما تظهر في دفاتر الشركة ويتم استخراجها بقسمة أصول الشركة بعد خصم التزاماتها على عدد الأسهم الصادرة وكذلك يمكن استخراجها بقسمة حقوق الملكية ( حقوق المساهمين ) على عدد الأسهم الصادرة.<sup>2</sup>
4. القيمة الحقيقية: وهي نصيب السهم في ممتلكات الشركة بعد إعادة تقويمها وفقا للأسعار الجارية وذلك بعد خصم ديونها،<sup>3</sup> كما تعبر عن المقدار الذي يستحقه السهم في جميع أموال الشركة .
5. القيمة السوقية: وهي القيمة التي يباع بها السهم في السوق وتتغير بحسب حالة العرض والطلب التي تتأثر بعوامل متعددة ترتبط بوضع الشركة الخاص أو بالوضع الاقتصادي العام لهذا قد تكون القيمة السوقية مساوية للقيمة الاسمية أو القيمة الدفترية أو أقل منهما أو أكثر.<sup>4</sup>
6. قيمة التصفية: وهي قيمة السهم من قيمة موجودات الشركة عند تصفيتها و بعد سداد مختلف الحقوق المرتبطة بها.<sup>5</sup>

---

-1 ناظم محمد الشمري ، طاهر فاضل البياتي، أحمد زكريا صيام، أساسيات الاستثمار المالي والعيني ، مرجع سابق، ص: 211 .

-2 نفس المرجع السابق، ص: 211.

-3 نفس المرجع السابق، ص: 212.

-4 منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 7

-5 ناظم محمد الشمري ، طاهر فاضل البياتي، أحمد زكريا صيام، أساسيات الاستثمار المالي والعيني ، مرجع سابق، ص: 213 .

ثالثا - خصائص الأسهم وحقوق مالكيها :

1. خصائص الأسهم : تتميز الأسهم بالخصائص الآتية<sup>1</sup> :

- أ. الأسهم أنصبة متساوية القيمة حيث يقسم رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة ونتيجة لهذه القيم المتساوية تتساوى حقوق والتزامات المساهمين في الشركات.
- ب. الأسهم غير قابلة للتجزئة فإن اشترك في السهم أكثر من مساهم جاز مع إمكانية تمثيل الشركاء بمساهم واحد وبالنيابة أمام الشركة.
- ت. الأسهم قابلة للتداول بالطرق التجارية كالبيع والهبة والوصية والإرث ،،، الخ .
- ث. مسئولية الشركاء المساهمون اتجاه التزامات الشركة محدودة بقيمة الأسهم التي يمتلكونها.

2. الحقوق الأساسية لمالكي الأسهم : يمنح السهم لمالكة حقوقا أساسية نجملها فيما يلي:<sup>2</sup>

- أ. حق البقاء في الشركة فلا يجوز فصله ولا نزع ملكيته لأسهمه دون ارتكابه ما يستوجب ذلك قانونا لأنه حق معلق على إرادته وحده.
- ب. حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة بالحضور الفعلي أو البريد أو بالتوكيل.
- ت. حق الحصول على نصيبه من أرباح الشركة وكذلك موجوداتها عند التصفية .
- ث. حق مراقبة أعمال الشركة كمراجعة ميزانيتها وحساب أرباحها ونحو ذلك.
- ج. حق رفع دعوى المسؤولية على أعضاء مجلس إدارة الشركة في حالة التقصير في أداء وظائفهم .
- ح. حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة إذا ما قررت الشركة إصدارها.
- خ. حق التنازل عن أسهمه وذلك بالتصرف فيها بالبيع أو الهبة أو غير ذلك.

<sup>1</sup> - شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص- ص:88-89.

<sup>2</sup> - عبد العزيز الخياط، الشركات في ضوء الإسلام، الإدارة المالية في الإسلام، مؤسسة آل البيت، الجمع المالكي لبحوث الحضارة ، عمان 1989، ص 182 .

### رابعاً - أنواع الأسهم :

تقسم الأسهم حسب عدة معايير وسيتم تفصيلها فيما يلي:

#### 1. من ناحية الشكل القانوني :

أ. أسهم اسمية<sup>1</sup> : وهي الأسهم التي يسجل عليها اسم حاملها وتثبت ملكيته لها وتتداول بطريقة التسجيل .

ب. أسهم لحاملها<sup>2</sup> : هي الأسهم التي يكتب عليها عبارة "لحاملها" - فقط دون تسجيل الاسم ويعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة وتتداول بطريقة الحيازة الفعلية.

ج. أسهم للأمر<sup>3</sup> : وهي الأسهم التي يكتب عليها عبارة "لالأمر" وتتداول بطريقة التظهير وهو نوع نادر الإصدار.

#### 2. من ناحية الحصة المدفوعة :

أ. أسهم نقدية<sup>3</sup> : وهي الأسهم التي يكتب فيها المساهم بشرط أن يدفع قيمتها نقدا .

ب. أسهم عينية<sup>4</sup> : وهي الأسهم التي يكتب فيها المساهم بدفع قيمتها عينا عقارا أو منقولا .

ت. الأسهم مختلطة<sup>5</sup> : هي الأسهم التي تكتب فيها المساهم ويدفع قيمتها نقدا و عينا .

#### 3. من ناحية التصويت :

-1 باز فريدي وآخرون ، معجم المصطلحات المصرفية ، مرجع سابق ، ص: 139.

-2 عبد العزيز الخياط، الشركات في ضوء الإسلام، مرجع سابق، ص: 181.

-3 نفس المرجع السابق، ص: 181 .

-3 نفس المرجع السابق، ص: 181.

-4 سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 286.

-5 عبد العزيز الخياط، الشركات في ضوء الإسلام، مرجع سابق، ص: 181.

أ. الأسهم المصوتة<sup>1</sup>: وتجمع بين حقوق الملكية وحق الإدارة والتصويت والانتخاب.

ب. الأسهم غير المصوتة<sup>2</sup>: وتمثل حقوق المشاركة في أرباح المشروع دون أن يكون للمالكها حق الإدارة أو التصويت، أو الانتخاب أو الترشح لعضوية مجلس إدارة الشركة.

#### 4. من ناحية استهلاك وبقاء القيمة:"

أ. أسهم رأس المال<sup>3</sup>: وهي الأسهم التي يقدمها المساهم للشركة ولا تعود إليه إلا عند التصفية النهائية للشركة أي لا تستهلك قيمتها.

ب. أسهم التمتع ( الاستهلاك )<sup>4</sup>: وهي الأسهم التي استهلكت قيمتها بأن ردت قيمتها الاسمية إلى المساهم تدريجياً، أو دفعه واحدة أثناء حياة الشركة، وهو ما يعرف بـ "إطفاء الأسهم"

وفيما يخص حالات استهلاك السهم - لأنه في الأصل عدم جواز إخراج الشريك باستهلاك أسهمه - يمكن ذكر بعض حالات التي تضطر فيها الشركة إلى إخراج أسهم التمتع وهي<sup>5</sup>:

- إذا كانت موجودات الشركة مما يستهلك بالاستعمال بعد مدة من الزمن كالاستثمار في سفن بحرية، أو سيارات النقل.
- إذا كان مشروع الشركة يقوم على حقوق مؤقتة كالحصول على امتياز من الدولة تؤول ممتلكات الشركة إلى الدولة بانتهاء المدة المتفق عليها كشركات الكهرباء

1- حمود سامي، الوسائل الاستثمارية للبنوك الإسلامية في حاضرها والإمكانات المحتملة لتطويرها والمقارنة بينها وبين البنوك التقليدية، اتحاد المصارف العربية، د-م، 1989م، ص: 168.

2- نفس المرجع السابق، ص: 168.

3- القره داغي، الأسواق المالية في ميزان الفقه، مجمع الفقه الإسلامي، الدورة 07، 121/1، نقلا عن شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص: 97.

4- نفس المرجع السابق، ص: 97.

5- البقمي، شركات المساهمة في النظام السعودي، نقلا عن شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص 97.

واستغلال مورد من موارد الثروة الطبيعية والتي تنتهي بعد فترة من الزمن كاستخراج المعادن وغيرها .

● إذا كان نشاط الشركة يتعلق باستغلال مورد من موارد الثروة الطبيعية والتي تنتهي بعد فترة من الزمن كاستخراج المعادن ونشاط المناجم ،، الخ.

#### 5. من ناحية المنح وعدمه:<sup>1</sup>

أ. أسهم غير مجانية: وهي الأسهم التي يدفع صاحبها قيمتها.  
ب. أسهم منح (مجانية): وهي الأسهم التي تمنحها الشركة للمساهمين مجاناً وذلك في حالة زيادة رأسمال الشركة في شكل ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأسمال الأصلي ويتم توزيعها حسب قدر الأسهم.

#### 6. من ناحية الحقوق الممنوحة لحماتها:<sup>2</sup>

أ. أسهم عادية<sup>3</sup>: وهي التي تتساوى في قيمتها وتعطي المساهمين حقوقاً متساوية ويحصل حاملها على قدر من الربح يتناسب مع ما دفعه إلى الشركة دون أي زيادة أو خدمة أخرى، ويتحمل الخسارة بقدر أسهمه وكما سبق الذكر فيما يخص حقوق حملتها نذكر:<sup>4</sup>

✓ حق الحضور إلى الجمعية العامة للشركة والتصويت على قراراتها

<sup>1</sup> - القره داغي، الأسواق المالية في ميزان الفقه، مجمع الفقه الإسلامي، الدورة 1، 125/07، نقلاً عن

شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص 96 .

<sup>2</sup> - طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، كليوباترا للطباعة، د/ م، 1998، ص:

21 .

<sup>3</sup> - نوفل حسن صبري، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 11، وأنظر

« JOHER . M. DALTON ، How the stock; Market works; p 10; and Stephen;. Essentials of corporate Finance; p. 167.

<sup>4</sup> - طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص: 22

- ✓ حق الترشيح للعضوية في مجلس الإدارة إذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب من الأسهم.
- ✓ حق الحصول على نصيب من الأرباح السنوية للشركة في حال تحقيقها وتوزيعها .
- ✓ حق الحصول على حصة من صافي أصول الشركة عند تصفيتها .
- ✓ حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة لزيادة رأسمالها.
- ✓ حق نقل ملكية السهم إلى شخص آخر بطريقة البيع في السوق المالي أو بطرق أخرى<sup>1</sup>.
- ✓ حق انتخاب أعضاء مجلس إدارة الشركة .
- ✓ حق الإطلاع على دفاتر وأوراق الشركة .

كما ظهرت في السنوات الأخيرة أنواعا جديدة من الأسهم العادية، منها :

- ❖ الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية : وهي أسهم ترتبط فيها التوزيعات التي يحصل عليها حاملها بالأرباح التي يحققها قسم إنتاجي معين بالشركة وقد أستحدث هذا النوع من الأسهم من طرف شركة: "جنرال موتورز" في الثمانينات بالولايات المتحدة الأمريكية.
- ❖ الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة : بخلاف ما هو متعارف عليه حول أن توزيعات المساهمين لا تعتبر من بين المصاريف التي تخصم قبل الضريبة صدر في الثمانينات تشريع ضريبي للمنشآت التي تباع حصصا من أسهمها العادية للعاملين بها وتخصم التوزيعات من الإيرادات قبل احتساب الضرائب .
- ❖ الأسهم العادية المضمونة : وهي تلك الأسهم التي تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم ويشترط لذلك حد معين وخلال فترة محددة عقب إصدار الأسهم .

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص 8 .

وللتمويل بالأسهم العادية مزايا معتبرة نذكر منها:

- ✓ التمويل بالإصدار أسهم عادية يخلو من أعباء الفوائد المرتبطة بالتمويل بالاقتراض.
- ✓ تمثل مصدرا تمويليا دائما وليس لها تاريخ استحقاق محدد كما لا يحق لحاملها استرجاع قيمتها وعدم الإلزامية في توزيع الأرباح على أصحابها.
- كما يتضمن هذا النوع من التمويل على جملة من العيوب منها:
- ✓ ارتفاع تكلفة الأسهم العادية التي تحملها المنشأة لأن العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم يكون مرتفعا نظرا لكبر حجم المخاطر التي يتعرضون لها.
- ✓ العائد المدفوع للمساهم لا يتوفر على أي وفر ضريبي لكونه لا يعتبر من التكاليف عكس فوائد القروض.
- ✓ إضعاف الرقابة على الشركة نتيجة تشتت أكبر للأصوات في الجمعية العامة.
- ✓ قد يترتب الاقتراض استخدام أموال الغير بمعدل فائدة ثابت بينما إصدار الأسهم العادية يؤدي إلى المشاركة المتساوية لحملة الأسهم في الأرباح المتوقعة .

#### ب. الأسهم المؤجلة:<sup>1</sup>

وهي الأسهم التي تعطى عادة للمؤسسين ولن يقومون بترويج الأسهم الجديدة للشركة عند إنشائها وتسمى "أسهم مؤجلة" لأنها لا تستحق نصيبا من الأرباح الموزعة قبل سداد حاملي بقية الأسهم لنسبة معينة من رأس المال.

#### ت. الأسهم الممتازة ( المفضلة ):

وهي الأسهم التي يكون لحاملها الأولوية في الحصول على الأرباح وفي الحصول على نصيبهم من ممتلكات الشركة عند التصفية قبل حملة الأسهم العادية وهي تشبه الأسهم العادية في كون كلاهما يعبر عن حصة شائعة من رأسمال الشركة لذا فهي تعتبر من الصكوك المثلثة لحق الملكية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - علي معبد الجارحي، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام، المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية: الإدارة المالية في الإسلام، مؤسسة آل البيت، عمان، 1989م، ص: 113 .

ويرجع إصدار الأسهم الممتازة من قبل الشركات إلى أحد السببين<sup>1</sup>:

الأول: عدم إقبال الجمهور على الاكتتاب في الأسهم الجديدة الصادرة.

الثاني: الاحتفاظ بالمساهمين القدامى وذلك بإعطائهم امتيازات على ما بذلوه من جهود في سبيل إنجاح الشركة.

وتتميز الأسهم الممتازة بمجموعة من الخصائص منها<sup>2</sup>:

✓ حق ثابت في الأرباح الموزعة وغالبا ما تحدد هذه الأرباح بنسبة مئوية من القيمة الاسمية

لتلك الأسهم مع الأولوية في الحصول عليها قبل حملة الأسهم العادية.

✓ الأولوية في الحصول على نصيب صافي أصول الشركة عند تصفيتها بما يعادل قيمة

هذه الأسهم قبل حملة الأسهم العادية.

✓ يمثل السهم الممتاز جزء من ملكية الشركة بما يعادل قيمته الاسمية فقط<sup>3</sup> وليس له

نصيب في الاحتياطات أو الأرباح المحتجزة<sup>4</sup>.

✓ ليس لها تاريخ استحقاق محدد وللشركة الحق في استدعائها أي ردها إلى أصحابها

بقيمة تتجاوز قيمتها الاسمية خلال فترة محددة من تاريخ إصدارها إذا نص على

ذلك في عقد الإصدار.<sup>5</sup>

1- منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص 26 .

2- شعبان محمد إسلام البراوي ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص 93 .

3- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق ، ص 22 .

4- حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا أرشيد، محفوظ أحمد جودة: الأسواق المالية ، مفاهيم وتطبيقات، مرجع

سابق ، ص: 51 .

5- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص، ص: 26، 27 .

✓ ليس لحملة هذا النوع من الأسهم الحق في الترشيح أو المشاركة في إدارة الشركة<sup>1</sup> وليس لهم الحق في التصويت على قرارات الجمعية العامة للشركة مع إمكانية استثناء ذلك بنص في عقد الإصدار<sup>2</sup>.

وكذلك تتنوع الأسهم الممتازة وفقا لنوع التفضيل الذي يخص به السهم إلى عدة أنواع منها<sup>3</sup>:

❖ أسهم ممتازة مجمعة للأرباح: وهي الأسهم التي يحق لحملة الحاصل على الأرباح المقررة لها عند السنوات التي يتم فيها توزيع تلك الأرباح وذلك أنه إذا لم تحقق الشركة أرباحا في إحدى السنوات أو إذا ما تقرر عدم توزيع هذه الأرباح في حالة تحقيقها فإنه يسقط حق حملة الأسهم من تلك الأرباح المحققة باستثناء حملة الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح فإن الشركة تدفع لهم الأرباح المحققة في جميع السنوات التي لم يجر فيها التوزيع قبل توزيعها على حملة الأسهم العادية<sup>4</sup>.

❖ أسهم ممتازة غير مجمعة للأرباح: وهي الأسهم الممتازة التي تضمن لحملة في نصيبهم من الأرباح فقط في السنوات التي تحقق فيها الشركة أرباحا وتقرر الإدارة توزيعها ويسقط هذا الحق في حالة عدم توزيعها.

-5 نفس المرجع السابق ، ص، ص : 26، 27 .

-1 ناظم محمد نوري الشمري، طاهر البياتي، أحمد صيام ، أساسيات الاستثمار المالي، مرجع سابق ، ص: 210 .

-2 منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق، ص: 28 .

-3 مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص، ص 124، 125 .

-4 طارق عبد العال حماد ، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص، ص 22-23.

- ❖ أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح: وهي تلك الأسهم التي يحق لحملتها مشاركة حملة الأسهم العادية في الأرباح المتبقية بعد حصولهم على النسبة المقررة لهم وهذا النوع من الأسهم يعطي الحق في المشاركة في الأرباح علاوة على حق الأولوية في الأرباح.
- ❖ أسهم ممتازة غير مشاركة في الأرباح: وهي تلك الأسهم التي لا يحق لحملتها مشاركة حملة الأسهم العادية في الأرباح المتبقية بعد حصولهم على النسبة المحددة.
- ❖ أسهم ممتازة قابلة للاستدعاء: وفي هذا النوع تشترط الشركة المصدرة حق استدعاء الأسهم أي إعادة شرائها بسعر محدد بعد مرور فترات زمنية محددة من تاريخ الإصدار.
- ❖ أسهم ممتازة غير قابلة للاستدعاء: وهي التي لا تشترط فيها إعادة بيعها للشركة المصدرة للتمويل.

وللتمويل بإصدار أسهم ممتازة مجموعة من المزايا والعيوب يمكن ذكرها فيما يلي:

- بالنسبة للمزايا: وتمثل في النقاط الآتية:
  - ✓ تمثل الأسهم الممتازة مصدر تمويل دائم للمؤسسة.
  - ✓ الشركة غير ملزمة قانونياً بتوزيع الأرباح لحملة هذه الأسهم حيث أنها محددة بنسبة تعتمد على النتيجة المحققة.
  - ✓ يجب هذا النوع التمويلي شرط المساهمة المتساوية في المكاسب لأن عائد الأسهم الممتازة محدودة وثابت ويجب مشاركة حملة الأسهم العادية في الرقابة على الشركة.
  - ✓ لا يتطلب هذا المصدر التمويلي ضمانات ورهانات كما هو الحال في التمويل بالاقتراض.
- بالنسبة للعيوب: يمكن ذكر:
  - ✓ التوزيعات الخاصة بالأسهم الممتازة لا توفر أي إعفاء ضريبي كما هو الحال بالنسبة للتمويل بالقروض.
  - ✓ يتحمل حملة الأسهم الممتازة مخاطر أكبر إلا أن عائدهم محدد.
  - ✓ تذبذب أسعار الأسهم الممتازة أكبر منه من أسعار الأسهم العادية.

## المطلب الثاني - السندات :

### أولاً - تعريفها:

1 / لغة: السند في اللغة بمعنى<sup>1</sup>: " الاعتماد والركون إليه وما ارتفع من الأرض وجمعه إسناد ولكن وبعد أن ارتبط مفهوم السند بنوع معين من الأوراق المالية جاز جمعه على السندات ."

2 / اصطلاحاً: هناك تعاريف عدة للسند ويمكن أن نذكر منها ما يلي:

- ✓ " ورقة مالية تصدرها المنشآت التجارية والحكومة كوسيلة لإقراض الأموال طويلة الأجل.<sup>2</sup>"
- ✓ " وعد مكتوب لدفع مبلغ من النقود لحامله بتاريخ معين مع دفع نسبة من الفائدة على قيمته الاسمية<sup>3</sup> ."
- ✓ "السندات عبارة عن قروض طويلة الأجل تتعهد الشركة المقترضة بموجبها أن تسدد قيمتها في تواريخ محددة<sup>4</sup> ."

-1 ابن منظور، لسان العرب، مرجع سابق، ج/3، ص، ص: 220، 221، وأنظر الزبيدي، تاج العروس من جواهر القاموس، مرجع سابق، ج 2، ص، ص: 381، 382.

-2 كريستوفر باس، برايان لوز، لزي دافيز، معجم الاقتصاد، ترجمة عمر الأيوبي، أكاديمية، بيروت، لبنان 1995م، ص: 47.

-3 حسن النجفي، عمر الأيوبي، معجم المصطلحات التجارية والمصرفية، مرجع سابق، ص: 75.

-4 راشد البراوي، الموسوعة الاقتصادية، مرجع سابق، ص: 314.

- ✓ " السند عبارة عن صك قابل للتداول ويثبت حق حامله فيما قدمه من مال على سبيل القرض للشركة وحقه في الحصول على الفوائد المستحقة واقتضاء دينه في الوقت المحدد لانتهاؤ مدة القرض <sup>1</sup> ".
- ✓ "تمثل السندات التزاما بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليها <sup>2</sup> ".
- ✓ وفي تعريف آخر يعتبر أكثر دقة، تعرف السندات على أنها <sup>3</sup> : " صكوك متساوية القيمة تمثل ديونا في ذمة الشركة التي أصدرتها وتثبت حق حاملها فيما قدمه من مال أو اقتضاء الدين المثبت على الصكوك في مواعيد استحقاقها وتكون هذه الصكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية " .

#### ثانياً - خصائص السندات :

تتميز السندات بعدة خصائص يمكن ذكرها فيما يلي: <sup>4</sup>

- 1) تمثل السندات ديونا في ذمة الجهة المصدرة لها ( الحكومة، شركة، مؤسسة ) وحاملها يكون دائما لتلك الجهة .
- 2) السندات قابلة للتداول كالأسهم بطريقة القيد أو التسليم .
- 3) السندات عبارة عن صكوك متساوية القيمة تصدر بقيمة اسمية ولا تقبل التجزئة أمام الجهة المصدرة لها ولحاملها حق استيفاء قيمتها الاسمية قبل أصحاب الأسهم.
- 4) للسندات أجل لاستيفاء قيمتها وهذا الأجل قد يكون متوسطا أو طويلا.

<sup>-1</sup> JOHN ; AND JORDAN , dictionary of finance , and investment

terus ;p ;42

. KEMMETH and ALAN ; guide to understating money and

Investing ; p 82.

تقلا عن: شعبان محمد إسلام البراوي ، بورصة الأسواق المالية من منظور إسلامي ، مرجع سابق ، ص: 128

<sup>-2</sup> مقال منشور على الرابط:

[http:// www.saaaid.net /booth /search/html /html\( le 23/02/2011\).](http://www.saaaid.net/booth/search/html/html( le 23/02/2011).)

إعداد المقال من طرف يوسف بن أحمد القاسم، بعنوان " تداول السندات في سوق المال " .

<sup>-3</sup> سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص، 291 .

<sup>-4</sup> نفس المرجع السابق ، ص: 291 .

5) يعطي السند لحامله حقين أساسيين حق الحصول على فائدة ثابتة وحق استرداد قيمة السند في أجل الاستحقاق إضافة إلى حقوق الدائن اتجاه المدين وفقا للأحكام القانونية .

### ثالثا - أنواع السندات :

يمكن تصنيف السندات إلى أصناف كثيرة وذلك وفق لاعتبارات مختلفة أهمها :

1. أنواع السندات باعتبار مصدرها : وتقسم إلى سندات حكومية وأخرى خاصة .
  - أ. السندات الحكومية ( القطاع العام )<sup>1</sup>: وهي صكوك متساوية القيمة تمثل ديننا مضمونا في ذمة الحكومة وغالبا ما تكون ذات فوائد ثابتة ويتم طرحها للاكتتاب العام وتتداول بالطرق التجارية وتكون دائمة أو مستهلكة ( بأجل أو بدون أجل ) .
  - ب. السندات الخاصة ( القطاع الخاص )<sup>2</sup>: وهي السندات التي تصدرها المؤسسات المالية أو شركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص، الشركات الصناعية، والتجارية، والخدماتية،، وذلك لتمويل مشاريعها وغالبا ما تكون مضمونة كما تتميز بمعدلات فائدة أعلى من السندات الحكومية وأكثر عرضة للمخاطر<sup>3</sup>.
2. أنواع السندات باعتبار الاستحقاق: وفيها نميز بين الأنواع الآتية:
  - أ. سندات ذات الاستحقاق الثابت (سندات عادية): وهي سندات ذات قيمة واحدة تعطي عليها فوائد ثابتة فضلا عن قيمتها عند نهاية مدة القرض<sup>4</sup>.

1- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 293 .

2- محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية ( الأسهم والسندات )، ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي، دار النقائص، الأردن، ص: 239.

3- نفس المرجع السابق ، ص: 239 .

4- أنظر رضوان أبو زيد، شركة المساهمة في التشريع المصري والقطاع العام، ص 147. نقلا عن شعبان محمد إسلام البراوي ، بورصة الأسواق المالية من منظور إسلامي، مرجع سابق ، ص 135 .

ب. سندات ذات الاستحقاق بعلاوة الإصدار: وهي السندات التي تصدر بقيمة اسمية معينة تكون أعلى من القيمة النقدية عن الاكتتاب ويسمى الفرق بين القيمتين بعلاوة الإصدار على أن ترد الشركة قيمة السند الاسمية لصاحبه وتحسب الفوائد السنوية على أساس القيمة الاسمية<sup>1</sup>.

### 3. أنواع السندات باعتبار الضمان: وتنقسم إلى:

أ. سندات مضمونة: وهي سندات تصدر بقيمة اسمية يدفعها المكتتب عند الاكتتاب، وتحسب الفوائد على أساسها إلا أنها مصحوبة بضمان شخصي<sup>2</sup>.

ب. سندات غير مضمونة: وهي سندات غير مصحوبة بضمان لذلك فهي تحتاج إلى عناية نسبية من المستثمر وتحمل بعض المخاطر وعائدها عادة أعلى من السندات المضمونة.

### 4. أنواع السندات باعتبار النصيب: وفيها نذكر الأنواع الآتية:

أ. سندات النصيب: هي سندات تصدر بقيمة اسمية وتحدد الشركة لحاملها فائدة بتاريخ استحقاق معين ويتم إجراء القرعة كل عام لإخراج عدد من السندات مع دفع قيمتها ومكافأة مضافة كما تسحب السندات التي تستهلك بدون فائدة لذلك يعتبر هذا النوع من أنواع اليانصيب ولا تسترد قيمتها عن الخسارة<sup>3</sup>.

ب. سندات النصيب بدون فائدة: وهي التي يسترد حاملها رأس ماله في حالة الخسارة بخلاف سندات النصيب (ذات الفائدة)<sup>4</sup>.

5. أنواع السندات باعتبار الدخل: أي من حيث نوع العوائد المالية التي يجنيها حاملها، وتنقسم إلى:

<sup>1</sup>- رضوان أبو زيد، نفس المرجع السابق، ص، ص: 147، 148 نقلا عن: شعبان محمد إسلام البراوي،

البورصة الأوراق المالية، المرجع سابق، ص 135

<sup>2</sup>- نوفل حسن صبري، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 15 .

<sup>3</sup>- القره الداغي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي، الدورة 07، 131/1

نقلا عن: شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 136.

<sup>4</sup>- عبد العزيز الحياط، الشركات ففي الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي، 2/ 105، نقلا عن: شعبان

محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص: 136 .

أ. سندات ذات معدل فائدة ثابت: وتحدد فائدتها بنسبة مئوية ثابتة من قيمتها الاسمية وتُدفع بشكل دوري إلى غاية تاريخ الاستحقاق.<sup>1</sup>

ب. سندات ذات معدل فائدة عائِم ( متغير ): لا تحدد فائدتها بنسبة ثابتة وإنما تتغير حسب أسعار الفائدة في السوق كسعر الفائدة على القروض المسمى ( الليبور)<sup>2</sup> أو مؤشر تكاليف المعيشة.<sup>3</sup>

ت. سندات بدون معدل الفائدة ( ذات كوبون صفري ): وهي السندات التي تباع بخصم من قيمتها الاسمية فلا تحمل معدل الفائدة كغيرها من السندات ولا يلتزم مصدرها إلا بدفع قيمتها الاسمية عند تاريخ استحقاقها.<sup>4</sup>

ث. سندات الدخل: يرتبط دفع فوائدها السنوية بتحقيق الشركة للأرباح، ولا يحق لحامليها المطالبة بالفوائد ما إن لم تحقق الشركة أرباحاً.

ج. سندات المشاركة: وهي السندات التي تعطي لحاملها الحق في جزء من أرباح الشركة عندما تصل إلى معدل معين إضافة إلى الفوائد الدورية.<sup>4</sup>

6. أنواع السندات باعتبار قابليتها للتحويل: وفيها نميز بين ما يلي:

أ. السندات القابلة للتحويل: تعطي لحاملها الحق في طلب تحويلها إلى أسهم أو سندات أخرى وقد تصدرها الحكومة أيضاً.<sup>5</sup>

ب. سندات غير قابلة للتحويل: لا تعطي للمستثمر حق التحويل وتصدر عادة بمعدل فائدة أعلى من السندات القابلة للتحويل.<sup>6</sup>

-1 ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياني، أحمد زكريا الصيام، أساسيات الاستثمار العيني والمالي ، مرجع سابق، ص: 219 .

-2 منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 33، 34 .

-3 محمد بن علي القرني، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 57 .

-4 منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 33 .

-4 منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص: 34

-5 القره داغي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مرجع سابق، ص 131، نقلاً عن شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص 136 .

-6 محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية ( الأسهم والسندات )، مرجع سابق، ص: 247 .

### 7. أنواع السندات باعتبار شكلها: نميز فيها الأنواع الآتية:

أ. سندات اسمية: وهي التي تحمل اسم صاحبها وتنتقل بطريقة التسجيل.

ب. سندات لحاملها: لا تحمل اسم صاحبها وتنتقل بطريقة الاستلام .

كما ينتج عن استخدام الشركة للسندات كمصدر تمويلي جملة من المزايا والعيوب يمكن ذكرها فيما يلي:

✓ يعتبر التمويل بالسندات أقل كلفة بسبب الوفرة الضريبية المتولدة عنه وكذلك فالمخاطر التي يتحملها حملة السندات أقل نوعا ما.

✓ غالبا ما لا تتأثر فائدة السندات بمستوى أرباح الشركة .

✓ لا يمكن لحملة السندات ممارسة الرقابة على عمل الشركة إلا في حالة الضرورة.

وفيما يخض عيوب هذا المصدر التمويلي نذكر :

✓ المخاطر التي تتعرض لها المنشأة جراء لجوئها إلى هذا النوع من التمويل خاصة في حالة الخسارة ما يؤدي إلى تصفية الشركة .

✓ يزيد الإفراط في إصدار السندات في نسبة: (القروض/إلى حقوق الملكية) وهو ما يخفض من استقلالية المنشأة ويضعف القدرة الائتمانية لها مستقبلا.

### المطلب الثالث- الصكوك الإسلامية :

#### أولا - تعريف الصكوك الإسلامية:

ارتبط بروزها ونشأتها بتطور مفهوم الهندسة المالية الإسلامية كمجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات تصميم وتطوير وتنفيذ الأدوات المالية المبتكرة بالإضافة إلى صياغة الحلول الإبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار توجيهات الشريعة الإسلامية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - فتح الرحمان علي محمد صالح، أدوات سوق النقد الإسلامية، مدخل الهندسة المالية الإسلامية، المجلد 26، بنك السودان، الخرطوم، 2002م، ص: 23.

وتعرف الصكوك الإسلامية بأنها<sup>1</sup> : " عبارة عن وثيقة بقيمة مالية معينة تصدرها مؤسسة بأسماء من يكتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة عليه وتستثمر حصيلة البيع سواء بنفسها أو بدفعها إلى الغير للاستثمار نيابة عنها وتعمل على ضمان تداولها ويشارك المكتتبون في الصكوك الإسلامية في نتائج هذا الاستثمار حسب الشروط الخاصة بكل إصدار وتعتبر هذه الصكوك بديلا للسندات التقليدية ."

وكذلك تعرف بأنها<sup>2</sup> : " إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية موجودات ( أعيان، أو منافع ، أو حقوق، أو خليط من المنافع والنقود والأعيان والديون) قائمة فعلا أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامها منه. "

وفي تعريف آخر<sup>3</sup> : " هي أداة استثمارية إسلامية عبارة عن أوراق مالية يضمنها أصل أو مشروع استثماري يدر دخلا وتكون بمثابة حصص ملكية على المشاع في هذا الأصل أو المشروع الاستثماري ."

وكذلك<sup>4</sup> : "هي صك يمثل حصة شائعة في مال جمع بقصد استثماره للحصول على ربح يصدره الشخص المستثمر بصفته مضاربا أو يصدره شخص آخر لحساب المستثمر يقبل التداول والتحويل إلى نقود. "

1- [Http://www.aloswerq.net/save-print.php,save=188cont-id=22200\(le25/03/2009\)](http://www.aloswerq.net/save-print.php,save=188cont-id=22200(le25/03/2009))

2- مجمع الفقه الإسلامي (منظمة المؤتمر الإسلامي)، قرار 178 (19/4) بشأن الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها .

[http://www.islamtoday.net/BOHOOTH/artshow-32-113479HTM\(le13/05/2009\)](http://www.islamtoday.net/BOHOOTH/artshow-32-113479HTM(le13/05/2009)) .

3- [http://www.aljazeera.net/from/showpost.php?\\_go-to-thread-Tools\(le08/10/2007\).](http://www.aljazeera.net/from/showpost.php?_go-to-thread-Tools(le08/10/2007).) =1=

4- حسان، الأدوات المالية الإسلامية، مجمع الفقه، ع/6، ج/2، ص، ص: 1416، 1417. نقلا عن: محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، مرجع سابق، ص: 301 .

من مختلف التعارف السابقة يتضح لنا أن الصكوك الإسلامية تمثل أداة مالية تمثل حصصاً في ملكية مشروع استثماري أو أي أصل آخر يدر دخلاً مالياً وتكون متساوية القيمة وتصدر وفق عقد شرعي تستمد منه مختلف أحكامها.

### ثانياً - خصائص الصكوك الإسلامية :

تتميز الصكوك الإسلامية بمجموعة من الخصائص يمكن ذكرها فيما يلي:<sup>1</sup>

- 1) تخول لحاملها حق ملكية حصة شائعة من موجودات المشروع الممول من حصيلة إصدارها ولا يصح أن تكون ديناً في ذمة مصدرها .
- 2) يكون العائد حصة من الربح يتم تحديدها في نشرة الإصدار ولا يصح تحديد العائد تحديداً كمياً مسبقاً أو منسوباً إلى القيمة الاسمية للصك.
- 3) تعتبر الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار تقوم على مبدأ المضاربة الشرعية وتأخذ أحكامها منه ويعد مصدرها مضارباً ويده يد أمانة ولا يضمن إلا في حالات التعدي أو التقصير أو مخالفة شروط عقد الإصدار.
- 4) يعتبر المكتتبون في الصكوك الإسلامية أرباب مال يتحملون في حدود ما اكتتبوا به مخاطر المشروع وهو ما تتضمنه نشرة الإصدار الصادرة.
- 5) إدارة المشروع وسلطة اتخاذ القرارات الاستثمارية تكون من حق المصدر بينما يقتصر دور حملة الصكوك على المراقبة والتأكد من التزامه بالشروط التي تتضمنها نشرة الإصدار.
- 6) يعتبر المشروع الممول ذو ذمة مالية منفصلة عن المصدر أو المكتتب وعلى المصدر أن يمسك بحسابات مستقلة ويعد ميزانية للمشروع.
- 7) قابلية الصكوك الإسلامية للتداول بعد انتهاء فترة الاكتتاب وتخضع عملية التداول والتسييل والاسترداد للشروط التي تحكم كل صك بحسب ما يرد في نشرة الإصدار

<sup>1</sup> أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص، ص : 256، 252 .

كما يجوز تداوله في أسواق الأوراق المالية بالضوابط الشرعية وذلك وفقا لظروف العرض والطلب .

8) لا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار ولا الصكوك الصادرة على أساسها، نصا يؤدي إلى احتمال قطع الشركة في الربح فإن وقع كان العقد باطلا .

9) إصدار الصكوك الإسلامية لا يتوافق مع تمويل أنشطة ومجالات استثمارية وخدمية ممنوعة شرعا وهذه من بين أهم خصائص هذه الأدوات.

10) تعد نشرة الإصدار من جانب المصدر وتوجه للجمهور ويمكن أن تتضمن نسبة الربح المتوقعة للمشروع ولا يعتبر ذلك تحديد للربح بنسبة من رأس المال مقدما إذ أن المصدر لا يكون مسئولا عن تحقيق تلك النسبة إذا ظهرت نتائج فعلية مخالفة لتوقعاته، إلا أنه يسأل عن مصداقية وصحة البيانات التي وردت في دراسة الجدوى ويتحقق من عدم إخفائه لبيانات مهمة أو إدلائه بمعلومات غير صحيحة .

### ثالثا - أنواع الصكوك الإسلامية :

هناك أنواع مختلفة للصكوك الإسلامية منها<sup>1</sup>:

#### 1) سندات المقارضة:

-وتعرف بأنها:<sup>2</sup> " الوثائق المحددة القيمة التي تصدر بأسماء مالكيها مقابل الأموال التي قدموها لصاحب المشروع بعينه بقصد تنفيذ المشروع واستغلاله وتحقيق الربح " .

1- محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية ( الأسهم والسندات )، مرجع سابق، ص: 310،302 .

2- فيصل الأخوة، الأدوات المالية الإسلامية، مجمع الفقه الإسلامي، ع6، ج2، ص: 1501 ، نقلا عن: المرجع السابق .

- وفي تعريف آخر<sup>1</sup> : " هي الوثائق الموحدة القيمة الصادرة بأسماء من يكتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها وذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح أو الإيرادات المتحققة من المشروع المستثمر فيه بحسب النسب المعلنة على الشروع مع مراعاة التصفية التدريجية المنتظمة لرأس المال المكتتب فيه عن طريق تخصيص الحصة المتبقية من الأرباح الصافية لإطفاء قيمة الصكوك جزئيا حتى السداد التام " .

وتتضمن نشرة إصدار هذا النوع التأكيد على خلوها من أية فوائد ومالك الصك يحصل على نسبة محددة من الأرباح الصافية للمشروع مع إمكانية تداولها وفق النصوص الشرعية<sup>2</sup> .

## 2) شهادات ودائع استثمارية:

تتميز هذه الشهادات بأنها تقوم على أساس عقد المضاربة المطلقة أو عقد المضاربة المقيدة أو المخصص لنشاط معين حيث أصدر بيت التمويل الكويتي ثلاثة أنواع من شهادات الودائع الاستثمارية.

كما تصدرها البنوك الإسلامية في السودان<sup>1</sup> وتسمى: "شهادات ودائع الاستثمار" وهذه الشهادات يأذن صاحبها للجهة المصدرة التصرف فيها وفق ما يحقق المصلحة للطرفين صاحب الشهادة بصفته رب المال والبنك بصفته مضاربا، كما يلاحظ أن صاحب الشهادة يتحمل المصاريف المباشرة لعمليات الاستثمار فقط ولا يشارك في أية أرباح للبنك من موارد استخدامات أخرى ولا يجوز لصاحبها التنازل عن شهادته أو تحويلها لأي شخص إلا بموافقة البنك وكذلك لا يحق للبنك أن يطالب بالقيمة النقدية الاسمية للشهادة قبل انتهاء أجلها المتفق عليه .

<sup>1</sup> حمود، سندات المقارضة، مجمع الفقه الإسلامي، ع/4، ج/3، ص 1920 نقلا عن: المرجع السابق.

<sup>2</sup> كان إصدار أول قانون لسندات المقارضة مستمدا من الشريعة الإسلامية، نتيجة لجهود وزارة الأوقاف الأردنية، من خلال قانون سندات المقارضة رقم 10، سنة 1981

<sup>1</sup> تتمثل هذه البنوك في: بنك فيصل الإسلامي، والبنك الإسلامي للسودان، وبنك التنمية التعاوني الإسلامي.

### 3) شهادات التأجير أو الإيجار المتناقصة:

وهذه الشهادات تشبه شهادات الاستثمار المتخصص وهي شهادات اهتدى إليها بيت التمويل التونسي السعودي وتختلف عن شهادات الاستثمار المتخصص في كونها تمثل نوعاً من المساهمة المتناقصة من خلال اقتناء معدات يتم تأجيرها إلى الزبائن بسعر كراء معين وتنتقل ملكية المعدات إلى الزبون عند انتهاء العقد ودفع كل أقساط الكراء .

### 4) شهادات مشاركة لأجل محدد:

تصدرها البنوك والمؤسسات التمويلية في باكستان وهي قابلة للتحويل وتعتمد على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة ووظيفتها تعبئة الموارد التمويلية متوسط وطويلة الأجل بالعملة المحلية، للصناعة وغيرها وهذه الشهادات لها فترة زمنية لا تزيد عن عشر سنوات كما يقرر القانون حق ضمانات لأموال شهادات المشاركة عن طريق نظام الرهن على الأصول الثابتة للشركة المستخدمة لهذه الأموال بالإضافة إلى الغطاء المتمثل في قيمة الأصول الجارية .

## خلاصة الفصل الثاني :

يتضح لنا من خلال هذا الفصل بيان لمختلف العناصر النظرية المكونة للسوق المالية وانطلاقاً من ماهية السوق المالية: (تعريفها ونشأتها، ووظيفتها، وأهم المتعاملين فيها...) وكذلك بيان لمختلف الأنواع المشكّلة للسوق المالية من خلال تصنيفها حسب الجوانب المختلفة الذي يتطلبها التصنيف وصولاً إلى دراسة أهم الأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق المالية كالأسهم والسندات وكذلك الأدوات المالية الإسلامية المصنفة كصكوك إسلامية حديثة، إذا فالسوق المالية هي ذلك المجال الذي يتم فيه إجراء مختلف المبادلات المالية التي تسمح بنقل رؤوس الأموال من فئات الفائض إلى فئات العجز وهي تعبر عن مدى تقدم النظام المالي في مختلف الدول وتحرره عن اقتصاديات الاستدانة.

وعلى هذا فالوجود السوق المالية في الأنظمة الاقتصادية أهمية كبيرة وضرورة ملحة خاصة في مساهمتها في تفعيل مبادلة رؤوس الأموال وانتقاله من الأقطاب ذات الفائض إلى الأقطاب ذات الحاجة وكذلك فيما يخص مساهمتها في دفع حركة الأنشطة الحقيقية وإتمام حلقة الدورة الاقتصادية في الأنظمة.

## الفصل الثالث:

"تحليل اختلالات السوق المالية

من خلال الأزمة المالية

الحالية، والمنظور الإسلامي في

معالجتها."

## الفصل الثالث:

﴿ تحليل اختلالات السوق المالية من خلال الأزمة المالية الحالية،

والمنظور الإسلامي في معالجتها ﴿

ويضم هذا الفصل تمهيد " 03 " مباحث أساسية:

المبحث الأول: المقصود باختلال السوق المالي، وتحليل ماهية الأزمات  
المالية.

المبحث الثاني: الأزمة المالية الحالية، أسبابها و تداعياتها.

المبحث الثالث: المنظور الإسلامي في معالجة الاختلالات الحاصلة في  
السوق المالية.

## تمهيد:

إن للأسواق المالية دوراً بالغ الأهمية في اقتصاديات الدول ونظراً لما تقدمه من خدمات مالية ذات طبيعة خاصة عبر توفير الأموال اللازمة والضرورية للنهوض بالمشاريع الاستثمارية والإنتاجية فسلامة وحسن أداء هذه الأسواق ينعكس إيجابياً على سلامة وحسن أداء الأنظمة الاقتصادية بوجه عام كما أن أي اختلال في عمل الأسواق المالية لا ينصب أثره عليها فحسب بل يمتد ليشمل مختلف القطاعات الاقتصادية وأحسن مثال على ذلك آثار الأزمة المالية الراهنة التي مست الأنظمة الاقتصادية للعديد من الدول وأثرت في مختلف القطاعات.

لذلك يرى العديد من الاقتصاديين أن عالم الاستثمار في الأسواق المالية مليء بالغموض والمتغيرات المختلفة وخاصة في الآونة الأخيرة أين تتصف فيها الأسواق المالية المحلية الدولية بعدم الاستقرار وحصول انقلابات مفاجئة ترجع مسيبتها إلى جملة من المعطيات المرتبطة بواقع التداول المالي وسلوك الفاعلين في هذه الأسواق.

وفي هذا الإطار يشهد الاقتصاد العالمي والأسواق المالية الدولية اضطرابات واختلالات لم تشهد لها منذ أزمة الكساد الكبير سنة 1929م حيث أصبح من الصعب على الحكومات والأنظمة المالية تحقيق أهدافها الاقتصادية وسياساتها المالية كالتشغيل الكامل للموارد واستقرار الأسعار وما إلى غير ذلك نظراً لما تفرضه العولة المالية من تداخل وتشابك اقتصاديات العالم فيما بينها وهو ما ساهم في الانتشار المتسارع للأزمة المالية ولم يقتصر آثارها على الأسواق المالية والبورصات فحسب بل امتدت لتحدث انهيارات وإفلاس في مؤسسات مالية كبيرة ذات سمعة عالمية، حيث انطلقت شرارتها من الولايات المتحدة الأمريكية وامتد لهيبتها إلى العديد من المؤسسات المالية في أوروبا وباقي دول العالم.

ولأجل تجنب مثل هذه الاختلالات والتقلبات الحاصلة في الأسواق المالية والمفضية لحدوث الأزمات يسعى العديد من الخبراء الاقتصاديين والمنظرين في البحث عن مختلف الحلول الممكنة والقابلة للتجسيد الفعلي ومنها استخدام التمويل الإسلامي بمفاهيمه ومرتكزاته وأساليبه المختلفة

وهو ما تناوله في هذا الفصل: « تحليل اختلالات السوق المالية من خلال الأزمة المالية الحالية

والمنظور الإسلامي في معالجتها » .

انطلاقاً من تقسيمه إلى المباحث التالية :

✓ المبحث الأول : المقصود باختلال السوق المالي وتحليل ماهية الأزمات المالية .

✓ المبحث الثاني : الأزمة المالية الحالية 2007 أسبابها وتداعياتها.

✓ المبحث الثالث : المنظور الإسلامي في معالجة الاختلالات الحاصلة في السوق المالية.

## المبحث الأول - المقصود باختلال السوق المالي وتحليل

### ماهية الأزمات المالية:

لقد شهد الاقتصاد العالمي منذ القرن التاسع عشر العديد من الأزمات المالية تفاوتت في حجم خسائرها وتأثيرها الدولي ومع انتشار المفاهيم المرتبطة بالعملة المالية أصبحت الأزمات بمختلف أنواعها ذات تأثير عالمي شامل خاصة مع زيادة الترابط والتشابك بين الأسواق المالية المحلية والدولية وانتشار الاستثمارات المالية من سوق لأخرى ولذلك فإن أي اختلال وظيفي لسوق من الأسواق المالية له تأثير على باقي الأسواق وهو ما نتناوله في هذا المبحث من خلال ضبط مصطلحات محل الدراسة والتعرض لتحليل ماهية الأزمات المالية مع التعرّيج على بعض الأمثلة للأزمات الحاصلة في هذا العصر.

### المطلب الأول - ضبط المفاهيم و المصطلحات :

#### أولاً- المقصود باختلال السوق المالي :

**1/ الاختلال في اللغة :** نجد في قاموس لسان العرب لابن منظور أنه يقال (1) : « الاختلال والخلل بمعنى الوهن والفساد في الأمر وكذلك الانتشار والتفرق، والخلل في الحرب والأمر كالوهن والفساد، أخل بشيء أي أجهف، وأخلّ بالمكان وبمركزه وغيره بمعنى غاب عنه و تركه. »

كما نجد في قاموس " تاج العروس من جواهر القاموس " أنه يقال: (2) « الاختلال من الخلل بمعنى الوهن في الأمر وأمر مخل واه وفي المحكم واهن وأخل بشيء بمعنى أجهف به، وأخلّ الوالي

(1) ابن منظور، لسان العرب ، مرجع سابق، ج (6) ، مادة "خلل" ، ص: 313، 322.

(2) مرتضى الزبيدي ، تاج العروس من جواهر القاموس، مرجع سابق، ج 14، مادة "خلل" ، ص - ص :

الثغور إذا قلل الحسن بها، وأخل الرجل إذا لم يف له». وكذلك معنى الاختلال في قاموس المعاني (عربي - عربي) (1): « مصدره اختلَّ ويعني التسبب في اختلال النظام إحداث فساد فيه يقال أنه حدث اختلال في مركبة ما إذا حدث اضطراب فيها أفقدها توازنها والاختلال بمعنى الاضطراب وكذلك النقيصة والخلل».

2/ المعنى الاصطلاحي: تقوم السوق المالية بجملة من الوظائف والتي سبق التطرق إليها من بينها المساهمة في تعبئة الموارد المالية المعطلة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة والمساهمة في جذب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية وكذلك فالسوق المالية تسهل عملية الاتصال بين أصحاب المدخرات الراغبين في استثمار أموالهم وأصحاب المشاريع المحتاجين للتمويل اللازم لمشاريعهم وعلى هذا فإن حدوث اختلال في السوق المالية يعني عجزها عن أداء مختلف الوظائف المنوط لها ويتجلى ذلك من خلال ضعف في تعبئة الموارد المالية الفائضة وعدم قدرتها على الربط بين أصحاب الفوائض والمدخرات المالية وأصحاب الاستثمارات الحقيقية الباحثين عن تمويل لمشاريعهم.

ولعل ما يميز الأسواق المالية في الآونة الأخيرة (2) من تطورات ومستجدات في تكنولوجيا الاتصالات وظهور أجهزة الكترونية للتعامل تتيح للمتعاملين فرصة الاتصال بعضهم ببعض خلال ثوان قليلة وتوفر للمتعاملين قاعدة من المعلومات المالية لخدمة القرارات المتخذة وكذلك فإن التوجه نحو توفير قوانين الأسواق المالية والمعدلات النمطية للبورصات ونظم المحاسبة لتشجيع التداول وتوسيع قاعدة البورصات الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الاتصالات المالية والترابط بين الأسواق المالية وتحرير تداول الأصول وبالرغم ما لهذه التطورات والمستجدات من

(1) قاموس المعاني (عربي-عربي) : [www.almaany.com/svchg2.php](http://www.almaany.com/svchg2.php)

cx - perrtue -pub -2930083256 le :16/04/2011.

(2) فريد النجار، "تجارب البورصات العالمية"، بحث منشور في كتاب "استراتيجيات تنشيط البورصات

العربية والربط بينها" اتحاد المصارف العربية، بيروت 1994م، ص - ص : 17-13.

آثار إيجابية إلا أنها تمثل فضاء خصبا لانتشار عدوى الأزمات المالية بفعل أي اختلال يمكن أن يحصل في الأسواق المالية، والأزمة المالية ما هي إلا تعبير عن الاختلال الذي يميز النظام المالي بصفة عامة وذلك في مرحلة معينة من مراحل تطوره وإذا كان النظام يمثل في الارتباطات بين مختلف الأسواق تصبح الأزمة هي التعبير المناسب عن الاختلالات التي تصيب هذه الأسواق. (1)

ومن صور الاختلال الحاصلة في السوق المالية الانهيار المفاجئ في أسعار الأصول المالية ويحدث ذلك نتيجة انفجار ما يعرف بـ : " الفقاعة السعرية " أو " المالية " أو " الفقاعة المضاربة" (2) ، وذلك عبر بيع وشراء كميات كبيرة من نوع أو أكثر من الأصول المادية أو المالية وبأسعار تفوق أسعارها الطبيعية أو الحقيقية ما يؤدي إلى انهيار الأسعار نتيجة تدفق الأموال على الأصول المتداولة أكثر مما تبرره عوائدها.

### ثانيا - مفهوم الأزمة :

1/ لغة : تعرف الأزمة لغة ما يلي (3) : « كلمة " أزمة " مشتقة من الفعل " أزم " ، والأزمة يعني شدة العجز بالمفهوم كله وقيل أن يعضه ثم يكرر عليه ولا يرسله ومنه قيل للسنة أزمة وأزم الفرس على فأس اللجام بمعنى قبض ».

2/ اصطلاحًا : تعرف الأزمة حسب نواحي متعددة فمن الناحية الاجتماعية تعرف بأنها : (4) «تلك الحالة التي تؤدي إلى توقف الأحداث المنظمة والمتوقعة واضطراب العادات والعرف مما يستلزم التغيير السريع لإعادة التوازن ولتكوين عادات جديدة أكثر ملائمة».

(1) فوزي عبد الرزاق، كاتبة بوروية « الأزمة المالية والبدائل المطروحة في ظل النظام الرأسمالي، رؤية مستقبلية» الملتقى الدولي الأول، 06/05 مايو 2009م، مرجع سابق، ص- ص343، 374.

(2) مولود لعراية، " الأسباب المباشرة وغير المباشرة للأزمة المالية الحالية وآليات انتقالها"، الملتقى الدولي

الأول 05 / 06 مايو 2009م، مرجع سابق، ص، ص : 673، 687.

(3) ابن منظور، لسان العرب، مرجع سابق، ج 1، ص : 121.

(4) بلعزوز بن علي، الأزمة المالية العالمية، مظاهرها و سبل معالجتها، الملتقى الدولي الأول 06/05 مايو 2009م، مرجع سابق، ص: 10.

وأما المفهوم العلمي للأزمة فيعبر عنها بـ (1): « موقف أو حدث مفاجئ غير متوقع فيه إثارة وعنف يتباين في مدته الزمنية »، وكذلك فهي (2): « عبارة عن موقف أو حالة أو قضية يواجهها متخذ القرار في أحد الكيانات الإدارية التي تتلاحق فيها الأحداث وتتداخل وتتشابك معها الأسباب بالنتائج ».

وأما مفهوم الأزمة الاقتصادية فتعرف بأنها: " اضطراب فجائي في نشاط ما من الأنشطة الاقتصادية أو في مجمل النشاط الاقتصادي لبلد ما أو لعدة بلدان وهو ما يعبر عنه الاقتصاديون باختلال التوازن بين العرض والطلب أي بين الإنتاج والاستهلاك." (3)

وأما تعريف الأزمة المالية فيتباين مفهومها حسب المنظرين فهي تعبر عن (4): « التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة من الدول، ويتجلى ذلك في فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية وتدهور كبير في أسعار العملة وأسعار الأصول المالية وهو ما ينجم عنه آثار سلبية في قطاع الإنتاج والعمالة ».

وكذلك تعرف (5): « الأزمة المالية عبارة عن نموذج أو تغير كبير تعرفه كل أو بعض قيم المتغيرات المالية التالية : عرض الأسهم والسندات، أسعارها، الطلب على القروض، حجم الودائع البنكية، سعر الصرف،،، الخ ، من ثم فالأزمة المالية تقترن بتغير وانخفاض معتبر لقيم هذه المتغيرات المذكورة ».

(1) السيد عليوة، إدارة الأزمات في المستشفيات، استرال للطباعة و النشر، القاهرة، دت، ص : 13.

(2) حسين شحاتة، أزمة النظام المالي العالمي في ميزان الاقتصاد الإسلامي، سلسلة بحوث و دراسات الفكر الاقتصادي الإسلامي، 2008م.

(3) فلاح شفيق، النشاط الربوي و المؤسسات المالية، نقلا عن الموقع : [www.islamonline.net/le](http://www.islamonline.net/le) 13/04/2011

(4) عرفات تقي الحسيني، التمويل الدولي، دار مجلاوي للنشر والتوزيع، عمان 1999م، ص : 200.

(5) تعريف لـ « E. barthalon » من خلال كتاب : « Cours d'économie Politique »  
نقلا عن الموقع: [www.dzworld.net/show/vb/thead/?=588660:le16/04/2011](http://www.dzworld.net/show/vb/thead/?=588660:le16/04/2011)

وفي تعريف آخر تعرف الأزمة المالية بكونها اضطراب أو اختلال يصيب الأسواق المالية ويتميز بانخفاض معتبر في أسعار الأصول وعدم ملاءة ومقدرة المدين والوسطاء على الدفع وينتشر هذا الاختلال في شكل تفرعات عبر النظام المالي مبطلا قدرة الأسواق المالية على تخصيص رؤوس الأموال في الاقتصاد بشكل فعال.

### ثالثا - أسباب الأزمة المالية:

تتسبب عوامل عديدة في حدوث الأزمات المالية ومن بينها نذكر :

- 1) التقلبات الحاصلة في أسعار الفائدة.
- 2) التحرر المتسارع غير الحذر وغير الوقائي في السوق المالية.
- 3) التغيرات المحلية في معدل التضخم «أسواق السندات» وأسعار الصرف «أسواق العملات الحرة» وأسعار الأسهم.<sup>(1)</sup>
- 4) المضاربات غير المحسوبة والمؤثرة على استقرار السوق المالي.
- 5) التغيرات التكنولوجية مثل الاختراعات وبروز منتجات مالية جديدة وتأثير الطلب على المنتجات والخدمات وهياكل محافظ الاستثمار.

### رابعا - خصائص الأزمات المالية :

تتشارك الأزمات المالية في جملة من الخصائص يمكن إجمالها فيما يلي:<sup>(2)</sup>

- 1) عنصر المفاجأة فالأزمة المالية عنيفة عند انفجارها وإن كان قد يسبقها بعض المقدمات والإرهاصات.
- 2) نقص المعلومات و/أو عدم دقتها، حيث لا يعرف المتسبب في الأزمة المالية ولا يعرف حجمها ولا توجد ضوابط علمية لمعرفة كيفية التصرف معها.

(1) فريد النجار، البورصات و المهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، القاهرة 1989م، ص: 207 .

(2) لعلى حناشي، تحليل ظاهرة الأزمة المالية الحالية، الملتقى الاقتصادي الدولي الأول، 06/05 مايو 2009م،

جامعة الأمير عبد القادر، مرجع سابق، ص -ص 292، 293.

- 3) تصاعد الأحداث بسرعة يضيق معها الخناق على من يمر بالأزمة المالية وعلى صاحب القرار أيضا.
- 4) فقدان السيطرة نتيجة لوقوع الأزمات المالية خارج نطاق قدرة صاحب القرار وتوقعاته.
- 5) حالة الذعر والفرع حيث تصدر ردود أفعال شديدة من قبل جميع الجهات المرتبطة بالأزمة المالية.
- 6) غياب الحل الجذري السريع فالأزمات لا تنتظر الإدارة حتى تتوصل إلى الحل الجذري، فضلا عن غياب هذا الحل أصلاً.
- 7) التعقيد والتشابك والتداخل في عناصر الأزمة وأسبابها وقوى المصالح المؤيدة أو المعارضة لها.
- 8) الدخول في دائرة المجاهيل المستقبلية والتي يصعب معرفتها أو حسابها بدقة فهي تشبه الدوامة التي تدور في فضاء يصعب الخروج منه.

#### خامسا - أنواع الأزمات المالية :

هناك أنواع مختلفة للأزمات المالية نذكر منها:

#### 1) أزمة الأسواق المالية ( اختلال السوق المالي):

وتنجم هذه الأزمة كنتيجة لارتفاع أسعار الأصول المالية ارتفاعا يفوق القيمة العادية لها وبصورة غير مبررة وهذا الارتفاع في الأسعار يعرف **بظاهرة الفقاعة Bubble** ويحدث عندما يكون الدافع لشراء الأصول المالية هو تحقيق الربح الناجم عن ارتفاع الأسعار وليس بفعل قدرة هذه الأصول على تحقيق الدخل. (1)

(1) PETER ROUSSEAU, JONG KIM, Credit Markets and the propagation of Korea's 1997, Financial crisis, Southern Economic journal, 2007, vol 74, N° : 2, p524.

وتحدث أزمة أسواق المال عندما يتعاضم الاتجاه نحو بيع الأصول المالية فتبدأ الأسعار في التراجع والهبوط وتحدث حالة الانهيار ويمتد آثار ذلك إلى مختلف الأسعار المشكلة للأدوات المالية.

## 2) الأزمة المصرفية:

وتنجم الأزمة المصرفية عندما يواجه المصرف ارتفاعا مفاجئا و زيادة كبيرة في طلبات سحب الودائع، حيث أن المصرف يستخدم بنسبة كبيرة من هذه الودائع في عمليات الإقراض والتشغيل ويحتفظ بنسبة محددة منها لتلبية طلبات السحب اليومية المعتادة ويواجه المصرف أزمة مالية حقيقية عندما يواجه هذا الارتفاع المفاجئ والزيادة الكبيرة في طلبات سحب الودائع التي تتجاوز النسب المعتاد سحبها فتتشكل الأزمة المالية في صورة أزمة سيولة وعندما تتفاقم هذه الأزمة وتمتد إلى مصارف أخرى تشكل في هذه الحالة أزمة في القطاع المصرفي كما يمكن أن نجد صورة مغايرة للأزمة المصرفية لا تتعلق بأزمة السيولة وتكون في صورة أزمة ائتمان (إقراض) وتحدث نتيجة امتناع المصارف عن إعطاء القروض ومنحها للزبائن خوفا من توقعات حول عدم القدرة على تلبية طلبات السحب المستقبلية.<sup>(1)</sup>

## 3) أزمة العملة و أسعار الصرف ( أزمة ميزان المدفوعات ) :

وتنجم هذه الأزمة عند حدوث تغيرات سريعة وكبيرة في أسعار الصرف بصورة تؤدي إلى تأثير جوهري في قدرة العملة على أداء دورها كمخزن للقيمة أو كوسيط للتبادل،، الخ وهذه الأزمة

<sup>(1)</sup> PETER RESENBLUM, The world's banker a : Story of failed states, financial crises and the wealth , and poverty of Nations, Ethics and international affairs, 2005 vol19, N° :2, pp :126-133.

تحدث عندما تقوم السلطات النقدية في البلد باتخاذ قرارات تقضي بخفض سعر العملة كنتيجة لعمليات المضاربة وقد يؤدي الأمر إلى انهيار جوهري لسعر العملة.<sup>(1)</sup>  
ومع أن القرارات المتعلقة بتعويم العملة أو خفض الصرف هي قرارات تتخذها السلطات النقدية في الدولة بصورة طوعية غير أنها تكون قرارات مهمة وجوهرية في كثير من الظروف خصوصا في حالة قصور تدفقات رأس المال الأجنبي وفي حالة وجود تزايد في التدفقات الخارجية.

### المطلب الثاني - عدوى الأزمات و أسباب انتشارها

لقد كان للأزمات المالية الأخيرة سمة واضحة تتسم بها وهي ظاهرة الانتشار السريع من بلد لآخر ومن منطقة لأخرى فيما يعرف بـ : « عدوى الأزمات »<sup>(2)</sup> هذه الظاهرة تمثل عامل إضافي آخر لحدوث أزمة مالية في دولة ما بغض النظر عن مدى انتهاجها لسياسات مالية وقائية وذلك للتطورات والتغيرات التي تحدث في النظام المالي العالمي وفي إطار العولمة المالية.<sup>(3)</sup>

#### أولا - مفهوم عدوى الأزمات :

عرف الاقتصاديون والباحثون « عدوى الأزمات » بأنها: <sup>(4)</sup> الحالة التي يؤدي فيها حدوث أزمة مالية ما في العالم الخارجي إلى زيادة نسب احتمال حدوث أزمات مالية محلية في البلد محل الدراسة ويمكن التحقق من حدوث تلك الحالة من خلال ملاحظة التزامن في حركة أسعار

(1) نفس المرجع السابق.

(2) إيمان محمد زكي، تحليل أثر الأزمات المالية على الدول النامية مع الإشارة إلى مصر، مجلة التجارة و التمويل، العدد الثاني، كلية التجارة، جامعة طنطا، 1999م ص: 01.

(3) جودة عبد الخالق، إدارة الأزمات المالية و المصرفية و سبل التحوط منها، بحث مقدم إلى منتدى: إشكالية الإدارة الحديثة، المعهد العربي للتخطيط و معهد التخطيط القومي، شرم الشيخ، القاهرة، 28/27 سبتمبر 2004 م، ص: 01.

(4) La documentation Française, ALENA, « dix ans après le libre échange toujours en procès » problème économique N° : 2,855 Paris le 07/07/2004, p :21.

الأصول المالية والسندات الحكومية وأسعار الصرف وهروب رؤوس الأموال سواء كان ذلك في البلد الأصلي مصدر الأزمة أو في البلد المصاب بالعدوى.

بالإضافة إلى هذا هناك تعاريف أخرى لـ «عدوى الأزمات» يمكن أن نذكر منها : « الزيادة المعنوية في نسبة احتمال حدوث أزمة مالية في بلد ما نتيجة لحدوث أزمة مالية في بلد آخر». وكذلك تعرف بكونها : « الزيادة المعنوية في التحركات المتزامنة في أسعار وكميات الأصول المالية في الأسواق المختلفة كنتيجة لحدوث أزمة في سوق أو مجموعة أسواق مالية أخرى » (1).

### ثانيا - أسباب انتشار عدوى الأزمات:

إن لعدوى الأزمات تأثير متسارع في الأنظمة الاقتصادية للدول ويسبب انتشار الأزمات في حدوث اضطرابات واختلال في الاستقرار المالي للدول.

حيث تقسم أسباب حدوث «عدوى الأزمات» وفقا لاتجاهين رئيسيين: (1)

✓ الاتجاه الأول: يرجع أسباب حدوث عدوى الأزمات إلى وجود علاقات اعتماد متبادلة بين الدول المختلفة، بالإضافة إلى وجود روابط اقتصادية أو تجارية أو مالية بين تلك الدول، مما يؤدي إلى انتقال آثار الأزمات وانتشارها، وإن كان هذا التزامن في وقوع الأحداث لا يعتبر سببا في انتشار العدوى بل مجرد نوع من أنواع انتقال آثار الأزمات بسبب وجود علاقات الاعتماد المتبادلة بين تلك الدول حين حدوث الأزمات.

✓ الاتجاه الثاني: ويرجع أسباب حدوث العدوى التي يمكن أن تحدث حتى في غياب وجود تلك الروابط والعلاقات المتبادلة حسب أصحاب الاتجاه الأول إلى سلوك المستثمرين والمضاربين وهو نوع من المبالغة في رد الفعل الذي يؤدي إلى الانسحاب من العديد من الأسواق المالية دون الاعتماد على دراسة الوضع الاقتصادي أو لأسواق تلك الدول ودون الالتفات إلى النقائص الحاصلة في السياسات الاقتصادية الكلية المتبعة أو في الأوضاع الاقتصادية القائمة.

(1) WAJIH KHALLOULI, et , RIADH BOUDHINA, la contagion de la crise asiatique, évidence à travers les marchés de change. [www.univ-orleans.fr/deg/gdrecomfi/active/PDF/](http://www.univ-orleans.fr/deg/gdrecomfi/active/PDF/) le 01/01/2009.

(2) نفس المرجع السابق ، ص :04.

كما يمكن القول أن هناك ثلاث (03) أسباب رئيسية تفسر وقوع الأزمات المالية بشكل متزامن وانتشار عدواها وتمثل في:

(1) أن تزامن حدوث الأزمات المالية ناشئ عن سبب مشترك وهو التحولات الاقتصادية الرئيسية التي تمر بها البلدان الصناعية الكبرى وهو ما يؤدي إلى حدوث الأزمات في الأسواق الناشئة والتي تعرف بـ «الآثار الموسمية» ويمكن الإشارة إلى ما وقع عندما حصلت زيادة حادة في أسعار الفائدة بالدولار الأمريكي في أوائل الثمانينات حيث اعتبرت هذه الزيادة عاملاً رئيسياً في حدوث أزمة ديون أمريكا اللاتينية كما أسهم الارتفاع الكبير في قيمة الدولار الأمريكي وخصوصاً أمام الين الياباني في الفترة من 1995م إلى 1997م في إضعاف القطاع الخارجي للعديد من دول جنوب شرق آسيا، ومن الجدير بالذكر أن مدى تعرض بلد ما لخطر الأزمة يتوقف على الأوضاع والظروف والسياسات الاقتصادية المحلية القائمة والمتبعة مثل الإفراط في حجم الاقتراض الخارجي، ضعف القطاع المالي، جمود نظام سعر الصرف وافتقاره إلى المرونة، الخ.

(2) أن حدوث الأزمة في بلد ما قد يؤثر على الأوضاع الاقتصادية الكلية في بلد آخر فيما يسمى بانتقال آثار الأزمات وانتشارها وهذه الأخيرة عادة ما تحدث بسبب وجود روابط تجارية ومالية في الأسواق بحيث يؤثر انخفاض قيمة العملة المحلية في بلد ما مثلاً بشكل سلبي على القدرة التنافسية لبلد آخر أو بسبب الاعتماد المتبادل بين حافظات الدائنين (المقرضين) كأن يؤدي نقص السيولة في إحدى الأسواق إلى إرغام الوسطاء الماليين على تصفية أصولهم المالية في الأسواق الأخرى، وهو ما حصل لدول شرق آسيا أثناء أزمة عام 1997م وذلك بسبب الاعتماد المتبادل بين الأنظمة الاقتصادية لهذه البلدان.

(3) يكمن السبب الثالث في كون الأزمة التي تحدث في بلد ما قد تدفع الدائنين والمستثمرين إلى إعادة تقييم الظروف والعوامل الاقتصادية الأساسية في البلدان الأخرى للتأكد مما إذا كانت هذه الظروف والعوامل قد تغيرت بشكل موضوعي كما أن حدوث الأزمة يدفعهم إلى محاولة خفض درجة المخاطرة التي تحتوي عليها حافظاتهم وهو الوضع الذي يعرف عادة بتأثير العدوى

الخالصة (Pure contagion) وقد يكون لهذا التصرف علاقة بتضارب المعلومات ونقصها وهو ما دفع بالكثير من المستثمرين إبان أزمة شرق آسيا ليس فقط إلى التحول من إحدى العملات وإنما أيضا إلى تحويل الأصول المالية إلى خارج منطقة شرق آسيا برمتها. (1)

### المطلب الثالث - لمحة عن أهم الأزمات المالية العالمية:

لقد شهد العالم الحديث موجات متتالية من الأزمات المالية، أدت في غالب الأحيان إلى إحداث تحولات كبيرة في اقتصاديات الدول وضياع عدد كبير من الأصول المالية الخاصة بالمستثمرين في أسواق تلك الدول ومن أهم هذه الأزمات نذكر:

#### أولا - أزمة عام 1866م: (2)

من أقدم الأزمات المالية التي عرفها العالم وفيها تعرضت عدد من البنوك الإنجليزية للإفلاس وهو ما أثر على النظام الاقتصادي القائم مما أدى إلى حدوث الأزمة التي عصفت بالاستقرار المالي للمملكة المتحدة.

#### ثانيا - أزمة الكساد الكبير 1929 م - Créât délusion:

من أشهر الأزمات المالية التي شهدها العالم عموما والاقتصاد الرأسمالي خصوصا وأكثرها عنفا وأقواها أثرا، ففي أكتوبر من عام 1929م حلت بالأوراق المالية أكبر كارثة بانخفاض مؤشر Dow Jones حيث هبطت أسعار الأسهم في سوق المال الأمريكي بنسبة 13% في بداية الأمر ثم توالى الانهيارات في البورصات وهو ما أدى إلى حدوث أزمة أكثر شمولية وحدة امتد أثرها إلى الجانب الحقيقي للاقتصاد الأمريكي وما تبعها من انهيار في حركة المعاملات الاقتصادية في صورة ركود أدت إلى انخفاض في الأسعار وإفلاس العديد من البنوك

(1) la documentation française, op, cit , p 21

(2) عبد الله شحاتة، الأزمة الاقتصادية، المفهوم والأسباب، ص : 01، نقلا عن الموقع :

http:// : www.pidegpt.org ، بتاريخ: (11/03/2011)

في Illinois, Indiana, Missouri، كما تدنى الإنتاج الصناعي في ديسمبر 1929م إلى 10%<sup>(1)</sup> وزادت حدة الأزمة البنكية في باريس عام 1931م، وإفلاس أكبر بنك خاص

نمساوي وهو: KREDITANSTALT

وتمثلت مظاهر أزمة 1929م في :

- ✓ انخفاض شديد في الاستهلاك الكلي .
- ✓ انخفاض الاستثمارات في الجانب الإنتاجي.
- ✓ ارتفاع البطالة إلى حوالي (1/3) ثلث القوى العاملة في أمريكا عام 1932م.

#### النتائج المترتبة عن الأزمة :

- ✓ امتدت آثار الأزمة إلى خارج الولايات المتحدة الأمريكية وإلى غاية أوروبا على نحو هدد أركان النظام الرأسمالي.
- ✓ فقدان شرعية الفروض الأساسية للنظام الاقتصادي الكلاسيكي الحر، المبنية على مقولة: « دعه يعمل دعه يمر ».
- ✓ ظهور النظرية الكيثرية لتؤكد ضرورة تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية .
- ✓ اهتمام الاقتصاديين الغربيين بالبحث عن حلول لمشكلات الاقتصاد الحر التي ما فتئت تظهر بين الحين و الآخر.

#### ثالثاً- أزمة الديون العالمية (بداية 1980)<sup>(2)</sup>:

في ظل تحرير القطاع المالي والمصرفي وحرية حركة رؤوس الأموال، توسعت البنوك التجارية العالمية في الإقراض لحكومات دول العالم الثالث وقد اقترنت حركة التوسع في الإقراض بتعثر تلك الحكومات، وإعلانها عدم قدرتها على الوفاء بأعباء الديون وفوائدها.

(1) مروان عطوان ، الأسواق النقدية و المالية ( البورصات و مشكلاتها في العالم )، ج 2، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائرية، 2000 م، ص، ص ، 100 ، 103

(2) عبد الله شحاتة، الأزمة الاقتصادية المفهوم و الأسباب، مرجع سابق.

### النتائج المترتبة عن الأزمة :

- ✓ بدأت محاولات الدول الدائنة لاحتواء أزمة الديون العالمية خوفا من انهيار مؤسساتها المالية وقطاعها البنكي فتدخلت الحكومات لمنع إفلاس المؤسسات المالية وانهيار جهازها المصرفي.
- ✓ استمرار الأزمة على مدار عقدين من الزمن وخضوع الدول المدينة لوصفات المؤسسات المالية الدولية تحت ما يعرف بـ : « برنامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي » .

### رابعا - أزمة " وول ستريت " عام 1987 م :

إن الأزمة التي شهدتها أسواق المال الدولية في أكتوبر 1987م، والمتمثلة في الانخفاض الكبير والمستمر في أسعار الأوراق المالية نتجت عن اتجاه أسعار الفائدة نحو الارتفاع وتوقع حدوث أزمة اقتصادية عامة بسبب تراجع مؤشرات النمو الاقتصادي في معظم الدول بالإضافة إلى عوامل أخرى منها تدهور قيمة الدولار الأمريكي في أسواق الصرف، كما تعرضت أسعار الأوراق المالية وخاصة الأسهم إلى انخفاضات متتالية ومتسارعة وهو ما دفع حملة هذه الأوراق إلى بيعها تجنباً لانخفاضات أخرى الأمر الذي أثار الذعر والقلق في الأوساط المالية خاصة وأن أغلب أصحاب الأوراق المالية يرغبون في البيع ولا يوجد مشتررون.

### النتائج المترتبة عن الأزمة :

- ✓ بلغت أسعار الأوراق المالية أدنى مستوى لها حيث فقد مؤشر "داو جونز" 502 نقطة خلفا خسارة تقدر بـ: 500 مليار دولار خاصة وأن بورصات القيم المنقولة كانت تستعمل النظام الآلي لإصدار أوامر البيع والشراء وهو ما أدى إلى السرعة في انتشار الأزمة.
- ✓ الارتباط بين الأسواق المالية أدى بدوره إلى سرعة انتقال الأزمة.
- ✓ الآثار السلبية المترتبة عن استخدام أحدث الوسائل والتقنيات الالكترونية والآلية في عمليات التداول.

### خامسا - أزمة المكسيك 1994 م<sup>(1)</sup> :

(1) سينغ كفاليجت، عولمة المال، ترجمة، رياض حسين، المؤسسة الوطنية للاتصال و النشر و الإشهار، ط

1/، الجزائر 2001م، ص 77 .

لقد أدى ظهور السوق المالي المكسيكي قبل اندلاع الأزمة كفرصة مثالية للأجانب المستثمرين نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة، وخلال فترة "1990م - 1993م" دخل لهذه السواق ما يزيد عن 90 مليار دولار ثلث هذه الاستثمارات تقريبا في شكل استثمارات المحفظة المالية، وبفعل الإصلاحات الاقتصادية التي تقدم بها صندوق النقد الدولي "FMI" في تحرير حركة رؤوس الأموال الأجنبية لشراء العقارات والقيم المنقولة، ما أدى إلى حدوث خلل في ميزان المدفوعات المكسيكي .

ونظرا لاستقرار قيمة عملة المكسيك "البيزو"، بسبب ارتباطها بالدولار الأمريكي، توسع الائتمان المصرفي مع تواصل العجز في ميزان المدفوعات حينها بدأ التوقع بحدوث أزمة مالية ونتيجة لهذه المؤشرات اضطرت الحكومة المكسيكية إلى الرفع المتزايد في أسعار الفائدة من أجل دعم العملة لكن بمجرد إعادة تقويمها انخفضت قيمتها وتباطأ التوسع الائتماني كما زاد من حدة الأزمة عبئ الديون الضخمة التي تتطلب إعادة هيكلة استعجاليه كعنصر أساسي لحل الأزمة .

#### النتائج المترتبة عن الأزمة :

- ✓ رهن الصادرات المكسيكية وخاصة البترول وذلك في عقود مستقبلية للولايات المتحدة مقابل اعتماد مالي يقدر بـ: 50 مليار دولار واجب السداد في مدة بين 3 و 5 سنوات .
- ✓ فقدان 750 ألف وظيفة في الشهرين الأولين لسنة 1995م بفعل الإصلاحات المعتمدة للخروج من الأزمة .
- ✓ انخفاض الأجور الحقيقية للعمال المكسيكيين بنسبة 30% في عام 1995م.
- ✓ حسب تقديرات مجلس القوى العاملة المكسيكي سجل خسارة في المعدل الوسطي للأجور بـ 54% من قيمة الشرائية نتيجة ارتفاع أسعار المواد الغذائية بالمقارنة مع باقي السلع.

#### سادسا - الأزمة المالية عام 1997م<sup>(1)</sup>:

(1) محمد الحبيب ابن خوجة، مع النمرور الآسيوية و إلى أين ؟ لماذا احترقت النمرور الآسيوية؟،

مطبوعات أكاديمية المملكة المغربية 6/4 مايو 1998م، الرباط ص،ص: 59، 61

وهي الأزمة التي عرفتها دول جنوب شرق آسيا (أندونيسيا، ماليزيا، سنغافورة، تايلندا، فيتنام، الفلبين، يروناي، ميانار، لاوس)، حيث بدأت باختيار عملة تايلندا عقب قرار تعويم العملة الذي اتخذته الحكومة، والتي فشلت بعد ذلك محاولاتها في دعم عملتها وفي مواجهة موجة المضاربات القوية التي تعرضت لها، وانتشرت الأزمة بسرعة إلى دول أخرى من المنطقة، حيث لحقت دولة ماليزيا خسائر فادحة بلغت نحو 50 بليون "رنيغت" أي ما يعادل 173 مليون دولار، واهارت قيم التداول في البورصات بنحو 30%.

### النتائج المترتبة عن الأزمة :

✓ تفاقم الأزمة بتزايد الدين الخارجي لأربعة من أكبر دول المنطقة إلى أن بلغ 180% من إجمالي الناتج المحلي لها.

✓ تدخل المؤسسات المالية الدولية ومنها صندوق النقد الدولي FMI بحزمة من السياسات لإنقاذ الوضع بشرط قيام تلك الدول بتنفيذ برامج معينة للإصلاح الاقتصادي و الهيكلي (ما حدث مع أندونيسيا وكوريا الجنوبية بينما رفضت ماليزيا هذه الإصلاحات).

### سابعا- أزمة فقاعات شركات الانترنت (1):

في أواخر القرن العشرين عرف العالم نوعا جديدا من الأزمات المالية بدأت حينما أدرجت أسهم تلك الشركات (شركات الانترنت) في سوق الأوراق المالية المنتظمة في الولايات المتحدة الأمريكية والتي تعرف بمؤسسات "NASDAQ" حيث ارتفعت أسعار تلك الأسهم في البداية وبشكل كبير في وقت حققت فيه عدد قليل من تلك الشركات لأرباح حقيقية وهو ما أدى إلى انفجار الفقاعة المالية سنة 2000 م .

### النتائج المترتبة عن الأزمة :

✓ انهيار أسعار تلك الأسهم بسرعة كبيرة وبصورة ملحوظة .

(1) عبد الله شحاتة، الأزمة الاقتصادية، المفهوم والأسباب، مرجع سابق.

- ✓ تزامنت الأزمة مع أحداث سبتمبر 2001م والتي أدت إلى إغلاق أسواق المال الأمريكية بشكل مؤقت.
- ✓ قيام بنك الاحتياط الأمريكي بخفض سعر الفائدة من 25% إلى حدود 1% لتحفيز النمو الاقتصادي نتيجة لتأثر شركات الاستثمار بشدة.

## المبحث الثاني - الأزمة المالية الحالية، أسبابها، وتداعياتها :

لقد أصبحت مظاهر عدم الاستقرار والاختلال في عمل الأسواق المالية موضوع اهتمام وانشغال على المستوى العالمي حيث يحتل صدارة اهتمام وسائل الإعلام المختلفة ويشغل عناوين التظاهرات الاقتصادية العالمية خاصة بعد ارتفاع وتيرة وحدة الأزمات المالية الحاصلة والتي ترتب عليها وفي كل مرة خسائر كبيرة تتحمل نتائجها مختلف الأطراف الفاعلة وعلى رأسها المؤسسات المالية، وكانت من أسباب بروز مظاهر الكساد وتراجع معدلات النمو الاقتصادي ناهيك على أنه وبفعل عوامة الأسواق المالية أصبحت عدوى الأزمات المالية تنتقل من سوق لآخر مما أعطى لها طابع الشمولية والعالمية .

حيث يعيش العالم الآن أزمة مالية عالمية بدأت شرارتها في الولايات المتحدة الأمريكية منذ سنة 2007م، وامتد لهيبتها في سنة 2008م في صورة انهيارات متتالية لعدة مؤسسات مالية كبرى من بنوك وشركات تأمين، شركات للتمويل العقاري، صناديق الاستثمار، الخ، وشملت تداعياتها أسواق المال والبورصات العالمية في صورة انخفاضات حادة ومتتالية لمؤشراتها ومعدلات التداول بها وامتد تأثير الأزمة إلى جميع أنحاء العالم ومست مختلف جوانب الاقتصاد في شكل ركود أثر على حركية الأسواق وتسبب في انخفاض معدلات الاستثمار والنمو.

### المطلب الأول - بؤادر الأزمة المالية الحالية :

تعد الأزمة المالية الحالية من أخطر الأزمات التي عرفها العالم في العصر الحديث فهي تعتبر الأكثر حدة وتأثير في أسواق المال والاقتصاد العالمي وقد كشفت هذه الأزمة عن مدى هشاشة وضعف النظام المالي والنقدي السائد والسياسات المالية المتحررة من مختلف القيود التي تميز هذا

النظام خاصة في ظل الأفكار الليبرالية. حيث تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية منطلق الأزمة المالية الحالية وعرف اقتصادها بعض الأحداث والوقائع التي من أهمها: (1)

1 إذ وصل سعر الفائدة في سنة 2003م إلى 1% وهو ما شجع البنوك المختصة في قطاع العقار على منح قروض لعدد كبير من المقترضين من ذوي الدخل المحدودة وذلك قصد الاستفادة من سكن .

2 ظهور أزمة القروض العقارية أو أزمة القروض عالية المخاطر في سنة 2004م بسبب توسع البنوك في الاقتراض العقاري والارتفاع المفاجئ في معدلات الفائدة إذ قام البنك الفيدرالي برفع سعر الفائدة حتى وصل نسبة 5.25% في سنة 2006م وهو ما جعل المقترضين يعجزون عن تسديد التزامهم المالية.

وتعود بداية الأزمة المالية الحالية إلى شهر أغسطس /آب سنة 2007م عبر ما يسمى بـ "أزمة الرهن العقاري" أو "القروض السيئة ذات الفائدة القابلة للتغيير"، حيث توسعت المؤسسات المالية الأمريكية في منح قروض سكنية لعدد كبير من الأفراد بغية تمويل شراء المساكن وارتفع معدل التمليك السكني في الولايات المتحدة الأمريكية من 64% سنة 1996م إلى 69.2% سنة 2004م وتم تشجيع هذه العملية من قبل الحكومة الأمريكية بمقتضى القانون الصادر في سنة 1977م، والذي ينص على إمكانية أن تحصل أي مؤسسة مالية على ضمانات لودائعها المالية من الهيئة الفيدرالية للتأمين على الودائع إذا التزمت بالإقراض إلى أسر أمريكية من ذوي الدخل المتواضع.

ومع توسع البنوك والمؤسسات المالية في نسب التمويل العقاري دون ضمانات كافية أثر ذلك سلبا على قدراتها المالية ورغم محاولاتها الاقتراض من بنوك أخرى عبر السوق النقدية وتدخل البنوك المركزية في تقديم ملايين الدولارات كقروض للبنوك إلا أنه حصل وأن اتسعت رقعة البنوك التي تعاني من عجز في السيولة النقدية وهو ما أدى في مرحلة موائية إلى ظهور حالات

(1) [http://www.idbe-eaypt.com/doc/the\\_20%,\\_Financial\\_20%,\\_oisi.doc.p1](http://www.idbe-eaypt.com/doc/the_20%,_Financial_20%,_oisi.doc.p1) ; (le 26/11/2008)

الإفلاس التي شهدها الاقتصاد الأمريكي حيث بلغ عدد المؤسسات الأمريكية المفلسة أو القريبة من الإفلاس حوالي: 120 مؤسسة مالية منها إفلاس مؤسستي "ليمان برذرز" وكذلك مؤسسة "ميرل لينش" ووصلت أكبر مؤسسة تأمين أمريكية المعروفة بـ AIG<sup>(1)</sup> إلى حافة الإفلاس لولا تدخل الخزانة الأمريكية والاحتياطي الأمريكي الفيدرالي لإنقاذها.

تجدر الإشارة إلى أن الأزمة المالية الحالية في بدايتها كلفت الاقتصاد الأمريكي خسائر مالية فادحة قبل انتشارها على المستوى العالمي حيث تقارب قيمة الخسائر الأمريكية إلى 1000 مليار دولار وهو ما استدعى التدخل المباشر من الإدارة الاقتصادية لإيجاد حل لهذه الأزمة، - رغم أن النظام الاقتصادي في الولايات المتحدة قائم على أسس ليبرالية- حيث خصصت مبالغ ضخمة للتخفيف من تداعيات الأزمة قدرت بحوالي 800 مليار دولار، ويقدر مجموع ما ضحىه الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي حوالي 180 مليار دولار كما قامت الخزانة الأمريكية بطرح سندات خزينة وشراء القروض المتعثرة لإنقاذ المصارف والمؤسسات المالية الأمريكية.<sup>(2)</sup>

كما ساهم تحرير أسواق التمويل العقاري بإلغاء الحد الأقصى للإقراض وأسعار الفائدة على الودائع وإلغاء القيود على الائتمان في فتح المجال لزيادة التنافس بين البنوك والمؤسسات المالية وسرعة في نمو الائتمان العقاري حيث تتميز أسواق الرهن العقاري بمجموعة من الخصائص تتمثل في: <sup>(3)</sup>

<sup>(1)</sup> AIG: American International Group

<sup>(2)</sup> محمد الحسين، الأزمة المالية المعاصرة، مقال منشور على الموقع الإلكتروني :

[http://www.modon.org/index.php?act=print & chain =world ,F=13,t=45277](http://www.modon.org/index.php?act=print&chain=world,F=13,t=45277) (le 10/01/2009).

<sup>(3)</sup> نبيل حشاد، الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على الاقتصاد العربي "مقال منشور على الموقع الإلكتروني:

[http://www.isegs.com/forums/show\\_thread.php&=2335](http://www.isegs.com/forums/show_thread.php&=2335), (le 12/01/2009)

1) نسبة القروض إلى القيمة (نسبة القروض العقارية إلى قيمة السكن) ومدة القرض فارتفاع نسبة القرض إلى القيمة يفسح المجال أمام المقترضين لاقتراض المزيد بينما تسمح فترات السداد الأطول بالمحافظة على نسبة خدمة الدين<sup>(1)</sup> إلى الدخل في حدود يمكن استيعابها.

2) إمكانية تكرار الاقتراض بضمان قيمة السكن والسداد المبكر للقرض بدون رسوم فإمكانية الاقتراض بضمان القيمة المتراكمة للسكن تسمح للجمهور بالاستفادة

3) مباشرة من ثرواتهم السكنية والحصول على المزيد من القروض عند ارتفاع أسعار السكنات وتتسبب رسوم السداد المبكر في تقييد قدرتهم على إعادة تمويل قروضهم العقارية في حالة انخفاض أسعار الفائدة.

4) إنشاء أسواق ثانوية للقروض العقارية فكلما ازداد تطور أسواق القروض العقارية الثانوية سيجد المقرضون سهولة أكبر في الحصول على التمويل عبر أسواق رأس المال وتقديم القروض للجمهور إذا ما تساوت الشروط الأخرى.

وقد امتد تأثير الأزمة المالية الحالية إلى الأسواق والمؤسسات الأساسية في النظام المالي بعد ارتفاع حالات التعثر عن السداد في سوق الرهن العقارية عالية المخاطر وذلك في سياق عملية تصحيح رئيسية تشهدها السوق العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية حيث قامت المصارف وشركات العقار ببيع الديون إلى شركات التوريق التي أصدرت بموجبها سندات قابلة للتداول في أسواق البورصات العالمية من خلال عملية "التسديد" أو "التوريق"، وتوالت هذه العمليات - **عمليات التوريق** - والتي أدت بدورها إلى توسع الفجوة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي.<sup>(2)</sup>

(1) المقصود بخدمة الدين : سداد القسط مضاف إليه الفائدة المستحقة.

(2) مفتاح صالح، معارفي فريدة، **قراءة في الأزمة المالية العالمية، رؤية شرعية**، الملتقى الاقتصادي الأول،

06/05 مايو 2009م، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة - مرجع سابق - ص ص: 391-393.

من جهة أخرى ولتعزيز مركز السندات قامت البنوك والمؤسسات المالية بتأمين على السندات لدى شركات التأمين على أن يقوم حامل السند بدفع رسوم التأمين عليها ضمانا لسداد قيمة السندات من طرف شركة التأمين وهذا في حالة ما إذا أفلس البنك أو عجز صاحب العقار عن السداد.

كما قاموا برهن تلك السندات للاستفادة من أسعار الفائدة مما شجعهم على اقتناء المزيد من تلك السندات وخلال تلك الفترة تم إصدار أدوات مالية جديدة وهي: " المشتقات المالية " حيث تم المضاربة عليها في الأسواق المالية وبصورة منفصلة عن السندات، وكنتيجة لتلك الفروقات السعرية التي أرهقت أصحاب العقارات توقفوا على إثرها عن التسديد فقامت البنوك ببيع العقارات محل النزاع والتي رفض مالكوها الخروج منها، وكنتيجة لهذا النزاع بين البنوك وأصحاب العقارات انخفضت قيمة تلك العقارات بدءاً من عام 2007م، وأصبحت قيمتها أقل من قيمة السندات المتداولة والصادرة بشأها، فلم يعد في مقدور الأفراد سداد ديونهم حتى بعد بيع السندات التي بدأت قيمتها في الانخفاض، فأصبحوا مكبلين بالالتزامات المالية؛ وبفعل تضرر المصارف الدائنة من عدم السداد هبطت قيمة أسهمها في البورصة وأعلنت عدة شركات عقارية وشركات تأمين إفلاسها، فسيطر على أذهان المستثمرين حالة من عدم الثقة، مما دفع في اتجاه قيام المودعين بسحب ودائعهم وانعكس سلبياً على سيولة البنوك بالرغم من تدخلات البنوك المركزية والتي تجاوزت 500 مليار دولار، ونتيجة لذلك أعلنت هذه البنوك إفلاسها وتوالت الخسائر وانخفضت أسهم البنوك وشركات الاستثمار العقاري والنتيجة أصيبت الأسواق المالية بالشلل العام. (1)

(1) علي عبد الله شاهين، " الأزمة المالية العالمية، أسبابها وتداعياتها و تأثيراتها على الاقتصاد"، مقال منشور على الموقع الإلكتروني:

[http://www.ingazo.edu.pa/ar/colg\\_up\\_lood/News/documents \(le\\_12/01/2009\).](http://www.ingazo.edu.pa/ar/colg_up_lood/News/documents_(le_12/01/2009).)

وفي ظل تلك الظروف زادت الأمور توترا، خاصة مع إعلان شركة التأمين "AIG" والتي تعد من أكبر الشركات في العالم عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها اتجاه 64 مليون عميل تقريبا، مما دفع بالحكومة الأمريكي إلى منحها مساعدة مالية بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 79 % من رأس مالها إلا أن الكثير من المؤسسات المالية الأمريكية مثل " مورجان ستانلي " وكذلك "جولدمان سباكس"، أعلنت إفلاسها التام، إضافة إلى إفلاس بنك " LOMAN BROTHERS " في سبتمبر 2008م هذا وقد قدرت خسائر المؤسسات المالية حول العالم في يوليو 2008م ما يقارب 435 مليار دولار أمريكي.<sup>(1)</sup>

ورغم قيام البنك الفيدرالي الأمريكي بتخفيض أسعار الفائدة في يناير 2008م وذلك عبر تخفيض معدل فائدته ثلاثة أرباع النقطة إلى 3,50 % ، وهو إجراء ذو حجم استثنائي ثم تخفيضه تدريجيا إلى 2 % بين يناير و أبريل 2008م، وقيام عدد من البنوك المركزية الأخرى عبر العالم بتخفيض أسعار الفائدة، حيث قام البنك المركزي الأوروبي بخفض سعر الفائدة من 4,25 % إلى 3,75 %، واتخذت كل من البنوك في كندا والمملكة المتحدة، وسويسرا، والسويد نفس الإجراء بالتخفيض بمقدار 0,5 %.

ومن جهة أخرى وللتخفيف من حدة الأزمة-وليس لتجاوزها لأن تجاوز الأزمة يتوقف على آثارها التي من المتوقع أن تمتد لسنوات وحسب تقديرات اقتصادية إلى غاية عام 2013م -، قامت البنوك المركزية في مختلف أنحاء العالم بضخ أموال في سوق المال، حيث قام البنك المركزي الأوروبي بضخ أكثر من "69مليار أورو" -و- "14,2 مليار دولار" من البنك المركزي الياباني وكذلك قامت الحكومة البريطانية بدعم مبادرة لإنعاش سوق العقارات من الركود بتكلفة تصل إلى نصف مليار جنيهه إسترليني.

(1) عبد الله شحاتة، الأزمة المالية : المفهوم والأسباب، مقال منشور على الموقع الإلكتروني :

<http://www.isegs.com/forum/showthread.php?t=2335> (le 12/01/2009).

إن قرار الحكومة الأمريكية تخصيص مبلغ "700 مليار دولار" لضخها في القطاع المصرفي لم تغطي الديون المتعثرة سوى بنسبة 6% منها وهي غير كافية لمعالجة الأزمة وهو ما يفسر استمرار هبوط مؤشرات البورصة وكذلك محاولة البنك المركزي تقليص سعر الفائدة بهدف تشجيع البنوك على الاقتراض فيما بينها وتنشيط أداء البورصة لم تكن كافية للخروج من الأزمة.

### المطلب الثاني - التسلسل الزمني للأزمة المالية الحالية :

كما سبق ذكره اندلعت أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية مع بداية عام 2007م، حيث علت عدة مسببات لذلك من ندرة في السيولة في أسواق الائتمان وفي الأجهزة المصرفية العالمية مع بداية الانكماش في قطاع العقارات بالولايات المتحدة الأمريكية، والممارسات مرتفعة المخاطرة في الإقراض والاقتراض وقد ظهرت الأزمة في صورتها الحالية عندما انفجرت فقاعة سوق العقارات أخذت التسلسل التالي: (1)

✓ فيفري 2007 م: الولايات المتحدة الأمريكية تشهد ارتفاعاً كبيراً في عجز المقترضين عن دفع مستحقات قروض الرهن العقاري ما أدى إلى أولى حالات إفلاس لمؤسسات مصرفية متخصصة .

✓ جوان 2007 م: مصرف الاستثمار الأمريكي "BEAR STEARNS" هو أول بنك كبير يعاني من خسائر فادحة في قروض الرهن العقاري .

✓ أوت 2007 م: شهدت البورصات تدهوراً شديداً أمام مخاطر اتساع الأزمة المالية، وتدخلت البنوك المركزية في دعم سوق السيولة.

✓ سبتمبر 2007 م: بنك إنجلترا يقدم قرضاً إلى مصرف "NORTHERN ROCK" ليجنبه الإفلاس وقد تم بعد ذلك تأمينه.

(1) لمياء بوعروج، " الأزمة المالية الحالية، دراسة تحليلية لأسباب الحدوث و التداخيات على الاقتصاد العالمي والاقتصاد العربي"، الملتقى الاقتصادي الدولي الأول، 06/05 مايو 2009، جامعة الأمير عبد القادر، مرجع سابق، ص - ص : 366-367.

✓ أكتوبر 2007م: مصرف "يو - بي - إس" السويسري يعلن عن انخفاض قيمة موجوداته بـ: 4 مليار فرنك .

✓ نوفمبر 2007م: قرر البنك المركزي الأوروبي منح قروض جديدة للنظام البنكي بمبلغ 130 مليار دولار، وبالمقابل قام الاحتياطي الأمريكي بنفس الخطوة وبمبلغ 24 مليار دولار، وكذلك بالنسبة للبنك المركزي الياباني بمبلغ قدر بـ: 8,4 مليار دولار.

حيث تجاوزت هذه التدخلات في مجموعها بـ: 350 مليار دولار خلال خمسة أيام فقط وهدفت لتفادي حدوث نقص في السيولة ووقف انهيار الأسعار في البورصات والتي زادت مع توقيف نشاط العديد من صناديق المضاربة بالبنك الوطني الباريسي "BNP-PARISBAS" الذي قام بتوظيفها في العقار.

✓ ديسمبر 2007م: أنقذ بنك "NORTHERN ROCK" من الانهيار حيث كان يواجه انقضا بنكيا تمثل في إسراع مودعيه جماعيا لسحب ودائعهم منه في 14 ديسمبر 2007م وهي الظاهرة الأولى من نوعها في بلد شمالي منذ حوالي قرن من الزمن قبل قيام الحكومة بتأميمه في فيفري 2008م.

✓ جانفي 2008م: يوم زعر جديد للمالية الدولية بعد اكتشاف الاحتيال الذي ذهب ضحيته بنك "SOCIETE GENERALE" لتنهيار البورصات بالمعدلات التالية : (7,2% - فرانكفورت، (6,6% - ساوباولو، (6,3% - باريس، (5,5% - لندن، (5,1% - مكسيكو، (5,4% - شانغهاي، (3,9% - طوكيو.

✓ فيفري 2008م: الخزينة الفيدرالية الأمريكية تخفض نسبة الفائدة الرئيسية بثلاثة أرباع النقطة لتصل إلى حدود 3,50% و هو إجراء ذو بعد استثنائي حسب وصف الخبراء.

✓ مارس 2008م: الخزينة الفيدرالية الأمريكية تقول إنها مستعدة لتقديم مبلغ يصل إلى 200 مليار دولار إلى مجموعة محدودة من البنوك الكبرى .

✓ أفريل 2008م: نسبة الفائدة الرئيسية أو الموجهة تواصل انخفاضها التدريجي لتصل إلى حدود 2% .

✓ مايو 2008م: العملاق المصرفي الأمريكي "CHASE JP MORGAN" يعلن شراؤه لمصرف "BEAR STEARNS" والذي يعاني من صعوبات وهي العملية التي حظيت بدعم مالي من طرف الخزانة الفيدرالية الأمريكية.

✓ جويلية 2008م: الضغط يشتد على مؤسستي "FREDDIE MAC" و "FANNIE MAC" الأمريكيتين المتخصصين في إعادة تمويل القروض العقارية والخزانة الأمريكية تعلن عن خطة الإنقاذ لقطاع العقاري وهاتين الأخيرتين تمولان نصف القروض العقارية في السوق الأمريكية .

✓ سبتمبر 2008 م: بنك عالمي وهو "LEMAN BROTHERS" يعلن إفلاسه وهو البنك العالمي ذو المرتبة الرابعة بين أكبر بنوك الاستثمار عالميا ويعتبر أيضا من أكبر ممولي العقار. وهكذا شهدت سنة 2007م موجة كبيرة من تعثر المقترضين عن سداد القروض العقارية، ومعاناة العديد من البنوك ومؤسسات الإقراض الأمريكي تبعاً لذلك مما أدى إلى اتجاهها نحو سحب العقارات الضامنة لهذه القروض من مالكيها خلال سنة 2008م فكانت النتيجة إثارة الذعر والهلع في الأسواق المالية واندلاع الأزمة المالية العالمية.<sup>(1)</sup>

هذا وتواصلت مظاهر الأزمة المالية من خلال تباطؤ الطلب على قطاع الإسكان في الولايات المتحدة الأمريكية، بعد بلوغها القمة، والهزات القوية التي عرفتتها البورصات العالمية، بالإضافة إلى الزيادة في معدلات البطالة بسبب توقف وإفلاس وتصفية العديد من المؤسسات حيث عرف سوق التشغيل فقدان حوالي 20 مليون وظيفة، وكذلك انخفاض في معدلات الاستهلاك والإنفاق والادخار والاستثمار وزيادة حدة الكساد الذي دفع بحكومات الدول الغربية إلى انتهاج سياسات التقشف. وهو ما أدى إلى اندلاع اضطرابات وغلجان اجتماعي كما حصل في اليونان: (فيفري 2010)، وكذلك البرتغال: (مايو 2010)، واسبانيا مؤخراً (مايو 2011)، وكذلك يدور الجدل حالياً حول موضوع الديون السيادية ومنها بالخصوص تلك المرتبطة

(1) إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية الإسكندرية،

بالاتقصاد الأمريكي، خاصة بعد المخاوف التي انتابت العديد من الدول حول إمكانية تحصيل هذه الديون والتي تعبر في مضمونها عن استمرار صدى الأزمة المالية العالمية.

### المطلب الثالث - التحولات التي عرفتها الأزمة المالية الحالية :

لقد عرفت الأزمة المالية الحالية عدة تحولات مست النشاط الاقتصادي انطلاقاً من قطاع العقار ثم القطاع المالي وصولاً إلى الاقتصاد الحقيقي عامة.

#### أولاً- من أزمة الرهن العقاري إلى أزمة مالية :

لقد انتقلت أزمة الرهن العقاري إلى كامل النظام المالي بفعل عدوى الأزمات، والتي كانت تقنية التوريق "التسديد" إحدى العوامل الرئيسية فيها وتتم وفق خطوتين الأولى جمع أصول متشابهة ذات طبيعة غير سائلة بمعرفة الدائن الأصلي في محفظة مرجعية ثم تنقل حيازتها إلى شركة ذات غرض خاص تتولى في خطوة ثانية تمويل حيازة هذه الأصول عن طريق إصدار أوراق مالية قابلة للتداول بضمان هذه الأصول ويتم بيعها لمستثمرين في السوق المالية بعد الحصول على تصنيف ائتماني لها .

إن ما يدفع المستثمرين للإقبال على الاكتتاب بشكل كبير في هذه السندات هو الرغبة في تعظيم أداء صناديقهم الاستثمارية نظراً للعائد المرتفع نسبياً الذي تضمنه المددودية العالية لها لكن الإشكال يكمن في إسراف المؤسسات المالية في توريق الديون والذي تولد عنه اختلال ضخم في نسبة المديونية إلى الأصول الحقيقية التي تغطيها وبالتالي زادت إمكانية تجسد المخاطر وعلى رأسها مخاطر السيولة في حالة عجز إحدى المؤسسات المالية أو مقترضها عن السداد.

كما حصل أن المستثمرين في سندات الرهن العقاري قاموا بالاقتراض لشراؤها ثم الاقتراض بضماناتها على اعتبار أنها مسندة لأصول حقيقية. بمعنى أنهم استخدموا ديوناً للحصول على مزيد من الديون ما يعني ابتعاد الأصل المالي عن الحقيقي بخطوة ثانية، كما أنهم قاموا بضمان هذه السندات لدى شركات تأمين التي تعهدت -مقابل أقساط تأمينية- بدفع قيمتها في حال عجز

البنك المصدر عن الوفاء بالتزاماته، وهو أمر مستبعد حدوثه على نطاق واسع لكن العكس ما حدث جار شركات التأمين إلى الهاوية .

من جانب آخر قام المقترضون في الوقت الذي شهد ارتفاعا مذهلا لقيم مساكنهم برهنها مقابل الحصول على قروض من بنوك أخرى<sup>(1)</sup> لأغراض استهلاكية، وقامت البنوك المقرضة هي الأخرى بتوريق هذه الديون وبيع السندات في السوق المالية .

وفي خطوة أخرى قامت البنوك بإصدار مشتقات مالية بغرض المضاربة على فروق أسعار هذه السندات، وبالتالي حملت العقارات والمساكن بعدد كبير من القروض التي تفوق قيمتها، وانقطعت الصلة بين حملة السندات والمقترضين بضمان العقارات، حيث بلغ حجم المشتقات المالية التي تسببت في الأزمة الحالية إلى رقم خيالي هو: 500 تريليون دولار<sup>(2)</sup> وهو رقم ضخم مقارنة بحجم الاقتصاد الحقيقي المقدر بـ: 60 تريليون دولار وحجم السوق الأمريكي المقدر بـ: 30 تريليون دولار أي أن المشتقات المالية التي تقدر بأضعاف إجمالي الاقتصاد العالمي كانت تتحرك بعيدا عن أنظمة الرقابة.

وهكذا أصبح الجميع يتنازع على ملكية أو الحقوق على العقارات، فصاحب العقار يظن أن له حقا فيه لأنه اشتراه، وشركات التمويل العقاري والبنوك المقرضة تظن أن لها حقا في العقار لأنه مرهون لها، والمؤسسات الأخرى التي أعاد المشتري رهن العقار لها مقابل قرض جديد تظن أن لها حقا فيه، وشركة التأمين تقول أن لها الحق فيه،،، بمعنى أن للعقار الواحد حقوق للعديد من الأطراف بأضعاف قيمته .

(1) 59 % من مقترضي بنك : SUBPRIMES

(2) وفقا لمعطيات بنك التسويات الدولي، وهو أحد مؤسسات البنك الدولي.

ومن المعروف أن المؤسسات المالية المقدمة للقروض "السندات" رغم بيعها تعتبر مسئولة مع شركة التوريد على متابعة تحصيل الأقساط والفوائد وتسليمها لحملة السندات، وبتوقف المقترضون عن السداد تركت المنازل التي أصبحت قيمتها أقل بكثير من قيمة القروض للمؤسسات المالية، فضلا عن عدم تمكن هذه المؤسسات من بيعها للركود الحاصل في سوق العقارات، فأصبحت هذه القروض رديئة ولا يمكن تحصيلها علما أنها ممولة أصلا من ودائع عملاء آخرين.

من جانبهم بدأ العملاء وبسبب فقدهم الثقة في البنوك بسحب جماعي لأموالهم، فعجزت معه المؤسسات المالية وأعلنت إفلاسها<sup>(1)</sup>، في المقابل انخفضت أسهمها فأدى ذلك إلى انهيار الأسواق المالية، ومثالا على ذلك مؤسسة: "New Century Financial Corporation" التي انخفضت قيمة أسهمها في البورصة بمقدار 90% مما أدى إلى انهيار أسهم الصناعة المالية الإقراضية عبر قناة البنوك المساهمة في مؤسسات التمويل العقاري، ومنه انتقلت العدوى إلى سوق الإقراض بين البنوك التي باتت تخشى عدم قدرتها على استرجاع أموالها بسبب عدم معرفتها مدى تورط البنوك الأخرى ورفضت إقراضها حتى للفترة القصيرة والقصيرة جدا، الأمر الذي أدى في نهاية المطاف إلى شلل السوق النقدي وبالتالي كامل النظام المالي .

وفيما يخص الأسواق المالية فشهدت في البداية أزمة ثقة في الفترة الممتدة بين شهري فيفري ومارس 2007م، قبل أن تبلغ أشدها في منتصف شهر جويلية بعد إعلان انهيار صندوق تحوط تابعين لبنك: "BEAR STEARNS" الأمريكي ثم في يوم 9 أوت (الثلاثاء الأسود) ازداد الأمر شدة بإعلان تجميد ثلاث صناديق نشطة للبنك الفرنسي: BNP PARIBAS" مما أدى إلى خسارة مؤشر: "CAC40" لـ 78 نقطة بنسبة (2,17% -) في ذات اليوم نظرا للوزن الكبير لسيولة صناديق التحوط في الأسواق المالية، لتنتقل العدوى إلى باقي الأسواق وانتقلت لدول أخرى بسبب العولمة المالية وانفتاح الأسواق المالية على اعتبار أن

(1) زبائن البنك البريطاني: "NOTHERN ROCK" سحبوا 12% من إجمالي ودائعه خلال ثلاث أيام.

ضخامة السوق الأمريكي اجتذبت المستثمرين من باقي دول العالم بحثا عن مردودية كبيرة ومضمونة لحد كبير وكذلك لاعتياد المستثمرين على استثمار أموالهم في عدة أسواق لتعويض الخسارة التي يمكن التعرض لها في إحدى هذه الأسواق، كما أن ظهور بواذر الانكماش الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية ينعكس على صادرات البلدان الأخرى وعلى أسواقها المالية نظرا لأهمية حجم الواردات الأمريكية التي مثلت سنة 2006م أكثر من 15% من إجمالي الواردات العالمية (حسب إحصائيات المنظمة العالمية للتجارة OMC) .

### ثانيا - من أزمة مالية إلى أزمة اقتصادية:

لم تقتصر الأزمة المالية على الجانب المالي بل تجاوزته لتصيب الجانب الحقيقي للاقتصاد أي أنها تحولت من كونها أزمة مالية إلى كونها أزمة اقتصادية شاملة ما أدى إلى تراجع معدلات النمو بشكل حاد خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية ودول الاتحاد الأوروبي واليابان، وظهرت أولى معالمها على هذا الصعيد في الصعوبات الكبيرة التي واجهت شركات صناعة السيارات (على غرار شركة جنرال موتورز) وهذا مؤشر واضح من ضمن مؤشرات عديدة على أن الاقتصاد العالمي يدخل في ركود حاد أكثر حتى من ركود عقد الثلاثينات من القرن الماضي وقد انتقلت الأزمة إلى الاقتصاد الحقيقي عبر عدة قنوات أبرزها: (1)

1) غلاء القروض من جديد رغم جهود البنوك المركزية لتخفيف الضغط على السوق إلا أن معدلات الفائدة ارتفعت وأصبح من غير مصلحة المؤسسات والأفراد الاقتراض وهذا ما يعرف بأزمة الائتمان "Crédit Crunch" التي تكبح الاستثمار والاستهلاك وبالتالي النمو.

(1) PIERE -ANTOINE DELHOMMAIS, CLAIRE GATIONOIS et ANNE MICHEL , la crise financière en questions, le monde, 16 septembre 2008.

2) تأثر الذمة المالية وانهايار كل من الأسواق المالية وسوق العقار عبر تدني قيمهما. يمثل هدم للثروة، الأمر الذي يؤثر على سلوك الأسر والمؤسسات.

3) الانتظار بفعل عدم استقرار الجهاز المصرفي والخشية من الانهيار المتواصل لمؤسسات الإقراض يؤثر على نفسية كل المتعاملين الاقتصاديين الذين يفضلون انتظار هدوء العاصفة قبل اتخاذ أي قرار.

### المطلب الرابع - أسباب الأزمة المالية الحالية :

يمكن تقسيم أسباب الأزمة المالية الحالية إلى أسباب مباشرة وأخرى غير مباشرة، أما الأسباب المباشرة فتعود إلى ممارسات معينة في مجال العمل المالي يقوم عليها الاقتصاد الرأسمالي الذي يسود العالم حاليا وفي ظل العولمة المالية التي تعتبر من ابتكاراته، والأسباب غير المباشرة المرتبطة بأسباب هيكلية تتصل بطبيعة النظام الرأسمالي والفلسفة التي يقوم عليها والتي أدت إلى اختلال في البيئة الاقتصادية. (1)

#### أولا - الأسباب المباشرة للأزمة :

وتتمثل المسببات المباشرة للأزمة المالية الحالية في :

#### 1) المعاملات الحاصلة في موضوع الرهن العقاري :

وصورتها أن يتم التعاقد بعقد ثلاثي الأطراف بين مالك العقار والمشتري والممول (بنك أو شركة لتمويل العقارية) على أن يقوم المالك ببيع العقار للمشتري بمبلغ معين ويدفع المشتري جزءا من الثمن (10% مثلا) ويقسط الباقي إلى أقساط طويلة الأجل ويقوم الممول في ذات العقد بدفع باقي الثمن للبائع مباشرة والذي يحيل حقوقه بموجب حوالة حتى ينتقل فيه الدين للممول الذي يعتبر قرضا في ذمة المشتري، مقابل رهن العقار للممول كضمان ويسدد القرض

(1) محمد عبد الحليم عمر: قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية، الملتقى الاقتصادي الدولي الأول 06/05

مايو 2009م، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، ص - ص: 263-266

على أقساط طويلة الأجل (ما بين 15 - 30 سنة) بفائدة تبدأ عادة بسيطة في السنتين الأوليتين ثم تتزايد بعد ذلك، ويسجل العقار باسم المشتري ويصبح للمالكه حق التصرف فيه بالبيع أو الرهن .

وقد كان موضوع الرهن العقاري السبب الرئيسي المباشر للأزمة المالية الحالية لأن البنوك أهملت في التحقق من الجدارة الائتمانية للمقترضين وأغرتهم بفائدة بسيطة في الأول ثم تزايدت وتوسعت في منح القروض مما خلق طلبا متزايدا على العقارات وشجع ذلك الأفراد على شراء أكثر من منزل للمضاربة على ارتفاع أسعارها وكسب الفرق رغم أن دخل الواحد منهم لا يكفي لسداد أقساط قرض واحد وهكذا إلى أن تشبع السوق، فانخفضت أسعار العقارات وعجز المقترضون عن السداد ولقد قامت البنوك ببيع هذه القروض إلى شركات التوريق التي أصدرت بها سندات وطرحتها للاكتتاب العام، وبالتالي ترتب على الرهن العقاري كم هائل من الديون يرتبط بعضها ببعض في توازن هش، فلما انخفضت أسعار العقارات عجز المقترضون عن تحقيق مقصودهم وتوقفوا عن السداد فأدى ذلك إلى تفاقم المشكلة .

إضافة إلى ذلك كثيرا ما يقوم المشترون ببيع العقار المرهون أو رهنه مقابل قرض جديد بفائدة، وبالتالي يتحمل العقار الواحد حقوق رهن متعددة وما حدث في الأزمة أنه عند توقف المقترض عن السداد لم تكف قيمة العقار المرهون عن سداد المقترضين.

## 2) انتشار الفساد والاحتيايل المالي:

تعتبر العوامل المرتبطة بالفساد والاحتيايل المالي أسباب مباشرة في الأزمة المالية الحالية ومن صورها:

### أ- التلاعب في الأسواق المالية :

يؤثر التلاعب في الأسواق المالية على استقرارها و توازنها بالشكل الذي يؤدي إلى إحداث الأزمات المالية، حيث ينصرف مفهوم التلاعب في الأسواق المالية إجمالاً إلى التصرفات التي يقوم بها متداول أو مجموعة من المتداولين لإحداث فرق مقصود بين سعر الورقة المالية وقيمتها بهدف الحصول على ربح على حساب بقية المتداولين في السوق وقد وجد التلاعب في الأسواق المالية

منذ نشأتها إذ عادة ما يشير الباحثون في هذا المجال إلى التلاعب الذي كان يحدث في سوق أمستردام المالي. (1)

ويقترح NELE MANS (2007م) تعريفا للتلاعب يتضمن ما سماه بضغط السعر Price pressure والذي يعبر عن إسهام التداول في تغيير السعر ويعد تلاعبا بناء على التعريف كل تداول يولد ضغط كبير على السعر غير المدعوم بمعلومات تبرره، ويرتبط مفهوم التلاعب بمفاهيم أساسية تتعلق بالقيمة والسعر والمقصود بالسعر الثمن المعلن للصفقة في السوق المالي أما القيمة فهي ثمن المثل أو الثمن العادل الذي يعكس القيمة الفعلية للورقة المالية. (2)

ويمكن تصنيف التلاعب إلى الأنواع الثلاث التالية: (3)

\* التلاعب المؤثر في القيمة : ويحدث عندما يقوم المتلاعب بتصرف يؤثر على قيمة الورقة المالية وفي الغالب يكون هذا التلاعب من متخذي القرار في شركات المساهمة، ومن حالات التلاعب التي تذكر عامة تحت هذا النوع ذلك المرتبط بقرارات الاندماج والاستحواذ مثل إعلان عن تقديم عرض لشراء أو دمج شركة ما ما يؤدي إلى رفع سعر الشركة المستهدفة فيقوم المعلن ببيع ما يملكه من أسهمها، ويعلن بعد ذلك أن المفاوضات قد تعثرت وتم العدول عن العرض.

\* التلاعب المؤثر في السعر من خلال بث معلومات مضللة : ويحدث عندما يقوم المتلاعب بنشر معلومات غير صحيحة أو معلومات صحيحة ولكن معروضة بطريقة يمكن تفسيرها

(1) LEINWEBER and MORDHAVAN, three hundred yours of stock market manipulations , the journal of investing 10, 2001, pp :07-16

(2) محمد بن إبراهيم السحيباني ، التلاعب في الأسواق المالية، البعد الاقتصادي، ورقة عمل مقدمة في ندوة المضاربة والتلاعب في الأسواق المالية والأبعاد الاقتصادية والقانونية والشرعية ، الهيئة العالمية الإسلامية للاقتصاد والتمويل، الرياض، بتاريخ 03/05 /2008.

(3) ALLEN and GALE, stock price manipulation, the Review of financial studies5,1992,pp :503,529.

نقلا عن: محمد بن إبراهيم السحيباني، التلاعب في الأسواق المالية، البعد الاقتصادي، مرجع سابق.

بشكل خاطئ مما يؤدي إلى التأثير في التوقعات حول القيمة ويدخل ضمن ذلك نشر شركة المساهمة معلومات مضللة حول وضعها المالي وقيام بعض المحللين بالتوصية أو إعطاء معلومات إيجابية لأسهم يملكونها، ويلاحظ أن لتطور تقنيات المعلومات والاتصالات وخاصة الانترنت والهاتف المحمول سهّل من عملية نشر المعلومات المضللة حول قيم الأسهم.

\* التلاعب المؤثر في السعر من خلال تداولات مغررة : ويحدث عندما يقوم المتداول بتنفيذ عمليات تحدث آثار مباشرة على الأسعار والكميات المتداولة في السوق مما يؤدي إلى التأثير على توقعات بقية المتداولين في السوق حول قيمة الورقة المالية محل التداول، وهي أكثر أنواع التلاعب شيوعاً وقد يكون التداول الذي يتم عبر هذه الوسيلة حقيقياً استناداً للقوة المالية للمتلاعب، أو صورياً من خلال التواطؤ مع مجموعة من المتداولين لإحداث نشاط مصطنع في السوق .

هذا وقد ساهم التلاعب الحاصل في الأسواق المالية في تفعيل الأزمة المالية الحالية خاصة مع انتشار خسائر كبيرة في الأسواق المالية ساهمت في انتشار عدوى الأزمة وتأثر قنوات التمويل الرئيسية مما أحدث خوف وذعر لدى فئة كبيرة من المتداولين في الأسواق المالية مما جعلهم ينفرون من استثمار أموالهم في سوق الأوراق المالية لغياب الثقة فيها وانتشار الذعر الناجم عن :  
✓ تواطؤ السماسرة أو صناع السوق في التحكم بالعروض والطلبات من ثم الأسعار عند مستويات لا تعكس قوى العرض والطلب الفعلية في السوق.

✓ استخدام طلبات وعروض مصحوبة ببعض الصفقات لإيهام الآخرين بارتفاع أو انخفاض السعر وهذه الصورة لا تعتمد على الأوامر السوقية بل على الأوامر المقيدة، ولهذا تختلط بالتداول المشروع للتاجر الذي يهدف إلى القيام بدور صانع السوق من خلال توفير العروض والطلبات لبقية المتداولين.

✓ قيام المستشار المالي ببث معلومات غير صحيحة أو تضخيم أثر المعلومات الصحيحة أو إصدار توصيات لعدد هائل من المستثمرين لرفع السعر ثم البيع أو التخفيض السعر ثم الشراء.

✓ قيام مصدر السهم أو مستشاره الاستثماري بنشر تقارير متحيزة أو معلومات مضللة عن أداء الشركة ومستقبلها بهدف الترويج للإصدارات الجديدة التي يقومون بتسويقها على جمهور المستثمرين.

✓ تعاون المتلاعب مع بعض الإعلاميين والمحللين الماليين لكتابة أخبار جيدة عن السهم على أن يكون لهم جزء من الربح المحقق.

ومن نتائج التلاعب الحاصل في السوق المالي حدوث تأثير سلبي على كفاءة أسعار السوق وغبن جمهور المستثمرين في السوق مما يقلل من جاذبيته لرؤوس الأموال وزيادة حدة تقلبات الأسعار والكميات بالإضافة إلى تشويه الأسعار وسوء تخصيص الموارد الاقتصادية الذي يؤدي إلى إعادة توزيع الثروة من جمهور المستثمرين إلى قلة من المتلاعبين.

### ب- الفساد المالي والمحاسبي:

لقد سبق اختلال أسواق المال العالمية وانتشار عدوى الأزمة المالية الراهنة حدوث انهيار لكبريات الشركات العالمية-خصوصاً الشركات الأمريكية-نتيجة لفساد أنظمتها المالية واستخدامها لطرق محاسبية معقدة بغية إخفاء خسائرها والتلاعب بحقوق أصحاب المصالح كالمساهمين والدائنين والموردين، الخ.

وفي هذا الإطار شهد العالم في سنة 2002م انهيار العديد من الشركات الكبرى من بينها شركة ENRON (إحدى شركات الطاقة الضخمة) والتي صاحب انهيارها انهيار واحدة من أكبر شركات التدقيق في العالم Arthur Anderson لثبوت تطورها في التلاعب المالي الذي تم في شركة ENRON .

حيث تعد شركة "إنرون ENRON" واحدة من أكبر الشركات بالعالم والعاملية بمجال الغاز والطاقة لها فروع كثيرة وعديدة وهي مدرجة بالسوق المالي الأمريكي وقد تعرضت الشركة في نهاية سنة 2001م لمشاكل كبيرة أرجعها أغلب المحللين الاقتصاديين إلى عوامل مرتبطة بفساد نظامها المالي والتلاعب في قوائمها المالية من طرف دوائر على علاقة بصناعة القرار في الشركة

وحسب ما جاء في تقرير لجنة التحقيق المعنية (1) فإنه بتاريخ 2001/10/16م أعلنت شركة ENRON تخفيض أرباحها بمبلغ 544 مليون دولار وكذلك عن تخفيض حقوق ملكية المساهمين بمبلغ 1,2 بليون دولار والمشكلة الحقيقية بدأت بعد بضعة أشهر من الإعلان الأول حيث أعلنت الشركة عن إعادة هيكلة قوائمها المالية للفترة الواقعة بين 1997م -و- 2001م معللة ذلك بسبب الأخطاء المحاسبية، ومن الجدير بالذكر أن إعادة هيكلة القوائم المالية للفترة 1997م - 2001م بينت تخفيضات في الأرباح وفي مقدار حقوق الملكية فاقت الإعلان الأول في: 2001/10/16.

كما كشف التقرير (2) عن تورط العديد من موظفي الشركة في معاملات مشبوهة وعن تلقي مبالغ مالية كرشاوي من طرف شركات ذات علاقة بـ ENRON ومنها على الخصوص شركتي LJM1 و LJM2 حيث بينت اللجنة بعد الفحص والتحري بأن العمليات المحاسبية التي تمت مع الشركتين السابقتين كانت عمليات ذات هيكلة مغلوبة ومخالفة للمبادئ المحاسبية المتعارف عليها مع العلم أن تلك العمليات تمت تحت موافقة وإشراف مدققين ومستشارو الشركة الخارجيين Arthur Anderson والدليل على ذلك المبلغ المدفوع لهم مقابل تلك الاستشارات والبالغ 5,7 مليون دولار والذي جاء ذكره ضمن تقرير مجلس الإدارة.

هذا وقد أثرت تلك الأحداث في مكانة وسمعة الشركة وجعلت المستثمرون في السوق المالي يفقدون الثقة في الأصول المالية لـ ENRON، مما أدى إلى انهيارها في أقل من شهر وإعلان إفلاسها وخسارة مالكي أسهم الشركة لمبالغ ضخمة أدى بدوره إلى اضطراب في عمليات التداول داخل بورصات الأوراق المالية خاصة مع توالي انهيار شركات كبرى أخرى، والأمر

(1) POWERS WILLIAM, original documents, ENRON Financial statements for 5 years and Powers Report, April 4, 2002, department of accounting college of Business administration, university of Illinois at Chicago website .

(2) المرجع السابق

الذي يهمننا هنا هو مادام شركة ENRON مدرجة ضمن السوق المالي الأمريكي فأين جهات الرقابة في ذلك السوق ؟ وكيف أغفلت عن الرقابة عن تلك التعاملات ولمدة زمنية كانت كافية لتجنيب السوق المالي اضطراب واختلال مؤثر في نشاطه ؟.

### 3) التقلب في أسعار الفائدة :

وفي هذا يلاحظ أن عمليات التمويل العقاري من طرف المؤسسات المالية والمصرفية ومختلف عناصر هذه العمليات التي كانت سبب رئيسي في الأزمة المالية الحالية تقوم على أساس أسعار الفائدة على القروض أو مختلف الأدوات المالية الناتجة عن التمويل العقاري سواء كانت الفائدة بسيطة أو مركبة، وينتج عنها حدوث اختلال بين معدلات العائد المتوقعة ومعدلات العائد الفعلية بسبب حدوث تقلب في سعر الفائدة السوقي خلال مدة القرض أو الاستثمار، وترتبط معدلات الفائدة بالسندات المتداولة في السوق المالي وللتغيرات الحاصلة في أسعار الفائدة أثر مباشر على استقرار عمليات التداول في الأسواق المالية وكذلك بالنسبة لتداول باقي الأصول المالية.

وللمزيد من التوضيح حول دور التقلب في أسعار الفائدة في حدوث اختلال في السوق المالية نفرض<sup>(1)</sup> أن لدى مستثمر سندا قيمته الاسمية: 1000 دولار بفائدة 8% ويستحق عام 2020م وصادر عن هيئة مالية عالمية ذات سمعة جيدة وأن سعر الفائدة السائد في السوق قد ارتفع إلى: 12% وفي الوقت نفسه قامت هيئات أخرى ذات سمعة جيدة بإصدار سندات طويلة الأجل بفائدة: 12% (سعر الفائدة السائد في السوق) من خلال هذه المعطيات يترتب ذلك في انخفاض سعر السند الأول في سوق الأوراق المالية لأن حامله سيقومون بالتخلص منه بالبيع بسبب زيادة سعر الفائدة السوقي ومن ثم التوجه بالأموال التي حصلوا عليها إلى شراء

(1) حسين بني هاني، الأسواق المالية طبعها تنظيمها، أدواتها المشتقة، مرجع سابق، ص 194

السندات الصادرة بمعدل فائدة 12% وفي حالة ما لم تقدم الهيئات الأخرى بإصدار سندات بفائدة 12% في هذه الحالة لم يبق أمام المستثمرين الذين يحملون سندات بفائدة 8% إلا التخلص منها بالبيع وإيداع الأموال التي حصلوا عليها في ودائع مصرفية بسعر الفائدة السوقي، أما في حالة انخفاض سعر الفائدة السوقي فإن المستثمرين يتجهون بأموالهم إلى سوق الأسهم بسبب انخفاض العائد المحقق في الاستثمار بالسندات<sup>(1)</sup> وذلك لكون العائد منخفضا في مجال الاستثمار في السندات، وكذلك في حالة ما إذا بقيت أسعار الفائدة على السندات عالية بما فيه الكفاية فإن هذا من شأنه أن يحول جزءا كبيرا من الأموال من سوق الأسهم إلى سوق السندات وبذلك تنخفض أسعار الأسهم وترتفع أسعار السندات وهو مؤشر على حدوث اختلال في حركية التداول في السوق الماليــــــــــــة.

مما تقدم يتضح لنا أن التقلبات في أسعار الفائدة تؤثر في جميع الأوراق المالية لكن بنسب متفاوتة وما حدث في الأزمة المالية الحالية يرتبط ارتباطا مباشرا بسعر الفائدة المتعلقة بنشاط التمويل العقاري والتي أدى تضاعفها إلى انهيار الأسعار في السوق العقاريــــــــــــة.

#### 4) المشتقات المالية :

وتعرف المشتقات المالية بأنها عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل التعاقد وهي كعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو الفوائد وإن انتقال ملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري<sup>(2)</sup>، وتبنى أو تشتق هذه المشتقات من عقود أساسية لأدوات استثمارية كأوراق المالية والسلع والعملات الأجنبية،، الخ.

وتتعدد أدوات المشتقات المالية ومنها :

(1) سيد هوارى، إدارة البنوك، مكتبة عين شمس، ط 1، القاهرة 1987، ص 173

(2) محمد الشرافي، الأزمة المالية العالمية، رؤية اقتصادية وشرعية، منشور على :

أ- العقود الآجلة: تعرف بأنها اتفاق بين طرفين على بيع أو شراء أصل مالي أو عيني بسعر محدد عند إبرام العقد على أن يتم التسليم أو التسوية مستقبلا من خلال تاريخ يتم تحديده وقت إبرام العقد.

ب- العقود المستقبلية - Futures: عبارة عن اتفاق بين طرفين تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم في الوقت اللاحق ويترتب على طرفي العقد إيداع نسبة مالية لدى بيت السمسرة وتسمى "هامش الضمان" للحماية من المخاطر التي يمكن أن تترتب عن عدم قدرة أحد الطرفين على الوفاء بالتزاماته.

ت- عقود المبادلة - SWAPS: وتمثل التزاما بين طرفين على مبادلة قدر معين من الأصول المالية أو النقدية أو العينية تتحدد وقت إبرام العقد على أن يتم التسليم في الوقت لاحق محدد مسبقا.

ث- عقود الخيارات - Options: وهي عقود تعطي لحاملها الحق في الشراء أو بيع أصل مالي أو عيني قبل تاريخ الاستحقاق بسعر يتم الاتفاق عليه يسمى "سعر الخيار" وذلك نظير علاوة تدفع للبائع من طرف مشتري الخيار، ولا ترد هذه العلاوة سواء تم تنفيذ العقد أو لم ينفذ.

وما حدث في الأزمة المالية الحالية أنه تمت عقود المستقبلية على سندات التمويل العقاري وعلى أسهم البنوك المقرضة وشركات التمويل العقاري والشركات العقارية على أمل ارتفاع أسعارها، وحينما بدأت الأزمة وتم فقدان الثقة في السوق المالية سارع الجميع إلى تصفية مراكزهم المالية فانهارت هذه الأدوات المستعملة وكذلك الأمر بالنسبة لعقود الخيارات فإنه مع بداية الأزمة تم التخلص من مختلف الأدوات المالية المرتبطة بحق الخيار في الشراء أو البيع وبالتالي تقلص التعامل بهذه الأدوات وفقدت السوق المالية عدة نقاط من مؤشراتهما.

وتأثير المشتقات المالية في الأزمة المالية الحالية يظهر في أن التوسع في اشتقاق أدوات مالية جديدة تعتمد على توقعات بتحقيقها أرباح في المستقبل ونظرا لانهيار أسعار الأسهم والسندات

الصادرة عن البنوك والشركات الاستثمارية أهدرت قيمة هذه المشتقات وحدث زعر في الأسواق المالية نتيجة لإصرار الجميع على تصفية مراكزهم المالية فانخفضت مؤشرات الأسواق بشكل كبير أدى إلى شللها. (1)

### 5 أساليب المضاربات قصيرة الأجل :

من بين الأسباب التي أشعلت نيران الأزمة المالية الحالية تلك المضاربات التي تقوم على توقعات المضاربين بتغير الأسعار في الفترات القصيرة لكسب فروق الأسعار وزيادة حجم التعامل حتى لمن لا يملك مالا ولا أوراق مالية، حيث عبر عنها الاقتصادي الفرنسي "موريس آلية" بقوله: (2) " من الممكن أن تشتري بدون أن تدفع وأن تبيع بدون أن تحوز أي بدون أن تملك ما تبيعه."

وتتم المضاربات قصيرة الأجل من خلال عدة آليات منها :

أ- البيع على المكشوف : "البيع القصير" يتمثل في بيع أوراق مالية مقترضة أملا في انخفاض سعرها فإن حدث ذلك قام المضاربون بشراء الأوراق المالية المباعة وإعادتها إلى مالكيها. وعرفته الموسوعة الأمريكية بأنه: (3) "بيع يحدث عندما يقوم شخص ببيع أسهم لا يملكها بعد".

وكذلك يعرف: (4) "بيع أوراق مالية مقترضة على أمل أن ينخفض السعر ثم شرائها وإعادتها لمالكيها".

(1) مفتاح صالح، معارفي فريدة، قراءة في الأزمة المالية العالمية رؤية شرعية إسلامية، الملتقى الاقتصادي الدولي الأول، 05-06 مايو 2009م، مرجع سابق، ص-ص، 385-412.

(2) موريس آلية، الشروط النقدية لاقتصاد السوق، من درس أمس إلى إصلاح الغد، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، 1993م، ص 22.

(3) The encyclopedia Americana, NEW YOURK, American corporation international Head quarter; Edition; 1989, !v17, p 256.

(4) FREDRIC ALING, investment 4 the New York, prentice haling, New jersey, p/ 526.

ب- التعامل بالهامش : من بين أساليب المضاربات قصيرة الأجل في السوق المالية ويعرف بأنه<sup>(1)</sup>: «نقود يقدمها عميل كدفعة جزئية من ثمن شراء ورقة مالية بموجب عقد أجل.» وكذلك يعرف<sup>(2)</sup>: «قيمة عملية ما مودعة كضمان بانتظار إتمام هذه العملية لاحقاً.»

وفي تعريف آخر أكثر دقة<sup>(3)</sup>: «التعامل بالهامش عبارة عن دفع المشتري جزءاً من المال واقتراض جزء آخر منه من السمسار الذي يتعامل معه مقابل فائدة شهرية عليه لشراء كمية أكبر من الأوراق المالية ثم رهن هذه الأوراق المشتراة لدى السمسار كضمان للقرض.»، وتعني نسبة الهامش المبلغ الذي يملكه المشتري منسوباً إلى مجموع المال المستثمر<sup>(4)</sup>، وعدم التحكم في هذه النسبة قد يؤدي إلى زيادة حدة المضاربات وتفاقم الضغوط التضخمية في السوق المالية لذلك فهي تخضع لقوانين صارمة تتغير تبعاً للظروف الاقتصادية وعن طريق السلطات المالية.

ويتميز التعامل بالهامش بارتفاع درجة المخاطرة فيه فكان من أسباب أزمة الكساد لسنة 1929م ويظهر تأثيره السلبي عندما تبدأ الأسعار بالهبوط حيث يسارع السماسرة بمطالبة العملاء بسداد الفروق حفاظاً على نسبة الحدود وإن عجزوا عن السداد باع السماسرة الأوراق المالية المودعة لديهم كضمان وهو ما يؤدي إلى انهيار الأسعار وبالتالي انهيار السوق<sup>(5)</sup> حيث أن هذه المضاربات تتم غالباً بواسطة المضاربين الذين لا تتوفر لديهم القدرة على دراسة أحوال

(1) حسين عمر، الموسوعة الاقتصادية، دار الفكر العربي، ط 4، القاهرة 1992م، ص: 547.

(2) باز فريدي و آخرون، معجم المصطلحات المصرفية، مرجع سابق، ص: 81.

(3) أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 425 وأنظر :

JOHN and JORDAN, dictionary of finance and investment terms, p :24.

(4) شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص: 188.

(5) نفس المرجع السابق، ص 189.

السوق، وأن التوسع فيها وخاصة من كبار المضاربين يعمل على توجيه السوق بما يحقق لهم مصالحهم وبما يفسد السوق ويضر بالمتعاملين الآخرين وعندما ظهرت الأزمة سارع الجميع إلى تصفية مراكزهم فاختل السوق المالي وانهارت البورصات العالمية.

### 6) التوريق « بيع الدين » :

ويتمثل التوريق في قيام البنوك وشركات التمويل العقاري ببيع دين القروض المتجمعة لديها على العملاء الذين اشتروا العقارات إلى إحدى الشركات المتخصصة والتي تسمى قانوناً «شركات التوريق»<sup>(1)</sup> وهذا البيع يكون بمقابل معجل أقل من قيمة الدين مع انتقال هذه الديون بصفاتها من حيث الأجل والفائدة وبضماناتها من الرهن ثم تقوم شركات التوريق بإصدار سندات بقيمة هذه الديون بقيمة اسمية لكل سند وتطرحها للاكتتاب العام للأفراد والمؤسسات بقيمة أكبر أو أقل من القيمة الاسمية (بعلاوة أو بخصم إصدار) ويحصل حملة السندات على فوائد القروض، وتتولى شركة التوريق مع شركة التمويل عملية تحصيل الأقساط والفوائد من المقترضين الأصليين وتوزعها على حملة السندات وبذلك تحصل شركة التمويل على سيولة وتكسب شركة التوريق الفرق بين قيمة القروض وبين ما دفعته لشرائها ويكسب حملة السندات الفوائد كما يمكنهم تداول هذه السندات في سوق المال بالبيع لغيرهم بأسعار أكبر من سعر شرائهم لها في حالة ارتفاع سعر فائدتها عن سعر الفائدة السائد وقد يبيعونها بخسارة عندما تقل سعر الفائدة أو يحتاجون لسيولة عاجلة وباستمرار تداول السندات تنتقل الملكية.

وفي المقابل فإنه عندما يقترض مشرو العقارات من مؤسسات مالية أخرى برهن نفس العقارات تقوم هذه المؤسسات ببيع هذه القروض إلى شركة توريق التي تصدر بها سندات وتطرحها في الأسواق وبالتالي يصبح للعديد من الناس والمؤسسات حقوقاً على العقارات وتزيد قيمة الأوراق المالية الصادرة عن قيمة هذه العقارات، وإذا حدث وتحولت هذه

(1) محمد عبد الحليم عمر، الصكوك الإسلامية و التوريق، بحث مقدم للدورة التاسعة عشر (19). بمجمع

الفقه الإسلامي، الشارقة، أبريل 2009م.

القروض إلى قروض رديئة لتعثر مشترو العقارات عن السداد أو تنخفض قيمة العقارات في الأسواق فإن حملة السندات يسارعون إلى بيع ما لديهم فيزيد العرض وينخفض سعرها وتزيد الضغوط على كل من المؤسسات المالية وشركات التوريق، وهكذا يمكن القول أن التوريق بما ينتجه من تضخم لقيمة الديون وانتشار حملة السندات الدائنين وترتيب الديون المتعددة على نفس العقار كل هذا يشكل حجر الزاوية في حدوث الأزمة المالية.

### ثانياً- الأسباب غير المباشرة للأزمة :

من الأسباب غير المباشرة نذكر :

#### 1) تضخم الاقتصاد المالي وانفصامه عن الاقتصاد الحقيقي:

حيث حدث وأن انفصل الاقتصاد المالي عن الحقيقي وأصبح يتم التعامل في النقود والتمويل بذاته بيعة وشراء مما وسع الشقة بينهما وجعل الناس يكسبون من الاقتصاد المالي أضعاف ما يكسبون من الاقتصاد الحقيقي فتوجهت القدرات المالية لأسواق المال والإقراض وسوق الصرف بدلا من توجيهها إلى إنتاج السلع والخدمات، من جانب آخر أصبح حجم التمويل المتاح من خلال الائتمان أضعاف قيمة الاقتصاد الحقيقي مما أدى إلى خلل في التوازن بينهما وأصبح الاقتصاد المالي لا يستند إلى قاعدة الأصول وإنما إلى أهرامات من الديون التي تراكمت فوق بعضها في توازن هش من أجل كسب المزيد من العوائد في صورة فوائد وفروق أسعار . لذا فإنه عند وجود خلل في إحدى حلقات الديون المركبة كما حدث عند توقف المقترضين في سوق التمويل العقاري عن سداد القروض في بداية الأزمة انهار البناء المالي بأكمله.

ومن الجدير بالذكر أنه رغم الانفصام الواقع بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي فإن آثار الأزمة امتدت من الجانب المالي إلى الجانب الحقيقي لأن الائتمار المالي للبنوك والمؤسسات المالية والتمويلية يجعلها تكف عن الإقراض ومنح التمويل حتى في الجزء الصغير الموجه للشركات الإنتاجية ما يؤدي إلى تقليص الإنتاج وتوقيف النشاط العاجز أصلا عن تصريف المنتجات خاصة مع انخفاض المشتريات الناجمة عن الخسائر في السوق المالية.

## 2) تنامي الاقتصاد الوهمي :

وذلك منذ خلال ظهور نوع ثالث للاقتصاد وهو الاقتصاد الوهمي الذي يمارسه البعض دون أن يؤدي ذلك إلى إسهام في الإنتاج أو الاستهلاك (الاقتصاد الحقيقي) أو عن توفير التمويل لهما (الاقتصاد المالي)، إذ يقوم على المتاجرة في المخاطر وبيع التوقعات للغير ويكسبون من وراء ذلك المال الكثير وبدون دفع تمويل كبير، وبمنظرة سريعة يتضح لنا مدى الخلل بين جناحي الاقتصاد الحقيقي والمالي من جهة، وبين الاقتصاد الوهمي من جهة أخرى، حيث تشير الإحصاءات إلى أن حجم الناتج العالمي من السلع والخدمات بلغ: 48 تريليون دولار وحجم التعامل في جزء من الاقتصاد المالي ممثلا في التعامل بالأوراق المالية بلغ: 60 تريليون دولار أما حجم التعامل في الاقتصاد الوهمي فبلغ 600 تريليون دولار<sup>(1)</sup> ولنا أن نتصور حجم الخلل والفروق بين جانبي الاقتصاد المالي والحقيقي وجانب الاقتصاد الوهمي المتنامي .

## 3) الإفراط في المجازفة والمخاطرة:

وفي هذا يقول عالم الاقتصاد النمساوي «فريدريك هايك» الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد : «لا أعرف عددا كبيرا ممن جمعوا الثروات استنادا إلى التوقعات الاقتصادية ولكن أعرف عددا لا متناهي ممن جمعوا الثروات ببيع هذه التوقعات» وصلة ذلك بالأزمة المالية أن جميع المتعاملين كانوا مجازفين إلى حد المقامرة في معاملاتهم فمشترو العقارات راهنوا على ارتفاع أسعارها وبالتالي بيعها وسداد القروض وتحقيق الربح ومديرو البنوك راهنوا على ارتفاع أسعار الفوائد وحملة سندات القروض المورقة راهنوا على تحصيل عائد ثابت مضمون وعلى ارتفاع القيم الاسمية للسندات والمتعاملين في البورصات بالمشتقات المالية والمضاربات كلهم راهنوا على

(1) محمد عبد الحليم عمر، قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية، الملتقى الاقتصادي الدولي الأول، 06/05

مايو 2009م، مرجع سابق، ص-ص ، 274-273

تغير الأسعار وهكذا أصبحت السوق المالية كأنها فضاء كبير لممارسة المجازفة والمخاطرة مجهولة العواقب .

#### 4) الحرية المنفلتة وخرافة اليد الخفية :

لقد قام الاقتصاد الرأسمالي على فكرة الحرية المطلقة يترك الناس يتصرفون اقتصاديا بدون تدخل أي جهة وقالوا أن كل واحد على دراية بمصالحه ويعمل لأجلها والإنسان رشيد في تصرفاته وإذا حدث وأن حاول أحدهم أن يتصرف تصرفا يضر بالآخرين فإن قوى السوق أو ما يسمى باليد الخفية تعمل على درء ذلك وإعادة السوق إلى وضعها الصحيح، ولقد أثبت الواقع خطأ هذا التصور وأقر عملاء الاقتصاد الرأسمالي بأنفسهم ذلك حيث ظهر في أدبيات الاقتصاد دراسات حول فشل السوق وخرافة اليد الخفية وبدأت الرأسمالية بالخروج من فلسفتها وتقرر بضرورة التدخل لضبط السوق مثلما حدث في أمريكا وذلك بإصدار عدة قوانين تسمى "التشريعات المناهضة للممارسات الاحتكارية الضارة بالمنافسة"<sup>(1)</sup> وصلة ذلك بالأزمة أن هذه الحرية المنفلتة بدون ضوابط جعلت الجميع يرتكبون ممارسات غير أخلاقية وتصرفات تضر بالمنافسة الحرة من أجل كسب المزيد من الأموال .

#### المطلب الخامس - تداعيات الأزمة المالية الحالية :

لقد بدأت إرهابات ومعالم انهيار النظام المالي العالمي في الظهور وأصابت أصحاب الأموال وغيرهم بالهلع والذعر والرعب كما ارتبكت المؤسسات المالية والوسطاء معها في التفكير في

(1) جيمس جوارنتي، ريتشارد ستروب، الاقتصاد الجزائري، ترجمة محمد عبد الصبور، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 1987م، ص - ص، 360-354.

وضع الخطط للإنقاذ كما أحدثت للحكومات الخوف على مخططاتهم وسياساتهم الاقتصادية، ومن مظاهر هذه الأزمة على سبيل المثال نذكر : (1)

✓ الهرولة إلى سحب الإيداعات من البنوك لأن رأس المال جبان وهذا ما تناولته وكالات الإعلام المختلفة.

✓ قيام العديد من المؤسسات المالية بتجميد منح القروض للشركات والأفراد خوفاً من صعوبة استردادها.

✓ نقص السيولة المتداولة لدى الأفراد والشركات والمؤسسات وهذا ما أدى إلى انكماش حاد في النشاط الاقتصادي وفي كافة النواحي المعيشية مما أدى إلى توقف المقترضين عن سداد ديونهم .

✓ انخفاض مستوى التداولات في سوق المال وسوق النقد وهو ما أحدث ارتباكا وخللا في مؤشرات البورصات.

✓ انخفاض مستوى الطاقة المشغلة في الشركات بسبب نقص السيولة وتجميد الحصول على قروض من المؤسسات المالية إلا بأسعار فائدة عالية و ضمانات مغلظة.

✓ زيادة معدل البطالة بسبب التوقف والإفلاس والتصفية للكثير من الشركات.

✓ انخفاض المبيعات ولاسيما في قطاع العقارات والسيارات وغيرها بسبب ضعف السيولة.

✓ انخفاض معدلات الاستهلاك والإنفاق والادخار والاستثمار وهذا ما أدى إلى المزيد من حالات الكساد والبطالة والتعثر والتوقف والتصفية والإفلاس.

(1) حسين شحاتة، أزمة النظام المالي العالمي في ميزان الاقتصاد الإسلامي، المكتب التعاوني للدعوة والتوعية للجاليات بالربوة، الرياض 2008م، ص 05.

✓ زيادة معدل طلب الإعانات الاجتماعية من الحكومات.

ومن تداعيات الأزمة المالية الحالية على مختلف الدول نذكر: (1)

### أولا - تداعيات الأزمة المالية على الدول المتطورة :

بدأت الأزمة بعد تزايد حدة قلق المتعاملين في الأسواق المالية بشأن الظروف التي تمر بها أسواق الائتمان في العالم والتي أرجع المحللون معظمها إلى المشاكل التي تعرض لها سوق الإقراض العقاري الأمريكي وعلى هذا الصعيد علقت قرابة 70 شركة رهن عقاري أمريكية عملياتها وأعلنت إفلاسها أو عرضت للبيع منذ بداية عام 2006م، وذكرت شركة " Country Financial " أن مصاعب سوق الرهن العقاري أصبحت تهدد أرباحها ووضعها المالي كما عرف الاقتصاد الأمريكي جملة من التداعيات منها: (2)

1) تفاقم العجز في الميزانية والذي وصل أقصاه في الربع الأول من عام 2008م، حيث أصبح يمثل حوالي 9,2% من الناتج المحلي الإجمالي مع وجود توقعات بارتفاع عجز الموازنة في نهاية عام 2008م من حوالي 100 مليار دولار إلى حوالي 258 مليار دولار بدون احتساب تكاليف خطة إنعاش الاقتصاد، مقابل 163 مليار دولار عام 2007م .

2) ارتفاع حجم المديونية ليصل إلى 36 تريليون دولار (حسب إحصاءات وزارة الخزانة الأمريكية) فقد ارتفعت الديون الحكومية لتشكّل حوالي 64% من الناتج المحلي الإجمالي هذا إلى جانب ارتفاع مديونيات الأفراد و الشركات لتصل إلى

(1) حبشي فتيحة ، الأزمة المالية الحالية و انعكاساتها على الاقتصاد العالمي، الملتقى الاقتصادي الدولي الأول،

06/05 مايو 2009م، مرجع سابق، ص- ص، 189-192

(2) إدارة مركز البحوث و الدراسات الاقتصادية (مجلس الغرف السعودية)، الأزمة المالية العالمية و تداعياتها

على الاقتصاد السعودي، الرياض، أكتوبر 2008، ص- ص : 4- 10

- 6,27 تريليون دولار منها 2,09 تريلون دولار ديون الأفراد نتيجة التمويل العقاري وحوالي 4,18 تريلون دولار ديون على الشركات .
- (3) تزايد تباطؤ نمو الاقتصاد الأمريكي منذ شهر يناير 2008م حيث شهدت قطاعات الإسكان والتصنيع وحركة البيع والشراء ضعفا في أنشطتها نتيجة لارتفاع أسعار المواد والسلع الأولية والطاقة.
- (4) ارتفاع معدلات التضخم التي تجاوزت 5,4% علاوة على ارتفاع معدلات البطالة إلى 15%، وفقدان أكثر من 3 مليون شخص لوظائفهم بمعدل 80 ألف وظيفة شهريا ليصل إجمالي من فقدوا وظائفهم في الاقتصاد الأمريكي بسبب أزمة الرهن العقاري حتى مايو 2008م أكثر من نصف مليون شخص.
- (5) انخفاض المؤشر العام لثقة المستهلكين إلى أدنى مستوى له منذ عام 1992م نتيجة تخوف المستثمرين حيث تراجع كل من مؤشر النشاط الصناعي في نيويورك ومؤشر الطلب على الاستهلاك إلى أدنى قيم لهما منذ أكتوبر 2001م كما انخفض معدل استخدام الطاقة الإنتاجية لأدنى مستوى له.
- (6) تراجع تحويل رؤوس الأموال إلى الولايات المتحدة الأمريكية بحوالي 50% لدرجة أن تحويل رؤوس الأموال أصبح كافيا فقط لمجرد سد العجز في الميزان التجاري الأمريكي الذي بلغ حوالي 60 مليار دولار.
- (7) الهبوط السريع في سعر العملة الأمريكية (الدولار) مقابل العملات الرئيسية الأخرى في العالم حيث وصل سعر الدولار إلى أضعف مستوى له منذ التسعينات أمام الين الياباني والأورو وهو ما أدى لتزايد التحول عن التعامل بالدولار بين الأفراد والمؤسسات وحتى الدول.
- (8) تراجع أرباح البنوك الأمريكية وذلك بعد إعدام مبالغ كبيرة من الديون العقارية التي لم تتمكن من تحصيلها وتوالي إعلان انهيار صناديق التحوط التابعة لعدد من البنوك بسبب القروض العقارية الرديئة وحدوث عمليات بيع واستحواذ في الجهاز المصرفي بأسعار متدنية جدا، بعد تراجع أسهم المصارف بشكل كبير.

9) زيادة مشتريات الأجانب لخصص في الشركات والمصانع الأمريكية وذلك بسبب تراجع أسعار الأسهم وتراجع قيمة الدولار حيث بلغت هذه المشتريات حوالي 414 مليار دولار في نهاية الربع الأول من عام 2008م وذلك بنسبة زيادة حوالي 90% مقارنة بنفس الفترة من عام 2006م.

وبالإضافة لما سبق قدرت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية إجمالي الخسائر الاقتصادية الأمريكية بسبب أزمة الرهن العقاري حوالي 350 إلى 540 مليار دولار بينما قدر صندوق النقد الدولي هذه الخسائر بحوالي 950 مليار دولار ومهما كانت دقة هذه الأرقام فإنها تبين مدى خطورة الأزمة التي يمر بها الاقتصاد الأمريكي من حيث حجمها.

وأما على الصعيد الأوروبي فقد أكدت العديد من المؤسسات المالية الدولية وفي مقدمتها صندوق النقد الدولي، أن أزمة الاقتصاد الأمريكي بسبب الرهن العقاري لن تنجو منها الدول الأوروبية، ولا أي دولة من دول العالم وقد ظهرت تداعيات هذه الأزمة على الاقتصاد العالمي بوضوح خلال الفترة المنقضية من عام 2008م حيث تعرضت العديد من البنوك الأوروبية لخسائر من جراء هذه الأزمة الأمر الذي أدى إلى انتشار المخاوف بين البنوك من حيث الإقراض وتراجعت أسعار العقارات وخاصة في إسبانيا كما تراجع معدل النمو حيث خفضت مفوضية الاتحاد الأوروبي توقعاتها للنمو الاقتصادي في منطقة الأورو إلى 1,8% في عام 2009م كما وصلت معدلات التضخم إلى 3,5%، من ناحية أخرى أطلقت العديد من الشركات الأوروبية مثل: «سيمنس» و«ميشلان» إشارات تحذيرية من تأثير الأزمة الأمريكية عليها وتحملت شركة: «BMW» لصناعة السيارات خسائر بقيمة 236 مليون دولار نتيجة لتزايد الديون المعدومة وتراجع نشاط تأجير السيارات، واتسع تأثير الأزمة ليشمل قطاعات الصناعة الصيدلانية والبناء، كما تراجعت أسواق السويد وهولندا و بلجيكا والنمسا و الدانمرك وفنلندا والنرويج، وانخفض مؤشر الأسواق المالية والبورصات مثل «داكس» الألماني، و« كاك 40» الفرنسي، ومؤشر «فاينانشيال تايمز» البريطاني، كما تأثر الاقتصاد الياباني الذي شهد تراجعا في النمو الاقتصادي وعدم استقرار أسواق الأسهم مما أدى بالبنك المركزي

إلى إبقاء معدل الفائدة منخفضا عند 5 % وانخفض إنتاج المصانع لأدنى مستوياته منذ 5 سنوات وهذا بمعدل 1,3 %.

### ثانيا - تداعيات الأزمة المالية على الدول النامية :

ليس للأزمة المالية انعكاسات مباشرة على الدول النامية لأن أسواقها لا تزال ضعيفة وليس لها الخبرة الكافية في التعامل مع الأدوات المالية الموجودة في الأسواق المتقدمة من مشتقات ومضاربات فهي تملك بورصات ضعيفة وفي بداية عملها ولكن من المؤكد أن الدول التي يقوم اقتصادها على الاستثمار الخارجي ستشهد الأزمة وبما أن اقتصاديات الدول النامية تعتمد أساسا على الأسواق الخارجية فإنه يمكن تصور حجم الكارثة التي تهددها، فهناك دول يقوم أكثر من 70% من اقتصادها على الأسواق الخارجية ما يؤدي إلى آثار سلبية وانعكاسات كبيرة على صادراتها ووارداتها، حيث ستخفض عائدات التصدير وترتفع تكاليف الاستيراد وهذا الأمر له انعكاسات مباشرة على الاستثمار والبطالة وعلى ميزانية الدولة والمديونية الخارجية، في المقابل يمكن استفادة الدول التي تعتمد على استيراد النقط بسبب انخفاض أسعاره إلى حدود 40 دولار للبرميل الواحد أو أقل (1).

أما في الصين والهند فبرغم التفاؤل لدى بعض الشركات المتواجدة في الأسواق الصينية والهندية بأن يكون تأثير الأزمة على الأسواق الصينية ضئيلا إلا أن الواقع يؤكد حتمية تأثر الصين والهند بهذه الأزمة بشكل واضح وذلك كون صادرات الصين للولايات المتحدة الأمريكية تتعدى نسبة الـ 21% (2).

(1) [http://www.fananews.com/look/article.tpt?ldlanguage=17&SidPublication=15'N&verticale=472393&issue=11SNv&section=1\(le01/02/2009\)](http://www.fananews.com/look/article.tpt?ldlanguage=17&SidPublication=15'N&verticale=472393&issue=11SNv&section=1(le01/02/2009))

(2) إدارة مركز البحوث و الدراسات الاقتصادية (مجلس الغرف السعودية)، مرجع سابق، ص- ص: 4 -

### ثالثاً - تداعيات الأزمة المالية على الدول العربية :

كغيرها من دول العالم فقد تأثرت أسواق المال العربية بالأزمة المالية العالمية، ويعود تأثر اقتصاديات البلدان العربية-عموماً- بالأزمة الحالية إلى عدة أسباب منها:

1) اعتماد الدول العربية على الدولار كغطاء نقدي لعملاتها مما يجعلها رهن التقلبات والتغيرات في الاقتصاد الأمريكي وخصوصاً بعد فك ارتباط الدولار عن الذهب في بداية سبعينات القرن الفائت .

2) استثمار دول العالم ومنه الدول العربية في الأسواق والبورصات الأمريكية بمبالغ هائلة لاسيما في سندات الخزينة الأمريكية.

3) الهيمنة السياسية للولايات المتحدة الأمريكية على قطاع كبير من أنظمة الحكم في دول العالم الثالث ومنه الدول العربية مما يؤدي إلى ارتكان مصير هذه الدول ونموها الاقتصادي بيد أصحاب القرار في العاصمة الأمريكية واشنطن.

فالدول العربية كانت ولا زالت جزءاً من المنظومة الاقتصادية العالمية تتأثر بما يصيب هذه المنظومة من اضطرابات مالية وهزات اقتصادية وهي ليست في منأى عن هذه الأزمات، كما أن جزئية الدول العربية في هذه المنظومة تختلف عن غيرها باعتبارها تملك أثمن سلعة للاقتصاد العالمي وهو النفط، أما عن تداعيات هذه الأزمة على الدول العربية فيمكن أن نقسم الدول العربية من حيث حجم تأثيرها بهذه الأزمة إلى قسمين رئيسيين وهما : الدول النفطية الغنية ممثلة بدول مجلس التعاون الخليجي والتي نالت حصة الأسد من تأثير هذه الأزمة على الدول العربية، والدول غير النفطية المتبقية سواء الفقيرة منها أو متوسطة الدخل وكان تأثيرها أقل نسبة من القسم الأول، وتأثير الأزمة على الدول النفطية الغنية التي صنفها البعض بأحد أكبر الخاسرين عالمياً جراء هذه الأزمة فتتمثل في الأمور التالية :

1) تعرضها للخسارة المالية جراء استثمار أموالها في المؤسسات المالية الأمريكية وقد قدرت بعض الإحصائيات الخسائر التي لحقت بدول الخليج جراء الأزمة الراهنة بحوالي: 2.2 تريليون دولار وهذا الرقم هو أكثر من ضعف ناتج دول الخليج المحلي

البالغ: 900 مليار دولار فقد صرح الأمين العام لمجلس الوحدة الاقتصادية العربية أحمد جويلي بتاريخ 29 تشرين ثاني ونشرته صحيفة (الحياة اللندنية) بأن الخسارة المتوقعة للاقتصاد العربي نتيجة الأزمة المالية العالمية يبلغ نحو: 2.5 تريليون دولار أميركي. ويذكر أن الصناديق السيادية التابعة لدول الخليج والتي تتكون من عائدات النفط واحتياطي النقد الأجنبي قد خسرت وفق بعض التقديرات والإحصائيات ما يقارب: 400 مليار دولار بحسب صحيفة الإكونومست الصادرة بتاريخ 13 نوفمبر 2008م، وتملك دولة الإمارات العربية المتحدة واحد من أكبر الصناديق السيادية في العالم بمبلغ قدره: 968 مليار دولار والسعودية: 370 مليار دولار والكويت 264 مليار دولار ولقطر وعمان والبحرين صناديق سيادية بمبالغ أقل من نظرائها. وتعود خسارة هذه الصناديق إلى الاستثمار في كثير من المؤسسات والبنوك الأمريكية التي تعرضت للأزمة بصورة مباشرة وكمثال على ذلك نورد أمثلة لمساهمات صندوق مركز أبو ظبي للاستثمار وصندوق الأجيال القادمة الكويتي في رأس مال الشركات الأجنبية: مركز أبو ظبي للاستثمار: 16% من إسترين أوروبيان البريطانية، 4.9% من ستي غروب الأميركية، 9% من أبولو مانجمنت الأميركية، 3% من فيفالدي الفرنسية، 2% من ميدياسات الإيطالية، 3% من سوني اليابانية، أما صندوق الأجيال القادمة: 23.8% من فكتوريا السويسرية، 6% من ستي غروب الأميركية، 7.2% من دايمر (ميرسدس) الألمانية، 4.8% من بنك ميريل لنش الأميركي.

(2) الانخفاض الحاد والمستمر في البورصات الخليجية مما كبد هذه الأسواق خسائر قياسية فقد بلغت خسارة الأسواق الخليجية أكثر من 17% في شهر سبتمبر لوحده واستمرت الخسارة في الأشهر التي تلتها.

(3) انخفاض سعر برميل النفط مما يؤدي إلى اختلال في التوازن الاقتصادي وتقليل حجم النمو فقد توقع أحمد الجويلي في التصريح السابق تقلص نسبة النمو في الدول

العربية بسبب انخفاض سعر النفط من 5% إلى 3% كما أن انخفاض سعر برميل النفط أثر على ميزانيات دول الخليج لعام 2009م وعلى الخطط العشرية لهذه الدول التي بنتها على توقع أن يكون الحد الأدنى للبرميل يتراوح بين 80 و 90 دولار وانخفاض سعر برميل النفط سيؤدي إلى تقلص النفقات الحكومية مما سيصيب قطاعاً عريضاً من أوساط الناس في مجالات الصحة والتعليم والغذاء.

4) تعطل وتعرقل بعض من المشاريع الضخمة خاصة في دولة الإمارات العربية المتحدة وكذا بقية دول الخليج والتي تقوم بها كبرى الشركات العقارية والشركات النفطية التي تأثرت تأثراً كبيراً بالأزمة حتى أن أسهمها قد فقدت أكثر من ربع قيمتها إلى الآن كما أن ارتفاع أسعار مواد البناء أدى إلى زيادة باهظة في تكاليف المشاريع الجديدة.

5) الإتاوات التي تفرضها الدول الكبرى على دول الخليج القاضية بضرورة تقديم المعونات المستعجلة للدول الكبرى ومؤسساتها المالية المتعثرة باعتبار هذه الدول مخزناً للنفط والمال وتمثل ذلك في الجولة الخليجية التي قام بها رئيس الوزراء البريطاني غوردن براون بتاريخ 2008/11/2م وزيارة نائب وزير المالية كيميت التي سبقتها بتاريخ 2008/10/28م.

وبالمجمل فقد قدر بعض الخبراء الاقتصاديين الخسائر التي تعرضت لها دول الخليج بـ: 50% من استثماراتها المحلية والدولية على مستوى الدول والأفراد.

أما تأثير الأزمة المالية على بقية الدول العربية فهي وإن كانت أقل تأثراً بهذه الأزمة بسبب عدم ولوج هذه الدول في التجارة العالمية بسبب فقرها وضعفها الاقتصادي فهي تشترك مع غيرها من دول الخليج في بعض الآثار وتفتقر عنها في أمور من هذه الآثار :

1) ارتفاع معدلات التضخم إلى مستويات القياسية التي تناولت خصوصاً أسعار العقارات والمساكن بسبب التضخم المستورد من الخارج وانعكس ذلك زيادة في أسعار المواد الغذائية ومواد البناء.

2) خسارة بعض هذه الدول التي لحقت بصناديقها السيادية المتواضعة -مقارنة بدول الخليج - كليبيا والجزائر وموريتانيا.

3) ضياع أموال هذه الدول المستثمرة في أمريكا وانعكاس ذلك على المواطن العادي في راتبه التقاعدي وفي مجالات الصحة والغذاء وارتفاع معدلات البطالة.

4) توقع ضعف المعونات الخارجية من الدول الغربية وصندوق النقد والبنك الدوليين واعتماد عدد من الدول العربية على هذه المعونات كالمعونات المقدمة من الولايات المتحدة الأمريكية لكل من مصر والأردن وغيرهما.

إن تقلبات في أسواق المال العالمية سيكون لها الأثر البالغ على البورصات العربية وخاصة أسواق الأسهم التي تسمح للمحافظ العالمية بالاستثمار فيها مثل أسواق كل من الإمارات والكويت ومصر، وقطر، والأردن حيث تشهد و بشكل متصاعد زيادة في حجم الاستثمارات الأجنبية في بورصاتها. (1)

(1) [http://www.arabic.peopleaily.com/an/31659/66172..htm//www.iid-abaid.com\(le 01/02/2009\).](http://www.arabic.peopleaily.com/an/31659/66172..htm//www.iid-abaid.com(le 01/02/2009).)

## المبحث الثالث - المنظور الإسلامي في معالجة الإختلالات الحاصلة في

### السوق المالية:

تعتبر الأزمة المالية الحالية أزمة ذات أبعاد شاملة وبفعل الترابط المسجل على مستوى الأسواق المالية العالمية فأي اختلال حاصل في أي سوق مالي ينعكس ذلك على باقي الأسواق، وأمام شراسة مستجدات الأزمة التي أبانت محدودية وعجز الصفات المطروحة للمعالجة، وبفعل صمود آليات التمويل الإسلامي في ضمان استقرارها المالي والعملي وبيان قوة المرتكزات القائمة عليها، اتجهت أنظار الكثير من المنظرين والمهتمين إلى إمكانية اعتماد مختلف أساليب التمويل الإسلامي كإحدى الحلول المقترحة لمعالجة امتداد الأزمة المالية الحالية عبر بوابة الأسواق المالية.

وفي هذا الإطار نورد بعض الآراء لخبراء ماليين غربيين حول إمكانية اعتماد الحل الإسلامي في معالجة الأزمة، ومن هذه الآراء نذكر:

✓ يقول وزير الخزانة البريطانية "ألستر دارلينغ" (1): « لا يمكن معالجة عجز الميزانية دون الاستعانة بالصكوك الإسلامية. ».

✓ ويقول العالم الاقتصادي "ليندون لاروش" (2): « إن النمو في النظام المالي العالمي مبني على كذبة ساذجة وبالتحديد ما يسمى الديون المتراكمة كأصول، هذه الأصول تستخدم لعدة مرات فتتحول بذلك الألوف إلى ملايين وإلى مليارات من الدولارات وقد تكون تلك الديون المتراكمة ذات فائدة إذا استخدمت في بناء قدرات إنتاجية للمجتمع ولكن عندما يصبح ذلك الدين بعيدا عن العملية الإنتاجية يزداد النظام المالي العالمي ابتعادا عن الواقع و يقترب أكثر إلى النهاية »

(1) محمد الشرافي، الأزمة المالية العالمية رؤية اقتصادية و شرعية، دليل الخاسين (JPS) Accoutrant

Directory

(2) [www.larouchepac.com](http://www.larouchepac.com) (le 16/04/2011)

✓ كما قدم "شتاين بروك" وزير المالية الألماني من بين ثمانية اقتراحات لمواجهة الأزمة المالية الحالية اقتراح فيه حظر على عمليات البيع على المكشوف (1).

✓ ويقول المحلل الاقتصادي السويسري "لينو تيرليتسي": (2) « السوق المالية ليست سيئة في حد ذاتها باعتبارها لخدمة التنمية والاقتصاد الحقيقي بشكل عام ولكن إذا ما تحولت المالية أو الاقتصاد المالي إلى هدف بحد ذاته في نظام يتطور فيه الاقتصاد الحقيقي تبعا للأسواق المالية فنحن بصدد مشكلة وهو الأمر الذي كشفت عنه الأزمة المالية بوضوح ولذلك توجد حاجة إلى إعادة النظر في النظام القائم والتوصل إلى التوازن الصحيح بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي».

✓ وتقول الإيطالية «لوريشانا بوليوني» وهي اقتصادية متخصصة في كتاب ألفته بعنوان: « اقتصاد ابن آوى»: (3) « إن المصارف الإسلامية يمكن أن تصبح البديل المناسب للبنوك الغربية، فمع انهيار البورصات وأزمة القروض في الولايات المتحدة الأمريكية فإن النظام المصرفي التقليدي بدأ يظهر تصدعا ويحتاج إلى حلول جذرية عميقة والتمويل الإسلامي هو القطاع الأكثر ديناميكية في عالم المال الحالي».

✓ وكذلك وصف «دان تايلور»، -أحد الخبراء الماليين في بريطانيا- المؤسسات التي تقدم خدمات مالية لإسلامية بكونها من الفائزين القلائل من وراء الأزمة المالية التي تعصف بالأسواق العالمية (4).

فمن خلال هذا التمهيد المتبوع بعرض لآراء خبراء غربيين حول موضوع التمويل الإسلامي وأهميته في ظل الأزمة المالية العالمية، سنحاول في هذا البحث بيان مدى إمكانية اعتماد أساليب

(1) [www.Sana.sy](http://www.Sana.sy) le 17/10/2009.

(2) [www.Swiss info.org](http://www.Swiss info.org) le17/10/2009.

(3) محمد عبد الحليم عمر، قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية، الملتقى الاقتصادي الدولي الأول 06/05

مايو 2009م، مرجع سابق، ص: 282.

(4) نفس المرجع السابق.



كما تعتبر مسألة إعادة بيع أو رهن العقار باطلة شرعا لأمرين أولهما أنها معاملة تنطوي على قرض جديد بفائدة ربوية، والربا محرم شرعا، وثانيهما أن الفقه الإسلامي وفيما يخص رهن الشخص للشيء المرهون بدين آخر غير الأول بدون إذن المرهّن يعتبر أمر غير صحيح ولو بإذن فإنه يصح الرهن الثاني ويبطل الرهن الأول<sup>(1)</sup> لأن الرهن حق على عين ولا يجتمع حقان على عين واحدة، وكذا إذا باع الراهن الشيء المرهون يصير الثمن رهنا لا يجوز التصرف فيه فإذا أذن المرهّن للراهن بالبيع والتصرف بالثمن سقط حقه في الرهن وبالتالي يكون القرض خاليا من الرهن.

## 2) انتشار الفساد والاحتيايل المالي:

يعتبر الفساد المالي والاحتيايل بجميع أصنافه من المسائل المنهي عنها في الشريعة الإسلامية فقد ناقش المجمع الفقهي الإسلامي لرابطة العالم الإسلامي موضوع التلاعب في الأسواق المالية خلال إحدى جلساته ضمن الدورة العشرين بمكة المكرمة، وذلك برئاسة الشيخ « عبد العزيز بن عبد الله آل الشيخ » مفتي المملكة العربية السعودية وبحضور ميمز لمجموعة من العلماء والمختصين، حيث تم مناقشة الموضوع في الجلسة الثالثة من الدورة من خلال عدد من البحوث التي قدمها كل من الدكتور « شوقي أحمد دنيا » والدكتور « سيد بوهراوة » والدكتور « محمد بن إبراهيم السبحاني » والدكتور « عبد الباري مشعل » والدكتور « عبد الله بن محمد العمراني » والدكتور « عبد الله السلمي »، وجاء فيها التركيز على التمييز بين التلاعب كسلوك متعمد لخداع المستثمرين من خلال التحكم أو التأثير في السوق على ورقة مالية والمضاربة المشروعة وقد بينت الدورة أن من أبرز أسباب التلاعب ضعف القيم العقديّة والأخلاقيّة للإنسان المتلاعب الذي يتسبب في آثار اجتماعية واقتصاديّة سيئة، فهو ينقل المتاجرة في الأوراق المالية من مخاطرة مشروعة إلى مقامرة تريح من خلالها

(1) ابن عابدين، الدر المختار 90/7، الزيلعي، تبيان الحقائق وشرح كثر الحقائق 227/17 .

القلة ما تخسره الكثرة زيادة على هذا فهو بوابة للشجع والطمع في الربح السريع على حساب الإضرار بالآخرين في ضوء ذلك اقترح الباحثون مقترحات للحد من التلاعب وغيره من أنواع المضاربة الضارة منها أن تكون أنظمة السوق المالية ولوائحها شاملة لكل حالات التلاعب الممكنة وتشجيع المضاربة المشروعة النافعة وبناء أنظمة رقابية داخلية قوية وكفيلة باكتشاف حالات التلاعب ومكافحتها في مهدها .

وكذلك الأمر في مختلف قضايا الفساد الحاصلة في المؤسسات المالية فالشريعة الإسلامية وعبر توجيهاتها للمعاملات المالية تؤكد على ضرورة الأخذ بالقيم الخلقية الحسنة كالعدل والأمانة وتنهى عن القيم الخلقية السيئة مثل: الخيانة، الكذب، الظلم... الخ، و هو ما يؤدي إلى حفظ المال ومصدره .

### 3 الفوائد الربوية :

بإجماع من المسلمين قديما وحديثا فإن فوائد القروض ربا محرم شرعا والربا في الإسلام من أشد الجرائم الشرعية والاقتصادية والاجتماعية لمخالفة مرتكبيه أمر الله سبحانه و تعالى القائل: (1) «... وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا...» (2) ولأن الربا هو الذنب والمعصية التي توعد الله سبحانه و تعالى مرتكبها بأكثر من عقوبة مثل محق و ذهاب البركة بذهاب المال أو نفعه، حيث يقول الله تعالى (2): «يَمْحَقُ اللَّهُ الرِّبَا وَيُرْبِي الصَّدَقَاتِ وَاللَّهُ لَا يُحِبُّ كُلَّ كَفَّارٍ أَثِيمٍ» (3) ويقول الرسول صلى الله عليه و سلم- (3) « الربا وإن كثر فإن عاقبته إلى قتل » وها نحن وبفعل الأزمة المالية الحاصلة نلاحظ أن البنوك التقليدية وشركات التأمين وحملة السندات وكل من تعامل بالربا قد خسروا أصل ماله و فوائدها .

(1) سورة البقرة، الآية 275: .

(2) سورة البقرة، الآية: 276.

(3) مسند أحمد 357/8 حديث رقم 3825.

#### 4) المشتقات المالية :

المشتقات المالية المطبقة خلال الأزمة المالية الحالية غير جائزة شرعا وفي ذلك جاء قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي رقم 65/01/7 في دورته السابعة مايو 1992م: « الطريقة الرابعة أن يكون العقد على تسلم سلعة موصوفة في الذمة في موعد آجل ودفع الثمن عند التسليم دون أن يتضمن العقد شرط أن ينتهي التسليم والتسلم الفعلين بل يمكن تصفيته بعقد معاكس وهذا هو النوع الأكثر شيوعا في أسواق السلع والمال وهذا العقد غير جائز شرعا ».

كما جاء في ذات القرار: «إن عقود الاختيارات كما تجري اليوم في الأسواق المالية العالمية هي عقود مستحدثة لا تنطوي تحت أي عقد من العقود الشرعية المسماة وبما أن العقود عليه ليس مالا ولا منفعة ولا حقا ماليا، فلا يجوز تداولها ».

#### 5) أساليب المضاربات قصيرة الأجل :

جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته السابعة : « لا يجوز أيضا بيع سهم لا يملكه البائع وإنما يتلقى وعدا من السمسار بإقراضه السهم في موعد التسليم لأنه من بيع ما لا يملكه البائع ويقوى المنع إذا اشترط قبض الثمن للسمسار لينتفع به بإيداعه بفائدة للحصول على مقابل القرض. »

وجاء فيه أيضا : « لا يجوز شراء السهم بقرض ربوي يقدمه السمسار أو غيره للمشتري لقاء رهن السهم، لما في ذلك من مراعاة وتوثيقها بالرهن وهما من الأعمال المحرمة بالنص الصريح في الكتاب والسنة »

#### 6) التوريق « بيع الديون » :

توريق الديون وتداولها حسب الآلية المسببة للأزمة المالية الحالية غير جائزة شرعا وذلك أن :

- ✓ عملية التوريق تكون ببيع الدين لشركة التوريق بأقل من قيمته وهذا يعني أن تدفع الشركة أقل وتأخذ أكثر فهو عين الربا.
- ✓ أن السندات الناجمة عن توريق الديون تدر دخلا في صورة فوائد وهي ربا ولا يجوز التعامل بها .

حيث جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي في دورته السادسة المنعقدة في يناير 2003م ما يلي : « لا يجوز التعامل في السندات الربوية إصدارا أو تداولاً أو بيعاً لاشتمالها على الفوائد الربوية، ولا يجوز توريق « تصكيك » الديون بحيث تكون قابلة للتداول في السوق الثانوية لاشتمالها على الربا »

### ثانياً - الرؤية الشرعية للأسباب غير المباشرة:

كما سبق الذكر فأسباب الأزمة المالية الحالية غير المباشرة تتمثل أساساً في:

#### 1) تضخم الاقتصاد المالي وانفصاله عن الاقتصاد الحقيقي :

ففي الاقتصاد الإسلامي أي تيار مالي لا بد أن يقابله تيار سلعي في ارتباط محكم، ولا يسمح الإسلام بجني الأرباح من خلال تيارات مالية لوحدها وإلا كان ذلك مسبباً للربا ولذا جاء القرض الحسن الذي يمثل تياراً مالياً شرعاً من أجل حاجة المقترضين للإنفاق على السلع والخدمات وبدون أن يحصل المقرض على زيادة في قرضه مهما كان نوعها بل أن مجرد التعامل في النقود بحذ ذاتها بالاتجار فيها غير جائز شرعاً وفي ذلك يقول ابن القيم<sup>(1)</sup>: « يمنع من جعل النقود متجراً فإنه بذلك يدخل على الناس من الفساد ما لا يعلمه إلا الله بل الواجب أن تكون النقود رؤوس أموال يتاجر بها ولا يتاجر فيها »

#### 2) تنامي الاقتصاد الوهمي :

يمثل الاقتصاد الوهمي مجالاً لتنامي الأموال بشكل خيالي وغير مبرر فهو لا يمثل جانباً من إنتاج سلعي أو استهلاك معين ولا جانباً من جوانب التمويل للاقتصاد الحقيقي فهو عبارة عن مجازفة ومخاطرة معينة قائمة على بيع التوقعات للغير ويرتبط بشكل وثيق بالمشتقات المالية الغير جائزة شرعاً وبالتالي فلا مجال لوجود مثل الاقتصاد الوهمي في المعاملات المالية الإسلامية .

(1) ابن القيم، الطرق الحكيمة، ص 24

### 3) الإفراط في المجازفة و المخاطرة :

إن موقف الشريعة الإسلامية من القمار واضح، فالله سبحانه وتعالى يأمر المؤمنين باجتنب كل صور القمار ومنها الميسر فيقول عزّ من قائل: (1) « يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِنَّمَا الْحَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَمُ رِجْسٌ مِّنْ عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ﴿٩٠﴾ ». وكذلك فهمي رسول الله صلى الله عليه وسلم - عن الغرر في المعاملات ومنها المعاملات المالية وبالتالي فلا مجال للإفراط في المخاطرة والمجازفة في تكوين الاقتصاد الإسلامي.

### 4) الحرية المنفلتة و خرافة اليد الخفية :

موقف الإسلام من هذه القضية هو موقف أصيل وهو الحرية المنضبطة التي تحقق المنفعة للجميع، في عدالة وتوازن وتحرم كل الممارسات التي تؤدي إلى أكل أموال الناس بالباطل وظلمهم مثل الاحتكار والربا والغش والتدليس والخيانة والغرر، الخ وكذلك فإن تدخل الدولة في الاقتصاد الإسلامي أمر لا مفر منه ويتجلى ذلك أساساً في الدور الذي تلعبه في دعم بعض آليات التمويل الإسلامي مثل: تحصيل الزكاة، وتسيير أموال الوقف، الخ. مما سبق ذكره ننتهي إلى أن أهم مسببات الأزمة المالية الحالية هي أساساً ممارسات وأساليب يجرمها الإسلام الذي يؤكد أن التمويل الإسلامي هو البديل الأقرب لعلاج الاختلالات الحاصلة وبشهادة الخبراء والاقتصاديين الغربيين كما جاء من قبل .

### المطلب الثاني - التمويل الإسلامي كبديل لمعالجة إختلالات السوق المالية :

على ضوء ما تقدم من تعريف للأزمة المالية العالمية وأسبابها وتداعياتها على مختلف الدول حيث تبين أن تأثيرها كان عميقاً جداً على الاقتصاد الأمريكي القائم على الرأسمالية الليبرالية والذي كان شرارة لانتشار الأزمة المالية من منطلق أزمة الرهن العقاري، والملاحظ أنه مع ضخامة آثار

(1) سورة المائدة، الآية 70.

هذه الأزمة واتساع رقعتها إلا أنها لم تؤثر في عمل المصارف الإسلامية كون الشريعة الإسلامية التي تحكم عمل تلك المؤسسات المالية تحرم التعامل في الأدوات المالية المسببة لعدوى الأزمات. نحاول من خلال هذا المطلب تكييف المعاملات الحاصلة في السوق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية من خلال إتباع آليات التمويل الإسلامي والمرتكزات القائم عليها في عمليات التداول الحاصلة من خلال :

### أولاً - تكييف العمليات العاجلة وفق أساليب التمويل الإسلامي :

كما سبق ذكره تعتبر العمليات العاجلة المثلة في المضاربات قصيرة الأجل من الأسباب المباشرة لاختلالات السوق المالية وانتشار عدوى الأزمة المالية.

حيث تقسم العمليات العاجلة إلى عدة أنواع، أما النوع الأول والذي يتم فيه الشراء بكامل الثمن وبالآلية التي يتم بها في البورصة لا يوجد فيه ما يخالف مرتكزات التمويل الإسلامي سواء كان بغرض الاستثمار أو بغرض المضاربة<sup>(1)</sup> وهذه الآلية لا تدخل في مسببات الأزمة المالية الحالية لذلك فتم هنا بتكييف المضاربات قصيرة لأجل للعمل وفق أساليب التمويل الإسلامي .

#### 1) تكييف عمليات الشراء بالهامش :

يمثل الشراء بالهامش بالآلية التي يتم بها في السوق المالية أحد أسباب الأزمة المالية الحاصلة وذلك لقيامه على أساس القرض بفائدة وتقديمه من جهة الوساطة المالية أما باقي مكونات الشراء بالهامش لا يوجد فيها ما يتعارض مع مرتكزات التمويل الإسلامي وعلى ذلك إن خلا عقد التعامل بالهامش من القرض بفائدة وقدم من جهة غير الوساطة المالية أمكن تكييفه وفقاً لمرتكزات التمويل الإسلامي وذلك بإدخال التعديلات التالية :

أ- أن يقدم القرض دون فائدة « قرض حسن » : يجب أن يكون القرض المقدم في

إطار المعاملات بالهامش خالي من الفوائد الربوية أي عبارة عن قرض حسن ودون

(1) محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، دراسة تطبيقية، دار النفائس، ط1، عمان 2006م، ص 206 (بتصرف).

أن يكون من نفس السمسار لأن الراجح فقهيًا أنه لا يجوز أن يكون مصدر القرض والسمسار من نفس الجهة للسببين التاليين: (1)

✓ أنه يدخل في النهي عن بيع وسلف لحديثه صلى الله عليه وسلم - (2) « لا يجل سلف وبيع ولا شرطان في بيع. »

✓ لأن العلة من وراء النهي هي جر المنفعة المشروطة للسمسار من وراء القرض الحسن وذلك أن السمسار لا يقدم القرض الحسن إلا بشرط أن يمارس هو دور الوساطة المالية لعميله والقاعدة في الربا «كل قرض جر نفعًا مشروطًا فهو ربا». (3)

كما يجوز في ذلك توثيق القرض الحسن بلا خلاف وكذلك يجوز رهن الأسهم (4) وبالتالي يجب تخليص الشراء بالهامش من الفائدة والبحث عن جهة أخرى غير السمسار تعني بتقديم القروض الحسنة وقد يكون هذا الحل ليس عمليًا خاصة في ظل غياب ثقافة عقود التبرع وسيادة ثقافة عقود المنفعة، لذلك يستحسن التركيز على البدائل الأخرى التالية:

ب- استخدام التمويل بالمضاربة: ويكون ذلك بأن يقدم السمسار - أو أي جهة أخرى - التمويل اللازم للمستثمر على أساس آلية المضاربة، والتي تأخذ أحكام المضاربة الشرعية (5) على اعتبار أن يكون المستثمر مضاربًا والممول رب المال، وتقسم نتائج الاستثمار المالي (أرباح أو خسائر) بينهما بحسب الحصص أو ما يتفق عليه وتكون حصة المستثمر من الربح أكثر كونه قدم ماله (الهامش) وضارب في مال غيره، وإذا كان مصدر التمويل هو السمسار فإن له حقًا في الأرباح وله حقًا مقطوعًا كعمولة بصفته وكيلًا عن المستثمر لتنفيذ عمليات البيع والشراء وقد يبدو هذا الأسلوب عمليًا أكثر.

(1) محمد القري، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 1601.

(2) حديث حسن (الألباني)، وأبو داوود، كتاب البيوع، باب لا يبيع ما ليس عنده 105/2.

(3) أحمد أسعد محمود الحاج، نظرية القرض في الفقه الإسلامي، دار النفائس، ط1، عمان 2008م، ص: 123.

(4) نفس المرجع السابق، ص: 163.

(5) أحمد محي الدين، فتاوى المضاربة، مجموعة دلة البركة، ط1، دم، 1996م، ص: 11.

ت- استخدام أسلوب التمويل بالمراجعة : وذلك يتم بأن يتقدم العميل المستثمر إلى جهة التمويل أو السمسار بغرض شراء الأوراق المالية وفق ما يحدده له، ويتم بيان كل من عدد الأسهم، وسعرها، والشركة المصدرة ونسبة الربح، ونقل الملكية في ضمان الممول أولاً،، وغيرها وتأخذ العملية كلها أحكام المراجعة للأمر بالشراء.<sup>(1)</sup> وفي ذلك يقول الدكتور مبارك آل سليمان:<sup>(2)</sup> « وهذا يتبين أنه لو خلا الشراء بالهامش من الربا بأن كان القرض بلا فائدة وكان من غير السمسار أو كان التمويل بأسلوب المشاركة بين السمسار والراغب في الشراء أو نحو ذلك كان مباحاً والله أعلم ».

وخلاصة القول أنه يمكن إدخال آليات التمويل الإسلامي في بورصة الأوراق المالية وذلك بإتاحة للمستثمرين عمليات الشراء بالهامش بغرض الاستثمار أو بغرض المضاربة بشرط إدخال إحدى التعديلات السابقة وبذلك تصبح عملية المضاربة من باب المتاجرة المشروعة.<sup>(3)</sup>

## 2) تكييف عمليات البيع على المكشوف :

تمثل آلية البيع على المكشوف أو البيع القصير كما تتم في البورصة إحدى أسباب الأزمة المالية الحالية، كما أنها تتعارض مع خصائص ومرتكزات التمويل الإسلامي لقيامتها على أسس المضاربة غير المشروعة أو ما يعرف بالمقامرة، لذلك فهي آلية تسمح باختلال السوق المالية غير أن باقي مكونات البيع على المكشوف وهي إقراض الأسهم لا يوجد فيها ما يتعارض مع أحكام المعاملات المالية في الإسلام<sup>(4)</sup>، وما قيل على أن البيع على المكشوف من قبيل بيع ما لا يملك فلا علاقة بين البيع على المكشوف وبين النهي عن بيع ما لا يملك إلا إذا باع قبل أن يقترض لأن البائع على المكشوف يبيع ما يملكه بالقرض وعلى ذلك إن

(1) محمد سليمان الأشقر، بيع المراجعة، بحوث فقهية وقضايا اقتصادية معاصرة، دار النفائس، ط 1، عمان

1998م، ص: 71.

(2) مبارك آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص: 705.

(3) محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية دراسة تطبيقية،

مرجع سابق، ص: 209.

(4) نفس المرجع السابق، ص: 209.

خلا عقد التعامل على المكشوف من غرض المقامرة يمكن أن يصبح عقداً موافقاً للمنظور الإسلامي وذلك عبر إدخال التعديلات التالية : (1)

أ- أن يبيع المستثمر دون أن يقترض من أحد و إنما يلتزم بتسليم ما باعه عاجلاً و في الموعد المحدد وذلك بشرائه من السوق لأجل التسليم وليس في ذلك محذور من قبل بيع ما لا يملك.

ب- أن يقترض البائع على المكشوف الأوراق المالية من جهة غير السمسار للنهي المتعلق ببيع وسلف وفي ذلك يقول الدكتور مبارك آل سليمان : (2) « وفي الحالة التي تكون فيها الأسهم المقترضة من غير السمسار يكون البيع على المكشوف جائزا على القول بجواز إقراض الأسهم».

ت- يجب أن تنتهي الصفقة في البيع على المكشوف بين البائع والمشتري بالتسليم والتسلم، والتملك والتملك، وإن تم الاستعاضة عن ذلك بالتسوية النقدية فهو دليل على أن أغراض المتعاقدين كانت المقامرة ولبست المضاربة المشروعة.

ث- يجب أن لا يكون البائع على المكشوف طرفاً في صناعة محددات العرض والطلب المفتعلة (أي أن لا يكون من قبيل المتلاعبين في السوق المالية).

وخلاصة القول أنه يمكن لبورصة الأوراق المالية التي تعمل وفق أحكام التمويل الإسلامي أن تتيح للمستثمرين الفرصة لممارسة عمليات البيع على المكشوف بغرض المضاربة على فروق الأسعار بشرط إدخال التعديلات السابقة وبهذا تصبح عمليات المضاربة من باب المتاجرة المشروعة.

ثانياً - تكييف العمليات الآجلة وفق أساليب التمويل الإسلامي :

(1) محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية دراسة تطبيقية، مرجع سابق، ص : 209.

(2) مبارك آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص : 776.

من خلال التعرف على العمليات الآجلة بالمفهوم التقليدي والغرض منها وأنواعها وارتباطها الوثيق بالأزمة المالية الحالية وبالتالي باختلال السوق المالية كما تبين مخالفتها لخصائص ومرتكزات التمويل الإسلامي ومن أجل تكييفها شرعياً سيتم ذلك حسب الأنواع المشكلة لها:

### 1) تكييف العمليات الباتة القطعية :

إن النوع الأول من العمليات الآجلة وهي الباتة القطعية بالآلية التي تتم بها في السوق المالية تتعارض مع مرتكزات التمويل الإسلامي بسبب فساد أغراض المتعاقدين والتي لم تتجه نحو إنجاز عقد حقيقي مقصودة آثاره وهي من قبل التملك والتملك، وإنما اتجهت لانجاز عقد وهمي يتم التستر به للوصول إلى تحقيق أرباح بالتسوية<sup>(1)</sup> النقدية دون جهد أو عمل وعلى اعتبار أن قصد الشارع من عقود البيع هو تبادل العوضين تبادلاً حقيقياً (عاجلاً أو آجلاً) وأي استغلال لعقد البيع ليكون أداة للتقامر والتصرفات الضارة بالاقتصاد يعد مناقضاً لمقصد الشارع من إباحة عقد البيع أما باقي مكونات المعاملات الباتة القطعية لا يوجد فيها ما يخالف أحكام التمويل الإسلامي، وعلى ذلك فإن خلا عقد التداول بالمعاملات الآجلة الباتة من غرض المقامرة يمكن أن يصبح عقداً موافقاً لأحكام التمويل الإسلامي وذلك في إطار إدخال التعديلات التالية:

أ- أن يقصد المتعاملون (أفراد، شركات، حكومات) بالمعاملات الآجلة الباتة تسليم الثمن والمثمن في يوم التصفية بأن يتسلم المشتري الأوراق المالية ويملكها وتفيد في محفظته ويسلم ثمنها للبائع، وأن يتم على هذا الوجه دون تصفية المراكز بالتسوية النقدية.

ب- ألا يمارس أحد المتعاقدين (أفراد، شركات، حكومات) أنشطة من شأنها أن تشوه القيم الحقيقية للأصول محل الصفقة.

وتصميم عقود المعاملات الآجلة الباتة القطعية وفق أحكام الشريعة الإسلامية يكون بين الصور التالية :

(1) محمد وجيه حنين، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية دراسة تطبيقية، مرجع سابق، ص 211.

✓ أن تتم العقود الباتة القطعية وفق دوافع المضاربة المشروعة في حالة احتمال ارتفاع الأسعار أو انخفاضها.

✓ أن تتم العقود الباتة القطعية وفق دوافع متعلقة بإدارة المخاطر والتحوط منها، وذلك في حالة ارتفاع الأسعار أو انخفاضها.

والخلاصة أنه يمكن لبورصة الأوراق المالية التي تعمل وفق أحكام التمويل الإسلامي أن تتيح للمستثمرين الفرصة للممارسة عقود التداول بالمعاملات الباتة القطعية، بغرض المضاربة على فروق الأسعار أو التحوط ضد مخاطر تقلبات الأسعار، بشرط الالتزام بالضوابط السابقة وبهذا تصبح عملية المضاربة من باب المتاجرة المشروعة، والتحوط من باب تحقيق إحدى مقاصد التمويل الإسلامي الهادفة إلى المحافظة على الأموال.

## 2) تكييف عقود المستقبليات :

تمثل عقود المستقبليات النوع الثاني من العمليات الآجلة، وهي لا تختلف عن النوع الأول خاصة فيما يخص إخلالها باستقرار السوق المالية و تسببها في حدوث الأزمة المالية، و لذلك فكل ما قيل في النوع الأول يقال في المستقبليات، وعلى ذلك يمكن تنميط أدوات الاستثمار المستقبلية واعتمادها كعقود يتم تداول الأوراق المالية من خلالها بالشكل الذي يحقق مرتكرات التمويل الإسلامي بصورة أفضل، وذلك عبر تخفيض مستويات الغرر حيث يعتبر الدكتور كمال توفيق حطاب<sup>(1)</sup> أنه يمكن تكييف بعض العقود الآجلة<sup>(2)</sup> والمستقبليات حتى تكون مشروعة مع بعض الضوابط التي يمكن توضيحها مما يلي :

### أ- عقود المستقبليات في إطار عقد السلم :

(1) كمال توفيق حطاب، نحو سوق مالية إسلامية، بحث غير منشور، جامعة اليرموك، إربد، الأردن، د ت ، ص

(2) تعتبر بعض العقود الآجلة و المستقبليات واضحة الحرمه، ولا يمكن تكييفها فقهيها بالضوابط الشرعية، ومنها خصوصا مستقبليات أسعار الفائدة، ومستقبليات المؤشرات، الخ.

باعتبار السلع أو الأدوات المالية طيبة ومباحة وكانت العقود التي تمثلها أو الأسهم المتداولة لشركات مشروعة فإن العقود في هذه الحالة أشبه ما تكون بعقد السلم في آليات التمويل الإسلامي.

وعقد السلم - كما سبق تعريفه - عبارة عن بيع موصوف في الذمة، محصور في الصفة، بوزن معلوم و كليل معلوم، إلى أجل معلوم، وقد أجز هذا البيع استثناءً لشدة الحاجة إليه كما أشار جمهور الفقهاء.

وعلى اعتبار أن هناك تشابه كبير بين عقد السلم والعقود الآجلة حيث يوجد عقد لبيع يتفق فيه الطرفان على بيع بثمن معلوم ومع ذلك فهي تختلف عن عقد السلم في عدة أمور منها (1):

✓ أن المسلم فيه (السلع و الأدوات) يباع قبل قبضه.  
✓ أن رأس المال في العقود الآجلة و المستقبلية، لا يدفع معجلاً بل يقتصر على دفع نسبة منه و كأن البدلين فيه مؤجلان.

✓ لا غرض للبائع والمشتري بالسلعة وإنما غرضهما تحقيق الربح.

وهذه الفروق تستلزم المناقشة الفقهية لعدد من المسائل الهامة ومنها:

### ❖ المسألة الأولى - حكم بيع العقود قبل قبضها:

الفقهاء في هذه المسألة رأيان :

✓ الرأي الأول : قول جمهور الفقهاء وخاصة الشافعية، بعدم جواز بيع السلع و غيرها قبل قبضها، والأصل في هذه المسألة أن النبي (ص) نهى عن بيع ما لم يقبض، في الحديث عن حكيم بن حزام قال: (2) «قال رسول الله (ص) : « لا تبع ما ليس عندك » حيث قال الإمام الشافعي رحمه الله (3) : « وبهذا نأخذ فمن ابتاع شيئاً كأننا ما كان منقولاً أو غير منقول فليس له أن يبيعه حتى يقبضه وحتى لو قبض البائع الثمن وأذن في قبض المبيع » والواضح من كلام الشافعي هذا بأنه يشمل على السلع والعقود وغيرها.

(1) القرني محمد علي، الأسواق المالية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي، العدد السادس، الجزء الثاني، جدة، 1990م، ص، 162.

(2) رواه أبو داود، كتاب البيوع، باب في الرجل يبيع ما ليس عنده 105/2.

(3) محمد بن إدريس الشافعي، موسوعة الإمام الشافعي (الأم)، تحقيق أحمد حسون، دار قتيبة، 1973م، ص

✓ الرأي الثاني : قول المالكية أن يبيع ما سوى الطعام من العروض كالحيوانات العقار والثياب وما إلى ذلك قبل القبض أمر جائز أما يبيع الطعام قبل القبض فلا يجوز، والأصل في هذا قوله تعالى: (1) « يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ ... » ﴿١﴾ ف القبض للبيع غير الطعام شرط في كمال عقد البيع وليس شرطاً في صحته وقول النبي (ص) : (2) «من ابتاع طعاماً فلا يبعه حتى يستوفيه»، ووجه الاستدلال أن الرسول (ص) خص الطعام بالقبض دون غيره، وذلك لغلبة تغير الطعام، فالطعام يفسد بالانتقال من يد إلى أخرى، خاصة و أنه لم يوجد في الماضي مبردات أو مجمدات أو مواد حافظة لحفظ الطعام.

والرأي الراجح في مسألة بيع العقود قبل قبضها أنه من باب الأولى أنه يحرم بيعها قبل قبض ما تمثله من سلع أو أوراق مالية أو غير ذلك من الأموال المقومة شرعاً إلا في حالة السلم الذي رخص به النبي (ص) أو في الأموال أو الظروف الاقتصادية التي ينتفي فيها الغرر والربا واحتمال تغير الأسعار. (3)

#### ❖ المسألة الثانية- حكم تأجيل تسليم رأس المال النقدي في السلم :

وللفقهاء في هذه المسألة رأيان :

✓ الرأي الأول : ذهب جمهور الفقهاء، من الحنفية و الشافعية و الحنابلة، إلى وجوب تسليم رأس المال في مجلس العقد، لأن المسلم فيه عبارة عن دين والافتراق دون قبض رأس المال افتراق على بيع دين بدين، وهو منهي عنه لما روي عن الرسول (ص) : (4) «أنه نهي عن بيع الكالئ بالكالئ» وورد في المهذب: «لا يجوز تأخير قبض رأس المال

(1) سورة المائدة، الآية رقم 01.

(2) رواه البخاري.

(3) كمال توفيق خطاب، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص: 17.

(4) رواه الدار قطني بسنده عن ابن عمر رضي الله عنه، و هو ضعيف، الإرواء 220/5.

عن المجلس»، وفي المعنى: (1) «أن من شروط صحة السلم، أن يقبض رأس مال السلم في مجلس العقد، فإن تفرقا قبل ذلك بطل العقد.»  
✓الرأي الثاني: وهو ما ذهب إليه فقهاء المالكية إلى أنه لا يشترط قبض رأس مال السلم في المجلس وإنما يمكن تأخيره إلى ثلاث أيام (03) على أقصى تقدير.  
ب- عقود المستقبلات في إطار عقد الاستصناع:

عقد الاستصناع الذي تم التطرق إليه في الفصل الأول يعرفه الدكتور مصطفى الزرقا بأنه: (2) «عقد يشتري به في الحال شيء مما يصنع صنعا يلتزم البائع بتقديمه مصنوعا بمواد من عنده بأوصاف مخصوصة وفي زمن محدد.»، وهذا العقد يسد حاجة من حاجات المجتمع لم يكن مسموحا بها من خلال عقد السلم وهي السماح بتأخر تسليم الثمن نقدا خاصة عندما تكون العين المطلوب صنعها باهظة القيمة و ذات تكاليف عالية حيث يقول الدكتور مصطفى الزرقا: «ستبقى دوما في كل عصر بعض السلع لا يتيسر أبدا أن تصنع أو تنتج قبل وجود مشتر معين يلتزم بشرائها، وفي مثل هذه السلع يمكن للمشتري شرعا أن يتولى هو تمويل البائع.»  
وقد قرر مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة، عام 1412هـ— عدم اشتراط تعجيل الثمن في عقد الاستصناع. (3)

كما تطور عقد الاستصناع في الوقت الحاضر إلى عقد المقاوله، و الذي أصبحت له مواصفات و شروط كاشتراط الضمان من العيوب بعد مدة زمنية محددة، وربما يكون عقد الاستصناع من أقرب العقود الجائزة في الفقه الإسلامي والتي تسمح بتأخير تسليم الثمن والمبيع المستصنع في

(1) ابن قدامة، المعنى، دار الكتاب العربي، بيروت، 1992م.

(2) مصطفى الزرقا، عقد الاستصناع في الفقه الإسلامي، المعهد الإسلامي للتدريب و البحوث، جدة، 1995م، ص: 21.

(3) مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة عام 1995م الموافق لـ 1412هـ، ص: 19.

مجلس العقد، جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 7/3/67: <sup>(1)</sup> «أنه يجوز في الاستصناع تأجيل الثمن كله أو تقسيطه إلى أقساط معلومة لآجال محددة»، ويعني ذلك أنه يمكن إصدار صكوك إستصناع من قبل الشركات أو البنوك، وتكون هذه الصكوك أشبه بالعقود المستقبلية، حيث يتم شراء هذه الصكوك من قبل الأفراد والمؤسسات، فمثلا إذا كان استصناع عقاري يشتري المكتتبون ما يرغبون به من هذه الصكوك، وتتعهد الشركات المصدرة بشراء المصنوع، بالربح الذي تعرضه، كما يمكن لشركات الملاحاة والطيران، استصناع حاجاتها اللازمة من الطائرات والسفن وفق احتياجات معينة، وذلك بإصدار صكوك استصناع مخصصة لتمويل البناء ضمن مواصفات محددة، و تكون هذه الصكوك من جملة فئات الأدوات التمويلية الحلال كما يقول الدكتور سامي محمود <sup>(2)</sup>، وفي الإطار ذاته اقترح العديد من الباحثين أدوات عديدة يمكن أن تمثل البدائل الشرعية للعقود المستقبلية ومن أشهرها نذكر:

✓ صكوك المقارضة بأشكالها المختلفة : وهي تشمل الصكوك التي تعرض للاكتتاب على أساس قيام شركة المساهمة التي تصدرها بإدارة العمل باعتبارها المضارب اتجاه رب المال، الذي تمثله هيئة مالكي الصكوك، وقد صدر قانون خاص لصكوك المقارضة في الأردن عام 1981م، وضع الضوابط التي يجب أن تتوفر فيها ومنها: <sup>(3)</sup>

- أن يمثل الصك ملكية شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك من أجله وتستمر الملكية من بداية المشروع إلى نهايته، ومالك الصك جميع حقوق المالك في ملكه.
- لا بد أن تشتمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعا في عقد القراض من حيث معلومية رأس المال وتوزيع الربح.

(1) سامي محمود، الأدوات التمويلية الإسلامية لشركات المساهمة، المعهد الإسلامي للتدريب و البحوث، جدة ، 1996م، ص: 95.

(2) المرجع السابق، ص- ص: 97-98.

(3) محمد شبير ، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، دار النفائس، عمان 1996م، ص- ص:

● أن يتم التداول بعد انتهاء الاكتتاب بشرط التقيد بالأحكام الشرعية إذا كانت أموال القراض نقودا أو ديونا أو أعيانا.

ومن مزايا هذه الصكوك أنها لا تدر أية فوائد ومالك الصك له الحق في الحصول على نسبة محددة من الأرباح الصافية للمشروع في نهاية كل سنة مالية وذلك بعد فترة السماح اللازمة لتنفيذ المشروع كما جاء في المادة 18 من القانون (1).

✓ شهادات ودائع استثمارية : حيث اقترح الدكتور معبد الجارحي شهادات الودائع المركزية بحيث يقوم البنك المركزي بإيداع ودائع لدى المصارف الإسلامية تعمل على استثمارها في القطاع الإنتاجي، وفق آلية المضاربة وتغذية هذه الودائع يقوم المصرف المركزي بإصدار شهادات الودائع الاستثمارية وطرحها في السوق، بحيث تعتبر هذه الأدوات من أدوات السياسة النقدية والتنموية، وكذلك يمكن استخدامها كأداة للوساطة المالية، وذلك عن طريق طرحها للتداول بين الأفراد، وقد أخذ بيت التمويل الكويتي بنفس التسمية وأصدر ثلاث (03) أنواع من شهادات الودائع الاستثمارية على أساس عقد المضاربة المقيدة، أو المضاربة المطلقة أو المخصص لنشاط معين وكذلك تصدر البنوك الإسلامية في السودان شهادات ودائع استثمارية ومنها البنك الإسلامي لتنمية، حيث يقوم بإصدار هذه الشهادات ضمن محفظة البنك (2).

✓ شهادات التأجير: حيث اقترح الدكتور منذر قحف شهادات الإجارة ووضع مزاياها وإمكانية تطبيقها كما طبقها بيت التمويل التونسي السعودي بالاتفاق مع الشركة التونسية للتأجير أين تقوم الشركة بتأجير معدات. (3)

كما أن هناك عدد من الأدوات المالية الإسلامية ممكن استخدامها كبدايل شرعية للعقود المستقبلية مثل صكوك المراجعة وصكوك المشاركة، الخ.

(1) محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص: 303.

(2) المرجع السابق، ص: 305.

(3) نفس المرجع، ص: 306.

### 3) تكييف عقود الخيارات:

وتمثل النوع الثالث من المشتقات المالية حيث أنها و بالآلية التي تتم بها في السوق المالية، عبارة عن فضاء مناسب لتنامي الاقتصاد الوهمي، و لخلق جملة من الاختلالات المالية في البورصة ، كما أن تكييفها لعمل وفق أحكام و مرتكزات التمويل الإسلامي ليس بالأمر الهين، خاصة فيما يخص صورة المقامرة التي ترتسم عليها بين أطراف العقد، وأما باقي مكونات عقد الاختيار من وظائف التحوط والمضاربة التي تقدمها، لا يوجد فيها ما يخالف الأحكام الشرعية وعلى ذلك إن خلا عقد التداول بالمعاملات الآجلة الاختيارية من غرض المقامرة، يمكن أن يصبح عقدا مشروعاً، و ذلك عبر إدخال التعديلات التالية: (1)

- أن يقصد المتعاملون بالعقود الاختيارية تسليم الثمن والمثلن في يوم التصفية أو أن يمارس مشتري الاختيار (بيع أو شراء) حقه في العدول عن تنفيذ الصفقة كما لا يجوز أن تتم تصفية المراكز بالتسوية النقدية لأنها وجه للمقامرة.
- أن لا يمارس أحد المتعاقدين أنشطة من شأنها أن تشوه القيم الحقيقية للأصول محل الصفقة.

أما فيما يخص التكييف الفقهي فيرى الدكتور **كمال توفيق خطاب** (2) أن عقد الخيار الذي تتعامل به الأسواق المالية وبعد إضافة الضوابط الشرعية، وتغيير الجوانب المنظمة لهذه العقود، يمكن أن تندرج تحت عدد من العقود التالية:

أ- عقد الخيار كحق معنوي: سبقت الإشارة إلى أن عقد الخيار هو حق معنوي، و لضبط هذه العقود، يمكن طرح التساؤل التالي: ما هو حكم الشريعة الإسلامية في الحقوق المعنوية؟، وما هو حكم مبادلتها بالمال؟، فالفقهاء يقسمون الحقوق إلى قسمين (3) - الحقوق الشرعية وهي التي ثبتت من قبل الشارع، - والحقوق العرفية والتي ثبتت

(1) محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، دراسة تطبيقية، مرجع سابق، ص: 216.

(2) كمال توفيق خطاب، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص: 13.

(3) تقي الدين العثماني، بيع الحقوق المجردة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الخامس، الجزء الثالث، جدة 1988م، ص: 2358 .

بحكم العرف و العادة، وما يهمننا هنا هو النوع الثاني من الحقوق "الحقوق العرفية"، وإمكانية الإعتياض عنها؟

حيث اختلف الفقهاء في ذلك، وأصل الخلاف بينهم يرتبط بمعنى المال، فمن قال بأن هذه الحقوق أموالاً أجاز بيعها، ومن قال بأن المال يشمل الأعيان فقط منع بيع هذه الحقوق لأنها ليست أعيان، وهذا هو رأي معظم فقهاء الحنفية، أما جمهور الفقهاء فهم مع الرأي الأول، والذي يعتبر هذه الحقوق أموالاً تجوز بيعها، و الملاحظ أن معظم الأدلة التي يستدل بها لجواز بيع الحقوق العرفية هي أدلة عقلية تستند إلى قاعدة المصالح المرسله، وتنسجم مع المقاصد الشرعية العامة التي تدعو إلى جلب المصالح ودرء المفاسد بشكل عام، و منها<sup>(1)</sup> اعتبار هذه الحقوق تمثل منافع دائمة لأصحابها، وبالتالي يمكنهم بيع البعض منها، وهي ثابتة لأصحابها ويتحملون وحدهم تكاليفها ومسؤولياتها في حالة الضرر.

أما الأسباب التي يستند إليها في تحريم بيع الحقوق المعنوية، فتتعلق بالغرر والربا، وفي حالة عقد الخيار فليس هناك أدنى شك أنه متى ترافق عقد الخيار مع الربا، أو الغرر الفاحش، أو القمار فإنه يصبح عقداً باطلاً لا يصح التعامل به، و لذلك يجب إزالة هذه المحرمات حتى يكون لهذا العقد جانب شرعي للتعامل به.

**ب- عقد الخيار و بيع العربون :** يرى الدكتور محمد القري<sup>(2)</sup> أن خيار الشراء هو

أشبه ما يكون ببيع العربون، وبيع العربون جائز عند الحنابلة على خلاف الجمهور، ومثاله أن يشتري الرجل السلعة بألف دينار، فيدفع من ثمنها جزءاً (عشرة دنائير مثلاً) ويقول للبائع إذا لم أشتري منك غداً فلك العشر دنائير ويعد هذا العقد ملزماً في حق البائع أي أنه لا يستطيع أن يمتنع عن تنفيذه أما المشتري فهو بالخيار خلال المدة المتفق عليها.

وبناء على ذلك ينص القانون الأردني على دفع العربون ومثله، حيث جاء في المادة 107: «فإذا عدل من دفع العربون فقده، وإذا عدل من قبضه رده و مثله» إلا

(1) محمد شبير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامية، مرجع سابق، ص: 65.

(2) محمد علي القري، نحو سوق إسلامية، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، مجلد 1، العدد 1، البنك الإسلامي

للتنمية 1993م، ص: 22 .

أن مضاعفة مقدار العربون فيه ضرر و حرج و مشقة ولذلك ينبغي أن يلتزم العاقدان بما اتفق عليه وهو مقدار العربون فقط.<sup>(1)</sup>

ت- عقد الخيار عبارة عن التزام أو ضمان أو كفالة: والسؤال المطروح في هذا

التكليف هو هل الالتزام أو الضمان يصلح لأن يكون مادة لعقود المعاوضات ؟ .  
للفقهاء في ذلك عدة آراء وأشهرها قولان، **القول الأول** أن محض الالتزام فيه منفعة مقصودة، ومصالحة مشروعة، مشابهة للمنافع التي تبذل في الوديعة و العارية و الوكالة لذلك يصح أن يكون محلا للعقد في الضمان والوديعة كما جاز مبادلتها بالمال في كثير من الفروع و المسائل والتطبيقات عند الفقهاء<sup>(1)</sup> أما **القول الثاني** فيرى بعض الفقهاء أن الحقوق أو الالتزامات أو الضمان أو الكفالة وكل ما ليس له صفة مادية محسوسة، لا يجوز بيعه أو شراؤه لأنه ليس بمال فهو شبيه بحق الشفعة وحق الحضانة والولاية فتلك حقوق معنوية لم يجز الشارع بيعها أو التنازل عنها بعوض .

مما سبق وأخذنا بقول المجيزين يمكن القول بجواز خيار العرض أو الدفع إذا خلا من المخالفات الشرعية الأخرى فمالك الأوراق المالية الذي يدفع العمولة مقابل أن يكون له حق البيع في الفترة المتفق عليها يقوم بحماية ممتلكاته من الأوراق المالية بشراء التزام من الطرف الآخر بضمن هذه الأوراق بشرائها إذ رغب الطرف الأول.

ت- عقد الخيار كشكل من أشكال التأمين التجاري : وذلك أن مشتري الخيار في خيار

العرض أو الدفع، يؤمن نفسه من التقلبات التي قد تحصل في أسعار الأسهم التي يمتلكها مقابل عمولة، أو ثمن الخيار الذي يدفعه، وهذه العمولة تكون مبلغا منخفضا مقارنة بالقيمة الكاملة للسهم أو الأوراق المالية التي يمتلكها.

(1) ماجد أبو رخية، حكم العربون في الإسلام، مكتبة الأقصى، عمان 1986م، ص- ص: 27، 28.

(2) نزيه حماد، مدى جواز أخذ الأجر على الكفالة في الفقه الإسلامي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز (الاقتصاد الإسلامي)، جامعة الملك عبد العزيز، جدة 1997م، ص: 103.

فكأن مشتري الخيار قد عقد اتفاق لحراسة ممتلكاته، أو ما يدفعه لتأمين خطر الطريق، و أما القمار الذي يرد بخسارة العمولة إذا لم ينخفض قيمة الأسهم، فيرد عليه بأن ما يدفعه مشتري الخيار هو ثمن الأمان أو أجرة الحراسة و ليس خسارة، ولو أنه لم يدفع هذا المبلغ فرما تخسر أسهمه قيمتها بالكامل ، أما الطرف الآخر الملزم بالشراء إذا ما قرر الطرف الأول البيع، فينبغي أن يكون على شكل مؤسسة تأمين تعمل وفقا لأسس علمية و اقتصادية، من أجل تلافي أشكال الضرر التي يمكن أن تلحق حملة الأسهم والأوراق المالية الأخرى، ونفس الكلام يقال عن شبهة الغرر في هذا العقد نتيجة الجهالة بمقدار التقلبات في قيمة الأسهم، والذي يتطلب وجود الأوراق المالية فعلا بيد مشتري الخيار .

### ثالثا - تكيف آلية التوريق من منظور إسلامي :

تشير معظم الكتابات الخاصة بتحليل أسباب الأزمة المالية الحالية إلى الدور الذي لعبته آلية التوريق في الاختلال الحاصل بالسوق المالية وانتشار عدوى الأزمة المالية ويرتبط المفهوم التقليدي للتوريق - كما سبق ذكره - ببيع الديون وذلك عبر تجميعها وتحويلها إلى سندات قابلة للتداول ومولدة لفوائد دورية يتم طرحها في السوق المالية وتمثل في أغلبها ديون رديئة نتيجة لمضاعفة الحقوق المرتبطة بها والعجز عن الوفاء بها، أما التوريق في المؤسسات المالية الإسلامية، فيختلف عن المفهوم التقليدي المرتبط ببيع الديون، حيث يعتبر آلية من آليات التمويل الإسلامي، مثله مثل المراجعة، و المشاركة، و المضاربة... الخ، و غيرها من الآليات.

### 1) التوريق كمصطلح تصكيك الديون :

التوريق في اللغة مشتق من "الورق" بكسر الراء و هو الفضة، قال تعالى : ﴿١﴾ «...فَاتَّعَثُوا أَدَّكُمْ بِوَرِقِكُمْ هَذِهِ إِلَى الْمَدِينَةِ...» ، والرقعة بالتخفيف : الفضة، و المراد به في الاستعمال الفقهي الحصول على الورق، أي على نقد، وذلك بأن يشتري سلعة بثمن مؤجل ثم يبيعها لغير بائعها بثمن حاضر. (2)

(1) سورة الكهف، الآية 19.

(2) سامي بن إبراهيم السويلم، التورق المنظم، دراسة تأصيلية، بحث مقدم إلى مجمع الفقه الإسلامي، رابطة

العالم الإسلامي، مكة المكرمة، 2003م، ص: 8.

وكلمة توريق عبارة عن تعريب لمصطلح اقتصادي حديث نسبا وهو  
": SECURITIZATION' الذي يعني : تصكيك الديون.(1)

ومن الواضح أن تصكيك الديون مبني على بيع الدين لغير من هو عليه، بأقل من قيمته الاسمية أو مقابل فائدة دورية قبل حلول اجله، و هو غير جائز شرعاً لما فيه من ربا، لذلك لتكييف التوريق فقهاً، ينبغي أن يكون محل البيع أصل أو عين يجوز بيعها، وليس ديناً، لذلك يترتب عن التصكيك انتقال ملكية الأصل المولد للتدفقات النقدية إلى حملة الصكوك، و بالتالي ملكية تلك التدفقات النقدية، كالإيجارات وغيرها.(2)

## (2) التمويل بالتوريق الإسلامي :

ويتم عبر تحويل موجودات عينية أو منافع إلى صكوك قابلة للتداول ويحتاج إلى بعض القيود والإجراءات لتحقيق الضوابط الشرعية التي تقوم على أساس ملكية المستثمر أصولاً دارة للدخل والذي يمثل عائد السند كما أن هناك آلية مقبولة شرعاً من شأنها توفير الحماية والأمان للعميل دون الضمان الممنوع شرعاً في المشاركات، وتتنوع الصكوك المشروعة إلى صكوك الإجارة، صكوك المضاربة، السلم،،، الخ، وتحكم هذه الصكوك جملة من الضوابط الشرعية كما أن لعملية التصكيك أطرافاً مختلفة لحماية حملة الصكوك وتيسير تداولها، مع الإشارة إلى أن صكوك الإجارة تتوفر لها قابلية التطبيق الملائم للمدد الطويلة عن طريق الأجرة المتغيرة وتوفر عائداً متغيراً لحامل الصك والصكوك توفر للشركات عنصر السيولة على الوجه المشروع كما أنها تتيح للمصارف توظيف السيولة.(3)

- 
- (1) صالح ملائكة، التوريق وبقية أدوات السيولة للسوق الإسلامية، بحث مقدم لندوة البركة الثانية والعشرين (22)، المنامة 2002م، ص : 02.
- (2) نفس المرجع السابق، ص : 02.
- (3) رحيم حسين، عبد الفتاح علاوي، التوريق آلية لتجاوز الأزمات في المؤسسات المالية الإسلامية، الملتقى الاقتصادي الدولي الأول 06/05 مايو/2009، مرجع سابق، ص - ص : 330-331 .

كما يفيد التوريق الإسلامي في: (1)

- رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى.
- تقليل مخاطر الائتمان من خلال توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة.
- حصر احتمال تعرض المستثمرين للأخطار المالية.
- تنشيط سوق المال من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة وتنويع المعروض فيها من منتجات مالية وكذا تنشيط سوق تداول الصكوك.
- إنعاش سوق الديون الراكدة وتنشيط السوق الأولية في بعض القطاعات الاقتصادية وحصر احتمال تعرض المستثمرين للأخطار المالية.

#### رابعا - الحوكمة المحاسبية للشركات المدرجة في السوق المالية :

لقد أثبتت الأزمة المالية الحالية أثرها البالغ في ضياع حقوق أصحاب المصالح وفقدان ثقة المستثمرين كما أثبتت الدراسات في أسباب هذه الاختلالات أن القسط الكبير يعود خاصة إلى الفساد المالي والمحاسبي والتلاعب المنتشر في السوق وما صاحبها من عدم قدرة الإدارة على القيام بواجبها الرقابي، ونتيجة لكل ذلك اتجهت أنظار المهتمين إلى البحث في كيفية تطبيق مفهوم الحوكمة المحاسبية وخاصة للشركات المدرجة في السوق المالية وعن الأسس والمبادئ القائمة عليها حوكمة الشركات ومختلف مجالات ممارستها.

#### 1) مفهوم الحوكمة المحاسبية :

عرفت بأنها: (2) « مجموعة من الطرق والتي يمكن من خلالها أن يتأكد المستثمرين من تحقيق ربحية معقولة لاستثماراتهم » كما تعرف بأنها: (3) « مجموعة من القواعد يتم بموجبها إدارة

(1) بحث: التوريق الإسلامي هو الحل و ليس سبب الأزمة، مجلة القبس الاقتصادي العدد 12713، المجلد

37 ، بتاريخ 20/10/2008م، ص : 48 .

(2) محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات و دور أعضاء مجلس الإدارة و المديرين التنفيذيين، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008م، ص : 15.

(3) محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي و الإداري، (دراسة مقارنة)، ط2، الدار الجامعية، الإسكندرية 2009م، ص : 18.

الشركة والرقابة عليها وفق هيكل معين يتضمن توزيع الحقوق والواجبات فيما بين المشاركين في إدارة الشركة مثل: مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين والمساهمين». هذا وقد أثارت الفضائح المالية العديد من التساؤلات وعلامات الاستفهام حول العلاقة ثلاثية الأطراف بين إدارة الوحدة الاقتصادية ومدقق الحسابات وأصحاب المصلحة في الوحدة الاقتصادية وخاصة المساهمين المتعاملين في سوق الأوراق المالية، وإلى أي مدى يمكن حدوث تلاعب من جانب إدارة الوحدة الاقتصادية أو حدوث تحالف بينها وبين مدقق الحسابات يمكن أن تضر بمصالح المساهمين وباقي الأطراف الأخرى ذات المصلحة والإدارة الكفاء هي التي تقوم باستغلال موارد الشركة المالية والبشرية على أكمل وجه وضمانا لذلك تختص حوكمة الشركات بوضع إطار تنظيمي يتضمن بوضوح المبادئ والمثل العليا التي تتبعها الشركة في معاملاتها الداخلية والخارجية.<sup>(1)</sup>

## 2) مبادئ الحوكمة المحاسبية للشركات :

إن تطبيق الحوكمة المحاسبية لا يتعارض مع مرتكزات التمويل الإسلامي ونظراً لتقارب المبادئ والقواعد فهي تمثل مقومات وأهداف مجابهة الفساد المالي والمحاسبي المتفشي في السوق المالية يمكن اعتمادها في مختلف أساليب التمويل الإسلامي النشطة في أسواق التداول لذلك فالتطبيق السليم لحوكمة الشركات يتطلب الالتزام بمجموعة من المبادئ التي تشكل القواعد الأساسية للممارسة الإدارية الرشيدة، وقد حددت هذه المبادئ من قبل منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية عام 1999م وتمت إعادة صياغتها عام 2004م وحازت على اهتمام عدة هيئات عالمية مثل : بورصة الأوراق المالية بنيويورك، بنك التسوية الدولي ،، الخ .  
وتتمثل مبادئ الحوكمة المحاسبية للشركات في:<sup>(2)</sup>

(1) عبد الوهاب نصر علي، شحاتة سيد شحاتة، مراجعة الحسابات، و حوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007م، ص- ص: 15 - 16.

(2) SCHOROEDER RICHARD, *Accounting theory and Analysis*, New York, 2001.

أ- حقوق المساهمين: ويتحقق هذا المبدأ من خلال ممارسة الحق في تسجيل ونقل ملكية الأسهم، حضور الجمعية العامة و التصويت، انتخاب مجلس الإدارة، الحصول على المعلومات بشكل منتظم، ممارسة الرقابة، الخ.

ب- المساواة بين المساهمين في المعاملة: وذلك ضمن كل فئة أو صنف ومن حيث ضمان الحقوق السابق ذكرها ومعاملتهم بصورة متكافئة لهم.

ت- دور أصحاب المصالح: وهم البنوك، الدائنون، الموردون، العملاء، العمال،، إذ يجب أن يكون لهم دور فعال في الرقابة على أداء الشركة مع ضمان حقوقهم .

ث- الإفصاح والشفافية: ويتمثل في دقة وشمولية الإفصاح عن المعلومات المرتبطة بالقوائم المالية وكذا أداء الشركة وذلك وفقاً لمعايير المحاسبة والمراجعة الدولية ( IFRS ) والقواعد المحاسبية المطبقة مع ضرورة ضمان توفير قنوات توصيل المعلومات في الوقت المناسب لمستخدميها.

ج- مسؤولية مجلس الإدارة: مع ضرورة تحديد هيكل مجلس الإدارة والمهام المسندة للأعضاء بما فيها توفير المعلومات اللازمة والموثوق بها والالتزام بالقوانين وتحقيق مصالح كافة الأطراف ذات العلاقة بالشركة.

عملياً تطبيق مثل هذه المبادئ يتطلب توفر مجموعة من الدعائم في شكل مقومات أساسية يجب الاعتماد عليها لضمان التطبيق الفعلي والفعال للحوكمة المحاسبية ضمن الشركات المختلفة ومن هذه المقومات نذكر: (1)

- توفر القوانين والقواعد المتعلقة بمراقبة وضبط الأداء الإداري والمالي للشركات.
- تنصيب لجان مهمتها متابعة وتقييم الأداء بحيث تكون تابعة لمجلس الإدارة ومنها : لجنة المراجعة أو التدقيق الداخلي .

(1) KOTHARI .S. P , capital markets research in accounting , journal of Accounting and Economics.V.31,pp.105-232 , (sep 2001).

- ضرورة تعدد الجهات الرقابية على أداء الشركة وخاصة الأداء الإداري والمالي وهذا من خلال المساهمين وأصحاب المصالح إلى جانب لجان المراقبة المستقلة أو التدقيق الخارجي.
  - ضرورة توفر نظام محكم لوضع وإعداد التقارير من أجل تحقيق الشفافية وتوفير المعلومات الدقيقة في التوقيت الملائم.
- مما سبق يتضح أن حوكمة الشركات تحمل في طياتها جملة من العوامل منها ما هو ذو طابع تشريعي كالالتزام بالقوانين والعمل على حماية ممتلكات الشركات، ومنها ما هو ذو طابع أخلاقي كالانضباط الذاتي والمسؤولية أمام الأطراف المختلفة .
- إن الالتزام بكل هذه المبادئ والمقومات في إدارة الشركة خاصة في شركات المساهمة سيؤدي حتما إلى تطوير الأداء وتحقيق العدالة والشفافية ومحاربة الفساد، مما يضمن زيادة ثقة المستثمرين وهو ما ينعكس إيجاباً على استقرار التداول في السوق المالي .

### 3- مجالات تطبيق الحوكمة المحاسبية في الشركات :

لتطبيق الحوكمة المحاسبية في الشركات وجعلها علاج ناجح للفساد المالي والإداري ووسيلة وأداة لذلك كان لابد من تحديد مجالات عملها والتي يمكن التطرق لها فيما يلي :<sup>(1)</sup>

#### أ- مجال تأسيس فكر وثقافة الالتزام :

حيث تقوم فكرة الحوكمة بإثراء وإخصاب ثقافة الالتزام هو فكر ارتقائي وبنائي قائم على التقاليد العتيقة والراسخة والمستمدة من حضارة الشعوب وزود بالقيم والمبادئ، والتي تعمل على بناء وتأسيس المضمون القيمي والأخلاقي الواسع المدى.

#### ب- مجال تحسين الشفافية وتحقيق الوضوح :

حيث تستخدم الحوكمة كأداة تنوير واستنارة وإلقاء الضوء على الجوانب المختلفة في الشركات وبالتالي لا يوجد أي ما من شأنه أن يقلل من القدرة على الرؤية الشاملة لما يحدث في الشركات.

(1) عبد الله غالم، المبادئ الأساسية لتطبيق الحوكمة المحاسبية في المؤسسات، مداخلات الجلسة الأولى، المنتدى الدولي الأول: الحوكمة المحاسبية للمؤسسات واقع رهانات آفاق، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 08/07 ديسمبر 2010م، ص - ص : 12 - 14.

### ت- مجال تحقيق المصدقية وزيادة عناصر الثقة :

وخاصة في البيانات والمعلومات التي يتم نشرها عن الشركات وما تتضمنه تقارير مراقبي الحسابات عنها والإيضاحات المتممة لها ومن ثم تحسين فاعلية وقدرة النظام المحاسبي في الشركات على إيضاح ما يحدث وزيادة عنصر الثقة والمصدقية في التعبير عن الموجودات.

### ث- مجال توفير عناصر الجذب الاستثماري المحلي والدولي:

حيث أن الحوكمة ليست هدفاً في حد ذاته لكنها وسيلة وأداة لتحقيق الأهداف المتعددة ومنها توفير عناصر جيدة لجذب الاستثمارات وتحقيق العدالة وإتاحة الفرصة للجميع.

### ج- مجال تحقيق العدالة و تطبيق مبدأ على قدم المساواة :

وتقوم الحوكمة في هذا المجال على تهيئة الفرص المتاحة للجميع وعلى تطبيق مبدأ على قدم المساواة مما يزيد من الشعور بالعدالة ومن الإنصاف وبالتالي من الأمان وبما يقضي على حالات العجز والطمع، والنهب، والفساد، الخ.

### ح- مجال زيادة الفاعلية و الأداء :

حيث تقوم الحوكمة بدور شديد الأهمية في زيادة فاعلية الشركات وجعل حاضرها ومستقبلها واعداداً من خلال عدة وسائل منها: زيادة الإنتاج والرفع من الإنتاجية، زيادة الجودة، والارتقاء بالتنوع، اكتساب مزايا تنافسية، مع تعميق الإحساس بالواجب، والشعور بالمسؤولية .

## المطلب الثالث - مقترح إنشاء سوق مالية إسلامية : (1)

حرصاً على سلامة عقود الخيارات والعقود الآجلة والمستقبلية ومختلف الأدوات السوق المالية من الناحية الشرعية، وبعدها عن المخالفات والشبهات فإن اقتراح سوق مالية إسلامية خاصة بهذه العقود والأدوات في المرحلة الأولى له ما يبرره، ويمكن أن تقوم هذه السوق في البداية بدور تأمين و ضمان للمتعاملين فبالنسبة لمالك الأسهم الذي يشتري خيار البيع ويدفع العمولة فإنه يؤمن أسهمه من انخفاض أسعارها، أما طالب خيار شراء للأسهم فإنه أشبه ببيع العربون

(1) كمال توفيق خطاب، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص - ص : 25-28.

كما تقدم، وهذه الأغراض يمكن أن تدخل في وظائف السوق لكن ضمن الضوابط الشرعية اللازمة، كما يمكن لهذه السوق ضمان سلامة تنفيذ العقود الآجلة والمستقبليات من خلال قيامها بدور الوسيط بين البائعين والمشتريين لعقود السلم والاستصناع التي هي أقرب ما تكون للعقود الآجلة والمستقبليات وهي بذلك تخدم فئة التجار والمستثمرين الذين يطلبون شراء السلع المؤجلة بالاسترخاص (من خلال عقد السلم) أو يطلبون سلعا مصنعة من خلال عقد الاستصناع كما تخدم فئة المزارعين، والتجار أو الصناع وذلك بضمان تأمين محاصيلهم أو مصنوعاتهم أو بضائعهم بأسعار معقولة.

#### أولا - المنظور الإسلامي للأسواق المالية :

يمكن تحديد الخصائص المميزة للتصور الإسلامي للأسواق المالية فيما يلي : (1)

- 1) أنها سوق تقل فيها المضاربة على أسعار الأوراق المالية بدرجة كبيرة جراء حظر الشريعة الإسلامية للكثير من المعاملات التي تعتبر محلا لعمليات المضاربة غير المشروعة، وبسبب السياسة المالية المعتمدة على الزكاة والتي تفرض عبئا مرتفعا على المتاجرة بالأدوات المالية بينما تفرض عبئا بسيطا على الامتلاك طويل الأجل للأدوات المالية بدافع الاستثمار.
- 2) أنها سوق تعني بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ على أساس أن معيار كفاءة الأسواق المالية هو مدة تمويلها للمشروعات المنتجة الجديدة ولا تركز على حجم التداول للأدوات المالية باعتباره مؤشرا هاما لتقدير مدى كفاءة السوق المالية.
- 3) أنها سوق لا تشكل فيها أدوات الدين السمة الغالبة في تعاملاتها وإنما تشجع على تداول أدوات الملكية بشكل واسع وتستحدث من الصيغ الاستثمارية كل ما يخدم عمليات التبادل الحقيقي للسلع والخدمات.
- 4) أنها سوق لا تتحكم بها الاحتكارات والرشاوى والتلاعبات ولا المعلومات المضللة والهامشية في تحديد أسعار الأوراق المالية.

(1) أحمد سفر، المصارف و الأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان: 2006م، ص- ص: 151 - 152.

### ثانيا - وظائف السوق المالية الإسلامية المقترحة :

- 1) تقوم هذه السوق بإصدار عقود الخيارات وتنظيمها في شكل عقود نمطية كأن يمثل كل عقد مائة سهم مثلا بسعر محدد يسلم خلال فترة محددة (90 يوم مثلا).
- 2) تقوم بدور بيوت التسوية أو المقاصة في بورصات العقود المعاصرة.
- 3) تقوم بإصدار عقود آجلة نمطية تمثل عدد من السلع الهامة والأساسية.
- 4) تقوم بإصدار عقود مستقبلية صناعية تمثل أغلب السلع التي يتم الاتفاق على تصنيعها في الاقتصاديات المعاصرة.
- 5) تقوم بتلقي طلبات الشراء وبيع عقود الخيارات والعقود الآجلة بأنواعها المختلفة كما تقوم بمقابلة هذه الطلبات مع بعضها أو تقوم بنفسها تنفيذ الشراء أو البيع.
- 6) تقديم استشارات فنية للمستثمرين.
- 7) تمثل ملتقى للبائعين والمشتريين للعقود المؤجلة والمستقبليات والخيارات بحيث يسهل الاتصال والتفاوض بما يؤدي إلى تحديد أسعار أكثر عدالة .

### ثالثا - آلية عمل السوق المالي الإسلامي :

تعتبر هذه السوق أشبه بشركة تأمين إسلامية للأسهم والأوراق المالية والخيارات والعقود الآجلة والمستقبليات،، حيث يتم تداول العقود الآجلة والمستقبليات في إطار الضوابط الشرعية التي تحكم عقود السلم والاستصناع وذلك كما يلي :

#### 1) عقود خيار الشراء :

تتلقى طلبات شراء عقود آجلة ومستقبلية وعقود خيار شراء أسهم بتاريخ معينة وبأسعار محددة فتحصل على عمولات من طالبي الشراء أو الراغبين في شراء عقود خيار شراء الأسهم ويكون الأمر كالتالي:

#### أ- بالنسبة لطالب الشراء :

فإنه يحجز عددا من الأسهم لدى المؤسسة (السوق المالية الإسلامية) خلال فترة معينة حيث يتمكن من شراء هذه الأسهم في الوقت الذي يختاره من هذه الفترة وبالسعر المحدد في بداية العقد مقابل العمولة التي يدفعها فتكون المؤسسة (السوق المالية الإسلامية) ملزمة بالبيع بالسعر المتفق عليه ومهما بلغ السعر وقت التنفيذ ويكون طالب الشراء بالخيار فإذا

ارتفع سعر الأسهم فمن مصلحته أن يقوم بالشراء لأنه سيدفع السعر المتفق عليه منذ البداية والذي هو أقل من السعر الحالي أما إذا انخفض سعر الأسهم فليس من مصلحة طالب الشراء تنفيذ طلبه وفي هذه الحالة تنحصر خسارته في العمولة فقط.

#### ب- بالنسبة للمؤسسة السوق المالية الإسلامية :

فإنها سوف تلتزم بالبيع في حالة ارتفاع سعر الأسهم مهما بلغ الارتفاع أو أنها ستلزم عميلاً كان قد التزم بنفسه بالشراء وفي هذه الحالة فإن هذا العميل سوف تلحق به الخسارة لأنه سوف يبيع بأقل من السعر الحقيقي ولكن لا ينبغي أن ننسى أن هذا العميل كان قد اشترى هذه الأسهم بسعر أقل من السعر الحالي غالباً وبالتالي فليس هناك خسارة، وأما إذا كانت المؤسسة هي التي التزمت بالبيع فإنها ستقوم بتعويض الخسارة من العمولات التي تتقاضاها من خيارات الشراء والدفع وغيرها.

ويمكن أن يأخذ هذا البيع صفة بيع العربون - كما بينا سابقاً - فإذا رأى المستثمر أن من مصلحته أن يشتري الأسهم في وقت محدد أمضى العقد بالشراء، وإذا رأى العكس تنازل عما دفعه ثمناً لعقد الخيار (العربون).

#### 2) عقود خيار البيع (الدفع) :

في هذه العقود يكون لمالك الأسهم الحق بالبيع إذا شاء في مقابل عمولة يدفعها للمؤسسة (السوق المالية الإسلامية) وتكون المؤسسة ملتزمة بالشراء إذا رغب البائع خلال الفترة المتفق عليها مهما بلغ سعر الأسهم وتكون المؤسسة ملتزمة بالشراء بنفسها أو إيجاد مشتريين مقابل أجر أو عمولة فهي تتلقى طلبات الشراء وتقوم بمقابلتها بطلبات البيع فإذا تقابلت في الأنواع والأسعار فلا مشكلة، وإذا لم تتقابل فلا بد أن تقوم المؤسسة بنفسها بالشراء أو البيع، وهي إما أن تكسب أو تخسر، فإذا كسبت فلا مشكلة، أما إذا خسرت فإنها تعوض خسارتها من عدة طرق :

أ- العمليات الراجعة.

ب- العمولات.

ت- يمكن أن تتقاضى رسوم إصدار لعقود خيار الشراء ذات النمط المحدد.

ث- يمكن أن تتقاضى نسبة من التأمين التكافلي للصفقات الكبيرة من المشتريين والبائعين. غير أن عدد الطالبين لشراء العقود يمكن أن يزيد عن عدد الطالبين للبيع أو العكس، وفي هذه الحالات فإن المؤسسة يمكن أن تحقق أرباحا كبيرة أو خسائر كبيرة، وبالتالي فهي بحاجة دائما إلى مصادر تعويضية إضافية مثل رسوم إصدار، أو رسوم تأمين تكافلي، ولتلافي الخسائر الكبيرة يمكن للمؤسسة أن تضع بندا في العقود يعفيها من تحمل الخسارة إذا زادت عن حد معين.

#### رابعا - ضوابط احترازية :

اقترح الدكتور محمد علي القرني بعض الضوابط الاحترازية لتفادي عنصر المقامرة في عقود الخيارات بشكل خاص مثل: (1)

- 1) أن تتعامل هذه المؤسسة مع مالكي الأسهم الحقيقيين وأن تودع الأسهم لدى المؤسسة عند بداية العقد أو ما يثبت وجودها وملكيتها.
- 2) أن يمارس الخيار الأوروبي فقط (2) أي ينفذ الخيار في آخر يوم من مدته وذلك لتقليل فرص الاستفادة من التقلبات اليومية.
- 3) أن تنتهي مدة الخيار مع بداية أول ساعة في آخر يوم من أيام العقد وذلك لتلافي الارتفاع بسبب تزايد الطلبات.

أما الضوابط الاحترازية المتعلقة بالعقود الآجلة والمستقبلات فمنها:

- 1) أن يتم التأكد من تسليم السلع أو الأوراق المالية التي تمثلها العقود الآجلة.
- 2) أن يتم تسلم رأس المال النقدي في مجلس العقد كما في شروط التسلم.

(1) محمد علي القرني، نحو سوق إسلامية، مرجع سابق، ص 24.

(2) يتم تنفيذ الخيارات بثلاث طرق هي:

\* الخيار الأمريكي: يعطي لحاملة الحق في الشراء أو بيع الأوراق المالية، خلال فترة محددة و بسعر محدد، و يمتاز هذا الخيار بالمرونة الكبيرة لصاحب الخيار، فهو ليس محصورا بتاريخ محدد و إنما خلال فترة محددة.

\* الخيار الأوروبي: وفيه يكون حامل حق الخيار محصورا في تاريخ محدد هو آخر مدة الخيار، و لا يستطيع تنفيذ الخيار إلا في هذا التاريخ.

\* طريقة برمودا: و فيها يتم وضع عدة محطات محددة يمكن فيها تنفيذ الخيار، و من الملاحظ أن هذه الطريقة تجمع بين الطريقتين السابقتين.

3) أن يتم التأكد من هوية المتعاملين بهذه العقود وأنهم يقومون بالتجارة حقيقة وليس بشكل وهمي (مثل المتلاعبين و المحتالين في السوق).

هذا وقد اقترح كثير من الباحثين أدوات مالية إسلامية عديدة يمكن تداولها في السوق المالي الإسلامي أما العقود الآجلة وعقود الخيار والمستقبليات فلا زالت بعيدة عن مجالات البحث رغم ما تمثله هذه العقود من أهمية كبيرة في الاقتصاديات المعصرة حيث يعتبرها البعض من أفضل ما أبدعه وابتكره العقل البشري وقد حاولنا في هذا البحث إضافة هذه العقود إلى الأدوات التي يمكن تداولها في السوق المالية الإسلامية وذلك بعد تطويرها في ظل العقود و الضوابط الشرعية.

فعقود الخيارات يمكن تطويرها إسلاميا في ظل الأحكام الشرعية لبيع العربون والتأمين والالتزام والكفالة والحقوق المعنوية،، أما العقود الآجلة فهي أشبه ما يمكن بعقد السلم،، بينما يمكن الاستفادة من عقد الاستصناع لتطوير عقود المستقبليات.

إن السوق المالية الإسلامية بما تشتمل عليه من أدوات مالية إسلامية لا زالت بحاجة إلى الابتكار والإبداع من أجل أن تقوم بالدور الاقتصادي المؤمل منها والذي يمكن أن يسهم في تخفيف التبعية الاقتصادية للأسواق المالية في الدول الغربية.

## خلاصة الفصل :

تعد الاختلالات المالية الحاصلة في الأسواق والتي تمت دراستها في هذا الفصل :« تحليل إختلالات السوق المالية من خلال الأزمة المالية الراهنة والمنظور الإسلامي في معالجتها. » مخاطر مزمنة تعاني منها أنظمة التمويل العالمي نتيجة اعتمادها المطلق على آليات تمويل غير موضوعية وغير شرعية ممثلة على وجه الخصوص في أسعار الفائدة، المضاربات غير المشروعة، المشتقات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى الفساد المالي والإداري المتفشي .

وفي الوقت ذاته تسعى الدول المتقدمة إلى معالجة الاختلالات الحاصلة في الأسواق المالية العالمية مع تجاهل المسببات الرئيسية لها وهي وضعية ممكن أن تؤدي إلى حدوث وتكرار حدوث الأزمات المالية العاصفة.

هذا ومن خلال الأزمة المالية العالمية والتي مست أقوى الاقتصاديات وأفلست أكبر المؤسسات المالية العالمية وخلفت تداعياتها خسائر بالغة على مختلف الأنظمة الاقتصادية في أمريكا وأوروبا وجنوب شرق آسيا ومختلف دول العالم بنسب متفاوتة ولا زالت قيد الإحصاء إلا أنها جانبت المؤسسات المالية العاملة وفق منهج التمويل الإسلامي بشهادة جميع المتبعين، وأمام هذا الواقع فالدول الإسلامية مطالبة بضرورة حماية وتكليف أنظمتها المالية وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية وبالاعتماد على آليات التمويل الإسلامي القائمة على أساس المشاركات، مع الاستفادة من عمليات التكليف لمختلف الابتكارات المالية مثل العقود الآجلة والمستقبليات والخيارات، الخ.

# الأئمة

جامعة الأمير  
القادر للعلوم الإسلامية

لقد اثبت التمويل الإسلامي مدى سلامة أساليبه وآلياته المتعددة في تمويل مختلف القطاعات وتحقيق التوازن بين القيم المالية والقيم الإنتاجية الناتجة عن الاستغلال المالي ومن خلال دراستنا لهذا البحث المعنون بـ : " أهمية التمويل الإسلامي في معالجة إختلالات السوق المالية " نخرج بجملة من النتائج ونعطي بعض التوصيات القيمة والمتعلقة بجوانب دراسة هذا الموضوع :

- 1) يمثل التمويل الإسلامي أسلوب في التمويل يستند في عمله على جملة من المرتكزات والخصائص المهمة والتي تحدد الإطار العام لاستخدام الأموال وترتبط بقواعد فقهية معروفة ومنها أن الربح يستحق في الشريعة الإسلامية بالملك " التملك " أو بالعمل ولا يخرج عن نطاق هذين العنصرين.
- 2) يتمثل الضابط الأول لأساليب التمويل الإسلامي في النصوص الفقهية والأحكام الشرعية التي توجه المعاملات المالية وعليه فإن الرقابة الشرعية على المعاملات المالية من شأنها تحديد المنهج العملي لآليات التمويل الإسلامي.
- 3) يتميز التمويل الإسلامي بجملة من الخصائص والتي تميزه عن التمويل التقليدي من بينها أن أساليب التمويل الإسلامي تنقل التمويل من أسلوب الضمان والعائد الثابت (سعر الفائدة) الحاصل في التمويل التقليدي إلى أسلوب المخاطرة والمشاركة.
- 4) سعر الفائدة كئمن للإقراض والاقراض هو ربا محرم شرعا فضلا على أنه عملية دخيلة على النظام البشري تؤدي إلى تضخيم النشاط التمويلي بالمقارنة مع النشاط الإنتاجي وهذا على عكس أساليب التمويل الإسلامي التي تحقق التوازن بين النشاط الإنتاجي والنشاط المالي.
- 5) تتنوع أساليب التمويل الإسلامي وتتعدد آلياته إذ توجد أساليب للتمويل قائمة على التبرعات والبر والإحسان كالقرض الحسن والصدقات التطوعية والزكاة والوقف،،،،، وأساليب للتمويل قائمة على المشاركات كالمشاركة المنتهية بالتملك والمضاربة

- والمساقات والمزارعة والمغارسة،،،، وأساليب تمويل أخرى قائمة على الائتمان التجاري كالبيع الآجل وبيع السلم وبيع الاستصناع والتأجير التشغيلي والتأجير التمويلي،،، .
- (6) أساليب التمويل الإسلامي تقوم على أساس دراسات الجدوى من الناحية الاقتصادية وعلى أسس الأحكام الفقهية من الناحية الشرعية، وهذا يعني أن المشروعات عند دراستها تخضع للأولويات الإسلامية من ضروريات وحاجيات وتحسينات، مما يحقق تخصيصاً أمثل للموارد ويحقق ما يصبو إليه البلد من تنمية اقتصادية واجتماعية مستدامة.
- (7) إن أساليب التمويل الإسلامي ليست نقيضاً للضمانات فهي لا تحول بين تقديم خدمات التمويل وأخذ الضمانات اللازمة والكافية التي تؤمن لها أموالها.
- (8) تهتم أساليب التمويل الإسلامي بخدمة كافة أفراد المجتمع وعناصره، فهي تهتم بتحقيق الرفاهية والخدمة الاجتماعية لمختلف العناصر على اختلاف ظروفهم المادية ومستوياتهم العلمية.
- (9) بالرغم من بساطة أنواع أدوات التمويل الإسلامي نظرياً إلا أنها يمكن أن تصبح مركبة ويرجع ذلك إلى أن بعض المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية تقوم باستخدام الهندسة المالية الإسلامية لتركيب أو تشكيل آليات جديدة انطلاقاً من مجموعة من الآليات التمويلية القائمة وذلك لتلبية رغبات عملائها غير المحدودة .
- (10) يطلق مصطلح السوق المالية بمعناه الضيق على سوق أو بورصة الأوراق المالية كما يطلق بمعناه الواسع على مجموع التدفقات المالية والنقدية في المجتمع بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات، وعليه فالسوق المالية لا ينحصر مفهومها بمكان محدد وإنما تمثل مختلف العمليات المترتب عليها تدفقات مالية .
- (11) تقوم السوق المالية بتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو استثمار المشاريع المنتجة كما تعمل على توزيع رؤوس الأموال على مختلف الأنشطة الاستثمارية لذلك فالسوق المالية تمثل حلقة وصل بين جميع الفعاليات الاقتصادية.

- 12) تقسم الأسواق المالية حسب معايير مختلفة منها ما ترتبط بنوع الأدوات المتداول فيها ومنها ما تعبر عن إصدار أو تداول الأدوات المالية وكذلك فيما يخص طبيعة أماكن التداول المختلفة من حيث التنظيم.
- 13) يتم إصدار الأوراق المالية عن طريق السوق الأولية، أو سوق الإصدارات الأولية، بينما يتم التداول هذه الأوراق والأدوات في السوق الثانوية.
- 14) تمثل الأسهم والسندات أهم الأدوات المالية الصادرة والجاري تداولها في السوق المالية طويلة الأجل، كما توجد بعض الأدوات المتعامل بها في بعض الأسواق مثل الصكوك الإسلامية المنتشرة في السوق المالي الإسلامي.
- 15) يعطي السند لحامله حقين أساسيين: حق الحصول على فائدة ثابتة، وحق استيراد قيمة السند في أجل الاستحقاق، إضافة إلى التمتع بحقوق الدائن اتجاه المدين وفقا للإحكام القانونية.
- 16) تتأثر السوق المالية بجملة من المتغيرات المحيطة بها يمكن أن تؤدي إلى اختلال في وظائفها ويكون لها نتائج مؤثرة على النظام الاقتصادي إجمالا .
- 17) اختلال السوق المالي يعني عجزها عن أداء مختلف الوظائف المنوط لها، ويتجلى ذلك من خلال الضعف في تعبئة الموارد المالية الفائضة، والعجز عن الربط بين أصحاب العجز وأصحاب الفائض المالي.
- 18) تتعرض السوق المالية لاختلال في وظائفها بفعل أسباب خارجية تأثيرها يكون بصورة غير مباشرة ومنها: (العوامل الاقتصادية، ضعف مؤسسات الوساطة المالية،،،،)، وأسباب لها تأثير مباشر على السوق المالية ومنها: (التلاعب في السوق المالي، المضاربات، المشتقات المالية، التوريق ،،،،).
- 19) تتميز الأزمات المالية بتصاعد أحداثها وبعنصر المفاجأة الذي يسبب حالة الذعر والفرع ويمنع اعتماد حلول فورية تسمح بالسيطرة على الأزمة.

- (20) تتمثل أهم مسببات الأزمة المالية الحالية في معاملات مالية تتنافى مع أحكام الشريعة الإسلامية ولا يجوز التعامل بها فقهاً وتسمح بتنامي ظاهرة الاقتصاد الوهمي وتؤثر في عمل القطاعات الاقتصادية المنتجة.
- (21) إن استخدام التمويل الإسلامي من شأنه حماية النظام الاقتصادي بوجه عام والسوق المالية بوجه خاص من وقوع اضطرابات في مختلف الأنشطة وفي عمل مختلف القطاعات.
- (22) إن استخدام التمويل الإسلامي يسمح بتكثيف بعض المعاملات المنتشرة في السوق المالية بصورة تتحقق فيها شرعية المعاملة والهدف المالي المنشود.
- (23) تعبر آلية التوريق من منظور إسلامي عن الحل الأمثل لمشكلة نقص السيولة والتي تعاني منها أغلب المصارف والمؤسسات المالية وتتم عبر تحويل موجودات عينية أو منافع إلى صكوك قابلة للتداول وتحتاج إلى بعض القيود والإجراءات لتحقيق الضوابط الشرعية التي تقوم على أساس ملكية المستثمر أصولاً دارة للدخل.
- (24) يمكن للحكومة المحاسبية حماية الأصول المالية للشركات خاصة تلك المدرجة في السوق المالية وهذا من خلال توفير الفضاء اللازم لشفافية العمل الإداري والمالي والقضاء على السلوك السليبي للمسيرين وبعث الوازع الخلقى لحماية المستثمرين من أخطار المتلاعبين.
- (25) ضرورة البحث عن إمكانية خلق سوق مالي إسلامي يمكن الأفراد والمؤسسات من إجراء مختلف معاملاتهم المالية وفق قواعد وأسس فقهية ومباحة تسمح بإجراء معاملات مالية شرعية.
- (26) تفعيل دور التمويل الإسلامي عبر خلق المزيد من المؤسسات المالية الإسلامية والترويج لمختلف المعاملات المالية الإسلامية عن طريق رفع حجم تدخلاتها ومجالات أنشطتها في مختلف القطاعات ومختلف الدول.

(27) استخدام مختلف الوسائل والإمكانات من تكنولوجيات حديثة في الإعلام والاتصال الكفيلة بالترويج للمعاملات المالية الإسلامية على مستوى الدول الإسلامية وكذلك الغربية .

(28) ضرورة الحد من تبعية الأنظمة المالية في الدول الإسلامية للأنظمة المالية التقليدية لحمايتها من الأزمات الحاصلة وذلك عبر إنشاء بورصة إسلامية عالمية تهدف إلى جمع المدخرات وتوفير مصادر تمويل بديلة لمختلف الفعاليات الاقتصادية في الدول الإسلامية مع تزويدها بمؤسسات للرقابة الشرعية والمالية.

(29) أهمية إصدار قوانين ومراسيم من شأنها إيقاف بعض المعاملات المالية التي كانت من أسباب الأزمة المالية الحالية، وإثراء المجال العام لأنشطة التمويل والسوق المالية بالنصوص القانونية الكفيلة بتنظيم وضبط وحل المنازعات والإشكالات الممكن الوقوع بها ومنها:

✓ منع التعامل بالمشتقات المالية التقليدية واستخدام البدائل الشرعية مثل آلية السلم الكفيلة بإجراء معاملات مباحة وسليمة.

✓ توضيح لمفهوم الحرية المنضبطة التي يقوم عليها الاقتصاد الإسلامي .

(30) تطبيق نظام زكاة المال واستخدام جزء من حصيلته في دعم الطبقات الفقيرة وكذلك المتأثرين من جراء الأزمة المالية على مستوى الدول الإسلامية -الغارمين-.

(31) ضرورة وإلزامية الاعتماد على منهج الاقتصاد الإسلامي وأساليب البنوك الإسلامية بعيدا عن الفوائد الربوية أخذا وعطاء، وأهمية التوعية الإسلامية بضرورة الاحتكام إلى القواعد الفقهية والنصوص الشرعية لفض المنازعات المالية بين مختلف الأقطاب.

(32) إقامة الندوات والمؤتمرات لبيان مقومات النظام الاقتصادي في الإسلام، وكذلك توضيح وتكييف وتبسيط المنهج الإسلامي في التعاملات المالية والاقتصادية.

# قائمة المصادر والمراجع

جامعة عبد القادر للعلوم الإسلامية

قائمة المصادر والمراجع:

أولاً- القرآن الكريم.

ثانياً- الأحاديث النبوية الشريفة .

ثالثاً - المراجع البيبليوغرافية :

- 1) إبراهيم أنيس وآخرون، إشراف: حسن علي عطية وآخرون، المعجم الوسيط، دار الفكر، سوريا .
- 2) إبراهيم عبد الرحمان زكي، معالم الاقتصاد الإسلامي، دار الجامعات المصرية، الإسكندرية .
- 3) إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009م.
- 4) ابن حزم، المحلى، مطبعة الإمام، القاهرة، الجزء الثامن.
- 5) ابن رشد الحفيد، بداية المجتهد، دار المعارف، بيروت، 1983 م.
- 6) ابن قدامي، المعنى، دار الكتاب العربي، بيروت، 1978 م.
- 7) ابن منظور جمال الدين محمد بن مكرم، لسان العرب، دار المعارف، القاهرة.
- 8) الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، (الجزء الخامس)، جدة، 1982م.
- 9) أحمد أبو الفتوح الناقة، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1995 م.
- 10) أحمد أسعد محمود الحاج، نظرية القرض في الفقه الإسلامي، دار النفائس، طبعة أولى، عمان، 2008 م.
- 11) أحمد الشرباصي، المعجم الاقتصادي الإسلامي، دار الجيل، 1981 م.
- 12) أحمد بن حسن أحمد الحسيني، الودائع المصرفية، أنواعها، استخداماتها، استثماراتها، دار ابن حزم، بيروت، سنة 1999 م.

- (13) احمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، دار النشر والتوزيع.
- (14) أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2006م.
- (15) أحمد سليمان خصاونه، المصارف الإسلامية - مقررات لجنة بازل - تحديات العولمة - إستراتيجية مواجهتها، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2008 م.
- (16) أحمد عبد العزيز المزيبي، المواد المالية في الإسلام، ذات السلاسل للنشر، طبعة أولى، الكويت، 1994 م.
- (17) أحمد محمد السعد ، محمد علي العمري ، الاتجاهات المعاصرة في تطوير الاستثمار الوقفي، الأمانة العامة للأوقاف، الكويت، 2000 م .
- (18) أحمد محي الدين، فتاوى المضاربة، مجموعة دلة البركة، طبعة أولى، 1996م.
- (19) أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي ، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية، طبعة أولى، 1995 م .
- (20) أحمد محي الدين أحمد، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية، بنك البركة الإسلامي للاستثمار، ط/1، البحرين، 1986 م.
- (21) إدارة مركز البحوث والدراسات الاقتصادية (مجلس الغرف السعودية)، الأزمة المالية العالمية و تداعياتها على الاقتصاد السعودي، الرياض، أكتوبر 2008م.
- (22) أشرف دوابه، نحو سوق مالية إسلامية، دار السلام، ط3، القاهرة، 2006م.
- (23) إيف برنار، جان كلود كالي، قاموس التعابير الاقتصادية والمالية، ترجمة: كمال الخولي، طبعة الأولى، 1990 م .
- (24) باز فريدي، صادر مكرم، أبي صالح جورج، معجم المصطلحات المصرفية ومصطلحات البورصة والتأمين والتجارة الدولية ، اتحاد المصارف العربية، طبعة أولى، 1985 م.
- (25) جعفر الجزائر، العمليات البنكية، دار النفائس، طبعة الأولى، بيروت، 1996م.
- (26) جمال البناء، الربا وعلاقته بالممارسات المصرفية والبنوك الإسلامية ، دار الفكر الإسلامي ، القاهرة ، 1986 م .

- (27) جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط1، عمان، 2002 م.
- (28) جيمس جوارنتي، ريتشارد ستروب، الاقتصاد الجزئي، ترجمة: محمد عبد الصبور، دار المريخ للنشر، المملكة السعودية، 1987م.
- (29) حسن النجفي ، عمر الأيوبي ، موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية ، دار النهضة العربية، بيروت، 1986 م.
- (30) حسن أيوب، فقه المعاملات في الإسلام، دار السلام للطباعة، والنشر، والتوزيع، والترجمة، ط3، القاهرة، 2006 م.
- (31) حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا أرشيد، محفوظ أحمد جودة ، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق ، دار زهران ، عمان ، 1999م .
- (32) حسني علي خريوش ، عبد المعطي رضا أرشيد ، محفوظ أحمد جودة ، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات ، دار زهران ، 1988م .
- (33) حسين بني هاني ، الأسواق المالية - طبيعتها - تنظيمها - وأدواتها المشتقة ، دار الكندي ، طبعة أولى، عمان ، 2002 م .
- (34) حسين شحاتة ، أزمة النظام المالي العالمي في ميزان الاقتصاد الإسلامي ، المكتب التعاوني للدعوة وتوعية الجاليات بالربوة ، الرياض ، 2008 م .
- (35) حسين عمر ، الموسوعة الاقتصادية، دار الفكر العربي، ط 4، القاهرة 1992م.
- (36) الحضري محسن أحمد، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر، 2000م .
- (37) حمود سامي ، الوسائل الاستثمارية للبنوك الإسلامية في حاضرها وإمكانيات المحتملة لتطورها والمقارنة بينها وبين البنوك التقليدية ، اتحاد المصارف العربية ، 1989 م.
- (38) الخطيب الشربيني، معنى المحتاج ، تعليق محمد جويلي الشافعي، دار الفكر، بيروت، 1415 هـ .

- (39) دليل المصطلحات الفقهية الاقتصادية، بيت التمويل الكويتي، الطبعة الأولى، الكويت، 1992 م.
- (40) راشد البراوي، الموسوعة الاقتصادية، مكتبة النهضة المصرية، طبعة ثانية، القاهرة، 1408 هـ .
- (41) رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999 م .
- (42) رضوان سمير، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996م.
- (43) زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل، طبعة الأولى، 1998 م .
- (44) سامي حمود، الأدوات التمويلية الإسلامية لشركات المساهمة ، المعهد الإسلامي للتدريب والبحوث، جدة، 1996 م .
- (45) سعيد أبو الفتوح بسيوني، الحرية الاقتصادية في الإسلام وأثرها على التنمية، طبعة أولى، دار الوفاء، المنصورة، 1988م .
- (46) سعيد توفيق عبید، الاستثمار الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة.
- (47) سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، طبعة أولى، 1996 م.
- (48) سوزان لي، ترجمة:خضر نصار، أجدية علم الاقتصاد، مركز الكتاب الأردني، عمان، 1988 م .
- (49) سيد هوارى ، إدارة البنوك، مكتبة عين شمس، طبعة أولى ، القاهرة ، 1987م.
- (50) سينغ كفاليجت ، عملة المال ، ترجمة: حسين ، المؤسسة الوطنية للاتصال والنشر والإشهار، طبعة أولى، الجزائر، 2001 م .
- (51) شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، 2001 م.
- (52) شوقي أحمد دنيا، الجمالة والاستصناع، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 1991 م .

- (53) شوقي عبده الساهي، المال وطرق استثماره في الإسلام، المكتبة الفيصلية، طبعة ثانية، مكة المكرمة، 1984م.
- (54) صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية، طبعة الأولى، 1998م.
- (55) ضياء مجيد، البنوك الإسلامية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1997م.
- (56) طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، كليوباترا للطباعة، 1998م.
- (57) طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل، طبعة أولى، 1997 م.
- (58) عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق راس المال، دار النهضة العربية للنشر والتوزيع، القاهرة، 1995 م.
- (59) عاشور عبد الجواد عبد الحميد، البديل الإسلامي للفوائد المصرفية الربوية، دار النهضة العربية للنشر و التوزيع، مصر، 1990 م .
- (60) عائشة الشرقاوي المالقي، البنوك الإسلامية التجربة بين الفقه والقانون والتطبيق، المركز الثقافي العربي، الطبعة الأولى، سنة 2000 م.
- (61) عبد الباقي الزرقاني، شرح الزرقاني على مختصر سيدي خليل، مجلد 3، ج 6.
- (62) عبد الرحمان عبد الله الحميدي، عبد الرحمان عبد المحسن الخلف، البنوك والنقود والأسواق المالية، دار الخريجي، الرياض، 1417 هـ.
- (63) عبد العزيز الخياط، الشركات في ضوء الإسلام الإدارة المالية في الإسلام، مؤسسة آل البيت، الجمع المالكي لبحوث الحضارة، عمان، 1989م.
- (64) عبد الغفار حنفي، البورصات، المكتب العربي الحديث.
- (65) عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، مكتبة الجلاء الجديدة، المنصورة .
- (66) عبد الكريم الخطيب، السياسة المالية في الإسلام، دار المعرفة، طبعة ثانية، بيروت، 1975 م .

- (67) عبد الله عبد الرحمان العمبادي، موقف الشريعة من المصارف الإسلامية المعاصرة، الاتحاد الدولي للمصارف الإسلامية، القاهرة، 1982م.
- (68) عبد المنعم أحمد التهامي، التمويل مقدمة في المنشآت والأسواق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1990م.
- (69) عبد الوهاب نصر علي، شحاتة سيد شحاتة، مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007م.
- (70) عرفات تقي الحسيني، التمويل الإسلامي، دار مجلاوي للنشر والتوزيع، عمان، 1999م.
- (71) عطية فتحي الويشي، أحكام الوقف وحركة التقنين في دول العالم الإسلامي المعاصر - حالة جمهورية مصر العربية، الأمانة العامة للأوقاف، الكويت، 2002م.
- (72) علي بن محمد الجمعة، معجم المصطلحات الاقتصادية الإسلامية، مكتبة العبيكان، الرياض، 2000م.
- (73) علي عبد الرسول، المبادئ الاقتصادية في الإسلام، دار الفكر العربي، 1980م.
- (74) علي معبد الجارحي، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام، مؤسسة آل البيت، عمان، 1989م.
- (75) فادي محمد الرفاعي، المصارف الإسلامية، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الثانية، بيروت 2007م.
- (76) فتح الرحمان علي محمد صالح، أدوات سوق النقد الإسلامية - مدخل الهندسة المالية الإسلامية، المجلد 26، بنك السودان، الخرطوم، 2002م.
- (77) فتحي أحمد عبد الكريم، أحمد محمد العسال، النظام الاقتصادي في الإسلام مبادئه وأهدافه، مكتبة وهبة، الطبعة السابعة، القاهرة، 1985م.
- (78) فريد الصلح، موريس نصر، المصرف والأعمال المصرفية، الأهلية للنشر والتوزيع، بيروت 1989م.
- (79) فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999م.

- (80) فؤاد السرطاوي ، التمويل الإسلامي ودور القطاع الخاص، دار المسيرة، عمان، ط/1 ، 1999 م .
- (81) الفيروز أبادي مجد الدين محمد بن يعقوب، القاموس المحيط، دار الجليل، بيروت.
- (82) كريستوفر باس، برايان لوز، لزي دايفيز ، معجم الاقتصاد ، ترجمة: عمر الأيوبي، أكاديميا ، بيروت، 1995م.
- (83) كمال يوسف، المصرفية الإسلامية الأزمة والمخرج، دار النشر للجامعات المصرفية، القاهرة، 1996 م.
- (84) ماجد أبو رحية، حكم العربون في الإسلام، مكتبة الأقصى، عمان 1986م.
- (85) مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التمويل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، طبعة أولى، الرياض، 2005م.
- (86) مجيد جاسم الشرع ، المحاسبة في المنظمات المالية، المصارف الإسلامية، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان 2008 م .
- (87) مجيد جاسم الشرع ، المراجعة عن المسؤولية الاجتماعية في المصارف الإسلامية، دار وائل للنشر، عمان، 2003 م .
- (88) محروس حسن ، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، 1994م.
- (89) محروس حسن، رمضان الشراح، الاستثمار بين النظرية والتطبيق، ذات السلاسل، طبعة ثانية، الكويت، 1999م.
- (90) محسن أحمد الخضيرى، البنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، دار الحرية، القاهرة، 1990م .
- (91) محمد أحمد غانم ، التوريق : الماهية - المزايا - الإجراءات - العناصر ، التوريق في الشريعة الإسلامية وتطبيقاته على بعض الدول العربية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2009م.
- (92) محمد البناء، أسواق النقد والمال، دار زهراء الشرق للنشر والتوزيع، 1996م.
- (93) محمد الحبيب ابن خوجة، مع النمرور الآسيوية و إلى أين ؟ لماذا احترقت النمرور الآسيوية؟، مطبوعات أكاديمية المملكة المغربية، 6/4 مايو 1998م، الرباط.

- 94) محمد الزرقاني ، شرح الزرقاني على موطأ الإمام مالك ، الجزء الثالث .
- 95) محمد الشحات الجندي، القرض كأداة للتمويل في الشريعة الإسلامية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي ، الطبعة الأولى ، القاهرة ، 1996 م .
- 96) محمد ايمن عزت الميداني ، الإدارة التمويلية في الشركات ، مكتبة العبيكان، طبعة ثالثة، الرياض، 1999م.
- 97) محمد بن عبد العزيز بن عبد الله، الوقف في الفكر الإسلامي، مطبعة فضالة، الجزء الأول، المملكة المغربية، 1996 م.
- 98) محمد سليمان الأشقر، بيع المرابحة - بحوث فقهية في قضايا اقتصادية معاصرة، دار النفائس، طبعة أولى، عمان، 1998م.
- 99) محمد سويلم ، إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية، دار الهاني للطباعة .
- 100) محمد شبير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي ، دار النفائس ، عمان، 1996م .
- 101) محمد صالح الحناوي، عبد الفتاح عبد السلام السيدة، المؤسسات المالية، الدار الجامعية، 1998م .
- 102) محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية، دار الرشيد، طبعة أولى، 1982م.
- 103) محمد صالح جابر، الاستثمار بالأوراق المالية، شركة المطابع النموذجية، 1998م.
- 104) محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات، دار النفائس، طبعة أولى، عمان، 1999 م .
- 105) محمد عبد المنعم الجمال، موسوعة الاقتصاد الإسلامي، دار الكتب الإسلامية، دار الكتاب اللبناني، طبعة ثانية، بيروت، 1986م.
- 106) محمد عثمان شبير، المعاملات المعاصرة في الفقه الإسلامي، دار النفائس، ط2، الأردن، 1998 م .

- 107) محمد محمود حبش، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة، مؤسسة الوراق، طبعة أولى، الأردن، 1998م.
- 108) محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ودور أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008م.
- 109) محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري (دراسة مقارنة)، ط2، الدار الجامعية، الإسكندرية 2009م.
- 110) محمد مطر، إدارة الاستثمارات، مؤسسة الوراق، طبعة ثانية، الأردن، 1999م.
- 111) محمد منذر قحف، الاقتصاد الإسلامي، دار القلم، الكويت.
- 112) محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية - دراسة تطبيقية، دار النفائس، طبعة أولى، الأردن، 2010 م.
- 113) محمد يونس، عبد النعيم مبارك، مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003م.
- 114) محمود حسن الوادي، حسن محمد سمحان، المصارف الإسلامية الأسس النظرية والتطبيقات العلمية، دار المسيرة، عمان، 2007م.
- 115) محمود سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار بهاء الدين، الطبعة الأولى، قسنطينة، 2003 م .
- 116) محمود صبح، الابتكارات المالية، طبعة الأولى، 1998م.
- 117) محمود عبد الكريم أحمد أرشيد، الشامل في معاملات وعمليات المصارف الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن 2001م.
- 118) مراد كاظم، البورصة وأفضل طرق نجاح الاستثمارات المالية، مطبعة كرساتوماش وشركاؤه، طبعة ثانية، مصر، 1967 م .
- 119) مرتضى الزبيدي، تاج العروس من جواهر القاموس، دار الفكر للطباعة والنشر، بيروت.
- 120) مركز الاقتصاد الإسلامي، برنامج صيغ الاستثمار الإسلامية، المصرف الإسلامي الدولي للاستثمار والتنمية، القاهرة .

- (121) مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في العالم، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993 م .
- (122) مصطفى أحمد الزرقا ، عقد الاستصناع ومدى أهميته في الاستثمارات الإسلامية المعاصرة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة.
- (123) مصطفى الزرقا، عقد الإستصناع في الفقه الإسلامي، المعهد الإسلامي للتدريب والبحوث، جدة ، 1995 م .
- (124) مصطفى حسين سلمان، جهاد أبو العرب، محمود حمودة، نصر علي نصر، المعاملات المالية في الإسلام، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 1990 م .
- (125) مصطفى كمال طه ، القانون التجاري، دار الجامعة الجديدة، 1995م.
- (126) مقبل جميعي، الأسواق والبورصات، مدينة النشر والطباعة، الإسكندرية.
- (127) مكي علي سعيد، تمويل المشروعات في ظل الإسلام، دار الفكر العربي.
- (128) منذر قحف، مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي، المعهد العالمي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، 1411هـ.
- (129) منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق راس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1995م.
- (130) منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997م.
- (131) منير إبراهيم هندي، سلسلة الأسواق المالية 2 ، المؤسسة المصرفية ، عمان .
- (132) موريس آية، الشروط النقدية لاقتصاد السوق- من درس الأمس إلى إصلاحات الغد، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب ، 1993 م .
- (133) موريس سلامة، ترجمة: يوسف الشدياق، الأسواق المالية في العالم، منشورات عويدات، طبعة الأولى، بيروت / باريس، 1983 م .
- (134) الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية ، المجلد الثالث، الجزء الخامس، أهم الخصائص المميزة للاقتصاد في الإسلام، طبعة أولى، الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، 1983 م .

- 135 الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية- الفتاوى الشرعية في المسائل الاقتصادية، بيت التمويل الكويتي، الطبعة الثانية، الجزء 1، 1985 م / 1986 م.
- 136 نادية أبو فخره مكاوي، اتجاه معاصر في إدارة المنشآت والأسواق المالية، مكتبة النهضة العربية، طبعة أولى، 1990 م
- 137 ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، أحمد زكريا الصيام، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل، طبعة أولى، الأردن، 1999 م.
- 138 نزيه حماد، عقد السلم في الشريعة الإسلامية، دار القلم، طبعة أولى، دمشق.
- 139 نصر سلمان، سعاد سطحي، أحكام المعاملات المالية في المذهب المالكي، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، 1998م.
- 140 نوفل حسن صبري، الاستثمار في الأوراق المالية- مقدمة للتحليل الفني والأساسي، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد 100، 1996 م .
- 141 هدى محمد رشوان ، مقدمة في الأسواق المالية، مكتبة عين الشمس، القاهرة، 1998 م .
- 142 هيا جميل بشارت، التمويل المصرفي للمشروعات الصغيرة والمتوسطة، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008م.
- 143 هيكل عبد العزيز فهمي، موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية، دار النهضة العربية، ط3، بيروت 1981 م .
- 144 الهيئة العامة لسوق المال، موسوعة القوانين واللوائح والقرارات المنظمة لسوق راس المال، الطبعة الأولى.
- 145 وجدي محمد فريد ، دائرة معارف القرن العشرين، دار المعرفة، ط3، بيروت.
- 146 وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، الطبعة الأولى، دمشق، 2002 م .
- 147 ياسر عبد الكريم الحوراني، الموقف والعمل الأهلي في المجتمع الإسلامي المعاصر، الأمانة العامة للأوقاف، الكويت، 2001 م .

رابعا - المذكرات والرسائل الجامعية:

(1) أحمد بلخير، عقد الإستصناع وتطبيقاته المعاصرة - دراسة حالة البنك الإسلامي للتنمية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد الإسلامي، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2008م .

(2) سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية - مع دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير منشورة، جمعية التراث، غرداية، ط1، 2002م .

(3) محمود سحنون، المؤسسات المصرفية والسياسات النقدية في الاقتصاد اللاربوبي، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة قسنطينة، 2001م .

خامسا - البحوث المقالات العلمية المنشورة:

(1) " التوريق الإسلامي هو الحل وليس سبب الأزمة"، مقال منشور في مجلة القبس الاقتصادي، العدد 12713 ، المجلد 27 ، تاريخ 2008/10/20 م .

(2) القرني محمد علي، الأسواق المالية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي، العدد السادس، الجزء الثاني، جدة، 1990م .

(3) أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية - المشتقات -، البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية، المجلد 35، العدد 4، 1995 م .

(4) إبراهيم علوش، " نحو فهم منهجي لازمة المالية الدولية"، مقال منشور على الشبكة المعلوماتية .

(5) أحمد الختم أحمد، الآثار الاقتصادية للزكاة، الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية .

(6) أسامة الدريعي، " هل المستقبل للمؤسسات المالية الإسلامية؟"، بحث منشور على الشبكة المعلوماتية .

(7) إيمان محمد زكي، " تحليل أثر الأزمات المالية على الدول النامية مع الإشارة إلى مصر"، بحث منشور في مجلة التجارة والتمويل، العدد الثاني، كلية التجارة، جامعة طنطا، 1999م .

(8) بلعوز بن علي، " الأزمة المالية العالمية مظاهرها وسبل معالجتها"، مقال منشور في الملتقى الاقتصادي الدولي 06/05 مايو 2009، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة 2009م .

- (9) بوفليح نبيل، عبد الله الحرثسي حميد ، " التمويل الإسلامي كأسلوب لمواجهة تحديات الأزمة المالية العالمية، مقال منشور في الملتقى الاقتصادي الدولي الأول 06/05 مايو 2009م ،كلية الآداب ، جامعة الأمير عبد القادر - قسنطينة ، 2009م.
- (10) تقي الدين العثماني، بيع الحقوق المجردة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الخامس، الجزء الثالث، جدة 1988م.
- (11) جودة عبد الخالق، إدارة الأزمات المالية والمصرفية وسبل التحوط منها، بحث مقدم إلى منتدى: إشكالية الإدارة الحديثة، المعهد العربي للتخطيط ومعهد التخطيط القومي، شرم الشيخ، القاهرة، 28/27 سبتمبر 2004 م.
- (12) حبشي فتيحة ، " الأزمة المالية العالمية الحالية وانعكاساتها على الاقتصاد العالمي " ، الملتقى الاقتصادي الدولي الأول ، 06/05 مايو 2009 ، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة.
- (13) رحيم حسين ،علاوة عبد الفتاح، " التوريق آلية لتجاوز الأزمات في المؤسسات المالية الإسلامية، الملتقى الاقتصادي الدولي 06/05 مايو 2009، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة.
- (14) سامي بن إبراهيم السويلم، " التورق والتورق المنظم -دراسة تأصيلية - ، بحث مقدم إلى مجمع الفقه الإسلامي، رابطة العالم الإسلامي، مكة المكرمة، 2003م .
- (15) سليمان أحمد يوسف، " رأي التشريع الإسلامي في مسائل البورصة" ، مقال منشور في الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، الاتحاد الإسلامي للبنوك الإسلامية، طبعة الأولى، 1986م.
- (16) صالح صالح ، عبد الحليم غربي ، " كفاءة التمويل الإسلامي في ضوء التقلبات الاقتصادية الدورية" مقال منشور في الملتقى الاقتصادي الدولي، 06/05 مايو 2009م، كلية الآداب، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة.
- (17) صالح ملائكة ، " التوريق وبقية أدوات السيولة للسوق الإسلامية" ، بحث مقدم لندوة البركة الثانية والعشرين، المنامة، 2002م .

- (18) عبد الله شحاتة، " الأزمة الاقتصادية- المفهوم والأسباب، مقال منشور على الشبكة المعلوماتية .
- (19) عز الدين محمد خوجة، " التورق ومشروعاته والمجالات السوية لتطبيقه مصرفياً"، بحث مقدم في ندوة البركة الثانية والعشرين ، المنامة ، 2002 م .
- (20) علي عبد الله شاهين، " الأزمة المالية - أسبابها وتداعياتها وتأثيراتها على الاقتصاد"، مقال منشور على الشبكة المعلوماتية .
- (21) فريد النجار، " تجارب البورصات العالمية" ، بحث منشور في كتاب: استراتيجيات تنشيط البورصات العربية والربط بينها، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 1994م.
- (22) فلاح شفيق، " النشاط الربوي والمؤسسات المالية"، مقال منشور على الشبكة المعلوماتية.
- (23) فؤاد عبد الله العمر، " مقدمة في تاريخ الاقتصاد الإسلامي وتطوره، مقال رقم 62، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب ، 2003 م .
- (24) فؤاد محمد محسن، " الأزمة المالية العالمية وأثرها على صناعة المالية الإسلامية" ، المؤتمر الرابع للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في سوريا .
- (25) فوزي عبد الرزاق، كاتية بوروبة، " الأزمة المالية والبدايل المطروحة في ظل النظام الرأسمالي رؤية مستقبلية"، الملتقى الدولي الأول: 06/05/2009م، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة .
- (26) كمال توفيق الخطاب، " محو سوق مالية إسلامية" ، إربد ، جامعة اليرموك .
- (27) لعلی حناشي ، " تحليل ظاهرة الأزمة المالية الحالية"، مقال منشور في الملتقى الاقتصادي الدولي الأول، 06/05 مايو 2009م، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة.
- (28) لمياء بوعروج، " الأزمة المالية الحالية- دراسة تحليلية لأسباب الحدوث والتداعيات على الاقتصاد العالمي والاقتصاد العربي"، مقال منشور في الملتقى الاقتصادي الدولي الأول، 06/05 مايو 2009م، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة .
- (29) محمد الحسين ، " الأزمة المالية المعاصرة" ، مقال منشور على الشبكة المعلوماتية.

- (30) محمد بن إبراهيم السحيباني، "التلاعب في الأسواق المالية ، البعد الاقتصادي" ، ورقة عمل مقدمة في ندوة المضاربة والتلاعب في الأسواق المالية الأبعاد الاقتصادية والقانونية والشرعية، الهيئة العالمية للإسلامية للاقتصاد والتمويل، الرياض، في: 2008/03/05م
- (31) محمد بن إبراهيم السحيباني، "التلاعب في الأسواق المالية، البعد الاقتصادي"، ورقة عمل مقدمة في ندوة المضاربة و التلاعب في الأسواق المالية والأبعاد الاقتصادية و القانونية والشرعية، الهيئة العالمية للإسلامية للاقتصاد و التمويل، الرياض، بتاريخ 2008 /03/05.
- (32) محمد شرافي، "الأزمة المالية العالمية - رؤية اقتصادية شرعية -"، مقال منشور على الشبكة المعلوماتية .
- (33) محمد عبد الحليم عمر، "التمويل عن طريق القنوات التمويلية الغير رسمية"، منشورة في أعمال الدورة الدولية : " تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية "، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة سطيف، سنة 2003م .
- (34) محمد عبد الحليم عمر، "الصكوك الإسلامية والتوريق"، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي، الشارقة، ابريل 2009 م.
- (35) محمد عبد الحليم عمر، "قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية" ، مقال منشور في ندوة الأزمة المالية العالمية من منظور إسلامي وتأثيرها على الاقتصاديات العربية، 11 أكتوبر 2008م، مركز صالح عبد الله للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، مصر 2008م.
- (36) محمد عبد الحليم عمر، "قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية"، مقال منشور في الملتقى الاقتصادي الدولي الأول ، 06/05 مايو 2009، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة.
- (37) محمد عبد الحليم عمر، "إطالة شرعية على المؤسسات المالية الإسلامية العاملة في أمريكا"، بحث مقدم للمؤتمر الثالث لمجمع فقهاء الشريعة بأمريكا الشمالية عام 2005م.
- (38) محمود محمد الطنطاوي، القروض المصرفية في ضوء الشريعة الإسلامية، مجلة الحقوق والشريعة، العدد الأول ، الكويت ، 1977 م .

- (39) مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد 7، الجزء 2، جدة 1992م.
- (40) مفتاح صالح، معارفي فريدة، "قراءة في الأزمة المالية العالمية- رؤية شرعية إسلامية"، الملتقى الاقتصادي الدولي الأول، 06/05 مايو 2009م، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة .
- (41) مولود لعرابة، "الأسباب المباشرة والغير المباشرة للأزمة المالية و آليات انتقالها، مقال منشور في الملتقى الدولي الأول 06/05 مايو 2009 م، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة .
- (42) نبيل حشاد، "الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على الاقتصاد العربي"، منشور على الشبكة المعلوماتية .
- (43) نبيل نصيف، "الأسواق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، مقال منشور في مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السادس، الجزء الثاني.
- (44) نزيه حماد، مدى جواز أخذ الأجر على الكفالة في الفقه الإسلامي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز (الاقتصاد الإسلامي)، جامعة الملك عبد العزيز، جدة 1997م.
- (45)
- (46) يوسف أحمد القاسم، "تداول السندات في سوق المال"، مقال منشور في الشبكة المعلوماتية.
- (47) ياقوت العشماوي، المضاربة في الإسلام و في الدستور، مجلة الأهرام الاقتصادية، العدد 1101 ، في 19 فبراير 1990 م .

سادسا- مراجع باللغة الأجنبية:

- 1) ALLEN and GALE , stock Price , manipulations the review Financial studies , 1992.
- 2) BEREY VEUT , faciliter le développement de la finance islamique en France ,LE MONDE 2008 .
- 3) HACHETTE et OXFORD; grand dictionnaire Anglais.

- 4) Grand dictionnaire encyclopédique –LAROUSS. , PARIS, librairie LAROUSS.
- 5) La documentation Française, ALENA, « Dixons après le libre exchange toujours en process» problem économique N° : 2,855; Paris le 07/07/2004.
- 6) LEIN-WEBER and MORDHAVAN , three hundred years of stock market manipulations , the journal of investing, 2001.
- 7) MOHAZMMED NEJAULLAH SIDDIKI Issues in islamic banking islamic fondation , PAKISTAN 1983.
- 8) PETER ROUSSEAU, JONG KIM, Credit Markets and the propagation of Korea's 1997, Financial crisis, Southern Economic journal,2007, vol 74, N° : 2.
- 9) PETER RESENBLUM, The world's banker a : Story of failed states, financial crises and the wealth , and poverty of Nations, Ethics and international affairs, 2005 vol19, N° :2.
- 10) PIERE –ANTOINE DELHOMMAIS, CLAIRE GATIONOIS et ANNE MICHEL , la crise financière en questions, le monde, 16 septembre 2008.
- 11) POWERS WILLIAM, original documents, ENRON Financial statements for 5 years and Powers Report, April 4, 2002, department of accounting college of Business administration, university of Illinois at Chicago website
- 12) RIDAH SAADALAH, Le financement islamique concept et principe de financement ; DJEDDAH institut islamique de recherche e de formation(1996).

13) WAJIH KHALLOULI, et , RIADH BOUDHINA, la contagion de la crise asiatique, evidence à traverse les marches de change.

سادسا - المواقع و روابط الشبكة المعلوماتية - " INTERNET " :

<http://www.sidi amer.com> (1)

<http://www.wikipedia.org> (2)

<http://www.saaaid.net> (3)

<http://www.islamtoday.net> (4)

<http://www.aljazeeraatalk.net> (5)

<http://www.almaany.com> (6)

<http://www.al.forquan.org> (7)

<http://www.dz world.net> (8)

<http://www.ARABRANEWAL.org> (9)

<http://www.manshorwi.com> (10)

<http://www.pidegypt.org> (11)

<http://www.challenger.fr> (12)

<http.www.jdf.com> (13)

<http://www.larouche pac.com> (14)

<http://www.sana.sy> (15)

<http://www.ksa.daralhayat.com> (16)

<http://www.swissinfo.org> (17)

<http://www-cibafi.org> (18)

<http://www.idbe-eaypt.com> (19)

<http://www.modon.org> (20)

<http://www.isegs.com> (21)

<http://www.ivgazo.edu> (22)

<http://www.fananews.com> (23)

<http://www.arabic.peopledaily.com> (24)

<http://www.iid-olraid.com> (25)

---

مجلة القائد للعلوم الإسلامية

# الفهارس

جامعة الأميرة  
بدر القادر للعلوم الإسلامية

أولا - فهرس آيات القرآن الكريم :

<u>الصفحة</u>	<u>الآية القرآنية</u>	<u>رقمها</u>	<u>سورة</u>
<u>26</u>	﴿١﴾...فَإِذَا أَنْزَلْنَا عَلَيْهَا الْمَاءَ اهْتَزَّتْ وَرَبَتْ...﴿٢﴾	<u>05</u>	<u>الحج</u>
<u>45، 27</u> <u>211</u>	﴿٢٧٤﴾...وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا...﴿٢٧٥﴾	<u>275</u>	<u>البقرة</u>
<u>27</u>	﴿١٦٦﴾ يٰٓأَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا الرِّبَا أَضْعَافًا مُّضَاعَفَةً ۖ وَاتَّقُوا اللَّهَ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ﴿١٦٧﴾ .	<u>130</u>	<u>آل عمران</u>
<u>18</u>	﴿١٥٦﴾:...وَمُحِلُّ لَهُمُ الطَّيِّبَاتِ وَمُحَرَّمَ عَلَيْهِمُ الْخَبِيثَاتُ... ﴿١٥٧﴾	<u>157</u>	<u>الأعراف</u>
<u>30</u>	﴿٦﴾...هُوَ أَنْشَأَكُمْ مِنَ الْأَرْضِ وَاسْتَعْمَرَكُمْ فِيهَا...﴿٧﴾	<u>61</u>	<u>هود</u>
<u>27، 30</u>	﴿٦﴾ فَإِذَا قُضِيَتِ الصَّلَاةُ فَانْتَشِرُوا فِي الْأَرْضِ وَابْتَغُوا مِن فَضْلِ اللَّهِ وَاذْكُرُوا اللَّهَ كَثِيرًا لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ﴿٧﴾	<u>10</u>	<u>الجمعة</u>
<u>31</u>	﴿١٢﴾...وَإِنَّ كَثِيرًا مِّنَ الْخُلَطَاءِ لَيَبْغِي بَعْضُهُمْ عَلَى بَعْضٍ إِلَّا الَّذِينَ ءَامَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ وَقَلِيلٌ مَّا هُمُ...﴿١٣﴾	<u>24</u>	<u>ص</u>
<u>37</u>	﴿١١﴾...وَأَخْرُونَ يَضْرِبُونَ فِي الْأَرْضِ يَبْتَغُونَ مِن فَضْلِ اللَّهِ...﴿١٢﴾	<u>20</u>	<u>المنزل</u>
<u>-24</u> <u>49</u> <u>56</u>	﴿٢٨١﴾ يٰٓأَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدِينٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ...﴿٢٨٢﴾	<u>282</u>	<u>البقرة</u>

القصاص	<u>26</u> +	قَالَتْ إِحْدَاهُمَا يَا أَبَتِ اسْتَجِرْهُ إِنَّ خَيْرَ مَنِ اسْتَجَرْتِ الْقَوِيُّ الْأَمِينُ ﴿٦٦﴾ قَالَ إِنِّي أُرِيدُ أَنْ نَنْكِحَكَ إِحْدَى ابْنَتَيَّ هَاتَيْنِ عَلَىٰ أَنْ تَأْجُرَنِي ثَمَنِي حِجَابٍ... ﴿٦٧﴾	<u>51</u>
الطلاق	<u>06</u>	... فَإِنْ أَرْضَعْنَ لَكُمْ فَآتُوهُنَّ أُجُورَهُنَّ... ﴿٦٨﴾	<u>51</u>
الكهف	<u>77</u>	... قَالَ لَوْ شِئْتَ لَتَّخَذْتَ عَلَيْهِ أَجْرًا ﴿٧٧﴾	<u>51</u>
البقرة	<u>245</u>	مَنْ ذَا الَّذِي يُقْرِضُ اللَّهَ قَرْضًا حَسَنًا فَيُضْعِفُهُ لَهُ أضعافًا كثيرة ﴿٢٤٥﴾ وَاللَّهُ يَقْبِضُ وَيَبْصُطُ وَإِلَيْهِ تُرْجَعُونَ ﴿٢٤٦﴾	<u>55</u>
التغابن	<u>17</u>	إِنْ تَقْرِضُوا اللَّهَ قَرْضًا حَسَنًا يُمْضِعْهُ لَكُمْ وَيَغْفِرْ لَكُمْ وَاللَّهُ شَكُورٌ حَلِيمٌ ﴿١٧﴾	<u>55</u>
الشمس	<u>09</u>	قَدْ أَفْلَحَ مَنْ زَكَّاهَا ﴿٩﴾	<u>58</u>
البقرة	<u>43</u>	وَأَقِيمُوا الصَّلَاةَ وَآتُوا الزَّكَاةَ وَارْكَعُوا مَعَ الرَّاكِعِينَ ﴿٤٣﴾	<u>59</u>
التوبة	<u>103</u>	خُذْ مِنْ أَمْوَالِهِمْ صَدَقَةً تُطَهِّرُهُمْ وَتُزَكِّيهِمْ بِهَا وَصَلِّ عَلَيْهِمْ إِنَّ صَلَاتَكَ سَكَنٌ لَهُمْ وَاللَّهُ سَمِيعٌ عَلِيمٌ ﴿١٠٣﴾	<u>59</u>
النور	<u>56</u>	.. وَأَقِيمُوا الصَّلَاةَ وَآتُوا الزَّكَاةَ وَأَطِيعُوا الرَّسُولَ	<u>59</u>

		لَعَلَّكُمْ تُرْحَمُونَ ﴿٥١﴾	
<u>آل عمران</u>	<u>92</u>	﴿٥١﴾ لَنْ تَنَالُوا الْبِرَّ حَتَّى تُنْفِقُوا مِمَّا تُحِبُّونَ ۚ وَمَا تُنْفِقُوا مِنْ شَيْءٍ فَإِنَّ اللَّهَ بِهِ عَلِيمٌ ﴿٥٢﴾	<u>64</u>
<u>آل عمران</u>	<u>115</u>	﴿٥٤﴾ وَمَا يَفْعَلُوا مِنْ خَيْرٍ فَلَنْ يُكْفَرُوهُ ۗ وَاللَّهُ عَلِيمٌ بِالْمُتَّقِينَ ﴿٥٥﴾	<u>64</u>
<u>الحج</u>	<u>77</u>	وَأَفْعَلُوا الْخَيْرَ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ﴿٧٧﴾	<u>64</u>
<u>البقرة</u>	<u>280</u>	.... وَأَنْ تَصَدَّقُوا خَيْرٌ لَكُمْ ۗ إِنْ كُنْتُمْ تَعْلَمُونَ ﴿٢٨٠﴾	<u>64</u>
<u>الفرقان</u>	<u>20</u>	إِلَّا إِنَّهُمْ لِيَأْكُلُونَ الطَّعَامَ وَيَمْشُونَ فِي الْأَسْوَاقِ ..... ﴿٢٠﴾	<u>69</u>
<u>الصفات</u>	<u>141</u>	﴿١٤١﴾ فَسَاهَمَ فَكَانَ مِنَ الْمُدْحَضِينَ ﴿١٤٢﴾	<u>126</u>
<u>البقرة</u>	<u>276</u>	يَمْحَقُ اللَّهُ الرِّبَا وَيُرِي الصَّدَقَاتِ ۗ وَاللَّهُ لَا يُحِبُّ كُلَّ كَفَّارٍ أَثِيمٍ ﴿٢٧٦﴾	<u>211</u>
<u>المائدة</u>	<u>70</u>	يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِنَّمَا الْحُمُرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَمُ رِجْسٌ مِّنْ عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ﴿٧٠﴾	<u>213</u>
<u>المائدة</u>	<u>01</u>	يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ ... ﴿١﴾	<u>221</u>
<u>الكهف</u>	<u>19</u>	﴿١٩﴾ ... فَابْتَغُوا أَحَدَكُمْ بَورِقِكُمْ هَذِهِ إِلَى	<u>228</u>

﴿ ١٦ ﴾	المَدِينَة...
--------	---------------

ثانيا - فهرس الأحاديث النبوية الشريفة :

التخريج	الحديث	الصفحة
رواد مسلم، كتاب الإيمان، باب: بيان الأكاير وأكبرها .92/1	عن أبي هريرة - رضي الله عنه - قال : " قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: "اجتنبوا السبع الموبقات قالوا: يا رسول الله ما هن قال : الشرك بالله والسحر وقتل النفس التي حرم الله إلا بالحق وأكل الربا وأكل مال اليتيم والتولي يوم الزحف وقذف المحصنات المؤمنات الغافلات " .	<u>27</u>
أبو دواد، كتاب البيوع، باب في آكل الربا وموكله 83/2، والترمذي، كتاب البيوع، باب ما جاء في آكل الربا 340/2، والدارمي، كتاب البيوع، باب لعن في آكل الربا وموكله 321/2 .	عن جابر - رضي الله عنه - قال : " لعن رسول الله - صلى الله عليه وسلم - آكل الربا وموكله وكاتبه وشاهديه وقال هم سواء "	<u>27</u>
مسلم، كتاب الحج، باب حجة النبي -ص- 889/2، وأبو دواد، كتاب المناسك،	عن جابر رضي الله عنه - أن النبي صلى الله عليه وسلم - قال في حجة الوداع : " ألا	<u>27</u>

<p>باب صفة حجة النبي -ص- 300/1، وأحمد، المسند 73/5، والدرامي، كتاب البيوع، باب في الربا الذي كان في الجاهلية 2/320.</p>	<p>وإن ربا الجاهلية موضوع وأول ربا أضعه ربا العباس بن عبد المطلب "</p>	
<p>رواه أبو داود، كتاب البيوع، باب في الشركة 90/2.</p>	<p>عن رسول الله -صلى الله عليه وسلم- فيما يرويه عن ربه عز وجل: "أنا ثالث الشريكين ما لم يخن أحدهما صاحبه فإذا خانه خرجت من بينهما "</p>	<p><u>33</u></p>
<p>البخاري ومسلم</p>	<p>عم أبي موسى قال رسول الله صلى الله عليه وسلم " إن الأشعريين إذا أرملوا في الغزو أو قل طعام عيالهم بالمدينة جمعوا ما كان عندهم في ثوب واحد ثم اقتسموه بينهم بالسوية فهم مني وأنا منهم "</p>	<p><u>33</u></p>
<p>البيهقي، السنن الكبرى، كتاب القراض 6/111،</p>	<p>روي عن ابن عباس قوله: " كان العباس بن عبد المطلب إذا دفع مالا مضاربة اشترط على صاحبه أن لا يسلك به بحرا ولا يتزل به واديا ولا</p>	<p><u>37</u></p>

	<p>يشترى به ذات كبد رطبة فإذا فعل فهو ضامن فرفع شرطه إلى رسول الله - صلى الله عليه وسلم - فأجازه "</p>	
<p>البخاري، كتاب الإجارة، باب إذا استأجر أرضاً فمات أحدهما 642/4، مسلم، كتاب المساقاة، باب المساقاة والمعاملة بجزء من الثمر والزرع 1186/3، والدرامي، كتاب البيوع، باب أن النبي -ص- عامل أهل خير 349/2.</p>	<p>عم ابن عمر - رضي الله عنه - أن النبي - صلى الله عليه وسلم - عامل أهل خير بشرط ما يخرج منها من تمر أو زرع</p>	<b><u>40</u></b>
<p>مسلم، كتاب البيوع، باب كراء الأرض بالطعام 1181/3، أبو داوود، كتاب البيوع، باب التشديد في ذلك 91/2، ابن ماجة، كتاب الرهون، باب استكراء الأرض بالطعام 823/2 .</p>	<p>عن رافع بن خديج - رضي الله عنه - قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: "من كانت له أرض فليزرعها أخاه ولا يكرهها بثلث ولا بربع"</p>	<b><u>40</u></b>
<p>رواه البخاري، كتاب المساقاة، باب الرجل يكون لهممر أو شرب في حائط أو في النخل 50/5، ومسلم، كتاب البيوع، باب النهي عن</p>	<p>ما ورد أن النبي - صلى الله عليه وسلم - نهي عن المحاقلة</p>	<b><u>40</u></b>

<p>المحاكمة والمزابنة وعن المخابرة.....3/1174.</p>		
<p>مسلم، كتاب المساقاة، باب المساقاة والمعاملة بجزء من التمر والزرع3/1187 ، والنسائي، كتاب الإيمان، باب ذكر اختلاف الألفاظ المأثورة في المزارعة64/7، وأبو داود، كتاب البيوع، باب في المساقاة2/94</p>	<p>عن ابن عمر - رضي الله عنه أن رسول الله عليه وسلم : دفع إلى اليهود خيبر نخيل خيبر وأرضها على أن يعملوها من أموالهم لرسول الله صلى الله عليه وسلم - شطر ثمرتها .</p>	<p><u>41</u></p>
<p>صححه الحاكم، بلوغ المرام، 158.</p>	<p>عن رفاعة بن رافع أن الرسول الله - صلى الله عليه وسلم - قال: أفضل الكسب عمل الرجل بيده وكل بيع مبرور</p>	<p><u>45</u></p>
<p>رواه أحمد ومسلم والنسائي وابن ماجه</p>	<p>قال رسول الله - صلى الله عليه وسلم - إذا اختلف الجنسان فبيعوا كيف شئتم "</p>	<p><u>45</u></p>
<p>رواه البخاري، كتاب السلم، باب السلم في كيل معلوم وباب السلم في وزن معلوم بالفتح4/429.</p>	<p>عن ابن عباس - رضي الله عنهما- " قدم النبي صلى الله عليه وسلم إلى المدينة وهم يسلفون بالتمر السنين وثلاث قال: " من أسلف في شيء ففني كيل معلوم ووزن معلوم إلى اجل معلوم"</p>	<p><u>49</u></p>

<p>رواه مسلم، كتاب المساقاة ، باب الصرف وبيع الذهب بالورق نقدا 3/1211، والنسائي، كتاب البيوع، باب بيع البر بالبر 7/316-317، وابن ماجة، كتاب التجارات، باب الصرف وما لا يجوز متفاضلا يدا بيد 2/757- . 758</p>	<p>قوله صلى الله عليه وسلم الذهب بالذهب والفضة بالفضة والبر بالبر والشعير بالشعير والتمر بالتمر والملح بالملاح مثل بمثل سواء بسواء يدا بيد فإذا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم إذا كان يدا بيد "</p>	<p><u>50</u></p>
<p>رواه البخاري، كتاب الإجارة، باب اثم من منع أجر الأجير 4/447 .</p>	<p>عن أبي هريرة رضي الله عنه أن النبي صلى الله عليه وسلم، قال: " قال تعالى : " ثلاثة أنا خصمهم يوم القيامة : رجل أعطى بي ثم غدر ورجلا باع حرا فأكل ثمنه ورجل استأجر أجيرا فاستوفى منه ولم يعطه أجره "</p>	<p><u>51</u></p>
<p>قال العجلوني: رواه ابن ماجة بإسناد جيد عن أبي عمرو وأبي يعلى عن أبي هريرة، والطبراني والبيهقي والترمذي، كشف الخفاء 1/160.</p>	<p>عن ابن عمر رضي الله عنهما أن النبي -صلى الله عليه وسلم- قال : " أعطوا الأجير أجره قبل أن يجف عرقه "</p>	<p><u>52</u></p>
<p>البيهقي، كتاب الإجارة، باب لا تجوز الإجارة حتى تكون معلومة وتكون الأجرة معلومة 6/120 .</p>	<p>عن ابن سعيد الخدري أن رسول الله - صلى الله عليه وسلم- قال : من استأجر أجيرا فليعلمه أجره .</p>	<p><u>52</u></p>

<p>حديث صحيح</p>	<p>قال -صلى الله عليه وسلم- إن الله إذا حرم شيئا حرم ثمنه .</p>	<p><u>52</u></p>
<p>رواه البخاري كتاب صحيح البخاري .</p>	<p>في حديث أن النبي -صلى الله عليه و سلم- استلف من رجل بكررا فقدمت عليه إيل الصدقة فأمر أبا رافع أن يقضي الرجل بكره فرجع إليه أبا رافع فقال: لم أجد فيها إلا جملا رباعيا خيارا فقال: "أعطه إياه إن خيار الناس أحسنهم قضاء"</p>	<p><u>56</u></p>
<p>ابن ماجة</p>	<p>روي عن أنس بن مالك - رضي الله عنه - أنه قال: " قال رسول الله -صلى الله عليه وسلم-: " رأيت ليلة أسري بي على باب الجنة مكتوبا: "الصدقة بعشر أمثالها والقرض بثمانية عشر فقلت: يا جبريل ما بال القرض أفضل من الصدقة؟ قال: لأن السائل يسأل وعنده والمستقرض لا يستقرض إلا من حاجة."</p>	<p><u>56</u></p>
<p>متفق عليه</p>	<p>عن أنس بن مالك -رضي الله عنه- قال: "قال رسول الله -</p>	<p><u>59</u></p>

	<p>صلى الله عليه وسلم-: "الْبَنِي الإسلام على خمس: شهادة أن لا إله إلا الله وأن محمد رسول الله وإقام الصلاة وإيتاء الزكاة وصوم رمضان وحج البيت.</p>	
<p>متفق عليه</p>	<p>" وعن ابن عباس -رضي الله عنهما- أن النبي -صلى الله عليه وسلم- قال لمعاذ بن جبل حين بعثه إلى اليمن أنك ستأتي أهل كتاب فإذا جنتهم فادعهم إلى أن يشهدوا أن لا إله إلا الله وأن محمد رسول الله فإن هم أطاعوا لك بذلك فأخبرهم أن الله قد فرض عليهم صدقة (زكاة) تؤخذ من أغنيائهم فترد على فقرائهم، فإن أطاعوا لك بذلك، فأياك وكرائم أموالهم واتق دعوة المظلوم فإنها ليس بينها وبين الله حجاب."</p>	<p><u>59</u></p>
<p>مسلم</p>	<p>" أصاب عمر رضي الله عنه أرضاً بخيبر ، فأتى النبي - صلى الله عليه وسلم- يستأمره فيها، فقال: يا رسول</p>	<p><u>64</u></p>

	<p>الله إني أصبت أرضا بخير لم أصب مالا قط هو أنفس عندي منه فقال: "إن شئت حبست أصلها وتصدقت" قال: فتصدق بها في الفقراء وفي القربى والرقاب وفي سبيل الله وابن السبيل والضيف لا جناح على من وليها أن يأكل منها بالمعروف ويطعم صديقا غير متمول مالا "</p>	
<p>مسلم</p>	<p>روى أبي هريرة أن رسول الله - صلى الله عليه و سلم - قال: إذا مات الإنسان انقطع عنه عمله إلا من ثلاث: صدقة جارية أو علم ينتفع به أو ولد صالح يدعو له</p>	<p><b><u>66</u></b></p>
<p>مسلم</p>	<p>قوله -صلى الله عليه و سلم- : "يقول ابن آدم : مالي، مالي ، قال : "وهل لك يا ابن آدم من ذلك إلا ما أكلت فأفانيت أو لبست فأبليت أو تصدقت فأمضيت ."</p>	<p><b><u>72</u></b></p>

<p>مسند أحمد 357/8 حديث رقم 3825.</p>	<p>يقول الرسول - صلى الله عليه و سلم- : « الربا وإن كثر فإن عاقبته إلى قل »</p>	<p><b><u>210</u></b></p>
<p>حديث حسن (الألباني). و رواه أبو داود، كتاب اليبوع، باب في الرجل يبيع ما ليس عنده 105/2</p>	<p>قوله صلى الله عليه و سلم: "لا يجل سلف و يبيع ولا شرطان في بيع."</p>	<p><b><u>215</u></b></p>
<p>رواه أبو داود، كتاب اليبوع، باب في الرجل يبيع ما ليس عنده 105/2</p>	<p>قال رسول الله (ص) : « لا تبع ما ليس عندك »</p>	<p><b><u>221</u></b></p>
<p>البخاري</p>	<p>قوله - صلى الله عليه و سلم-: «من ابتاع طعاما فلا يبعه حتى يستوفيه »</p>	<p><b><u>221</u></b></p>

فهرس المواضيع :

المقدمة.....(04).

الفصل الأول- ماهية التمويل الإسلامي وآلياته.

تمهيد.....16

المبحث الأول- التعريف بالتمويل الإسلامي.....17

المطلب الأول: تعريف التمويل.....17

أولاً- التعريف اللغوي.....17

ثانياً- تعريف التمويل في اصطلاح الاقتصاد التقليدي.....18

المطلب الثاني- تعريف التمويل الإسلامي.....20

المبحث الثاني- خصائص و مرتكزات التمويل الإسلامي.....23

المطلب الأول: خصائص التمويل الإسلامي.....23

المطلب الثاني: مرتكزات التمويل الإسلامي.....25

أولاً- الالتزام بالأحكام الشرعية للمعاملات المالية.....25

ثانياً- الالتزام بالأساس الاستثماري للأموال.....28

ثالثاً- الالتزام بالأساس التنموي للأموال.....28

رابعاً- الالتزام بالأساس الاجتماعي.....29

المبحث الثالث- آليات التمويل الإسلامي.....31

المطلب الأول- آليات التمويل القائمة على المشاركات.....31

- 31..... أولاً- المشاركة
- 35..... ثانياً- المضاربة
- 38..... ثالثاً- المزارعة
- 40..... رابعاً- المساقاة
- 41..... خامساً- المغارسة
- 43..... المطلب الثاني- آليات التمويل القائمة على الائتمان التجاري
- 43..... أولاً- المراجعة
- 46..... ثانياً- الاستصناع
- 47..... ثالثاً- السلم
- 49..... رابعاً- الإجارة
- 52..... المطلب الثالث- آليات التمويل القائمة على التبرعات و الإحسان
- 53..... أولاً- القرض الحسن
- 57..... ثانياً- الزكاة
- 62..... ثالثاً- الوقف
- 66..... خلاصة الفصل الأول
- الفصل الثاني- مدخل نظري لفهم السوق المالية
- 69..... تمهيد
- 70..... المبحث الأول- ماهية السوق المالية

- 70..... المطلب الأول-تعريف السوق المالية و نشأتها
- 70..... أولاً - تعريف السوق المالية.
- 79..... ثانياً- نشأة السوق المالية.
- 82..... المطلب الثاني- وظيفة السوق المالية وأهميتها
- 82..... أولاً- وظيفة السوق المالية.
- 85..... ثانياً- أهمية السوق المالية.
- 87..... المطلب الثالث- المتعاملون في الأسواق المالية
- 87..... أولاً- فئة عارضي الأموال.
- 87..... ثانياً- فئة طالبي الأموال.
- 88..... ثالثاً - فئة الوسطاء أو الوكلاء.
- 90..... المبحث الثاني- أنواع الأسواق المالية
- 90..... المطلب الأول- تصنيف السوق المالية من حيث آجال الأدوات المالية
- 90..... أولاً - سوق رأس المال.
- 92..... ثانياً - سوق النقد.
- 93..... ثالثاً - مقارنة بين سوق رأس المال وسوق النقد.
- 96..... المطلب الثاني- تصنيف السوق المالية من حيث الإصدار والتداول
- 96..... أولاً - السوق الأولية.
- 101..... ثانياً - السوق الثانوية.

- 101.....المطلب الثالث - تصنيف السوق المالية من حيث انتظام مكان التداول
- 101..... أولاً - السوق المنظمة " البورصة "
- 108..... ثانياً - السوق الغير منتظمة ( تداول خارج البورصة )
- 111.....المطلب الرابع - تصنيف السوق المالية من حيث أجل العقود
- 112..... أولاً - أسواق العقود الفورية ( الحاضرة )
- 116..... ثانياً - أسواق العمليات الآجلة والعقود المستقبلية
- 120.....المبحث الثالث - الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية
- 120.....المطلب الأول: " الأسهم "
- 120..... أولاً - تعريف السهم
- 121..... ثانياً - قيم السهم
- 129..... ثالثاً - خصائص الأسهم وحقوق مالكيها
- 130..... رابعاً - أنواع الأسهم
- 139.....المطلب الثاني: السندات
- 139..... أولاً - تعريفها
- 140..... ثانياً - خصائص السندات
- 141..... ثالثاً - أنواع السندات
- 143.....المطلب الثالث: الصكوك الإسلامية

- 144..... أولاً - تعريف الصكوك الإسلامية.
- 146..... ثانياً - خصائص الصكوك الإسلامية.
- 147..... ثالثاً - أنواع الصكوك الإسلامية.
- 150..... خلاصة الفصل الثاني.
- الفصل الثالث - تحليل إختلالات السوق المالية من خلال الأزمة المالية الحالية، والمنظور الإسلامي في معالجتها.
- 151..... تمهيد.
- 152..... المبحث الأول - المقصود باختلال السوق المالي، و تحليل ماهية الأزمات المالية.
- 154..... المطلب الأول - ضبط المفاهيم و المصطلحات.
- 154..... أولاً - المقصود باختلال السوق المالية.
- 156..... ثانياً - مفهوم الأزمة.
- 158..... ثالثاً - أسباب الأزمة المالية.
- 158..... رابعاً - خصائص الأزمات المالية.
- 159..... خامساً - أنواع الأزمات المالية.
- 161..... المطلب الثاني - عدوى الأزمات و أسباب انتشارها.
- 161..... أولاً - مفهوم عدوى الأزمات.
- 162..... ثانياً - أسباب انتشار عدوى الأزمات.
- 164..... المطلب الثالث - نظرة عن أهم الأزمات المالية العالمية.

- 164.....أولا - أزمة عام 1866م.....
- 164.....ثانيا - أزمة الكساد الكبير 1929 م *Create delusion*.....
- 165.....ثالثا- أزمة الديون العالمية (بداية 1980م).....
- 166.....رابعا - أزمة "وول ستريت" عام 1987 م.....
- 167.....خامسا - أزمة المكسيك 1994م.....
- 168.....سادسا - الأزمة المالية عام 1997م.....
- 169.....سابعا- أزمة فقاعات شركات الانترنت.....
- 170.....المبحث الثاني -الأزمة المالية الحالية ، أسبابها، وتداعياتها.....
- 170.....المطلب الأول - بؤادر الأزمة المالية الحالية.....
- 176.....المطلب الثاني - التسلسل الزمني للأزمة المالية الحالية.....
- 179.....المطلب الثالث - التحولات التي عرفتتها الأزمة المالية الحالية.....
- 179.....أولاً- من أزمة الرهن العقاري إلى أزمة مالية.....
- 182.....ثانيا - من أزمة مالية إلى أزمة اقتصادية.....
- 183.....المطلب الرابع - أسباب الأزمة المالية الحالية.....
- 183.....أولا - الأسباب المباشرة للأزمة.....
- 185.....ثانيا-الأسباب غير المباشرة للأزمة.....
- 187.....المطلب الخامس - تداعيات الأزمة المالية الحالية.....

- 199.....أولا - تداعيات الأزمة المالية على الدول المتطورة.
- 202.....ثانيا - تداعيات الأزمة المالية على الدول النامية.
- 203.....ثالثا - تداعيات الأزمة المالية على الدول العربية.
- 207.....المبحث الثالث - المنظور الإسلامي في معالجة الإختلالات الحاصلة في السوق المالية...
- 209.....المطلب الأول - الرؤية الشرعية لمسببات الأزمة المالية الحالية.
- 209.....أولا - الرؤية الشرعية للأسباب المباشرة.
- 213.....ثانيا - الرؤية الشرعية للأسباب غير المباشرة.
- 214.....المطلب الثاني - التمويل الإسلامي كبديل لمعالجة إختلالات السوق المالية.
- 214.....أولا - تكييف العمليات العاجلة وفق أساليب التمويل الإسلامي.
- 218.....ثانيا - تكييف العمليات الآجلة وفق أساليب التمويل الإسلامي.
- 218.....ثالثا - تكييف آلية التوريد من منظور إسلامي.
- 230.....رابعا - الحوكمة المحاسبية للشركات المدرجة في السوق المالية.
- 234.....المطلب الثالث - مقترح إنشاء سوق مالية إسلامية.
- 235.....أولا - المنظور الإسلامي للأسواق المالية.
- 235.....ثانيا - وظائف السوق المالية الإسلامية المقترحة.
- 236.....ثالثا - آلية عمل السوق المالي الإسلامي.
- 238.....رابعا - ضوابط احترازية.

240	..... <u>خلاصة الفصل</u>
241	..... <u>الخاتمة</u>
266	..... <u>قائمة المصادر والمراجع</u>
268	..... <u>الفهارس</u>
287	..... <u>ملخص باللغة العربية</u>
290	..... <u>ملخص باللغة الفرنسية</u>

عبد القادر للعلوم الإسلامية

## ملخص البحث:

يتمحور موضوع هذا البحث المعنون بـ: "أهمية التمويل الإسلامي في معالجة إختلالات السوق المالية"، حول مدى إمكانية استخدام المفاهيم المرتبطة بالتمويل الإسلامي وآلياته، في معالجة حالات الإختلال في السوق المالية، حيث تعتبر عملية توفير الأموال اللازمة والضرورية لقيام المشاريع واستمرار أنشطتها، من الأهداف الرئيسية للمؤسسات المعاصرة، لذلك فهي تسعى إلى البحث عن قنوات التمويل الكفيلة بتحقيق الاستقرار في باقي وظائفها، والتي يوفره لها السوق المالي، فهذا الأخير ومن خلال واحدة من مهامه الكلاسيكية، يسعى إلى الربط بين أصحاب الفوائض المالية ممثلين في الأفراد والمؤسسات والحكومات ومختلف الأطراف التي تزيد عوائدهم المالية عن حاجتهم الاستهلاكية، وأصحاب المشاريع الاستثمارية الباحثين عن مصادر لتمويل مشاريعهم.

هذا وتظهر أهمية هذا البحث من خلال أهمية التمويل الإسلامي وأساليبه التي أبانت استقرار وظيفي جدير بالاهتمام في ظل الأزمة المالية الحالية، بالإضافة إلى أهمية السوق المالية في بناء الأنظمة الاقتصادية المعاصرة، وتوفير قنوات التمويل اللازمة للمشاريع.

ولمعالجة إشكالية هذا الموضوع، والوصول به إلى تحقيق الإجابة الكاملة عن التساؤل الرئيسي والتساؤلات الفرعية، ارتأيت وضع خطة مضبوطة وواضحة المعالم، تسمح بأخذ صورة عامة عن الموضوع ومختلف عناصره، حيث تم تقسيم البحث إلى ثلاث فصول أو محاور رئيسية، في الفصل الأول المعنون بـ: "ماهية التمويل الإسلامي وآلياته". تم فيه دراسة وتحليل مختلف العناصر المرتبطة بالتمويل الإسلامي، انطلاقاً من المفاهيم المرتبطة بها كمجموعة من الأساليب والآليات التي تهدف إلى توفير الأموال النقدية والعينية، لصالح المشاريع والاستثمارات وفق ضوابط الشريعة الإسلامية، كما يمتاز بمجموعة من الخصائص التي تميزه عن التمويل التقليدي (الربوي)، من بينها استبعاده لمعدلات الفائدة كتمن للإقراض و الاقتراض، وتوسيع قاعدة المشاركة في المشاريع، وتنوع مصادر التمويل بين النقود السائلة والأصول الثابتة، الخ، كما يرتكز التمويل الإسلامي على عدد من المرتكزات منها: - الالتزام بالأحكام الشرعية للمعاملات المالية، - والالتزام بالأساس الاستثماري للأموال، - والأساس التنموي، - وأخيراً الالتزام بالأساس الاجتماعي للأموال، أما فيما يخص آليات التمويل الإسلامي، فقد تمت دراستها في ثلاث مجموعات، الأولى تتمثل في تلك الآليات القائمة على المشاركات، مثل: - المشاركة، -

المضاربة، - المزارعة،، الخ، والمجموعة الثانية وهي الآليات القائمة على الائتمان التجاري مثل: - المراجعة، - الاستصناع، - السلم، - الإجارة،، الخ، وأخيرا مجموعة الآليات القائمة على التبرعات والإحسان، مثل: - القرض الحسن، - الزكاة، - الوقف،، الخ.

وأما في الفصل الثاني: "مدخل نظري لفهم السوق المالية"، فتمت فيه الإحاطة النظرية بمختلف المفاهيم المرتبطة بالسوق المالية، كمجموع القنوات التي تتدفق من خلالها الأموال، من الأفراد والهيئات والمؤسسات وكافة قطاعات المجتمع، غلى مثيلاتها، في شكل تيار نقدي أو مالي مستمر، لها أهمية بالغة في تطوير الأنظمة الاقتصادية المعاصرة، ويتعامل فيها ثلاث فئات رئيسية تتمثل في: - فئة عارضي الأموال، - فئة طالبي الأموال، - وكذلك فئة الوسطاء أو الوكلاء، كما يمكن تصنيف الأسواق المالية حسب معايير متعددة، منها: " آجال الأدوات المالية "، وتقسم إلى: - سوق رأس المال، - وسوق النقد، ومن حيث " الإصدار والتداول "، وتقسم إلى: - سوق أولية، - سوق ثانوية، وكذلك من حيث " انتظام مكان التداول"، ونجد فيها: - سوق منتظمة أو البورصة، - وسوق الغير منتظمة، بالإضافة إلى معيار " أجل العقود"، وتقسم إلى: - أسواق العقود الفورية، - وأسواق العقود الآجلة والمستقبلية، وفيما يخص الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية، فنميز أساسا بين الأسهم " أدوات الملكية"، والسندات " أدوات مديونية"، بالإضافة إلى الصكوك الإسلامية الصادرة حديثا.

وفي الفصل الثالث من هذا البحث، تمت الإجابة على الإشكالية الرئيسية أو التساؤل الرئيسي، حيث تم تحديد المقصود باختلال السوق المالية في المبحث الأول من الفصل، وكذلك تحليل ماهية الأزمات المالية، وأسبابها، وخصائصها، بالإضافة إلى أنواعها، وكذلك الأمر بالنسبة لمفهوم عدوى الأزمات وأسباب انتشارها، وختم المبحث بلمحة عن أهم الأزمات المالية المعاصرة، وفي المبحث الثاني، عولج فيه موضوع الأزمة المالية الحالية، انطلاقا من بوادر أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، وتطور الأزمة عبر التسلسل الزمني، بالإضافة إلى التحولات التي طرأت عليها، وصولا إلى الأسباب المباشرة والغير مباشرة للأزمة المالية الحالية، وتداعياتها على مختلف الدول: (الدول المتطورة، الدول النامية، والدول العربية.)، أما في المبحث الثالث ففيه تم وضع تصور المنظور الإسلامي لمعالجة الاختلالات الحاصلة في السوق المالية، والتي ترتبط مسبباتها بعناصر تتنافى مع الأحكام الشرعية للمعاملات المالية الإسلامية، حيث يمكن تكييفها بضوابط فقهية حتى تتماشى والأحكام الشرعية، ومن ذلك تكييف العمليات العاجلة،

وتكثيف العمليات الآجلة، وكذلك تكثيف آلية التوريق لتصبح من آليات التمويل الإسلامي، بالإضافة إلى اعتماد مبادئ الحوكمة المحاسبية للشركات المدرجة في السوق المالية، كونها تتوافق مع مرتكزات التمويل الإسلامي، واعتمادها لمحاربة حالات الفساد المالي والمحاسبي، وكل ذلك من شأنه السماح ببناء سوق مالية إسلامية، توفر للمتعاملين فيها مختلف الأدوات المالية الحديثة والشرعية.

وفي الأخير وكخلاصة لهذا البحث، يمكن القول أن التمويل الإسلامي بخصائصه، ومرتكزاته، وآلياته المختلفة، تمثل حلول يمكن اعتمادها لمعالجة الاختلال الحاصل في السوق المالية، وذلك عبر إدخال التعديلات السابقة، مع الأخذ بالتوصيات المتعلقة بضرورة إنشاء سوق مالي إسلامي، وتجنب استعمال الأدوات المالية المسببة للأزمة الحالية، وكبح استمرار التبعية الاقتصادية للدول الإسلامية، لاقتصاديات الدول القائمة على أسس غير شرعية.

## **Résumé:**

Le thème central de cette recherche intitulée: "L'importance de la finance islamique en corriger les déséquilibres du marché financier." À propos de la possibilité d'utiliser les concepts connexes de la finance islamique et ses mécanismes, à corriger les déséquilibres dans le marché financier, où le processus est de fournir les fonds nécessaires et nécessaire pour les projets et la poursuite des activités, Les principaux objectifs des institutions de l'contemporaines, alors ils essaient de trouver des canaux de financement pour réaliser la stabilité dans le reste de ses fonctions, et qu'il offre, le marché financier, ce dernier, et lors d'une de ses fonctions classiques, vise à relier entre les propriétaires des excédents financiers représentés dans les individus, les institutions, les gouvernements et les diverses parties qui accroître le rendement financier de leurs arguments pour le consommateur, et les entrepreneurs qui cherchent des sources d'investissement pour financer leurs projets. Cela montre l'importance de cette recherche par le biais de l'importance de la finance islamique et les méthodes qui ont démontré la stabilité d'une carrière digne d'attention dans la crise financière actuelle, en plus de l'importance du marché financier dans la construction de systèmes économiques contemporains, et de fournir des canaux de financement des projets.

Pour résoudre le problème du sujet, et l'amener à réaliser la réponse complète à la question que les principales questions de la Sous, je pensais mettre un plan est établi et claires, permettent de prendre une vue d'ensemble du sujet et de ses diverses composantes, avec la division de recherche en trois

chapitres ou les axes principaux, dans le premier chapitre, le droit de: "la nature de la finance islamique et ses mécanismes." Vous connaissez l'étude et l'analyse des différents éléments liés à la finance islamique, basée sur des concepts qui lui sont associés comme un ensemble de méthodes et de mécanismes visant à fournir en espèces et en nature, en faveur des projets et des investissements, selon les directives de la loi islamique, dispose également d'un ensemble de caractéristiques qui le distinguent de financement traditionnel (fondé sur les intérêts), à partir de y compris l'exclusion des taux d'intérêt comme un prix pour le prêt et d'emprunt, et élargir la base de la participation dans les projets, la diversification des sources de financement entre le liquide de l'argent et des immobilisations, etc., est également basée la finance islamique sur un certain nombre de piliers, notamment: - Conformité avec les dispositions de la transaction financière légitime, - et un engagement à des fonds d'investissement principalement , - et la base du développement, - et enfin engager des fonds essentiellement sociale, comme pour les mécanismes de la finance islamique, a été étudiée dans trois groupes, le premier est que les mécanismes existants pour les messages, tels que: - Participation, - spéculatif, - des agriculteurs,, etc., Le deuxième groupe est basé mécanismes de crédit commercial, telles que: - Mourabaha, - Istisna, -EL-SALEM, - la location,, etc, et enfin un ensemble de mécanismes basés sur des dons et de charité, tels que: - l'imposition Hassan, - la Zakat - LV,, etc .

Mais dans le deuxième chapitre: «la compréhension introduction théorique du marché financier" du lecteur, qui prendra la théorie des différents concepts liés au marché

financier, la somme des canaux qui coulent à travers des fonds de particuliers, organisations et institutions et tous les secteurs de la société, ses homologues bouillies, sous forme de flux de trésorerie ou financière en continu, sont essentiels dans le développement de systèmes économiques des contemporains, et traite de trois catégories principales sont: - la catégorie des fournisseurs de fonds - la catégorie des demandeurs d'argent - ainsi que la catégorie des intermédiaires ou agents, et peuvent être classés comme des marchés financiers, selon des critères multiples, y compris: les "termes d'instruments financiers" , et est divisé en: - le marché des capitaux, - et le marché monétaire, et où "la version et la négociation", et est divisé en: - marché primaire, - un marché secondaire, ainsi que en termes de «lieu habituel de la négociation», et on trouve: - le marché de façon régulière ou le marché boursier, - marché et non réguliers, en plus de la norme "pendant des décennies", et est divisé en: - les marchés à terme instantanés, - et les marchés à terme et futurs, à l'égard de titres négociés sur le marché financier, Vnmes essentiellement entre les actions "des instruments de capitaux propres» et «instruments de dette" d'obligations, En plus des instruments islamiques publié récemment.

Dans le troisième chapitre de cette recherche était de répondre au problème ou une question clé pour l'essentiel, ont été identifiés comme la perturbation prévue du marché financier dans la première section de ce chapitre, ainsi que l'analyse de la nature des crises financières, leurs causes, et les caractéristiques, en plus de types, et est donc le concept de contagion et les raisons pour Sujet répandre, et le cachet d'un coup d'oeil sur les plus importantes crises financières

contemporaines, et dans la deuxième partie, traité le sujet de la crise financière actuelle, d'après les signes de la crise hypothécaire aux Etats-Unis d'Amérique, et l'évolution de la crise à travers la chronologie, en plus des changements survenus à elle, aux causes immédiates et d'autres directement à l'actuelle crise financière et ses répercussions sur les différents pays (les pays développés, les pays en développement et des pays arabes.), tandis que dans la troisième section est soumis été conçu perspective islamique pour remédier aux déséquilibres surviennent dans le marché financier, qui est associée éléments provoque incompatible avec les dispositions légales pour les transactions financières islamique, qui peut être adapté la jurisprudence des contrôles encore en ligne avec les dispositions légales, y compris l'adaptation des opérations urgentes, et le processus d'adaptation à terme, ainsi que l'adaptation de la titrisation de devenir l'un des mécanismes de la finance islamique, en plus de l'adoption des principes de gouvernance, de la comptabilité des sociétés cotées sur le marché financier, car il est compatible avec le développement de la finance islamique , et les cas d'adoption à l'adresse de la corruption comptable et financière, qui permettrait la construction d'un marché financier islamique, fournissant aux clients des différents outils de financiers modernes et de légitimité. Dans la dernière conclusion de cette recherche, nous pouvons dire que la finance islamique leurs caractéristiques, et l'infrastructure de soutien, et ses différents, représentent des solutions peuvent être adoptées pour corriger le déséquilibre dans le marché financier, et par l'introduction des amendements précédents, en prenant les recommandations sur la nécessité d'établir islamiques des

marchés financiers et éviter l'utilisation d'instruments financiers qui causent de la crise actuelle et à freiner la dépendance économique continue de pays islamiques, les économies des pays fondé sur des motifs illégitimes.

الجمعية الأمير عبد القادر للعطوم الإسلامية