

نحو سوق أوراق مالية عادلة برؤية إسلامية معاصرة

د/ أحمد محمد عادل عبد العزيز^(١)

المقدمة

أولاً - مشكلة البحث:

من المتفق عليه أن الكفاءة الكاملة لسوق الأوراق المالية تؤدي إلى تساوي سعر السهم أو الصك في السوق مع قيمته الحقيقية العادلة التي يستحقها فعلاً، ولكن في الواقع العملي تغيب الكفاءة الكاملة، وتظهر الكفاءة الجزئية المعروفة بالكفاءة الاقتصادية.

وهنا يثور سؤالان: الأول: ما مدى عدالة سوق الأوراق المالية ذات الكفاءة الجزئية؟ والثاني: إذا غابت العدالة عن هذه السوق فما هو العلاج المناسب لجعلها سوقاً عادلة؟

ثانياً - فرضية البحث:

« إن سوق الأوراق المالية الحالية غير عادلة وتحتاج للتقويم ».

ثالثاً - هدف البحث:

هذا البحث يهدف إلى الإجابة على سؤالي البحث بمرجعية إسلامية، للاستدلال مبدئياً على المسار الصحيح لتحقيق العدالة في سوق الأوراق المالية، وسيادة القيمة الحقيقية العادلة « Just Value » وتقاسبات ثمن العادل « Just Price ».

رابعاً - أهمية البحث:

تكمن أهمية البحث في التصدي لقضية خطيرة ، تمس اقتصاد أي دولة وعلى الأخص بلادنا العربية والإسلامية: وهي عدم عدالة سوق الأوراق المالية ، وبالتالي عدم استقرارها، وانتشار المضاربات الشرسة الأقرب لألعاب الكازينو، مما يؤدي إلى حدوث فقاعات من أن إلى آخر، يؤدي انفجارها إلى أزمات قد تصل إلى حد انهيار البورصة، وكثيراً ما تطال الاقتصاد الحقيقي، فتسبب الركود.

(١) باحث أول بوزارة التأمينات الاجتماعية، ومدرس الاقتصاد المعار لمعهد سيناء العالي للدراسات النوعية.

خامساً - منهجية البحث:

سيتم استخدام المنهجين الوصفي والتحليلي في هذا البحث، كما سيتم استخدام أسلوب تحليلي: الأول: هو أسلوب التحليل الاقتصادي الواقعي (Economic Positive) لوصف وتفسير الواقع كما هو كائن، وأما الأسلوب الثاني: فهو أسلوب التحليل الاقتصادي المعياري (Normative Economics)، لتحديد ما يجب أن يكون عليه الواقع، وكيفية بلوغ ذلك، استناداً إلى المرجعية الاقتصادية الإسلامية، كاجتهاد يمكن تصنيفه ضمن أبحاث المقاربة الأخلاقية الاقتصادية الجديدة، المعروفة بالاقتصاد الأخلاقي (Ethnomomics)) Ethical Economics.

وقد تم تقسيم البحث إلى ستة مطالب، استعرض الأول أساسيات سوق الأوراق المالية، وتصدى الثاني والثالث والرابع لأنواع الأوراق المالية المتداولة في السوق، وهي الأسهم والسندات والصكوك الإسلامية على الترتيب، وتناول الخامس أبرز الممارسات الضالمة في سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالعرض والطلب، وطرح السادس رؤية اقتصادية إسلامية للتحويل إلى سوق أوراق مالية عادلة.

المطلب الأول

أساسيات سوق الأوراق المالية

أولاً - مفهوم سوق الأوراق المالية ووظائفها:

سوق الأوراق المالية: هي المكان الذي يتم فيه بيع وشراء الأسهم والسندات والصكوك (الإسلامية)، وتنقسم لسوق الإصدار (الأولية)، وسوق التداول (الثانوية) والتي تنقسم بدورها إلى سوق منظمة؛ خاضعة لقوانين ولوائح تنظم العمل فيها، وسوق غير منظمة؛ لا يوجد مكان مادي لها، وتعتبر أسلوباً لأداء الصفقات خارج السوق المنظمة (تدعى عمليات خارج المقصورة)، أكثر منها مكان لعقد الصفقات.^(١)

وتقوم سوق الأوراق المالية بدور الوسيط بين المدخرين والمستثمرين، ومن مميزاتها إمكانية تحويل الأصول إلى نقود بسرعة، من خلال بيع الأوراق المالية.^(٢) ويمكن تقسيم وظائفها إلى ثلاث وظائف رئيسية هي:^(٣)

- (١) لمزيد من التفاصيل عن تعريفات سوق الأوراق المالية، انظر: علي عبد الستار علي حسن الأرياح التجارية من منظور الفقه الإسلامي، (الأردن، دار النفاذ، ٢٠١٠م)، ص ٣٤٩.
- محمد صبري هارون أحكام الأسواق المالية، (الأردن، دار النفاذ، ٢٠٠٩م)، ط ١، ص ١٥.
- (٢) سمير عبد الحميد رضوان أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، موسوعة الاقتصاد الإسلامي، المجلد الحادي عشر، (القاهرة، دار السلام، ٢٠١٠م)، ص ٢٩.
- (٣) لمزيد من التفاصيل انظر، محمد وجيه جنيث، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، (الأردن، دار النفاذ، ٢٠١٠م)، ط ١، ص ٣٧-٤١.

وظيفة ادخارية (تجميع المدخرات).

وظيفة تمويلية (إتاحة المدخرات لتمويل الاستثمارات).

وظيفة تنموية (التأثير التنموي للاستثمارات).

ثانياً - معايير كفاءة سوق الأوراق المالية:

يقصد بالسوق الكفاء : تلك التي تنعكس فيها كافة المعلومات المتاحة في كافة الأوقات. على أسعار التداول. فإذا ظهرت معلومات جديدة عن أي شركة يتداول سهمها بالسوق، يتحرك السهم بسرعة من حيث الحجم والسعر ليعكس هذه المعلومة الجديدة. وهناك نوعان من الكفاءة هما: كفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية وتعني سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق في نفس الوقت، وعدم تكبدهم أي تكاليف باهظة في سبيل الحصول عليها. بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، بحيث يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة Market Fair Game ويكون للجميع نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، ويصعب على أحدهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين . أما كفاءة التشغيل والكفاءة الداخلية؛ فهي قدرة السوق على خلق توازن بين الطلب والعرض، دون أن يتكبد العاملون فيها تكلفة سمسرة (وساطة) عالية ودون أن يتاح للمتخصصين وصناع السوق فرصة لتحقيق هامش ربح فعال فيه.^(١) وقد اعتمدت الدراسات الأولية التي تناولت كفاءة سوق الأوراق المالية على التحليل التطبيقي دون استناد إلى مرجعية نظرية، وهو ما جعل «فاما» يقوم بصياغة رياضية للسوق الكفاء، كمباراة عادلة بحيث يعكس سعر التداول كل المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية، ويتسق مع مستوى مخاطر الاستثمار فيها.^(٢)

وإذا اتسمت السوق بالكفاءة، فإن سعر الورقة المالية سيتساوى مع قيمتها الحقيقية العادلة التي تستحقها فعلاً (Just Value)، وهذه الحالة يطلق عليها الكفاءة التامة أو الكفاءة المطلقة.^(٣) وهناك أربعة شروط أساسية يجب توافرها في السوق كي تتسم بالكفاءة المطلقة، يمكن إيجازها فيما يلي:^(٤)

- (١) عنایات النجار، ووفاء شریف دلیل المتعاملین فی بورصة الأوراق المالية، (القاهرة، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، بحوث ودراسات: رقم ٦-٢٠٠٦م)، ص: ١٦، ١٥.
- (٢) إيهاب اللسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، (القاهرة، دار النهضة العربية، ٢٠٠٠م)، ص: ٢٥.
- (٣) سليم جابو تحليل حركة السهم في بورصة الأوراق المالية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاضي مرياح ورقلة، الجزائر، ٢٠١٢م، ص: ٧٤.
- (٤) عنایات النجار، ووفاء شریف دلیل المتعاملین فی بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: ١٦، ١٥.

مجانية الحصول على المعلومات، واتاحتها لجميع المتعاملين في السوق في ذات الوقت.

مجانية المعاملات والصفقات المالية، وعدم خضوع أرباحها للضرائب.

ألا تتأثر الأسعار بالعمليات الفردية للتداول، بحيث لا يوجد أي نوع من أنواع الاحتكار الفردي حيث يوجد عدد كبير من المشترين وعدد كبير من البائعين.

يتسم كافة المشاركين في السوق بالعقلانية (الرشادة) وهدفهم هو تعظيم المنفعة المتوقعة.^(١)

وعند مناقشة الشروط السابقة سنجد أن الثلاثة الأولى منها غير واقعية، بل وشبه مستحيلة، وبالتالي يستحيل تحقق الكفاءة الكاملة (المطلقة) للسوق، لذلك تم الانتقال لفكرة الكفاءة غير التامة أو الجزئية وهي ما تعرف بالكفاءة الاقتصادية للسوق، وفيها يوجد فرق غير كبير بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية العادلة التي يستحقها السهم فعلاً، ولكنه لا يستمر لمدة طويلة. وتتم مواجهة الخلل بين الطلب والعرض من خلال إيقاف التعامل على الورقة المالية، أو وضع حدود لتغير سعر الورقة يجب ألا تتجاوزها. والكفاءة الاقتصادية تفترض تحقق الشرط الرابع فقط وهو عقلانية السوق.^(٢) ولكن بعد الأزمة المالية العالمية في ٢٠٠٨م، واللعن في صحة وواقعية هذا الشرط أيضاً، باتت فكرة كفاءة السوق العقلانية الحرة، القائمة على تفاعل قوى العرض والطلب، في مرمى نيران النقد بشكل كامل؛ حيث يذكر «جون كاسيدي» أن «جاري بيكر» وهو أبرز الأعضاء الأحياء في مدرسة شيكاغو (المدرسة النقدية)، قد اعترف له بأن كفاءة الأسواق المالية ليست كاملة، وأن فرضية التوقعات الرشيدة فشلت.^(٣) وتعد التوقعات العقلانية أو الرشيدة من النتائج المتطورة للمدرسة النقدية (شيكاغو).

وجدير بالذكر أن تداول الورقة المالية بثمن أعلى من ثمنها الحقيقي العادل الذي تستحقه، يعني وقوع ظلم على المشتري، وتحقيق البائع لأرباح غير عادلة. وأما إذا ما تم بيع الورقة المالية بأقل من ثمنها الحقيقي العادل الذي تستحقه ففي ذلك

(١) قام الأمريكي، جاستن فوكس، المتخصص في عالم المال والأعمال، بتأليف ونشر كتاب ينتقد فيه بشدة فكرة عقلانية السوق، موضوعاً أن الأزمة المالية العالمية في ٢٠٠٨م أطاحت بهذه الفكرة. لمزيد من التفاصيل انظر، جاستن فوكس، خرافة عقلانية السوق، القاهرة، مؤسسة هنداوي للتعليم والثقافة، ٢٠١٥م، ط٢.

(٢) سليم جابوتخليل حركة السهم في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: ٧٥.

(٣) جون كاسيدي كيف تفشل الأسواق، ترجمة سمير كريم، (القاهرة: المركز القومي للترجمة، العدد رقم (٢٠٦٢)، ٢٠١٢م)، ص: ٥٧٢.

ظلم للبايع، وتحقيق المشتري لأرباح غير عادلة. وهذا مخالف للشريعة الإسلامية التي حرمت الظلم، والأدلة على ذلك من القرآن والسنة النبوية الشريفة كثيرة. فمن القرآن الكريم: نستدل بقوله سبحانه وتعالى: أَيَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالِكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ بَرَاحٍ مِنْكُمْ وَلَا تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا ۖ وَمَنْ يَفْعَلْ ذَلِكَ عَدْوَانًا وظُلْمًا فَسَوْفَ نُصَلِّيه نَارًا وَكَانَ ذَلِكَ عَلَى اللَّهِ يَسِيرًا [النساء: ٢٩، ٣٠]. وقوله سبحانه وتعالى: لَوْعَنْتِ الْوُجُوهُ لِلْحَيِّ الْقِيُومِ وَقَدْ خَابَ مَنْ حَمَلَ ظُلْمًا [طه: ١١١]. وقوله تعالى: [فَيَوْمَئِذٍ لَا يَنْفَعُ الَّذِينَ ظَلَمُوا مَعذِرَتُهُمْ وَلَا هُمْ يُسْتَعْتَبُونَ [الروم: ٥٧]. وقوله تعالى: [وَجَزَاءُ سَيِّئَةٍ سَيِّئَةٌ مِثْلُهَا فَمَنْ عَصَا وَاصْلَحْ فَأُجِّرُهُ عَلَى اللَّهِ إِنَّهُ لَا يُحِبُّ الظَّالِمِينَ [الشورى: ٤٠].

والأدلة من السنة النبوية كثيرة أيضاً؛ فمنها حديث أبي ذر- رضي الله عنه - أن النبي صلى الله عليه وسلم - قال: فيما يرويه عن الله عزوجل: (يا عبادي إني حرمت الظلم على نفسي وجعلته بينكم محرماً ، فلا تظالموا، ...). وكذلك حديث ابن عمر- رضي الله عنه - أن النبي- صلى الله عليه وسلم- قال: (إن الظلم ظلّامات يوم القيامة).^(١)

وبالتالي فلا يجوز شرعاً تداول الورقة المالية إلا بثمنها الحقيقي العادل الذي تستحقه فعلاً، ولذلك وجب شرعاً على علماء المسلمين إيجاد الطريق اللازم لتداول الأوراق المالية بتلك القيمة العادلة مقيسة بالثمن العادل، ويسبق ذلك الاتفاق على طريقة حساب تلك القيمة بالحق، وهو ما يتطلب تضافر جهود علماء الفقه والمحاسبة والاقتصاد، وهذا البحث يعد محاولة اقتصادية على هذا الطريق.

ثالثاً - مؤشرات حالة سوق الأوراق المالية:

هي المؤشرات التي تقوم بقياس حركة الأسعار، وبالتالي تعكس حالة السوق، أو حالة قطاع معين حسب الأوراق المالية الداخلة في المؤشر. ويتم إعداد المؤشر باختيار يوم أساس يبدأ من عنده حساب المؤشر باعتبار أسعار هذا اليوم مقدارها ١٠٠، فإذا زاد متوسط الأسعار بمقدار ٥%، يكون المؤشر قد حقق ارتفاعاً قدره خمسة نقاط، وأصبحت قيمته ١٠٥ نقطة. ويتم تعديل هيكل المؤشر في حالة تغير تركيبة الأسهم بخروج إحدى الشركات من السوق أو دخول أخرى إلخ. وعلى الرغم من التفاوت في كيفية احتساب وبناء مؤشرات أسواق الأوراق المالية، إلا أنها تقوم جميعاً على ثلاثة

(١) أبي الحسن مسلم بن الحجاج بن مسلم بن الحجاج القشيري النيسابوري، صحيح مسلم، كتاب البر والصلة والآداب، باب تحريم الظلم، الحديث رقم ٢٥٧٧، والحديث رقم ٢٥٧٨. (القاهرة: مكتبة الصفا، ١٤٢٤هـ، ٢٠٠٤م) الطبعة الأولى، ج ٢، ص ١٢٤، ١٢٥.

أسس هي : ملائمة العينة ، وتحديد الأوزان النسبية لكل سهم داخل العينة ، وطريقة حساب قيمة المؤشر. وتعرف العينة ، فيما يتعلق ببناء المؤشر ، بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر. ويتبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب وهي : الحجم والاتساع والمصدر. وفيما يتعلق بالحجم (Size) ، فالقاعدة العامة في هذا الإطار تشير إلى أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق. أما الاتساع (Breadth) في عن بقيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق. والمؤشر الذي يستهد قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهم المنشآت في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي دون تمييز. أما إذا كان المؤشر خاصاً بصناعة معينة ، حينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد من المنشآت المكونة لتلك الصناعة . وفيما يخص المصدر (Source) فالقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبني عليها المؤشر ، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي أو الأصلي الذي تتداول فيه الأوراق المالية. وتعرف الأوزان النسبية في بناء مؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة . وهنا لك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر. الأول هو مدخلال وزن على أساس السعر؛ أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر. ومما يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية المنشأة أو حجمها. وأما المدخل الثاني فهو مدخل الأوزان المتساوية ؛ وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر. والثالث هو مدخل الأوزان حسب القيمة السوقية؛ أي إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر. وهذا يعني تجنباً لعبع الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي. فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدره.^(١)

ولا يقتصر دور وأهمية المؤشرات على قياس الأسعار السائدة في السوق فحسب ، بل لها عدة مزايا واستخدامات أخرى ، يمكن إيجازها فيما يلي:^(٢)

(١) عنابات النجار، ووفاء شريف دليل المتعاملين في بورصة لأوراق مالية. (القاهرة، المنظمة العربية للتنمية الإدارية جامعة الدول العربية، بحوث ودراسات رقم ٢٠٠٦، ٢٠١٩م)، ص. ١٩، ٢٠.
(٢) أشرف محمد دواية، نحو سوق مالية إسلامية. (القاهرة، دار السلام، ٢٠٠٦م)، ط١، ص. ٢٢٧.

تعطي صورة عن متوسط معدل العائد في السوق، وهو ما يساعد المستثمر على اتخاذ القرار الصحيح، عند مقارنته بمتوسط معدل العائد على محفظته الاستثمارية.

تساعد في الحكم على مستوى أداء المديرين المحترفين للمحافظ الاستثمارية، فتحقيق معدل عائد أعلى من متوسط معدل عائد السوق، يعني أن مدير المحفظة كفاء.

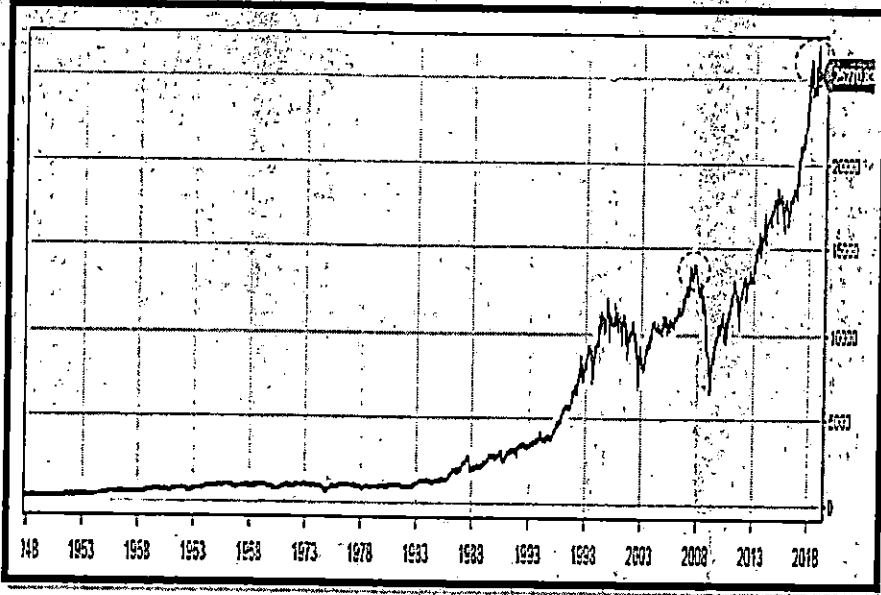
تساعد في التنبؤ باتجاه السوق في المستقبل، من خلال تتبع الاتجاهات والتكرارات التي تحدث على شكل دورات صعودا وهبوطا، وذلك من خلال التحليل الأساسي بإيجاد علاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين التغيرات التي تطرأ على المؤشرات، وكذلك من خلال التحليل الفني بإجراء تحليل تاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق. والجدول التالي يوضح أبرز المؤشرات المستخدمة في بورصات الأوراق المالية العالمية.^(١)

جدول رقم (١)، أبرز مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية

المؤشر	الدولة	الوصف
داوجونز الصناعي Dow-Jones 30	نيويورك - أمريكا	يتكون من أوراق ٣٠ شركة تعد أكبر الشركات الصناعية في الولايات المتحدة الأمريكية، ويعتمد في حسابه على أساس الترجيح بالسعر.
ناسداك NASDAQ 100	نيويورك - أمريكا	يقيس أداء أكبر ١٠٠ شركة ويعتمد في حسابه على الترجيح بالقيمة السوقية للشركات المدرجة فيه.
ستاندرد آند بورز S&P 500	نيويورك - أمريكا	يتكون من أوراق ٥٠٠ شركة، ويعتمد في حسابه على أساس الترجيح بالقيمة السوقية.
نيكاي Nikkei	طوكيو - اليابان	يتكون من أوراق ٢٢٥ شركة، ويعتمد في حسابه على الترجيح بالقيمة السوقية.
الفائنانشيال تايمز FTSE-100	لندن - إنجلترا	يتكون من أوراق أكبر ١٠٠ شركة مقيدة في بورصة لندن، ويتم حسابه على أساس الترجيح بالقيمة السوقية.

(١) عنابات النجار، وولاء شريف مرجع سابق، ص ٢٠١.

وفيما يلي رسم بياني لتوضيح تطور أداء أحد تلك المؤشرات، وهو مؤشر داوجونز^(١):



شكل رقم (١): تطور أداء مؤشر داوجونز ٢٠ خلال ٧٠ سنة (من ١٩٤٨م حتى ٢٠١٨م)

ويتضح من الشكل السابق أن المؤشر كان مستقراً نسبياً من ١٩٤٨م حتى ١٩٨٢م. ثم أخذ بعد ذلك في التذبذب حول اتجاه عام صاعد، ويبدو واضحاً أن شدة التذبذب ازدادت اعتباراً من ١٩٩٨م ومستمرة حتى الآن، وتخلل الصعود العام فترات هبوط كان أسوأها الانهيار الذي حدث خلال الأزمة المالية العالمية وخصوصاً في أواخر ٢٠٠٨م وبدايات ٢٠٠٩م، ثم تذبذب بشدة بعد ذلك حول اتجاه عام صاعد بشكل غير مسبوq، بلغ أقصى الارتفاعات في أواخر ٢٠١٨م وبدايات ٢٠١٩م. ويلاحظ أن الرسم البياني اتخذ شكلاً يشبه حرف (U) أو (V) قبل الأزمة السابقة في ٢٠٠٨م، وقد اتخذ شكلاً مشابهاً في عام ٢٠١٨م. ونلاحظ أنه ينخفض ثم يرتفع وكان السوق يقاوم الانهيار، ثم ينخفض مرة أخرى ثم يرتفع في مقاومة ثانية للانهيار، ثم ينخفض للمرة الثالثة مخلباً انهياراً مستمراً يتذبذب حول اتجاه عام هابط شديد الانحدار إلى أسفل. وتكرار الشق الأول من هذا السيناريو يرجح احتمال تكوين فقاعة في

(1) <https://www.cnbc.com/quotes/?symbol=DJI>

السوق في الوقت الحالي، يبدو أنها أوشكت على الانفجار، وتنتظر الظروف المواتية. وبناء عليه يرجح الباحث أن العالم على مشارف أزمة مالية عالمية جديدة، ستكون أسوأ بكثير من الأزمة المالية السابقة؛ فالأزمة السابقة وقعت عند ارتفاع المؤشر بما يقرب من ٧٠٠٠ نقطة بعد التعالي من أكبر هبوط سابق عليها في أواخر التسعينيات. بينما ارتفع المؤشر حالياً تجاوز الـ ١٥٠٠٠ نقطة بعد التعالي من الأزمة الأخيرة في ٢٠٠٨م. ويتوقع كثير من الخبراء أن عام ٢٠١٩م على موعد مع تلك الأزمة، وإن لم يكن فإنهم يتوقعون انفجارها في أوائل عام ٢٠٢٠م على أقصى تقدير.

ولذلك فالحاجة الآن إلى طريق بديل، يحقق الاستقرار لسوق الأوراق المالية، باتت شديدة الإلحاح. وأظن أن البديل الإسلامي هو الأفضل والأحق بالاتباع، ولعل الأزمة المتوقعة ستكون سبباً في اتجاه سوق الأوراق المالية للنظام الإسلامي، بخطوات أكبر وأسرع من ذي قبل.

رابعاً - أسواق الأوراق المالية حول العالم؛

وفقاً لبيانات الاتحاد العالمي للبورصات (WFE)^(١) بلغ عدد بورصات الأوراق المالية سبعة وخمسين بورصة حول العالم في عام ٢٠١٧م، مقيد بها ما يقرب من ٤٧ ألف شركة، وحوالي ٢٢ ألف صندوق استثمار، في نفس العام.^(٢) وجدير بالذكر أنه قد تم إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية في المنامة (البحرين)، بالمرسوم الملكي بقانون رقم (١) لسنة ٢٠٠٢م. ويتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية، ويهدف للترويج للمنتجات المالية الإسلامية، والمقصود هو الصكوك الإسلامية بأنواعها.^(٣)

المطلب الثاني

أوراق الملكية (الأسهم)

أولاً - تعريف السهم؛

السهم في اللغة له عدة معاني منها الحظ والنصيب،^(٤) وأما السهم اصطلاحاً فهو الصك (وثيقة ورقية) الذي يعطى للمساهم الحق في شركة المساهمة لكي يمثل

(١) World Federation of Exchanges

(٢) المزيد من التفاصيل انظر

World federation of exchange: Annual Statistics Guide. Vol.3. <https://financialmarketsjournal.co.za/the-wfe-annual-statistics-guide-volume-3/>

(٣) اشرف محمد دواية نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص: ١٦٤.

(٤) اشرف محمد دواية الاستثمار والقضائية في الأسهم والسندات، (القاهرة، دار السلام، ٢٠٠٥م)، ص: ١٢.

بمقدار الحصنة أو الحصة التي يشترك بها في رأس مال الشركة. (١) وفي تعريف آخر، السهم هو ذلك يمثل نصيباً عينياً أو نقدياً في رأس مال الشركة، قابل للتداول بالطرق التجارية، ويعطى مالكة حقوقاً خاصة، لا سيما حقه في الأرباح. (٢)

ثانياً - خصائص الأسهم:

للأسهم خصائص تميزها، ويمكن إيجازها فيما يلي:

تساوي القيمة:

الأصل أن الأسهم كمستندات ليس لها قيمة في ذاتها، ولكنها تستمد قيمتها من موجودات الشركة ونتائج نشاطها. وقد ذهب البعض إلى إنها مستقلة تمثل نفسها. (٣) والباحث يؤيد الرأي القائل بأن الأسهم ليس لها قيمة ذاتية ولكنها تستمد قيمتها من موجودات الشركة ونتائج نشاطها، ويعترض على الرأي الآخر الذي يرى أنها مستقلة وتمثل نفسها، حيث ينطوي ذلك على تناقض مع فكرة الأسهم باعتبارها صكوكاً تمثل حصة ملكية في شركة مساهمة، ومن تعريفها يتبين أنها لا تتمتع بقيمة ذاتية مستقلة، ولكن للأسف أفرز التطبيق العملي انفصال ثمن السهم في السوق عن قيمته الحقيقية العادلة التي يستحقها فعلاً، وبالتالي أصبحت القيمة السوقية تمثل قيمة ذاتية مستقلة للسهم، وفي ذلك خطأ سببه الرئيس هو غياب الكفاءة الكاملة للسوق، ولا يمكن أن نعتبر الخطأ أصلاً نتيجته عليه، فهو استثناء بسبب مشكلة يجب العمل على علاجها.

وينقسم رأس مال شركة المساهمة إلى أسهم متساوية القيمة ابتداءً، وتلك القيمة هي القيمة الاسمية التي يصدر بها السهم ويتحدد على أساسها توزيع الأرباح، وتقدير الأغلبية في الجمعية العمومية، وقد وضعت بعض القوانين التجارية حداً أعلى وحداً أدنى للقيمة الاسمية للسهم لا يجوز مخالفتها. (٤) ففي مصر مثلاً الحد الأدنى لقيمة السهم هو جنيه واحد، والحد الأعلى هو ألف جنيه، وفقاً للمادة رقم ٢١ من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١م، ورغم أن المساواة في الأسهم هي المبدأ، إلا

(١) فوزي عطوي، الشركات التجارية في القوانين الوضعية والشريعة الإسلامية، (لبنان، منشورات الحلبي الحقوقية، ٢٠٠٥م)، ص.

١٣٧، ١٣٦.

(٢) أحمد بن محمد الخليل الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، (السعودية: دار ابن الجوزي، ١٤٢٦هـ، ٢٠٠٥م)، ط ٢، ص ٤٨.

(٣) محمد وجيه حنيني مرجع سابق، ص ٤٨.

(٤) أحمد محيي الدين أحمد بأسواق الأوراق المالية وأثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، (القاهرة، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، الكتاب الثاني، ١٩٩٥م)، ط ١، ص ١٠٩.

أن المشرع أجاز للشركة أن تصدر أسهما ممتازة تجعل لحاملها حقوقاً ومزايا أكبر من التي يتمتع بها حملة الأسهم العادية ، ولكن بشرط تحقق المساواة بين هذه الأسهم الممتازة أيضاً، أي أن المساواة بين الأسهم هي مساواة طبقية قنوية وليست مساواة مطلقة. على أنه لا بد من التمييز بين القيم المختلفة للسهم، كالتالي: (١)

القيمة الاسمية للسهم Nominal value: وهي القيمة المدونة على وثيقة السهم، وعادة ما يكون منصوصاً عليها في عقد التأسيس. ومجموع القيم الاسمية للأسهم يمثل رأس مال شركة المساهمة.

قيمة إصدار السهم issuance value: وهي القيمة التي يصدر بها السهم، ولا يجوز إصدار السهم بأقل من قيمته الاسمية عند تأسيس شركة المساهمة أو زيادة رأس مالها؛ وأما إصدار السهم بأكثر من قيمته فلا يجوز إلا عند زيادة رأس المال، على أن تضاف الزيادة الناجمة عن الفرق بين قيمة الإصدار والقيمة الاسمية إلى الاحتياطي القانوني الإيجابي للشركة.

القيمة الدفترية للسهم Book Value: وهي تمثل نصيب السهم من صافي أصول وموجودات الشركة بعد إعادة تقديرها وفقاً للأسعار الجارية وبعد خصم ديونها. (٢) وهذه القيمة تتساوى مع القيمة الاسمية عند بداية الشركة، ولكنها تختلف عنها فيما بعد وفقاً لنتائج أعمال الشركة من نجاح أو فشل. (٣) ولا تتبلور هذه القيمة فعلياً بشكل نهائي إلا عند تصفية الشركة. (٤) ومنها تحسب القيمة الدفترية للمؤسسة Tangible Book Value والتي تقتصر على نصيب السهم من صافي الأصول للمؤسسة فقط، أي بعد خصم قيمة الأصول غير الملموسة من القيمة الدفترية.

قيمة التصفية Liquidation Value: وتمثل قيمة السهم في حالة تصفية الشركة، وهي عبارة عن الفرق بين متحصلات بيع الأصول والخصوم مقسوماً على عدد الأسهم. (٥)

القيمة السوقية للسهم Market Value: وهي القيمة التي يتم تداول السهم بها في البورصة. ويتبني من حيث المبدأ أن تكون مساوية لقيمة السهم الحقيقية العادية

(١) عبد الفتاح محمد صلاح البورصة من منظور إسلامي، القاصيل والأليات ومؤشر الأسعار، رسالة ماجستير. قسم الاقتصاد الإسلامي، القاهرة، الجامعة الأمريكية المفتوحة، ٢٠٠٨، ص: ٥٤.

(٢) عطية فياض، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، (القاهرة: دار النشر للجامعات، ١٩٩٨م)، ط١، ص: ١٩٠.

(٣) محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: ٢٠٨.

(٤) علي عبد الستار علي حسن، مرجع سابق، ص: ٤٠٠.

(٥) عنيات النجار ورفاه شريف، مرجع سابق، ص: ٢٩.

التي يستحقها فعلاً (JV)، غير أن هناك عوامل كثيرة تخل بهذا المبدأ، أهمها توقعات المتعاملين في السوق، لحركة أسعار الأسهم في الأجل القصير، وتأثيرها على قوى العرض والطلب.^(١) وهناك عدة طرق لتحديد القيمة السوقية (التسعير) هي:^(٢)

التسعير بالمناداة، حيث يجتمع الوسطاء في ردهة السوق وينادون بصوت عال بأسماء الأوراق المالية، مع الإشارة بوضع الساعد أفقياً في حالة الرغبة في الشراء، ورأسياً في حالة الرغبة في البيع.

التسعير بالمعارضة، حيث يتم تدوين عروض البيع وطلبات الشراء الخاصة بكل ورقة مالية في سجل خاص بها. وتتم معارضة الأسعار التي لا تلبى رغبة المتعاملين وصولاً للسعر الذي يحقق التوافق بين أكبر عدد ممكن لعروض البيع وطلبات الشراء.

التسعير بالصندوق، في حالة تعدد طلبات الشراء وعروض البيع بمقادير كبيرة، يقوم الوسطاء بوضع الأوامر التي يحملونها في صندوق، ثم تقوم لجنة السوق بمقابلة تلك الأوامر والتوفيق بينها لتحديد سعر الورقة المالية.

التسعير بالمطابقة، عندما يتلقى الوسيط أمرين متقابلين، أحدهما بالبيع والثاني بالشراء لنفس الكمية، يقوم الوسيط بالتأكد من عدم وجود عرض أو طلب أفضل بواسطة أحد أعضاء نقابة السماسرة، وعندئذ يقوم بإتمام العملية.

التسعير الآلي؛ حيث يتم تسعير الأسهم في البورصة المصرية مثلاً من خلال حضور مندوبي شركات السمسرة إلى مقصورة البورصة في حوالي الساعة التاسعة صباحاً. ويقومون بتغذية الحاسب الآلي بالبيانات التي تتضمن طبيعة ما يحملونه من أوامر (شراء أو بيع)، وكمية الأمر، والتمن المرغوب. ومن خلال نظام المعلومات الخاص بالبورصة تتم مقابلة الأسعار والكميات المطلوبة والمعروضة ليتحدد سعر التوازن، وفي حوالي الساعة التاسعة والنصف صباحاً يبدأ الإعلان عن أسعار التوازن للأسهم محل التعامل، والذي يعتبر سعر الافتتاح، أو السعر الاستكشافي، لأنه يمثل مؤشراً استرشادياً للمستثمرين الآخرين ممن لم يصدروا أوامر بيع ولا شراء حتى إعلان هذا السعر.^(٣)

(١) فوزي عطوى، مرجع سابق، ص: ١٢٨ - ١٤٠.

(٢) محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: ٦٨، ٦٩.

(٣) أشرف محمد دواية نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص: ١٠٩.

القيمة العادلة (النظرية) Fair value (١) وهي القيمة التي يفترض البعض أن السهم يستحقها فعلاً، ويتم حسابها باستخدام عدة طرق للتقييم، من أبرزها طريقة التدفقات النقدية المخصومة، حيث يتم خصم التدفقات النقدية المتوقعة من السهم باستخدام معدل خصم مناسب وصولاً للقيمة العادلة للسهم. (٢) وفي مصر يتم نشر القيم العادلة للسهم على موقع معلومات مباشر مصر على الإنترنت، ويقوم بحساب تلك القيمة شركات مسهرة متخصصة.

القيمة الحقيقية العادلة التي يستحقها السهم فعلاً Just value، وهي قيمة يقترح الباحث حسابها، استناداً إلى القيمة السوقية الفعلية العادلة لصافي أصول الشركة، وعدم الاعتماد على قيم افتراضية مثل التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة، فهي طريقة غير عادلة ولا واقعية، وقد واجهت الكثير من الاعتراضات، كما إنها لا تصلح للاستخدام في جميع حالات الأصول والخصوم، بسبب الصعوبات العملية لذلك. (٣)

عدم القابلية للتجزئة،

وهذا يعني أن السهم ينبغي أن يكون مملوكاً لمساهم واحد، فإذا انتقلت ملكية السهم إلى أكثر من شخص نتيجة إرث أو هبة أو وصية فإن هذه التجزئة وإن كانت صحيحة بين هؤلاء، إلا أنها لا تقبل تجاه الشركة، ويتعين على هؤلاء أن يختاروا شخصاً واحداً يمثلهم عند الشركة، وإن اعتبر باقي الشركاء في السهم مسئولين عن الالتزامات الناتجة عن هذه الملكية. (٤)

القابلية للتداول تجارياً،

خاصية القابلية للتداول، هي إحدى الخصائص المهمة التي لا قيام بدونها لفكرة السهم، ويتم تداول الأسهم لحاملها بتسليم الصك (الوثيقة الورقية)، أو بالقيود في سجل الشركة إذا كان سهماً اسماً، والتداول من الحقوق الأساسية والجوهرية للمساهم

(١) جدير بالملاحظة أن ترجمة كلمة Fair بالعدل تأتي من ضمن ما تأتي بمعنى المتكلم بالقواعد المعمول بها، أي قانوني أو مشروع أو مستحق أو معقول أو مقبول، وليست دائماً بمعنى عادل الذي نقصده باللغة العربية بأنه يوجب لكل ذي حق حقه، والمقابل لهذا المعنى الأخلاقي باللغة الإنجليزية هو لفظ Just ومنه كلمة العدالة Justice. ولذلك فتمت بإطلاق مصطلح (JV) أو الثمن العادل (Just Price) على القيمة الحقيقية العادلة التي يستحقها السهم فعلاً.

(٢) عنديات التجار ووفاء شريف مرجع سابق، ص، ٢٩.

(٣) باتريك آر.تو، وماري بول فيرمان، الرأسمالية في طريقها لتدمير نفسها، ترجمة سعد الطويل، (القاهرة، المركز القومي للترجمة، العدد رقم ١٣٢٩، ٢٠٠٨م)، ص ٩٤.

(٤) أبو زيد رضوان شركة المساهمة، (القاهرة، دار الفكر العربي، ١٩٨٢م)، ص، ١١١.

ولا يجوز حرمانه منها، إلا أنه قد يرد بعض الاستثناءات القانونية على هذه القاعدة من دون أن تخل بها، كما في منع أسهم مؤسسي الشركة من التداول لفترة قد تصل إلى ثلاث سنوات، وحظر تداول أسهم المكتتبين إلا بعد صدور أول ميزانية سنوية للشركة بالإضافة إلى القيود الاتفاقية التي يتضمنها النظام الأساسي للشركة مثل: اشتراط موافقة مجلس الإدارة على التنازل عن السهم، أو قصر الاكتتاب في الأسهم وتداولها على المواطنين دون الأجانب، أو أن يكون حق شراء الأسهم المتنازل عنها للمساهمين الأصليين.^(٥)

تحديد الحقوق والمسئوليات:

حامل السهم شريك في حصة مشاعة وله مجموعة من الحقوق في مقدمتها عدم جواز نزع ملكيته إلا برضا، وحق التصويت في الجمعية العمومية للمساهمين، والرقابة على أعمال الشركة، والبيع أو التنازل عن السهم، والأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة، والحصول على نصيبه من الأرباح.^(٦) وكذلك تكون مسئولية الشركاء عن الديون مقسمة عليهم بحسب قيمة ما يملكون من أسهم، فلا يسأل المساهم عن ديون الشركة إلا بحسب الأسهم التي يملكها، مهما بلغت ديون الشركة أو خسارتها.^(٧)

ثالثاً - موقف الفقه الإسلامي من الأسهم:

تنقسم الأسهم من حيث الحكم الشرعي إلى ثلاثة أنواع؛ فهناك أسهم اتفق علماء الفقه على مشروعيتها كالأسهم النقدية والأسهم الاسمية، وهناك أسهم اختلفوا حول مشروعيتها كالأسهم العينية والأسهم لحاملها، وهناك أسهم اتفقوا على عدم مشروعيتها كالأسهم الممتازة وأسهم التمتع.^(٨)

(٥) أحمد محيي الدين أحمد مرجع سابق، ص: ١١٢ - ١١٤.

(٦) أشرف محمد دواية: الاستثمار والمضاربة، مرجع سابق، ص: ٢٦.

(٧) أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص: ٦٤.

(٨) لتزيد من التفاصيل عن موقف الفقه الإسلامي من الأسهم انظر: المعيار الشرعي رقم (٢١) من المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية. نخبة من العلماء: النص الكامل للمعايير الشرعية التي تم اعتمادها حتى نوفمبر ٢٠١٧م. (المنامة، هيئة الحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ١٤٢٧هـ)، ص: ٥٦٥ - ٥٧٢.

عبد الفتاح محمد صلاح، مرجع سابق، ص: ٥٨ - ٦٤.

عبد العزيز خياط: الأسهم والسندات من منظور إسلامي، (القاهرة: دار السلام، ١٤١٨هـ، ١٩٩٧م، ط١)، ص: ٢٧ - ٣٢.

أشرف محمد دواية: الاستثمار والمضاربة، مرجع سابق، ص: ١٤ - ٢٤.

رابعاً - قيمة الأسهم حول العالم؛

وفقاً لبيانات الاتحاد العالمي للبورصات WFE، فقد بلغت قيمة الأسهم حول العالم، في عام ٢٠١٧م، حوالي ٨٢,٥١٢ تريليون دولار^(١) وهو رقم ضخم بكل تأكيد فقد تجاوز قيمة الناتج المحلي الإجمالي لجميع دول العالم والذي بلغ ٨٠,٧ تريليون دولار في عام ٢٠١٧م وفقاً لبيانات البنك الدولي^(٢).

المطلب الثالث

أوراق المديونية (السندات)

أولاً - تعريف السند:

السند، هو عبارة عن صك قابل للتداول، يدين به حامله الشركة بمبلغ من المال، قدم على سبيل القرض، عن طريق الاكتتاب العام؛ ليمنحه حق الحصول على الفوائد المشروطة أثناء المدة المحددة لبقائه، واقتضاء دينه عند انقضاء أجله^(٣).

ثانياً - خصائص السندات:

للسندات خصائص تميزها، نوجزها فيما يلي^(٤):

قرض السندات قرض جماعي؛ فالشركة لا تتعاقد مع كل مقرض على حدة، ولكن تصدر بمقدار المبلغ الإجمالي للقرض عدداً من السندات متساوية القيمة، والتساوي في القيمة يقضي المساواة بين حقوق حملة سندات إصدار واحد إزاء الشركة.

السند صك قابل للتداول؛ السند قابل للتداول فإذا كان اسماً تنتقل ملكيته بطريق القيد في سجلات الشركة، وإن كان لحامله فيتداول بطريق التسليم.

حامل السند يحصل على فائدة ربحت الشركة أم خسرت؛ حامل السند يحصل على الفائدة بغض النظر عن نتيجة نشاط الشركة، ويجوز أن يشترط حملة السندات نسبة مئوية من الأرباح بالإضافة إلى الفائدة الثابتة، ويسمى السند في هذه الحالة: **السند المشترك في الأرباح**.

(١) المزيد من التفاصيل انظر: <http://www.wfe.org>.

(٢) المزيد من التفاصيل انظر: <https://data.worldbank.org>.

(٣) أشرف محمد دوابية، الإستثمار والمضاربة، مرجع سابق، ص: ١٠٥، ١٠٦.

(٤) عبد الفتاح محمد صلاح مرجع سابق، ص: ٥٤.

حملة السندات لا يشتركون في الجمعيات العمومية للمساهمين؛ حامل السند لا يشترك في الجمعيات العمومية للمساهمين ولا يكون لقراراتها أي تأثير عليهم، ولا يجوز للجمعية أن تعدل التعاقد الذي يربطهم بالشركة ولا أن تغير ميعاد استحقاق الفوائد ولا نسبتها.

ثالثاً - موقف الفقه الإسلامي من السندات:

السندات غير جائزة شرعاً عند جمهور الفقهاء، فهي تدر فائدة ثابتة وفي ذلك ظلم، فمنها ظلم للمقترض إذا خسروا و اضطرع ذلك أن يسند فائدة المال المقترض رغم خسارته، ومنها ظلم المقرض إذا ربح المقترض أكثر بكثير من الفائدة التي سيدفعها للمقرض، رغم أن هذا الربح تحقق باستخدام تلك الأموال. وبالتالي فالوضع العادل هو المشاركة في الربح واتباع قاعدة الغنم بالغرم.^(١)

رابعاً - قيمة السندات حول العالم:

وفقاً لبيانات الاتحاد العالمي للبورصات WFE بلغ عدد السندات المدرجة في سبع وخمسين بورصة في العالم، في عام ٢٠١٧م حوالي ١٧٠ ألف سند، بقيمة ١٣ - ٦٧ تريليون دولار، وقد بلغ عدد الصفقات المبرمة في السندات خلال نفس العام حوالي ١٨٩ ألف صفقة.^(٢)

وإذا قمنا بجمع قيمة السندات المدرجة مع قيمة الأسهم المقيدة بالبورصات السبع وخمسين وفقاً لبيانات الاتحاد العالمي للبورصات، سنجد أن قيمتهما معاً تقدر بما يقرب من ١٥٠ تريليون دولار، وهو ما يعادل ما يقرب من ضعف الناتج المحلي الإجمالي العالمي في نفس العام. وتمثل الأسهم حوالي ٥٥% من هذه القيمة، بينما تمثل السندات حوالي ٤٥% منها.

(١) مزيد من التفاصيل عن الرأي الشرعي في السندات، يمكن الرجوع إلى:

سمير عبد الحميد رضوان مرجع سابق، ص: ٢٠٧-٢١٢.

عبد العزيز خياط، مرجع سابق، ص: ٢٢٥-٢٢٢.

(٢) مزيد من التفاصيل انظر:

المطلب الرابع

الصكوك الإسلامية

أولاً - مفهوم الصكوك الإسلامية ونشأتها:

الصكوك لغة جمع صك، والصك كلمة معربة من أصلها الفارسي «جك»، ومن معانيها: كتاب أو مستند أو شهادة، أو وثيقة حق في ملك أو مال ونحوه. ومن الجك أو الصك ظهرت كلمة الشيك check بالإنجليزية.^(١) وفي دنيا المال يرادف مصطلح الصك أو الصكوك مصطلح السند أو السندات، والمقصود بذلك الأوراق أو المستندات التي تحمي حق ثابت من السقوط، فالصك لغة يشمل السهم والسند، والأوراق التجارية كالشيكات والكمبيالات، وكل مستند له قيمة.^(٢)

ويرى البعض أن نشأة الصكوك الإسلامية كأوراق مالية ترجع إلى عام ١٩٨٢م، عندما رفض بنك إسلام ماليزيا التعامل بالسندات باعتبارها ربوية، وقام بإصدار صكوك استثمار منضبطة بأحكام الشريعة الإسلامية. ثم جاء طرح مشروع سندات المقارضة الإسلامية كبديل إسلامي لسندات القروض الربوية. ثم أصدر مجمع الفقه الإسلامي الدولي قراره رقم ٥ بتاريخ ١٩٨٨م بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار فاتحاً الباب أمام المؤسسات المالية الإسلامية لاعتماد هذه الأدوات المالية الإسلامية الحديثة.^(٣)

وفي ١٩٨٨م عرف مجمع الفقه الإسلامي الدولي الصكوك الإسلامية بأنها: أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال إلى حصص متساوية، وذلك بإصدار صكوك مالية برأس المال على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس المال وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه.^(٤)

وفي مايو ٢٠٠٢م قامت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، في المعيار رقم ١٧، بإطلاق اسم صكوك الاستثمار على الصكوك الإسلامية، وعرفتتها بأنها: (وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات، أو

(١) نيرمين زكريا الجندي، الصكوك، (القاهرة، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، ٢٠١٦م)، ص ١٦.

(٢) مزيد من التفاصيل انظر، أشرف محمد دواية، الصكوك الإسلامية، (القاهرة، دار السلام، ٢٠٠٩م)، ص: ١٢-١٨.

(٣) محمد محمد الفزالي، الصكوك الإسلامية وشبهات حول الشرعية، (القاهرة، مؤتمر الاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، ٢٠-٢١ أبريل ٢٠١٢)، ص: ٧٣٢.

(٤) مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، (جدة، الدورة الرابعة، ١٩٨٨م)، المجلد الثالث، ص: ٢١١، <http://www.iifa-aifa.org>.

فى ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص مستند على عقد شرعي، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله). وحددت فى المعيار المشار إليه المبادئ الأولية لإصدار وتداول جميع أنواع الصكوك التي تم ابتكارها حتى تاريخ إصدار المعيار على أن يسري تطبيقه من أول يناير عام ٢٠٠٤م.^(١)

ثانياً - خصائص الصكوك الإسلامية:

وفقاً للمعيار رقم (١٧) من المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، يمكن إيجاز خصائص الصكوك الإسلامية فيما يلي:^(٢)

أنها وثيقة تصدر باسم مالكةا أو لحاملها بفئات متساوية القيمة لإثبات نصيب مالكةا فيما تمثله من حقوق والتزامات مالية.

أنها تمثل حصة شائعة فى ملكية موجودات مخصصة للاستثمار؛ أعياناً أو منافع أو خدمات أو خليطاً منها ومن الحقوق المعنوية والديون والنقود، ولا تمثل ديناً فى ذمة مصدريها لحاملها.

أنها تصدر على أساس عقد شرعي، بضوابط شرعية تنظم إصدارها وتداولها؛ أن تداولها يخضع لشروط تداول ما تمثله.

أن مالكةا يشتركون فى الغنم (الربح) حسب الاتفاق المبين فى نشرة الإصدار ويتحملون الغرم (الخسارة) بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك.

ثالثاً - التداول التجاري للصكوك:

بعض أنواع الصكوك قابلة للتداول التجاري فى سوق الأوراق المالية، ويتم تسعيرها وفقاً لأليات السوق؛ أي الثمن الذي يسفر عنه تفاعل قوى العرض والطلب. وهناك عدة شبهات شرعية شابت الصكوك الإسلامية، وإن كان هذا البحث ليس محللاً لتناولها ولا تفصيلها،^(٣) ولكن أبرز ما جذب انتباهي فى تلك الشبهات من الناحية الاقتصادية هو موضوع خضوع تسعير الصكوك للعرض والطلب، والخلاف الفقهي

(١) النص الكامل للمعايير الشرعية، مرجع سابق، ص ٤٦٧، <http://aaofii.com>.

(٢) مزيد من التفاصيل انظر كل من: أشرف محمد دواية، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص ٢١-٢٥، والنص الكامل للمعايير الشرعية، مرجع سابق، ص ٤٧١.

(٣) مزيد من التفاصيل عن أهم الشبهات والاعتراضات التي أثيرت حول الصكوك الإسلامية انظر: محمد محمد الفزالي، مرجع سابق، ص ٧٢٨-٧٥٦.

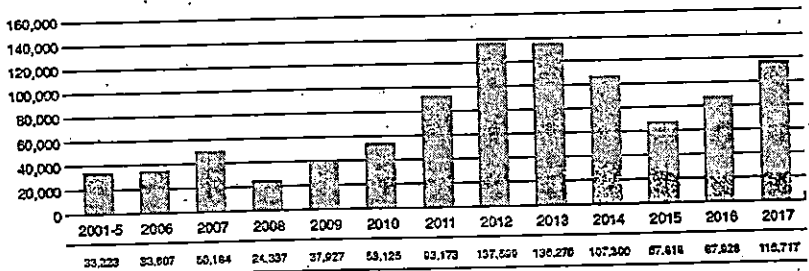
الدائر حول هذه النقطة، وانني أرجح رأي الفريق القائل بتحريم تداول الصكوك بأسعار السوق، وفيما يلي سرد أسباب هذا الفريق^(١)،
إذا تم البيع بعد فترة قصيرة من الشراء، فثمة شبهة تداول في النقود.
عدم تحقيق أي قيمة مضافة من هذه المبيعات السريعة.
المقامرة باسم المضاربة.

تكوين الربح بعوامل غير سوية، كالإشاعات، ونشر معلومات للترويج، والتوقعات، ونحوها.
ويضيف الباحث لحجج هذا الفريق، حجة أخرى وهي أن تداول الصك بسعر السوق القائم على تفاعل العرض والطلب، يعد ظلماً؛ طالما لم يتساوى هذا السعر مع القيمة الحقيقية العادلة التي يستحقها الصك فعلاً، وكما نعلم فالظلم محرم في الإسلام، وبالتالي فأي معاملة تؤدي إلى ظلم، هي معاملة غير جائزة شرعاً.

رابعاً - قيمة الصكوك الإسلامية حول العالم:

إن قيمة مجموع الصكوك الإسلامية (المحلية والدولية) المصدرة عالمياً خلال الفترة من ٢٠٠١م وحتى ٢٠١٧م قد بلغت ٩٧٩,٢٠٩ مليار دولاراً (حوالي ترليون دولار)، وتذبذبت قيمة الصكوك الإسلامية المصدرة سنوياً خلال هذه الفترة صعوداً وهبوطاً، كما هو موضح في الشكل التالي^(٢):

Chart 1A: Total Global Sukuk Issuances (Jan 2001 - Dec 2017)
All Tenors, All Currencies, In USD Millions



Source: IIFM Sukuk Database

Total Global Sukuk Issuances USD 979,209 Millions

شكل رقم (٢): تطور الإصدار العالمي للصكوك الإسلامية منذ يناير ٢٠٠١م حتى ديسمبر ٢٠١٧م

(١) مزيد من التفاصيل عن الآراء الفقهية المتعارضة في هذا الشأن انظر، اشرف محمد دواية الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص: ١٠٨-١٠٩

(٢) السوق المالية الإسلامية الدولية، التقرير السنوي للصكوك، ماليزيا، أبريل ٢٠١٨م، ص: ٢١.

يتضح من الشكل السابق أن قيمة الصكوك المصدرة عالمياً (Globally) خلال الفترة من عام ٢٠٠١م وحتى عام ٢٠٠٥م قد بلغت ٢٢,٢٢٣ مليار دولاراً، وتذبذبت حول اتجاه عام صاعد حتى عام ٢٠١٢م عندما بلغت أعلى قيمة لها حيث تم إصدار صكوك بما يعادل ١٣٧,٥٩٩ مليار دولار خلال هذا العام، ثم أخذت في الهبوط حتى بلغت قيمة الصكوك المصدرة حوالي ٦٧,٨١٨ مليار دولار خلال عام ٢٠١٥م، ثم عاودت الارتفاع حتى وصلت قيمة الصكوك المصدرة خلال عام ٢٠١٧م حوالي ١١٦,٧١٧ مليار دولار (٢٧,٦٤٨ مليار دولار صكوكاً دولية، و٧٩,٠٦٩ مليار دولار صكوكاً محلية). ورغم هذا الارتفاع فلم تصل قيمة الصكوك المصدرة في هذا العام لقيمة ما تم إصداره في عام ٢٠١٢م، الذي يعد بمثابة العام الذهني لإصدار الصكوك الإسلامية في العالم.

وإذا جدير بالذكر أنه بالرغم من انتشار الصكوك الإسلامية فهي لم تحصل بعد على نصيب كبير من سوق الأوراق المالية حول العالم، ففي الوقت الذي بلغت فيه قيمة الأسهم المقيدة والسندات المدرجة بالبورصات العالمية الأعضاء بالاتحاد العالمي للبورصات حوالي ١٥٠ تريليون دولار في نهاية عام ٢٠١٧م، لم تتجاوز الصكوك الإسلامية تريليوناً واحداً من الدولارات بنسبة أقل من واحد بالمائة من مجموعهما (٦٦,٠٦٦٪ تقريباً). وبنسبة ١,٥٪ تقريباً من قيمة السندات المدرجة، ونسبة ١,٢٪ من قيمة الأسهم المقيدة بالبورصات العالمية. وهو ما يعني ضرورة مضاعفة الجهود في هذا المجال.

المطلب الخامس

الممارسات الضالمة في سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالعرض والطلب

أولاً - أبرز الممارسات الضالمة في سوق الأوراق المالية وآثارها الاقتصادية:

تعتبر الممارسات الضالمة (غير العادلة) من أهم أسباب انهيار أسواق الأوراق المالية ووقوع الأزمات الكبرى، خصوصاً بعد صعود اقتصاد الكازينو^(١)، أو ما أسماه البعض بمملكة المضاربين^(٢)، ولعل أكبر مثال على ذلك هو الانهيار التاريخي للأسهم في

(١) اقتصاد الكازينو هو مصطلح من ابتكار كاتنبري، والمقصود هو مجتمع يكون فيه جمع المال عن طريق الأدوات المالية أكثر أهمية من الأرباح المتولدة من إنتاج السلع والخدمات، وتتسبب صناديق سوق الأوراق المالية، وأدوات المضاربة مرتفعة المخاطر والسلوكيات المرتبطة بها إلى أن يصبح الاقتصاد مماثلاً لمدينة لاس فيجاس المتفجرة بالكازينوهات. انظر، إي راي كاتنبري، موجز تاريخ علم الاقتصاد، ترجمة سمير كريم، مراجعة جودة عبد الخالق، (القاهرة، المركز القومي للترجمة، العدد رقم ١٧٣٤، ٢٠١١م).

(٢) هيريه كيمف، الخروج من الرأسمالية من أجل إنقاذ الكوكب، ترجمة أنور مفيث، (القاهرة، المركز القومي للترجمة، العدد رقم ٢١٨٢، ٢٠١٣م)، ص: ٢٥-٢٨.

الولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٢٩م فلقد ذكر « هوفر » أن هذا الانهيار سببه الممارسات التي قام بها غير الشرفاء، وسماح نظام المضاربة لهم بتلك الممارسات الضالمة، وكذلك افتقار البنوك إلى الأخلاق في مسيرتها لتحقيق الأرباح.^(١)

وكذا ما قام به الملياردير اليهودي « جورج سوروس » من ممارسات أدت إلى انهيار أسواق المال في دول النمرور الآسيوية - وأدى بدوره إلى انهيار العملات الوطنية لهذه الدول وبالتالي وقعت فريسة انهيار اقتصادي ما زالت آثاره إلى اليوم. وأما الانهيار العالمي خلال الأزمة المالية العالمية الممتدة من ٢٠٠٧م إلى ٢٠١٠م، فقد كانت جذوره متعددة، ومن أهم أسبابها الاختلالات الهيكلية المزمته في الأسواق المالية والتنظيم المتساهل، ومع أن هذه الظروف لم تكن سبب انطلاق الأزمة، ولكنها عجلت بانتشارها وفاقمت من انهيار الثقة في عالم الأعمال، وانفجرت الأزمة بانفجار فقاعة العقارات، والتي تكونت بسبب التجاوزات العقارية، ومعايير الائتمان المتدهورة.^(٢) وقيام البنوك بالمقامرة بأوراق مالية غامضة الخلفيات بلغت قيمتها ٦٢ تريليون دولاراً في مطلع عام ٢٠٠٨م، وفقاً لتصريحات « جورج سوروس » وهو ما يتجاوز قيمة الناتج السنوي المحلي الإجمالي لجميع دول العالم.^(٣)

ناهيك عن اكتشاف وجود خلل في المعايير المحاسبية، فمثلاً فيما يخض معايير إعادة تقييم الأصول، تم الاعتراض على التقييم بالقيمة الحالية للتدفقات المالية المستقبلية، وتم تأييد التقييم بالقيمة السوقية العادلة للأصول. فضلاً عن تزوير ميزانيات الشركات وإعلان أرباح وهمية، والفضائح المالية التي أدمجها والتصدي لها إلى إصدار قانون « ساربان - أوكسلي » في الولايات المتحدة الأمريكية، ومن أهدافه مراقبة المحاسبين القانونيين، وأن يضموا تحت القسم صحة ما يقدمونه من تقارير مالية.^(٤)

وقد اعترف في النهاية أنصار الحرية بضرورة تدخل الدولة لتنظيم السوق (فيما يعرف بالتدخل الخارجي؛ أيمن خارج السوق)، والحد من المخاطر المترتبة على التصرفات غير العقلانية، والممارسات الضالمة، للحد من فشل السوق.^(٥) ولكن أثير بعد الأزمة سؤال حول المخاطرة الأخلاقية، فهل يجب على المسؤولين ترك آليات السوق

(١) صباح أحمد البياع، أزمة الكساد العالمي ١٩٢٩-١٩٣٦م، (القاهرة: الهيئة المصرية العامة للكتاب، ١٢-٢٠٠٢م)، ص ١٧١.
 (٢) الفريديريكس الابن، الاقتصاد العالمي المعاصر منذ عام ١٩٨٠م، ترجمة أحمد محمود، (القاهرة: المركز القومي للترجمة، العدد رقم ٢٤٣٦، ٢٠١٤م)، ص ٢٩١-٢٩٩.
 (٣) أولريش شيفر، انهيار الرأسمالية، أسباب إخفاق السوق المحررة من القيود، ترجمة د. عدنان عباس علي، (الكويت: سلسلة عالم المعرفة، العدد رقم ٣٧١)، يناير ٢٠١٠م، ص ٣٦٧.
 (٤) باتريك آر تو، ومازي بول فيرار مرجع سابق، ص ٦٦-٦٩.
 (٥) مايكل سبيني، التقارب التالي، ترجمة حمدي أبو كيلة، (القاهرة: المركز القومي للترجمة، العدد رقم ٢٥٧٤، ١٢-٢٠٠٢م)، ص ١٩٩.

تؤدب من اتخذوا قرارات استثمارية خاطئة، أم عليهم التناضي عن ذلك من أجل إنقاذ الاقتصاد الحقيقي الذي يتأثر بما يحدث في أسواق الأوراق المالية؟ وفي الواقع فليس هناك إجماع حول إجابة هذا السؤال، ولكن تركت لنا الأزمة المالية العالمية نتيجة اقتصادية متفق عليها، وهي أن أداء أسواق الماضي اصطدمت بأداء أسواق المستقبل، ولم يعد ممكناً الاعتماد على القطاعات السابقة، ولا بد من تطوير أفكار جديدة، كما تبين أن المحرك الأمريكي لم يعد قادراً على دفع الاقتصاد العالمي، وأنه لا بد من الاستعاضة عنه بمحركات أخرى لاقتصادات بازغة، كالصين على سبيل المثال^(١).

ويقع كثيرون فريسة لصور التقرير وممارسات المضارين غير الأخلاقية المتعددة، ومن أبرز هذه الممارسات ما يلي^(٢):

البيع الصوري، وهو خلق تعامل صوري على سهم ما، بمعرفة مجموعة متفقة على ذلك مسبقاً، في الوقت الذي لا يوجد فيه تعامل فعلي يذكر على السهم، والهدف من ذلك هو الاحتيال وخداع المتعاملين بإيهاهم أن هناك حركة تعاملات على السهم؛ مما يؤدي إلى ارتفاع سعره، وبالتالي تحقيق أرباح بأسلوب غير أخلاقي، أي أرباحاً غير عادلة تنطوي على ظلم.

التلاعب في الأسعار، ويتم ذلك مثلاً من خلال ترويج إشاعات عن سوء حالة شركة معينة، فيندفع العملاء للتخلص من أسهم تلك الشركة، فينخفض سعر السهم حتى تصل قيمته السوقية إلى أدنى حد ممكن، فيقوم المتآمرون بشراء تلك الأسهم بهذا الثمن البض، وحينئذ يقومون بنشر معلومات عن تحسن ملحوظ في أداء الشركة، فتعود القيمة السوقية للسهم إلى الارتفاع ومن ثم يقومون بإبرام صفقات صورية (فيما بينهم) حتى يسود اعتقاد بأن هناك تعاملًا نشطاً على السهم، فيزيد الارتفاع في السعر السوقي للسهم حتى يبلغ حداً معيناً يعدونه الحد الأقصى للارتفاع، فيأخذون في بيع السهم محققين أرباحاً طائلة على حساب باقي المستثمرين المخدوعين.

الاحتكار، ويطلق عليها عمليات الإحراج، حيث يقوم المتآمرون بجمع الأوراق المالية من نوع واحد في يد واحدة، وحبسها، واستغلالها في تحقيق أرباح عن طريق الاحتكار وفرض سعر معين للورقة باعتبارها مالكة هو المالك الوحيد، فضلاً عن انفراد بصناعة القرار في المنشأة المصدرة للورقة المالية. وهذه الظاهرة انتشرت بشدة وبيات غاية في السهولة في السوق الأمريكية، وهناك مجموعة متآمرين أخذت شهرة

(١) محمد العريان، عندما تتصام الأسواق، ترجمة حليم نسيب نصر، (بيروت: دار الكتاب العربي، ٢٠٠٩م)، ص: ٢٤٩، ٢٥٠.

(٢) أشرف محمد دواية نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص: ١٢٨-١٤٩.

واسعة في هذا المجال يطلق عليها مجموعة الإثني عشر.

المقامرة: وتعني تحقيق المكسب بأساليب وفي أشياء ليس من الضروري أن تكون ثمينة حقاً، فيمكن للمقامر أن يحقق أرباحاً طائلة من سهم شركة أدائها ضعيف مجرد ارتفاع نشاط العمليات على أسهمها في البورصة. وهو ما دفع كينز للقول بأن البورصة تحولت من سوق للمنافسة الحرة إلى نادي للقمار يتلاعب فيه المقامرون بالمقدرات الاقتصادية للدول. وعبر عنه «كانتربري» بعبارة: صعود اقتصاد الكازينوتو^(١) والمقامرين لا يتحملون فكرة استقرار الأسعار في السوق، فحياتهم معتمدة على تقلبات الأسعار وانتهاز الفرص من تلك التقلبات، بحيث يشترون بالبخص ويبيعون بالغالي. والمقامر يعتمد على الإشاعات الكاذبة، والعمليات الصورية، ... إلخ. وإذا ما تضافم الوضع تنتقل السوق إلى حالة الفقاعة، وهي الحالة التي تتم فيها المبالغة الشديدة في أسعار الأوراق المالية، وعندما تنفجر الفقاعة ينهار سعر الورقة المالية، وينهار كل من كان يمتلكها وقت انفجار الفقاعة.

الربا: الحصول على فائدة ثابتة مقابل قرض هو ربا، وفقاً لما أفتى به الشيخ الشعراوي رحمه الله، ويتفق معظم علماء الشرع تعتبر فوائد السندات ربا، وهي تنطوي على ظلم للمقرض إذا ما وقعت خسائر تحملها هو وحده، وتنطوي على ظلم للمقرضين إذا ما استطاع المقرض تحقيق أرباح أكبر بكثير من الفائدة المدفوعة على السند.

وبالنسبة للصكوك الإسلامية فمعلوم أنها تقوم على صيغ العقود الشرعية الإسلامية ولا مشكلة في ذلك، ولكن الصكوك الإسلامية المتداولة تنطوي على ظلم أيضاً؛ بسبب الانصياع للعرض والطلب عند تسعيرها في سوق التداول، بسبب غياب الكفاءة الكاملة في السوق، وبالتالي عدم تساوي ثمن السوق مع القيمة الحقيقية العادلة التي يستحقها الصك فعلاً.

وإذا نظرنا إلى جميع الممارسات الظالمة السابقة (فيما عدا ربا السندات)، لوجدناها تقع أساساً بسبب فصل سعر السهم أو الصك عن قيمة أصول وموجودات الشركة أو جهة الإصدار، والانصياع لقانون العرض والطلب عند تحديد أسعار الأسهم والصكوك المتداولة، مما يؤدي إلى عدم تساوي سعر السهم أو الصك السوقية مع القيمة الحقيقية العادلة التي يستحقها فعلاً. وفي ذلك ظلم للبائع إذا انخفض

(١) إي راي كانتربري مرجع سابق، ص ٥٠٥-٥١٩.

السعر السوقي عن السعر الحقيقي العادل، وظلم للمشتري إذا ارتفع السعر السوقي عن السعر الحقيقي العادل.

ومن وجهة نظري فإن تحديد ثمن السهم أو الصك لكي يكون عادلاً حقاً يجب أن يعتمد مبدئياً على القيمة الدفترية للسهم (أو الصك) مع تعديل قيمة الأصول (الموجودات) بقيمتها السوقية الجارية بشكل دوري يتناسب مع تغيرات أسعار تلك الأصول، وإدخال أي تعديلات مناسبة على طريقة الحساب، للتأكد من عدالة القيمة المحسوبة، ويصبح هذا هو سعر تداول السهم (أو الصك)، كبديل لآلية التسعير بالعرض والطلب. وقد يكون من الأفضل أن تقوم هيئة سوق المال بالاشتراك مع لجنة شرعية في تحديد أسعار الأسهم والصكوك على النحو العادل، ثم إعلانها للمتعاملين.

وبهذا الموضع وددت أن أعبر عن عميق أسفي لما أجده من دفاع عن آلية العرض والطلب خصوصاً عندما تصدر من بعض أنصار الاقتصاد الإسلامي، وهم أنصار الاقتصاد العادل، ولكنهم للأسف لم ينتبهوا إلى أن آليات السوق تؤدي إلى الظلم وليس العدل، وأن العدل لن يتحقق إلا بتدخل الدولة، ولا أدري لماذا جرفهم التيار وهم يستقون العلم من مصدره الإسلامي العظيم؟ ولا أدري لماذا لم يدركوا انتباه الغرب مؤخراً لعدم عقلانية ولا عدالة آليات السوق؟

وتأكيداً على خطأ الانصياع لقانون العرض والطلب في تحديد قيم أو أثمان الأشياء، رأيت أن أعرض رأي عالم الاقتصاد الشهير «ديفيد ريكاردو» وهو أحد الأباء المؤسسين للرأسمالية (اقتصاد السوق الحر)، في كتابه مبادئ الاقتصاد السياسي، وتحديدًا في الفصل الثلاثين الذي يحمل عنوان: في تأثير العرض والطلب في أسعار السلع، يقول: [إنها تكلفة الإنتاج هي التي يجب أن تنظم في النهاية سعر السلع، وليس كما قيل كثيراً، التناسب بين العرض والطلب، فالتناسب بين العرض والطلب، يمكن في الحقيقة، لوقت محدد، أن يؤثر في قيمة السوق لسلعة ما، حيث تورد بوفرة أكثر أو أقل، وفقاً للطلب الذي يمكن أن يزداد أو ينقص؛ لكن هذا التأثير سيكون لفترة مؤقتة فقط،.....، إن الرأي القائل بأن سعر السلع يعتمد على التناسب بين العرض والطلب، أو الطلب إلى العرض، قد أصبح قولاً مأثوراً في الاقتصاد السياسي، وكان مصدر الكثير من الأخطاء في ذلك العلم. إن هذا الرأي هو الذي جعل السيد «بوكنان» يدافع عن الأجور لا تتأثر بارتفاع أو انخفاض سعر المؤن، بل بعرض وطلب العقل فحسب].

(١) وبالإستناد لكلام ريكاردو سنجد أن المنطق يفرض علينا ربط قيمة السهم أو الصك بما يمثله من أصول، وليس من الصواب التعامل معهم باعتبارهم سلعة مستقلة عن الشركة التي يمثّلها، وإلا سيصبح ثمنها مرتبط بتكلفة طباعته كوثيقة (أي مرتبط بثمن الخبر والورق، ... إلخ). وإذا كان ريكاردو يتحدث عن تسعير السلع والخدمات، فإن انتقاده ينطبق بشكل أكبر على الأسهم والصكوك. وهذا يبين مدى ضرورة تحديد القيمة الحقيقية العادلة بمعرفة طرف ثالث يقوم بالحكم بالعدل بين الطرفين.

ويضاف لما سبق، ما يعرفه جميع الاقتصاديين من انتصار الأفكار الكينزية بعد الكساد العظيم، والتي تنكر امتلاك السوق القدرة على تنظيم نفسها ذاتياً، وظهر لنا المذهب التدخلّي الذي أفرز النظام الاقتصادي المختلط، ويسمى أيضاً بال رأسمالية الاجتماعية، وهذا الفكر نال إعجاب الاشتراكيين الديمقراطيين، وأطلقوا عليه المذهب الليبرالي الاشتراكي. (٢) وهو ما يعني بالنسبة لي تصحيح الرأسمالية لأخطائها، وكذلك تصحيح الاشتراكية لأخطائها، والحقيقة أن النظام الواسطي الذي سيصلون إلى صحته في النهاية، هو النظام الاقتصادي الإسلامي، وإذا كانوا مضطرين لخوض التجربة بآلامها ومرارتها، فإننا كمسلمين غير مضطرين لخوض نفس تجارب الغرب، فبين أيدينا توجيهات رب العالمين في شتى المجالات، والتي يتأكد الغرب من صحتها بالتجربة يوماً بعد يوم، ولا أخفي شدة حزني عندما وجدت أحد الباحثين يرجع لراجع أجنبيّة في التمويل الإسلامي، بدلاً من الرجوع إلى المراجع العربية الأصلية التي نقل عنها الغرب، وكان هناك عقدة تكوّنت في نفوس شباب الباحثين، فباتوا لا يولون وجوههم إلا للغرب كقبلة علمية وحيدة، حتى وهم يستقون التعاليم الإسلامية، وهم أتمنى أن تتضاءل هذه لظاهرة وتختفي تماماً. وتعامل مع الغرب بموضوعية، لا بتبعية ولا استسلام فكري.

وفيما يلي موجز لأبرز الآثار الاقتصادية السلبية للممارسات الظالمة في سوق الأوراق المالية، (٣)

التأثير الضار على كفاءة السوق، وابتعادها عن الكفاءة الكاملة، وبالتالي اختلاف مستويات أسعار الأسهم والصكوك، عن القيمة الحقيقية العادلة التي تستحقها فعلاً.

(١) ديفيد ريكاردو ومبادئ الاقتصاد السياسي نقله للعربية د/ يحيى العريضي، وحسام الدين خضور، (دمشق، دار الفرقان، ٢٠١٥م)، ط١، ص: ٢٨٥.

(٢) بيجون هيتن، تأمل في التنمية، ترجمة نيرمين الزقواي، (القاهرة، المركز القومي للترجمة، العدد رقم ٢٢٠٨، ٢٠١٤م)، ص: ٩٩.

(٣) مزيد من التفاصيل انظر،

ذكرها سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص: ١٠٩٧-١٠٩٨.

وضاح نجيب رجب، التضخم والكساد، الأسباب والحلول، (الأردن، دار النضال، ٢٠١٠م)، ص: ٥٧، ٧٠.

دفع سوق الأوراق المالية للسير في اتجاه مستقل عن سوقي العمل والإنتاج، مما يسهم في تحول اهتمام أصحاب رؤوس الأموال عن المشروعات الحقيقية المنتجة، وتوجيه رؤوس الأموال إلى المضاربة على فروق الأسعار طمعاً في الربح السريع.

زعزعة استقرار النشاط الاقتصادي، بسبب موجات التفاؤل والتشاؤم الزائدين عن الحد، نتيجة الحيل والأكاذيب وترويج الإشاعات، وبالتالي تكون فقاعات من حين إلى آخر يؤدي انفجارها إلى انهيار السوق وحدوث الأزمات الاقتصادية.

التأثير السلبي على عمليات الاستثمار الحقيقي طويل الأجل، فتذبذب أسعار الورقة المالية يؤدي إلى إرباك حسابات أصحاب الاستثمارات الحقيقية طويلة الأجل، فيضطر بعضهم إلى التخلي عن استثماراته تلك، لأن الاستثمار المستند إلى التنبؤ الحقيقي طويل الأجل هو مهمة شاقة كما يقول «كينز»، وأن أسعار الأسهم في السوق تشي بأن متوسط توقعات المتعاملين ليست راجعة للتوقعات الأصلية للمنظم المحترف، فالمضارب المحترف يتركز اهتمامه على التنبؤ بالسعر المستقبلي بشكل صحيح ودقيق لتحقيق الربح، ولا يتركز اهتمامه على تقييم طويل الأجل.^(١)

دوران رأس المال النقدي بعيداً عن دورة الإنتاج، فأصحاب رؤوس الأموال عندما يتذوقون ربح صدق توقعاتهم لأسعار الأوراق المالية في البورصة، ينصرفون غالباً عن الاستثمار في الأنشطة الإنتاجية الحقيقية التي يحتاجها المجتمع، من زراعة وصناعة وتعددين، ... إلخ. وإذا ما خسروا فعالباً سيحاولون تعويض خسائرهم عن طريق المزيد من التوقعات المتعلقة بتغيرات أسعار الأوراق المالية، أي الاستمرار في عمليات المضاربة.

تضخم الأسعار، بسبب التوسع في منح الائتمان البنكي للمضاربين، وما ينتج عنه من مضاعف الائتمان المعلوم تأثيره التضخمي على المستوى العام للأسعار،^(٢) فضلاً عن إمكانية ظهور عجز في سوق الإنتاج الحقيقي، وبالتالي انخفاض المعروض من السلع والخدمات عن المطلوب مما يؤدي إلى زيادة حدة ارتفاع أسعار السلع والخدمات. الآثار السلبية على توزيع الثروة، فربح البعض يعني خسارة البعض الآخر، وانتقال الثروة من الخاسر إلى الرايح، دون فائدة تعود على المجتمع.

(١) المزيد من التفاصيل عن رأي كينز في التوقعات طويلة الأجل انظر: جون ماينارد كينز، النظرية العامة في التشغيل والفاضة والنقود، ترجمة جمال سعيد، (دمشق: دار الفرق، ٢٠١٤م)، ص ١٦٧-١٨٥.
(٢) موريس البيه، الشروط النقدية لاقتصاد السوق. (جدة: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ١٩٩٢م)، الطبعة الأولى، ص ٢٢، ٢٣.

ثانياً - تحليل قيم أسهم شركات مؤشري داوجونز ٢٠ و ايجي إكس ٣٠:

كما سبق وأوضحنا فعندما لا تتساوى أسعار الأسهم السوقية مع قيمتها الحقيقية العادلة التي تستحقها فعلاً، فذلك يعني عدم تحقق الكفاءة الكاملة، ونصبح أمام كفاءة جزئية. كما بينا أن تداول السهما والصك بغير سعره الحقيقي العادل يترتب عليه ظلم لأحد طرفي الصفقة. وللوقوف على الوضع في الواقع العملي سيتم تحليل قيم أسهم أكبر ثلاثين شركة مقيدة ببورصة الأوراق المالية الأمريكية، وهي الشركات المدرجة بمؤشر داوجونز ٢٠، كالتالي:

جدول رقم (٢): قيم أسهم مؤشر داوجونز ٢٠ DOW ٢٠ يوم ٢٠١٨/٨/٩م (بالدولار الأمريكي)

م	الرمز	اسم الشركة	القيمة الدفترية BV	القيمة السوقية MV	مضاعف القيمة الدفترية	القيمة العادلة EV
1	AXP	American Express Co	24.76	102.99	4.16	73.81
2	AAPL	Apple Inc	31.36	208.88	6.66	154.16
3	BA	Boeing Co	4.99	343.72	68.90	338.76
4	CAT	Caterpillar Inc	26.84	138.52	5.16	146.26
5	CSCO	Cisco Systems Inc	13.94	43.78	3.14	30.89
6	CVX	Chevron Corp	78.04	122.53	1.57	197.25
7	DWDP	DowDuPont Inc	45.11	69.02	1.53	42.84
8	XOM	Exxon Mobil Corp	44.87	80.32	1.79	84.79
9	GS	Goldman Sachs Group Inc	198.12	233.78	1.18	191.97
10	HD	Home Depot Inc	2.33	198.08	85.00	151.03
11	IBM	International Business Machines Corp	20.13	144.77	7.19	107.98
12	INTC	Intel Corp	16.23	50.14	3.09	43.93
13	JNJ	Johnson & Johnson	23.60	131.2	5.56	94.92
14	KO	Coca-Cola Co	4.09	46.35	11.32	30.77
15	JPM	JPMorgan Chase & Co	70.41	116.88	1.66	92.91

م	الرمز	اسم الشركة	القيمة الدفترية BV	القيمة السوقية MV	مضاعف القيمة الدفترية	القيمة العادلة FV
16	MCD	McDonald's Corp	-2.50	159.3	-63.80	114.67
17	MMM	3M Co	20.85	204.78	9.82	149.51
18	MRK	Merck & Co Inc	12.69	66	5.20	43.31
19	MSFT	Microsoft Corp	11.58	109.67	9.47	76.32
20	NKE	Nike Inc	8.48	81.26	9.58	57.91
21	PFE	Pfizer Inc	12.62	41	3.25	34.12
22	PG	Procter & Gamble Co	21.09	81.4	3.86	60.55
23	TRV	Travelers Companies Inc	86.95	129.56	1.49	103.41
24	UNH	UnitedHealth Group Inc	54.38	261.59	4.81	207.60
25	UTX	United Technologies Corp	39.95	134.24	3.36	93.59
26	VZ	Verizon Communications Inc	11.65	53.01	4.55	50.73
27	V	Visa Inc	14.07	140.01	9.95	103.89
28	WBA	Walgreens Boots Alliance Inc	27.69	66.17	2.39	60.77
29	WMT	Walmart Inc	26.33	89.01	3.38	61.84
30	DIS	Walt Disney Co	31.80	114.16	3.59	78.10

المصدر:

<https://www.cnbc.com/dow-30>, <http://www.mbanalysis.com/Looknew/Fair.asp>. MBAnalysis CONSERVATIVE VALUATION MODEL

من بيانات الجدول السابق يتبين ما يلي:
 لم يتساو السعر السوقي ولا مرة مع أي من القيمة العادلة أو القيمة الدفترية،
 وبالتالي فتداول هذه الأسهم يتطوي على ظلم إما للبائع أو للمشتري، وغياب مؤكد
 للكفاءة الكاملة للسوق، والعمل في وضع الكفاءة الجزئية (الاقتصادية). سواء
 اعتبرنا القيمة الحقيقية التي يستحقها السهم، هي القيمة الدفترية أو القيمة

العادلة.

لم تتساو القيمة الدفترية للسهم مع سعر السوق في أي شركة من الشركات الثلاثين . وهو ما يعني غياب الكفاءة التامة، بافتراض أن القيمة الدفترية هي القيمة الحقيقية التي يستحقها السهم.

كانت القيمة السوقية للسهم أعلى من القيمة الدفترية في جميع الشركات، وكان أبرزها: سهم شركة هوم ديبوت والذي بلغت قيمته السوقية حوالي ٨٥ مثل قيمته الدفترية، وسهم شركة بونينج والذي بلغت قيمته السوقية ما يقرب من ٦٨ مثل قيمته الدفترية. وهو ما يعني وقوع ظلم على المشتري لأسهم جميع شركات هذا المؤشر، بافتراض أن القيمة الدفترية هي القيمة الحقيقية التي يستحقها السهم.

لم تتساو القيمة العادلة مع القيمة السوقية في أي شركة من الشركات الثلاثين. وهو ما يعني غياب الكفاءة الكاملة بافتراض أن القيمة العادلة هي القيمة الحقيقية التي يستحقها السهم.

كانت القيمة العادلة أكبر من سعر السهم في ٢ شركات فقط، وهو ما يعني وقوع ظلم على بائعي هذه الأسهم بافتراض أن القيمة العادلة هي القيمة الحقيقية التي يستحقها السهم.

كانت القيمة العادلة أقل من سعر السهم في السوق في ٢٧ شركة، وهو ما يعني وقوع ظلم على من يشتري هذه الأسهم بافتراض أن القيمة العادلة هي القيمة الحقيقية التي يستحقها السهم. ولكن يلاحظ أن سعر السهم لا يبتعد كثيرا عن القيمة العادلة، ولم يتجاوز في أي شركة منهم مرة ونصف مثل قيمته العادلة.

لم تتساوى القيمة العادلة مع القيمة الدفترية في أي شركة من الشركات الثلاثين. ولكن اقتربت القيمتين بشدة من بعضهما في حالتين هما: سهم شركة داودوبونت، وسهم شركة جولدمان ساكس جروب.

متوسط مضاعف القيمة الدفترية بلغ ٧٦،٤، لسبعة وعشرين شركة، وذلك بعد استبعاد القيمة السالبة لسهم شركة ماكدونالدز، والقيم الشاذة لسهم شركة بونينج، وسهم شركة هوم ديبوت.

ولمعرفة الوضع في مصر، سيتم تحليل مؤشر إيجي إكس ٣٠، على النحو التالي:

جدول رقم (٢): قيم أسهم شركات مؤشر إيجي إكس ٣٠ يوم ٨/٨/٢٠١٨ م

(بالجنيه المصري ما لم يذكر خلاف ذلك)

رقم	الرمز	اسم الشركة	القيمة الدفترية BV	القيمة السوقية MV	مضاعف القيمة العادية FV	القيمة
١	PIOH	بايونيرز القابضة	٨,١١	٧,٣٦	٠,٩١	١١
٢	PHDC	بالم هيلز للتعوير	٢,٩٤	٣,٥٠	١,١٩	٦,٥٧
٣	AMOC	الاسكندرية للزيوت المعدنية	٢,٥٠	١٠,٥٩	٤,٢٤	١٠,٥٠
٤	EGTS	المصرية للمنتجات السياحية	٠,٩٠	١,٦٨	١,٨٧	١,٨١
٥	OC	أوراسكوم كونستراكشون	٣,٠٧٥	٧,٨٠٥	٢,٥٤	٧,٨٨٥
٦	EMFD	إعمار مصر للتنمية	٢,٤٨	٤,٥٢	١,٨٢	٥
٧	CCAP	القلعة للاستشارات المالية	٤,٧١-	٣,٥٠	٠,٧٤-	٣
٨	ISPH	ابن سينا فارما	١,٠٩	١١,٢٨	١٠,٣٥	١٣,٦٢
٩	QNBA	بنك قطر الوطني الاهلي	٢٧,٨٤	٥٤,٣٧	١,٩٥	٧٠
١٠	EGAL	مصر للألومنيوم	٥٩,٢٤	٤٦,٠٧	٠,٧٨	٥٢,١٧
١١	GTHE	جلوبال تيلكوم القابضة	٠,٠٣-	٤,١١	١٣٧-	٥,٩٢
١٢	OCDI	السادس من اكتوبر للتنمية والاستثمار (سوديك)	١٢,٧٩	٢٣,٨٥	١,٨٦	٤٥,٥٠
١٣	TMGH	مجموعة طلعت مصطفى القابضة	١٣,٦١	١١,٥٠	٠,٨٤	١٦,٥٠
١٤	SWDY	السويدي اليكتريك	٦١,٨٦	١٩٤,٦٧	٣,١٥	٢٣٠
١٥	HELI	مصر الجديدة للاسكان	٠,٩٧	٢٨,٧٤	٢٩,٦٣	٦٣,٧٠
١٦	HRHO	المجموعة المالية هيرمس القابضة	٢٢,٥٧	١٧,٩٢	٠,٧٩	٣١,٦٠
١٧	IRON	الحديد والصلب المصرية	٢,٥٠-	٧,٢٢	٢,٨٩-	-
١٨	EKHO	القابضة المصرية الكويتية	٠,٤٧٥	١,١٦٥	٢,٤٧	١,٢٧
١٩	ACGC	العربية لتخليج الأقطان	٦,٦١	٢,٣١	٠,٣٥	٧,٦٤
٢٠	ABUK	أبو قير للأسمدة والصناعات الكيماوية	٣,٤٩	٢٧,٨٦	٧,٩٨	٢٧,٥٠
٢١	ESRS	حديد عز	١٠,٠٢	٢٧,٩٧	٢,٧٩	١٨
٢٢	ETEL	المصرية للاتصالات	١٧,٥٨	١٤,٠١	٠,٨٠	١٨

رقم	الرمز	اسم الشركة	القيمة الدفترية BV	القيمة السوقية MV	مضاعف القيمة الدفترية	القيمة العادلة FV
٢٣	SKPC	سيدي كريس للبتروكيماويات	٥,٢٩	٢٤,١٣	٤,٥٦	٤٢,٨٠
٢٤	OTMT	اوراسكوم للاتصالات	٠,٩٣	٠,٦٨	٠,٧٣	٠,٩٤
٢٥	JUFO	جھينة للصناعات الغذائية	٢,٥٩	١١,٤٩	٤,٤٤	١٤,٤٢
٢٦	EAST	الشرقية ايسترنكومياني	٨٥,٧٢	١٦٥,٠٢	١,٩٣	٢٠٠
٢٧	MNHD	مدينة نصر للإسكان والتعمير	٢,٧١	١٠,٣٨	٣,٨٣	١٥,٧٠
٢٨	EFID	إيديتا للصناعات الغذائية	١,٦٩	١٨,٨٤	١١,١٥	٢٠
٢٩	COMI	البنك التجاري الدولي - مصر	٢٤,٥٥	٨٤,٨٦	٣,٤٦	١٠٥
٣٠	PORT	مجموعة بورتو القابضة	٠,١٥	٠,٢٢	١,٤٧	٠,٤٧

المصدر: موقع معلومات مباشر مصر.

من بيانات الجدول السابق يتبين ما يلي:

لم يتساو السعر السوقي ولا مرة مع أي من القيمة العادلة أو القيمة الدفترية، وبالتالي فتداول هذه الأسهم ينطوي على ظلم إما للبائع أو للمشتري، وغياب مؤكد للكفاءة الكاملة للسوق، والعمل في وضع الكفاءة الجزئية (الاقتصادية). سواء كانت القيمة الحقيقية التي يستحقها السهم، هي القيمة الدفترية أو القيمة العادلة.

لم تتساو القيمة الدفترية للسهم مع سعر السوق في أي شركة من الشركات الثلاثين. وهو ما يعني غياب الكفاءة الكاملة، بافتراض أن القيمة الدفترية هي القيمة الحقيقية التي يستحقها السهم.

كانت القيمة السوقية للسهم أعلى من القيمة الدفترية في ٢٣ شركة، من أبرزها: سهم شركة مصر الجديدة للإسكان التي يعادل سعر سهمها في السوق ما يقرب من ثلاثين مثل قيمته الدفترية، وأيضاً شركة إيديتا للصناعات الغذائية والتي يعادل سعر سهمها في السوق حوالي إحدى عشر مثل قيمته الدفترية، وكذلك شركة أبي قير للأسمدة حيث يعادل سعر سهمها في السوق حوالي ثمانية أمثال قيمته الدفترية، وهو ما يعني وقوع ظلم على المشتري لأسهم هذه الشركات، بافتراض أن القيمة الدفترية هي القيمة الحقيقية العادلة التي يستحقها السهم.

كانت القيمة السوقية للسهم أقل من القيمة الدفترية في سبع شركات فقط، من أبرزها: سهم شركة العربية لحليج الأقطان والتي تعادل القيمة الدفترية لسهما حوالي ثلاثة أمثال سعره في السوق، أو بعبارة أخرى يعادل سعره في السوق ما يقرب من ثلث قيمته الدفترية. وهو ما يعني وقوع ظلم على بائع هذا السهم، بافتراض أن قيمته الدفترية لهذا السهم هي القيمة الحقيقية التي يستحقها.

لم تتساو القيمة العادلة مع القيمة السوقية في أي شركة من الشركات الثلاثين. وهو ما يعني غياب الكفاءة الكاملة بافتراض أن القيمة العادلة هي القيمة الحقيقية التي يستحقها السهم.

كانت القيمة العادلة أكبر من سعر السهم في ٢٥ شركة، كان من أبرزها: سهم شركة العربية لحليج الأقطان حيث كانت القيمة العادلة تعادل أكثر بقليل من ثلاثة أمثال سعر السهم في السوق، وكذلك كل من: شركة بالم هيلز، وشركة سوديك، وشركة مصر الجديدة للإسكان، وشركة هيرومس، وشركة سيدي كرير للبتروكيماويات، وشركة بورتو، حيث كانت القيمة العادلة لأسهم كل شركة منهم تعادل حوالي ضعف قيمته السوقية. وهو ما يعني وقوع ظلم على بائعي هذه الأسهم بافتراض أن القيمة العادلة هي القيمة الحقيقية التي يستحقها السهم.

كانت القيمة العادلة أقل من سعر السهم في أربع شركات، كان أبرزها شركة حديد عز حيث بلغت القيمة العادلة للسهم حوالي ثلثي قيمته السوقية، وهو ما يعني وقوع ظلم على مشتري هذه الأسهم بافتراض أن القيمة العادلة هي القيمة الحقيقية التي يستحقها السهم.

لم تتساو القيمة العادلة مع القيمة الدفترية في أي شركة من الشركات الثلاثين. وهو ما يعني إما أن القيمة الدفترية غير سليمة بسبب خطأ في تقييم الأصول، وتسعيرها بغير سعرها السوقي العادل، أو خطأ في أسلوب تقدير القيمة العادلة للسهم.

كانت القيمة العادلة أكبر من القيمة الدفترية في أسهم ٢٨ شركة، كان من أبرزها: سهم شركة مصر الجديدة للإسكان حيث بلغت قيمته العادلة ما يعادل خمسا وستين مثل قيمته الدفترية، وهذا فارق كبير يرجح وجود خلل في تقدير إحدى القيمتين، وكذلك سهم شركة إيديتا للصناعات الغذائية حيث بلغت قيمته العادلة حوالي

إثنى عشر مثل قيمته الدفترية، وأيضاً أسهم شركتي أبي قير للأسمدة، وسيدي كيرير للبتروكيماويات حيث تعادل القيمة العادلة للسهم حوالي ثمانية أمثال قيمته الدفترية. ومن اللافت أيضاً وجود شركتين هما جلوبال تيلكوم، والقلعة للاستشارات المالية، وكلتاهما تحققان خسائر، وقيمة السهم الدفترية سالبة. ورغم ذلك جاءت القيمة العادلة موجبة، بل وأعلى من سعر السهم في السوق، وهذا يزيد من ترجيح وجود خلل في أسلوب تقدير القيمة العادلة.

كانت القيمة العادلة أقل من القيمة الدفترية في سهم شركة واحدة فقط هي: مصر للألومنيوم، والتي جاء سعر سهمها في السوق أقل من القيمة العادلة وأقل من القيمة الدفترية أيضاً، وهو ما ينطوي على ظلم لمن يبيع هذا السهم، وتحقيق المشتري أرباح غير عادية.

باستبعاد القيم السالبة لمضاعف القيمة الدفترية، يتبين أن متوسط هذا المضاعف هو ٢,٧٥ لثمان وعشرين شركة في المؤشر.

المطلب السادس

رؤية اقتصادية إسلامية للتجول إلى سوق أوراق مالية عادلة

لقد طرحت فكرة إصلاح البورصة بإخضاعها للشريعة الإسلامية، في عدد من الدراسات السابقة، وكان من أبرزها: دراسة سمير عبد الحميد رضوان، المنشورة عام ١٩٩٦م بعنوان: دراسات الأسواق المالية من منظور إسلامي، ودراسة عبد العزيز خياط المنشورة عام ١٩٩٧م، بعنوان: الأسهم والسندات من منظور إسلامي، ودراسة محمد صبري هارون، المنشورة عام ١٩٩٩م، بعنوان: أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات)، ودراسة مبارك آل سليمان المنشورة عام ٢٠٠٥م، بعنوان: أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، ودراسة أشرف محمد دوابة المنشورة عام ٢٠٠٦م، بعنوان: نحو سوق مالية إسلامية، ودراسة عبد الفتاح محمد صلاح المنشورة عام ٢٠٠٨م، بعنوان: البورصة من منظور إسلامي (التأصيل والآليات ومؤشر الأسعار)، ودراسة محمد وجيه حنيني المنشورة عام ٢٠٠٩م، بعنوان: تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

وفيما يلي سيتم إلقاء المزيد من الضوء على تصوراتهم، ثم يليها عرض لتصوير الباحث لكيفية تحويل سوق الأوراق المالية لسوق عادلة برؤية إسلامية.

أولاً - رؤية الدكتور/محمد وجيه حنيني^(١):

ذهب «حنيني» في دراسته إلى ضرورة إخضاع البورصة للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وتوفير الخدمات والمنتجات المالية الإسلامية، المتمثلة في تسجيل وإدراج كل الأصول والأدوات المشروعة مثل الصكوك والأسهم بضوابطها، إضافة إلى السماح بإجراء الصفقات المشروعة فقط، مثل الشراء بكامل الثمن.

ويرى إمكانية تحول البورصة للشريعة الإسلامية، إما تحولاً كاملاً واستبعاد كل ما هو غير شرعي، أو تحولاً جزئياً، كأن يتم مثلاً فتح نافذة إسلامية في البورصة التقليدية. كما يمكن التحول فوراً، أو بشكل متدرج. وقد وضح تفصيلات تلك الاحتمالات ووجهة نظره في كل منها.

وقد انتبه «حنيني» لوجود مشكلة في استخدام آلية العرض والطلب لتسعير الأوراق المالية، بشكل فيه مخالفة للشريعة الإسلامية، ولكنه ذهب إلى أن السبب هو عدم الانصياع لقوى العرض والطلب بمحدداتهما الحقيقية، وقيام بعض المتعاملين بالتلاعب بالأسعار في السوق من خلال قوى مصطنعة للعرض والطلب تعكس قيماً كاذبة، مما يؤدي إلى انحراف القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية العادلة. وقد ربط القوى الحقيقية للعرض والطلب بالمركز المالي للشركة، وقدراتها على الوفاء بالتزاماتها، وتمويل استثماراتها وتحقيق أرباح مناسبة في المستقبل.

وفي الواقع فإنني اختلف معه في الرأي؛ إذ لا أجد مبرراً للانصياع لقوى العرض والطلب، في ضوء الإجماع على ضرورة تسعير الورقة المالية بسعرها الحقيقي الذي تستحقه لتحقيق العدالة، وضمان عدم ظلم البائع ولا المشتري. خصوصاً في ظل الاتفاق على أن الورقة المالية تمثل أصولاً وليست أصلاً في حد ذاتها، ولا يجب أن تكون قيمتها مستقلة عن قيمة الأصول التي تمثلها.

ثانياً - رؤية الدكتور/عبد الفتاح صلاح^(٢):

أكدت دراسة «صلاح» على حتمية وضع آليات للبورصة متوافقة تماماً مع الشريعة الإسلامية، وقسمها إلى عدة آليات، منها ما يتعلق بالشركات المصدرة للورقة المالية، كان من أبرزها منع إنشاء أو تداول أسهم الشركات التي تتعامل بالربا أو في نشاط محرم

(١) لمزيد من التفاصيل انظر: محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص: ١٢٧-٢٥١.

(٢) لمزيد من التفاصيل انظر: عبد الفتاح محمد صلاح، مرجع سابق، ص: ١٧٦-٢٠١.

شرعاً كالخمر مثلاً. وآليات تتعلق بالوزقة المالية، كان أهمها: منع تداول السندات، وآليات تتعلق بعمليات التداول، تمحورت حول قصر التداول على العمليات الفورية دون الأجلة. وآليات تنظيمية وجزائية، كان من أهمها إلزام الشركات بالإفصاح المالي والشفافية، وتوحيد القيمة الاسمية لأسهم جميع الشركات، وفرض عقوبات قانونية غليظة على نشر الأخبار والبيانات المضللة والكاذبة، وبالتأكيد يجب فرض عقوبات قانونية على قيام المختصين بتزوير حقيقة المركز المالي للجهة المصدرة للورقة المالية.

وقد انتهت الدراسة إلى انخفاض الارتباط بين القيمة السوقية للسهم وقيمه الدفترية التي اعتبرتها الدراسة هي القيمة الحقيقية العادلة التي يستحقها فعلاً، وهذا يعني أن أسعار الأسهم منفصلة أو مستقلة عن نتائج نشاط الشركات، بشكل أو بآخر بنسبة كبيرة أحياناً، وصغيرة أحياناً أخرى. مما يجعل المراهنة على تغير أسعار الأسهم بهذا الشكل أشبه بكازينوهات القمار، مما يؤدي إلى قلب السوق وعدم استقراره. ووضحت الدراسة أن المضاربة في البورصة لا تخضع لبيع المزايدة في الشرع. كما أوضحت أن المضاربة على أسعار الأسهم مشروعة باعتبارها تجارة تهدف لتحقيق الربح من فروق الأسعار. وبذلك أيد «صلاح» ضمناً انفصال سعر السهم عن الأصول التي يمثلها، أي أنه اعتبر السهم سلعة وليس مجرد سند أو صك يثبت حق الملكية، وانني اختلف معه في ذلك، وانتقد استسلامه لفكرة الانصياع لقانون العرض والطلب في تحديد أسعار الأسهم.

ومما انفردت به هذه الدراسة، اقتراح إنشاء مؤشر إسلامي لأسعار الأسهم، وقد أطلقت عليه اسم: «مؤشر القسطاس» ويهدف لقياس السعر العادل لأسهم جميع الشركات في السوق بشكل شهري (ومما يلاحظ على هذا الاقتراح أنه اقتصر على الأسهم دون الصكوك الإسلامية القابلة للتداول). وقد حدد عدة شروط ليكون المؤشر عادلاً كان من أهمها (من وجهة نظري)، اشتراط الاعتماد على القيمة الحقيقية العادلة التي تستحقها الأسهم فعلاً، عند بناء المؤشر وليس القيمة السوقية، (والذي يرى أنه من المفترض أن يتساوى). وقد حدد لجنة التسعيرة كجهة مسؤولة عن حساب القيم الحقيقية العادلة للأسهم مع استعانتها بجمعية المحاسبين والمراجعين للتحقق من صحة البيانات المالية للشركات. وبينت الدراسة أن الهدف من جعل المؤشر شهرياً وليس يومياً هو العمل على استقرار الأسعار في السوق، وبالتالي استقرار السوق.

وتنهيته الدراسة إلى أن تنفيذ ذلك تنفيذاً كاملاً يتطلب تغيير النظام الدولي

الحالي، ولكنها لم تعرض تصورا لتجاوز تلك المشكلة، كما يؤخذ عليها التناقض في الاعتراف بأن قيمة السهم لا بد وأن تكون هي القيمة الحقيقية التي تحقق العدالة، ثم التسليم بوجود قيمة سوقية تنطوي على ظلم لأحد الطرفين، في سوق إسلامية ووجب أن تكون خالية من الظلم. والسبب في ذلك أنها طبقت أحكام تسعير السلع على الأسهم، وانني أرى أن ذلك غير صحيح، فالسهم ليس سلعة مستقلة، بل هو سند أو صك إثبات ملكية، مثل: عقد ملكية العقار، والعقد ليس سلعة تباع وتشتري ولكن يتم استخدامها لإثبات البيع والشراء. ورغم خلالي مع الدراسة في بضعة نقاط، إلا إنني أعدها من الدراسات الجادة، الجديرة بالاهتمام والتقدير.

ثالثاً - رؤية فريق السوق الإسلامية الموحدة: (١)

وهي دراسات محترمة وهادفة، ولكن غلب عليها الطابع النظري، وغاب عنها تسيبا الطابع التطبيقي. وهذا الفريق يجمعه في الأساس الاتفاق على ضرورة قيام سوق أوراق مالية إسلامية موحدة، ويرون أن هذه السوق يجب أن تتميز بما يلي:

مشروعية موضوعات التعامل، فلا يتم تداول أوراق مالية غير تلك التي تقرها الشريعة الإسلامية.

مشروعية المعاملات، فلا ربا ولا غرر ولا غش ولا تدليس، أي أن السوق ستكون خالية من أي محظور شرعي.

الدعوة لقيام أسواق الأوراق المالية المحلية في كل دول العالم الإسلامي متماثلة، وموحدة.

رابعاً - رؤية الباحث:

من العرض السابق يتبين أن النظرة السائدة حول إصلاح البورصة برؤية إسلامية يغلب عليها اقتضار النظر على إخضاع العقود للصيغ الشرعية، وعدم تحديد آلية للتصدي للظلم الذي يترتب على تداول الأسهم والصكوك بناء على تفاعل العرض والطلب، واختلاف الثمن السوقي عن الثمن الحقيقي العادل، بل انغمس البعض في

(١) مزيد من التفاصيل انظر

أحمد مضي الدين، مرجع سابق، ص: ٤٠١.

أشرف محمد دواية نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص: ١٥٢-١٥٩.

زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص: ٢٢٨-٢٤٢.

الدفاع عن آليات العرض والطلب، باعتبارهم الأسهم والصكوك خاضعة لأحكام التسعير في الفقه الإسلامي، وانني أؤكد على رؤيتي بأن هذا خطأ؛ فهي أوراق إثبات حقوق ملكية مالية وليست سلعاً، ولا يجب إخضاعها لأحكام تسعير السلع.

وبدأ مما انتهى إليه السابقون، مع تصحيح ما رأيته خطأ فيما طرحوه من أفكار، فإنني أرى أفضلية التحول الكامل لسوق أوراق مالية إسلامية، ولكن معوقات ذلك يستحيل معها التطبيق الآن، لذلك فالأكثر واقعية هو التحول الجزئي، من خلال ما يلي:

قيام الدول العربية والإسلامية بالتوسع في إنشاء نوافذ إسلامية في بورصاتها التقليدية، ليتم تداول الصكوك الإسلامية بها، مع وجود هيئة شرعية للتأكد من انضباط تلك الصكوك فعلاً بالشريعة الإسلامية، ومحاربة أي محاولة لجعل الأمر صورياً للمتاجرة برغبة المسلمين في التعامل وفق شريعتهم الغراء.

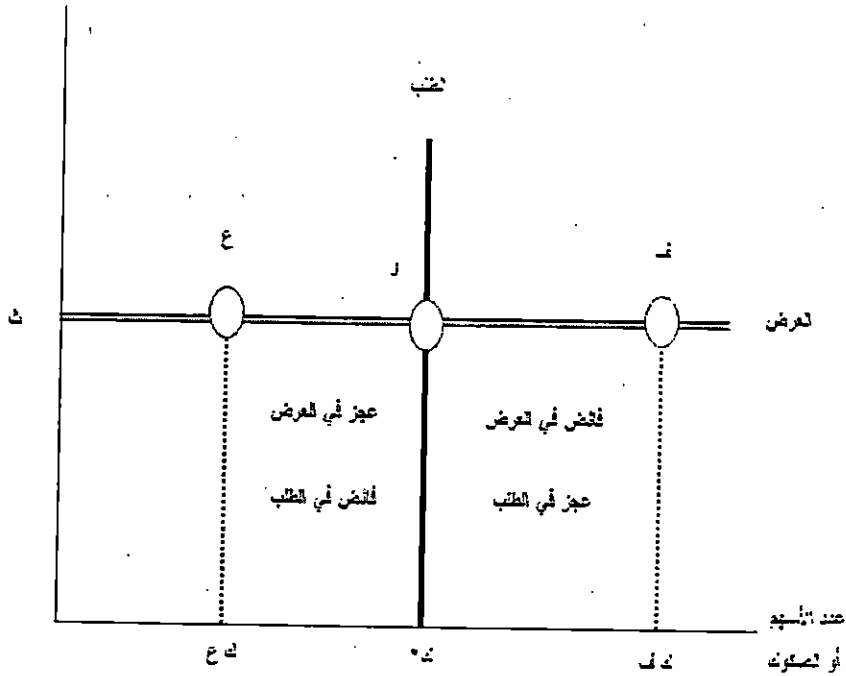
عدم تسعير الصكوك الإسلامية بالعرض والطلب، وتحديد السعر الحقيقي العادل بمعرفة هيئة سوق المال بالاشتراك مع الهيئة الشرعية والاستعانة بالمتخصصين في المحاسبة والمراجعة للتأكد من صحة تقدير القيمة الحقيقية العادلة للصك، وتصبح هي قيمة تداوله في السوق، مع تعديل هذه القيم الحقيقية العادلة عند تغيرها، وإعلانها للجمهور بالطرق المتعارف عليها في البورصة. وأقترح مبدئياً أن تكون القيمة الحقيقية التي يستحقها السهم هي القيمة الدفترية. مع إجراء التعديلات اللازمة على طريقة حسابها للتأكد من تمام عدالتها.

إنشاء مؤشر للنافذة الإسلامية، مع الاحتفاظ باسم «مؤشر القسطاس»، لمبتكره؛
د / عبد الفتاح صلاح.

في المدى الطويل بعد أن تنجح تجربة الصكوك الإسلامية، وتتفوق على نظيراتها، سيتجه السوق تدريجياً نحو الطريقة الإسلامية. حتى من غير المسلمين؛ طالما ثبت لهم أفضلية البديل. وعندئذ سيصبح من الممكن إنشاء بورصة إسلامية بشكل كامل في الدول العربية والإسلامية، وحينئذ يمكن إنشاء سوق إسلامية كبرى موحدة.

ويمكن تمثيل وضع السوق التي تسودها أسعار حقيقية عادلة في الشكل التالي:
شكل رقم (٤): منحني الطلب والعرض المعياري ينفى سوق عادلة

شحن معجز



يكون منحني الطلب موازيا للمحور الرأسي، بينما يكون منحني العرض موازيا للمحور الأفقي. ومن الشكل السابق يتضح أن منحني الطلب والعرض سيتقاطعان في النقطة (و) حيث يقوم العرض بتلبية كافة الكميات المطلوبة، عند الثمن العادل (ث)، (ويتحدد وضع التوازن، فلا تظهر قوى من داخل السوق تدفع نحو تغيير هذا الوضع). وبالتالي فلا يتدخل الطلب والعرض في تحديد الثمن، ولكن يظهر انوضع السوق، من حيث كفاية العرض لتلبية الطلب، أو وجود فائض أو عجز.

وإذا كانت عروض البيع أقل أو أكبر من طلبات الشراء (عند النقطة ع أو النقطة هـ) ووجب إيجاد علاج لزيادة أو تخفيض كل من طلبات الشراء أو عروض البيع، بدون

تغيير سعر السهم العادل. فيمكن زيادة طلبات الشراء بجذب المزيد من رؤوس الأموال للبورصة، ولتخفيض الطلبات، يتم جذب رؤوس الأموال لخارج البورصة، وأما لزيادة عروض البيع فيمكن التشجيع على تمويل الاستثمارات بطرح أسهم في البورصة، كطرح جزء من رأس مال بعض الشركات الحكومية في صورة أسهم في البورصة مثلاً، ولتخفيض عروض البيع، يمكن جذب المشاريع لأساليب تمويل خارج البورصة، كالبنوك الإسلامية مثلاً.

ويمكن استثناء مما سبق، أن يتم السماح لمن يرغب في البيع بسعر أدنى أو أعلى من السعر العادل (لظروف استثنائية خاصة)، أن يبيع لمن يريد بالسعر الذي يتراضيان عليه، ولكن بشرط ألا يتم تسعير جميع الأسهم (أو الصكوك) بهذا السعر، لأنه استثناء ولا يجب السماح له بأن يتحول إلى أصل في التعاملات، فالأصل هو البيع والشراء بالثمن العادل للسهم أو الصك. ومن أمثلة ذلك في السلع العينية، لو أن شخصاً أراد بيع عقار نظراً لهجرته خارج البلاد، فإنه للبيع بسرعة سيوافق على سعر أدنى من السعر السائد، ولكن هل هذا يعني انخفاض أسعار جميع العقارات المماثلة في السوق؟ لا بكل تأكيد فهذا سيكون ظلم لأصحاب العقارات الأخرى، وكذلك بالنسبة لأصحاب الأسهم والصكوك.

وجدير بالذكر أنه في الاكتتاب العام على السهم، يتم تحديد ثمن السهم بقيمته الاسمية، ولا يؤثر الطلب والعرض على الثمن حينئذ، بل يتم تخصيص الأسهم بأساليب معينة، دون التأثير على الثمن، وإنتي أرى أفضلية استمرار هذا الأسلوب في البيع والشراء في السوق الثانوية أيضاً وليس في سوق الإصدار فقط.

ومن أبرز الآثار الاقتصادية المتوقعة لتنفيذ مقترحات الباحث، ما يلي:

بلوغ هدف سيادة العدالة في سوق الأوراق المالية، فلا ظلم لبائع، ولا لمشتري، واستقرار الأسعار السوقية. وبالتالي استقرار التعاملات في السوق، وعدم حدوث فقاعات. ولا أزمات انفجارها.

تحقيق العدالة. خطوة مهمة تمهد الطريق لبلوغ الكفاءة الكاملة لسوق الأوراق المالية.

جذب مقادير هائلة من رؤوس الأموال إلى سوق الأوراق المالية، وانطلاقها نحو المشاركة القوية في التنمية الاقتصادية بتسب مرتفعة جداً. وبالتالي انخفاض

معدلات البطالة (زيادة معدلات التشغيل)، وزيادة حجم الإنتاج مما يؤدي إلى نمو الناتج المحلي الإجمالي، فضلاً عن المساهمة في استقرار أسعار السلع والخدمات بسبب زيادة المعروض منها،

التشجيع على المزيد من المشروعات بما يؤدي لاستحداث منتجات جديدة تساهم في الارتقاء بمستوى المعيشة.

(النتائج والتوصيات)

أولاً - النتائج:

توصل البحث لعدة نتائج يمكن إيجازها فيما يلي:

اختلاف ثمن السهم أو الصك في السوق عن الثمن العادل، يعني انحراف السوق عن الكفاءة الكاملة، ويصبح في حالة كفاءة جزئية وهي ما اصطلح على تسميتها بالكفاءة الاقتصادية.

يقع ظلم على المتعاملين في السوق التي لا تحقق الكفاءة الكاملة؛ فبيع الأسهم والصكوك بأعلى من ثمنها العادل يعني وقوع ظلم على المشتري، وبيعها بأقل من الثمن العادل يعني وقوع ظلم على البائع، وبالتالي فالكفاءة الجزئية أو الاقتصادية تنطوي على ظلم، وليست سوقاً عادلة.

التعامل في السندات ينطوي على ظلم للمقرض إذا استطاع المقرض تحقيق أرباح تفوق الفائدة المسددة عن القرض. وظلم للمقرض إذا خسر الأموال، وظل مطالباً بسداد الفائدة، أو حقق أرباحاً مساوياً للفائدة المطلوبة منه، وفي هذه الحالة يحصل المقرض على كامل الأرباح، أي يستحوذ على جهد المقرض بالكامل دون بذل أي مجهود في المشروع ولا تحمل أي عناء.

نزرة الاقتصاديين حول إصلاح البورصة برؤية إسلامية تجنبت التصدي للظلم الذي يترتب على تسعير الأسهم والصكوك بالعرض والطلب، بسبب إخضاع تسعير الأوراق المالية للأحكام الشرعية المختصة بالتسعير الجبري للسلع والخدمات، وهذا خطأ؛ فهي أوراق إثبات حقوق مالية وليست سلعاً، ولا يصح إخضاعها لأحكام تسعير السلع.

ثانياً - التوصيات:

في ضوء النتائج السابقة، يوصي البحث بما يلي:

التوسع في إنشاء نوافذ إسلامية في البورصات التقليدية، واقتصار التعامل فيها على الصكوك الإسلامية، مع عدم تسعير الصكوك الإسلامية بالعرض والطلب.

تحديد القيمة الحقيقية العادلة (Just Value) للصكوك بمعرفة هيئة تتكون من علماء متخصصين في المحاسبة والمراجعة، وعلماء في الشريعة الإسلامية؛ ويصبح هو

نفسه ثمن تداول الصك في السوق. ويقترح مبدئياً الانطلاق من القيمة الدفترية مع إجراء ما يلزم من ضبط للتأكد من عدالة التسعير.

أفضل توقيت لإيقاف التسعير بالعرض والطلب للأسهم أيضاً هو أثناء الأزمات وانهيار أسعار الأسهم، وسيصبح ذلك ممكناً خلال الأزمة المالية العالمية القادمة المتوقع حدوثها في أواخر ٢٠١٩م أو بدايات ٢٠٢٠م.

في الأجل الطويل، وبعد نجاح التجربة، يقترح إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية خالصة، في كل البلاد الإسلامية، مع ربطها معاً، وقيام سوق موحدة:

قائمة المصادر والمراجع

أولاً - القرآن الكريم

ثانياً - الأحاديث النبوية الشريفة

ثالثاً - المصادر والمراجع باللغة العربية:

(١) الكتب:

- البياع، صباح أحمد، أزمة الكساد العالمي ١٩٢٩-١٩٣٦م، القاهرة: الهيئة المصرية العامة للكتاب، ٢٠١٢م.
- الجندي، نيرمين زكريا، الصكوك، القاهرة: مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، ٢٠١٦م.
- حسن، علي عبد الستار علي، الأرباح التجارية من منظور الفقه الإسلامي- الأردن، دار النفاثس، ٢٠١٠م.
- حنيني، محمد وجيه، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية. الطبعة الأولى، الأردن، دار النفاثس، ٢٠١٠م.
- الخليل، أحمد بن محمد، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي. الطبعة الثانية، السعودية: دار ابن الجوزي، ١٤٢٦م.
- خياط، عبد العزيز، الأسهم والسندات من منظور إسلامي. الطبعة الأولى، القاهرة: دار السلام، ١٤١٨هـ، ١٩٩٧م.
- الدسوقي، إيهاب، اقتصاديات كفاءة البورصة. القاهرة: دار النهضة العربية، ٢٠٠٠م.
- دواية، أشرف محمد، الاستثمار والمضاربة في الأسهم والسندات. القاهرة: دار السلام، ٢٠٠٥م.
- _____، الصكوك الإسلامية. القاهرة: دار السلام، ٢٠٠٩م.
- _____، نحو سوق مالية إسلامية. الطبعة الأولى، القاهرة: دار السلام، ٢٠٠٦م.
- رجب، وضاح نجيب، التضخم والكساد: الأسباب والحلول، الطبعة الأولى، الأردن، دار النفاثس، ٢٠١٠م.
- رضوان، أبو زيد، شركة المساهمة. القاهرة: دار الفكر العربي، ١٩٨٢م.
- رضوان، سمير عبد الحميد، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية. موسوعة الاقتصاد الإسلامي، القاهرة: دار السلام، ٢٠١٠م، المجلد الحادي عشر.
- شطناوي، زكريا سلامة عيسى، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي. الطبعة الأولى، الأردن، دار النفاثس، ٢٠٠٩م.

عبد العزيز، محمد عادل: ترجمان القرآن الكريم. القاهرة: دار غريب، ٢٠١٢م.

عطوى، فوزي: الشركات التجارية فى القوانين الوضعية والشريعة الإسلامية. لبنان: منشورات الحلبي الحقوقية، ٢٠٠٥م.

فياض، عطية: سوق الأوراق المالية فى ميزان الفقه الإسلامى. الطبعة الأولى، القاهرة: دار النشر للجامعات، ١٩٩٨م.

التجار، عنايات وشريف، وفاء: دليل المتعاملين فى بورصة الأوراق المالية. القاهرة: المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، بحوث ودراسات، رقم ٤١٩، ٢٠٠٦م.

هارون، محمد صبرى: أحكام الأسواق المالية. الطبعة الثانية، الأردن: دار النفاثس، ٢٠٠٩م.

(٢) الرسائل العلمية:

جابو، سليم: تحليل حركة السهم فى بورصة الأوراق المالية. رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، الجزائر، ٢٠١٢م.

صلاح، عبد الفتاح محمد: البورصة من منظور إسلامي، التأسيس والآليات ومؤشر الأسعار. رسالة ماجستير، قسم الاقتصاد الإسلامى، الجامعة الأمريكية المفتوحة، القاهرة، ٢٠٠٨م.

محي الدين، أحمد: أسواق الأوراق المالية وأثارها الإئمانية فى الاقتصاد الإسلامى. الطبعة الأولى، القاهرة: سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية فى الاقتصاد الإسلامى، ١٩٩٥م.

(٣) المؤتمرات:

الغزالي، محمد محمد: الصكوك الإسلامية وشبهات حول المشروعية. مؤتمر الاقتصاد الإسلامى، القاهرة: جامعة الأزهر ٢٠-٢١ إبريل ٢٠١٢م.

(٤) التقارير والنشرات والمجلات العلمية:

التقرير السنوي للصكوك. ماليزيا. السوق المالية الإسلامية الدولية، أبريل ٢٠١٨م.

مجلة مجمع الفقه الإسلامى الدولى، جدة، الدورة الرابعة، المجلد الثالث، ١٩٨٨م.

النص الكامل للمعايير الشرعية التى تم اعتمادها حتى نوفمبر ٢٠١٧م. المنامة: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ١٤٢٧هـ.

رابعاً- المراجع الأجنبية المترجمة:

أرتو، باتريكوفيران، ماري بول، الرأسمالية فى طريقها لتدمير نفسها. ترجمة سعد الطويل، القاهرة، المركز القومى للترجمة. العدد رقم (١٢٢٩)، ٢٠٠٨م.

ألبيه، موريس: الشروط التقيدية لاقتصاد السوق. الطبعة الأولى، جدة، المعهد الإسلامى للبحوث والتدريب، ١٩٩٢م.

- إيكس، ألفريد الابن: الاقتصاد العالمي المعاصر منذ عام ١٩٨٠م. ترجمة أحمد محمود. القاهرة، المركز القومي للترجمة، العدد رقم (٢٤٢٦)، ٢٠١٤م.
- ريكاردو، ديفيد، مبادئ الاقتصاد السياسي. الطبعة الأولى، نقله للعربية، د/ يحيى العريضي، وحسام الدين حضور، دمشق، دار الفرق، ٢٠١٥م.
- سبينس، مايكل: التقارب التالي. ترجمة حمدي أبو كيلا، القاهرة: المركز القومي للترجمة، العدد رقم (٢٥٧٤)، ٢٠١٦م.
- سميث، آدم: ثروة الأمم، نقله للعربية وليد شحادة، دمشق، دار الفرق، ٢٠١٦م، ج ١.
- شيفر، أولريش، انهيار الرأسمالية: أسباب إخفاق السوق المحررة من القيود. ترجمة د. عدنان عباس علي، الكويت: سلسلة عالم المعرفة، العدد رقم (٣٧١)، يناير ٢٠١٠م.
- العریان، محمد: عندما تتصام الأسواق. ترجمة حليم نسيب نصر، بيروت: دار الكتاب العربي، ٢٠٠٩م.
- فوكس، جاستن: خرافة عقلانية السوق. الطبعة الثانية، القاهرة: مؤسسة هنداوي للتعليم والثقافة، ٢٠١٥م.
- كاسيدي، جون: كيف تفضل الأسواق. ترجمة سمير كريم، القاهرة: المركز القومي للترجمة، العدد رقم (٢٠٦٢)، ٢٠١٣م.
- كانتربري، إي راي: موجز تاريخ علم الاقتصاد. ترجمة سمير كريم، مراجعة جودة عبد الخالق، القاهرة: المركز القومي للترجمة، العدد رقم (١٧٣٤)، ٢٠١١م.
- كيمف هيري، الخروج من الرأسمالية من أجل إنقاذ الكوكب. ترجمة أنور مفيث، القاهرة، المركز القومي للترجمة، العدد رقم (٢١٨٢)، ٢٠١٢م.
- كينز جون ماينارد: النظرية العامة في التشغيل والمائدة والنقود. ترجمة جمال سعيد، دمشق: دار الفرق، ٢٠١٤م.
- هيث، بيجون، تأمل في التنمية. ترجمة نيرمين الزقناوي، القاهرة: المركز القومي للترجمة، العدد رقم ٢٠٠٦، ٢٢٠٨م.

خامساً- المواقع الإلكترونية:

World federation of exchange, Annual Statistics Guide, Vol.3. <https://financialmarketsjournal.co.za/the-wfe-annual-statistics-guide-volume-3/>

<https://www.cnbc.com/quotes/?symbol=DJ>

<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>

<https://www.mubasher.info/countries/EG>

Abstract**Towards a Just Securities Market
(Contemporary Islamic vision)**

By:

Dr: Ahmad Muhammad Adel AbdulazizSenior Researcher - Ministry of Social Insurance
Economics Lecturer at Sinai high institute

The importance of the stock market is not in dispute, but the questions are whether the stock market is fair? And if it is unfair, what is the treatment? This research will revolve around the answer to these two questions, with an Islamic economic vision, through six sections, the first deals with the basics of the stock market, the second, the third and the fourth, deal with types of securities traded in the market, which are equities, bonds and Islamic sukuk, respectively. The fifth deals with the most unjust practices in the stock market and its relation to supply and demand, the sixth presents an Islamic economic vision for achieving justice in the stock market.

Key words:

Stock market efficiency, equities, bonds, Islamic sukuk, fair value, market value.