

المسالم في عالم الاقتصاد (١)

الأسواق المالية

د. محمد بن علي القرني

مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي
جامعة الملك عبد العزيز - جدة

دار حافظ

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

جَمِيعَ الْحَقُوقِ مَحْفُوظَةً

الطَّبْعَةُ الْأُولَى

١٤١٦ هـ - ١٩٩٥ م

دَارُ حَافِظٍ

جدة - حي الجامعة - شارع باغشبة - هاتف: ٦٨٩٥٣٩٢
المملكة العربية السعودية

المقدمة

إن الحمد لله نحمده ونستغفره ونستعينه ونستهديه
ونصلي ونسلم على عبده ورسوله محمد وعلى آله وصحبه .

أما بعد : فإن الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في
اقتصاد اليوم مهم وخطير . فلم تعد تلك الأسواق مكاناً
لالتقاء الباعة والمشتريين فحسب ، بل أضحت مؤشراً يدل
على اتجاهات الاقتصاد العالمي ووسيلة لإعادة توجيه الموارد
الاقتصادية على مستوى العالم برمته ، حيث تجتذب المراكز
المالية الرئيسية المدخرات من كل أنحاء العالم ممثلةً امتدادات
جديدة لحركة الاستعمار القديمة . ولذلك أضحي على المسلمين
أن يسعوا إلى إيجاد البدائل التي تكون متمشية أولاً مع
مبادئ الشريعة الفراء ، خلواً من المعاملات المحرمة ، ثم

تكون ، ثانياً ، قادرة على التمكين للأمة الإسلامية في هذا العالم المتصارع المتوحش بحيث يكون لها حظ في الاستفادة من ثروات أبنائها بما يعود على كل شعوبها بالخير والرفاه .

والحق أن جل المعاملات في الأسواق المالية العالمية في زمننا الحاضر غير متوافقة مع المبادئ الأساسية لأحكام المعاملات المالية في الشريعة الإسلامية ، إذ يغلب عليها القمار والغرر والربا وبيع ما ليس عند الإنسان ، فهي تتجه إلى المقامرة بعيداً عن الاستثمار الحقيقي وهو الوظيفة الرئيسة لها ، من الناحية النظرية . ولقد أدرك الخبراء حتى في الدول المتقدمة خطورة هذا الاتجاه وأن الاستمرار فيه يهدد الاستقرار الاقتصادي والسياسي بين الأفراد والدول لاسيما وأن العالم أضحى في زمننا الحاضر كالجسد الواحد يعاني من صعوبات ومشاكل أجزائه .

إن الاستثمار الذي توصل إليه كثير من المختصين هو ضرورة إبعاد تلك الأسواق عن المغامرات المحمومة وإعادتها مرة أخرى إلى وظيفتها الأصلية وهي توفير الوساطة المالية وتشجيع الادخار والاستثمار الحقيقي .. فاقترح بعضهم ضرورة فرض الضرائب المتناقصة على الأرباح بحيث يدفع من كانت مدة ملكيته للسهم (أو سواه من الأوراق المالية) أقل من سنة أعلى نسبة من الضرائب ثم تتناقص حتى يُعفى منها من زادت مدة ملكيته عن خمس سنوات ، لكي يولد

ذلك حافظاً نحو الاحتفاظ بالأصل لأطول مدة ممكنة . واقتراح
 آخرون قصر حق التصويت في مجالس الشركات على من
 زادت مدة ملكيته للسهم عن ١٨ شهراً ، حتى لا تكون
 الشركات العوية للمقامرين وأصحاب المصالح الأنازية
 العاجلة . وانتبه كثيرون إلى دور البنوك وشركات التأمين
 وصناديق التقاعد والتأمينات الاجتماعية في تلك الاتجاهات
 التي تدفع الأسواق نحو المقامرة وهي التي تمتلك تحت
 تصرفها مقادير هائلة من الأموال . فرأى أن تقنن تدخلاتها
 في تلك الأسواق ... وهكذا .

والمعاملات في أسواق المال هي في غاية التعقيد وتتسم
 بالتغير والتبدل بصفة سريعة . ولذلك فمن الصعوبة بمكان
 إمام غير المتخصص بدقائقها وأسرارها . والذي نحن بصدد
 هنا هو تقديم عرض مبسط لأهم المعاملات التي تجرى في
 تلك الأسواق بطريقة نرجو أن تسهل فهمها واستيعابها حتى
 يمكن الحكم عليها وإيجاد البديل المقبول لها . ويلاحظ
 القارئ أن إشارتنا هي في الغالب لأسواق الدول المتقدمة ،
 ومرد ذلك توفر المعلومات واستقرار المعاملات عندهم ، أضف
 إلى ذلك أن أسواق الدول الأخرى كثيراً ما تستفيد من تلك
 التجارب ، فتحذوا حذوها وتسير على طريقها . وقد حاولنا
 في هذا الكتاب عرض بعض أوجه النظر الفقهية التي
 لا تشكل بالضرورة حكماً على هذه المعاملات ولكنها محاولة

لإثارة الانتباه إلى بعض الأحكام ذات العلاقة وسعيًا نحو إيجاد التصور الصحيح الذي هو أس التوصل إلى الحكم مع عرض لأهم الفتاوى المجمعية في الموضوع .

وقد آثرنا أن نجعل ما وفقنا إليه من أمور الفقه مستقلاً عن العرض حتى نقتصر في المتن على بسط الأمور الفنية بطريقة توضح دقائقها ، وتستوعب تفصيلاتها ، ولعل في هذه الطريقة تسهيل على القارئ . وهذا المؤلف ليس كتاباً دراسياً في موضوع الأسواق المالية لأننا لم نتقيد فيه بالتقسيمات المعتمدة في هذا العلم ولا بمنهج تناول هذه القضايا في الدراسات الجامعية ، فالهدف والغاية مختلفان . ولذلك فقد سعينا قدر الطاقة إلى التبسيط حتى تكون المفاهيم في متناول الجميع . وتبيننا في التصنيف منهجاً يركز على الجوانب ذات الصلة بفقه المعاملات المالية . لأن ما نريد الوصول إليه هو ما يجب أن يعرفه المسلم عنها . ويلاحظ القارئ مثلاً أننا لم نصنف الأوراق المالية بحسب المخاطرة أو العائد ، وهي الطريقة المعتادة ، وإنما صنفناها بحيث يظهر مافيها من جوانب الحلال والحرام .

وحيث أن أجزاء من هذا الكتاب قد أعدت بتكليف من بعض الجهات العلمية ، فلا يفوتني أن أقدم شكري الجزيل للمجمع الفقهي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي وإلى وزارة الأوقاف المغربية وإلى بنك البحرين الإسلامي وإلى

المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي
للتنمية بجدة .

كما أقدم شكري أيضاً للأخ صلاح الدين السر على
عنايته الفائقة بالطباعة والإخراج الفني لهذا الكتاب .

والله سبحانه وتعالى من وراء القصد ،،

المؤلف

الفصل الأول

أسواق

الأوراق المالية

يتم تبادل الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى في نوعين من الأسواق ، الأول هو ما يسمى بالبورصة (وهي كلمة ربما يكون أصلها فرنسي) وقد تسمى مصافق ، وتشير إلى مكان محدد تعينه الحكومة لتداول تلك الأوراق ويكون له مقر ثابت وإدارة مستقلة (تكون مُعَيَّنَةً من قِبَل الحكومة أو منتخبة بواسطة المتعاملين في السوق) ، وهذا النوع من التنظيم قديم ، يعود إلى أواخر القرن السادس عشر عندما بدأت الحكومات الأوربية تستدين من مواطنيها عن طريق إصدار السندات . أما النوع الثاني فهو حديث ويسمى باللغة الإنجليزية over - the counter market ويشير إلى مجموعة المتعاملين بتلك الأوراق من السماسرة خارج سوق البورصة .

البورصة

البورصة

البورصة هي سوق الأوراق المالية وهي كأي سوق أخرى ، مكان يلتقي فيه الباعة والمشترون . والأصل عدم جواز وضع الحواجز أو رسوم الدخول للأسواق في الإسلام.

يتولى البيع والشراء في أسواق البورصة أعضاء محدودون ولايسمح لسواهم بذلك . ويكتسب الواحد منهم تلك العضوية عن طريق استئجار مقعد في السوق يخوله المزايدة وعقد الصفقات مع الأعضاء الآخرين . وغالباً ما تكون قيمة الإيجار عالية فقد تبلغ ملايين الدولارات (كما في بورصة

نيويورك) . والعضوية ، شأنها شأن كل شيء في أسواق البورصات ، تكون قابلة للبيع والمزايدة ولذلك كثيراً ما ترتفع أسعارها في أوقات الانتعاش الاقتصادي. وقد يكون صاحب المقعد وكيلاً لمئات السماسرة الذين يعملون خارج السوق فهو يعقد صفقات البيع والشراء نيابة عنهم في داخل السوق مقابل عمولة . وتتم هذه المعاملات في الوقت الحاضر بواسطة الكمبيوتر وأجهزة الاتصال الإلكترونية أو الهاتف ... الخ . وهؤلاء هم الذين يُعرضون علينا في التلفزيون في أوقات الأزمات الاقتصادية وهم يصرخون أو يحملون عدة هواتف في نفس الوقت أو يكاد يغمى عليهم من الإعياء في آخر النهار .

ولاشك أن معاملات الأسهم والأوراق المالية قابلة إلى أن يساء استخدامها من قبل الأقوياء فيسخرونها لمصالحهم على حساب المستثمرين ، ولذلك نجد الحكومات ، حتى تلك التي تتمسك بالاقتصاد الحر ، تتدخل في أمور كثيرة تتعلق بتنظيم الأسواق وبخاصة توفير المعلومات للجميع على قدم المساواة ومراقبة الأسواق بالضوابط المختلفة .

ويجري تنظيم المعاملات في أسواق البورصة بدقة بالغة فيبدأ التعامل فيها يومياً في لحظة محددة وينتهي في لحظة محددة يقرع فيها الجرس فتوقف كافة المعاملات بشكل

وقد أخرج ابن ماجة والطبراني أن رسول الله ﷺ لما هاجر إلى المدينة ذهب إلى مكان فسبح وخطه برجله فقال "هذا سوقكم فلا ينتقصن ولا يضرين عليه خراج" . وروي أنه مر عليه الصلاة والسلام على السوق فوجد خيمة منصوبة فقال ما هذه قالوا خيمة لمحمد بن مسلمة كان يبيع فيها التمر قال حرقوها فحرقته . والمعلوم أن قصر النشاط في البورصات على سمسرة معينين لا يجوز لسواهم التعامل إلا بالحصول على مقعد ورخصة هو من أهم سمات أسواق الأوراق المالية في الوقت الحاضر. فهل يمكن القول أنها تنظيم يتعارض مع صيغة السوق في النظام الإسلامي ولا تتوفر فيه الشروط المتعلقة بحرية الدخول ؟ إن الأمر بعداً آخر . فالمعلوم أنه يجوز

اشتراط توفر كفاءة معينة لمن يعمل في السوق ، فقد روي عن الفاروق رضي الله عنه أنه كان يقول "لا يجلسن في سوقنا إلا فقيه" وذلك حتى تتوفر عنده المعرفة بأحكام المعاملات . وكذلك فعل عثمان رضي الله عنه فكان يرسل إلى الأسواق من يختبر الباعة ليتأكد من معرفتهم لفقهاء المعاملات . ولذلك لعل بالإمكان القول بجواز اشتراط توفر العلم بأحكام البيع ونظامه وأعرافه المستقرة لكل من يتعامل فيه مثل اشتراط الكفاءة ومعرفة طرق التعامل للدخول إلى السوق . أما اشتراط رسم للعضوية ففيه نظر ، والله أعلم .

وقد تبنت ندوة الأسواق المالية التي عقدت في الرباط في نوفمبر سنة ١٩٨٩

قاطع . وسيطر على التعامل أنظمة وقوانين ذات تفصيل بالغ . ويسود في كل بورصة إضافة إلى ذلك أعراف متواترة يحرص المتعاملون وسلطة السوق على احترامها لأنها تساعد على تنظيم التعامل فيها . وتعد بورصة نيويورك المسماة : New York Stock Exchange . من أشهر هذه الأسواق . أسسها في ١٧ مايو سنة ١٧٩٢م أربعة وعشرون تاجراً قرروا تداول الأسهم والسندات بين أنفسهم فقط ، وتنظيم ذلك بالاتفاق على الإجراءات وعلى عمولة محددة للسمة . فكانت الاتفاقية أساس إنشاء بورصة نيويورك ، وما كان من أثر لذلك على البورصات الأخرى في العالم .

ويقتصر التعامل في البورصة على الأوراق المالية المدرجة في قائمة السوق (Listed Securities) . ولذلك فإن الأسهم التي يسمح بتداولها في أسواق البورصات لا تتضمن جميع أسهم الشركات في القطر ولكنها تكون نسبة محددة منها فقط . ولا تقوم سلطة السوق بإدراج أسهم شركة ما إلا بعد التحقق من توفر شروط معينة تتعلق بحجم الشركة وعدد أسهمها المتداولة في النشاط الذي تمارسه وعمرها وإدارتها ... الخ .

وتحرص الشركات دائماً على أن تكون أسهمها وسنداتها مدرجة في قائمة بورصة رئيسية لأن ذلك يؤدي إلى تداول

أسهمها بشكل موسع يساعدها على النمو وسهولة الحصول على التمويل من تلك الأسواق . وتمثل البورصة في أي بلد المكان الرئيس لالتقاء الباعة والمشتريين للأسهم والأوراق المالية الأخرى . وهي وعاء هام لجمع المعلومات المتعلقة بنشاط الشركات ، وبوتقة يتم من خلالها تجسيد رد فعل قطاع الأعمال تجاه التغيرات في الاقتصاد داخلياً وخارجياً . ويُعتقد أنها بذلك تساعد رجال الأعمال والحكومة على اتخاذ القرارات الصحيحة فيما يتعلق بتخصيص رأس المال على أوجه الاستثمار المتوفرة في القطر .

وتمثل عمليات البيع والشراء في أسواق البورصة "المزاد" (الحراج) في أدق صورة حيث أنها عملية مزايمة مستمرة على أسهم الشركات المدرجة في القائمة والأوراق المالية الأخرى التي هي محل التعامل .

دور الاختصاصي في بورصة نيويورك :

يلعب الاختصاصي (Specialist) دوراً مهماً في حسن سير عمليات البورصة في نيويورك . وهناك تنظيمات مشابهة في جميع الأسواق الأخرى . والاختصاصي سمسار تعهد إليه سلطة السوق بالإشراف على تسجيل جميع عمليات الشراء والبيع التي تقع لأسهم شركة بعينها (أو

وشارك فيها المجمع الفقهي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي التوصية التالية :

« إن فكرة الأسواق المالية تقوم على أنظمة إدارية وإجرائية ولذا يستند الإلزام بها إلى تطبيق قاعدة المصالح المرسلة فيما يندرج تحت أصل شرعي عام ولا يخالف نصاً أو قاعدة شرعية وهي لذلك من قبيل التنظيم الذي يقوم به ولي الأمر في الحرف والمرافق الأخرى وليس لأحد مخالفة تنظيمات ولي الأمر أو التحايل عليها ما دامت مستوفية الضوابط والأصول الشرعية » .

كما تبني المجمع الفقهي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي في دورته مؤتمره السابع في جدة في ذي القعدة ١٤١٢هـ القرار التالي :
"الجهات الرسمية

المختصة أن تنظم تداول
بعض الأسهم بأن لا يتم
إلا بواسطة سماسرة
مخصوصين ومرخصين
بذلك العمل ، لأن هذا
من التصرفات الرسمية
المحققة لمصالح
مشروعة. وكذلك يجوز
اشتراط رسوم العضوية
المتعامل في الأسواق
المالية لأن هذا من
الأمر التنظيمية المنوطة
بتحقيق المصالح
المشروعة وذلك لتغطية
التفقات أو لجباية ضريبة
مباشرة".

أكثر من شركة) ويمسك هذا السمسار سجلات خاصة
بذلك ، ويكون له ركن في السوق يذهب اليه من أراد البيع
أو الشراء . وتقع عليه مسؤولية حسن سير عمليات البيع ،
ومن أهم وظائفه أن عليه أن يتدخل مشترياً أو بائعاً لأسهم
الشركة المذكورة حتى يضمن تحقق الاستقرار في الأسعار .
ولذلك لا يُعطى هذا الموقع إلا لكبار السماسرة الذين تتوفر
لديهم القدرات المالية للنهوض بهذه المهمة .

السوق خارج البورصة

لا يقتصر بيع وشراء الأوراق المالية على البورصات
الرئيسية بل تنتشر في بعض البلدان أسواق منظمة ولكنها
لا تقع تحت إشراف مباشر لسلطة واحدة ولا تنحصر في حيز
ومكان واحد . وتتكون تلك السوق من مجموعة السماسرة
المنتشرون في المدن المختلفة الذين يتعاملون بالأسهم غير
المسجلة في البورصة. وقد كان هذا السوق غير مهم في
الولايات المتحدة مثلاً حتى عهد قريب ، ولكن أهميته أخذت
تتزايد بعد تطور سبل الاتصال وأجهزة الحاسب الآلي بحيث
أصبحت مكاتب السماسرة رغم بعدها الجغرافي تكاد تتصل،
ضمن شبكة متطورة ، بالأسواق والمتعاملين في السوق .
وكثيراً ما تكون القيود على العقود التي يتعامل بها

السماسة خارج البورصة أقل تشدداً بالمقارنة بالمعاملات في البورصات ، الأمر الذي يمكنهم من التعامل بشكل أكثر مرونة. ولكن النسبة من الصفقات التي يجري اتمامها بواسطتهم غالباً ما تكون ضئيلة إذا قيست إلى مجمل النشاط السوقي. وأصل التسمية في الولايات المتحدة أن تلك الأسهم غير المسجلة كانت تحمل شهاداتها وتسلم للمشتري على الطاولة، ولذلك سميت Over-the-Counter . وتسمى في بريطانيا U.S.M. (Unlisted Securities Market) .

دور صانع السوق في الأسواق خارج البورصة :

رأينا فيما سبق كيف أن الاختصاصي يلعب دوراً كبيراً في استقرار التعامل في أسواق البورصة . ويلعب "صانع السوق" Market Maker دوراً مشابهاً في الأسواق خارج البورصة ، ويكون صانع السوق هنا سمساراً مسجلاً لدى سلطة مختصة ، (مثل SEC في الولايات المتحدة) يتلقى طلبات الشراء والبيع ويتفاوض مع السماسرة الآخرين على الأسعار . وغالباً ما يكون صانع السوق هو ذاته السمسار الذي عرض أسهم الشركة في السوق الأولية للمرة الأولى ولذلك يضطلع بمسؤولية متابعة عمليات التعامل بأسهمها بعد ذلك ، ويتدخل صانع السوق بائعاً ومشترياً لتحقيق

الاستقرار في الأسعار ولكنه نادراً ما يشتري كميات كبيرة لهذا الغرض ، ففي الولايات المتحدة مثلاً لا يتعهد بشراء (أو بيع) أكثر من مائة سهم .

السوق الأولية والسوق الثانوية

يقصد بالسوق الأولية سوق الإصدار ، أي تلك التي تطرح فيها الأسهم لأول مرة ، أما السوق الثانوية فهي سوق التداول . وجلّى أن نجاح السوق الأولية معتمد على كفاءة السوق الثانوية . والبورصات وكذلك الأسواق خارج البورصة هي وعاء للإصدار الأول وللتداول ولذلك تنهض بكلا الوظيفتين . وليست السوق الأولية مكان مختلف عن الثانوية وإنما يوئد إعادة بيع الأسهم من قبل من اشتراها من مصدرها الأصلي سوقاً ثانوية . وكفاءة السوق الثانوية يحقق أحد أهم ميزات التمويل بالأسهم وهو السيولة ، ذلك أن القدرة على تنضيز السهم بتكاليف قليلة يؤدي إلى الإقبال على شرائه من السوق الأولية ومن ثم نجاح السوق كوسيط مالي .

الوظائف الرئيسة لأسواق الأوراق المالية

تعد أسواق الأوراق المالية جزءاً من مجموعة مؤسسات الوساطة المالية في الاقتصاد ، في زمرة البنوك وشركات

التأمين . ووظيفة الوساطة المالية هي أحد الوظائف الأساسية التي لا يمكن أن تسيّر حياة المجتمع الحديث بشكل طبيعي بدونها إذ تساعد على تحقق الاستقرار والنمو الاقتصادي ، لأنها تزيد من كفاءة استغلال الموارد الاقتصادية وتحقيق الاستخدام الأمثل لها . ولعل أهم الأغراض التي تخدمها الأسواق المالية هي :

(أ) تقديم وعاء تجتمع فيه المعلومات حول النشاط الاقتصادي مما يمكن من تحسين كفاءة ونوعية القرارات الاقتصادية بالاستفادة من تلك المعلومات .

(ب) تحقيق السيولة للاستثمارات ، فالأسواق المالية تعمل كوسيط يؤدي إلى توجيه المدخرات نحو الأغراض الاستثمارية دون التزام المستثمرين بالاستمرار في ذلك في الأجل الطويل لأنهم يستطيعون "تسييل" تلك الاستثمارات في الأسواق المالية .

(ج) توليد فرص استثمار جديدة وذلك لأنها تمثل مكان التقاء قوى العرض والطلب على تلك الفرص .

(د) تسهيل وتدعيم عملية التكوين الرأسمالي في القطر بتشجيع الاستثمار في القطاعات المنتجة في

الاقتصاد عن طريق تفتيت المخاطر المتضمنة في تلك المشاريع وتشتيتها بواسطة إصدار الأسهم والأوراق الأخرى كطريقة للتمويل .

(هـ) تقلل من تكاليف الحصول على رأس المال بالنسبة للشركات .

ويعتبر السوق كفيلاً عندما تعكس أسعار الأوراق المالية فيه المعلومات المتوفرة عن وضع المتعاملين والشركات المصدرة للأسهم والأوراق الأخرى والاتجاه العام في الاقتصاد . ويعتبر عندئذٍ أداة جيدة لترشيد قرارات الاستثمار ، أما إذا أخذت الأسعار تتغير بدون وجود أسباب حقيقية ودواعي واقعية أصبح المتعاملون فيه مقامرون همهم المخاطرة وليس الاستثمار النافع ، لأن التغيرات السعرية ليس لها عندئذٍ مبرر حقيقي كزيادة ربح الشركة أو فرص الاستثمار المتاحة أو تحسن التوقعات عن حال الاقتصاد ... الخ .

المؤشرات في الأسواق المالية

تكتسب المؤشرات في الأسواق المالية أهمية خاصة إذ تعطي فكرة سريعة عن الاتجاهات العامة في السوق ، ولذلك فهي توجه المتعاملين نحو اتخاذ القرار الأمثل فيما يتعلق بالاستثمار . ولم تعد تلك هي الوظيفة الوحيدة للمؤشر في

الوقت الحاضر بل أصبح هو نفسه أداة يتم المتاجرة فيها وعلى تغيراتها . وأشهر تلك المؤشرات في الولايات المتحدة هو متوسط "دو جونز" الصناعي Dow Jones Industrial Average وهو مجموع أسعار ٣٠ شركة تم اختيارها لأهميتها وحجمها وهي تمثل بمجموعها نحو ٢٣٪ من حجم التعامل في سوق نيويورك ، مقسوماً على رقم ثابت يتغير فقط عندما تتم عملية تجزئة لأسهم شركة ما . وقد كان الرقم الثابت في سنة ١٩٨٤ مثلاً ١٦١٠ . وهذا المؤشر يقيس مستوى الأسعار. وهو أقدم المؤشرات جميعاً ، ظهر لأول مرة سنة ١٨٨٤م . وقد تغيرت طريقة حسابه عدة مرات .

ثم مؤشر ستاندرد آند بور Standard & Poor 500 وهو أكثر دقة إذ أنه يقيس التغير في قيمة حافطة استثمارية مكونة من ٥٠٠ شركة . ولكل شركة وزن معتمد على القيمة الكلية لجميع أسهم الشركة في السوق . أما مؤشر : Value Line فهو يتضمن مسحاً للأسهم ١٧٠٠ شركة ولكنه معتمد على حاصل قسمة السعر السائد اليوم على السعر السائد يوم أمس ولذلك فإنه يتجه إلى التحيز نحو تقليل النشاط ... الخ . ومنها مؤشر Value Line 1400 الذي ظهر سنة ١٩٦٣ ويتضمن ١٤٠٠ سهم في ٦٠ صناعة ، وهو مؤشر قيمته ١٠٠ في ٣٠ ابريل ١٩٦٠م .

ومنها Nasdaq Composite Average ، وهو متوسط يقيس ٢٠٠٠ سهم تتداول في الأسواق خارج البورصة (OTC) ومنها New York Stock Exchange Composite وهو مؤشر للقيمة السوقية يقيس متوسط التغير في الأسعار وقيمته ٥٠ في ٣١ ديسمبر ١٩٦٥ . ومن المؤشرات المشهورة نيكاي Nikkei الذي بدأ العمل به في اليابان سنة ١٩٤٩ وهو يتضمن ٢٢٥ شركة يابانية ولكن هذا المؤشر يعاني من نقص وضعف لأنه يعطي نفس الوزن للشركات الصغيرة والكبيرة ولذلك يمكن التأثير عليه من المقامرين عن طريق شراء كميات كبيرة من أسهم شركة صغيرة . وسوف يظهر قريباً مؤشر جديد يسمى نيكاي ٣٠٠ يتفادى هذا النقص . وهناك مؤشرات متعددة في كل دول العالم ، ففي بريطانيا يشتهر مؤشر جريدة الفاينانشيال تايمز وفي ألمانيا مؤشر داكس وفي فرنسا كاك وفي الكويت مؤشر الشال ... الخ . وكل هذه المؤشرات ماركات تجارية تقوم بها شركات وتقدمها إلى المستفيدين مقابل ثمن .

نمطية العقود

إن من أهم ما تميزت به المعاملات المالية المعاصرة ما يسمى بنمطية العقود . فالمعمول به في أسواق البورصة أن تعمم صيغة واحدة (أو عدة صيغ) يتبناها المستثمرون في

نمطية العقود

ربما تشير الصفة المذكورة (أي النمطية) بعض المشكلات الفقهية. فالمعروف أن عقد البيع فيه التقاء

معاملاتهم . فمثلاً تجعل صيغة الخيار محددة دائماً بأنها عقد يتضمن ١٠٠ سهم وتنتهي في تواريخ محددة هي يناير، ابريل ، يوليو واکتوبر. وتحديد أسعار تنتهي دائماً بصفر أو برقم خمسة . وفكرة الأسهم في حد ذاتها كانت بداية الاتجاه إلى التمنيظ لأنه يمثل حصة وقيمة اسمية محددة ... الخ . وتؤدي هذه الطريقة إلى تسهيل التعامل وإضفاء صفة الميكانيكية على المعاملات ، ومن ثم تحقيق قدر أعلى من الكفاءة في عمل الأسواق . أما في المعاملات خارج البورصة، فالغالب إمكانية الاتفاق على عقود تلبي رغبات مستثمر بعينه ، وإن كانت هي أيضاً تتجه إلى التمنيظ .

بين إرادتين ، ويتم بإيجاب وقبول . فإذا جعل العقد غطياً فهل يعني هذا أنه يتم بإرادة واحدة ؟ وإذا كان الأمر كذلك (أي تأخر فيه القبول عن الإيجاب فهل هو جائز ؟ وهل يمكن تشبيهه ببيع المعاطاة ؟

أولاً : الأرجح التقاء واتفاق الإرادتين حاصل في هذا العقد رغم غطيته ، بيد أنه التقاء غير مباشر لأن المشتري (أو البائع) لا يعرف الطرف الآخر ، لكن كلاهما معروف لواسطة العقد ، أي للسمسار أو سلطة السوق .

ثانياً : حتى لو قلنا أن فيه تأخر القبول عن الإيجاب ، فإن من الفقهاء من قال بأن العقد عزم وجزم وصحيح حتى بإرادة واحدة . ومن ذلك النذر والوصية فإن فيهما عقد لازم بإرادة واحدة . وعليه يمكن أن نبني هذا العقد رغم أنه عقد معاوضة لاتبرع على ذلك القول .. والله أعلم .

الفصل الثاني

الأسهم

الشركات المساهمة

في حكم هذا النوع من الشركات خلاف لعله الآن حسم ، إذ جمهور الفقهاء المعاصرين يقولون بالجواز . ويدور محور الخلاف حول حقيقة السهم ، من قال إنه سند بقيمة موجودات الشركة وليس حصة من رأس المال ، وأنه شبيه بالنقود الورقية لأنه ورقة مالية يتغير سعرها تبعاً لأحوال السوق أفضى به ذلك الى القول بعدم الجواز (من قال بعدم الجواز : تقي الدين النبّهاني ، النظام الاقتصادي الإسلامي) . والذي عليه أكثر من تعرض لهذه القضية من علماء العصر جواز هذا

تمثل الأسهم ، بشكل عام ، ملكية الشركة المساهمة . والسهم هو وثيقة تثبت ملكية صاحبه لحصة مشاعة من موجودات الشركة . ويتمتع حامل السهم بحقوق أهمها الحصول على عائد ناتج عن استثمار أمواله وحقه في التصويت في جمعية المساهمين (وعلى هذا استثناءات) . وتميز الشركة المساهمة بأنها ذات مسؤولية محدودة فلا تتعدى في ديونها مقدار ما دفع المستثمر من قيمة اسمية للسهم . والقيمة الاسمية هي تلك المسجلة على السهم (الوثيقة المتبادلة) . وربما تقتصر الشركة على طلب جزء من رأس المال المكتتب به فقط (٥٠٪ مثلاً) . وفي هذه الحالة يكون الشركاء مدينون للشركة بالجزء المتبقي ، فإذا أفلست ، جاز للقضاء أن يطالبهم بما بقي من مبلغ الاكتتاب لسداد ديونها فمسئوليتهم محدودة ليس بما دفعوه ولكن بالقيمة الاسمية للسهم . إذ يمكن للمستثمر أن يخسر مادفعه ثمناً للسهم ولكن تلك الخسارة لا تمتد إلى أمواله الخاصة الأخرى بحال (بفرض أنه دفع القيمة الاسمية كاملة) ، مع أنه شريك يتمتع بكافة حقوق المالك . لقد جعل ذلك الشركة المساهمة ذات شخصية مستقلة عن ملاكها ، وإن كان ترتب عليه زيادة في تكاليف الاقتراض لمحدودية الضمان مقارنة

بشركات الأشخاص مثلاً (مع أن هذا ليس أمراً مطلقاً).
لقد أدى هذا الاستقلال إلى انفصال الملكية (التي
يمثلها حملة الأسهم) عن الإدارة (التي يمثلها مجلس
إدارة الشركة) . ويفترض من الناحية النظرية أن مجلس
إدارة الشركة هو بمثابة الوكيل الذي يحرص على مصلحة
المالك الحقيقي ويدير الشركة نيابة عنه ، وأنه أي ذلك
الوكيل عرضة للتوجيه وللفضل أحياناً من قبل المالك في
الاجتماع السنوي للجمعية العمومية . والواقع خلاف
ذلك . فالشركة المساهمة الحديثة تبدو تحت تصرف
المطلق للمدراء ، وفيما عدا الحالات التي تتركز نسبة
كبيرة من الملكية في أيدي عدد قليل من المساهمين يكون
لهم تأثير مباشر على الشركة فإن المتصرف الحقيقي هو
المدير لا المالك . ولكن يبقى أن الإدارة تتعرض دائماً
لضغوط خارجية أهمها محاولات الاستيلاء عليها من
قبل بعض المساهمين أو الشركات الأخرى الأمر الذي
يدفع الإدارة في كثير من الأحيان إلى العمل على إرضاء
المساهمين حتى لا يستجيبوا لمثل تلك الإغراءات ،
وإرضائهم يكون غالباً بالأرباح العالية والتمن المتزايد
لأسهمهم في السوق وكل ذلك نتاج حسن الإدارة .

وتحتفظ الشركة بأسماء وعناوين حاملي أسهمها
الذين يمنحون غالباً شهادة واحدة تتضمن عدد أسهمهم .

النوع من الشركات ،
إذا خلت مما يستوجب
التحريم كانخراطها في
أعمال الربا أو إنتاج
سلع محرمة أو ما إلى
ذلك . وقد رأوا أن
السهم يمثل حصة من
رأس المال عند التأسيس
ثم من موجوداتها بعد
ذلك ، ومن قال بالجواز
الشيخ محمد بن ابراهيم
آل الشيخ رحمه الله
والشيخ محمد أبو
زهرة ، عبد الوهاب
خلاف ، علي الخفيف ،
ومحمد يوسف موسى ،
وعبد العزيز الخياط
(الشركات) . ومن
قاسها على شركة العنان
أو المضاربة قال بانتهاء
الشركة عند انتقال
ملكية سهم من شريك
إلى آخر ومن ثم بطلان
العقد ، لأنه لا يجوز
لشريك أن يبيع حصته
إلى آخرين إلا برضاء
الشركاء . ولكنه في
الشركات المساهمة جائز
لاتفاقهم جميعاً على
ذلك ضمن شروط

الاكتتاب . وبيع السهم إذا استوفى شرائط البيع الصحيح جاز وتكون عندئذ بيعاً وقبضاً . لأنها ملكية مشاعة والمسلمين عند شروطهم فإذا نص نظام الشركة على رضا الشركاء بانتقال الحصة وقبول الشركاء الجدد فلاوجه لعدم الجواز (الشركات للخياط ، ج ٢ ، ص ٢١٧) . ومن الأسئلة الحائرة في موضوع الشركة المساهمة قضية المسؤولية المحدودة . فإن من أهم ما تتميز به الصيغة المذكورة هو أن مسؤولية حملة الأسهم (الشركاء) المالية محدودة بما دفعوه قيمة اسمية للسهم ولا تمتد بحال إلى أموالهم الخاصة الأخرى . وللشركة المساهمة في الأنظمة الحديثة شخصية اعتبارية وذمة مالية مستقلة عن الشركاء .

ويمكن بيعها جملة أو أجزاء منها بواسطة تظهيرها إلى الزبون الجديد ثم تسجيل ذلك لدى السمسار أو البنك الذي تعينه الشركة وكيلاً لها في ذلك . على أن ترتيب مثل هذه الأمور يختلف من قطر إلى آخر .

والذي عليه الأمر في الدول الكبرى في الوقت الحاضر أن تصدر الأسهم إلى شركة وسيطة تسمى clearing corp. تكون باسمها ويكتفي عند نقل الملكية بين الأفراد بتسجيل ذلك في أجهزة الكمبيوتر التي يحتفظ بها السماسرة والوكلاء . ونادراً ما تكون الأسهم لحاملها أي أن مالكيها غير معروف ويتبادلها الناس بالتناول . وأحياناً يكون تبادلها بالتظهير فقط فلا تحتاج إلى تسجيل .

والغالب أن تكون قيمة الأسهم الاسمية متساوية وحقوق المساهمين متماثلة . ويتميز السهم بقابليته للتداول بالطرق التجارية وبعدم قابليته للانضمام أو التجزئة في مواجهة الشركة .

الأهمية الاقتصادية للأسهم

يعد إصدار الأسهم واحداً من طرق التمويل في البلدان المتقدمة . ولقد ساهم اختراع صيغة الشركة المساهمة ، وهي شركة تتصف بمحدودية المسؤولية ، ويتقسيم رأسمالها إلى

حصص صغيرة متساوية قابلة للتداول ، كان له بلاريب
إسهام رئيسي في النمو الاقتصادي في تلك البلدان .

ولعل أهم ما تمتاز به هذه الصيغة أنه يمكن من
خلالها جمع رساميل كبيرة من مساهمات صغار المدخرين
الذين لا يمكن لهم الاستثمار مباشرة ، والغالب أن حجم
رأس المال الذي يمكن تكوينه من خلال صيغة الشركة
المساهمة لا يمكن أن يتكون بأي وسيلة أخرى إلا عند
مستويات أدنى .

ومن جهة ثانية تمثل المسؤولية المحدودة حافزاً لدى
الأفراد حيث يعلمون أن ديون الشركة وخسائرها لا يمكن
أن تمتد إلى أموالهم الخاصة ، فالمخاطرة في هذا النوع من
الاستثمار - بالنسبة للفرد - محدودة ومسيطر عليها .

ومن جهة ثالثة تؤدي ميزة التداول إلى جعل
الاستثمار - بالنسبة للأفراد - جيد السيولة (أي يمكن
تنظيمه في أي وقت دون تحمل خسائر كبيرة) مما يجعل
الشركة المساهمة متفوقة على صيغ الاستثمار الأخرى .

وأخيراً تؤدي الإدارة بالتوكيل في الشركة المساهمة
إلى زيادة كفاءة عملها وتحقيق الاستمرارية فيها ووضوح
الهدف .

المسؤولية المحدودة من
الفقهاء المعاصرين اعتمد
في ذلك على قرائن تدل
على أنها ليست غريبة عن
الشريعة ، فمثلاً الوقف
مؤسسة ذات مسؤولية
محدودة لأنه لا يتحمل من
الديون أكثر من قيمته فإذا
زادت لا يعود الدائنون إلى
الواقف أو ورثته . ومع ذلك
يبقى أن المسؤولية هنا لن
تضيع إذ يتحملها ناظر
الوقف لتعقيره بسوء إدارته
وهذا وجه اختلاف عن
محدودية المسؤولية في
الشركة المساهمة ، لأن
الديون التي تزيد عن قيمة
الموجودات لا يرجع فيها إلى
أحد . ومنها المضاربة لأن
مسؤولية رب المال فيها
محدودة برأسماله فقط وهنا
أيضاً اختلاف واضح عن
الشركة المساهمة لأن العامل
في المضاربة يكون مسؤولاً
إذا تصرف تصرفاً نتج عنه
تحمل الشركة لديون تزيد
عن موجوداتها . فلاتضيع
حقوق الدائنين . ومنها
زكاة الخلطاء فإن أموالهم
تزكى كزكاة الواحد فهذا

تزكى كزكاة الواحد فهذا شاهد على فكرة الشخصية المعنوية. ومنها تصرف العبد المأذون فإن مسؤولية سيده محدودة بقيمته وليس أكثر عند الأحناف لأنهم يرون الإذن فك لحجر الرق وليس توكيلاً ، لذلك أجازوا للعبد المأذون التصرف في التجارة دون الرجوع إلى سيده فإذا لحق بتجارته ديون فإنها تتعلق بالأموال التي تحت يده ثم برقبته إذا لم تف الأموال بديونه فيباع لوفاء الدين . فشخصية العبد المأذون بالتجارة مستقلة عن شخصية مولاه . وربما تكون هذه أقرب الأقيسة والله أعلم .

وقد تبني المجمع الفقهي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي في دورته السابعة المنعقد في جدة في ذي القعدة سنة ١٤١٢ هـ القرار التالي :

"لأمناع شرعا من إنشاء شركات مساهمة ذات مسؤولية محدودة برأس مالها ، لأن ذلك معلوم للمتعاملين مع الشركة وبحصول العلم ينتفي «الغرر» عن التعامل مع الشركة" .

من ذلك كله وجدت المجتمعات أن صيغة الشركة المساهمة يمكن أن يكون لها دور بالغ الأهمية في التنمية الاقتصادية حيث يتم تعبئة المدخرات من الأفراد وتوجيهها نحو الاستثمار في المشاريع الصناعية والزراعية والخدمية ... الخ ، التي يصعب تمويلها بأي طريقة أخرى . على أن جميع النشاطات الاقتصادية - بصرف النظر عن حجمها - قابلة إلى أن تمول بصيغة الشركة المساهمة .

ولهذه الأسهم أنواعاً نذكر منها ما يلي :

الأسهم العادية

يمثل السهم العادي ملكية الشركة وحصّة في رأس مالها وحقاً مشاعاً في موجوداتها . وللسهم قيمة اسمية هي تلك المطبوعة على الوثيقة ويتمتع مالك ذلك السهم بحقوق متعددة ، أهمها انتخاب مدراء تلك الشركة الذين يقومون بدورهم بتعيين الموظفين التنفيذيين وتوجيه الشركة نحو تحقيق أغراضها المحددة بقرار الإنشاء .

إذا كان حجم الشركة صغيراً نسبياً فإن أكبر المالكين لأسهمها يتولى ، في الغالب ، موقعاً إدارياً هاماً فيها . وتنظم قوانين الشركات في كل بلد الطريقة التي يقوم

أنواع الأسهم العادية

لما كان جميع المساهمين يتحملون نفس المخاطر ويتساوون في ملكية حصة مشاعة متساوية فلأمبرر للتفريق بينهم في الحقوق الأخرى مثل التصويت أو الأرباح . وقد حاول بعضهم الاحتجاج بصيغة المضاربة للقول بجواز إصدار الشركة لأسهم مصوّتة وأخرى غير مصوّتة . ذلك أن رب المال لا يجوز له التدخل في الإدارة وإن كان له أن يشترط على المضارب ما شاء من شروط . ولما كان مشاركة حامل السهم في التصويت هي طريقته المتاحة في التدخل في الإدارة كان منعه هذا الحق كحال رب المال الذي لا يتدخل في نشاط المضارب . ولكنه قياس مع الفارق ، لأن العلاقة بين مدارء الشركة وحملة الأسهم هي أقرب إلى القياس المذكور من العلاقة بين ملاك الشركة (حملة الأسهم) .

بواسطة مالكو تلك الأسهم بممارسة ذلك الحق . فمثلاً تلزم القوانين عادة تلك الشركات بعقد جلسة للجمعية العمومية (أي اجتماع لكافة حملة الأسهم) ينتخبون فيها مجلس الإدارة (وهم في الغالب ينتخبون في كل عام ثلث أعضاء المجلس حتى لا يتغير المجلس كله مرة واحدة) . والمعتاد أن يمثل كل سهم صوتاً في الجمعية العمومية . ومن العسير على أصحاب أسهم شركة كبيرة ، وقد يعدون بالملايين أحياناً ، الاجتماع في وقت واحد ولذلك يغلب توكيلهم لغيرهم (وفي أحيان يوكل أكثرهم شخصاً تعينه الشركة ذاتها) للتصويت نيابة عنهم . ويوقعون بهذا الغرض على وثيقة "وكالة" كثيراً ما تنشر صيغتها في الصحف أو ترسل اليهم بالبريد قبل موعد الاجتماع (تسمى Proxy) . ويمكن لأي مساهم أن يرشح نفسه وكيلاً ويطلب عن طريق البريد أو بواسطة الإعلان في الصحف ثقة أنداده من المساهمين ، فيحضر إلى جلسة الجمعية العمومية وهو يحمل أصواتاً كثيرة تمثل ثقلاً في توجيه الشركة . وكثيراً ما تستخدم هذه الطريقة لتغيير إدارة الشركة . وأهم وظائف التصويت هو انتخاب مجلس الإدارة ، فيعطى لكل سهم صوت ، ويختار من المرشحين لمجلس الإدارة من حصل على أغلبية بسيطة . وتعمل بعض الشركات بما يسمى النظام التراكمي cumulative voting system فإذا كنت مالكاً لمئة سهم فالمعتاد أن لك

في الجمعية العمومية مئة صوت تصوت بها عند اختيار كل عضو من أعضاء مجلس الإدارة . أما في الطريقة التراكمية فيمكن لمساهم أو مجموعة من المساهمين أن تصرف جميع أصواتها على مقعد واحد ولا تصوت لسواه، ثم يختار له من حصل على أكثر الأصوات، وبذلك يستطيع مجموعة من المستثمرين تركيز أصواتهم لإيصال أحدهم إلى مجلس الإدارة .

والغالب أن تكتفي الشركة بإصدار نوع واحد من الأسهم العادية . لكن بعضها (وخصوصاً في الولايات المتحدة) تعتمد إلى إصدار أصناف متعددة من الأسهم العادية يسمى كل منها فئة (مثلاً Class A , Class B , Class C) . فعلى سبيل المثال قد تفرق بين أسهم المؤسسين ، وبين الأسهم المباعة إلى الجمهور فتقصر حق التصويت لعدد من السنوات على أسهم المؤسسين وتحرمهم مقابل ذلك من الحصول على حصة من الربح خلال هذه الفترة، ويعطي هذا تأكيداً للسوق على حرص المؤسسين على نمو الشركة وأنهم لا يسعون إلى تحقيق ربح عاجل ... الخ . وربما يكون إصدار أسهم من فئة جديدة حلاً لضائقة مالية . فتصدر أسهماً جديدة ترغب في حرمان مالكيها من التدخل في الإدارة والاقتصار على الحصول منهم على التمويل فتجعلها فئة مستقلة (مثلاً Class E) لا يسمح لحملةها بالتصويت ، أو قد تميزها بنسبة أعلى من الربح خلال فترة معينة . ومن طرق التقسيم

الأسهم الممتازة

الأسهم الممتازة أنواع مختلفة يصعب الحكم عليها حكماً عاماً إذ أن ذلك يعتمد على الخصائص الأساسية لكل سهم . وقد ذكرنا أنها تتأرجح بين السند (وهو وثيقة دين) وبين السهم العادي (وهو وثيقة مشاركة) . فالأرجح أن النوع الأول يحكم عليه بما آل إليه وهو السند الربوي الذي لا يجوز . أما النوع الثاني فإنه قريب من السهم العادي ولا يزيد عليه إلا بضمان الربح لحامله إذا تحقق ربح مثل قولهم المئة الأولى من الربح لفلان ومازاد يوزع على باقي الشركاء ، وسبقه الى متاع الشركة عند إفلاسها قبل الشركاء الآخرين . وضمان الربح لجزء من المساهمين دون غيرهم فيه ظلم للعموم، والأرجح عدم جوازه .

وقد تبني المجمع الفقهي التابع لمنظمة المؤتمر

إلى فئات التمييز بين فئة مصوّتة وأخرى ذات أصوات محدودة وثالثة غير مصوّتة... وهكذا . ولايسمح في بورصة نيويورك بتداول الأسهم غير المصوّتة .

الأسهم الممتازة

السهم الممتاز (وهي التسمية المتعارف عليها) أو المفضل (وهي ترجمة أكثر دقة للتسمية الأجنبية) هو مرحلة متوسطة بين السهم العادي وبين السند الذي سيأتي الحديث عنه . وقد سميت مفضلة لأنها مفضلة على الأسهم العادية في استحقاق الربح وفي ضمان القيمة الإسمية وفي السبق إلى متاع الشركة في حال تصفيتها . وهو أنواع متعددة يكون أحياناً أقرب إلى السهم العادي منه إلى السند، وأحياناً العكس من ذلك . فإذا كان من فئة الأسهم فهو وثيقة ملكية لكنه يمتاز على الأسهم العادية بأولويته في الحصول على الربح وفي التعويض عند تصفية الشركة .

السهم الممتاز التراكمي :

ويكون عندئذٍ مضمون العائد كنسبة معينة من القيمة الاسمية تصرف عند تحقق الربح وتتراكم سنة بعد سنة

الإسلامي في دورته السابعة ١٤١٢ القرار التالي «لايجوز إصدار أسهم ممتازة لها خصائص مالية تؤدي إلى ضمان رأس المال أو ضمان قدر من الربح أو تقديمها عند التصفية، أو عند توزيع الأرباح»

عندما لا يتحقق الربح فتدفع جميعاً في أول فرصة (وقد يصل إلى حد اضطرار الشركة إلى الاقتراض لدفع العائد الموعود) . وتسمى هذه بالأسهم الممتازة التراكمية Cumulative Preferred . وتدفع الأرباح المستحقة على الأسهم الممتازة قبل أن يستحق حملة الأسهم العادية أي ربح لأن الربح على الأولى دين على الشركة مستحق الوفاء .

الأسهم الممتازة القابلة للتحويل :

وتكون لها عندئذ مدة محددة تقوم الشركة في نهايتها بدفع القيمة الاسمية لذلك السهم أو تحويله إلى نوع آخر من الأوراق المالية كالأسهم العادية أو السندات . وفي هذه الحالة يسمى السهم الممتاز القابل للتحويل Convertible Preferred . وفي أحيان تلتزم بشرائه بثمن يزيد على قيمته الاسمية . والغالب أن السهم الممتاز قريب من السند ولذلك يسري عليه جل ما سنذكره عن السندات أدناه ، ولكنه يختلف عنه في أن الشركة المصدرة لا تتحمل (كقاعدة عامة) فوائد تأخير عندما لا تدفع الربح إلى حامل السهم الممتاز وإنما تكتفي بتراكم تلك الأرباح .

الأسهم الممتازة ذات العائد المتغير :

لم يظهر هذا النوع من الأسهم إلا قبل سنوات قليلة ، وفيه يكون العائد مربوطاً بعائد ورقة مالية أخرى متداولة

أسهم التمتع
الأرجح أن عملية
الاستهلاك المذكورة في
أسهم التمتع لا تجوز إلا
ضمن شروط منها أن
يكون استهلاك السهم
من الربح لأن رأس المال
فيه حق للدائنين ، ومنها
أن لاتضمن الشركة
لحملة الأسهم رأس
مالهم لأنها إن ضمنت
لهم ذلك انقلب السهم
الى قرض لا مشاركة.
ومنها أن لايفرق بين
أنواع من المساهمين

في السوق ، فيزيد بنسبة مئوية مضافة أو مطروحة من ذلك العائد . فمثلاً قد يصدر السهم الممتاز ويحدد عائد السنيوي بأنه يساوي نسبة العائد على سندات الخزنة الأمريكية ذات التسعين يوماً (Treasury Bills) يضاف إليها (أو يطرح منها) نسبة ٢٥٪ أو ١٪ مثلاً أو أقل من ذلك أو أكثر . أو قد تربط بسعر الفائدة الذي يسود على القروض بين البنوك في سوق لندن المالية، المسمى ليبور . وجلي أن الشركة سوف تدفع هذه النسبة حتى لو لم تحقق الربح .

الأسهم الممتازة المشاركة :

وتضمن الشركة لحامل هذا السهم ربحاً محدداً ، وله أيضاً حق المشاركة في ما تدفعه من أرباح لبقية المساهمين إذا دفعت ، ومن هنا جاءت تسميتها بالمشاركة . فوجه المشاركة فيها ليس الاشتراك في المخاطرة ولكنه الحصول على عائد ثابت والاشتراك مع عموم المساهمين في الربح .

أسهم التمتع

المساهم في شركة المساهمة يحمل أسهماً تمثل حصة من الشركة وتستمر استمرار تلك الشركة ولا تنضض (أي تحول إلى نقود) إلا عند انقضائها . أما أسهم التمتع فإن قيمتها الإسمية ترد إلى المساهم أثناء حياة الشركة ، وتسمى هذه

بعضهم يكون متمتعاً وبعضهم لا يتمتع . وقد أجاز بعضهم حالة الاستهلاك التي يتم في استهلاك نسبة من جميع الأسهم أي ٥ ٪ أو ١٠ ٪ من كل سهم ولا يختص فيها مجموعة من المساهمين دون أخرى لأن هذه شبيهة باسترداد الشركاء لجزء من رأس مالهم (انظر : البقي صالح بن زابن المرزوقي ، شركة المساهمة في النظام السعودي ص ٣٧١) .

تداول الأسهم ولا يجوز تداول الأسهم بالبيع والشراء بمجرد إصدارها والاكتمال فيها ولكن يجوز بعد أن يكون للشركة أصول حقيقية لأن ما يباع قبل ذلك لا يكون حصة في أصول حقيقية في الشركة ولكنه حصة في

نقود ، ومن ثم يدخل في باب الصرف لا البيع ، فلا يجوز بيعه بأكثر من القيمة الاسمية . فإذا صار للشركة أصول حقيقية كعقارات وآلات وأثاث وما شابه ذلك صار البيع واقعاً على هذه الأصول وليس النقود فقط . وسوف يبقى للشركة دائماً أصول نقدية ، ولكن ما دامت الأصول الحقيقية هي الغالبة فالأرجح الجواز . لأن المقصود في البيع ليس النقود . والقاعدة أنه يجوز تبعاً ما لا يجوز استقلالاً . وإذا كانت الشركة ممن يتعامل مع البنوك الربوية بالاقتراض بالفائدة أو قبضها في حالة الإبداع في حسابات آجلة ولكن نشاطها الأساسي هو في الأمور المباحة مثل إنتاج السلع والطيبات أو الخدمات النافعة وغرضها ليس الربا أو القمار أو

العملية استهلاكاً للأسهم . فإذا استردها أصبح مساهماً متمنعاً . وترد إليه تلك القيمة تدريجياً أو مرة واحدة إلى أن يسترد جميع ما دفعه للشركة مع بقاء استحقاقه للربح . والشركات التي تعتمد على مثل هذه الطريقة هي تلك التي تكون محددة بفترة معينة أو تلك التي لا يؤمل أن يكون بيدها عند الانقضاء أصول توزع على حاملي الأسهم . مثال ذلك الشركة التي تستغل منجماً بامتياز من الحكومة لعدد محدد من السنوات ، وربما ينتهي ما بالمنجم من معدن فلا يعود بيد الشركة ما يستحق أن يوزع على المساهمين ، أو ربما تكون قد التزمت بموجب شروط الامتياز بأيلولة ما تملك عند انتهاء العقد إلى الحكومة فتعمل على تعويض المساهمين بإعادة القيمة الإسمية لهم أثناء حياتها . ولا تجيز القوانين في أكثر البلدان عملية الاستهلاك المذكورة ، إلا أن يكون مصدرها الربح أو الاحتياطات وليس رأس المال .

وقد يتم الاستهلاك بالقرعة لعدد محدود من المساهمين . وقد تنشئ الشركة أسهماً تشترط لحملتها الاستهلاك ، فتكون أسهم تمتع ابتداءً بينما لا يتمتع بهذه الميزة بقية المساهمين . وفي أغلب الأحوال يستمر لحملة أسهم التمتع حق حضور الجمعية العمومية للشركة والتصويت فيها ، إضافة إلى الحصول على نصيب من الربح .

طرق إصدار الإسهام

يتم طرح الأسهم للجمهور في السوق الأولية بطرق متعددة . والغالب أن لا تقوم الشركة المصدرة مباشرة بهذا العمل ولكنها تعهد به إلى بيوت الإصدار المتخصصة . ويمكن التفريق هنا بين طريقتين :

الإصدار العام :

تعهد الشركة الى بيت إصدار متخصص أو بنك استثمار بهذه العملية ، فيقوم بطرح عدد محدد من أسهم الشركة الى الجمهور بسعر محدد ، ويصدر معها شروط إصدار يعلن عنها في الصحف أو توزع على الراغبين في الاكتتاب هي بمثابة العقد بين الشركاء . وبالنسبة للشركات المسجلة في سوق البورصة تحدد سلطات السوق طرق الإعلان عن الإصدار . ويحدد في النشرة في كثير من الأحيان ، الحد الأدنى الضروري من الاكتتاب الذي إذا لم يتحقق لا تلتزم المؤسسة بإتمام الإصدار وإنما تعيد للمستثمرين نقودهم التي دفعوها . والغالب في الدول المتقدمة في كلا الحالتين أن تتفق الشركة مع ضامن لعملية الإصدار (underwriter) .

والضامن ، الذي يكون أيضاً سمساراً أو دار إصدار

الربا أو القمار أو الخمر أو الخبائث الأخرى ، ففي التعامل بأسهمها خلاف . فقد صح عنه عليه السلام أنه لعن آكل الربا وموكله وكتابه وشاهديه . فهي لا تخلو أن تكون من أولئك ، فمن العلماء المعاصرين من قال لا يجوز التعامل بهذه الأسهم لأن الحرام قليله وكثيره سواء وأجاز ذلك لمن يمتلك الشركة ويغلب على ظنه أنه قادر على تغييرها بحيث لا تتعامل بالربا وهذا ما ذهب إليه المشاركون في ندوة حول هذه المسألة نظمها المجمع الفقهي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب في البنك الإسلامي للتنمية في شوال ١٤١٣ هـ . ومنهم من قال إذا علم أن جزءاً من الأرباح المتحققة لهذه الشركة إنما مصدره الفوائد على حساباتها في البنوك وجب على المساهم أن يطرح تلك النسبة ما

يرى ذلك د. نزيه حماد .
وقد اتخذت الندوة التي
عقدت في الرباط في
نوفمبر سنة ١٩٨٩ والتي
شارك فيها المجمع الفقهي
التابع لمنظمة المؤتمر
الإسلامي التوصية التالية
في هذا الموضوع :
« أن تملك أسهم الشركات
التي يكون غرضها التعامل
بالربا والصناعات المحرمة
والتجارة بالمواد الحرام غير
جائزة شرعاً ولو كان ذلك
التملك عابراً ولفترة
لا تسمح بتحقيق الأرباح
الناجمة عن ذلك النشاط .
أما تملك أو تداول أسهم
الشركات التي غرضها
الأساسي حلال ولكنها
تتعامل أحياناً بالربا
بالاقتراض الأموال أو
إيداعها بفائدة فإنه جائز
نظراً لمشروعية غرضها مع
حرمة الاقتراض أو
الاقتراض الربوي ، ووجوب
تفجير ذلك والإنكار
والاعتراض على القائم به
ويجب على المساهم عند
أخذ ريع السهم التخلص بما
يظن أنه يعادل ما نشأ من

أخرى ، تكون مهمته شراء أي سهم لا يُكتتب فيه ، ولذلك
تكون الشركة المصدرة مطمئنة إلى نجاح إصدارها ، ولاريب
أن من أسوأ ما يمكن أن يحصل لأي شركة هو إصدارها أسهماً
يباع منها جزء يسير فقط فهي عندئذٍ تكون في ورطة، وقد
تضطر إلى إرجاع النقود إلى أصحابها متكبدة تكاليف
الإصدار الباهظة . ويحصل هذا الضامن على نسبة تتراوح
بين ١٪ إلى ٢٪ من قيمة جميع الأسهم . والذي يحدث
أنه يقوم ذلك الضامن بتوزيع المخاطرة على أعداد كبيرة من
السماسة وعلى شركات التأمين ويتنازل لهم عن ١.٥٪
مثلاً ويحصل هو فقط على ٠.٢٥٪ إلى ٠.٥٠٪ .
وتحدد شروط الإصدار ، كيفية توزيع الأسهم في حال
الاكتتاب بأكثر من رأس المال . ولا فرق فيما ذكر بين طرح
الأسهم لشركة جديدة تؤسس ، أو لزيادة في رأس مال شركة
قائمة .

الإصدار بالمزايدة :

لا يحدد في هذه الطريقة والتي تسمى Tender Offer
سعر للسهم ولكنه يطرح للمزايدة العامة . وربما يحدد سعر
أدنى بحيث لا تقبل العروض التي تقل عنه . ثم بعد الحصول
على كل العروض يختار الشركة سعراً واحداً يكون عند
المستوى الذي يؤدي إلى بيع جميع الأسهم ثم توزع تلك
الأسهم على المكتتبين بسعر واحد . الميزة الأساسية في هذه

الطريقة هي اختيار السعر المناسب قبل بدء البيع وبذلك تضمن الشركة إنجاز عملية الاكتتاب بشكل كامل . ويكون للسهم على أية حال قيمة اسمية ربما يأتي سعر البيع مساوياً لها أو أقل أو أكثر .

الاكتتاب بجزء من القيمة الاسمية :

وقد لا يطلب من المستثمر عند الاكتتاب إلا دفع جزء من القيمة الاسمية وفي هذه الحالة يكون مجموع مادفع المستثمرون هو " رأس المال المدفوع " ، وتكون حقوق المستثمر وملكيته تامة . ولكنه مسؤول عن ديون الشركة ، ليس فقط بمقدار مادفع ولكن بمقدار القيمة الاسمية للسهم . وتحدد شروط الإصدار طرق دفع ماتبقى من قيمة السهم ، وتكون هذه الطريقة إما بمواعيد ثابتة محددة ، أو عند طلب مجلس الإدارة .

موجودات الشركة المساهمة

يمكن أن تكون موجودات الشركة على أنواع تعتمد على طبيعة نشاط الشركة ولكنها لا تخرج عن أن تكون مايلي :

(أ) أعيان : مثل مبنى الشركة وأثاثاتها والأجهزة المكتبية وأدوات الإنتاج المملوكة لها والسيارات والمخزون من البضائع والمواد وما إلى ذلك .

التعامل بالفائدة لصفه في وجهه الخير).

وفي الدورة السابعة للمجمع الفقهي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي (١٤١٢) تبني المؤتمرون

القرار التالي : "ب - لاخلاف في حرمة الإسهام في شركات غرضها الأساسي محرم ، كالتعامل بالربا أو إنتاج المحرمات أو المتاجرة بها .

ج - الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحياناً بالمحرمات ، بالربا ونحوه، بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة .

د - إما المساهمة في الشركات التي تتعامل أحياناً بالمحرمات ، فيرى المجلس تأجيل النظر فيها إلى دورة قادمة لمزيد من الدراسة والبحث" .

الاكتتاب وشراء

السهم

لا تفرق القوانين الوضعية بين الاكتتاب في أسهم شركة تؤسس وبين شراء

الأسهم من إصدار جديد
 لزيادة رأس المال في شركة
 قائمة ، أو شراء الأسهم
 المتداولة في السوق الثانوية
 . ولكن هذه الأمور مختلفة
 في النظر الشرعي .
 فالإكتتاب في أسهم شركة
 تؤسس لا يمكن اعتباره عقد
 بيع يشتري فيه المستثمر
 حصة في شركة لأن الشركة
 غير قائمة ابتداءً . فهو
 إذن دعوة لتأسيس الشركة
 وما يدفع من مال هو لهذا
 الغرض . أما شراء السهم
 من السوق فهو شراء لما
 يمثل من حصة في
 موجودات الشركة التي
 تكون قائمة وموجودة .

القيمة السوقية

الدفترية

يترتب على الاختلاف
 أمور كثيرة أهمها ما يتعلق
 بالزكاة، إذ يلزم حسابها
 على القيمة السوقية لا
 الدفترية .

(ب) نقود : النقد في صناديق الشركة والحسابات الجارية
 في المصارف .

(ج) ديون : تكون ناتجة عن بيع السلع والخدمات بالأجل
 أو سندات دين حكومية أو سندات دين خاصة أو غير
 ذلك من الديون المستحقة على الغير .

(د) موجودات أخرى : مادية مثل أسهم الشركات الأخرى
 إذ قد تمتلك الشركات أسهماً لشركات أخرى على
 سبيل استثمار أموالها الفائضة ، أو موجودات
 معنوية مثل الاسم التجاري وحقوق الاختراع ،
 والطبع والتأليف والنشر ... الخ .

ويمثل السهم كما أسلفنا حصة مشاعة في موجودات
 الشركة . ولهذه الموجودات قيمتين ، الأولى مايسمى بالقيمة
 الدفترية وهي شراء تلك الأصول . والثانية هي القيمة
 الحقيقية وهي ثمنها في السوق . فإذا كانت الشركة تمتلك
 عمارة وكانت قد اشترتها بمليون من الريالات فإنها تسجل
 في دفاترها بهذه القيمة . وهي ربما ، بعد عدة سنوات ،
 ترتفع في الثمن السوقي لتصل أضعاف تلك القيمة . وتسمح
 بعض القوانين المحاسبية بأن تأخذ الشركة في اعتبارها هذه
 الحقيقة ولكنها غالباً ما تحدد نسبة معينة فقط يمكن أن
 تضاف إلى القيمة الدفترية لتقييم أصول الشركة .

من ذلك يتضح أن ما يمثل السهم في دفاتر الشركة ربما

يكون مختلفاً عن قيمة الحصة المشاعة في أصولها في السوق .

هل يمكن للمستثمر التعرف على نوع موجودات الشركة ونشاطاتها ؟ :

حامل السهم هو شريك في أموال الشركة ، وتعطيه القوانين في جميع الدول كامل حقوق المالك ، فله الاطلاع على دفاتر الشركة وحساباتها وإدارة الشركة ملزمة بالإجابة عن كافة أسئلته ، ومنها ما يتعلق بموجوداتها ونشاطاتها . وهذا الأمر وإن كان ممكناً من الناحية القانونية لكنه ليس متيسراً من الناحية العملية :

(أ) لصعوبة ذلك على المستثمر الصغير ، والغالب أن أكثر المساهمين لا يمتلكون إلا نسبة ضئيلة من الأسهم فالحصول على المعلومات يتضمن تكاليف متعددة مثل تكاليف الانتقال والاتصال ... الخ ، إضافة إلى الوقت .

(ب) لأن أوضاع الشركات وموجوداتها ونشاطاتها ليست جامدة بل تتغير بصورة مستمرة بحيث يقتضي التحقق من المعلومات دوام الاطلاع على وثائق الشركة وهو أمر بين الصعوبة . وتلزم قوانين الدول الشركات المساهمة بنشر ميزانياتها

المرابحة في الأسهم

لما كان السهم يمثل حصة في موجودات الشركة ، فالبيع فيه إنما محله ذلك الجزء من الموجودات وليس الوثيقة . ومن ثم فإن كانت الموجودات هي مما يجوز بيعه فليس هناك ما يمنع أن يباع بالمرابحة وقد اتجه بعض الفقهاء المعاصرين إلى القول بجواز المرابحة في الأسهم ، من ذلك ما تبنته الحلقة العلمية الثانية للقضايا المصرفية المعاصرة التي عقدت في جدة ٨-٩ رمضان ١٤١٣ والتي شارك فيها ثلثة من الفقهاء منهم الصديق الضرير وحسين حامد حسان وعبد الله بن منيع الفتوى التالية : « يجوز شراء الأسهم وبيعها بالمرابحة المؤجلة الثمن ، بشروطها الشرعية مثل تملك البائع ، والقبض بحسبه ، وبيان رأس المال والريح . » . وغني عن البيان أن المرابحة في

الأسهم شبيهة بما يعرف في أسواق المال بالشراء بجزء من الثمن . ذلك أن الذي يشتري مربحة ستريص بأسهمه حتى إذا ارتفعت الأسعار باع فحصل على الربح . والأرجح أنه سيقدم على شراء الأسهم مربحة إذا توقع ارتفاع الأسعار . وجلي أيضاً أن المربحة في الأسهم ستكون وسيلة للتورق . وقد دلت الإحصاءات على أن عدداً كبيراً ربما يصل إلى ٤٠ ٪ ممن يشترون السيارات بالتقسيط يعيدون بيعها فوراً للحصول على النقود . فإذا انتشر العمل بالمربحة بالأسهم كانت وسيلة أكثر كفاءة من السيارات لأغراض التورق . والله سبحانه وتعالى أعلم .

ضمان الإصدار

من الواضح أن مهمة هذا السمسار لا تقتصر على الوكالة عن الشركة المصدرة بلتمس لها المكتتبين بل تتخطى ذلك

السنوية وحساب الأرباح والخسائر وتقديم تقرير سنوي عن نشاطها إلى جمعيتها العمومية . والأرجح أن تتضمن هذه الوثائق معلومات إضافية عن موجودات الشركة ونشاطها .

انهيار البورصة

تتأثر الأسواق المالية بشكل كبير بالتوقعات الاقتصادية والسياسية وبالنواحي النفسية المتعلقة بالمعاملين . ويؤثر ذلك في جانب أكثر منه في معاملات الأسهم لكثرة تعرض أسعارها للتقلبات . ومنذ انهيار بورصة نيويورك في سنة ١٩٢٩ يخالج المتعاملين دائماً الشعور بأن هناك حداً أعلى لتحمل السوق لارتفاع الأسعار، يتبعه الانهيار . ومعلوم ما ترتب على انهيار سوق البورصة في نيويورك في سنة ١٩٢٩ من آثار اقتصادية مدمرة على النظام المصرفي حيث تبعها فشل البنوك نتيجة لتوقف الناس عن سداد القروض الهائلة التي استخدمت في المقامرة في سوق البورصة . وكانت تلك بداية ما سمي بالكساد العظيم الذي لفت آثاره العالم بأجمعه .

وقد حدث الانهيار المذكور في شهر أكتوبر ، ولذلك يضع الناس أيديهم على قلوبهم في هذا الشهر الذي يعد مشؤوماً عند المتعاملين في بورصة نيويورك . وفي ١٩

اكتوبر سنة ١٩٨٧ تعرضت هذه السوق إلى أكبر انهيار في تاريخها حيث انخفض مؤشر دوجونز بمقدار ٢٣ ٪ في يوم واحد سمي فيما بعد الاثنين الأسود . وكان لذلك آثاره على الأسواق الأخرى لاسيما في طوكيو التي تفتح أبوابها عند إغلاق سوق نيويورك . ولكن هذا الانهيار لم تكن له آثار خطيرة على الاقتصاد ذلك لأن الإصلاحات التي حدثت في القوانين المنظمة لعمل البورصات لاسيما تلك المتعلقة بالشراء بجزء من الثمن قد قللت من عنف الصدمة . أضف إلى ذلك سرعة تحرك البنك المركزي في أمريكا (الاحتياطي الفدرالي) إلى التدخل للسيطرة على مستوى السيولة في الاقتصاد .

إلى ضمان التغطية الكاملة للإصدار ، وهذا الضمان بالنسبة للشركة نوع من التأمين ، فهي تدفع مبلغاً على كل سهم لجهة تؤمن لها البيع . وقد يظن أن ضامن الإصدار يشتري هذه الأسهم لنفسه ثم يبيعها بزيادة للآخرين ولكن الأمر ليس كذلك لأن البيع في كثير من الأحيان يتم بواسطة الشركة وبصفة مباشرة ليس للضامن فيها أي تدخل . والإجماع على أن الأجر على الضمان غير جائز .

وقد تبنى المجمع الفقهي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي في دورته السابعة القرار التالي "ضمان الإصدار هو الاتفاق عند تأسيس شركة مع من يلتزم بضمان جميع الإصدار من الأسهم أو جزء من ذلك الإصدار وهو تعهد من ذلك الملتزم بالاكنتاب في كل ما تبقى مما لم يكتتب فيه غيره وهذا لآمانع منه شرعاً إذا كانت تعهد الملتزم .

الفصل الثالث

السندات

السندات

الأسهم والسندات هي أهم الأوراق المتداولة في أسواق المال. والأسهم - كما أشرنا سابقاً - هي وثائق ملكية. أما السندات فهي وثائق دين. وعندما تصدر الشركة أو الحكومة السند فإنها بذلك تقترض من جمهور الناس الذين يشترون هذه السندات. وهي تشترط لهم سلامة رأس المال والزيادة عليه فأضحت من ربا النسبيته المقطوع بحرمته. ولا يغير شيئاً أن يكون العائد على تلك السندات غير محدد عند التعاقد أي أنه مربوط بأسعار الفائدة المتغيرة لأنه مجرد ضمان رأس المال جعل الزيادة عليه من أي نوع كان وبأي نسبة هي من الربا. وقد

تنقسم الأوراق المتداولة في أسواق المال بصفة أساسية، كما رأينا سابقاً، إلى نوعين: الأول يمثل الملكية وهي الأسهم. والثاني يمثل الديون وهي السندات. وكثيراً ما يشار إلى السندات بأنها الأوراق ذات العائد الثابت لأن حاملها لا يشارك في الربح والخسارة فهو كشأن الدائنين رأسماله مضمون الرد، وسنورد في هذا الفصل أنواع سندات الدين الحكومية والخاصة.

السندات العادية

السند وثيقة تثبت مديونية مصدرها لمالكها أو حاملها، وتعهد ذلك المصدر بدفع فائدة دورية في تاريخ محدد لحاملها (وأحياناً لمالكها المسجل في دفاتر المصدر). ثم دفع القيمة الاسمية المطبوعة عليها عند وقت استحقاقها الذي يحل في تاريخ محدد. ولا يقتصر إصدار السندات على الحكومة إذ تعمد المؤسسات والشركات الخاصة في كثير من الدول إلى إصدارها. والسند وثيقة دين لامتلكية، ولذلك يعامل مالكة كمقرض للشركة تسري عليه القوانين المنظمة للعلاقة بين الدائن والمدين. وليس من حقه

المشاركة في إدارة الشركة أو عضوية جمعيتها العمومية .
وإن كان لبعض السندات حق التصويت كما سيأتي
تفصيله .

كان للسندات ، رغم أنها أقدم من الأسهم ، أهمية
ثانوية في أسواق المال، ولكن التذبذب الذي تعرضت له
الأسهم في السنوات الأخيرة حول أنظار المتعاملين في السوق
إلى الأوراق ذات العائد الثابت (وأهمها السندات) ، حتى
صارت تمثل في الوقت الحاضر الجزء الأكبر من الأوراق المالية
المتداولة في أسواق الدول المتقدمة . وإذا كان السند مضموناً
برهن حيازي محدد سمي باللغة الإنجليزية Bond . وقد
يكون الرهن جميع ممتلكات الشركة من عقار ومصانع
وآلات ... الخ وعندها يسمى Mortgage Bond . فإذا فشلت
الشركة المصدرة في دفع الفوائد أو القيمة الاسمية للسند ،
تقوم الجهة المشرفة على الإصدار ببيع ممتلكاتها حتى يتم
الوفاء بذلك الالتزام . وقد يكون الرهن مقتصرأ على ما
سوف تملكه الشركة من أصول بعد تاريخ إصدار السند ،
أي تلك التي استخدمت حصيلة بيع الإسناد لشرائها
After Aquired Property Clause فلا يكون مضموناً عندئذٍ
إلا بما تملكه الشركة بعد حصولها على مبالغ
السندات المصدرة . وقد تتعهد الشركة عند إصدارها لتلك
السندات المضمونة بعدم إصدار أي سندات جديدة مضمونة

الجاهلية بأنها قابلة
للتداول . وعندما يبيع
الرجل سنداً في سوق
المال فهو في واقع الأمر
يبيع ديناً ثابتاً في ذمة
المصدر له . ولا يجوز
بيع الدين فهو من
الأمور المنوعة في
الشريعة .

بنفس الممتلكات فتسمى السندات عندئذٍ سندات مغلقة closed-end bond ، أما إذا لم تتعهد فإنها تسمى سندات مفتوحة open-end bond ، وتكون عادة أقل قيمة في التداول نظراً إلى أن نفس الأصول السابقة سوف تمثل ضماناً لعدد أكبر من السندات ، الأمر الذي سيعني أن حصة الدائن عند اضطرار الشركة إلى تصفية أموالها ستكون أقل .

ويسمى الإصدار الثاني أو الثالث المرهون بنفس الممتلكات Second Mortgage ونادراً ما يتعدى إلى رابع أو خامس . أما إذا كان السند غير مضمون برهن حيازي فإنه يسمى بالإنجليزية Debenture ويكون الضمان الوحيد عندئذٍ هو سمعة الشركة المصدرة ومركزها المالي وثقة المتعاملين بها ، وقد تعتمد بعض الشركات لأسباب متعددة إلى تحويل السندات المضمونة إلى أخرى غير مضمونة والعكس .

وقد تصدر الشركة سندات مضمونة بسندات شركة أخرى ، إذ تكون مالكة لسندات تلك الشركة وهي في حاجة إلى السيولة . ولكنها بدلاً من بيع ما تمتلك من سندات تقوم هي بإصدار سندات وتضمينها بسندات تلك الشركة الأخرى . إن الهدف من ذلك هو رغبتها في الاحتفاظ بالتأثير على الشركة صاحبة السندات خصوصاً عندما تكون إحداها فرع

للأخرى ، أو مملوكة لها بصفة جزئية .

وقد تعتمد الشركات إلى إصدار أنواع من السندات لا يكون مضموناً بأي شيء ، ويستخدم في أعمال يكتنفها قدر كبير من المخاطرة مثل محاولة امتلاك شركة أخرى أو ما شابه ذلك . ويسمى هذا النوع في الولايات المتحدة سندات القمامة أو الخردة Junk Bond وهي من الاختراعات المالية الحديثة . وتكون أسعار الفائدة عليها عالية جداً مقارنة بغيرها من الأسهم ، ولكن احتمال استرداد الدائن للقيمة الاسمية لتلك السندات قليل نسبياً . وربما يجعل للسند موقعاً معروفاً في قائمة الدائنين فيسمى subordinated أي أنه يأتي في آخر قائمة المطالبين ولا يضمن برهن أو ما شابه ذلك . وربما يكون أسوأ من ذلك فيأتي بعد ما سبقه من سندات غير مضمونة برهن أو ضمان فيسمى subordinated debenture bond .

وغالباً ما تتضمن شروط إصدار السند ما يسمى بشرط التعجيل Accelerator Clause ، والذي ينص على أنه بمجرد عجز الشركة عن دفع الفوائد المستحقة في وقتها يصبح الدين وجميع الفوائد المتأخرة حالة ، ويحول الرهن عندئذٍ إلى أمين Trustee يقوم بتنفيذ ذلك الشرط .

والسندات الحكومية هي في الحقيقة من نوع debenture لأنها غير مضمونة إلا بسمعة الحكومة وثقة الناس بها وحقيقة أن الحكومة لاتفلس (إلا في حالات نادرة جداً) ، فهي قادرة على الدوام على دفع ديونها .

وللسندات مدد مختلفة أقصرها (في الغالب) ٩٠ يوماً. ولكن بعضها يمتد إلى مائة عام مثل السندات التي أصدرتها في الولايات المتحدة سنة ١٨٩٥ شركة سانتافي Santafe وهي مستحقة الرد في سنة ١٩٩٥م . وتستمر الشركة المصدرة بدفع فوائد سنوية (أو دورية) على تلك السندات حتى يحين وقت استردادها . على أن بعض السندات تصدر بدون مدة فهي تستمر لحين قيام المصدر باستدعائها أو شرائها من السوق . وتحديد مدة السند عند إصداره ليس له أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمرين لأن المدة الحقيقية هي ما بقي من عمره . فطويل الإجل يصبح متوسطاً ثم قصيراً اعتماداً على تاريخ شراء المستثمر له .

وفي البلدان التي يكثر فيها إصدار المؤسسات الخاصة للسندات تتخصص بعض الشركات في إصدار تقييم دوري rating لها . ويقوم مصدر السند بدفع اشتراك يمكنه من الاستفادة من خدمات تلك الشركات ، فتقوم الأخيرة بمراقبة الوضع المالي للمصدر ثم تعطي سنداته عياراً محدداً

يكشف مدى قدرته ، في نظر المقيّم ، على الوفاء بالتزاماته وهي دفع الفائدة السنوية والقيمة الاسمية للسندات . وأشهر هذه الشركات في أمريكا ستاندرد أند بور Standard & Poor وشركة موديز Moody's وكلاهما يصدر دورية تتضمن تقييماً لإصدارات الشركات من السندات . فدرجة AAA تعني أن السند لا يتضمن تقريباً أي مخاطرة ائتمانية وأقل منه AA ثم A ثم BB وهكذا .

السندات ذات الأصوات

بخلاف السندات المعتادة ، يعطي هذا النوع حامله حق الاشتراك في التصويت في الجمعية العمومية للشركة . وتميل الشركات إلى إعطاء هذا الحق عندما تكون ثقة المستثمرين في إدارتها قليلة ولذلك فإنهم سيقبلون إقراضها بشراء سنداتهما على شرط أن يشاركوا في توجيه الإدارة ، فيعطي لهم عندئذٍ حق التصويت بصفة دائمة أو مؤقتة .

السندات المتسلسلة

تقوم بعض الشركات بإصدار سندات تسمى متسلسلة Serial Bonds لأنها تتقيد عند إصدارها بجدول يتضمن

تواريخ متسلسلة تدفع عند كل تاريخ جزءاً من القيمة الاسمية للسند . وأهمية مثل هذا الترتيب من وجهة نظر المستثمر هي أنها تتمشى مع اهتلاك الضمانات . فإذا كانت السندات مضمونة بمعدات مملوكة للشركة فإن هذه المعدات تستهلك بمرور الوقت فلا بد إذن من استرداد حامل السند لجزء من مبلغ الدين بحيث تكون قيمة الرهن مساوية على الدوام لما بقي من ذلك الدين .

سندات الدخل

المعتاد أن الشركة المصدرة للسندات إذا عجزت عن دفع الفوائد أو القيمة الاسمية للسند في الأوقات المحدد لهما وجب عليها أن تعلن الإفلاس . لكن هذا النوع من السندات المسمى سندات الدخل لا تلتزم الشركة عند عجزها بإعلان الإفلاس فهي لا تلتزم بدفع الفوائد إلا في حالة تحقيقها لدخل يمكنها من ذلك فهي معتمدة على تحقق الدخل فقط . وجلي أن هذا النوع مشابه للأسهم الممتازة .

السندات المشاركة

وهذه شبيهة بالسندات المعتادة ، يضمن فيها سعر فائدة محدد ولكنها تتميز بوعدها من الشركة بإضافة نسبة أخرى إذا

تحقق لها ربح يسمح بذلك وكأنها مشاركة بالربح . فهو شرط معلق على تحقق معدل معين من الربح فإذا لم يتحقق لم يستحق حامل السند إلا النسبة الأولى فقط .

السندات القابلة للتحويل

ويكون لحامل هذا السند ، إذا نصت على ذلك وثيقة الإصدار ، حق تحويله إلى سهم عادي أو ممتاز أو نوعاً آخر من الأوراق المالية التي تصدرها الشركة ، في الوقت الذي تحدده نشرة الإصدار . وكل هذه أنواع من الإغراءات والميزات التي تجذب الدائنين وتحقق رغباتهم وميولهم في الاستثمار .

السندات القابلة للاستدعاء

عندما لا يكون للسند مدة محددة ، أو تكون مدته طويلة بحيث ترغب الشركة المصدرة أن تعطي نفسها فرصة سداد القرض قبل نهاية المدة ، فإنها تشترط القابلية للاستدعاء (أو الحق في الإطفاء) . فإذا اشترطت استرداده بالقيمة الاسمية فإن إقبال المستثمرين عليه يكون متدنياً ، لأن الشركة ربما تستدعيه في وقت ارتفاع سعره فلا يستفيدون من بيعه ، أو في وقت تكون أسعار الفائدة

الثابتة عليه أعلى من تلك السائدة في السوق . ولذلك ربما تعطيتهم ضمانات بأنها لن تفعل ذلك خلال السنتين أو الثلاث الأولى . وربما تكون الطريقة كما يلي : تباع الشركة السند وتشتري (من مشتريه) خياراً يتضمن الحق في شرائه عند سعر محدد ، غالباً ما يكون قيمته الاسمية . أما الإطفاء بالقيمة السوقية فهو متاح دائماً لأي نوع من الأسناد .

سندات الادخار

سندات الادخار

في هذا النوع من السندات عبارة لمن قال إن الناس لا يمكن أن يقدموا أموالهم إلى الحكومة إلا إذا دفعت لهم الفوائد وأخذت منهم على سبيل القرض. ذلك أن هذه السندات تخاطب في الناس روحهم الوطنية وهم يستحبون شراءها على رغم علمهم أن في السوق خيراً منها . ومعلوم أن الدولة الإسلامية الأولى التي وضع لبيتها رسول الله ﷺ كانت تحتاج

التسميات لا يعتمد عليها كثيراً في التفريق بين حقيقة السندات ، فهي في الغالب تسمى أسماء تشير إلى الهدف النهائي الذي يرجى أن تحققه ، أو الغرض الذي تخدمه . فسندات الادخار الأمريكية على سبيل المثال U.S. Saving Bonds تصدرها الحكومة وتباع مباشرة إلى الأفراد وإلى عدد قليل من الجمعيات والشركات ، وما إلى ذلك . وهي غير قابلة للتداول، وهناك حد أعلى لما يمكن للفرد أن يشتريه منها (١٥٠٠٠ دولار) . وقد تدفع الفائدة نصف سنوية ، والأغلب أن تؤجل إلى نهاية مدتها التي تختلف ، وإن كان الغالب فيها أن تكون عشر سنوات . وتتغير شروط إصدارها كثيراً ، فقد حددت في ١٩٨٤م بسعر فائدة عائم . يمثل ٨٥ ٪ من العائد على سندات الحكومة الأخرى .

من الجلي أن هذه السندات شبيهة بالسندات المعتادة ، إلا أنها تختلف عنها في عدم تداولها ، في تدني الفوائد عليها . ولذلك فإن الحكومة عند بيعها للناس إنما تخاطب فيهم الروح الوطنية ، والتضحية من أجل صالح الحكومة فيشتريها الناس رغم أن الفائدة عليها أقل من متوسط السوق ، ورغم عدم قابليتها للتداول .

السندات المعفاة من الضريبة

يلعب نظام الضرائب دوراً مهماً في توجيه النشاط الاقتصادي في أي قطر ، وذلك بخلق الحوافز التي تدفع الأفراد والمؤسسات إلى نوع معين من الأعمال (بخفض تكاليفها) ، وبعيداً عن أنواع أخرى (برفع تكاليفها) . ولا يظهر هذا في أي بلد كما يظهر في الولايات المتحدة . ولذلك يستخدم نظام الضرائب المركزي (الحكومة الفيدرالية) والمحلي (حكومات الولايات وسلطات المدن) لتحقيق مثل تلك الأغراض . ويعتمد تمويل النشاط الحكومي ، على كافة المستويات في تلك البلاد ، على الضرائب والديون . وتصدر السلطات المحلية أنواعاً لاتكاد تعد من سندات الدين ، تختلف باختلاف المكان والغرض والجهة المصدرة ... الخ . والسندات التي تصدرها السلطات المحلية المذكورة ، تتضمن مخاطرة تقل عن السندات التي يصدرها

الله ﷻ كانت تحتاج إلى التمويل أحياناً . ولكنه كان عليه الصلاة والسلام يشير إلى المياسير من الصحابة فيتبرعون ، أو يقترض ليرد عند السعة بدون زيادة . وليس مستجداً أن يقدم الناس اليوم على مساعدة حكومتهم بإقراضها بدون الربا لاسيما إذا علموا أن القرض لتمويل مشروع نافع أو نشاط مفيد .

القطاع الخاص ، لاسيما عندما يكون للجهة المصدرة حق فرض الضريبة فيطمئن حاملوها إلى قدرة المصدر على الاستمرار في دفع الفائدة عليها ، ولكنها تزيد على مخاطرة السندات التي تصدرها الحكومة الفيدرالية التي تعد أكثر ضماناً وأماناً . وعلى ذلك فإن سعر الفائدة المتوقع على السندات المحلية يجب أن يكون أعلى من السندات الفيدرالية ليعكس هذه المخاطر الإضافية ، الأمر الذي سيجعل تكاليف إصدارها أكبر نسبياً . ولذلك فقد جرت العادة أن تعفى السندات المحلية من الضرائب الفيدرالية حتى تتمكن السلطات المحلية من تسويقها بسعر فائدة أقل نسبياً . والاعفاء يقصد به إعفاء الدخل المتحقق لحامل السند وليس السند ذاته . ولذلك يخلق هذا حافزاً قوياً لدى الأثرياء ولدى بعض الشركات شراء هذه السندات التي تحقق دخلاً غير خاضع للضريبة ، خصوصاً إذا كانت دخولهم الأخرى قد وصلت ، من سلم الضريبة ، إلى أعلى الشرائح .

وقد توسعت الحكومة الأمريكية في الوقت الحاضر في إعفاء بعض السندات من الضريبة ، فأصبح للجامعات حق إصدار سندات معفاة ، بل ولبعض الشركات الخاصة أن تصدر سندات معفاة تمول بها تجهيزات تنظيف المدن أو المحافظة على سلامة البيئة وما إلى ذلك من النشاطات المرغوبة والملائمة للمصلحة العامة للمجتمع . ولا تختلف هذه السندات

عن السندات الحكومية الأخرى عدا أن الفوائد المدفوعة عليها لا تقتطع منها ضريبة دخل بعد أن تتحول إلى حسابات مالكيها ، بخلاف الحال في الأنواع الأخرى من السندات .

السندات المرهونة بالقوة الشرائية للنقود

أصبح التضخم ، وهو الارتفاع الملموس والمستمر في مستوى الأسعار من حقائق الحياة المعاصرة . ومن آثار حدوث التضخم تدهور القوة الشرائية للنقود ، وهو أمر يلحق الضرر بالدائنين ومنهم أصحاب السندات باعتبار أنها وثائق دين . ونظراً إلى أن الدائن إنما ينظر إلى العائد الحقيقي ، لذلك ربما لا يكون في سعر الفائدة المضاف إلى السند الكفاية لتحقيق زيادة حقيقية في قيمة الدين . وربما لا تكون المشكلة ملحة في السندات ذات المدد القصيرة مثل السندات ذات مدة ثلاثة أشهر أو ستة ، ولكن بالنسبة للسندات التي تمتد إلى سنوات طويلة تبرز الحاجة إلى ترتيب مختلف . ومنها أن لا يحدد سعر الفائدة كنسبة ثابتة بل تصدر بنسبة متغيرة أو عائمة Variable or Floating Rate وغالباً ما تكون مرهونة بسعر يتحدد في سوق حرة مثل ليبور وهو سعر فائدة الإقراض بين البنوك في سوق لندن أو برايم ريت Prime Rate وهو سعر الفائدة على القروض إلى أفضل الزبائن في سوق نيويورك .

ومن هذه السندات المربوطة بالقوة الشرائية للنقود فيكون السند فيها مربوطاً بمؤشر تكاليف المعيشة Consumer Price Index وهو المؤشر الذي تصدره سلطة حكومية متخصصة لمعرفة التغير في القوة الشرائية للنقود عن طريق قياس الارتفاع والانخفاض في أسعار سلعة من السلع الأساسية وهي عندئذٍ تحمي القيمة الاسمية للسهم والعائد عليه (الفوائد) من التدهور . ومنها تلك المسماة سندات غراني Granny Bonds في بريطانيا ، وهي نوع من شهادات الادخار التي تصدرها الحكومة لصالح فئات محددة . فهي ذات مدة طويلة وتدفع فوائدها بعد مضي عدد من السنوات كنسبة مئوية تزيد على معدل الارتفاع في مستوى الأسعار . وتمثل برنامجاً تقاعدياً يمكن للمرء أن يشترك فيه فيدفع القيم الاسمية خلال سني عمله ثم يقبض الفوائد المربوطة برقم تكاليف المعيشة عند التقاعد . ولا يسمح بشرائها عادة إلا للأفراد من الموظفين أو العمال . فهي ليست أداة استثمارية قابلة للتداول . ومع أن أنواعاً من السندات المربوطة بتكاليف المعيشة تلقى قبولاً وشعبية في بريطانيا إلا أن الأمر ليس كذلك في الولايات المتحدة ويعتقد بعض الباحثين أن مقدار المخاطرة المتدني فيها يبعد عنها المقامرین وهم الكثرة الكاثرة في أسواق المال .

السندات ذات الكوبون الصفري

هي سندات دين تختلف عن المعتاد في طريقة إصدارها وحساب الفائدة عليها . ولهذا السند قيمة اسمية مطبوعة على وثيقته . ولا يلتزم مصدره إلا برد تلك القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق الذي يحدد عند البيع . وبيع هذا السند بالمزاد العلني فيحصل عليه من دفع فيه أعلى سعر في ذلك المزاد . لاحظ هنا أن الفائدة التي ستدفعها الحكومة على السند ليست محددة بنسبة معينة عند الإصدار ولكنها تتحدد في المزايدة .

والسعر المدفوع هو بالضرورة أقل من تلك القيمة الاسمية (مع أنه لا يستبعد نظرياً في ظروف نادرة جداً أن يباع بنفس القيمة الاسمية) . والفرق بين القيمة الاسمية وما يدفعه المستثمر فعلاً في المزاد هو الفائدة على القرض . ومدته تكون دائماً قصيرة لاتزيد عن ستة أشهر . وهو قابل للتداول في السوق الثانوية وبيع بسعر يتحدد اعتماداً على قوى العرض والطلب التي تتأثر بظروف الاقتصاد والفرص الاستثمارية المتاحة .

وقد سميت بذات الكوبون الصفري لأن السندات تتضمن غالباً كوبونات يسجل عليها تواريخ استحقاق

الفائدة ، ولكل كويون قيمة تمثل تلك الفائدة ، فكأن هذا السند كويونه يساوي صفراً .

لماذا تستخدم الشركات التمويل بالإسناد أحيانا والأسهم الممتازة أحيانا أخرى ؟ :

إن اختيار التمويل بإصدار سهم ممتاز أو سند (على افتراض استبعاد الأسهم العادية لتأثيرها على هيكل الملكية والإدارة) إنما يعتمد غالباً على نظام الضرائب فنجد في الولايات المتحدة مثلاً أن المؤسسات تميل إلى إصدار السندات حتى أنها ربما بلغت عشرة أضعاف الأسهم الممتازة وذلك يعود إلى أن ما يدفع على السند يأتي ضمن نفقات النشاط الإنتاجي فيطرح من مجمل الدخل مما يقلل من نسبة الضريبة التي تدفعها الشركة إلى الحكومة بينما أن ما يدفع على السهم الممتاز يعد ربحاً لا يحسب ضمن التكاليف .

ولكن من الناحية المقابلة فإن الضريبة التي تدفع على الدخل بالنسبة للمؤسسات في الولايات المتحدة هي أعلى عندما يكون مصدر الدخل فائدة السندات بينما يمكن إعفاء جزء كبير من الدخل من الضريبة إذا كان مصدره أرباح الأسهم مما يولد حافزاً لدى الشركات (وليس الأفراد) على شراء الأسهم الممتازة . إذن فإن الاختيار يعود في

النهاية إلى ما يترتب على نوع الورقة المالية من تكاليف
على المصدر والعائد الصافي المتحقق للمشتري .

الفصل الرابع

أهم المعاملات
وأنواع عقود البيع

الشراء بجزء من السن هذه العاملة بالصفة المذكورة غير جائزة ، والله أعلم ، لأن فيها قرضاً بفائدة والإجماع على أن الفائدة هي عين ربا النسبئة المقطوع بحرمة . فلو جُرِدَ العقد المذكور من الفائدة على القرض الذي يقدمه السمسار الى المشتري هل يكون جائزاً ؟ الأرجح أنها تبقى ضمن عدم الجواز ، لأن فيها عقوداً قد اختلقت ، منها بيع وقرض ، والقرض فيها مشروط بالبيع ، وللمقرض (حتى لو كان قرضه للإرفاق حسناً بدون زيادة روية) في عقد البيع التابع لعقد القرض مصلحة فكأنه قرض جر منفعة . وفيه بيع وسلف وقد صح عنه عليه السلام فيما رواه عمر بن شعيب عن أبيه عن جده أن رسول الله صلى الله عليه وآله قال "لا يحل سلف وبيع ولا شرطان في بيع ... الحديث" ، والله أعلم .

تجري في أسواق المال أنواع كثيرة ومتعددة من المعاملات التي تمثل عقوداً بين المتعاملين في السوق . وهي من التنوع والتعدد بحيث لا يكاد الباحث يحيط بها . ولكننا نورد أدناه أهم تلك المعاملات والعقود وأكثرها انتشاراً في أسواق المال لاسيما في الدول المتقدمة .

الشراء بكامل الثمن

وهذا هو المعتاد في البيع . وهو يحدث في أسواق الأسهم والسندات ، فيدفع المستثمر كامل قيمة الأوراق المالية التي يشتريها من البائع . ولا نعرف بالضبط ما هي نسبة المعاملات في الأسواق المالية الرئيسية التي تتم بهذه الطريقة ولكننا نرجح أنها ليست كبيرة في الدول التي يسمح فيها بالاقتراض من البنوك والسماسرة للمقامرة في أسواق المال . والذي يجري في أكثر تلك الأسواق هو أن يفتح المستثمر حساباً مع السمسار شبيهاً بالحساب المصرفي . يودع فيه أمواله التي يرغب في أن يستخدمها السمسار لصالحه في عمليات السوق ، ويودع فيه السمسار ما يتحقق للمستثمر من أرباح أسهم أو فوائد سندات أو أثمان بيع ... الخ . ويستطيع صاحبه أن

البيع القصير والبيع الطويل

هل يجوز اقتراض الأسهم ثم بيعها؟ في تصور هذه المسألة صعوبة، والحكم على الشيء فرع عن تصوره. والجواب يعتمد على حقيقة الأسهم من جهة وطبيعة هذا الاقتراض. والعبرة بحقيقة العقود لا بأسمائها، فإن عدت الأسهم مالاً مثلياً بحيث يجوز اقتراضه ورد مثله لا عينه، فالقرض فيها جائز إن كان لا يترتب للمقرض فيه منفعة مشروطة. والواضح أن المعاملة مشروطة باقتراض السمسار لثمن المبيع وانتفاعه به. وإن كانت الإسهام مالاً غير مثلي فالقاعدة أن المعينات لا تتعلق بالذمة، فهي تكون على سبيل العارية لا القرض ولكن من الواضح أن ليست كذلك لأن العارية ترد بعينها وهذه ليست كذلك ثم أن في اقتراض غير المثلي خلاف وقد ثبت أنه ﷺ استسلف من رجل بكرة وقضاه من إبل الصدقة بغيراً

يسحب منه النقود متى شاء، كما يسحب السمسار منه لشراء الأوراق المالية باسم العميل. كما يفتح حساباً آخر يمكن له، أي للمستثمر، أن يحصل منه على قرض أتوماتيكي شبيه بطريقة السحب على المكشوف المعروفة في البنوك. وهكذا يتم تمويل مضاربات المستثمر بواسطة سمساره بشكل متصل وبمجرد أن يتلقى تعليماته بالهاتف.

الشراء بجزء من الثمن

الأصل أن تتم عملية شراء الأوراق المالية بدفع ثمنها كاملاً في مجلس العقد، ولكن قوانين بعض الدول تجيز شرائها بجزء من الثمن، أو ما يسمى الشراء بالهامش وفي هذه الحالة يدفع المشتري جزءاً من الثمن ويستدين الباقي من السمسار الذي يكون بدوره مقترضاً من المصارف نيابة عنه. وتخضع نسبة ما يمثله القرض من مجمل القيمة لقوانين صارمة ويتغير دورياً تبعاً للظروف الاقتصادية. ففي أحيان تشرط السلطات المالية هامشاً كبيراً عندما ترغب في تقليل عمليات المقامرة المحمومة في السوق والعكس. والهامش Margin هو الجزء النقدي الذي يدفعه المشتري، وهو نادراً ما يزيد، في الولايات المتحدة عن ٦٠٪

. فهل يجوز له بيعها ، أم يجب عليه رد عينها ؟ ثم إنها مضمونة في الغصب والإتلاف بالقيمة . وهو شبيه في ظني والله أعلم بالصرف الذي يقع فيه ربا النساء ، كأن يتم بيع ١٠٠ درهم بمائة وبينهما أجل (ولكن هذه نقود وتلك أسناد) ثم تزيد عليها باشتراط السمسار الانتفاع بثمن المبيع خلال هذه الفترة فكأنه اشترط عليه القرض ، فأقرضه الأسهم واشترط عليه أن يقرضه النقود ، والله أعلم .

وقد يقل عن ذلك كثيراً . وعندما ترغب السلطات المالية في زيادة نسبة التعامل فإنها تسمح بهامش أقل ، لأنها تعطي بذلك الفرصة لمن لا تتوفر لديهم موارد مالية كبيرة بالدخول والشراء من السوق عن طريق الاقتراض . وأكثر ما تستخدم هذه الطريقة في شراء الأسهم . ويبقى السهم ، عندما يشتري بالهامش ، في حيازة السمسار ، وقد يكون مسجلاً باسمه أيضاً ويكون رهناً لضمان السداد . ولكن يحق للمشتري أن يمارس حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة وأن يحصل على ما قد يتحقق من أرباح . ويستخدم السمسار تلك الأسهم أو السندات في أعماله باقراضها إلى زبائن يرغبون في إجراء بيوع قصيرة كما سيجري تفصيله لاحقاً . وقد يسمح لهذا العميل أحياناً عند تقديمه ضمانات أخرى بيع تلك الأسهم لنفسه .

وتفرق القوانين في الولايات المتحدة بين نوعين من الهوامش : الأول، ويسمى الهامش الابتدائي Initial Margin ويتعلق بالقرض لشراء الأسهم في اليوم الأول فقط . والثاني، الهامش لما بعد اليوم الأول والذي يسمى هامش الاستمرار Maintenance Margin . والقرض من التفريق هو تشديد الرقابة على النوع الأول الذي يستخدم لأغراض المقامرات السريعة إذ يعتقد أن

أحد أهم أسباب انهيار سوق البورصة سنة ١٩٢٩ هو التوسع في الشراء بجزء من الثمن .

وعندما يتم الشراء بالهامش يدفع المشتري فائدة على الجزء المقترض من السمسار مدة استمرار ذلك القرض ، أي من تاريخ شرائه بالهامش حتى بيعه تلك الأسهم . ويتغير هامش الاستمرار تبعاً لتغير السعر . فمثلاً اشترى زيد ١٠٠ سهم في شركة الأمانة سعرها ٤٠ ريالاً للسهم ، دفع للسمسار منها ٣٠٠٠ ريال واقترض منه الباقي (١٠٠٠ ريال) . واحتفظ السمسار بالأسهم رهناً مقابل القرض (وهو بفائدة) . فالهامش الابتدائي هنا هو ٧٥ ٪ . ثم في اليوم الثاني انخفضت أسعار تلك الأسهم فصارت ٣٠ ريالاً للسهم فقيمتها الآن صارت ٣٠٠٠ ريال . لقد أصبحت حصة السمسار منها (وقد دفع ١٠٠٠ ريال) ٢٣ ٪ وليس ٢٥ ٪ ، أي أن الهامش صار ٦٦ ٪ (ووربما تزيد لو غلت الأسعار) . فإذا استمرت في الانخفاض حتى قاربت قيمتها ١٠٠٠ ريال (وهو مبلغ القرض) سارع السمسار ببيعها لضمان استرداد قرضه لأن احتفاظه بها هو على سبيل الرهن ومن ثم عليه أن يتأكد دائماً أن قيمة تلك الأسهم مساوية على الأقل لمبلغ القرض . ومن الجلي أن طريقة الشراء بجزء من الثمن

تؤدي إلى توسيع التعامل في السوق وإعطاء أرباب الأموال قدرة على استغلال رساميلهم بشكل أكثر كفاءة من الناحية الاقتصادية حيث يستطيع المستثمر أن يشتري أوراقاً ذات قيمة تفوق ما يتوفر عليه من سيولة .

ويستخدم كثير من الناس عملية الشراء بجزء من الثمن كوسيلة للحصول على النقود عند الحاجة . فمثلاً زيد يحتاج إلى المال ولايستطيع الحصول على قرض من المصرف أو أن الفوائد عليه عالية نسبياً لضعف ملاءته . سوف يقوم عندئذٍ بشراء الأسهم بجزء من الثمن ثم بيعها للحصول على مبلغ من المال والتصرف فيه ثم رده في المستقبل إلى ذلك السمسار .

ويستخدم الناس هذه الطريقة كما يستخدم الناس عندنا التورق للحصول على المال فإن كثيراً من الناس يعتمد إلى شراء السيارات بالمرابحة أو التقسيط ثم يبيعها بالنقد لأنه يحتاج إلى المال . وهكذا يفعل بعض الناس في أمريكا في مسألة الشراء بجزء من الثمن . ولذلك فالمرابحة في الأسهم تؤدي إلى هذه النتيجة ، والله سبحانه وتعالى أعلم .

البيع القصير والبيع الطويل

يكثُر في أسواق البورصة استخدام لفظ "طويل" و "قصير" لأنواع الصفقات . فقد يسمى البيع قصيراً أو طويلاً وقد يسمى الهدف من الشراء قصيراً Short Sale أو طويلاً Long Sale . ولا علاقة مباشرة لهذا التعبير بالمدة الزمنية ولكنه مرتبط بالهدف من الاستثمار . فالوضع الطويل يتعلق بشراء الأسهم والاحتفاظ بها للحصول على الربح أو للحصول على الزيادة الرأس مالية في أسعارها . أما الوضع القصير فيتعلق بالمقامرة على انخفاض أسعارها سواء كان المستثمر مالكاً أو غير مالك لها في وقت إنشاء عقد البيع . فإذا توقع أحدهم أن أسعار أسهم إحدى الشركات (شركة الأمانة مثلاً) سوف تنخفض فقد يعمد إلى عملية بيع قصير وذلك باقتراض عدد من أسهم تلك الشركة من سمسار (يكون محتفظاً بها كضمان لسداد قرض في عملية بيع بجزء من الثمن ، انظر الفقرة السابقة) وبيعها بالسعر السائد ، فإذا تحققت توقعاته وانخفضت الأسعار أعاد شرائها من السوق بالأسعار الجديدة وقام بتسديد ذلك القرض (أي أنه سوف يرجع الإسهام إلى صاحبها) ويحتفظ لنفسه بالفرق الذي تحقق بين سعر بيعه (الثمن المرتفع) وسعر شرائه (الثمن بعد الانخفاض) .

وتتم العملية بواسطة السماسرة المتخصصون في أسواق
البورصة كما يلي :

يتوقع زيد أن أسعار أسهم شركة الأمانة سوف
تنخفض بعد فترة ويرغب في تحقيق ربح من هذا الوضع
إن تحققت توقعاته . يذهب إلى أحد السماسرة فيقترض
منه ١٠٠ سهم من أسهم تلك الشركة ، ويقوم ببيعها في
السوق بالسعر السائد وهو (على سبيل المثال) ١٠٠
ريال فيحصل بذلك على مبلغ ١٠.٠٠٠ ريال . يقوم
السمسار بإتمام العملية نيابة عنه وقبض الثمن والاحتفاظ
به كرهن لضمان إعادة تلك الأسهم، وهو في هذه الفترة ،
أي السمسار، سيودعها في البنك (أو يتصرف بها
بطريقة أخرى ...) فتدر عليه - أي السمسار - عائداً
خلال الفترة بين اقتراض الأسهم وإعادتها. فإذا حدث ما
توقعه زيد وانخفضت أسعار تلك الأسهم (إلى ٨٠ ريال
مثلاً) فإن زيداً سيقوم رأساً بشراء ١٠٠ سهم من أسهم
ذات الشركة بقيمة ٨٠٠٠ ريال ويقوم بتسليمها إلى
السمسار وقبض المبلغ السابق أي ثمن البيع (
١٠.٠٠٠ ريال) وتحقيق ربح قدره ٢٠٠٠ ريال .
فالمستثمر ربح الفرق بين السعرين ، والسمسار حقق عائداً
من استخدام النقود خلال هذه الفترة (بالإضافة إلى رسوم
الخدمة) .

والقرض المذكور (أي اقتراض الأسهم) قرض حال وغير محدد بمدة زمنية إذ يستطيع المستثمر إعادة الأسهم في أي وقت ويستطيع السمسار استدعائها أيضاً. وفي هذه الحالة - أي إذا طلب السمسار استرجاع الأسهم قبل الوقت المناسب للمستثمر - فقد يضطر (المستثمر) إلى اقتراضها من جهة أخرى إذا كان الوقت لم يحن بعد لإقفال العملية (بتحقق توقعاته). وعندما تخيب توقعات زيد فترتفع الأسعار بدلاً من الانخفاض، يكون المبلغ المحتفظ به لدى السمسار أقل من القيمة السوقية الجديدة ولذلك يكون المستثمر ملزماً بزيادته إذا رغب في استمرار تلك العملية.

والأرباح التي توزعها الشركة المصدرة للأسهم في هذه الفترة هي (في الولايات المتحدة) حق للدائن (أي السمسار) رغم أن الأسهم تكون مسجلة باسم المستثمر، ولذلك يقوم هو، أي المستثمر، بقبض الأرباح ثم يصبح مديناً للسمسار بها.

والغرض الأساس من عمليات البيع القصير هو الاستفادة المستثمر من توقعاته بأن الأسعار سوف تنخفض، وتحقيقه الربح من هذا التوقع. لكن لهذه العملية آثاراً مباشرة في نشر الرعب بين المتعاملين في السوق ومن ثم

يؤدي انتشارها في الوقت غير المناسب إلى انهيار السوق .
 ولذلك نجد أن بورصة نيويورك مثلاً تمنع عمليات البيع
 القصير إذا كان اتجاه سعر سهم الشركة الذي يجري تداوله
 هو نحو الانخفاض . فمثلاً عندما يكون سعر سهم شركة
 الأمانة في وقت افتتاح التعامل في السوق ٥٠ ريالاً لايسمح
 بإتمام بيع قصير حتى يتضح اتجاه السعر ، فإذا كان في
 الصفقات التالية أكثر من ٥٠ سمح به وإذا كان أقل لم
 يسمح به . والسبب يعود إلى أن السماح بالمقامرة على
 انخفاض السعر عندما يكون اتجاهه نحو الانخفاض سيؤدي
 بالضرورة إلى الانهيار السريع لذلك السعر .

وقد يستخدم البيع القصير لحماية مكاسب البيع
 الطويل ، أو لغرض نقل الأرباح التي تحققت هذا العام إلى
 عام قادم ومن ثم تخفيض نسبة ما يدفع من الضرائب .

وتتضمن العمليات المذكورة مقداراً كبيراً من المخاطرة
 لأن نسبة الخسائر التي يمكن أن يتحملها المتعامل لايمكن
 التنبؤ بها بشكل دقيق ، فكل ارتفاع في سعر السهم الذي
 تم اقتراضه هو أعباء إضافية على المقامر ، وبما أن سعر
 السهم يمكن أن يرتفع إلى أي مستوى (حتى أن أسهم بعض
 الشركات يصل إلى ٩٠ ألف دولار للسهم الواحد) فخسائره
 إذن لايكاد يكون لها حد ، بينما أن أقصى ما يمكن أن

يخسره صاحب الموقف الطويل هو القيمة الكلية للأسهم التي
يملكها .

الفصل الخامس

الخيارات

الخيار الذي تمنحه
الشركة لبعض
العاملين لديها
هذا عقد بيع اشترط
للمشتري فيه الخيار .
ربما يكون هذا الخيار
مجانياً تقدمه الشركة
من باب الأغطية والهبة
إلى بعض العاملين فيها
من يتصف بالتفان
والاجتهاد في خدمة
الشركة وهي لاتعطيهم
تلك الأسهم مجاناً بل
بشمن محدد ، ولكن
تعطيهم حق الشراء ،
فالخيار هبة لا معاوضة.
فمن قال بعدم لزوم
الهبة لم يعد للخيار في
ذلك معنى لأنها تقبل
عندئذ الفسخ بلا
اشترط . ومن قال
(كالمالكية) بالإلزام
بالوعد لوقوع الموعود
في ورطة صار للخيار
فيه معنى . هذا كله

لا تقتصر عمليات الأسواق على شراء الأسهم والسندات
وبيعها بل يتداول فيها أنواع من العقود التي تسمى
بالمنتجات المالية تمثل أدوات للمقامرة أحياناً والاستثمار
أحياناً أخرى . ونورد في هذا الفصل أهم هذه المنتجات في
الوقت الحاضر وهو الخيارات .

الخيار في عرف التعامل المالي : هو حق شراء أو بيع
سلعة ما في تاريخ محدد بسعر متفق عليه سلفاً . وفي
أسواق الأوراق المالية والبورصات تكون تلك السلعة سهماً أو
سنداً أو أداة مالية متداولة أو مؤشراً معروفاً . ولا يترتب
على مشتري الخيار التزام بالبيع أو الشراء ، وإنما يعطيه
الحق، الذي يستطيع أن يمارسه أو أن يتركه ، ويصبح
المضارب (المستثمر) مالكا للخيار بمجرد دفع قيمته .

وهناك أنواع متعددة من الخيارات سنعرض لبعضها ثم
نفصل أهمها :

أ - الخيار الذي تمنحه الشركات لبعض العاملين لديها
من كبار المدراء فهي تمنحهم حق شراء عدد من أسهمها بسعر
محدد سلفاً (غالباً ما يكون أدنى من السعر السائد) ويمتد

لفترة طويلة (ولكنها محددة) . والهدف من هذا هو تشجيع أولئك المسؤولين على التفاني في العمل ، لأن كل زيادة في السعر السائد لسهم الشركة تشكل ربحاً لهم . وقيل الشركات الى منح الخيار (وليس الأسهم) ، إلى العاملين فيها لأن الخيار في هذه الحالة (بخلاف ملكية الأسهم) يمثل فرصة تحقيق ربح بدون احتمال تحمل الخسارة . إضافة إلى أن امتلاك الأسهم يترتب عليه ضرائب ربما تشكل عبئاً عليهم . ويستطيع الموظف في أي وقت شراء الأسهم بالسعر الذي نص عليه الخيار ثم بيعها بالسعر السائد . وربما لا يحتاج إلى شراء تلك الأسهم للحصول على الربح حيث يستطيع بيع الخيار فقط كما سيأتي تفصيله .

ب - الخيار الذي تباعه الشركة على مستثمرين جدد ، وتسمى تعهدات Warrants حيث يكون لهم حق شراء مجموعة من أسهم الشركة عند سعر محدد (غالباً ما يكون السعر السائد) خلال مدة محددة . وهو قابل للتداول وربما يمتد لسنوات ، وسيأتي تفصيله .

ج - خيار يكتبه السمسار أو تصدره سلطة السوق المالية أو البورصة يعطي حامله الحق في شراء أو بيع عدد محدد من الأسهم خلال فترة محددة وهو أهم أنواع الخيارات وسيأتي تفصيله .

مبني على افتراض جواز أن يستقل الخيار عن العقد ذاته ولم نعلم أن أحداً قال بهذا كما سيأتي تفصيل ذلك فيما بعد . ثم أن المستفيد سيبع الخيار دون شراء الأسهم فكأن عقد البيع ذاته (أي شراء الأسهم) ليس له وجود ، لأن قصد المتعاقدين ونيتهما هو الاستفادة من فروق الأسعار وليس امتلاك الأسهم ذاتها . ويكون محل الهبة الخيار ذاته وليس الأسهم ثم أن العقد ، أو الوعد في هذه المعاملة على شيء ليس له وجود عند التعاقد وليس على صيغة السلم ، لأن الشركة لن تعطي أولئك العاملين أسهماً مما كان صدر قديماً بل ستصدر لهم أسهماً جديدة ، وفي العقد على المعدوم كلام كثير . والأرجح الجواز إذا خلا من الغرر الفاحش المفضي إلى

المنازعة وكان على
شروط صحة السلم
ومنها قبض الثمن في
مجلس العقد .

الخيارات التي

يصدرها

السماسرة

الخيار مشتق من
الاختيار ، وهو طلب
خير الأمرين . وهو
يعني في المفهوم الفقهي
أن يكون لأحد العاقدين
أو لكليهما حق إمضاء
العقد أو فسخه .
وحكمته ، الوصول الى
كمال الرضى ، لأن
العقود مبناه رضى
المتعاقدين لقوله تعالى
(إلا أن تكون تجارة
عن تراض منكم)
الآية ، وقوله ﷺ "إنما
البيع عن تراض" . وقد
يبدو الخيار مخالفاً
لمقتضى عقد البيع ،
لأنه عقد لازم ، ولكنه
ثابت في السنة فقد صح

د - الخيار الذي تمنحه الشركة لحاملي أسهمها بإعطائهم
حق الحصول على أسهم في إصدار جديد تزمعه بسعر يقل عن
السعر السائد لتلك الأسهم ويسمى (Rights) . والهدف منه
خلق بعض الصعوبات أمام من يريد شراء حصة غالبية من
الأسهم المتداولة ثم السيطرة على الشركة ، إذ يجعل هذا
الإجراء الملاك الحاليين أكثر تمسكاً بأسهمهم . وغالباً ما تكون
مدة الخيار شهر أو شهران تحدده الشركة للدفاع عن نفسها من
مشتر لا ترغب في سيطرته عليها .

ومع أن فكرة الخيارات في الأسواق ليست جديدة ، إلا
أنها لم تكتسب القبول كأداة للاستثمار إلا في عقد
السبعينات عندما سمحت بورصة نيويورك لأول مرة سنة
١٩٧٠ بتداولها ، ثم خصصت بورصة شيكاغو (في سنة
١٩٧٣) لها جزءاً من السوق . حتى إذا حل عقد الثمانينات
أصبحت هي عصب التعامل في أسواق البورصات . وسنفصل
أدناه أهم أنواع الخيارات المذكورة ، وهي تلك التي تصدرها
الشركات (تعهدات) وتلك التي يصدرها السماسرة أو
إدارات متخصصة في الأسواق المالية .

التعهدات

تصدر الشركات أنواعاً من التعهدات تتضمن الوعد ببيع
عدد من أسهم الشركة بسعر معين خلال فترة محددة أو غير

محددة تستمر أحياناً مدة بقاء الشركة . وتستطيع الشركة بهذه الطريقة أن تحقق دخلاً بدون أن تخاطر بتغيير هيكل ملكيتها الذي قد ينتج إدخال مساهمين جدد . وفي نفس الوقت يستطيع المستثمرون المقامرة على مستقبل الشركة بدون الحاجة إلى مبلغ كبير من المال .

مثال : أصدرت شركة الأمانة خياراً على أسهمها على شكل تعهدات . يخول كل تعهد حامله الحصول على سهم من أسهم الشركة بسعر قدره ٢٠ ريالاً خلال مدة قدرها عشر سنوات . وتم بيع هذه التعهدات بسعر خمسة ريالات لكل تعهد . فإذا افترضنا أن السعر السائد للسهم في بداية عام ١٩٩٠ هو ٢٠ ريالاً ، وأن مستثمراً يتوقع أن يرتفع السعر خلال الفترة ٩٠ - ١٩٩٥ إلى ٤٠ ريالاً فإنه سيحقق ربحاً قدره ١٠٠٪ لو أنه اشترى عدداً من أسهم تلك الشركة . ولكنه سيحقق ربحاً قدره أكثر من ١٠٠٪ لو أنه اشترى بنفس المبلغ تعهدات الخيار المذكورة بدلاً عن الأسهم ذاتها . إن السبب يعود إلى أن أسعار تلك التعهدات سوف ترتفع بنسبة أكبر من ارتفاع سعر الأسهم عندما تتجه الأخيرة إلى الارتفاع وتنخفض بنسبة أكبر من انخفاض أسعار الأسهم عندما تتجه تلك الأسعار إلى الانخفاض (فخسارته تكون أكثر في حال انخفاض السعر أيضاً) . إذن فإن الحافز على شراء وبيع الخيارات إنما تعتمد على توقعات التغيير في

عنه ﷺ أنه قال لحبان بن منقذ الذي كان يغبن في البياعات " إذا بايعت فقل لاخلاية ، ولي الخيار ثلاثة أيام " وعنه ﷺ ، فيما رواه البخاري " البيعان بالخيار ما لم يتفرقا ... الحديث " وثبت الخيار لأحد العاقدين أو كلاهما ، وفي ثبوته لغيرهما خلاف ، ومن قال بجوازه (في رواية لمالك في تهذيب الفروق وأحمد في كشاف القناع في نهاية المحتاج، ذكره علي الخفيف في أحكام المعاملات ص ٤٠١) استبقاه للعائد ، فيكون عن شرط له ولمن اشترطه وإن لم يجعل لنفسه ، فليس فيه إذن إثباتاً لبعض آثار العقد لغير عاقده وإنما أشبه في ذلك الوكالة وهو من باب الإنابة الجائزة . وفي مدة الخيار خلاف ، فقد ذهب أبو حنيفة إلى أنه مؤقت بثلاثة

أيام ، والجمهور على أنه ليس لمدته قدر محدد وإنما يقدر على حسب الحاجة ويكون في مدة مناسبة لما تقتضيه حال السلعة . وفي الخيار تأخر القبول عن الإيجاب قدر مدة الخيار . ولكن لا يجوز أن يكون البيع معلقاً كقوله بعتك دابتي إذا نزل المطر ، ولا أن يعلق على ما ينعقد عليه السوق إلا أن يكون سعر يومه لاسعراً في المستقبل . والإيجاب والقبول (كأن يقول بعتك سلعتي هذه فيقول قبلت) إنما هما من لوازم عقد البيع والخيار في عقد البيع (وفي العقود المباحة الأخرى التي تقبل الخيار ضمن أحكام الشريعة الإسلامية) تابع للعقد متعلق به غير منفصل عنه وليس له وجود مستقل بذاته وسوف نرى . وقد اختلف في جواز وراثته،

الأسعار ، كما أن الربح الذي يمكن أن يحققه المستثمر سيكون معتمداً على دقة توقعاته تجاه سعر الأسهم التي يغطيها الخيار . ولا يحصل حامل الخيار على حصة من أرباح الشركة فدخله الوحيد هو التغير في سعر الأسهم . ونظراً إلى أن حامل تعهد الخيار يقارن نفسه دائماً بمالك الأسهم ، فإن توزيع الشركة لنسبة عالية من الربح يؤدي دائماً إلى انخفاض أسعار تلك التعهدات لأن الأسهم ذاتها تحقق في هذه الحالة ربحاً أكبر من الخيارات .

وبمجرد إصدار الشركة لتلك التعهدات فإنها تصبح قابلة للتداول ، وتحدد قوى العرض والطلب سعرها الذي يسود في السوق . وقد تشترط الشركة الحق في استدعائها بقيمتها الاسمية أو بقيمة تزيد بنسبة معينة عن سعرها السوقي .

وقد تلتزم الشركة عند إصدارها لتعهدات الخيار بعدم إصدار أسهم جديدة أو أن لاتبيع تلك الأسهم في حالة إصدارها إلا بسعر يزيد على السعر المتضمن في تلك التعهدات . كل ذلك يؤدي إلى محافظة الخيارات على قيمتها السوقية .

وتستخدم الشركات هذه التعهدات لأغراض متعددة . فمثلاً يمكن أن تصدرها مصاحبة للسندات (أو الأسهم

المتأزاة) ومن ثم تستطيع الحصول على دين بسعر فائذة أقل نسبياً . فمثلاً تصدر الشركة سندات دين بسعر فائذة قدره ٩ ٪ (بينما أن السعر الذي يقبله المستثمرون في مثل حالاتها ومركزها المالي هو ١٤ ٪ مثلاً) وتصدر معها تعهدات تخول مالك كل سند حق شراء عدد من الأسهم بقيمة محددة خلال مدة محددة . وتكون التعهدات منفصلة عن الاسناد بحيث يمكن تداولها بشكل مستقل . ويؤدي هذا في كثير من الأحيان إلى إقبال الجمهور على شراء تلك السندات رغم أن سعر الفائدة عليها أقل مما يجب ، ومن ثم تستطيع الشركة الحصول على دين ذي تكلفة متدنية نسبياً .

تعهدات العملة الأجنبيةة

هذا تطور بني على فكرة تعهدات الأسهم ، وتعهد العملة الأجنبيةة هو شهادة تصدرها الشركة تعطي صاحبها الحق في الحصول على مبلغ معين من عملة أجنبيةة بسعر محدد من العملة المحلية . وقد بدأت هذه الفكرة في أوربا سنة ١٩٨٦ ثم انتشرت في أسواق المال . وتقوم بها عادة الشركات غير المالية التي يؤدي تعاملها في البلدان الأجنبيةة إلى دخولها إلى أسواق الصرف الدولية فتقوم بإصدار هذه التعهدات وبيعها على العملاء . والغالب أن الذين يشترون

فقالوا لايجوز لأنه إرادة ومشيئة وذهب الشافعي ومالك الى أنه يورث لأنه حق متعلق بالمال لا بالشخص ، كما صح عنه عليه السلام " من ترك مالاً أو حقاً فلورثته " ، فذكر الحق مع المال ، فإن شاء الوارث أمضى أو فسخ إذا مات المورث قبل نهاية مدة الخيار . ومع ذلك يبقى الخيار متعلقاً بعقد البيع . ويحرم تصرف أحد العاقدين في المبيع أو الثمن بغير إذن صاحبه ، وقيد الإذن بالتصرف بأن يكون بعد عقد البيع لا قبله ولا معه فإن أرادا هذا التصرف ونوباه من قبل العقد ودخلا في البيع عليه وعلى انتفاع المشتري بقله المبيع بطل البيع لأنه عندئذ يكون حيلة للتوصل إلى القرض والربا .

هل المعاملة المذكورة أعلاه هي نوع من الخيار المشروع ؟

إن في المعاملة المذكورة أعلاه اختلافاً واضحاً عن الخيار في الفقه الإسلامي . ولعل أول هذه الاختلافات أن الخيار الموصوف والذي يتعامل به الناس في أسواق المال هو عقد مستقل عن عقد البيع له ثمنه وعاقده وصيغته . فالصيغة تتضمن انفصال عقد بيع الأسهم عن الخيار فيكون للخيار ثمن وللأسهم (أو السهم) ثمن . والخيار عقد مستقل يشترى فيه المستثمر حقاً يخوله البيع أو الشراء . والأغلب أن يبيع الخيار من لا يملك الأسهم من السماسرة فدل على أنه عقد مستقل بذاته . ومحل العقد (أي العقود عليه) هنا هو ذلك الحق وليس الأسهم، لأن للأسهم عقداً آخر هو عقد بيع يأتي لاحقاً وربما لا يحتاج المتعاملون فيه

هذه التعهدات هم صغار العملاء الذين لا يستطيعون شراء شهادات الخيار للعملات الأجنبية التي تصدرها المؤسسات المالية المتخصصة بفئات كبيرة . وغالباً ما تكون مدة هذه التعهدات طويلة نسبياً (خمس سنوات مثلاً) .

مثال : شركة التليفون والتلغراف الأمريكية AT & T أصدرت تعهدات عملة أجنبية بقيمة ٣ ملايين دولار تعطي حاملها الحق في الحصول على ٥٠ دولار مقسم إلى حصص بسعر ١٥٨ر٢٥ ين ياباني للدولار . وليس للشهادة أية قيمة إلا إذا تخطى سعر الصرف بين الين والدولار مستوى ١٥٨ر٢٥ خلال عمر الشهادة وهو خمس سنوات . فإذا ارتفع السعر إلى ١٦٨ر٢٥ مثلاً يصبح قيمة الشهادة ٢٩٧ دولار (أي أنها ستحقق ربحاً مقداره ٥٠٠ ين في كل شهادة) . ومن ثم يحقق حامل التعهد المذكور الربح إذا تغير السعر بالطريقة التي يتوقع . أما الشركة فهي ستحمي نفسها ، فإن الشركة سوف تشتري خيار على الين مدته خمس سنوات ، وبما أن الخيار سيكون أقل في تكلفته عن السعر الذي تتقاضاه عن التعهدات لأنها تتعامل مع مؤسسات مالية كبيرة غير متاح للمستثمرين الصغار التعامل معها فهي في النهاية ستحقق ربحاً مضموناً خلواً تقريباً من المخاطرة .

الخيارات التي صدرها السماسرة والمتعاملون في السوق

وتشكل هذه الخيارات أهم نشاطات أسواق البورصة في البيوع الآجلة في الوقت الحاضر . وقد اقترح بعضهم تسميتها الاختيارات تفرقاً لها عن الخيار المعروف في فقه المعاملات ، ولامشاحة في الاصطلاح ، لقد بدأت عقود الخيارات في أسواق السلع ثم انتقلت إلى بورصات الأوراق المالية حيث اكتسبت أهميتها البالغة في الوقت الحاضر .

وأول سوق منظم للخيارات في الأوراق المالية ظهرت سنة ١٩٧٣ في مدينة شيكاغو الأمريكية حيث أنشئت هيئة متخصصة لذلك اسمها مجلس شيكاغو لتبادل الخيارات Chicago Board Option Exchange . ولكن التعامل بالخيارات بدأ قبل ذلك في الأسواق خارج البورصة (OTC) ، بيد أنها كانت عقوداً غير نمطية وليس لها قابلية التداول . فلما نظم إصدارها في بورصات ، نجحت نجاحاً باهراً وتضاعف العمل بها حتى زاد عدد العقود فيها عن مليون عقد يومياً تتضمن مئات الآلاف من ملايين الدولارات في الولايات المتحدة . ولم تنتشر في العالم إلا في الثمانينات فلم يعمل بها في ألمانيا مثلاً إلا سنة

إليه فتصفي المعاملة عند الخيار بدون إجراء عملية بيع للأسهم . فما هي حقيقة هذا الحق؟ وهل يجوز أن يكون له ثمن؟ الأرجح عدم الجواز، لأن هذا من الحقوق المجردة التي لا تكون محلاً لعقود المعاوضة ، والله أعلم.

ثم إن اتصل عقد الخيار بعقد البيع فإن هذين عقدين جمعا في عقد واحد. الأول هو الواقع على ذلك الحق الذي ذكرنا والثاني هو الواقع على السلعة أو السهم المباع ، فشابهها في ذلك البيعتين في بيعة والشرطين في عقد فإن كان الأمر كذلك فهي غير جائزة والله أعلم.

هل هي نوع من السلم؟ السلم جائز بالكتاب والسنة ، وفيه تعجيل الثمن وتأجيل قبض المبيع. وقبض

الثنى في مجلس العقد
 شرط في صحة عقد
 السلم ، ولذلك لا يجوز
 فيه الخيار . فهذه
 المعاملة شبيهة بالسلم
 من حيث أنه عقد يتأخر
 فيه تسليم المبيع وهو
 الأسهم ، وأن البيع
 يكون بسعر متفق عليه
 ابتداءً الى أجل معلوم .
 ولكن الاختلاف كبير ،
 فليس فيه أولاً قبض
 للثنى في المجلس بل إن
 كلا البديلين مؤجلان ،
 والأهم ثانياً ، ان عقد
 الخيار منفصل عن عقد
 بيع السلعة وله ثمن
 خاص به فأخرجه ذلك
 من باب السلم .

هل هو من بيع
 العيون؟ العيون هو أن
 يشتري الرجل السلعة
 فيدفع من ثمنها
 جزءاً (درهمين مثلاً)
 ويقول للبائع إن لم أشتري
 منك فالدرهمين لك .
 وجمهور الفقهاء على
 عدم جوازه ، وقد ذهب
 الحنابلة في المشهور
 عندهم الى صحة

١٩٨٦ ، ولكنها انتشرت في أوروبا واليابان بعد ذلك . وقد
 زاد عدد الأسواق التي يتعامل بها بهذه الخيارات عن أربعين
 سوقاً في الوقت الحاضر .

ويمثل الخيار حق (وليس الإلتزام) بشراء أو بيع سهم
 أو سند أو أداة مالية أخرى . وفي أسواق البورصات في
 الدول المتقدمة يمكن للخيار أن يكون على مؤشرٍ سعريٍّ فقط
 كما سيأتي تفصيله .

ويجري تداول الخيارات في أسواق البورصات الرئيسية
 كما تباع وتشتري في الأسواق خارج البورصات (OTC) .
 أما في الحالات الأولى ، فتكون العقود نمطية متشابهة من
 كل نواحيها ماعدا السعر ، فتحدد سلطة السوق مدة العقد
 ووقت انتهاء صلاحيته وعدد الأسهم المتضمنة فيه إذا كان
 خياراً للأسهم . وتحدد الأسعار على شكل نقاط بحيث تنتهي
 بصفر أو برقم ٥ ... الخ . ويترك السعر للتفاوض بين
 المتعاملين . ولذلك نجد أن هناك تواريخ معينة تنتهي فيها
 الخيارات تكون موزعة على أشهر السنة ، مثل مارس ،
 يونيو ، سبتمبر ... الخ .

ويلاحظ أن معاملات الخيارات تقتضي أن تكون سلطة
 البورصة ، أو جهة متخصصة تحددها تلك السلطة ، ضامنة

لوفاء الأطراف بتعهداتهم . فلا حاجة والحال هذه إلى وجود علاقة مباشرة بين البائع والمشتري حيث يجري تداول هذه الخيارات كما تتداول الأسهم أو السندات . أما في الأسواق غير المنظمة على شكل بورصات ، فإن شروط الخيارات التي تصدرها تكون خاضعة للتفاوض . ويمكن أن تقسم الخيارات المتداولة في الأسواق المالية لما يلي :

خيار الطلب :

والطلب هنا فيه إشارة إلى المكاملة الهاتفية لأن هذه العقود كانت تجري في بداية الأمر باستخدام الهاتف فهو يسمى بالإنجليزية call option . هذا الخيار يصدره المتعاملون في السوق من المستثمرين والسماسرة وهو يخول مشتريه حق (أي الحق بمعناه القانوني لا الشرعي) شراء (وليس الإلتزام بالشراء) عدد محدد من أسهم شركة معينة (أو أية أوراق مالية أخرى) بسعر معين خلال فترة محددة ، غالباً ما تكون ٩٠ يوماً . يتضمن هذا العقد التزام المصدر (أي البائع) بتقديم تلك الأوراق بالبيع إلى المشتري عند طلبه خلال تلك الفترة . ويدفع المشتري إلى البائع ثمناً لذلك الخيار يتحدد من خلال العرض والطلب في السوق مقابل التزامه بالبيع ، وهو ثمن للخيار خلال مدة صلاحيته وليس للأوراق المالية التي يتضمنها . فإذا قرر مالك الخيار شراء

التعامل بالعربون وهو من مفردات المذهب (انظر ، ماجد أبو رخبه ، حكم العربون في الإسلام) . وقد استدلل ابن القيم رحمه الله على جواز بيع العربون بما أخرجه البخاري في باب ما يجوز من الاشتراط عن ابن سيرين قال "قال رجل لكرهه ارحل ركابك فإن لم أرحل معك يوم كذا وكذا فلك مائة درهم فلم يخرج فقال شريح من شرط على نفسه طائعاً غير مكره فهو عليه " . وبعد هذا العقد ملزماً في حق البائع بمعنى أنه لا يستطيع الامتناع عن تنفيذه ، أما المشتري فهو بالخيار . وخيار الطلب المذكور في معاملات أسواق المال والذي يعطي مشتريه الحق في شراء عدد من الأسهم خلال فترة محددة شبيه ببيع العربون المذكور ولكن

بينهما اختلاف . من هذا الاختلاف أن العربون في البيع المذكور جزء من الثمن وفي الخيار الموصوف ثمن منفصل عن سعر الأسهم وهو سعر للخيار ذاته وهذا اختلاف بين . أما خيار الدفع وهو الذي يكون لمشتريه حق بيع الأسهم فلا يشبه بيع العربون . هل هو نوع من أنواع التأمين؟ إن الدافع الحقيقي لشراء الخيار في أسواق البورصة هو الرغبة في دفع المخاطرة وضمان سعر محدد للبيع أو الشراء في المستقبل ومن ثم تفادي الخسارة . ومقابل ذلك يدفع المستثمر مبلغاً محدداً يمثل ثمن الخيار المذكور . فكأن الخيار إذن نوع من التأمين . وهو عندئذ عقد معاوضة تضمن غرراً فاحشاً والبيع بهذه الصفة نوع من الميسر أو القمار الذي لا يجوز

الأسهم مثلاً وُصف ذلك بأنه "ممارسة" للخيار ، ويجوز له في الخيار الأمريكي أن يفعل ذلك في أي وقت خلال فترة صلاحية الخيار ، أي قبل الثامنة مساءً من آخر يوم فيه . أما في الخيار الأوربي فليس له أن يفعل ذلك إلا في اليوم الأخير من مدة صلاحية الخيار .

ولا يشتري خيار الطلب إلا من يتوقع ارتفاع الأسعار . فإذا توقع زيد أن أسعار أسهم شركة الأمانة سوف ترتفع فإن بإمكانه شراء خيار طلب يتضمن الحق في شراء ١٠٠ سهم بسعر محدد (غالباً ما يكون السعر السائد وهو طبعاً أقل من السعر الذي يتوقع أن يرتفع السهم ليصل إليه) . فإذا تحقق توقعه خلال المدة التي يسري فيها العقد مارس الخيار وحصل على الأسهم بالسعر المتفق عليه ثم باعها بالسعر السائد فربح الفرق بينهما .

وقد يكتفي زيد بالحصول من البائع على الربح بدون ضرورة الحصول على الأسهم ثم بيعها (أي على المقابل النقدي أو الفرق فقط) .

ولا يحتاج البائع أن يكون مالكاً للأسهم عند بيعه للخيار ، فإذا كان مالكا لها سمي خياراً مغطى Coverd Option وإذا لم يكن سمي خياراً مكشوفاً Naked Option .

ويلاحظ أن زيداً هذا سوف لن يمارس حقه (أي لن يمارس الخيار) إلا إذا ارتفع سعر السهم بالقدر الذي توقعه . أما إذا انخفض سعر السهم فليس له مصلحة في ممارسة الحق (لأنه سيشتريه بثمن مرتفع ويبيعه بثمن متدني" ، وإذا ارتفع ارتفاعاً طفيفاً فإنه لن يشتريه إلا بعد أن يتأكد أن ذلك الارتفاع سيغطي ثمن الخيار والتكاليف (التكاليف الإدارية ورسوم السمسار نقل الملكية) ويحقق عائداً .

خيار الدفع :

يعطي هذا الخيار حامله الحق في بيع (وليس الإلتزام بالبيع) عدد معين من الأسهم (أو الأوراق المالية الأخرى) بسعر محدد خلال فترة محددة ويسمى بالإنجليزية put option . فإذا مارس المستثمر (أي الذي دفع الثمن) الخيار أضحى على الطرف الآخر أن يقبل شراء تلك الأسهم (أو الأوراق الأخرى) بالسعر المتفق عليه . فالبايع (أي قابض الثمن) ملتزم بالشراء بالثمن المحدد خلال الفترة المتفق عليها .

فعندما يشتري عمرو خيار دفع يكون من حقه أن يبيع عدد الأسهم المتضمنة في ذلك العقد عند سعر محدد خلال المدة التي يسري فيها الخيار . ويعمد عمرو إلى مثل هذ

فالبايع إنما يبيعه المخاطرة ، ففيه أكل للمال بالباطل وهو مفضل إلى الظلم والتباغض . يقول المولى عز وجل ﴿ وَلَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُم بَيْنَكُم بِالْبَاطِلِ ... ﴾ الآية .

هل هو وعد أم عقد ؟ هل يمكن أن نتصور هذه المعاملة على أنها وعد ثم عقد ، فيكون الخيار في البداية وعداً بالشراء ، ثم إذا تم الوفاء بالوعد حصل العقد بشراء الأسهم أو السلع الأخرى ؟ فإذا كان الأمر كذلك ثارت فيه مسألتان : الأولى هي يجوز أن يكون للوعد ثمن ؟ إذا كان له ثمن أضحى نوعاً من عقود المعاوضات له صفة البيع ولزم أن يكون مستوفياً لشروط صحة البيع ، فالخيار الذي يعمل به الناس في أسواق البورصات

مستقل عن ثمن السلعة (أو الأسهم) التي يكون عليها عقد الشراء فيما بعد . والأرجح عدم الجواز لأن الوعد ليس له حقيقة مستقلة عن العقد فكيف يكون له ثمن. والثاني لأنه ان كان له ثمن ثم للسلعة ثمن صاروا عقدين جمعا في عقد واحد وبيعتين في بيعة وهو من الأمور المنهي عنها كما أسلفنا .

والمسألة الثانية :

هي قضية الإلزام بالوعد . فإذا افترضنا أنه وعد هل هو ملزم أم غير ملزم ؟ ومسألة الإلزام بالوعد معروفة (وفيها تفاصيل ليس هنا مجال بسطها) فإذا قلنا بجواز الإلزام بالوعد في عقود المعاوضات منفصلاً عنه سابقاً له (كما تطبقه البنوك الإسلامية في بيع المراهبة للأمر بالشراء) ، بقيت مشكلة ثمن الوعد وأنه قابل للتداول مستقلاً عن العقد ،

الاجراء عندما يتوقع انخفاضاً في أسعار الأسهم ويريد حماية نفسه من الخسارة المتوقعة . فهو يستفيد من ارتفاع سعر السهم لأنه غير ملزم بالبيع ولكنه يحول الخسارة (عند الانخفاض) إلى الجهة المصدرة لذلك الخيار . فكأنه حصل على الحماية (تأمين) مقابل سعر الخيار . وكثيراً ما يستخدم هذا الخيار أولئك الذين يمتلكون أسهماً معينة ويتوقعون انخفاض أسعارها ولكنهم لا يرغبون في بيعها لاعتقادهم بجوداها على المدى الطويل مثلاً . ويمكن تصفية الخيار بطريقة حسابية أي بدون الحاجة إلى شراء الأسهم أو الأوراق المالية .

الخيار المركب :

ويتضمن هذا الخيار حقاً في الشراء وحقاً بالبيع في ذات الوقت . يصدر المستثمر هذا الخيار ثم ينتظر ماذا يحدث في السوق ، فإذا وجد الأجدى له البيع مارسه ، وإن وجد الأجدى له الشراء مارسه ، فيكون متأكداً بهذه الطريقة من الحصول على الحد الأدنى من العائد مقابل تحمله سعر الخيار .

الخيار الممتد :

ويتضمن خيار شراء وبيع ، فهو خيار مركب ، ولكنه بسعر للشراء يزيد على سعر البيع .

الخيار المرن :

وهو يعطي المستثمر الحق في شراء أو بيع سلة من الأسهم بسعر محدد عند تاريخ معين . ويتميز بأنه ذا مرونة - ومن هنا جاءت التسمية - فيما يتعلق بالأسعار وتاريخ الانتهاء بحيث يصممها المستثمر حسب طبيعة حافظته الاستثمارية . وتتميز بأنها تصدر في سوق منظمة ومن ثم كانت سلطة السوق أو الوسيط ضامن لها ، وقد كانت الخيارات التي تصمم حسب حاجة العميل إنما تصدر سابقاً في الأسواق خارج البورصات الأمر الذي يجعلها معتمدة على ملاءة المصدر وصدقيته .

المنافع التي تعود على المتعاملين بالخيارات

تمثل الخيارات مصدر عائد مالي لبائعيها ، وتأميناً ضد جزء من مخاطر الاستثمار بالنسبة لمشتريها . فمشتري خيار الطلب (call) يحصل على فرصة تحقيق الربح عند ارتفاع أسعار الأسهم ولكنه لا يتحمل خسارة (سوى مادفعه كسعر للخيار) في حالة انخفاضها ، والمشتري لخيار الدفع (put) يحمي نفسه من الخسارة المتوقعة عند انخفاض الأسعار ويحتفظ بفرصة تحقيق ربح لو أنها ارتفعت ، ويدفع مقابل ذلك قيمة الخيار . وفي الخيارات (في نظر المتعاملين

فدلل على أن الوعد بذاته عقد مستقل له محل و ثمن .

هل هي نوع من أنواع البيوع الجائزة ؟ يقول المولى عز وجل ﴿ وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ ﴾ فالأصل في البيع الإباحة والعقود بمعناها العرفي ، وتشبه هذه المعاملة البيع العادي ففيها عقدان ، مشتر وبائع ، وفيها ثمن وفيها محل للعقد ومعقود عليه وفيها صيغة ، فأشبهت بذلك البيع المباح وهو عقد تام وناجز . ولكنها اختلفت عنه اختلافاً جوهرياً في محل العقد . فالعقد واقع على حق الشراء أو حق البيع من طرف والإلتزام بالشراء أو الإلتزام بالبيع من الطرف الآخر . أما ما يتم تبادلها فيما بعد من أسهم أو سندات أو سلع ... الخ ، فإنه إنما يأتي لاحقاً ، وليس له علاقة عضوية بعقد

الخيار لأن كلاهما يمكن أن يستقل بذاته . فهذا الحق والإلتزام الذي يتم بيعه وشراؤه .

هل هذا حق يجوز بيعه ؟ ذكرنا أن عقد الخيار الموصوف إنما يعطي مشتريه حق البيع أو حق الشراء بثمن محدد . وقد ذكر الفقهاء رحمهم الله (متقدمي الأحناف مثلاً) أن الشيء لا يعد مالياً إلا إذا أمكن حيازته وإحرازه وأمكن الانتفاع به عرفاً أو عادة ، فالعلم والصحة والشرف هي أمور معنوية لا يمكن حيازتها وإحرازها والميئنة والدم ... ولا يمكن الانتفاع بها لضررها ، وكذا حبة قمح أو قطرة ماء لتفاهته . فالمال مقصور على ماله صفة مادية محسوسة . فالحقوق نوع من الملك لا المال لأنها معنوية لا مادية ولذلك لم يجيزوا

بها) استخدام أكثر كفاءة للموارد المالية المتاحة ، إذ يستطيع من يمتلك ١٠٠٠ ريال مثلاً أن يتصرف في أسواق البورصة وكأنه يمتلك أكثر من ذلك بكثير ، إذ يشتري الخيار بدلاً من السهم ذاته فيستفيد من ارتفاع أو انخفاض الأسعار بمقدار ربما يزيد على من يمتلك تلك الأسهم ، وبدون الحاجة إلى شراء الأسهم ذاتها .

مثال : كان سعر أسهم شركة الأمانة ٤٠ ريالاً للسهم الواحد في أول شهر فبراير ، وكان سعر شهادة الخيار التي تتضمن ١٠٠ سهم تسليم شهر أكتوبر هو ٥٠٠ ريال (أي ٥ ريالات للسهم كخيار) ، وسعر السهم فيها هو ٤٠ ريالاً أيضاً . فإذا ارتفعت أسعار الأسهم خلال شهر ابريل مثلاً إلى ٤٦ ريالاً (أي بنسبة ١٥ ٪) . فلنقارن حالة زيد وعمرو ، الأول اشترى ١٠٠ سهم والثاني اشترى خياراً يتضمن حق شراء ١٠٠ سهم .

عمرو	زيد	
٥٠٠	٤٠٠٠	ثمن الشراء :
٧٥٠	٤٦٠٠	ثمن البيع :
٢٥٠	٦٠٠	الربح (بافتراض عدم وجود مصاريف إدارية)
٪٥٠	٪١٥	نسبة الربح إلى مبلغ الاستثمار

لقد حصل حامل الخيار على ربح أكبر من مالك الأسهم. ولكن لو لم تتحقق توقعات حامل الخيار لكانت خسارته أكبر من مالك الأسهم. ولذلك نجد أن ملاك الأسهم يصدرون على أساسها خياراً يبيعونه لكي يضمنون إما ربحاً أكبر أو حماية أنفسهم من احتمال الخسارة.

ويستطيع مصدر الشهادة أن يعيد شرائها أو شراء مماثل لها بحيث يعفي نفسه من أي التزام (Offsetting) فلا يضطر إلى بيع أو إلى شراء. وتعد عملية إصدار الخيارات مصدراً للدخل لكل مالك لحافضة استثمارية. حيث يصدر الخيارات اعتماداً على ما فيها من أسهم أو سندات.

مثال: السعر الجاري لسهم شركة الأمانة هو ٥٠ ريالاً، يملك زيد منها ١٠٠ سهم، وقرر أن يكتب مقابلها شهادة خيار يبيعها بسعر ٤ ريالات للخيار (هذا السعر يعتمد على أحوال العرض والطلب في السوق) فهو البائع، ومن ثم يكون عليه الالتزام أما الحق فهو لدافع الثمن، أي المشتري. حصل مقابل ذلك على مبلغ ٤٠٠ ريال. فإذا انخفض سعر السهم عن ٥٠ ريالاً فإن زيدا لن يتحمل تلك الخسارة (إلى حد ٤ ريالات) فلو انخفضت إلى ٤٨ وباعها عند هذا السعر يكون قد حصل على $٤٨ + ٤ = ٥٢$ لكل سهم. فهو قد حمى نفسه من الخسارة إلى حد انخفاض قدره ٤ ريالات

بيع حق الشفعة وحق الحضانة والولاية... الخ. على أن هناك أنواعاً أخرى من الحقوق المعنوية، يجوز أخذ البديل عنها بما يشبه البيع كحق ولي المقتول في القصاص إذ يجوز له أن يأخذ الدية بدلاً عنه، وحق الزوج في استمرار عقد الزواج، يجوز له التنازل عنه مقابل عوض الخلع. وحق الارتفاق وحق الشرب وحق المسيل. وقد ألحق بعضهم حق الملكية الأدبية والصناعية والاسم التجاري بهذا النوع من الحقوق (انظر مثلاً وهبة الزحيلي بيع الاسم التجاري والترخيص، بحث مقدم إلى الدورة الرابعة لمجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي "جدة"، وعلي الخفيف أحكام المعاملات الشرعية - حاشية ص ٣٤ - (٣٦).

من الملاحظ أن النوع الأول من الحق إنما ثبت من الشارع لبعض الأشخاص لدفع الضرر عنهم ، وليس فيه منفعة لسواهم ، أما النوع الثاني فقد ثبت لأصحابه أصالة فجاز أخذ البديل عنه . على أن جمهور الفقهاء من المالكية والشافعية والحنابلة ومتأخري الأحناف يعرفون المال بحيث يشمل الحقوق المعنوية ولا يقصرون المال على ما أمكن حيازته وإحرازه وكان له صفة مادية . فالحق جوهر الاختصاص والاختصاص جوهر الملك وحقيقته ، فإذا كانت الحقوق أملاكاً فهي أموال . فإذا كان مالاً جاز له فيه التصرف ومن هذه التصرفات التنازل عنه بعوض أو بغير عوض . فهل يمكن القول أن الخيار المذكور في العقد والمعاملة الموصوفة أعلاه يتضمن حقاً من الحقوق التي يجوز التصرف بها بالبيع وما إلى ذلك ؟

أولاً : إن الملاحظ مما ذكرناه من كلام الفقهاء عن الحق أن الحقوق المذكورة هي حقوق ناتجة عن فعل سابق أو عن

. لاحظ أن مشتري الخيار سوف لن يمارس حقه في الشراء إذا انخفض السعر لأن من الأفضل له بدلاً من دفع ٥٠ ريالاً شرائها من السوق بأقل من ذلك . وإذا ارتفع سعر السهم فسوف يمارس مشتري الخيار حقه فيحصل على الأسهم ، أي سيشتريها بسعر ٥٠ ريالاً للسهم وزيد ملتزم ببيعها بهذا السعر . فكأن زيد قد باعها بـ ٥٤ ريالاً للسهم فهو قد تنازل عن الزيادة في سعر السهم مقابل حصوله على قيمة الخيار وضمن لنفسه الحصول على ٥٤ ريال لكل سهم ، بينما أن مشتري الخيار سيحصل على مبلغ أكبر ، وسيكون ذلك معتمداً على السعر السائد للسهم الذي سوف يبيعه بعد ممارسته للخيار . فلو ارتفع السعر إلى ٦٠ ريالاً ، فإنه سيمارس الخيار ويحصل على الأسهم فيبيعهما بالسعر السائد ويكون قد حقق ربحاً قدره ٦ ريالات لكل سهم (٦٠ - ٥٤) ويكون زيد قد فوت على نفسه فرصة الربح .

ونظراً إلى أن أسعار الخيارات تتحرك باتجاه أسعار الأسهم (أو الأوراق المالية التي تتعلق بها) لذلك فإن المستثمر لا يحتاج إلى ممارسة الخيار (أي شراء الأسهم) للحصول على الربح ومن ثم فقد أصبحت الخيارات ذاتها مصدراً للعائد . وهذا ما أدى

إلى ظهور أدوات استثمار جديدة تعتمد على التحركات ذاتها ولا حاجة معها لشراء أي شيء كما سيأتي تفصيله أدناه .

الخيار على المؤشر

لقد بدا واضحاً لأرباب البورصات منذ وقت طويل أن الهدف الرئيس للمتعاملين هو تحقيق الربح عند أي تغيير في مستويات الأسعار . فالأسهم والسندات وسواهما ليست هدفاً بحد ذاتها ولكن الهدف هو استخدامها كأدوات للمقامرة المحمومة ولتحقيق الربح من الخطر . ولقد أظهر انتشار الخيارات أنه لا داعي لابتداء لامتلاك الأسهم أو السندات بل يكفي شراء وبيع الخيارات .

ولذلك يعتمد المتعاملون إلى تصفية عقد الخيار نقدياً ، فيدفع مصدر الخيار إلى المشتري الفرق بين السعر الجاري والسعر المتضمن في الخيار بدون الحاجة إلى بيع وشراء الأسهم ذاتها أو السندات وما يتبع ذلك من تحمل تكاليف نقل الملكية وأجرة السمسار . ولقد أدى هذا إلى تطور جديد، حيث ظهرت أنواع من

عقد سابق (ترتبت عليه علاقة بين طرفين) ، فحق ولي المقتول إنما نشأ من فعل القتل الذي تعدى به القاتل على ضحيته، وحق الزوج في استمرار عقد الزواج إنما هو حق نشأ بعقد زواج كان محله التمتع بالعلاقة المعروفة بين الزوج والزوجة ومن لوازمه الاستمرار ... وهكذا .

ثانياً : يغلب على هذه الحقوق جميعاً صفة التعويض عن الضرر الذي لحق بفرد لعدم تمكنه من التمتع بحق أثبتته له عقد سابق مثل حق الحضانة أو أثبتته له الشريعة كحق الشرب والمسيل والارتفاق .

أما هذا الذي نحن بصدده فهو حق أنشأه عقد كان محل العقد فيه هو ذلك الحق . فلم يكن تعويضاً عن ضرر قد لحق بطرف ولا حقاً نشأ بسبب عقد سابق . ثم أن هذا الحق الذي أنشأه عقد الخيار المذكور يتصرف به العاقدان كالسلعة التي تباع وتشتري ، وتقام لها أسواق خاصة تكون مهمة السمسار فيها التوسط بين الباعة والمشتريين . من الجلي أن هذا الحق المذكور

الذي يتضمنه عقد الخيار الموصوف مختلف تمام الاختلاف عن الحقوق القابلة للعرض كمثل تلك التي أشرنا إليها أعلاه .

ولو حاولنا استكشاف نية العاقدين وغرضهما من هذا العقد ، لأن ذلك يكشف لنا حقيقة هذا العقد ، لو حاولنا ذلك لوجدنا أن غرض المتعاقدين من هذا النوع من العقود هو (في الأغلب الأعم) أحد أمرين أو كليهما :

١ - حماية المستثمر نفسه من خسارة متوقعة بالقاء المخاطرة على طرف آخر والزامه بالشراء عند حصول المكروه بضمن يحمي ذلك المستثمر من الخسارة التي نتجت عن انخفاض الأسعار . ويلتزم الطرف الثاني بذلك مقابل ثمن فيتعهد أن يشتري أسهم (أو سندات) ذلك المستثمر بضمن محدد سلفاً .

٢ - رغبة مستثمر في تحقيق ربح عن طريق اقتناص فرصة سنحت معتمداً في ذلك على حواسه وتوقعه لما ستكون عليه حال الأسواق والأسعار في المستقبل ، فيشتري اليوم حق

الخيارات لاتتضمن ورقة مالية بعينها (سهم أو سند) ولكنها تتضمن مؤشراً. فمثلاً نعرف أن مؤشر ستاندر اند بور ١٠٠ يقيس التغير في سعر مائة شركة تتداول أسهمها في بورصة نيويورك . فعندما يصدر الخيار على المؤشر المذكور فإنه يتضمن تلك الأسهم المائة (بدلاً من سهم شركة واحدة) ، ولكن لا يحتاج المتعاملون فيه إلى قبض أو تسليم أي شيء بل يكفي تصفية العقد نقدياً عند انتهاء مدته معتمدين على اتجاه المؤشر . فإذا ارتفع ربح من قامر على ارتفاعه وخسر من قامر على الانخفاض ، وهكذا .

وهناك عشرات المؤشرات التي تستخدم لهذه العقود بعضها عام وبعضها متخصص في أنواع محددة من شركات، مثل شركات البترول، شركات المواصلات، الفنادق ... الخ .

خيارات العملات الأجنبية

تشبه هذه الخيارات ، ما سبق تفصيله . ولكنها بدلاً من أن تكون متعلقة بأسهم أو سندات يكون محلها حق شراء أو بيع عملة أجنبية . وتنتشر في الولايات

الحصول على أسهم بسعر يتحدد اليوم لبيعها غداً عندما ترتفع أسعارها ، أو حق بيع أسهم يتوقع انخفاض سعرها ... وهكذا . ثم عندما يتحقق ما أمل فيه ببيع ذلك الحق (وربما لا يحتاج الى إتمام صور المعاملة بشراء الأسهم أو السندات فضلاً) ليحقق ما يصبو اليه من ربح .

من هذا كله نرى أن هذه المعاملة رغم ما فيها من صور البيع فإنها معاملة ضارة في أغلب الأحوال ، وأن أغراض المتعاملين فيها شبيه بلعب الميسر ، حيث يعتمد الربح فيها على الصدفة والمخاطرة والقمار . وفيها غرر فاحش بالدرجة المفسدة لعقود المعاوضات . بل إن الباعث لحصولها هو الغرر ذاته المنبعث من عقود أخرى ينتشر استعمالها في أسواق البورصات ، والله أعلم .

وقد تبنى المجمع الفقهي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي في دورته السابعة في جدة القرار التالي "إن عقود

المتحدة بشكل خاص .

وهي أيضاً ليست إلا وسيلة للقمار لأن المتعاملين بها لا يرغبون إلا في حالات قليلة في الحصول فعلاً على العملة الأجنبية .

الخيار المتراكم

لاحدود لما يمكن أن تولده أسواق المال الحديثة من أنواع المعاملات والعقود ، وخير مثال على ذلك ما يسمى بالخيار المتراكم أو compound option وهو خيار على الخيار . ويعطي هذا الخيار المشتري الحق (بدون أن يترتب عليه التزام بذلك) أن يطلب من البائع (مصدر الخيار المركب) لبيعه خياراً للدفع . فهو في هذه الصورة خيار طلب ينتهي بخيار دفع ، ولكنه يمكن أن يكون بصور كثيرة أخرى . ويحدد العقد المذكور التاريخ الذي يجوز عنده للمالك (أي الذي دفع ثمن الخيار المتراكم) إما أن يطلب إلى البائع أن يصدر له خياراً للدفع أو أن يترك الخيار المذكور تنتهي صلاحيته دون أن يمارسه . ويسمى هذا التاريخ في هذا النوع من العقود تاريخ التمديد وليس تاريخ الممارسة كما هو المعهود في الخيارات العادية . ويدفع المشتري ثمناً أولياً يسمى الرسم المقدم front fee فإذا قرر أن يمارس الخيار بشراء الخيار الثاني دفع ثمناً جديداً

الاختيارات - كما تجري اليوم في الأسواق المالية العالمية - لاتنضوي تحت أي عقد من العقود الشرعية المسماة فهي عقود مستحدثة، وبما أن العقود عليه ليس مالا ولا منفعة ولا حقاً مالياً يجوز الاعتياض عنه فإنه عقد غير جائز شرعاً . وبما أن هذه العقود لاتجوز ابتداءً فلايجوز تداولها" .

الخيار على المؤشر

وهذا وجه من أوجه القمار الذي ينتشر في أسواق البورصة في زمننا الحاضر حتى صارت بعض الصحف المتخصصة تسمى المجتمع الأمريكي مثلاً "مجتمع صالة القمار" كناية عن هذه الظاهرة . إن ما يدفعه المشتري يحصل مقابله على فرصة ربح تعتمد على الحظ والمخاطرة ، ثم إن ما يتحصل عليه من عائد ليس له مصدر حقيقي كربح من نشاط تجاري أو ما شابه ذلك، ولكنه شبه بالميسر يكسبه الطرف الأول هو خسارة الطرف الثاني اعتماداً على ما قامرا عليه. والميسر مفسدة حرمها الإسلام ، فهي توقع العداوة والبغضاء بين الناس ، يقول المولى عز وجل ﴿ إنما يريد

يسمى الثمن المؤخر back fee والذي يشبهه في خيارات الأسهم مثلاً ثمن تلك الأوراق عند شرائها . واستخدام هذا النوع من الخيارات ينتشر بصفة أساسية عند المؤسسات المالية التي تقدم القروض لتمويل بناء وشراء المنازل . ذلك أنها تواجه - بصفتها وسيطاً مالياً - مخاطرة العميل الذي يرغب في الحصول على القرض والذي ربما لاينتهي بالتوقيع على العقد لانخفاض أسعار الفائدة خلال فترة التفاوض .

ومن الجهة الثانية يتحمل المخاطرة المترتبة على ارتفاع أسعار الفائدة أثناء فترة المفاوضات الأمر الذي يعني أنه سيكون في حافظتها الاستثمارية قرصاً يدر معدلاً للفائدة أدنى من المتوسط السوقي ، مما يضطرها إلى بيعه بأقل من التكلفة . ويلاحظ أن أكثر العملاء عند المفاوضات من البنوك في الولايات المتحدة يحددون سعر الفائدة المعتمد بأنه ذلك السعر الذي يكون سارياً في يوم توقيع اتفاقية المفاوضات وليس توقيع العقد . ومن هنا تدخل إلى المعاملة المخاطرة المذكورة . وتسمى هذه المخاطرة التي يغطيها الخيار

المتراكم مخاطرة مرحلة المفاوضات وهي كما ترى ذات
جانبيين .

الشيطان أن يُوقع بينكم
العداوة والبغضاء في الحُرْم
والميسر ... الآية ﴿ ، والله
أعلم .

والخيار على المؤشر
بالصيغة المذكورة غير جائز،
فإن كان البيع واقع على
العملة ذاتها فهي صرف ،
والقبض يبدأ بيد شرط في
صحة عقد الصرف ، فلا يجوز
تأجيل أحد البديلين في هذا
العقد ومن ثم لم يجز فيه
الخيار ابتداء والغالب أن
محل العقد المذكور ليس
العملة الأجنبية ، ولكنه الحق
في الحصول على فارق السعر
الذي سيتحقق في المستقبل
ومن ثم صار الثمن المدفوع
هو ثمن الخيار ذاته الذي
صار هنا مستقلاً عن عقد
البيع فهي قمار .

الفصل السادس

المستقبلات

المستقبليات

المستقبليات فيها شبه من عقد السلم وفيها اختلاف . وبيع السلم من البيوع الجائرة ، وفيه بيع عوض حاضر بآخر موصوف في الذمة الى أجل سلفاً . ودليله من القرآن آية الدين ﴿ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِذَيْنِ إِلَى أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ ... ﴾ (البقرة ٢٨٢) ومن السنة ماروى البخاري أن رسول الله ﷺ قدم الى المدينة والناس يسلفون في الشمار العام والعامين فقال "من أسلف في شيء فليسلف في كيل معلوم ووزن معلوم الى أجل معلوم" . وفي شروط السلم اختلاف بين المذاهب ، ولا اختلاف في الشروط المنصوصة في الحديث . ومن الفقهاء من

تنتشر في أسواق الأوراق المالية عقود تسمى العقود الآجلة، أو المستقبليات Futures ، وهي تتضمن بيع سلعة أو ورقة مالية أو مؤشر على أن يكون القبض في تاريخ لاحق. صفة هذه العقود شبيهة بعقد السلم المعروف في الفقه الإسلامي ومختلفة عنه في الوقت نفسه . والأرجح أنها قديمة حتى في الغرب، ولكنها لم تظهر كأداة للاستثمار والمخاطرة في سوق منظمة إلا في أواخر القرن التاسع عشر في المنطقة الزراعية الرئيسية في الولايات المتحدة آنذاك وهي الغرب الأوسط . كان الغرض في البداية تحقيق الاستقرار في أسعار السلع الزراعية بطريقة يستفيد منها الفلاح والتاجر . وقد بدأت بالقمح ، ثم انتهت بكل أنواع السلع والأدوات التي يمكن أن تباع وتشتري . واستمرت مدينة شيكاغو ، المدينة الرئيسية في الغرب الأوسط ، مركز هذا النوع من العقود . وقد حدث التطور الرئيس فيها في أوائل السبعينات عندما افتتح مجلس إدارة سوق شيكاغو سوقاً خاصة للتعامل بهذه العقود .

ليست عقود البيع الآجل هذه جديدة ، ولكن الجديد فيها هو "تنميطها" بطريقة جعلتها قابلة للتداول . ففي

الأسواق التي تتبادل فيها المستقبلات تلتقي رغبة بائع السلعة ، مثل الفلاح الذي يتوقع أن سيكون لديه ١٠٠ طن من القمح بعد ٩ أشهر ويرغب في التأكد من وجود مشتر لها بسعرٍ مجزٍ ، ورغبة مشتر يتوقع أنه سيحتاج إلى القمح بعد ٩ أشهر ويرغب في شرائه من الآن لضمان السعر . ولا يحتاج أي منهما إلى الالتقاء بالآخر في أسواق المستقبلات ، إذ كل ما في الأمر أن يشتري كل منهما عقداً نمطياً من سلطة السوق يتضمن تسليم كمية من القمح (٥٠٠٠ كيس تسليم شهر مارس مثلاً) من نوعية محددة في وقت معلوم .

ويتم تبادل السلعة مقابل النقود في الوقت المحدد للقبض وليس عند العقد فلا يحتاج المشتري إلى دفع الثمن عند التعاقد . ولكن قد يحتاج كل منهما إلى تقديم ضمان أو دفع مبلغ من المال إلى سلطة السوق للتأكد من قدرتهما على الوفاء بالتزاماتهما ، ولاتزيد هذه عادة عن ١٠ ٪ من قيمة العقد عند التوقيع ثم نحو ٧ ٪ في اليوم التالي (أي ٧٠ ٪ من النسبة السابقة وما بقي يعاد إلى صاحبه) . وليس من الضروري أبداً دفع القيمة كاملة كما أسلفنا ، بل يكفي مبلغاً يغطي الخسارة المحتملة في حال تخلف أي منهما عن الوفاء ويسمى Spread .

إن الميزة الأساسية لهذه العقود هي التمنيط (النمطية)

قال بجواز عقد السلم استثناء لأن الأصل عدم جواز بيع المعدوم ، فهو عقد غرر أجزى احساناً ، ومنهم من قال ، كابن تيمية وابن القيم ، أنه بيع عادي جائز قياساً ، فليس مهماً أن يكون المبيع معدوماً عند العقد ولكن المهم القدرة على التسليم وقد حرمت الشريعة بيعاً المبيع فيها غير معدومة (كالبيع الشاردة) وعلته ذلك عدم القدرة على التسليم . فإذا كان المبيع موصوفاً في الذمة وصفاً يضبطه ويغلب وجوده عند الأجل مع تحقق رضى الطرفين وخلوه من الغرر والجهالة التي تفضي إلى النزاع أو الميسر جاز ، والله أعلم . ومن شروط السلم قبض الثمن كاملاً قبل التفرق في مجلس العقد ، وأجاز مالك وغيره تأخيرها إلى ثلاثة أيام .

فهل تكون هذه
المعاملة نوعاً من
بيع السلم ؟

تشبه هذه المعاملة بيع
السلم من ذلك أنها، عقد
بيع يتفق فيه الطرفان على
بيع موصوف في الذمة
بشئ معلوم يتأجل فيه
تسليم السلعة الموصوفة
بالذمة وصفاً مضبوطاً الى
أجل معلوم . ولكنه
يختلف في أمرين :

الأول : أن رأس مال
السلم (الثلث) لا يدفع
معتاداً بل يقتصر المشتري
على دفع نسبة منه لزيادة
عن ٥ ٪ .

الثاني : إن المسلم فيه
أي السلعة يباع قبل قبضه
فالمشتري يتصرف
بالسلعة بالبيع قبل حلول
الأجل وقبل القبض .

بالنسبة للنقطة الأولى
، فإن تأجيل دفع الثلث
يحوّل العقد الى بيع غير
جائز هو بيع الدين بالدين

فهي تتضمن على سبيل المثال كميات لكل عقد (٥٠٠٠ هـ
كيس بالنسبة للقمح) ونوعيات موصوفة بدقة، تسلم خلال
فترة محددة إلى مستودعات معينة . ثم يقوم البائع بتسليم
المشتري وثيقة الإدخال إلى المستودع ويحصل مقابلها على
الثلث . وهكذا الأمر في السلع الأخرى .

إن الباعث على عقود المستقبلات في الأصل هو تذبذب
الأسعار ، وعدم القدرة على توقع أسعار المستقبل بشكل
دقيق . فلو أننا عرفنا سعر القمح بعد ستة أشهر بشكل
يقيني لما كان لأسواق المستقبلات أي معنى . ولذلك نجد
أكثر التعامل في المستقبلات إنما يكون في السلع ذات
التذبذب الموسمي مثل السلع الزراعية التي يعتمد سعرها في
كل موسم على الأحوال الجوية وما إلى ذلك . ولكننا نادراً ما
نرى هذه المعاملات في السلع المصنعة لاستقرار أسعارها
بطريقة يمكن التنبؤ بها . مع أن هناك اتجاهات في الوقت
الحاضر لتوسيع هذه الأسواق لتشمل سلعاً وخدمات جديدة
مثل المقاعد المتاحة للسفر في الطائرات وبعض السلع
المصنعة ... الخ . ومثل أكثر المعاملات في أسواق المال
فإنها تبدأ معاملة صحيحة مفيدة ونافعة ثم تنقلب إلى أداة
للقمار والمخاطرة . ولذلك نجد أن ما لا يزيد عن ٢ ٪ فقط من
عقود المستقبلات تنتهي بشراء السلعة أما ما بقي فإنه
يصفى قبل تاريخ القبض ، لأنه يكون قد أدى دوره كوسيلة

الاستثمار والمقامرة . ولايستثنى من ذلك المزارعون أنفسهم فإنهم يدخلون في أسواق المستقبلات ليس لبيع محصولهم ولكن لحماية أنفسهم من تقلب الأسعار فقط .

الفرق بين الخيارات والمستقبلات

بين هذين النوعين من العقود شبه كبير حتى أن كثيراً من الناس لا يكاد يفرق بينهما . والفرق بينهما دقيق ومهم .

ففي عقد الخيار يدفع المشتري سعراً يعطيه الحق في شراء السلعة (أو الورقة المالية) التي هي محل الخيار . وسعر الخيار هو الذي يتحدد فيه العرض والطلب وليس سعر السلعة ذاتها ، فالسوق هي للخيارات وليس للسلعة أو الورقة المالية . وبصرف النظر عن سعر السلعة التي هي محل الخيار فمشتري الخيار لا يمكن أن يخسر إلا ما دفعه ثمناً للخيار والعكس .

أما في المستقبلات فالأمر مختلف إذ أنها تتضمن بيعاً آجلاً ، والسعر الذي يجري التفاوض عليه هو سعر السلعة ذاتها ، كما أنه ينص على بيع سلعة يتم تسليمها في المستقبل والتزام المشتري بالشراء أو البائع بالبيع عند

فقد ذكر ابن القيم رحمه الله " ... ولهذا سمي سلماً لتسليم الثمن فإذا أخرج الثمن دخل في حكم الكالء بالكالء" (اعلام الموقعين عن رب العالمين لابن القيم ج ٢ ص ٢٠) وإن لم يكن كذلك أي بيع دين بدين فهو بيع معلق أو مضافاً إلى المستقبل وهو ممنوع ، ولا يجوز بيع المسلم فيه، أي السلعة المؤجلة القبض الموصوفة في الذمة، قبل قبضها الفعلي واكتمال شروط الحيازة الشرعية فيها بالصفة الملائمة . وهذه (أي البيع قبل القبض) خصيصة مهمة في المستقبلات لاتصلح إلا بها . والمالكية يجيزون بيع المسلم فيه قبل القبض بشروط إذا لم يكن طعماً (انظر الموطأ ٦٥٩/٢).

هل يغير وجود طرف ثالث في العقد من الأمر شيئاً ؟
من الملاحظ أن في المعاملة الموصوفة في أسواق

المال والسلع طرف ثالث هو سلطة السوق . والعلاقة بين البائع والمشتري ليست مباشرة بل من خلال تلك السلطة . وهي تقدم الضمان لوفاء الطرفين بالتزاماتهما ، كل تجاه الآخر ، أما طرفي العقد فلا يعرف أحدهما الآخر . (ربما يعقد هذا الضمان القضائية ، ويدخل في العقد تشعبات ليس هنا مكان الاستطراد فيها) فهل يؤثر هذا الضمان ووجود سلطة السوق المذكورة على موضوع تأجيل قبض الثمن ؟ الأصل أنه لا يجوز هذا التأجيل ومن أجازته لأيام (كالمالكية) إنما فعل ذلك باعتبار أن أصول المذهب تنص على أن ما قارب الشيء أخذ حكمه فاعتبر هذا في حكم التعجيل فإذا شرط فيه لأكثر من ثلاثة أيام فسد العقد ، فهو تأجيل البدلين ، كأن يكون رأس مال السلم مؤجلاً كالسلعة الموصوفة

ذلك التاريخ . ومحل العقد هو - في الظاهر - السلعة التي يتم التعاقد على تسليمها في تاريخ مستقبلي .

كيف تتم عقود المستقبلات

تلعب غرفة المقاصة Clearing House دوراً مهماً في أسواق البيوع المذكورة . فهي ضامن للبائع والمشتري . ويتم العقد في الحقيقة بين البائع و تلك الغرفة ، ثم بين المشتري والغرفة حيث لا توجد علاقة مباشرة بينهما (أي البائع والمشتري) ، فالعقد يتكون من طرفين بينهما غرفة المقاصة يتعهد الأول في الأول من يناير ١٩٩٤ بأنه سيشتري ١٠٠ طن من القمح بسعر ١٠٠٠ ريال للطن في يوم ١٥ يوليو من نفس السنة ، ويتعهد الآخر بتسليمه هذه الكمية في التاريخ المحدد عند السعر المتفق عليه . الذي سوف يجري بين يناير ويوليو ١٩٩٤ هو انتقال هذا العقد من مستثمر إلى آخر عن طريق غرفة المقاصة عشرات المرات يومياً . ولكن المعاملات كلها تصفى في آخر النهار لكي تتأكد أن عقود الشراء مساوية تماماً لعقود البيع ، ثم تبدأ في الغد بيعاً وشراءً جديدين ، ثم تصفى في آخر النهار ليظهر من ربح ومن خسر ، وهكذا . فمن يمتلك حق الحصول على القمح بسعر ١٠٠٠ ريال للطن سيربح أتوماتيكياً عندما يرتفع السعر لأكثر من هذا المبلغ ، ومن يتعهد بتسليم القمح بسعر ١٠٠٠ ريال

سيخسر أتوماتيكياً عندما يرفع السعر المذكور ... وهكذا . أما التسليم والقبض الفعلي للقمح (أو السلعة أو الورقة المالية التي هي محل العقد) ، فهذا أمر لا يهتم به المتعاملون إلا في تاريخ القبض (أي ١٥ يوليو في هذا المثال) حيث يتحول العقد في النهاية إلى المشتري الحقيقي للقمح بعد أن يكون قد مر على مئات المضارين خلال الفترة التي تفصل بين التعهد بتسليم تلك السلعة والقبض الفعلي لها . وخلال هذه الفترة يبقى التزام الطرف المتعهد بالبيع أو الشراء قائماً حتى يبلغه بشراء عقد معاكس - فإذا كان تعهد ببيع ١٠٠ طن في يوم ١٥ يوليو، فإن إلغاء ذلك يكون بشراء عقد معروض في السوق من قبل طرف آخر يتضمن التزام الأخير بالشراء لنفس الكمية في نفس التاريخ.

افتراض على سبيل المثال أن عقود بيع القمح تسليم شهر يوليو بدأ عرضها اليوم في السوق فأقدم زيد على شراء ٥٠٠٠ كيس بسعر ٤٤ ريالاً للكيس الواحد . بمجرد إبرام هذا العقد تصبح غرفة المقاصة مسؤولة عن تسليم ٥٠٠٠ كيس في شهر يوليو إلى زيد ، وتقبض منه ٢٢ ألف ريال . ويكون عندها في مقابل ذلك بائع التزم من خلال معاملات المستقبلات بتوفير هذه الكمية في نفس التاريخ والعقود كلها نمطية . وفي اليوم الثاني وجد زيد

في الذمة حيث يفضي ذلك إلى بيع الكالئ بالكالئ . على أن مجرد عدم القبض في المجلس لا يعني التأجيل بالضرورة ، لأن رأس المال حال فهو غير مؤجل وليس بنسيئة حتى لو لم يقبض ومن ثم لا يفضي إلى بيع الدين بالدين . فإذا قبلنا أن عقد السلم بيع عادي أجزى على القياس لا استثناءً منه ومن ثم جاز القياس عليه وأضحى في المسألة باب للتوسعة والله أعلم . فإذا كانت هذه المعاملة من عقود السلم، ففي الموضوع مسألتان .

الأولى : أن الأسهم أوراق مالية وليست سلعة، فهل يجوز فيها السلم ؟ الأرجح أنها إذا أخذت حكم السلع في البيع جاز فيها السلم . أما إذا أخذت حكم الديون أو النقود ، لم يجز . وقد اتخذت ندوة البركة الرمضانية لسنة ١٩٩٣ قراراً يتضمن الفتوى بجواز المراهجة للأمر

بالشراء في الأسهم فدل على أنها تعامل كحصة في شركة .

الثانية : هي أن السلم إنما يكون في سلعة موصوفة في الذمة ولا يجوز التعيين فيها فلا يجوز أن يسلم في ثمرة بستان بعينه لكونه لا يؤمن تلفها وانقطاعها، وقد روي عنه عليه السلام أنه أسلف اليه رجل من اليهود دنانير في تمر مسمى فقال اليهودي من تمر حائط ابن فلان فقال الرسول عليه السلام " أما حائط بني فلان فلا ، ولكن كيل مسمى الى أجل مسمى" رواه ابن ماجة . والذي عليه المعاملة الموصوفة في أسواق المال (إن كانت سلماً) إنما يكون فيها التعيين ، فالسلف الموصوف في الذمة (في مستقبلات الأسهم) هي أسهم شركة بعينها وليس أسهما موصوفة الى أجل معلوم أما في السلع فهي غير معينة . على أن العلة في منع التعيين (

أن عبداً يرغب في شراء قمح تسليم شهر يوليو بمبلغ ٤٥ ريالاً للكيس الواحد . هذه فرصة ربح مؤكدة ، فيستطيع من خلال غرفة المقاصة أن يحول العقد لصالح عمرو ويحصل على ربح مقداره ٥٠٠٠ ريال . فتقوم غرفة المقاصة بدفع المبلغ المذكور ثم قبضه حالاً من البائع الأصلي الذي تعاقد على البيع بـ ٤٤ ريالاً . وفي حالة البيع بسعر أقل يكون على زيد أن يدفع لغرفة المقاصة الفرق حتى تضمن الغرفة دفع مبلغ ٤٤ ريالاً للبائع الأصلي لأنه الآن سوف يقبض في شهر يوليو ، ٤٥ ريالاً لكل كيس، مع ملاحظة أن لاعلاقة مباشرة بين الطرفين ولا يعرف أحدهما الآخر وإنما المثال هنا للتوضيح ، فكل المعاملات تجري من خلال غرفة المقاصة .

والواقع أن المعاملات أشبه بعقود يجري إعادة كتابتها يومياً . ففي كل يوم تقوم غرفة المقاصة ، التي هي شركة سمسة مرخص لها ، بتجديد العقود وإبرامها بأخر سعر وصل اليه التعامل في اليوم السابق . ولذلك يحصل المتعاملون على الأرباح ويتحملون الخسائر يومياً ، وتزيد حساباتهم أو تنقص اعتماداً على ذلك .

ومن ذلك نرى أن غرفة المقاصة هي الوسيط بين المتعاملين وهي تضمن الوفاء بالعقود ، وتطلب هذه الغرفة من بائع العقد أن يقدم ضماناً يتمثل بدفعه جزءاً من القيمة

أو تقديم ضمانات أخرى بدون الحاجة إلى دفع المبلغ كاملاً .
وبالنسبة للعقود المباعة في الأسواق الخارجية (أي خارج
البورصة) ، تقوم شركات متخصصة في التعامل بالأوراق
المالية بتقديم ضمان مشابه لذلك الذي تقدمه غرفة المقاصة .

ومن المهم أن نعلم أن عقد الصفقات المذكورة في أسواق
البورصة مقصور على السماسرة المرخصون الذين هم أعضاء
في تلك الأسواق .

مستقبلات السلع ومستقبلات الأوراق المالية

لم تعد عقود البيوع الآجلة التي وصفناها أعلاه مقتصرة
على القمح والشعير والنحاس والبتروول ، ولكنها توسعت
لتشمل أنواعاً متعددة من السلع والأوراق المالية المختلفة
وعقود البيع الآجل على المؤشر . أما بالنسبة للسلع فلا
يتطلب الأمر من البائع إلا القدرة على الوفاء بالتزاماته
ولا يحتاج إلى إثبات ملكيته للأصل . إذ المطلوب منه بموجب
العقد أن يسلم في التاريخ المحدد السلعة ، ولا يهم أن يكون
مالكاً لها عند العقد أم سيشتريها في ذلك التاريخ إذا دفع
النسبة المطلوبة . كما أن أكثر الأرباح يحققها المستثمرون
الذين يتبادلون العقود خلال الفترة السابقة لتاريخ القبض .
والعقود الخاصة بالأوراق المالية شبيهة بذلك ، إذ يحتاج

وهي أنه لا يؤمن تلفه
وانقطاعه) غير متصورة
هنا لاستبعاد تعرض
الشركة لجوائح مفاجئة
تأتي على أسهم الشركة
بالانقطاع إلا في حالات
نادرة لا حكم إليها .
والمعاملون في أسواق
المستقبلات لا يفرقون في
أحكامها بين الطعام
وسواه من الأشياء التي
هي محل العقود .
ومعلوم أن الطعام قد
اختص بأحكام تتعلق
بعدم جواز البيع قبل
القبض .

هل هو بيع عادي ؟

ليس كل بيع يؤجل
فيه قبض المبيع يكون
داخلاً في باب السلم
(ولا الاستصناع) ، وقد
أثبت الفقهاء صوراً من
البيع الجائر الذي يؤجل
فيه قبض المبيع ، غير
عقد السلم ، إذ أن تسليم
الثلث ليس شرطاً في
صحة البيع إذا عين وتحدد

في العقد . من ذلك قول الشافعية والحنفية بعدم وجوب تسليم الثمن في المجلس إذا بيع موصوف في الذمة مؤجل بثمن معين (على غير السلم). وقد ذكر الكاساني في بدائع الصنائع ".... باع عبداً بشوب موصوف في الذمة مؤجل ، فإنه يجوز بيعه ، ولا يكون بطريقة السلم بدليل أن قبض العبد ليس بشرط، وقبض رأس مال السلم شرط جواز السلم" (البدائع ج ٧ ص ٣٠-٣١) . والعلة في تحريم كثير من العقود ومن الشروط هو الغرر المفضي الى المنازعة ، ومسألة الغرر مسألة دقيقة تحتاج الى نظر وتمحيص في ظل الأشكال الجديدة من العقود .

هل يكون من عقود
المقارلة ؟

عقود المقارلة من أنواع
العقود المستجدة، وهي
شبيهة ببيع السلم وعقد

البائع أن يسلم السند أو السهم الموصوف فقط في التاريخ
المحدد .

مستقبلات المؤشر

بدأت عقود المستقبلات على السلع ، حيث يلتزم أحد الطرفين بتسليم الآخر كمية من القمح مثلاً في تاريخ لاحق ، ثم توسعت لتشمل الأسهم والسندات والأوراق المالية ، فيلتزم ذلك الطرف بتسليمها إلى المشتري في تاريخ الحق . ثم تطورت لكي يلتزم طرف بدفع "المؤشر" إلى الطرف الآخر . لاشك أن المؤشر ليس له حقيقة بل هو من الأمور المجردة ، مثل درجة الحرارة ، لا يمكن لأحد أن يقبضه أو يدفعه ، ولذلك فالمقصود بهذا هو التسوية النقدية بين الحالين عند أول العقد وعند نهايته ، كما لو كان اشترى الأسهم التي يمثلها المؤشر.

بدأ التعامل بهذا النوع من العقود في فبراير سنة ١٩٨٢م في بورصة مدينة كنساس سيتي الأمريكية ، وقد بدأت بإبرام عقود البيع الآجل على الأسهم المتضمنة في مؤشر قاليولاين Value Line الذي يتضمن أسهم ١٧٠٠ شركة . إن الجديد في هذه العقود هو أنها لا تتضمن قبض أو تسليم أي شيء ، حيث يجري في نهاية العقد تسوية

نقدية تمثل الفرق بين السعر المتضمن في العقد والسعر السائد في تاريخ انتهائه .

ومنها ما يسمى بمؤشر السلع Commodity - Index كالذي تنظمه شركة غولدمان ساكس الأمريكية وهو مؤشر معقد هدفه أن يستفيد المستثمر من توقعاته للتغيرات في أسعار السلع الأساسية في التجارة الدولية مثل البترول والمواشي والقمح والألمنيوم والذهب والفضة ... الخ . وهو من أنواع أدوات القمار التي تسمى مجازاً بالاستثمارات .

الفوائد التي تعود على المتعاملين بالمستقبليات :

يدعي المتعاملون بهذا النوع من العقود أن لها فوائد اقتصادية تعود على المتعاقدين ، فهي في ظنهم :

(١) تؤدي الي تقليل التقلبات في أسعار وعائد الأسهم (أو سواها) المتضمنة في الحافظة الاستثمارية وحمايتها ضد انهيار الأسعار .

(٢) الاستفادة من التغيرات في الأسعار واستغلال القدرة على توقع الاتجاه العام في السوق .

(٣) الاستثمار في السوق كله وليس في قطاع محدد أو عدد قليل من الشركات لأن المؤشر يعكس الاتجاه العام للسوق .

الاستصناع ولكن فيها عنهما مخالفة تتمثل في تأجيل البدلين . وعقود المقابلة صورة من صور بيع الكالئ بالكالئ لأنها بيع دين مؤخر لم يكن ثابتاً في الذمة بدين مؤخر مثله ، ويسميا المالكية ابتداء الدين بالدين . وقد اقترح أحد الباحثين أن الحاجة اليها داعية والضرورة فيها معتبرة لعموم عمل الناس به وتعذر إقامة أعمال التجار والمقاولين بدونها ، فما دام خالياً من الربا فلا يوجد مانع شرعي من إباحته للضرورة (نزيه حماد ، بيع الكالئ بالكالئ في الفقه الإسلامي "جدة مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي" ١٩٨٦ ص ٢٩) والمعاملة الموصوفة شبيهة بعقد المقابلة المذكور الذي اتسع انتشاره والعمل به في كافة أنواع النشاط الاقتصادي حتى استقر عليه عرف التجار وعد من المعاملات المقبولة بينهم ، وإن كانت أكثر عقود المقاولات إنما

تتعلق بالمشاريع أو السلع التي هي قيد الصناعة والتجهيز ، والله أعلم .

هل يمكن

اعتباره عقد سلم

متجهرد ؟

يمكن للخروج من حرج النقطة الثانية المشار إليها سابقاً ، القول بأن ما يحدث ليس بيعاً للمسلم فيه قبل قبضه ، بل عقد سلم جديد لاتباع فيه السلعة ذاتها ولكن يسلم فيه بأخرى بنفس الوصف والمقدار في عقد جديد (ويمكن إعادة صياغة العقد لينص على ذلك) شبيه بما يسمى السلم المتوازي حيث يشتري الرجل السلعة سلماً ثم يبيع مثلها فيكون مسلماً إليه لطرف ثالث في عقدين منفصلين ، ولا يقع العقدان على نفس تلك السلعة ولكن على نفس الوصف. لكن هذا غير ممكن في

(٤) الاستغلال الأمثل للموارد المالية وعدم تجميدها في شراء الأصول ذاتها بل في المخاطرة على فرص الربح مباشرة .

ومن الجلي أن هدف المقامرة هو المحرك الأساس لمثل هذه المعاملات، ولذلك نجد أن توسعاً كبيراً قد حصل في مستقبلات المؤشر حتى أنها أصبحت تشمل المتاجرة على مؤشر تكاليف المعيشة (Consumer Price Index) وهو المؤشر الذي تصدره الحكومات ليقاس معدل التضخم ، رغم أنه لا علاقة له بالأوراق المالية أو السلع التي يجري تبادلها في الأسواق . والواقع أن المقامر لا يحتاجون إلى أكثر من شيء يتم تحديده بواسطة قوى مستقلة عن أي توجيه أو تأثير من أحدهم ليقوموا بالبيع والشراء والمقامرة على تغييره . ولا يستغرب أن نجد الأسواق تقام قريباً على الاستثمار في أسواق "درجات الحرارة" و "الضغط الجوي" .

مستقبلات العملات الأجنبية

كانت أسعار صرف العملات الدولية تتسم بقدر كبير من الاستقرار والانضباط حتى منتصف القرن الميلادي الحالي. ثم لما تم إلغاء العلاقة بين الدولار والذهب في أول السبعينات شهدت هذه الأسعار تقلبات كبيرة ، مما اضطر المتعاملين في

التجارة والمقاولين إلى السعي إلى حماية أنفسهم من تلك التقلبات ببيع حصيلتهم المتوقعة بعملة أجنبية قبل قبضها ، أو شراء ما يحتاجون إليه من العملات الأجنبية قبل وقت الحاجة المباشرة لها، ويؤدي هذا إلى تحسين قدرتهم على حساب تكاليف إنتاجهم وأرباحهم المتوقعة .

ولقد أدى ذلك إلى ظهور أسواق منظمة لمثل هذه المعاملات . فظهرت سنة ١٩٧٢ أول سوق متخصصة في ذلك في شيكاغو ثم انتشرت في أسواق العالم الأخرى . وينص العقد على تسليم مبلغ من عملة أجنبية في تاريخ محدد ثم يصبح بعد ذلك قابلاً للتداول ومحققاً لعائد أو خسارة على حامله ، ويشبه التعامل فيه الأنواع الأخرى التي تحدثنا عنها أعلاه .

الخيارات على المستقبلات :

بدأت في شيكاغو في أكتوبر ١٩٨٢ م ، أول عملية منظمة لعقود الخيار على عقود البيوع الآجلة . فهناك خيارات الطلب وخيارات الدفع لشراء وبيع العقود المستقبلية بسعر محدد لتاريخ معين ، تبدأ العملية بوجود عقد بيع آجل ثم يتم على أساسه إصدار خيار يعطي حامله الحق في شراء ذلك العقد عند سعر محدد . ويجب ملاحظة أن عقد

المعاملة الموصوفة في أسواق السلع والمال العالمية ، لأن ما يحدث في الواقع هو تصفية نقدية لتلك العقود يومياً ، فهي أي العقود، يجري إعادة كتابتها في أول وقت الافتتاح ثم تصفيتها في آخر النهار كما تم تفصيله ، فلا يبقى العقد الأول سارياً حتى نهاية الأجل ومن ثم لا يمكن القول بأنها عقد سلم يلغى بآخر يتضمن نفس السلعة .

مستقبلات

العملات الأجنبية

هذا نوع من الصرف. والصرف لا يجوز فيه تأجيل أحد البديلين بل صحته تقتضي التقابض في مجلس العقد ، أي أن يكون بدأً بيد . فإن كان فيه تأجيل كلا

البديلين (أي مواعدة على
الصراف) وليس فيه الزام
(لا شرطاً ولا عرفاً) فرمما
كان جائزاً ، والمعاملة
المذكورة هي من النوع
الأول وليس الثاني ،
والله أعلم .

الخيار ليس له علاقة بالسلع أو الورقة المالية (السند أو
السهم) الذي يتم التعاقد عليه في البيع الآجل فهي خيار
على عقد البيع وليس على السلعة أو الورقة . ولذلك فإن
تاريخ انتهاء عقد الخيار يكون دائماً قبل وقت من حلول
تاريخ القبض في عقد البيع الآجل حتى يعطي حامله فرصة
التجارة به قبل انتهائه .

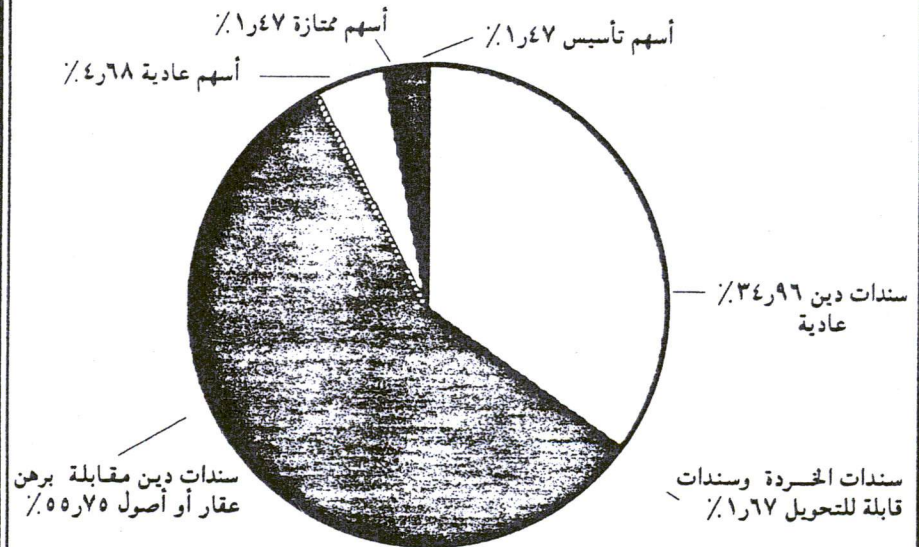
وهكذا نجد أن اتجاه التطورات في هذه الأسواق هو دائماً
نحو التعقيد والإغراق في تركيب العقود الواحد فوق الآخر
بحيث نجد أن كل عملية حقيقة يجري تركيب عشرات
العمليات الوهمية فوقها حتى لا يكاد يظهر منها إلا جانب
القمار والمضاربة المحمومة لا النشاط الاقتصادي النافع .

الفصل السابع

تداول الحيو
وتبادل الفوائد

عندما نسمع بأسواق المال والأوراق المالية وما يجري فيها من معاملات فإن ما يتردد في أذهاننا هو الأسهم باعتبارها في نظر الكثيرين هي أهم الأوراق المالية . والواقع خلافاً لذلك تماماً ، فالأسواق المالية العظمى هي أسواق للديون وليس للأسهم التي تمثل الملكية . وإن نظرة عجل في هذه الأسواق توضح لنا تلك الحقيقة . فمثلاً : حصلت الشركات الأمريكية (أي القطاع الخاص لا الحكومة) في سنة ١٩٩١م على تمويل من أسواق المال (أي لا يتضمن القروض من المصارف) قدره مليار من الدولارات . بعض هذه كان على صيغة إصدار الأسهم سواء لشركات جديدة أو للتوسع في رأس مال شركات قائمة ، وبعضه سندات أو بيعاً للديون . والشكل التالي يوضح التوزيع بين هذه الأنواع :

التمويل الذي حصل عليه القطاع الخاص من الجمهور مباشرة في الولايات المتحدة في سنة ١٩٩٢م



المصدر: Rupert, R. H. The New Era of Investment Banking, Chicago, Probus, 1993 p. 113

يتضح لنا من الشكل أن الأسهم في واقع الأمر لا تمثل إلا نسبة ضئيلة من مصادر التمويل للشركات ، فإذا نظرنا إلى أسواق المال لنرى أنواع الأوراق المتداولة وأضفنا إلى ذلك الحكومة الأمريكية التي بلغت ديونها حتى تلك السنة نحو ٤ ترليون دولار ، وجدنا أن أسواق المال هي في الواقع أسواق للديون وليس لحصص الملكية . ولهذا كانت المعاملات التي تجري في الديون هي من أهم ما يجب على المراقب لأسواق المال أن يتعرف عليه . ونورد في هذا الفصل لمحة موجزة عن أهم هذه المعاملات والتي وإن بدا على كثير منها البساطة فإنها بالغة التعقيد كثيرة التفاصيل والدقائق .

تداول الدون

اكتسبت وثائق تداول الديون أهمية في أسواق المال في السنوات الأخيرة . وتقوم هذه العملية التي تسمى التصكيك Securitization على خلق أوراق مالية قابلة للتداول مبنية على حافظة استثمارية ذات سيولة متدنية . لقد بدأت فكرة تداول الديون عندما قامت مؤسسة تمويل بناء المساكن في الولايات المتحدة Government National Mortgage Assosiation والمشهورة باسم Ginne Mea والتي تتولى عملية تمويل بناء المنازل سنة ١٩٦٨ م ، بالتمويل

تداول الديون

قد تبدو هذه المعاملات شبيهة بما ورد في كتب الفقه حول مسألة بيع الدين بالدين . والإجماع على عدم جواز بيع الدين بالدين (بيع الكالئ بالكالئ) ، قال الإمام أحمد "إجماع الناس على أنه لا يجوز بيع الدين بالدين" (المغني لابن قدامة ج ٤ ص ٥٣) ، وذكره ابن المنذر في الإجماع (ص ١١٧) عملاً بنهي رسول الله ﷺ عن بيع الكالئ بالكالئ . ولبيع الدين بالدين صور متعددة تتفق جميعاً في كون أن كلا البديلين ديناً ثابتاً (غير ثابت) في الذمة . فقد عرفه مالك في الموطأ " ... أن يبيع الرجل ديناً له على رجل بدين على رجل آخر" (الموطأ ج ٢ ص ٦٦٠) ، ومنها أن يشتري الذي عليه دين السلم ، المسلم

فيه - عند حلول الأجل وعدم قدرته على التسليم - من صاحب رأس مال السلم بضمن مؤجل ، (نقله نزيه حماد "بيع الكالئ بالكالئ عن أبي عبد القاسم بن سلام") ومنها بيع المؤخر الذي لم يقبض بالمؤخر الذي لم يقبض ، كتأخير البدلين في عقد السلم (ابن تيمية ، اعلام الموقعين ج ٢ ص ٩٠) . ولعل الحكمة في منع هذه البيوع عظم الغرر المتضمن فيها .

من ذلك نرى أن الصورة التي أوضحناها أعلاه في تداول الديون في أسواق المال قد خرجت عن صور بيع الكالئ بالكالئ الموصوفة لأنها ، في أحيان كثيرة ، بيع دين بعين (وهي النقود) فالدين الثابت في ذمة رجل إنما يبيعه البنك الى آخر نقداً لا نسيئة . الدين في المعاملة المذكورة ناتج عن قرض بفائدة وهو ربا محرم ولذلك فالمعاملة

وليس عن طريق الاقراض المباشر ولكن عن طريق توفير السيولة لمؤسسات الاقراض الخاصة التي تقوم عندئذ بتقديم القروض . ثم تقوم المؤسسة بشراء تلك القروض (الديون) التي تقدمها المؤسسات لبناء المساكن ، ومن ثم تمكينها من التوسع في الإقراض . لقد ولد ذلك سوقاً ثانوية لقروض بناء المساكن سرعان ما توسعت ودخلت فيها مؤسسات أخرى غير المؤسسة المذكورة (Ginne Mea) ، مما أدى إلى تطورها بحيث لم تعد تقتصر على قروض بناء المساكن ولكن شملت كل أنواع الديون، كتلك الناتجة عن تمويل شراء السلع الاستهلاكية والسيارات وقروض بطاقات الائتمان والقروض الخاصة بإنشاء الأصول الرأسمالية ... الخ ، وقد أمكن بهذه الطريقة تحويل الديون طويلة الأجل وقليلة السيولة إلى أصول سائلة .

وتتم عملية تداول الديون بطرق مختلفة . فقد يبيع المصدر الأصلي (أي البنك مثلاً) الدين برؤمته إلى مالك جديد يقوم ، بعد شرائه هذه الديون ، بقبض أقساط التسديد والفوائد المترتبة على القرض وعلى التأخير ... الخ . وتقتصر مهمة المصدر الأصلي على خدمة العلاقة بينهما وتسمى هذه Pass-Throughs . وقد تبقى ملكية الدين للمصدر الأصلي وتبقى العلاقة مستمرة بينه وبين المدين ولكنه، أي المصدر الأصلي يقوم ببيع تيار الفوائد

المتوقع من ذلك القرض فيكون الدين مستحقاً للمصدر الأصلي ويتحمل هو المخاطرة المتضمنة فيه ، ولكنه يستعجل قبض الفوائد بأخذها من طرف ثالث معجلة (بمبالغ أقل طبعاً) ويسمى Pay-Throughs ، أي أن المصدر يقبض مقدماً الفوائد المتوقع دفعها فقط . أما الطريقة الثالثة فهي إصدار سندات مضمونة بتلك الديون ثم بيعها فتكون الديون الأصلية ضماناً لتلك السندات فقط ، وتسمى Mortgage Baked .

وفي كل الحالات تقوم عملية تداول الديون على الترميط ، إذ يقوم الدائن الأصلي بتوزيع تلك القروض إلى مجموعات متشابهة في مقدار المخاطرة المتضمنة فيها (أي ملاءة المدين) وتواريخ استحقاقها ومعدلات الفوائد عليها ، ثم يصدرها على شكل أدوات قابلة للتداول ، وبذلك تستطيع أن تحول الدين قليل السيولة إلى سيولة كاملة . وقد توسعت هذه العمليات حتى صار جل الديون قابل للتنضيق بهذه الطريقة بما في ذلك الديون على الدول (دول العالم الثالث) للبنوك الدولية . ولا يلزم أن يكون لها وثائق مثل الأسهم والسندات ، بل كثيراً ماتبقى على صفة قيود محاسبية في دفاتر المؤسسات المعنية وتتداول بينهم بواسطة الكمبيوتر .

حرام ابتداء . ولكن لو افترضنا أن الدين كان ناتجاً عن بيع مؤجل صحيح فهل يجوز تنضيضه (إن صح التعبير) بالصورة التي ذكرنا ؟ أي بيع ديون المراجحات في بنك إلى بنك آخر ؟

الأرجح أن الصورة المذكورة هي أقرب إلى الحوالة منها إلى بيع الكالئ بالكالئ (ولكنها ليست حوالة) . وبين الحوالة وبيع الدين بالدين شبه كبير . قال في بداية المجتهد "الحوالة معاملة صحيحة مستثناة من بيع الدين بالدين" (ابن رشد ، بداية المجتهد ج ٢ ص ٣٤٢) فدل على الشبه بينهما . والمعاملة المذكورة وإن كانت قريبة من صيغة الحوالة فإن بينهما اختلاف .

الأول : إن الإحالة هنا إنما ينشئها الدائن والمعروف أن الإحالة إنما هي فعل يقوم به المدين عند عجزه عن السداد كما قال عليه الصلاة والسلام " ... وإذا

اتبع أحدكم على ملي،
فليتبع " أما المعاملة
المذكورة فالمحيل فيها
هو الدائن .

الثاني : أن الصيغة
رغم قربها من صفة
الحوالة لكن فيها معنى
البيع ، لأن الدائن
لايستوفي من المحال
عليه (إن صحت
تسميته بذلك) كامل
الدين وفاء فيقبض نفس
مبلغه ولكنه يبيعه بثمن
يتحدد في سوق بفعل
قوى العرض والطلب ،
واعتماداً على تحليل
المشترى لمقدار المخاطرة
في ذلك الدين وطول
أجله ونسوع المدينين
فيه ... الخ ، ومبلغ
النقد حتماً أقل من
مبلغ النسيئة . ثم إن
هذا الدين يعاد بيعه في
أكثر الأحوال مرات
عديدة قبل حلول أجله ،
ويتعامل فيه كسلعة في
السوق . وبيع الدين
غير جائز إلا لمن عليه
الدين ، وقد أجاز
المالكية بيع الدين بغير

تبادل الفوائد

يجلب التقلب الكبير في أسعار الفوائد مخاطر كثيرة
إلى النشاط المصرفي، ذلك أن اختلاف هيكل الفوائد المترتبة
على أصول البنك عن تلك المترتبة على خصومه (بالمفهوم
المحاسبي) يعرض المصرف إلى خطر الانهيار أو تحقيق خسائر
فادحة بسبب صدمة مفاجئة . وكثيراً ما تعاني المصارف
المتخصصة في تمويل بناء المساكن من هذه المشكلة ، إذا
كانت مصادر أموالها هي الودائع قصيرة الأجل بينما أنها
تستخدم تلك الأموال لقروض طويلة الأجل . فإذا ارتفعت
أسعار الفائدة في الأجل القصير أدى ذلك إلى اضطراب ذلك
المصرف إلى دفع فوائد عالية على الودائع بينما أن الفوائد
التي يحصل عليها من القروض تكون متدنية نسبياً ، فيمنى
بالخسائر الفادحة .

جاءت فكرة تبادل الفوائد في البداية كحل لهذه
المشكلة، إذ يتمكن المصرف - وربما أي شركة تعاني من هذه
المشكلة من إعادة رسم هيكل الخصوم والأصول دون الحاجة
إلى تغييرات جذرية في مالية البنك فيتلاءم مع الظروف
المتغيرة بدون أن يتغير - وقد ظهر بداية في سوق الدولار
الأوربي ثم نما وزاد حتى أصبحت المعاملات فيه تعد الآن

بمئات البلايين .

وتقوم فكرة تبادل الفوائد على اتفاق مؤسستين أو أكثر على تبادل (swap) التزاماتها بمدفوعات الفائدة المترتبة على قرض افتراضي بنفس العملة ، فيتنازل الأول عن الفوائد التي سيحصل عليها في المستقبل للثاني . ولا يدخل في ذلك تبادل الديون التي هي مصدر تلك الفوائد وإنما تقتصر على الفوائد ، فمثلاً لبنك الأمانة على زيد قرض بفائدة ثابتة قدره مليون ومدته عشر سنوات ويحقق فائدة سنوية مقدارها ١٠٠٠٠٠ ريال . بينما أن لبنك الإخلاص قرض على عبيد قدره مليون ريال لمدة عشر سنوات بفائدة متغيرة مقدارها ليبور زائداً نقطتين . فإذا تمت عملية التبادل بين المصرفين يبقى زيد مديناً لبنك الأمانة بالمبلغ والفوائد ، وكذلك عبيد فهو مدين لبنك الإخلاص بمبلغه وفوائده . كل ما في الأمر أن بنك الإخلاص يعرف أنه سيحقق فوائد ثابتة على دين عبيد (وكان العقد الأصلي أنها متغيرة) بينما أن بنك الأمانة سيعرف الآن أنه سيحقق فوائد متغيرة على دين زيد (وكان العقد الأصلي بفوائد ثابتة) تتغير مع تغير الفوائد التي يدفعها المصرف لمودعيه ومن ثم تقلل المخاطرة التي قد يتعرض لها بسبب تغير أسعار الفوائد . أي أن التغيرات في سعر الفائدة قصير الأجل سوف لن تحدث صدمة للمصرف لأن ديونه طويلة الأجل إذ أضحت تلك الديون تدر فوائد متغيرة

جنسه ، وإن كان بيع الدين بالعين لمن عليه الدين بمبلغ أقل يدخل في باب ضع وتعجل والجمهور على عدم جوازه . وهي شبيهة بما يعرف بحسم الأوراق التجارية (الكمبيالات) ومعلوم أن هذه تؤول إلى القرض بفائدة . من ذلك يتضح أن هذه معاملة جديدة تحتاج الى نظر وتمحيص، ومن أعظم خطرها انتشارها في بلاد العالم قاطبة وبين البنوك الإسلامية في أحد الأقطار الإسلامية، والله أعلم .

تزيد مع زيادة الفائدة في السوق وتنخفض بانخفاضها .

ورب قائل : ولكن ماذا يستفيد بنك الإخلاص من تنازله عن فوائد متغيرة وحصوله على فوائد ثابتة ؟ الجواب أن ذلك يعود إلى هيكل أصول وخصوم البنك . فهو يتوقع أن الفوائد لن تتغير أو أنها سوف تنخفض ولذلك سيستفيد من حصوله على الفوائد الثابتة . والبنوك تميل دائماً إلى تشتيت المخاطر بتنويع مصادر الدخل .

هذا مثال مبسط جداً لأن الواقع فيه تعقيد كثير ، ذلك أن عملية التبادل المذكورة لا بد أن يترتب عليها استفادة أحد الأطراف وتنازل الآخر عن بعض العائد بحسب حاجته وظروفه ، ومن جهة أخرى فإن العقود لا تكون متماثلة في مدتها ومبالغها ولذلك قيل في التعريف أنه مبلغ قرض افتراضي بحيث تقوم المؤسسة المصرفية بترتيب الإنفاق لكي يصل إلى النتيجة المطلوبة بصرف النظر عن حقيقة وطبيعة أصول وخصوم البنك .

ورب قائل ألا تستطيع المؤسسة المصرفية أن تصل إلى ماتريد عن طريق إصدار السندات التي تكون ذات فائدة ثابتة أو متغيرة بحسب الحاجة ؟ والجواب أن تكاليف إصدار السندات باهظة مقارنة بالطريقة السابقة لاسيما ما يتعلق

بمصاريف السماسرة والتسويق والإعلان ... الخ . وتكون هذه الحالة أكثر جدوى في الحالات التي تكون ملاءة المؤسسة المصدرة للسندات ، سواء كانت بنكاً أو خلاف ذلك هي دون المستوى المطلوب مما يضطرها لدفع فوائد عالية للحصول على التمويل بإصدار السندات ، بينما أن عملية التبادل لا تبرز هذه المشكلة باعتبار أن الدين سيبقى متصلاً بالدائن الأصلي وليس بالطرف الآخر في عملية التبادل .

وقد تولدت للفوائد المتبادلة أسواق ثانوية ، ذلك أن طرفا العقد الذي مدته خمس سنوات على سبيل المثال ربما يجدا ، أو يجد أحدهما ، أن من الأفضل - لتغير الظروف أو تبدل مستوى أسعار الفائدة - أن يتبادل الفوائد "المتبادلة" مرة أخرى مع طرف ثالث ... وهكذا .

تأجير الديون

كل عقد يتراضى عليه العاقدان فهو عقد محترم عند القضاء في الغرب لأن العقد عندهم هو شريعة المتعاقدين لا يحدهم في ذلك دين ولا تحليل ولا تحريم . ولذلك فإن قواعد تعاملهم هي كل ما تفتقت عنه أذهانهم من أنواع الاختراعات والعلاقات والتركيبات المعقدة لصيغ الاستثمار

تأجير الديون
هناك صعوبة في تصور هذه المسألة ذلك أن التأجير إنما يكون في العين التي يمكن للمستأجر استخلاص منافعها مع بقاء عينها . فيكون عندئذ بيعاً للمنافع لا الرقبة . ولذلك كان في القيميات لا المثليات لأن الأخيرة لاستخلاص منافعها إلا بالاستهلاك كالقمح والشعير والنفود والذهب والفضة . أما الديون فهي غير قابلة لمثل ذلك ، فالمستأجر ربما رد المثل لا العين وهي على أية حال حسابات في الدفاتر ليس لها عين ولا يتوقع منها منافع مستقلة عن الأصل . ومن ثم اتضح أن هذه من المعاملات التي تفرزها أسواق المال وتسميها بمسبيات لاتم عن حقيقتها بل لأغراض تسويقية .

والتمويل . ومنها تأجير الديون . وتقوم هذه الصيغة على تأجير طرف لسندات دين أو حسابات دائنة يمتلكها إلى طرف آخر يتمكن بذلك من تسجيلها في دفاتره حتى تحسّن من مظهر دفاتر المستأجر . وأكثر من يعمد إلى مثل ذلك شركات التأمين التي تحتاج عند التوسع في إصدار بوالص التأمين إلى تقوية مركزها المالي ، وهي عندما لا يكون بإمكانها شراء تلك الديون فإنها تستأجرها بصفة مؤقتة بحيث يمكن لها إذا احتاجت خلال هذه الفترة تسجيلها وتغطية حاجتها إلى النقود ، ثم رد مثلها لا عينا .

وكان الفراغ منه في مساء الاثنين لعشر خلون من
 رمضان المبارك سنة أربعة عشر وأربعمائة بعد الألف من
 الهجرة النبوية الشريفة على صاحبها أفضل الصلوات
 وأزكى التسليم .

تقبله الله بقبول حسن ، ومع ذلك فإنني معترف
 بالعجز عن بلوغ المراد ، ملتس من الله سبحانه بالإصابة
 والسداد ضارع إليه بطلب التوفيق والرشاد وأن يجعله
 خالصاً لوجهه الكريم نافعاً للأمة أجمعين ويجمعني ومن
 يطالعه في جنات النعيم ويحشرنا وإياهم مع نبينا تحت
 لوائه يوم لا ينفع مال ولا بنون إلا من أتى الله بقلب
 سليم .

اللهم اغفر آخر أعمالي باخيرات ورجع ميزاني
 بالمسئات واعف عما اقترفته من الذنوب والسيئات
 وارزقني الثبات بالقول الثابت عند السؤال بعد المات
 واجعلني كما وفقني لهذا العمل ممن شمله قول
 المصطفى ﷺ " إذا مات ابن آدم انقطع عمله إلا من
 ثلاث ... " .

أهم المراجع

- أبو رخية ، ماجد . حكم العربون في الإسلام ، عمان : مكتبة الأقصى ، ١٩٨٦ م .

- ابن رشد ، أبو الوليد محمد بن أحمد . بداية المجتهد ونهاية المقتصد ، بيروت : دار المعرفة ، ١٩٨٣ م .

- البقمي ، صالح بن زابن المرزوقي . شركة المساهمة في النظام السعودي ، مكة المكرمة : جامعة أم القرى ، ١٤٠٦ هـ .

- حماد ، نزيه . بيع الكالئ بالكالئ ، جدة : مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ، جامعة الملك عبد العزيز ، ١٤٠٦ هـ .

- الخفيف ، الشيخ علي . أحكام المعاملات الإسلامية ، البحرين : بنك البركة الإسلامي للاستثمار ، بدون تاريخ .

- الجارحي ، معبد علي . الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام ، في كتاب الإدارة المالية في الإسلام ، ص ١٠٧ - ١٤٩ ، عمان : مؤسسة آل البيت .

- الخياط ، وعبد العزيز عزت . الشركات في الشريعة
الإسلامي والقانون الوضعي ، بيروت : مؤسسة
الرسالة، ١٩٨٣م .

- الفقي ، محمد حامد (محقق) . القواعد النورانية
الفقهية لشيخ الإسلام ابن تيمية ، بيروت : دار الندوة
الجديدة ، بدون تاريخ .

- المقيت ، أبو اليزيد علي . "ذاتية المعاملات الإسلامية" ،
الاسكندرية: المكتب الجامعة الحديث ، بدون تاريخ .

- بن منيع ، عبد الله بن سليمان ، الورق النقدي ، بدون
ناشر ، ١٩٨٤ .

- موسى ، محمد يوسف . فقه الكتاب والسنة ، البيوع
والمعاملات المعاصرة، القاهرة : دار الكتاب العربي ،
١٩٥٤م .

المراجع الأجنبية

- Fabozzi, Frank J. and G. Zarb (edit)
Handbook of Financial Market
Homewood, Illinois Business One Irwin, 1986 .

- Fabozzi, Frank J. and Franco Modigliani
Capital Markets, Institutions and investments, Engle-
wood Cliffs, New Jersey, Prentice Hall, 1992 .

- Fabozzi, Frank The Handbook of mortgage backed
securities, Chicago, Probus, 1992 .

- Rupert, Raymond H. (edit)
The New Era of Investment Banking, Chicago, Probus,
1993

- Amling, Ferderick
Investments : An Introduction to Analysis and
Management
Englewood Cliffs, New Jersey, Prentice Hall, 1984

- Juttner, D. Johanes
Financial Market, Interest Rates and Monetary
Economics,
Melbourne, Longman Cheshire, 1991

- Brigham, Eugene
Fundamentals off Financial Management
Hinsdale, Illinois, The Dryden Press, 1978

- Elgari, Mohamad A.
Towards an Islamic Stock Market
Islamic Economic Studies, Vol. 1, No. 1, Dec. 1993.

- Ludwig , Mary S.
Understanding Interest Rate Swap,
New York, McGraw-Hil, 1993

- Cohen, Jerome B., Edward D. Zinbarg and Arthur Zeikel
Investment Analysis and Portfolio Management
Homewood, Illinois, Richard D. Irwin, 1977
- Currier, Chet
The Investment Encyclopedia
New York, Franklin Watts, 1987
- Walmsley, Julian
The New Financial Investments
New York, John Wiley & Sons, 1988
- Lorie, James H., Peter Dodd and Mary Hamilton Kimpton
The Stock Market: Theories and Evidence
Homewood, Illinois, Richard D. Irwins, 1985
- Frost, Ronald J.
Options on Futures
London, McGraw-Hill, 1989
- Gastineau, Gray L
The Option manual
New York, McGraw-Hill, 1984
- Sarnoff, Paul
Trading In Financial Futures
Cambridge, Woodhead-falkner, 1985
- Katz, Jeffery H.,
Investing in Money Market Securities
Chicago, Probus, 1991
- New York Inst. of Finance
Trading Stocks on the Over the Counter Market
New York, NYIF, 1989
- Business Week
- The Wall Street Journal

(أ)

- ابن القيم ٨٨، ١٠٤، ١٠٥، ١٠٦
ابن المنذر ١٢٠
ابن تيمية ١٠٤، ١٢١
الاختصاصي ١٥
أسهم التمتع ٣٥، ٣٨
الاستصناع ١١٠، ١١٢
الأسهم العادية ٣١
الأسهم الممتازة المشاركة ٣٧
الأسهم الممتازة ذات العائد المتغير ٣٦
الأسهم غير المصوتة ٣٢
الإصدار الثاني والثالث ٥١
الإصدار العام ٣٩
الإصدار بالمزايدة ٤٠
الاكتتاب ٤١
الاكتتاب بجزء من القيمة الاسمية ٤١
الإلزام بالوعد ٧٩، ٩٠
التصكيك ١٢٠
الحراج ١٤
انهيار البورصة ٤٤، ٦٩

(ب)

- البترول ١١١
برايمريت ٦١
البركة ٤٢، ١٠٨
بلجيكا ٦٥
البنك الإسلامي للتنمية ٧، ٣٨
بنك البحرين الإسلامي ٧
البنوك الإسلامية ٩١، ١٢٥
البنوك الربوية ٣٨
البورصة ١١، ١٧، ٣٩
بورصة نيويورك ١٣، ١٥، ٨١، ٩٧
بيع الدين بالدين (بيع الكالئ بالكالئ) ١٠٥، ١٢٠
بيع العربون ٨٧، ٨٨

البيع القصير والبيع الطويل ٧١ ، ٧٤

بيع المعاطاه ٢٢

(ت)

تأجير الديون ١٢٧

تأمين ، ٨٩

تبادل الفوائد ١٢٣

تداول ٢٠

تداول الديون ١٢٠

التصويت التراكمي ٣٣

التعهدات ٨٠ ، ٨٢ ، ٣٨ ، ٨٥

تعهدات العملة الأجنبية ٨٤

تقي الدين النبهاني ٢٧

التكوين الرأسمالي ١٩

التورق ٤٣ ، ٧١

(ج)

جدة ٣١

الجمعية العمومية ٢٨ ، ٣٢ ، ٣٨ ، ٤٤ ، ٥٤ ، ٦٥

(ح)

حبان بن منقذ ٨٢

حسين حامد حسان ٤٣

حق الارتفاق ٩٣ ، ٥٩

حق الشفعة ٣٩

حق المسيل ٩٥

الحكومة الأمريكية ٦٠

(خ)

الخيار الاوروبي ٨٩

خيار الدفع ٩١

خيار الطلب ٨٨

الخيار المتراكم ٩٩

الخيار المركب ٩٢

الخيار المرن ٩٢

الخيار المغطى ٩٠

الخيار المكشوف ٩٠

الخيار الممتد ٩٢

- الخيار على المؤشر ٩٧
الخيارات ٧٩
خيارات العملات الأجنبية ٩٨
خيارات على المستقبلات ١١٥

(د)

- داكس ٢٢
دوجونز ٢٠
الديون ٢٧، ٣٠، ٤٢، ٤٩، ١١٩، ١٢١

(ر)

- راس المال المدفوع ٤١
ربا النسبئة ٤٩
الرباط ١٤، ٣٩
رسوم العضوية ١٥
الرهن ٥٢، ٥٥، ٧٠، ٧٣

(س)

- سانتافي ٥٢
ستاندرد آند بور ٢١، ٥٤، ٩٧
السلم ٨، ٨٧، ١٠٣، ١٠٥، ١٠٩، ١١٥، ١٢١
السمسار ١٥، ١٦، ٦٧، ٦٨، ٧١، ٧٢-٧٤، ٨٠، ٩٧
السندات ٤٩
سندات الادخار ٦٠
سندات الخردة ٥٢، ١١٩
سندات الخزانة الامريكية ٣٦
سندات الدخل ٥٥
السندات القابلة للاستدعاء ٥٦
السندات القابلة للتحويل ٥٦
السندات المتسلسلة ٥٥
سندات المشاركة ٥٦
السندات ذات الكوبون الصفري ٦٢
سندات غراني ٦١
السهم الممتاز التراكمي ٣٥
السهم الممتاز القابل للتحويل ٣٥
السهم الممتاز المشارك ٣٧

السهم الممتاز ذا العائد المتغير ٣٦

السوق الأولية ٢٨،١٧

السوق الثانوية ١٢٨، ٤١، ١٧

(ش)

الشال ٢٢

الشخصية الإعتبارية ٢٩

شروط التعجيل ٥٢

الشركات المساهمة ٢٧

شيكاغو ١١٥، ١٠٣، ٨٦، ٨١

(ص)

صالح بن زابن البقمي ٣٦

صانع السوق ١٧، ١٦

الصديق الضريبي ٤٣

الصرف ١٠٠، ٢٧

صناديق التقاعد ٥

(ض)

ضع وتعجل ١٢٤

ضمان الإصدار ٤٠، ٣٩

(ط)

طوكيو ٤٥

(ع)

العاريه ٦٩

عبد العزيز الخياط ٢٩

عبد الله بن منيع ٤٣

العبد المأذون ٣١

عبد الوهاب خلاف ٢٨

عثمان بن عفان ١٣

عقود المقاوله ١١٢

علي الخفيف ٩٣، ٨٢

(غ)

الغرر ١٠٤، ٩٨، ٨١، ٣١

غرفة المقاصة ١٠٧

(ف)

الفاروق ١٣

فاليولاين ١١٢، ٢١

فاينانشال تايمز ٢٢

(ق)

قائمة السوق ١٣

قرض ٧٣

قمار (مقامرة) ٥، ٨٩، ٩٨

القيمة الاسمية ٢٧، ٢٩، ٤١

القيمة الدفترية ٤٢، ٤٣

القيمة السوقية ٤٢

(ك)

الكاساني ١١١

كفاءة السوق ١٩

كمبيالات ١٢٤

الكويت ٢٢

(ل)

ليبور ٣٦

(م)

ماجد ابو رقيه ٨٨

مؤشر السلع ١١٢

مؤشر تكاليف المعيشة ٦١، ١١٤

المؤشرات في أسواق المال ٢١

المجمع الفقهي ١٤، ١٥، ٣١، ٣٤، ٣٨، ٣٩، ٤٠، ٤٥، ٩٣، ١٠٦، ١١٣

محمد أبو زهرة ٢٨

محمد بن ابراهيم ٢٨

محمد بن مسلمة ١٢

المرابحة في الأسهم ٤٢، ٤٣

المرابحة للأمر بالشراء ٩١، ١٠٩

المسؤولية المحدودة ٢٧، ٢٩، ٣٠

مستقبليات ١.٣

مستقبليات العملات الأجنبية ١١٤، ١١٥

مستقبليات المؤشر ١١١

المضاربه ٣٠، ٣٢

موجودات الشركة المساهمة ٤١

موديز ٥٤

الموقف الطويل ٧٥

(ن)

النحاس ١١١

نزيه حماد ٣٩، ١١٢، ١٢١

نظام الاحتياطي الفدرالي ٤٥

نمطية العقود ٢٢، ١.٥

نيكي ٢١

(هـ)

هامش ٦٨

هامش ابتدائي ٧٩

(و)

الوقف ٢٩

الوكالة ٢٢

وهبة الزحيلي ٩٣