

المناجرة بالهامش أحكامها وآثارها وشبهاتها

د. باسّم عبد الكريم الحوراني *

(*) أستاذ مشارك - بقسم التسويق - كلية العلوم الإدارية والمالية - جامعة الباحة - المملكة العربية السعودية

ملخص البحث :

فقد تركّز البحث على المتاجرة بالهامش، بوصفه أحد أهم الأدوات المستخدمة في الأسواق المالية المعاصرة. وقد حاول البحث استجلاء هذا النوع من البيوع، الذي لم تشهده تبادلات الأفراد حتى وقت قريب. ورغم أن أسواق المال معروفة على نطاق التبادل بالأوراق المالية، خصوصاً الأسهم والسندات، إلا أن المتاجرة بالهامش يعد من الصيغ المالية التي دخلت في نطاق التبادل على نحو غير معهود؛ لما حققت من رواج لدى الشركات والأفراد، ونمو هائل على مستوى أسواق المال، وكل ذلك نتج عن مبدأ تعظيم الربح لدى المستثمرين، بأقصر السبل، وأدنى الحيل.

وقد عالج البحث مسألة المتاجرة بالهامش من خلال مناقشة الأحكام والمفاهيم ذات الصلة، والتركيز على الجوانب الشرعية، وسبر أغوارها بطريقة مكثفة ومركزة، وذلك من أجل الوصول إلى الآثار الاقتصادية المحتملة والمتحققة لهذا البيع، وحيث كشفت عن وجود اختلالات قوية، يمكن أن تؤدي إلى انهيار الاقتصاد برمته، وتعمق من خطوط التصدع داخل المجتمع.

وقد انتهى البحث إلى نتيجة هامة، تتمثل بعدم جواز التعامل بهذه المتاجرة في النطاق الربوي وفقاً للمضمون الشرعي، والممارسة العملية، والهيمنة أو الاستحواذ لأحد أطراف التبادل على حساب المصلحة المرجوة للأطراف الأخرى، والذي يهدد في نهاية المطاف مصلحة المجتمع ككل.

المقدمة

الحمد لله، والصلاة والسلام على رسول الله، وعلى آله وصحبه ومن اتبع هداه،
وبعد:

يمثل التعامل بالهامش أحد صور العقود العاجلة في سوقين من أسواق المال؛ سوق رأس المال، الذي يتضمن أنشطة التعامل بالأسهم والسندات، وسوق النقد الذي يركز على بيع العملات. ولا شك أن هذه التعاملات في السوقين لا تنتظم صورة واحدة يمكن من خلالها تعميم الجزء على الكل، بل هي متباينة إلى درجة كبيرة، لكن التعامل بالهامش في سوق النقد، أي بيع العملات، يشكل أهمية كبيرة في المناقشة والتحليل.

أهمية البحث:

من خلال ما تقدم، تنبع أهمية البحث في المتاجرة بالهامش، والتي تُعدُّ من النوازل المستحدثة، التي ولدت حافزية لدى الأفراد للتعامل مع هذا النوع من البيوع، ولا شك أن ذلك يهدف إلى تحقيق العديد من الفرص والمكاسب رغم زيادة عنصر المخاطرة.

أهداف البحث:

يهدف البحث إلى بيان الموقف الشرعي من المتاجرة الهامش، وتجسيد صورة العلاقات المالية، وما يترتب عليها من آثار، خصوصاً تلك الآثار الاقتصادية، للوصول إلى تقييم شرعي للتعامل بالهامش، وبالتالي إثبات موقعه من العلاقات المالية بين المتعاملين، وانعكاساتها على مستوى مصلحة المجتمع ككل.

الدراسات السابقة:

هناك دراسات سابقة للموضوع محل البحث، أبرزها تلك الدراسات التي قدمت

لمجمع الفقه الإسلامي برابطة العالم الإسلامي، الذي قام سابقاً باستكتاب بعض الباحثين للكتابة بموضوع «المتاجرة بالهامش»، وقد تم عرض هذه الأبحاث، وعددها خمسة أبحاث، على أعمال الدورة الثامنة عشرة للمجمع، للاسترشاد بها، والاعتماد عليها فيما تنتهي إليه قرارات المجمع في بيان الحكم الشرعي في المتاجرة بالهامش. ورغم أن هذه الأبحاث غير محكمة علمياً، لكنها على جانب كبير من الأهمية لأن الجهود المبذولة في بعضها، تناولت موضوع الهامش بجدية غير منقوصة في ميزان البحث. وهناك دراسة علمية فقهية للمتاجرة بالهامش^(١)، إضافة إلى دراسات عديدة حول الأسواق المالية، ولا شك أن معظم الدراسات العلمية في باب الأسواق المالية تشير إلى المتاجرة بالهامش، ولكن بطريقة لا تخلو من الإيجاز.

وقد استفاد هذا البحث كثيراً من الدراسات السابقة في مواطن متشابهة ماثورة في ثناياه، لكن الجديد في هذا البحث أنه عالج المشكلة المستهدفة بطريقة شاملة تجمع بين الفقه والاقتصاد المالي، بل تطرقت إلى الموضوعات المالية ضمن رؤية معاصرة دقيقة مستلهمة من نظريات الاستثمار المالي عموماً.

منهجية البحث:

تقوم منهجية البحث على الطريقة الاستقرائية للنصوص، وعلاقات التبادل بين المتعاملين في المتاجرة بالهامش، وتحليلها في ضوء مبادئ الشريعة، مع الاستفادة من النظرية المالية في تشخيص الظاهرة محل البحث، للوصول عن طريق الاستقراء التحليلي إلى تقييم شرعي للأنشطة المتضمنة في المتاجرة بالهامش.

(١) وقد أعد هذه الدراسة الباحث ياسر بن إبراهيم الخضير، لنيل درجة الماجستير في الفقه من كلية الشريعة في جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية بالرياض، عام ١٩٢٩ هـ. ورغم أن هذه الدراسة تعد مهمة في الإطار الفقهي، استفاد فيها الباحث كثيراً من البحوث المقدمة لمجمع الفقه الإسلامي برابطة العالم الإسلامي؛ لكنها لا تعد كافية في المعالجة الاقتصادية المالية للظاهرة محل البحث.

خطة البحث:

يقع البحث في مقدمة وثلاثة مباحث وخاتمة؛ يتناول المبحث الأول أحكاماً عامة في المتاجرة بالهامش من خلال تصوير هذا البيع والتعرف على طبيعته أدائه. ويتضمن المبحث الثاني: أنواع المتاجرة بالهامش وآثاره، مع التركيز على الآثار الاقتصادية. وأما المبحث الثالث: فيتركز في الشبهات الشرعية التي تحوم حول المتاجرة بالهامش، من خلال تصنيف هذه الشبهات إلى قسمين: شبهات ربوية ملازمة للقرض، وشبهات تقع في باب البيوع المحرمة، والتي يخالطها في العادة الغرر والجهالة إضافة إلى الربا.

المبحث الأول

مفهوم المتاجرة بالهامش وأركانها وآليتها

المطلب الأول: مفهوم المتاجرة بالهامش

المطلب الثاني: أركان المتاجرة بالهامش

المطلب الثالث: آلية عمل المتاجرة بالهامش

المطلب الأول

مفهوم المتاجرة بالهامش

المتاجرة بالهامش في اللغة:

يقال: تَجَرَّ يَتَجَرُّ وَتِجَارَةً: باع وشَرى. وأَرْضٌ مُتَجَرَّةٌ: يُتَجَرُّ إليها. وناقَةٌ تاجر: نافقةٌ في التجارة والسوق. وتقول العرب: إنه لتاجرٌ بذلك الأمر، أي حاذق^(١).

وواضح أن التجارة تشتمل على البيع والشراء، لكن البيع يمثل الركن الأهم؛ لأنه

(١) انظر: ياسر الحوراني، معجم الألفاظ الاقتصادية في لسان العرب، ط ١، عمان، دار مجدلاوي، ٢٠٠٦م، ص ٨٣.

يقصد منه الربح. وهو من ألفاظ الأضداد المشتركة التي تطلق على الشيء وعلى ضده، كما في قوله تعالى ﴿وَشَرَوْهُ بِثَمَنٍ بَخْسٍ﴾^(١)، أي باعوه. فالبيع ضد الشراء، لكن إذا أطلق لفظ البائع فيراد به باذل السلعة، وإذا أطلق لفظ المشتري فيراد به باذل العوض. وعلى ذلك يتسع مفهوم التجارة في اللغة لمفهوم البيع على نحو وثيق.

وأما لفظ الهامش : فيدل في اللغة على حاشية الكتاب^(٢). ورغم أن لفظ الهامش لم يرد في مصنفات اللغة عدا القاموس المحيط، لكنه لا يعد ضئيلاً في المعرفة الاقتصادية، خصوصاً أن المدرسة الحديثة تركز على الهامش في مجالات اقتصادية عديدة، مثل هامش الربح، وهامش التكلفة، وهامش المنفعة، وهامش الإنتاج؛ والهامش - هنا - بمعنى الحد، ويقصد به في لغة الاقتصاد الإضافة المشتقة من الوحدة الأخيرة، فمثلاً يدل هامش المنفعة «المنفعة الحدية» على المنفعة التي يشتقها المستهلك من الوحدة الأخيرة في عملية الاستهلاك.

المتاجرة بالهامش في الاصطلاح:

هناك تعريفات عديدة لمعنى الهامش في الاصطلاح، تشكل بمجموعها وحدة متكاملة يمكن من خلالها الوصول إلى صورة واضحة المعالم لعملية الهامش. ومن أبرز هذه المصطلحات : أن الهامش يعرف بأنه «المبلغ النقدي الذي يضعه المستثمر على أساس أن يقترض المبلغ الإضافي لإكمال العملية من المصادر الخارجية»^(٣)، أو هو «المبلغ الذي يدفعه العميل كنسبة من القيمة السوقية للأوراق المالية المنوي شراؤها»^(٤)، وعرفه حبش بأنه «التأمين النقدي الذي يدفعه العميل، ضماناً لتسديد الخسائر، التي قد

(١) سورة يوسف، الآية ٢٠.

(٢) محمد بن يعقوب الفيروز آبادي، القاموس المحيط. بيروت، دار النفائس، مادة «همش».

(٣) محمد صالح جابر، الاستثمار في الأسهم والسندات. ط ١. الكويت، مؤسسة الخليج للطباعة والنشر، ص ٢٥٠.

(٤) مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية بعمّان، تعليمات التمويل بالهامش لسنة ٢٠٠٣م، المادة الثانية.

تحدث»^(١)، وعند البرواري هو «نقود يقدمها عميل كدفعة جزئية من ثمن شراء ورقة مالية، بموجب عقد آجل»^(٢).

من هذه التعريفات يمكن استنتاج مفاهيم أساسية متضمنة في معنى المتاجرة بالهامش، ومنها:

١. تتضمن المتاجرة بالهامش عدة عناصر أساسية تقوم عليها هذه المعاملة، وهي: المستثمر أو المشتري، والوسيط المالي، والبنك أو الشركة الممولة، والتمويل أو القرض، والعمولة والأتعاب.

٢. لا ينحصر هذا التعامل بمفهوم الصرف وأحكامه كما يتوهم، ولا يقتصر على تجارة العملات، وإنما هذه التجارة متضمنة فيه، بنظام مخصوص هو نظام الهامش.

٣. يتسع وعاء المتاجرة بالهامش لوجود مكونات عديدة، أهمها: القرض، والرهن، والعربون، والجمع بين عقدين، وعكس العينة، وجميعها تدور حولها شبهات بسبب اختلال القواعد الضابطة لها.

٤. يطلق على المتاجرة بالهامش أوصاف أخرى يتم التعامل بها في السوق المالي، وكلها تتضمن معنى المتاجرة، مثل بيع المارجن (Margin)، وبيع الهامش، والتعامل بالهامش، والشراء بالحد، وبيع المدة. كما أن هناك مصطلحات ذات صلة بالمتاجرة بالهامش وقريبة منها، مثل «البيع على المكشوف»^(٣).

(١) محمد محمود حبش، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة. عمان، معهد الدراسات المصرفية، ١٩٩٨م، ص ٣٥.

(٢) محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي. دمشق، دار الفكر، ١٤٣٢هـ، ص ١٨٦.

(٣) يتم البيع على المكشوف في فترة قصيرة، ويمكن تعريفه بأنه «قيام شخص ببيع أوراق مالية لا يملكها، عن طريق اقتراضها من آخرين (شركة سمسرة)، مقابل الالتزام بإعادة شرائها، وتسليمها للمقرض، في وقت محدد». انظر: طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية. طبعة أولى. ١٩٩٨، ص ١٨٩-١٩٠.

و«هامش الأمان»^(١)، و«هامش الربح»^(٢).

٥. ويمكن أن نعرّف المتاجرة بالهامش بأنها "عملية تبادل بين عدة أطراف، تمول جزئياً بأموال المستثمر، ويتم تغطيتها كلياً بتمويل الوسيط المالي، على وجه مخصوص، يحدد الحقوق والالتزامات بين جميع الأطراف".

المطلب الثاني

أركان المتاجرة بالهامش

يمكن حصر أركان الهامش، بالنقاط الآتية:

أولاً- المستثمر (Investor):

يمثل المستثمر جهة معينة لديها الرغبة بالاستثمار في المتاجرة بالهامش، وليس بالضرورة أن يكون المستثمر فرداً، لأن عمليات التبادل في السوق المالي تتم من خلال علاقات تنافسية، يعتمد تأثيرها على المستوى المالي والنفوذ والقوة الشرائية، مما يعني أن التنافس يكون بين أطراف تبادل كبيرة، وفي الغالب تمثل هذه الأطراف البنوك، ومؤسسات التمويل، والصناديق المالية المشتركة، والمؤسسات المالية العالمية، وشركات التأمين، وأحياناً مؤسسات تابعة للدولة.

(١) إن هامش الأمان يمثل أحد المفاهيم الاستثمارية التي تعطي أهمية كبيرة لاختيار السندات الجيدة أو الأسهم الممتازة، فمثلاً في حالة ارتفاع هذا الهامش فإن ذلك يعني أن الأرباح المستقبلية لا يمكن التنبؤ بأنها ستخفض بشكل كبير عن الأرباح السابقة، مما يولد الشعور بالأمان لدى المستثمر ضد التقلبات.

(٢) محمد عثمان شبير، المتاجرة بالهامش والأحكام المتعلقة بها في الفقه الإسلامي. بحث مقدم إلى الدورة الثامنة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، جدة، ٢٠٠٥، ص ١٥.

ثانياً- الوسيط المالي (Financial intermediary):

تشتط معظم الأسواق المالية وجود الوسيط المالي أو السمسار (Realtor) في عملية المتاجرة بالهامش، حيث لا يتمكن الأفراد من إتمام صفقات البيع، وقد يمثل السمسار شركة وساطة أو بنكاً تجارياً. وفي العادة، لا يتحمل الوسطاء أو السماسرة أية خسارة محتملة، تكون ناتجة عن تقلب الأسعار. وهنا يلعب الوسيط دور الوكيل عن المستثمر مقابل أجر، وفيه يقوم السمسار أو البنك بعملية الوساطة المالية لمتاجرة الهامش للعميل، من خلال الإشراف والمتابعة لحساب الهامش، على وجه الوكالة، أو بالنيابة عن العميل، وأحياناً يتمكن العميل من استخدام الموقع الإلكتروني للسمسار، وإزاء كل ذلك يحصل السمسار على أجر أو عمولة.

ثالثاً- السوق المالي (Financial market):

تتم معظم التبادلات المالية داخل السوق المالي «البورصة»، والذي يمثل أحد المفاهيم الحديثة نسبياً؛ وذلك أن الأدوات المالية التي تشكل وعاء السوق المالي، يكون معظمها منتجات مبتكرة، ومنها: المتاجرة بالهامش. وهناك تعريفات كثيرة تناولت مفهوم السوق المالي، تركز على عناصر هذا السوق مثل الأوراق المالية محل التداول كالأسهم والسندات^(١)، ودورها الوظيفي في تعبئة المدخرات^(٢)، وتحديد السعر السائد بتفاعل قوى العرض والطلب، أو التركيز على الوحدات ذات الفائض الممتلئة بالمدخرين، والوحدات ذات العجز الممتلئة بالمستثمرين^(٣). ويمكن تعريف السوق المالي بأنه «الجهاز المؤسسي الذي يتم من خلاله إصدار وتداول أدوات الاستثمار المالي لأغراض التمويل المختلفة».

(١) . هشام البساط، الأسواق المالية الدولية وبورصات الأوراق المالية وسياسات تكوين محافظ الأوراق

المالية، اتحاد المصارف العربية، ص ٣٢.

(٢) . أحمد محيي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية، ١٩٩٥، ص ٢٤.

(٣) . أحمد أبو الفتوح الناقه، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية. الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة، ١٩٩٨، ص ١٦.

رابعاً- البنك والتمويل (Bank and Finance):

يقوم السمسار، بالاقتراض من البنك من أجل تقديم التمويل اللازم للعميل، ويعني ذلك أن الجهاز المصرفي يدخل في عملية المتاجرة بالهامش كحلقة أساسية بين شركة السمسرة والمستثمر. ولا شك أن السمسار يلعب أحياناً دور البنك إذا كان لديه القدرة الذاتية على تمويل العميل.

خامساً- العمولة والأتعاب (Commissions and fees):

تعني العمولة والأتعاب ذلك الأجر الذي يتقاضاه الطرف الممول، سواءً أكان هذا الطرف شركة السمسرة أم الجهاز المصرفي. ويعد هذا الركن من أهم المسائل التي أخذت حيزاً كبيراً في مناقشة مشروعية الهامش وتحرير مسائله المختلفة.

المطلب الثالث

آلية عمل المتاجرة بالهامش

تخضع عملية المتاجرة بالهامش لتدخل الدولة ورقابتها، ويقتضي الوضع القانوني حصول شركة السمسرة على موافقة الهيئة العامة للرقابة المالية لمزاولة نشاط الشراء بالهامش، وفي الوقت نفسه معرفة مستوى قدرة المستثمر على الوفاء بالتزاماته ومصادر تمويله. وفي حالة التأكيد على الوضع القانوني في هذا الجانب، يقوم المستثمر بإبرام عقد مع شركة السمسرة^(١)، وفتح حساب خاص له لدى الشركة للشراء بالهامش، وفيه يتم إنابة الشركة وتفويضها بإدارة حساب الشراء بالهامش، أي أن شركة السمسرة نفسها تقوم بعملية الإقراض أو تقوم بتأمينها من شركة

(١) انظر الملحق في نهاية البحث.

سمسرة أخرى، وبموجب العقد يقوم المستثمر بتسديد النسبة المتفق عليها من ثمن الشراء (الهامش)، وتبقى الأسهم أو الأوراق المالية مرهونة في حيازة الشركة وذمتها حتى يسدد المستثمر كامل قيمة الشراء أو تحصل الشركة على كامل حصتها عن طريق البيع، أي يكون الرهن ضماناً للقرض؛ حتى يتم سداؤه.

وهنا، يتحمل المستثمر المصروفات والعمولات وسائر الالتزامات المترتبة على تكلفة التمويل لعمليات الشراء بالهامش، وبالتالي يتمكن المستثمر من إصدار أمر بالشراء للشركة ويتضمن الأمر تحديد نوع وكمية الأوراق المالية المطلوب شراؤها وتحديد السقف الأعلى لسعر الشراء.

أما حالة الربح التي يحققها المستثمر، أو حالة الخسارة التي تلحق به، فإنها تعتمد على حركة الأسعار للسلع المشتراة منسوبة إلى التكاليف، فإذا زادت الأسعار بنسبة تزيد على الزيادة المترتبة على القرض، فإنه تتحقق حالة الربح، وفي حالة انخفاض الأسعار فإنه يلحق بالمستثمر نوعان من الخسارة، أحدهما: يمثل الفرق بين سعري البيع والشراء وهي خسارة رأسمالية، والآخر يمثل تكاليف الزيادة المترتبة على القرض^(١).

وتجدر الإشارة إلى أن المستثمر يقوم باقتراض الأسهم التي تتجه أسعارها في العادة نحو الانخفاض وفقاً لحركة السوق، حيث يقوم بإصدار أمر الشراء في حالة تحقق انخفاض الأسعار، ثم يبيعها في حالة الارتفاع، وكل ذلك يخضع للتوقعات التي تسمح له بالاستفادة من فرق سعري الشراء والبيع. ويتضح أن الشراء بالهامش (Margin) يختلف عن الشراء النقدي (Cash Account) من جهة طريقة الدفع، ففي الشراء النقدي يقوم المستثمر بدفع كامل قيمة الأسهم من حسابه الخاص، أما في حالة البيع بالهامش فإن المستثمر يقوم بسداد جزء من قيمة الأسهم وتأجيل سداد باقي الثمن. وتقوم شركة السمسرة بتسوية عملية الشراء عن طريق دفع القيمة المؤجلة مقابل

(١) عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية. الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة، ٢٠٠٣، ص ٤٧-٤٨.

الحصول على تكلفة التمويل من المستثمر. وتعد طريقة التعامل بالهامش أكثر شيوعاً من طريقة دفع كامل الثمن بسبب التوقعات بتحقيق مكاسب كبيرة، والحصول على صفقات كبيرة تفوق إمكانيات الفرد.

مثال توضيحي (المتاجرة بالهامش):

قام (س) بشراء ١٠٠ سهم من شركة أمازون، بسعر ١٠ ريال للسهم الواحد، فتكون القيمة الإجمالية للأسهم هي $(100 \times 10 = 1000 \text{ ريال})$ ، فإذا كان الاتفاق مع شركة السمسرة على دفع ٥٠٪ نقداً والباقي قرض بزيادة ربوية ٥٪، فإن المبلغ المدفوع يساوي $(1000 \times 50\% = 500 \text{ ريال})$.

فإذا ارتفع سعر الأسهم ١٠٪ للسهم، أي أصبح سعر السهم $(10 \times 10 = 11 \text{ ريال})$ ، تكون القيمة البيعية الإجمالية $(11 \times 100 = 1100 \text{ ريال})$ ، وبالتالي يكون الربح $(1100 - 1000 = 100 \text{ ريال})$ ، وهي تساوي $(100 / 1000 = 10\%)$ من حق الملكية (أي القيمة النقدية المدفوعة لشركة السمسرة). وفي حالة انخفاض السعر ١٠٪ للسهم، تكون نسبة الخسارة ٢٥٪، موضحاً بالجدول التالي:

سعر السهم ٩ ريال	سعر السهم ١١ ريال	
(الزيادة ١٠٪ من سعر السهم) (الانخفاض ١٠٪ من سعر السهم)		
٩٠٠	١١٠٠	قيمة ١٠٠ سهم (القيمة البيعية)
١٠٠٠	١٠٠٠	ثمن ١٠٠ سهم بسعر ١٠ ريال
٢٥	٢٥	فوائد على الهامش $500 \times 5\%$
١٢٥	٧٥	الربح أو الخسارة
٢٥٪	١٥٪	عائد حق الملكية (الربح أو الخسارة)

من المثال المعطى يمكن الإشارة إلى بعض المسائل في عملية الشراء بالهامش، ومن أهم هذه المسائل:

١. تزيد نسبة الانخفاض عن نسبة الزيادة، أي نسبة الخسارة عن نسبة الأرباح لنفس معدل التغير، فزيادة سعر السهم ١٠٪ تحقق نسبة عائد ١٥٪، بينما انخفاض سعر السهم ١٠٪ ينتج عنه خسارة ٢٥٪، وكل ذلك بسبب الزيادة على القرض التي أدت إلى ارتفاع تكاليف الاستثمار بطريقة الشراء بالهامش.
٢. وبالرغم من الفجوة المتحققة بين نسبة الربح والخسارة، فإن السمسار لا يلحقه أية خسارة، وهو رابح في كل الأحوال، لأن الزيادة الربوية المفروضة على القرض مقررة مسبقاً.
٣. إذا كانت نسبة الزيادة على القرض ٢٠٪، فإنه تنعدم فرصة الحصول على الربح، وبالتالي لا توجد أية عوائد على حق الملكية، وهذه الحالة ممكنة في مجال التعامل بالسوق، إما من جهة السمسار الذي يخطط لزيادة أرباحه، أي زيادة التكاليف على المستثمر، وإما من جهة المستثمر إذا كان من المجموعات الضاغطة في السوق، ويهدف إلى إيجاد صورة وهمية عن انتعاش حركة التداول، وتحريك الطلب باتجاه بعض الأسهم.

المبحث الثاني

أنواع الهامش وآثاره الاقتصادية

المطلب الأول: أنواع الهامش

المطلب الثاني: المتاجرة بالهامش والسياسة النقدية

المطلب الثالث: الآثار الاقتصادية للمتاجرة بالهامش

المطلب الأول

أنواع الهامش

تتم عملية الهامش وفق مستويين، أو نوعين من الهامش؛ وهما الهامش المستخدم والهامش المتاح:

أولاً- الهامش المستخدم (Used Margin):

يسمى الهامش المستخدم بعدة مسميات مثل هامش الأساس ، والهامش المبدئي ، والهامش الابتدائي. وهذا الهامش يعبر عن المبلغ الذي يودعه المستثمر في حسابه الخاص. ووفقاً لمقدار هذا الهامش يتم تحديد القرض الذي يحصل عليه من شركة السمسرة، حيث يكون من مضاعفات هذا الهامش. ويحدد الهامش المستخدم بنسبة معينة من قبل البنك المركزي، وعادة لا تزيد عن ٦٠٪ من قيمة الصفقة^(١)، وفي بعض الدول يصل إلى (٥٠٪) كحد أدنى من قيمة الأسهم المراد شراؤها «بحسب المصرف الفدرالي الأمريكي»، إلا أن للبورصة أو شركات السمسرة أن تحدد نسبة الهامش

(١) منير هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية: الأسهم والسندات. عمان، المكتب العربي الحديث، ٢٠١١، ص ١١٠.

بنسبة أعلى مما يحدده البنك المركزي^(١).

ثانياً- الهامش المتاح (Usable Margin):

ويسمى هامش الصيانة وهامش الوقاية وهامش الحد الأدنى، وهو يهدف إلى المحافظة على الهامش الأول، ويعرف بأنه «الحد الأدنى الذي يشترط أن لا تقل عنه حقوق الملكية المتمثلة في الفرق بين القيمة السوقية لمجموع الأسهم المرهونة، وبين المبلغ المقرض»^(٢). وإذا انخفض سعر السهم يقوم المستثمر بإيداع مبلغ نقدي إضافي لهذا الهامش، الذي يصل إلى (٢٥٪) كحد أدنى من قيمة الأسهم المشتراة^(٣)، وهو ما تعمل به بورصة نيويورك^(٤).

ويعني الهامش المتاح (هامش الوقاية) ببساطة إيداع أقصى مبلغ يمكن خسارته في الصفقة مسبقاً، أي أنه في حالة انخفاض الأسعار يكون الهامش المتاح هو الحد الأعلى لما يمكن أن يلحق بالمشارك من خسارة، ويمكن إيراد المثال الآتي على حد الوقاية:

إذا قام أحد المستثمرين العملاء بشراء أسهم قيمتها (٢٠) ألف ريال، ودفع منها (١٠) آلاف ريال من حسابه الخاص، بينما استدان المبلغ المتبقي بقيمته (١٠) آلاف ريال من شركة السمسرة. فإذا افترض أن القيمة السوقية للأسهم المشتراة انخفضت من (٢٠) ألف ريال إلى (١٦) ألف ريال، فإن ما يمتلكه المستثمر في حسابه الخاص فعلاً هو (٦) آلاف ريال، وهو ما يمثل حاصل الفرق بين (١٦) ألف و (١٠) آلاف ريال، بمعنى أن الخسارة في قيمة الأسهم تم تحويلها كلياً إلى المستثمر دون تحميل أي شيء

(١) . منير هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال. عمان، مركز التميز لعلوم الإدارة والحاسب، ١٩٩٨م، ص ١٣٧.

(٢) . خالد وهيب الراوي، الاستثمار: مفاهيم، تحليل، إستراتيجية. عمان، دار المسيرة للطباعة والنشر، ١٩٩٩م، ص ١٠٢.

(٣) . نبذة عن الشراء بالهامش، البورصة المصرية، إبريل ٢٠١١.

(٤) . محمد الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية. ط ٢. الإسكندرية، الدار الجامعية، ١٩٩٧م.

منها لشركة السمسرة.

إزاء هذه التقلبات التي تحدث في سوق الأسهم تحتاط شركات السمسرة للمحافظة على حسابها من خلال وضع الحد الأدنى أو حد الوقاية، بحيث يكون ملزماً للمستثمر للعمل به، فإذا افترض أن حد الوقاية (٤٠٪) فإن المستثمر في هذه الحالة يلزمه أن يكون في حسابه الخاص (٦٤٠٠) ريال، وهي تمثل نسبة حد الوقاية (٤٠٪) من مجموع ما يمتلكه المستثمر في حسابه وهو (١٦) ألف ريال. وفي هذه الحالة تقوم شركة السمسرة بإجراء مطالبة مالية (Margin call) موجهة للمستثمر لتغذية حسابه بمبلغ (٤٠٠) ريال، أي حاصل الفرق بين حد الوقاية المطلوب (٦٤٠٠) ريال والحساب الخاص وهو (٦) آلاف ريال، وهكذا كلما ينخفض الحساب الخاص عن حد الوقاية تقوم شركة السمسرة بتحرير مطالبة مالية ؛ لتغذية الحساب الخاص؛ حتى يصل إلى مستوى حد الوقاية، ولكن إذا عجز المستثمر عن تغذية الحساب تقوم الشركة ببيع بعض أسهمه لزيادة ما ستملكه في الحساب حتى يصل إلى حد الوقاية^(١).

الرافعة المالية (Leverage) :

كما أن شركات الوساطة تلجأ لاستخدام ما يسمى سياسة الرفع المالي، أو الرافعة المالية (Leverage) وهي صيغة للتبادل تؤمنها هذه الشركات من أجل ضمان قدرة أكبر لدى المستخدم في حيازة رأس المال الكافي ، وهذه الصيغة تمنح المستثمرين في سوق العملات إمكان التبادل أو المتاجرة بأضعاف رأس المال للوصول إلى تحقيق أرباح مرتفعة، مقابل مخاطر عالية.

وتسمح سياسة الرافعة المالية بعملية المتاجرة بالهامش بطريقة أكثر مرونة، حيث يقوم المستثمر بشراء الأسهم باستخدام هذه السياسة ، التي تعني أن المستثمر يقوم باستخدام أموال الآخرين مع أمواله الخاصة من أجل زيادة القوة الشرائية

(١) انظر: موقع البورصة المصرية www.egx.com.eg

لديه وشراء أكبر قدر ممكن من الأسهم، وبالتالي تحقيق أكبر عائد ممكن^(١). ومع أن المستثمر يحقق ربحاً أعلى عند ارتفاع أسعار الأسهم لكنه بالمقابل يتحمل خسارة أكبر عند انخفاضها.

مثال توضيحي على عملية متكاملة للعلاقة بين الهامش المستخدم والهامش المتاح والرافعة المالية:

نفترض أن أحد المستثمرين يمتلك (٣) آلاف دولار، لكنه يريد أن يدخل في صفقة المتاجرة بالهامش بقيمة (١٠٠) ألف دولار، عندئذ يلزمه إبرام عقد تمويل مع شركة سمسرة للدخول في هذه الصفقة، التي تحتاج إلى رأس المال المطلوب كقيمة للعقد الاعتيادي، ويتم ذلك عن طريق فتح حساب خاص لدى شركة السمسرة، ويودع فيه ما يمتلكه وهو (٣) آلاف دولار، ويمثل أصل الهامش الكلي.

تقوم شركة الوساطة (الممول)، بتقسيم الرصيد (الهامش) بحسب اعتبارات تقدرها هي إلى قسمين: هامش مستخدم، و هامش متاح. فإذا كان الهامش المستخدم يساوي ألف دولار، والهامش المتاح يساوي ألفين، فإن الهامش المستخدم (الألف) يمثل رأس المال الذي ستضاعفه الشركة حتى يصل إلى مائة ألف. أما الهامش المتاح (الألفين) فإنه يمثل الحد الأقصى لما يتحمله المستثمر من خسارة عند حدوثها، وهو بمثابة ضمان لشركة السمسرة خوفاً من عدم التزام المستثمر، وهو في الوقت نفسه يعد خط أمان يمنع به وصول الخسارة إلى أصل القرض الذي تقدمه للمستثمر. من هنا فإن المستثمر بإمكانه أن يدخل في صفقة المتاجرة بالهامش بقيمة (١٠٠) ألف دولار، مع أنه لا يملك إلا ألف دولار، وواضح أن الرافعة المالية تكون بمقياس ١٠٠:١، فإذا تحقق الربح فإنه يضاف إلى الهامش الكلي (الهامش المستخدم والمتاح) ويتم خصم تكاليف التمويل، وتزيد فرصة المستثمر في صفقات البيع.

(١) محمد مجد الدين باكير، الشراء بالهامش: آليته، مزاياه، مخاطره. موقع الاستثمار والتمويل، Arabic, majdbakir.com

ويتضح أن المؤسسة الممولة لا تخصم التكاليف فحسب، لكنها تحقق مزايا إضافية علاوة على العمولة، فمثلاً في حالة الشراء تباع العملة للمستثمر بسعر أعلى من سعر السوق، وفي حالة بيع الأسهم تلتزم بالسعر الذي حدده المستثمر ولو زاد سعر السوق عن ذلك، وبالتالي تستفيد من فرق الأسعار، مما يخالف مقتضى عقد الوكالة والأمانة.

المطلب الثاني

المتاجرة بالهامش والسياسة النقدية

يخضع تحديد الهامش للوائح التي تصدرها الجهات المشرفة على أعمال البنوك، وشركات الاستثمار مثل البنك المركزي أو سلطة سوق المال.

تعتبر نسبة الهامش إحدى الأدوات التي يقوم البنك المركزي باستخدامها للتأثير على الاقتصاد المحلي، وهذا يشبه أدوات السياسة النقدية المستخدمة من البنك المركزي مثل سياسة سعر الحسم وعمليات السوق المفتوحة؛ ففي حالة الرغبة في تنشيط السوق عند حدوث كساد أو انكماش اقتصادي، فإن البنك المركزي يقوم بتخفيض نسبة الهامش، من أجل تحفيز المستثمرين للحصول على التمويل اللازم لإجراء عمليات الشراء. ويعتمد البنك المركزي إلى اتباع هذه السياسة النقدية كلما انحسر نشاط السوق المالي، وقلَّ الإقبال على الشراء حتى يتمكن المستثمرون من الحصول على القروض، وبالتالي يزداد الطلب، وفي المقابل يقوم البنك المركزي بزيادة نسبة الهامش إذا كانت الأسعار مرتفعة بصورة غير طبيعية بسبب المضاربة وغيرها، أو رغب في تقليل عمليات البيع والشراء، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على الحصول على التمويل اللازم لعمليات الشراء. ومن هنا بوسع البنك المركزي التحكم في نشاط السوق في حالتي الانكماش والرواج عن طريق تغيير نسبة الهامش^(١).

ويمكن أن يلجأ البنك المركزي لوضع قاعدة معلومات حول تبادلات السوق، مما يمنع

(١) محمد صالح جابر، الاستثمار بالأوراق المالية، ص ٢٧٥.

أو يحد من المضاربات السريعة. فحيثما لا توجد في الأسواق المالية قاعدة معلومات حول عمليات البيع بالهامش، فإنه يعني عدم قدرة المستثمر على اتخاذ القرار الرشيد في عملية الشراء والبيع بالهامش، وعدم قدرته على التحليل الدقيق لعلاقات السوق في ظل معلومات غير واضحة. والمعروف أن الإفصاح عن الشراء بالهامش يؤثر إيجابياً في دعم الثقة في السوق المالي ويكشف عن رؤية سليمة أمام المستثمرين، بل يشكل أداة رقابية ومؤشر مهم على حجم العرض أو ضغوط البيع التي تواجهها الأسهم. ومن المعلومات المطلوبة حساب حجم الشراء بالهامش كإجمالي يومي للسوق، وحجمه لكل صفقة بيع، وحجم الطلب على الأسهم المتاحة، وحجم السيولة المتاحة في الصناديق، ووجود مؤشر عام لقياس المخاطر التي يتعرض لها السوق عند المديونية، وطبيعة الأسهم التي تزيد فيها المديونية عن النسبة المقررة، لتكون بمثابة مؤشر عن احتمالية تعرض هذه الأسهم لضغوط بيعية^(١).

المطلب الثالث

الآثار الاقتصادية للمتاجرة بالهامش

ينتج عن التعامل بالهامش سلسلة من الآثار الاقتصادية المتتابة، مما يؤدي إلى حدوث أزمات واختلالات اقتصادية كبيرة، ومن ذلك ما حدث عام ١٩٢٩م، فيما يعرف بأزمة الكساد العظيم، التي كان من أهم أسبابها المتاجرة بالهامش؛ وذلك أنه بوسع المستثمر أن يقتصر إلى مئة ضعف، وأحياناً دون سقف معين. وقد تمخضت هذه الأزمة عن انخفاض مؤشر داو جونز بنسبة (٨٩٪) ثم إفلاس الشركات المالية بسبب عجزها عن تلبية سحبيات العملاء، وانخفاض الاستثمار وانهايار قاعدة الإنتاج، وارتفاع نسبة البطالة، وتعثر الديون إلى جانب الضغوط التضخمية^(٢).

(١) جريدة البورصة المصرية، «البورصة تدرس آلية لحساب حجم الشراء بالهامش يومياً»، العدد الصادر في ٢٠/٦/٢٠١١م.

(٢) جلال أمين، إستراتيجيات التعامل بسوق العملات والأسهم وفق الضوابط الإسلامية. شركة بيت الاستثمار، ص ٦٠.

ويمكن رصد أهم الآثار التي يواجهها المستثمر بالنقاط الآتية:

١. كلما ترتفع أسعار الأسهم تقل فرصة المستثمر باسترداد رأسماله المودع، ومن الممكن أن يخسر رأس المال كاملاً، خصوصاً إذا كان مستثمراً يفتقر إلى الملاءة المالية. والمعروف: أنه مع ارتفاع الأسعار تزيد فرصة المشتري بالربح، أما البائع أو المستثمر: فإن فرصته تكون في مواجهة الخسارة^(١).

٢. وفي حالة قيام شركة السمسرة ببيع أسهم المستثمر أو جزء منها من أجل الوفاء بمتطلبات الحد الأدنى (هامش الوقاية) في حالة عجز المستثمر، فإنه يلجأ في بعض الأحوال إلى إغراق نفسه بالمزيد من القروض لتلبية طلبات شركة السمسرة^(٢).

٣. وتعد فترة السماح قيلاً صارماً على المستثمر، حيث لا يجوز له مد هذه الفترة عندما تخطره الشركة بضرورة رفع هامش الوقاية أو تقديم ضمانات أخرى أو التسديد النقدي لخفض نسبة المديونية بعد انتهاء المدة المتفق عليها، حتى وإن كان المستثمر يتوقع فرصاً جديدة تتمثل بزيادة أسعار ما يملك من الأوراق المالية خلال فترة قصيرة.

٤. وعندما يتطلب الموقف المالي إيداع المبلغ الإضافي ويعجز أحد الطرفين عن ذلك، فإن بيت التسوية يقوم بذلك عن طريق إبرام صفقة عكسية خارجة عن إرادة أحد الطرفين وبالتالي إقفال مركزه المالي^(٣).

٥. يجبر المستثمر على بيع أسهمه إذا زادت نسبة مديونيته للشركة عن نسبة معينة، وعادة ما تكون (٦٠٪) من القيمة السوقية للأوراق المالية المشتراة بالهامش، وذلك في حالة عجزه عن السداد النقدي للمديونية أو تقديم ضمانات إضافية، فإذا لم يقدّم بالبيع خلال يومين من إخطار الشركة له، يكون لها الحق في

(١) محمد مطر، إدارة الاستثمارات. عمان، مؤسسة الوراق، ١٩٩٩م، ص ٢٧٣.

(٢) سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية. القاهرة، مكتبة عين شمس، د. ت. د.، ص ٤٧٨-٤٧٩.

(٣) مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي. القاهرة، دار غريب، ١٩٩٧م، ص ١٨١.

بيع أسهمه. ووجه الإشكالية في هذا الجانب : أن البيع قد يتم في ظروف سوقية يضعف أو ينعدم فيها الطلب، وبالتالي البيع بأسعار منخفضة ينتج عنه خسارة جديدة للمستثمر، مقابل فرصة منتظرة يمكن أن تتحقق فيها الأرباح.

٦. كما أن المستثمر لا يملك الخيار في تحديد أوراق مالية بعينها يمكن أن تباعها الشركة، بل إن الشركة تختار الأوراق المالية التي تحقق مصلحتها في عملية البيع، حيث تتحقق هذه المصلحة بتسديد الديون، دون الالتفات إلى مصلحة المستثمر .

والمعروف : أن الأوراق المالية تختلف أهميتها بالنسبة للمستثمر، بحسب اتجاهات الطلب. ولا شك انه جراء هذه العملية يتحمل المستثمر نسبة زيادة ربوية تضاعف من خسارته وتقلل من احتمال حصوله على العائد، بل تزداد الأمور تعقيداً إذا حدث انخفاض آخر في قيمة الأوراق المالية ينتج عنه زيادة مستمرة في نسبة المديونية، مما لا ينفع معه تقديم أية ضمانات جديدة تطلبها شركة السمسرة، مثل أوراق مالية، أو خطابات ضمان مصرفية، أو ودائع بنكية، أو زيادة هامش الوقاية.

٧. إزاء تعاضل واستمرارية الفجوة التي يواجهها المستثمر بين استثماراته وفرص تحقيق العائد المتوقع، فإن فرص تحقيق أهدافه الاستثمارية تقل خصوصاً أمام المخاطر المتزايدة.

٨. الإسهام في زيادة التضخم بسبب حركة الرافعة المالية التي تعمل على توليد المزيد من النقود؛ بنسبة (١ : ١٠٠) أو أكثر، وهذا يعني وجود خسارة كبيرة ليس على مستوى المستثمر وحده، ولكن على مستوى المجتمع ككل، كنتيجة لزيادة الأسعار وانخفاض الدخل الحقيقي.

٩. ولما كان التعامل بالهامش من البيوع التي تتم في نطاق عابر، لأنه يجري في تداولات إلكترونية، لا تنتمي إلى بقعة جغرافية محددة، ولكن تتجه النقود

عادة إلى الطلب العالمي في المناطق الأكثر كثافة في رأس المال.

من هنا يعمل التعامل بالهامش على تعبئة الأموال ونقلها إلى السوق الدولية مع الحاجة إليها على المستوى المحلي، خصوصاً في الدول النامية أو الدول الأشد فقراً.

١٠. التعامل بالغرر والتدليس والمضاربة السريعة في ظل تجاوز القوانين واللوائح، إذ تتشكل علاقات السوق المالي في ضوء هذه التجارة حسب اتجاهات المضاربين الكبار، وهم يمثلون صناع القرار في إدارة السوق وفقاً لمصالحهم.

١١. إعادة تخصيص الموارد المالية والبشرية لصالح المضاربات المالية، وهذا يكون على حساب القطاعات الاقتصادية الحقيقية؛ كقطاع التعليم والصحة والإسكان وسائر المشروعات التنموية، مما يخالف مبادئ الاستثمار الحقيقي الذي يوجه نحو القطاعات الحيوية.

١٢. زيادة الطلب على العملات الأجنبية، وخصوصاً الدولار؛ مما يزيد من قوته الشرائية، مقابل انخفاض متوقع في قيمة العملات الوطنية، وبالتالي ترحيل أزمة الدولار إلى الاقتصاديات المحلية.

١٣. ينتج عن المتاجرة بالهامش اختلالات حادة في الأسواق المالية، من شأنها أن تترك آثاراً سلبية على القطاع الإستراتيجي في عموم الاقتصاد العالمي.

١٤. تتجه المتاجرة بالهامش نحو الاستثمارات غير الحقيقية^(١)، مع نبذ العمل وترك الإنتاج وتعظيم الثراء دون بذل الجهد، وهذا كله يسهم في زيادة البطالة وترويج ثقافة الكسل، ومن ثم تركيز الثروة بيد أرباب الأموال، وخصوصاً الأطراف التي لا تقبل الخسارة، وإعادة توزيعها على هذا الأساس.

١٥. تختلف المضاربة بالهامش، في التطبيق والممارسة، عن المضاربة الشرعية؛ لأنها

(١) أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة. اربد، دار الكتاب الثقافي، ٢٠٠٨م، ص ١٥٣.

تحتاج إلى صانع سوق (Market Maker) يقوم بإدارة الصفقات على نحو يخلو من الالتزامات الأخلاقية التي تتميز بها المضاربة الشرعية، وهذا العقد يكون بين الممول والمستثمر، وفيه يكون المستثمر مضارباً، ولكن كل ذلك لا يحتمل المشروعية، لأن الاتجار بالعملات على الوجه السائد في المتاجرة بالهامش لا تنطبق عليه أحكام الصرف ابتداءً.

١٦. لا تنعكس عملية المتاجرة بالهامش إيجابياً على مستوى القطاعات الاقتصادية، بل إن تحمل القروض يمثل مغامرة في السوق، وإنه من الممكن أن تؤدي على المستوى الكلي بإحداث تقلبات عنيفة، وتكون إحدى العوامل الهامة في أسباب الانهيار الاقتصادي.

المبحث الثالث

شبهات المتاجرة بالهامش

فقد اتضح من مناقشة حقيقة المتاجرة بالهامش عدة قضايا أساسية، يمكن من خلالها تقرير الحكم الشرعي الذي يدور مدار التحريم؛ فمن الواضح أنه يشتهر على هذه المتاجرة مخالفتها للعديد من العقود، على وجه غير شرعي، مع أن بعض هذه العقود يكون جائزاً شرعاً، ولكن يخرج من باب الحل بسبب ما يدور حوله من شبهات شرعية: كالقرض والرهن مثلاً. وهناك عقود عديدة تدخل في المحرمات الشرعية: كالربا، والبيع المشروط بقرض، والتوثيق المحرم للرهن، وبيع العربون، والاحتكار، وبيع ما لا يملك، وما شابه، ويتعرض هذا المبحث لمعظم الشبهات الشرعية المختلطة في المتاجرة بالهامش، بإسهاب غير ممل وإيجاز غير مخل، وذلك في مطلبين:

المطلب الأول: شبهة القرض الربوي وعدم التقابض

المطلب الثاني: شبهة البيوع المحرمة

المطلب الأول

شبهة القرض الربوي وعدم التقابض

أولاً- شبهة القرض الربوي:

إن القرض الذي يقدمه الممول، ممثلاً بشركة الوساطة أو البنك، إلى المستثمر أو العميل، يمكن أن ترد عليه شبهة الربا من وجوه عديدة، أهمها:

١. يتضمن هذا العقد شبهة بيع وشرط، وفيه يحصل المشتري أو المستثمر على قرض بزيادة ربوية من السمسار، ولا شك أن هذه الزيادة تدخل في الربا المحرم. والتمويل عبر القرض يحتمل وجود أنواع عديدة منها التمويل بزيادة مشروطة، والتمويل بدون زيادة مشروطة، والتمويل بالبيع الآجل، عن طريق المرابحة للأمر بالشراء. وواضح أن الزيادة المشروطة في القرض تختلف في مشروعيتها عن القروض الأخرى، فهي من جنس الربا. ولكن هل يلزم من التحريم بطلان العقد من جهة أن القرض مشروط بزيادة؟

إن هذه المسألة تقاس على ما ناقشه الفقهاء في حالة البيع الذي يتضمن شرطاً وهي تتضمن قولين: فمن العلماء من قال بصحة العقد وفساد الشرط، وهو مذهب الحنفية والحنابلة وقول عند الشافعية^(١). ومنهم من قال ببطلان العقد بالشرط الفاسد، وهو مذهب المالكية والشافعية ورواية عن الإمام أحمد^(٢).

ومن أدلة القول الأول: ما ورد في حديث بريرة أن الرسول ﷺ قال: "فأیما شرط ليس في كتاب الله فهو باطل"^(٣) فقد أبطل النبي ﷺ الشرط، ولم يبطل العقد. ومنها: أن القرض عقد إرفاق، فلا يبطل بالشروط الفاسدة^(٤).

(١) النووي، روضة الطالبين وعمدة المفتين، الطبعة الثانية، بيروت، المكتب الإسلامي، ١٤٠٥ / ٣ / ٢٧٦.

(٢) الفروع لابن مفلح، ٤ / ٢٠٤. علاء الدين أبي الحسن المرداوي. الإنصاف في معرفة الراجح من الخلاف. وزارة الشؤون الإسلامية والأوقاف بالمملكة العربية السعودية، ١٤١٩ هـ، ١٢ / ٣٤٤.

(٣) صحيح البخاري، رقم الحديث ٢٥٦٣.

(٤) روضة الطالبين للنووي، ٣ / ٢٧٦.

أما أدلة القول الثاني فمنها : أن القرض يدور مدار الإرفاق، فإذا تضمن شرطاً خرج عن مداره، فمنع صحته^(١).

والذي يترجح : أن القرض صحيح والشرط باطل؛ وذلك استناداً إلى حديث بريرة ؛ لأن الحديث بتمامه دلالة على تصحيح العقد وإبطال الشرط. ووجه الدلالة أن النبي ﷺ أجاز العقد بين عائشة وبريرة مقابل تغليظ حرمة وجود شرط في العقد مخالف لكتاب الله تعالى. ويرد على القول الثاني : أن القول بعدم فساد العقد لا يمنع المقترض من تملك المال الذي اقترضه، ولا شك أن التمويل هنا لا يجوز إلا إذا أسقط شرط الزيادة. ويرد على القول الثاني بأن الشرط وإن كان يقتضي التحريم، إلا أنه لا يقتضي البطلان ؛ لأن الشرط إذا أبطل يزول أثره على العقد، فيكون صحيحاً.

٢. يتم تكييف عملية المتاجرة بالهامش على أكثر من عقد، ومن ذلك يكيف على عقد القرض إذا كان السمسار غير مالك للأوراق المالية أو النقدية محل الصفقة عند العقد، بل يقوم باقتراضها من أحد البنوك أو المؤسسات المالية، ثم يقوم بإقراضها للعميل. وفي هذه الحالة يرتبط القرض بمنفعة للممول، وهذه المنفعة تتخذ صورة أتعاب وعمولة، وكل قرض جر نفعاً فهو ربا. وهنا لا يمتلك المستثمر حرية الاختيار في تعديل بنود العقد أو التمكن من القرض بنفسه، وإنما يتاح له التصرف فيه على وجه مخصوص، يقوم به الممول.

ومن القواعد المقررة في الشريعة : أن كل قرض جر نفعاً فهو ربا؛ وقد اجتمعت الأدلة النقلية والعقلية على التحريم؛ ومن الأدلة النقلية : قوله تعالى: ﴿وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا﴾ (البقرة، الآية ٢٧٥)، فإن لفظ الربا عام^(٢)

(١) زكريا بن محمد الأنصاري، الغرر البهية في شرح البهجة الوردية. تحقيق محمد عبد القادر عطا. بيروت، دار الكتب العلمية، ١٩٩٧م، ١٩٢/٥.

(٢) أحمد بن إدريس القرافي، الذخيرة. تحقيق محمد حجي. بيروت، دار الغرب الإسلامي. ١٩٩٤م، ٢٩١/٥.

يتناول كل مبادلة مالية، مع زيادة في أحد البديلين بلا عوض. وذهب بعض أهل العلم إلى أن ربا الجاهلية الذي حرمه القرآن هو القرض بزيادة^(١). ومن الأدلة النقلية: ما ورد في حديث عبادة بن الصامت «الذهب بالذهب، والفضة بالفضة، والبر بالبر، والشعير بالشعير، والتمر بالتمر، والملح بالملح، مثلاً بمثل، سواء بسواء، يداً بيد، فإذا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم إذا كان يداً بيد»^(٢). فالأوراق المالية تلحق النقدين من الذهب والفضة؛ لاشتراكهما في علة الربا، وهي مطلق الثمنية على القول المختار^(٣). ووجه الدلالة أن النبي ﷺ نهى عن بيع الجنس بجنسه من هذه الأصناف إلا بشرطين: التماثل والتقابض في مجلس العقد، وواضح أنه إذا لم يجز ذلك في حالة البيع الذي هو عقد معاوضة فمن باب أولى عدم الجواز في حالة القرض الذي هو عقد إرفاق. وأما الدليل العقلي فقد أجمع أهل العلم على عدم جواز القرض الذي يجز نفعاً وأنه ربا، قال شيخ الإسلام ابن تيمية: «وقد اتفق العلماء على أن المقرض متى اشترط زيادة على قرضه، كان ذلك حراماً»^(٤).

٣. كما أن الزيادة التي يتقاضاها السمسار أو الممول لا تتعلق بأجر المثل، حيث لا يوجد ضابط محدد في تحديد أجر المثل، ولا يتم ذلك إلا عن طريق الممول الذي يسعى إلى تعظيم الربح، حيث لا ينظر إلى الأجر الذي يعكس التكاليف الحقيقية أو يعكس الأتعاب؛ فضلاً عن عدم إمكان قياس ذلك؛ لأن الأتعاب غير مقاسة أصلاً في ظل تبادلات سوق المال.

إن تحديد أجر المثل يدخل في اهتمامات العلماء ضمن مصطلحات عديدة، فمثلاً تعرض له ابن تيمية في مجموع الفتاوى عند الحديث عن عوض المثل

(١) أحمد بن علي الجصاص، أحكام القرآن. بيروت، دار الكتاب العربي، ١٣٣٥ هـ، ١/٤٦٧.

(٢) صحيح مسلم، رقم الحديث: ١٥٨٧.

(٣) أبحاث هيئة كبار العلماء، ١/٧٥.

(٤) مجموع الفتاوى لابن تيمية ٢٩/٣٤.

كثمن المثل ، ومهر المثل ، وأجر المثل^(١)، وهذا يدل على أهمية تحديد هذا الأجر في ضبط العلاقة بين المتبادلين، خصوصاً في حالة الجهالة أو الإكراه أو الغبن. وقد أشار القرافي إلى أن أجر المثل هو المرجع الأساسي باتفاق الفقهاء في حالة فساد العقد بسبب جهالة الأجرة^(٢)، بل ذهب جمهور الفقهاء إلى وجوب أجر المثل في حالة فساد العقد لأي سبب آخر غير جهالة الأجرة^(٣).

٤. وهناك اختلاف بين الفقهاء في مسألة القرض بشرط الاقتراض، وصورة هذا القرض أن يقول المقرض للمقترض: أقرضك كذا بشرط أن تقرضني كذا^(٤)، أي أن كل طرف يلعب دور المقرض والمقترض في الوقت ذاته؛ فمثلاً إذا دفع المشتري للسمسار أو شركة الوساطة نسبة هامش نقدي (٥٥٪) فإنه يقترض (٤٥٪) لإتمام عملية الشراء، بشرط كتابة جميع الأسهم للسمسار، فالعميل اقترض من السمسار ٤٥٪ من قيمة الصفقة، والسمسار اقترض جميع الأسهم محل الصفقة من العميل، وتسمى هذه العملية عند الفقهاء «أسلفني وأسلفك»^(٥).

والراجع من أقوال الفقهاء في هذه المسألة: أن القروض المتبادلة بالشرط غير جائزة ولو كانت متماثلة في المقدار والمدة^(٦)، وعليه فإن التمويل لا يجوز إلا إذا أسقط شرط الزيادة، فلا يجوز للسمسار الذي أقرض العميل أن يشترط اقتراض جميع الأسهم أو بعضها محل الصفقة من العميل. أما إذا كان شرط الاقتراض لا يتضمن زيادة ربوية فإنه يخرج على أنه عقد بيع مؤجل، وهذا خلاف لما تقدم. وقد نص المالكية والشافعية

(١) مجموع الفتاوى لابن تيمية، ٢٨/٧٦-١٠٥، ٢٩/٥٢٠.

(٢) الفروق للقرافي، ٤/١٤.

(٣) شرف علي الشريف، الإجارة الواردة على عمل الإنسان (رسالة الدكتوراه). جدة، دار الشروق، ١٩٨٠م، ص ٣٢٧.

(٤) نزيه حماد، قضايا فقهية معاصرة في المال والاقتصاد. ط ١. دمشق، دار القلم، ١٤٢١هـ، ص ٢٢٩.

(٥) محمد بن عبد الله الخرشى. حاشية الخرشى على مختصر خليل. ط ١. بيروت، دار الكتب العلمية، ١٤١٧هـ، ٥/٤٢٧.

(٦) مجموع فتاوى شيخ الإسلام ابن تيمية، ١٩/٢٩٤.

والحنابلة على عدم جواز هذا الاشتراط، وعلى المنع منه^(١)، وعند الحنفية حيث لم يعثر على نصوص عندهم في هذه المسألة فإنه يتخرج على قواعدهم القول بالمنع أيضاً^(٢). وقال في المغني: «وإن شرط في القرض أن يؤجره داره، أو يبيعه شيئاً أو أن يقرضه المقترض مرة أخرى لم يجز؛ لأن النبي ﷺ نهى عن بيع وسلف؛ ولأنه شرط عقداً في عقدٍ، فلم يجز»^(٣).

٥. تحقق شركة الوساطة ربحاً دون مخاطرة، ويكون هذا الربح في حالتين؛ الإقراض والعمولة. أما المستثمر فيربح في حالة واحدة، وتكون عند ارتفاع السعر ويخسر عند انخفاضه، ولا شك أن المخاطرة التي يواجهها المستثمر تكون متعددة لجميع أشكال التبادل داخل السوق والمتعاملين فيه.

وقد أشارت نصوص الكتاب والسنة إلى المخاطرة كأصل للعدل في عملية التقابل بين الحقوق والالتزامات؛ فمن الكتاب: قوله تعالى: ﴿وَعَلَى الْوَارِثِ مِثْلُ ذَلِكَ﴾ (سورة البقرة، الآية ٢٣٣) ووجه الدلالة: أن نفقة الصبي المتوفى عنه والده تجب على من يرثونه، فكما يغنم الوارث من الإرث فإنه يغرم بدين مورثه، للتقابل بين المغنم والمغارم، والحقوق والالتزامات^(٤). ومثله قوله تعالى: ﴿وَإِنْ تُبْتِمْ فَلَكُمْ رُءُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ﴾ (سورة البقرة، الآية ٢٧٩)، وقد جاء في تفسير ابن كثير «لكم ما بذلتكم من غير زيادة عليه ولا نقص منه»^(٥). وفي السنة النبوية قول الرسول ص «الخراج بالضمان»^(٦)، ووجه الاستدلال: أن الرسول ﷺ «جعل الغلة للمشتري بالضمان، وهذا ما عليه جميع أهل العلم»^(٧).

(١). مواهب الجليل ٦/٢٧٣، حاشية الشرواني على تحفة المحتاج ٥/٤٧، المغني ٦/٤٣٧.

(٢). بدائع الصنائع ٧/٣٩٥.

(٣). المغني ٦/٤٣٧.

(٤). محمد بن جرير الطبري، تفسير الطبري. بيروت، دار الفكر، ١٤٠٥هـ، ٢/٤٩٩.

(٥). تفسير ابن كثير، ١/٣٣٢.

(٦). المستدرک على الصحيحين، رقم الحديث: ٢١٧٦.

(٧). أحمد بن سلامة الجصاص، مختصر اختلاف العلماء. بيروت، دار البشائر، ١٩٩٥م، ٣/٥٨.

وفي شرح السندي : «الخراج مستحق بالضمان، أي بسببه، أي ضمان الأصل سبب ملك لخراجه»^(١). ويستنتج مما تقدم : أن تحمل الغرم يكون سبباً لاستحقاق المنفعة؛ فتكون ملكية المنفعة بسبب الضمان.

ثانياً- شبهة عدم التقابض في عقد الصرف:

١. يقع بعض أنواع المتاجرة بالهامش في باب تجارة العملات، أي أن العملة تعامل كسلعة في عملية التبادل، والمعروف : أن النقود للتبادل وليست للانتفاع، وهذا النوع من التجارة يعرف بالفقه الإسلامي ببيع الصرف. ولما كانت العملات مختلفة فإنه لا يشترط المماثلة ولكن يشترط القبض، لقول الرسول ﷺ ”فإذا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم إذا كان يداً بيد“.

وتظهر هذه الشبهة من خلال بيع العملة المشتراة في العقد الأول بالعملة الأخرى بيعاً آجلاً، أي أن قبض العوضين لا يتم في الحال، ولا شك في حرمة هذا البيع لدخوله في ربا النسيئة، وبيع الدين بالدين، وهذا مجمع على تحريمه. وتبعاً لذلك، تقع المتاجرة بالهامش في مسألة عقد الصرف الذي يخلو من التقابض، بين السمسار والمستثمر، وهو عقد يسعى إلى تحصيل الفرق في الأسعار بين العملات، أي أنه صرف لا يتحقق فيه القبض، سواء أكان القبض حكماً أم فعلياً. وقد ورد عن ابن قدامة قوله : ”أجمع كل من نحفظ عنه من أهل العلم أن المتصارفين إذا افترقا قبل أن يتقابضا أن الصرف فاسد“^(٢). وقال الإمام النووي : «قوله ﷺ: ”يبدأ بيد“، حجة للعلماء كافة في وجوب التقابض وإن اختلف الجنس»^(٣).

٢. كما أن المتاجرة بالهامش، بصورتها المعاصرة، تخلو من شرط التقابض، لأن

(١) . محمد بن عبد الهادي السندي، حاشية السندي . حلب، مكتبة المطبوعات الإسلامية، ٢٥٥/٧.

(٢) . عبد الله بن احمد ابن قدامة. المغني. الرياض، دار عالم الكتب، ٤١٧هـ. ٤١ / ٤.

(٣) . محيي الدين النووي، شرح النووي على صحيح مسلم. بيروت، دار المعرفة، ١٤٢١هـ، ١٩٩ / ٤.

عملية الشراء للعملات تحتاج إلى تسوية، وتكون في الغالب لمدة يومين، وهو ما يعرف بمصطلح (spot)، أو التبييت، أو التسوية المالية (Settlement)، بمعنى أن عملية الشراء تمنح المشتري وجود قيد مصرفي لحسابه، والقيد يختلف عن التقابض الفوري، فإذا قام المشتري ببيع العملات المشتراة قبل الانتهاء من التسوية، فإن البيع يكون من باب ما لا يقبضه البائع، لأن القيد المصرفي ليس قبضاً، وبالتالي لا تجوز المتاجرة في العملات إلا بعد حلول تاريخ التسوية، مما يعني حرمة المتاجرة بالهامش من هذا الوجه^(١).

وفي هذه العملية، إذا تم تبادل بين عملة وعملة أخرى مختلفة، مثلاً بين الريال السعودي والدولار الأمريكي، وعلى فرض أن العملية أبرمت يوم الأربعاء، فإنه يتم تسجيل العملية في يوم التعاقد ذاته، ولكن التسليم الفعلي (التقابض) يخضع للتسوية المالية التي تتأخر بحسب أيام العطل الرسمية، والمعروف: أن يومي الخميس والجمعة هي من أيام العطل في البلدان العربية. ولا شك أن شركات الوساطة أو السمسرة تحقق بعض المكاسب من خلال فائدة التبييت أي إرجاء السداد، وقد لجأت بعض الشركات إلى إيهام العملاء المسلمين من الزيادة على القرض بسبب التبييت، وتكتفي بالعمولات؛ بل إن بعض هذه الشركات استحدثت للمسلمين مفهوم الحساب الإسلامي للبيع بالهامش! وقد جاء في فتوى مجمع الفقه الإسلامي برابطة العالم الإسلامي: ”الربا، ويقع في هذه المعاملة من طريق (رسوم التبييت)، وهي الفائدة المشروطة على المستثمر إذا لم يتصرف في الصفقة في اليوم ذاته، والتي قد تكون نسبة مئوية من القرض، أو مبلغاً مقطوعاً“^(٢).

٣. ويوجد في هذا البيع كذلك عقد صرف آخر بين الممول الذي يقدم عملة محلية،

(١) . انظر: عبد الرحمن بن صالح الأطرم، الموقع الإلكتروني: - <http://www.jawabkafi.com/a-ticles.aspx?>

(٢) . انظر: القرار الأول بشأن المتاجرة بالهامش الصادر عن مجمع الفقه الإسلامي، برابطة العالم الإسلامي، في دورته الثامنة عشرة المنعقدة بمكة المكرمة، في الفترة ١٠-١٤/٣/١٤٢٧ هـ الموافق ٨-١٢/٢٠٠٦.

والشركة التي تقلب هذا النقد إلى نقد المتاجرة ؛ لتحدث تجانساً بين الهامش وبين التمويل، وبالعكس.

المطلب الثاني

شبهة البيوع المحرمة

أولاً- شبهة التوثيق المحرم للرهن:

- إن ما يأخذه المقترض ليس قرضاً على الحقيقة، لأنه لا يدخل في حيازته، بل يسجل في الحسابات الدفترية لدى السمسار، ويبقى مرتهناً عنده، وهذه المسألة تتعلق بمدى جواز توثيق الدين برهن. ومع أن الرهن جائز، لكنه لا يجوز هنا؛ لأن الرهن متعلق بقرض ربوي، ولا يجوز توثيق المحرم^(١). ومع أن الفقهاء اتفقوا على جواز توثيق القرض برهن، فإن هذا الاتفاق يدور على أصل الدين دون الالتفات إلى وجود زيادة ربوية؛ لأن هذه الزيادة لا خلاف في حرمتها على وجه قطعي. ويكتسب الرهن صحته من جهة أن أصل الدين مملوك للمقرض؛ فكان الرهن مشروعاً من أجل تمكين المقرض من تحصيل أصل هذا الدين، وفي المقابل فإن الرهن غير صحيح في حالة الزيادة الربوية لأن هذه الزيادة غير واجبة في ذمة المقترض^(٢).
- وثمة وجه آخر في المسألة: أن الرهن يحقق منفعة خاصة للسمسار، وهو إما يقوم بإيداعه لدى المصارف، وإما يقوم بإقراضه لعملاء أو سماسرة آخرين، ويكون الإيداع أو الإقراض بزيادة ربوية^(٣) مما يؤكد حرمة العمل

(١) . مبارك آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة. ط ١. الرياض، دار كنوز إشبيلية، ١٤٢٦ هـ. ٧١٥/٢.

(٢) . منصور بن يونس البهوتي، كشف القناع عن متن الإقناع. تحقيق محمد بن إسماعيل الشافعي. بيروت، لبنان، دار الكتب العلمية، ١٩٩٧، ٣/٣٧٧.

(٣) . معبد الجارحي، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام (متضمن في كتاب أعمال ندوة الإدارة المالية في

بهذا الرهن.

- ”وترهن الأوراق لدى السمسار كضمان للقرض، وفيه يقوم هو الأخير بالاقتراض، بضمانها من البنك، ولكن بسعر فائدة اقل“^(١).
- عقد رهن يفتقد للمشروعية؛ فالمستثمر يرهن أولاً الهامش المتاح، مع أن هذا الهامش لا يكافئ القرض، ثم هو يرهن المبيع محل العقد، مع أن المستثمر لا يملك المبيع، علاوة على تصرف شركة الوساطة فيهما حال الخسارة.
- اختلف الفقهاء في حكم رهن المشاع، ويترجح قول الجمهور من المالكية والشافعية^(٢) والحنابلة^(٣)، بالجواز مطلقاً، وقال ابن قدامة في المغني «وبه قال ابن أبي ليلى ومالك والأوزاعي وأبو ثور»^(٤)، وهذا بخلاف ما ذهب إليه الحنفية^(٥)، ودليل الجمهور قوله تعالى: ﴿وَإِنْ كُنْتُمْ عَلَى سَفَرٍ وَلَمْ تَجِدُوا كَاتِبًا فَرِهَنْ مَقْبُوضَةً﴾ (البقرة / ٢٨٣)، ووجه الدلالة من الآية: أن كلمة «رهان» في الآية نكرة في سياق الشرط فتعم كل ما يمكن أن يوثق به، فتشمل المشاع والمقسوم، واستدلوا أيضاً بأن كل ما جاز بيعه جاز رهنه، وأن موجب الرهن استحقاق البيع في الدين، والمشاع عين يجوز بيعها فيصح رهنها كالمقسوم^(٦)، وعليه فيجوز رهن الأسهم، والتي تمثل حصصاً شائعة من رأس مال الشركة.

كما اتفق الفقهاء على جواز توثيق القرض برهن للدلالة المتضمنة في آية الرهن

الإسلام). عمان، المجمع الملكي: مؤسسة آل البيت، ١٩٨٩م، ١/ ١٢١.

(١) . سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية. ط ١. القاهرة، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، ١٤١٧هـ، ص ٣٢٨.

(٢) . النووي، روضة الطالبين، ٣٨/ ٤.

(٣) . ابن مفلح الحنبلي، المبدع، ٢١٦/ ٤.

(٤) . ابن قدامة، المغني، ٢٢١/ ٤.

(٥) . الكاساني، بدائع الصنائع، ١٤٠/ ٦.

(٦) . تبين الحقائق ١٤/ ٤.

السابقة. وعليه فيجوز للسمسار الممول اشتراط أن ترهن عنده الأسهم محل الصفقة، سواء اتخذت الأسهم صورة النقود أو الأعيان أو كليهما. لكن هل يجوز للسمسار أن ينتفع بما تدره هذه الأسهم من الأرباح أو الحصص؟ هذا مبني على حكم انتفاع المرتهن بالرهن بإذن الراهن إذا كان دين الرهن نتيجة قرض ربوي، وقد اختلف فيه الفقهاء، والراجح فيه ما ذهب إليه الجمهور من عدم جواز ذلك^(١)، لأنه من باب «كل قرض جر نفعاً فهو ربا». وفي هذه المسألة أشار الفقهاء باتفاق إلى أنه لا يجوز للمرتهن الانتفاع بالرهن بدون إذن الراهن إذا لم يكن للرهن مؤونة. قال السرخسي: «لا خلاف أن المرتهن لا يملك الانتفاع بالرهن بدون إذن الراهن»^(٢). وقال ابن قدامة: «ما لا يحتاج إلى مؤونة، كالدار والمتاع ونحوه، فلا يجوز للمرتهن الانتفاع به بغير إذن الراهن بحال، لا نعلم فيه خلافاً؛ لأن الرهن ملك الراهن، فكذلك نمائوه ومنافعه، فليس لغيره أخذها بغير إذنه»^(٣). وعند المالكية والشافعية أن منفعة الرهن يشترط فيها التقييد بمدة، وكذلك أن تكون مشروطة في العقد. ووضح أن تقييد منفعة الرهن بالمدة واشتراطها بالعقد يحمل على عدم إلحاق الضرر بالمشتري. قال في شرح الخرشي: «يجوز للمرتهن أن يشترط منفعة الرهن لنفسه مجاناً بشرطين:

الأول: أن تكون مؤقتة بمدة معينة...

الثاني: أن يكون الرهن في عقد بيع لا في عقد قرض»^(٤).

وقال في نهاية المحتاج: «وإن نفع الشرط المرتهن وضرر الراهن كشرط منفعته من غير تقييد للمرتهن بطل الشرط وكذا الرهن في الأظهر؛ لمخالفته لمقتضى العقد كالشرط المضر بالمرتهن، والثاني لا يبطل بل يلغى الشرط، ويصح لأنه تبرع فلم

(١) علاء الدين الكاساني، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع. ط ١. بيروت، دار الفكر، ١٤١٧ هـ. ١٢٠/٦ - ١٢١.

(٢) الميسوط ١٠٦/٢١.

(٣) ابن قدامة، المغني، ٥٠٩/٦.

(٤) شرح الخرشي على خليل ٢٤٩/٥ - ٢٥٠.

يؤثر فيه»^(١).

ومن هنا لا يجوز للمرتهن الانتفاع بالرهن إلا بشرطين: الأول: أن يأذن الراهن؛ لأن الرهن مُلك له، ومن ملك شيئاً ملك تملكه. الثاني: أن لا يكون سبب الرهن قرض؛ إذ كل قرض جر نفعاً فهو ربا^(٢).

ثانياً- شبهة بيع وسلف:

فإن المستثمر في المتاجرة بالهامش يقوم بشراء الأسهم من السمسار، ثم يقوم السمسار باقتراضها منه، وبالتالي فهذا البيع يتخذ صورة الجمع بين البيع والقرض؛ فأحدهما يمثل عقد تبرع، وهو القرض، والآخر يمثل عقد معاوضة، وهو السمسرة، وقد ورد في الحديث «لا يحل سلف وبيع»^(٣).

وفي دلالة السلف بمعنى القرض، توجد صورتان تتضمن كل منهما تحريم الجمع بين البيع والقرض لمظنة الربا؛ وفي الصورة الأولى: هو أن يقرض البائع قرضاً للمشتري، ويبيع منه شيئاً بأكثر من قيمته، ووجه التحريم أن قرضه روج متاعه بهذا الثمن، وكل قرض جر نفعاً فهو حرام، خلافاً لحقيقة القرض الذي هو إرفاق، وليس مقصوده الوصول إلى غرض. وأما الصورة الثانية: ففيها يقول البائع للمشتري: أبيعك بكذا على أن تقرضني ألف درهم. ووجه الفساد أن المشتري يقرض البائع من أجل أن يحابه ويسامحه ويتساهل معه في الثمن، وفي هذه الحالة يدخل الثمن في حد الجهالة، وبالتالي يدخل في معنى كل قرض جر منفعة فهو ربا^(٤). وقد اتفق الفقهاء على عدم جواز اشتراط القرض في البيع؛ لعموم الأدلة الصريحة بالتحريم^(٥).

(١) نهاية المحتاج ٥/٥٢.

(٢) الفروع ٤/٢٢٥.

(٣) سنن الترمذي، كتاب البيوع، باب ما جاء في كراهية بيع ما ليس عندك، رقم الحديث: ١٢٣٧، ص ٣٨٤.

(٤) ابن قدامة. المغني. الرياض، ٦/٣٣٤.

(٥) ابن جزى، القوانين الفقهية. بيروت، المكتبة العصرية، ١٤٢٦ هـ. ص ٢٨٣.

ثالثاً- شبهة بيع العربون:

ويمكن تكيف المتاجرة بالهامش على بيع العربون، وذلك من جهة أن ما يدفعه المستثمر هو جزء من ثمن السلعة المراد شراؤها، أي المتاجرة بسلعة ما مقابل حَسْم نسبة من قيمتها كعربون مستخدم ؛ فإذا قام المستثمر بتحرير أمر بيع للسلعة بسعر أعلى من سعر الشراء فإنه يتم حَسْم قيمة السلعة كاملة ويسترد العربون مضافاً إليه الربح. وإذا تم تحرير أمر بيع للسلعة بسعر أقل من سعر الشراء فإنه يتم حَسْم المبلغ المتبقي من العربون، من أجل إكمال قيمة السلعة. قال النووي: «وهو أن يشتري سلعة من غيره ويدفع إليه دراهم على أنه إن أخذ السلعة فهي من الثمن، وإلا فهي للمدفوع إليه مجاناً»^(١).

وقد اختلف الفقهاء في بيع العربون؛ فذهب الجمهور إلى حرمة، قال النووي في المجموع «وحكاه، أي التحريم: ابن المنذر عن ابن عباس، والحسن، ومالك وأبو حنيفة، قال وهو يشبه قول الشافعي»^(٢)، وهذا الرأي ذهب إليه أبو الخطاب من الحنابلة^(٣)، ودليلهم، أن الرسول ﷺ نهى عن بيع العربان^(٤). وأجازته الحنابلة^(٥)، وهو المشهور من مذهبهم، ويترجح في هذه الشبهة حرمة، لعدة مسائل:

١. بيع العربون من باب الغرر والمخاطرة، لأن المشتري لا يدري هل بمقدوره أن يتم الشراء أم أنه يعجز عن ذلك.

٢. يشتمل بيع العربون على شرطين فاسدين؛ أحدهما: شرط كون الثمن الذي يدفعه المشتري يكون مجاناً في حال اختياره ترك السلعة، والثاني: شرط

(١) روضة الطالبين للنووي، ٣/٣٩٧.

(٢) النووي، المجموع، ٩/٣١٧.

(٣) ابن مفلح الحنبلي، المبدع، ٤/٥٩.

(٤) رواه أبو داود، كتاب الإجارة، باب في العربان، رقم الحديث: ٣٥٠٢، ص ٥٤٠. ورواه ابن ماجه،

التجارات، باب بيع العربان، رقم الحديث: ٢١٩٢-٢١٩٣، ص ٣٢٥.

(٥) ابن قدامة، المغني، ٤/١٦٠. المرادوي، الإنصاف، ٤/٣٥٧.

الرد على البائع إذا لم يقع منه الرضا بالبيع^(١). وقد ورد النهي عن شرطين في بيع، وهو محل إجماع عند العلماء.

٣. تتم هذه العملية على أساس أن المستثمر يمتلك السلعة فعلياً، مع أنه لم يمتلكها ولم تجر عملية تقابض.

٤. وعند بعضهم أنه إذا وقع الشرط في نفس العقد فالبيع باطل، وإن وقع قبله دون أن يتلفظا به حالة العقد فهو بيع صحيح، قال النووي: هذا مذهبنا^(٢). أي أن مذهب الشافعية يرى بطلان هذا النوع من البيوع بسبب ما فيه من شرط باطل.

٥. بيع العربون محرم؛ لأنه كالغصب بجامع أن كلا منهما يؤخذ من المالك قهراً، فالعربون يؤخذ بالشرط قهراً.

٦. وهو أشبه بالقمار؛ لأنه بغير عوض ولا هبة. وقال القرطبي: وذلك باطل بإجماع^(٣).

رابعاً- شبهة الجمع بين قرض وإجارة:

ويمكن تخريج المتاجرة بالهامش على أساس الجمع بين القرض والإجارة، وهو لا يختلف عن الجمع بين القرض والبيع، لأنه من قبيل المعاوضات، كما أن الإجارة نوع من البيوع؛ إذ هي بيع منافع. وفي حالة المتاجرة بالهامش تتمثل - أيضاً - في صورة أخرى، وهي أن العميل يستخدم الموقع الإلكتروني للسمسار، وهذا من قبيل الإجارة؛ لأنه يدفع له أجراً، وهذه الإجارة تتم إلى جانب إقراض الأسهم المتضمنة في

(١) محمد بن علي بن محمد الشوكاني، نيل الأوطار من أحاديث سيد الأخيار شرح منتقى الأخبار. بيروت، دار الجيل، ١٩٧٣. ٥/ ٢٥١.

(٢) النووي. المجموع في شرح المذهب. الرياض، عالم الكتب، ١٤٢٣هـ، ٩/ ٣١٧.

(٣) محمد بن أحمد بن أبي بكر بن فرح القرطبي. الجامع لأحكام القرآن. تحقيق: أحمد عبد العليم البردوني. الطبعة الثانية. القاهرة، دار الشعب، ١٣٧٢هـ. ٥/ ١٥٠.

عقد الهامش .

ووجه التحريم في هذه المسألة : أنه نص غير واحد من العلماء على تحريم اشتراط الإجارة في القرض، والجمع بينهما، ومن ذلك : قول ابن قدامة : ” ولا يجوز أن يشترط في القرض شرطاً يجر به نفعاً، مثل أن يشترط رد أجود منه أو أكثر، وأن يبيعه، وأن يشتري منه أو يؤجره أو يستأجر منه أو يهدي له، أو يعمل له عملاً نحوه؛ لأن النبي ﷺ نهى عن بيع وسلف“^(١). وقال ابن تيمية : «كل قرض جر نفعاً فهو ربا، مثل أن يبايعه أو يؤجره، ويحاييه في المبايعة والمؤاجرة لأجل قرضه، قال النبي ﷺ: ” لا يحل سلف وبيع“.

خامساً- شبهة بيع العينة :

العَيْنُ في اللغة هو : الربا، يقال : اعتان الرجلُ، إذا اشترى الشيء بنسيئة^(٢). ويعني بيع العينة أن يقوم البائع ببيع سلعة بثمن مؤجل، ثم يقوم بشرائها من المشتري بثمن أقل حالاً^(٣). وهذه الصورة واضحة في المتاجرة بالهامش من جهة أن ما يدفعه السمسار للمستثمر من نقود آجلة يقابله ما يحصل هو عليه من المستثمر من نقود حالة أقل.

وقد اتفق جمهور أهل العلم من الحنفية^(٤) والمالكية^(٥) والحنابلة^(٦) على تحريم بيع العينة^(٧)، خلافاً للشافعية^(٨)، والظاهرية^(٩)، اللذين قالوا بالجواز.

(١) . عبد الله بن قدامة، الكافي في فقه الإمام المجل أحمد بن حنبل . ط ٥ . تحقيق : زهير الشاويش . بيروت، المكتب الإسلامي، ١٩٨٨ م، ٢ / ١٢٤ .

(٢) . ياسر الحوراني، معجم الألفاظ الاقتصادية في لسان العرب، ص ٢٠٠ .

(٣) . ابن قدامة، المغني، ٦ / ٢٦٠ .

(٤) . ابن قدامة، المغني، ٤ / ١٢٧ . ابن مفلح الحنبلي، المبدع، ٤ / ٥٠ . ابن مفلح المقدسي، الفروع، ٤ / ١٢٥ . المرادوي، الإنصاف، ٤ / ٣٣٥ .

(٥) . مالك بن أنس، المدونة الكبرى، ٩ / ١٣١ . الدردير، الشرح الكبير، ٣ / ٨٩ .

(٦) . حاشية ابن عابدين، ٥ / ٢٦٥ . السرخسي، المبسوط، ١١ / ٢١١، ١٤ / ٣٦ .

(٧) . الكاساني، بدائع الصنائع، ٥ / ٢٩٥ .

(٨) . محمد بن إدريس الشافعي . الأم . ط ١ . المنصورة، دار الوفاء للطباعة والنشر، ١٤٢٢ هـ . ٤ / ٧٣ .

(٩) . محمد علي بن أحمد ابن حزم . المحلى . بيروت، دار إحياء التراث العربي، ١٤٢٢ هـ، ٩ / ٣٢٢ .

ودليل التحريم : ما ورد عن النبي ﷺ أنه قال ”إذا تبايعتم بالعينة، وأخذتم أذناب البقر، ورضيتم بالزرع، وتركتم الجهاد، سلط الله عليكم ذلاً لا ينزعه حتى ترجعوا إلى دينكم“^(١)، وواضح من الحديث أن التبايع بالعينة سبب للعقاب الإلهي المتمثل بالذل والهوان. لأن فيه تعطيلاً لوظيفة النقود كوسيلة لذاتها، وليس كأداة للتبادل، فكل من طرفي التبادل يهدف للحصول على النقود. وهذه الحالة نوع من التحايل على الربا، فهي متضمنة لمعنى الزيادة الربوية.

وهناك مفهوم قريب من مفهوم بيع العينة، وهو مفهوم بيع «عكس العينة»، وفيه يقوم المستثمر بشراء الأوراق المالية بدفع جزء من قيمتها نقداً، والباقي مؤجلاً، ثم يقوم السمسار بشرائها بثمن مؤجل أكبر منه، وهذه الصورة تخرج على مسألة عكس العينة، وقد اختلف فيها الفقهاء، والراجح من أقوالهم التحريم مطلقاً^(٢)، سداً لذريعة التحايل على الربا.

إزاء ما تقدم من وجود شبهات عديدة تنتظم حالة القرض الربوي وعدم التقابض وحالة البيوع المحرمة يمكن البحث عن حلول وبدائل شرعية لتصويب المتاجرة بالهامش لأن الشريعة الإسلامية حافلة بالعقود المباحة التي تخدم طرفي التبادل، وليس وجود طرف رابح وطرف خاسر، فمثلاً في حالة الهامش يمكن الإفادة من عقد الشركة وتوظيف هذا العقد بدلاً من الاقتراض، وفيه يدخل العميل مع شركة السمسرة باعتباره شريكاً يملك المال والكفاءة والخبرة في المتاجرة بالهامش وليس مقترضاً. وواضح أن هذه العملية تلغي شبهة الزيادة الربوية، بينما تنضبط العلاقة الجديدة بين شركة السمسرة والعميل في حدود لوائح وتشريعات مستنبطة من فقه أحكام الشركة في الإسلام.

(١) سنن أبي داود، كتاب البيوع، باب في النهي عن العينة، رقم الحديث: ٣٤٦٢.

(٢) محمد أمين ابن عابدين. حاشية ابن عابدين. ط ١. بيروت، دار الكتب العلمية، ١٤١٥ هـ، ٧/٢٦٧.

الملاحق

عقد تمويل شراء أسهم بالهامش^(١)

تم إبرام هذا العقد لتمويل شراء أسهم بالهامش بين الطرفين:

الطرف الأول ويمثله شركة لتداول الأوراق المالية المرخصة لمزاولة الوساطة المالية من هيئة سوق المال رقم تاريخ والمقيدة بالسجل التجاري رقم تاريخ بموجب القانون رقم لسنة وعنوانها

الطرف الثاني ويمثله العميل ويحمل البيانات الشخصية التالية

اسم بنك العميل الفرع آيبان

ولما كان العميل يرغب في قيام الطرف الأول المرخص من هيئة سوق المال بتوفير نسبة تمويل محددة لسداد جزء من ثمن شراء أوراق مالية لصالحه وتوكيله في إدارة حساباته بيعاً وشراءً بالهامش في مقابل عمولات متفق عليها، بحيث يسري التوكيل في حالة إخلال العميل بالتزاماته.

وحيث توافقت إرادة طرفي هذا العقد، لذا فقد اتفقا بعد أن أقر كل منهما بأهليته القانونية للتعاقد على إمضاء هذا العقد، بموجب القوانين واللوائح التنفيذية المنظمة لذلك، ويتم سريانه لمدة عام.

تم تحريره في يوم تاريخ وبموجبه تم التوقيع

توقيع الطرف الثاني

توقيع الطرف الأول

.....

.....

(١) النموذج من إعداد الباحث.

الخاتمة

وتتضمن أهم ما توصل إليه البحث من نتائج، وما انتهى إليه من توصيات :

أولاً- النتائج:

١. تشمل عملية المتاجرة بالهامش وجود نسبة محددة من النقود يبذلها المستثمر للسمسار، مقابل الحصول على تمويل نقدي مضاعف إلى عدة أضعاف، بحسب الرافعة المالية، على أن تتم المتاجرة بالهامش على وجه مخصص.
٢. تشمل المتاجرة بالهامش أشكالاً مختلفة من التبادل مثل المتاجرة بالعملات كالدولار واليورو والين والجنه الإسترليني، والمتاجرة بالأسهم والسندات، والمتاجرة بالمعادن النفيسة كالذهب والفضة والبلاتين، والمعروف : أنه لا يشترط التقابض في تجارة المعادن النفيسة باستثناء الذهب والفضة.
٣. يتأثر حكم عملية الشراء بالهامش بنوع الورقة محل الصفقة، فإن كان محلها أسهماً مباحة، فهي جائزة، ما لم يصاحبها مخالفة شرعية، وإن كان محلها أسهماً لشركات ذات نشاط محرم، أو نشاط مباح ولكن تتعامل بالربا، فهذه غير جائزة على الراجح.
٤. إذا كان القرض في المتاجرة بالهامش لا يحتمل زيادة، وكان من غير البنك أو السمسار، ولم يتضمن أية مخالفة شرعية فهو جائز، أما إذا كان القرض من البنك أو السمسار، أو كان بفائدة فتجارة الهامش في هذه الحالة لا تجوز.
٥. يقوم البنك المركزي باستخدام آلية الهامش للتأثير على سوق النقد؛ ففي حالة الانكماش الاقتصادي يقوم بتخفيض نسبة الهامش لدفع المستثمرين على التمويل اللازم، وبالتالي حدوث حالة رواج أو توسع اقتصادي. أما في حالة الانكماش فيكون تدخل البنك المركزي بطريقة عكسية.
٦. يتم تكييف عملية المتاجرة بالهامش على أساسين: الأول : يمثل القرض إذا لم يكن السمسار مالكا للنقود أو الأوراق المالية، والثاني : يمثل البيع إذا كان

السمسار مالكا لها.

٧. تتضمن المتاجرة بالهامش المتاجرة بالسندات وهي من الربا المحرم، وكذلك المتاجرة بأسهم الشركات دون تمييز بين ما هو جائز وغير جائز، إضافة إلى الخيارات وعقود المستقبلات والعقد على المؤشر، وقد أفتى مجمع الفقه الإسلامي بعدم جوازها^(١).

٨. وبسبب ما يخالط عملية المتاجرة بالهامش من شبهات شرعية عديدة، وما يترتب عليها من مفاصد عظيمة، على مستوى المستثمرين والمجتمع ككل، وما يخالطها من عمليات غير سليمة كالتحايل والنجش والاحتكار والمجازفة المفرطة، فقد ذهب جمهور الفقهاء إلى تحريم التعامل على أساس هذا النوع من البيوع.

ثانياً- التوصيات:

١. تحديث المتاجرة بالهامش في ضوء علاقة جديدة بين العميل والسمسار مبنية على أساس فقه أحكام الشركة في الإسلام.
٢. الالتزام بطرق التمويل المشروعة، بعيداً عن أية طرق في التمويل يمكن أن تهدد استقرار الاقتصاد، أو تؤثر على النسيج الاجتماعي، والتي تتضمن في العادة عمليات ربوية لا تعكس مصلحة أطراف التبادل بطريقة متوازنة نسبياً.
٣. ضرورة الاهتمام بوجود بدائل شرعية في الأنشطة المالية، تكون خالية

(١) القرار الأول بشأن المتاجرة بالهامش الصادر عن مجمع الفقه الإسلامي، برابطة العالم الإسلامي، في دورته الثامنة عشرة المنعقدة بمكة المكرمة، في الفترة ١٠-١٤/٣/١٤٢٧ هـ الموافق ٨-١٢/١٢/٢٠٠٦.

من المحاذير والشبهات، وتلبي احتياجات المستثمرين، في تحقيق الجدوى المتوازنة بين صاحب رأس المال والمجتمع.

٤. تطوير أسواق المال الوطنية في الدول الإسلامية، لتماشى مبادئ الشريعة في عمليات التبادل وحماية المجتمع من التقلبات أو الأزمات الاقتصادية الحادة.

٥. وهناك معايير يمكن أن تقوم باعتمادها هيئة سوق المال ممثلة بجهاز الرقابة المالية، ومنها : التزام الشركة المصدرة للأسهم بنشر قوائمها المالية لمدة زمنية معينة على أن لا تقل عن عام. وكذلك تقديم معلومات واضحة للعملاء من خلال شاشات التداول والموقع الإلكتروني لهيئة سوق المال.

المصادر المراجع

١. آل سليمان، مبارك. أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة. ط ١. الرياض، دار كنوز إشبيليا، ١٤٢٦ هـ.
٢. أحمد، أحمد محيي الدين. أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي. سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية، ١٩٩٥.
٣. أمين، جلال. إستراتيجيات التعامل بسوق العملات والأسهم وفق الضوابط الإسلامية. شركة بيت الاستثمار.
٤. ابن أنس، مالك. المدونة الكبرى. بيروت، دار صادر. د. ت.
٥. الأنصاري، زكريا بن محمد. الغرر البهية في شرح البهجة الوردية. تحقيق محمد عبد القادر عطا. بيروت، دار الكتب العلمية، ١٩٩٧ م.
٦. البخاري، محمد بن إسماعيل. صحيح البخاري. مطبوع مع شرحه «فتح الباري» للحافظ ابن حجر.
٧. البروارى، محمد إسلام. بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي. دمشق، دار الفكر، ١٤٣٢ هـ.
٨. البساط، هشام. الأسواق المالية الدولية وبورصات الأوراق المالية وسياسات تكوين محافظ الأوراق المالية. اتحاد المصارف العربية.
٩. البهوتي، منصور بن يونس. كشف القناع عن متن الإقناع. تحقيق محمد بن إسماعيل الشافعي. بيروت، لبنان، دار الكتب العلمية، ١٩٩٧،
١٠. الترمذي، محمد بن عيسى. سنن الترمذي «الجامع الصحيح». تحقيق: أحمد محمد شاكر. بيروت، دار الكتب العلمية.
١١. جابر، محمد صالح. الاستثمار في الأسهم والسندات. ط ١. الكويت، مؤسسة

الخليج للطباعة والنشر. د.ت.

١٢. الجارحي، معبد. الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام (متضمن في كتاب أعمال ندوة الإدارة المالية في الإسلام). عمان، المجمع الملكي: مؤسسة آل البيت، ١٩٨٩م.
١٣. جريدة البورصة المصرية، «البورصة تدرس آلية لحساب حجم الشراء بالهامش يوميا»، العدد الصادر في ٢٠/٦/٢٠١١م.
١٤. ابن جزي، محمد بن أحمد. القوانين الفقهية في تلخيص مذهب المالكية. بيروت، المكتبة العصرية، ١٤٢٦هـ.
١٥. الجصاص، أحمد بن علي. أحكام القرآن. بيروت، دار الكتاب العربي، ١٣٣٥هـ.
١٦. حبش، محمد محمود. الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة. عمان، معهد الدراسات المصرفية، ١٩٩٨م.
١٧. ابن حزم، محمد علي بن أحمد. المحلى. بيروت، دار إحياء التراث العربي، ١٤٢٢هـ.
١٨. حماد، طارق عبد العال. التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية. طبعة أولى. ١٩٩٨.
١٩. حماد، نزيه. قضايا فقهية معاصرة في المال والاقتصاد. ط ١. دمشق، دار القلم، ١٤٢١هـ.
٢٠. الحناوي، محمد. أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية. ط ٢. الإسكندرية، الدار الجامعية، ١٩٩٧م.
٢١. حنفي، عبد الغفار. بورصة الأوراق المالية. الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة، ٢٠٠٣.
٢٢. الحوراني، ياسر عبد الكريم. معجم الألفاظ الاقتصادية في لسان العرب. ط ١. عمان، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، ٢٠٠٦م.
٢٣. الخرشي، محمد بن عبد الله. حاشية الخرشي على مختصر خليل. ط ١. بيروت، دار الكتب العلمية، ١٤١٧هـ.
٢٤. الخضير، ياسر بن إبراهيم. المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية: دراسة فقهية. رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية الشريعة، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية بالرياض، المملكة العربية السعودية، ١٤٢٩هـ.
٢٥. أبو داود، سليمان بن الأشعث. سنن أبي داود. مراجعة: محمد محيي الدين عبد الحميد. دار الفكر.
٢٦. الدردير، سيدي أحمد. الشرح الكبير. تحقيق: محمد عlish. بيروت، دار الفكر، د.ت.
٢٧. الراوي، خالد وهيب. الاستثمار: مفاهيم، تحليل، إستراتيجية. عمان، دار المسيرة للطباعة والنشر، ١٩٩٩م.

٢٨. رضوان، سمير عبد الحميد. أسواق الأوراق المالية. ط ١. القاهرة، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، ١٤١٧هـ.
٢٩. الزيلعي، عثمان بن علي. تبين الحقائق شرح كنز الدقائق. بيروت، دار الكتب العلمية، ٢٠٠٠م.
٣٠. السرخسي، محمد بن أبي سهل. المبسوط. بيروت، دار المعرفة، ١٤٠٦هـ.
٣١. السعد، أحمد. الأسواق المالية المعاصرة. إربد، دار الكتاب الثقافي، ٢٠٠٨م.
٣٢. السندي، محمد بن عبد الهادي. حاشية السندي. حلب، مكتبة المطبوعات الإسلامية.
٣٣. الشافعي، محمد بن إدريس. الأم. ط ١. المنصورة، دار الوفاء للطباعة والنشر، ١٤٢٢هـ.
٣٤. شبير، محمد عثمان. المتاجرة بالهامش والأحكام المتعلقة بها في الفقه الإسلامي. بحث مقدم إلى الدورة الثامنة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، جدة، ٢٠٠٥.
٣٥. الشريف، شرف علي. الإجارة الواردة على عمل الإنسان (رسالة الدكتوراه). جدة، دار الشروق، ١٩٨٠م.
٣٦. الشوكاني، محمد بن علي بن محمد. نيل الأوطار من أحاديث سيد الأخيار شرح منتقى الأخبار. بيروت، دار الجيل، ١٩٧٣.
٣٧. صادق، مدحت. النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي. القاهرة، دار غريب، ١٩٩٧م.
٣٨. الطبراني، سليمان بن أحمد. المعجم الأوسط. تحقيق: طارق عوض الله وعبد المحسن الحسيني. القاهرة، دار الحرمين، د.ت.
٣٩. الطبري، محمد بن جرير. تفسير الطبري. بيروت، دار الفكر، ١٤٠٥هـ.
٤٠. ابن عابدين، محمد أمين. حاشية ابن عابدين. ط ٢. بيروت، دار الفكر، ١٣٨٦هـ.
٤١. عبيد، سعيد توفيق. الاستثمار في الأوراق المالية. القاهرة، مكتبة عين شمس، د.ت.
٤٢. الفيروز آبادي، محمد بن يعقوب. القاموس المحيط. بيروت، دار النفائس، د.ت.
٤٣. ابن قاسم، عبد الرحمن (جمع وترتيب)، مجموع فتاوى شيخ الإسلام ابن تيمية. وزارة الشؤون الإسلامية والأوقاف بالمملكة العربية السعودية، ١٤٢٦هـ.
٤٤. ابن قدامة، عبد الله بن أحمد. المغني. بيروت، دار الفكر، ١٤٠٥هـ.
٤٥. ابن قدامة، عبد الله بن أحمد. الكافي في فقه الإمام المجلد أحمد بن حنبل. ط ٥. تحقيق: زهير الشاويش. بيروت، المكتب الإسلامي، ١٩٨٨م.
٤٦. القرافي، أحمد بن إدريس. الذخيرة. تحقيق محمد حجي. بيروت، دار الغرب الإسلامي، ١٩٩٤م.
٤٧. القرطبي، محمد بن أحمد بن أبي بكر بن فرح. الجامع لأحكام القرآن.

- تحقيق: أحمد عبد العليم البردونى. الطبعة الثانية. القاهرة، دار الشعب، ١٣٧٢ هـ.
٤٨. الكاساني، علاء الدين. بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع. ط ١. بيروت، دار الفكر، ١٤١٧ هـ.
٤٩. ابن ماجه، محمد بن يزيد. سنن ابن ماجه. تحقيق: محمد فؤاد عبد الباقي. بيروت، دار الفكر.
٥٠. مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية بعمّان، تعليمات التمويل بالهامش لسنة ٢٠٠٣ م.
٥١. مجمع الفقه الإسلامي، برابطة العالم الإسلامي، الدورة الثامنة عشرة المنعقدة بمكة المكرمة، في الفترة ١٠-١٤/٣/١٤٢٧ هـ. القرار الأول بشأن المتاجرة بالهامش.
٥٢. المرادوي، علي بن سليمان. الإنصاف في معرفة الراجح من الخلاف. بيروت، دار إحياء التراث العربي، د.ت.
٥٣. مطر، محمد. إدارة الاستثمارات. عمان، مؤسسة الوراق، ١٩٩٩ م.
٥٤. ابن مفلح الحنبلي، إبراهيم بن محمد. المبدع. بيروت، المكتب الإسلامي، ١٤٠٠ هـ.
٥٥. ابن مفلح المقدسي، محمد. الفروع. بيروت. دار الكتب العلمية، ١٤١٨ هـ.
٥٦. الناقية، أحمد أبو الفتوح. نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية. الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة، ١٩٩٨.
٥٧. النووي، محيي الدين. شرح النووي على صحيح مسلم. بيروت. دار الفكر، ١٤١٧ هـ.
٥٨. النووي، محيي الدين. روضة الطالبين وعمدة المفتين. الطبعة الثانية، بيروت، المكتب الإسلامي، ١٤٠٥ هـ.
٥٩. النووي، محيي الدين. المجموع في شرح المذهب. الرياض، عالم الكتب، ١٤٢٣ هـ.
٦٠. النيسابوري، مسلم بن الحجاج. صحيح مسلم. تحقيق: محمد فؤاد عبد الباقي. دار إحياء الكتب العربية، فيصل عيسى البابي الحلبي.
٦١. هندي، منير. أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية: الأسهم والسندات. عمان، المكتب العربي الحديث، ٢٠١١.
٦٢. هندي، منير. الأوراق المالية وأسواق رأس المال. عمان، مركز التميز لعلوم الإدارة والحاسب، ١٩٩٨ م.

مواقع إلكترونية:

- موقع الاستثمار والتمويل Arabic.majdbakir.com
- موقع البورصة المصرية www.egx.com.eg
- موقع الجواب الكافي www.jawabkafi.com

