



جامعة بنها  
كلية الحقوق

## بحث بعنوان

أدوات الاستثمار الحديثة فى الفقه الاسلامى

اعداد

الباحث / محمد محسن رحيم المطيري

٢٠٢٠

### المقدمة

نشهد هذا العصر تطورات اقتصادية كثيرة تحتم أن تتم الأعمال عن طريق تكاتف أعداد كبيرة من المساهمين لتجميع مبالغ ضخمة يمكن من خلالها إنشاء المشاريع الكبيرة التي لا يكفي في إنشائها رؤوس أموال بسيطة ، كما توجه كثير من الناس إلى البحث عن طرق يتمكنون بها من استثمار مدخراتهم القليلة، والتي لا يمكنهم من خلالها إنشاء مشاريع مستقلة، وذلك عن طريق اجتماع عدد منهم لتحصيل رأس المال المطلوب ، وتزايدت هذه الحاجة مع تزايد الرغبة في تنويع وتكثير مصادر الدخل لوجود الإكباب على الدنيا والحرص على التزايد منها ، ولوجود الضغوط الحياتية المعاصرة .

لقد أصبح موضوع الاستثمار من الموضوعات التي تحتل مكانة مهمة وأساسية في أولويات الدراسات الاقتصادية والمالية والمصرفية والإدارية وغيرها من التخصصات التي تهتم بالتطورات الهيكلية التي شهدتها المجتمعات المتقدمة.

هذه التطورات صاحبها تطور مماثل في دراسة الاستثمار ومجالاته المختلفة. لذا تظهر أهمية دراسة هذا الموضوع خصوصاً للبلدان النامية التي عليها الاهتمام أكثر علمياً وعملياً بموضوعات مجالات وأدوات الاستثمار الأكثر موانمة ونفعاً لهذه المجتمعات من خلال التحسين من كفاءة هذه الاستثمارات يقصد تعظيم العوائد المحققة باتباع طرق تضمن زيادة الادخار لدى المواطنين ومن ثم توجيه المدخرات نحو مجالات الاستثمار المختلفة واختيار الأدوات التي تساهم في خلق قيمة مضافة حقيقية للاقتصاد الوطني ، وعلى الرغم من مسار العالم في تحقيق تقدم اقتصادي لم يسبق له مثيل، إلا أن تراكم أن عدد من العادات والممارسات الاقتصادية السيئة في الواقع أدى إلى ضغوط وآثار سلبية على المجتمعات والبيئة.

إنّ للسوق في الإسلام مكانة عظيمة وذلك لأنّ الإسلام أدرك بأنها عنصر أساسي في الاستقرار النفسي والأمن الغذائي والازدهار الاقتصادي. ومع تطور مسيرة الأسواق والأعمال التجارية وتولدت منها ما تسمى بالأسواق المالية فإنّ العلماء الشرعيين بما حباهم الله تعالى من الإدراك والبصيرة أدرجوها تحت قاعدة المصالح المرسلّة لما لهذه التنظيمات الجديدة من المصالح في المجتمعات الإسلامية وتطوير الأعمال التجارية والاقتصادية لتواكب التطورات المعاصرة وتنهض بالمسلمين. ولكل سوق من السلطات القضائية الرئيسية للمالية الإسلامية تشريعات وتنظيمات وإجراءات ومؤسسات تختص بها.

والحقيقة أن فقهاء الإسلام القدامى قد سبقوا كل فكر متقدم في معالجة قضايا التنمية وإن لم يشع هذا اللفظ في كتاباتهم إلا أن ذلك لا يغير من الأمر شيء، حيث شاع في كتاباتهم لفظ التعمير والعمارة والتمكين... الخ، ومن أمثال هؤلاء ابن خلدون في (الحضارة وكيفية تحقيقها) أي الفقر والفقراء وغيرهم من العلماء الإسلاميون الذين تناولوا مسائل التنمية والتطوير والتعمير من المنظور الإسلامي الصحيح لكافة جوانب الحياة الاقتصادية والاجتماعية.

ولأن الاقتصاد الإسلامي يقوم على مبادئ وقيم مستمدة من الشريعة الإسلامية أعطى عناية خاصة بكل ما من شأنه الإسهام في تحقيق التنمية المستدامة من خلال ما يحتويه من مؤسسات وشركات ترعى هذا الجانب، ومنها صناديق الاستثمار الإسلامية. هذه الأخيرة تؤدي دوراً مهماً في تمويل وتحقيق التنمية المستدامة التي تقوم على أساس مراعاة التوفيق بين الاعتبارات الاجتماعية والاقتصادية معاً للمجتمعات التي تعمل بها نتيجة لطبيعتها المختلفة عن طبيعة صناديق الاستثمار التقليدية والمستمدة من ضوابط الاستثمار الإسلامي.

### اشكالية البحث

تتمثل إشكالية هذه الدراسة في التعرف على مدى دور الاستثمار الإسلامي ، وتتركز اشكالية البحث في الاجابة على السؤال الجوهرى مفاده :

ماهي طبيعة النشاط الاستثماري ، وما مدى دورها في ترشيد أداء الأستثمار من منظور الاقتصاد الإسلامي ؟

### منهجية البحث

يرتكز البحث في منهجيته على الطريقة الاستقرائية التحليلية، والتي تعالج المسائل المتعلقة بأدوات الاستثمار المالي بطريقة وصفية تعتمد على جمع البيانات، ومن ثم استنتاج المفاهيم والحقائق التي تجسد في النهاية صورة التقييم الشرعي للمسائل المطروحة محل البحث.

حيث يجمع البحث بين عدة مناهج علي النحو التالي...

- المنهج التحليلي: فجمعت من المنهج التحليلي بيان وجه الاستدلال من النصوص الشرعية قرآنا وسنة نبوية وكذلك أقوال الصحابة والتابعين وتحليل أقوالهم وأقوال الفقهاء ومناقشة تلك الأقوال.

- المنهج الاستقرائي: من تتبع آراء الفقهاء في المسألة الواحدة عبر كتب المذاهب الفقهية الأربعة بقدر ما قد استطعت لذلك سبيلا.

- المنهج الاستنباطي: حيث ذهبت الي الترجيح بين الآراء الفقهية المختلفة وقمت ببيان سبب الترجيح. وسوف نعتمد علي المصادر الفقهية الاصلية، والدراسات المعاصرة، والنماذج المستخدمة، والمشاريع المطبقة عملياً، لنجمع بين الناحية النظرية والناحية التطبيقية العملية.

### أهمية البحث

يعد الاستثمار المالي من المنتجات المعاصرة، التي تتم في إطار التبادلات المالية السائدة في سوق المال، حيث يضم سوق رأس المال وسوق النقد

تلعب أدوات الاستثمار المالي دوراً مهماً في إعادة تنظيم المتغيرات الاقتصادية للشركات محل التداول، ففي سوق رأس المال تمثل الأدوات تلك الأوراق المالية المعروفة بالأسهم والسندات، حيث يضمن هذا السوق وجود بيئة الاستثمار المناسبة لعملية التداول.

أما سوق النقد فيضمن السيولة النقدية لوحدات العجز، ضمن الفترة قصيرة الأجل، وتنتظم هذه العملية جميع القطاعات المالية في علاقات التبادل في سوق النقد، باستخدام الأدوات المالية التي يختص بها كل قطاع، ومنها أدوات الخزنة وشهادات الاستثمار والاعتمادات المستندية والصكوك الإسلامية وغيرها.

### الدراسات السابقة:

هناك بعض الدراسات التي تناولت أدوات الاستثمار المالي، ومنها على سبيل المثال:

- دراسة محمد حبش بعنوان "الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة" المنشورة عام ١٩٩٨م.
- دراسة علي الخفيف، بعنوان "حكم الشريعة على شهادات الأسهم بأنواعها الثلاث" المنشورة في مجلة الأزهر عام ١٩٩٧.
- دراسة المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، بعنوان "أسواق الأوراق المالية العربية" تنظيمها أدواتها وأوضاع التعامل فيها المنشورة عام ١٩٨٥.
- دراسة محمد إسلام البرواري، بعنوان "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي" المنشورة عام ٢٠٠٢م.
- دراسة عطية فياض، بعنوان "سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي" المنشورة عام ١٩٩٨م.

وهذه الدراسات تتناول أدوات الاستثمار بوجه عام وليس أدوات الاستثمار الحديث، ومع أنها دراسات قديمة لكن لا تنعدم الفائدة منها بوجه من الوجوه.

وفي نهاية البحث أود أن أتوجه بالشكر لكل من قدم لي الدعم والمساعدة طيلة الفترة الماضية، والله ولي التوفيق.

## الفصل التمهيدي مفاهيم ومجالات الأستثمار في الفقه الإسلامي

المبحث الأول : مفهوم الأستثمار وأدواته، ونبذة تاريخية عنه

المطلب الأول : مفهوم الأستثمار وقواعده .  
المطلب الثاني: أدوات الأستثمار الحديثة .

المبحث الثاني : تحليل الأستثمار ومجالاته الحديثة

المطلب الأول : مفهوم الأستثمار وأنواعه  
المطلب الثاني : أدوات الأستثمار ومبادئه  
المطلب الثالث : تحليل الأستثمار ومجالاته الحديثة

المبحث الثالث : الأستثمار في ضوء الشريعة الإسلامية

المطلب الأول : معنى الأستثمار  
المطلب الثاني: الأستثمار في الكتاب والسنة  
المطلب الثالث : دوافع أستثمار المال ومعاييرها في الإسلام

**المبحث الأول : مفهوم الأستثمار وأدواته.**

المطلب الأول : مفهوم الأستثمار وقواعده .  
المطلب الثاني: أدوات الأستثمار الحديثة .

## المطلب الأول : مفهوم الاستثمار وقواعده .

### الفرع الاول

#### تعريف الإستثمار

يعتبر الإستثمار من المصطلحات الشائعة الإستعمال ،فتعريفها أخذ من طرف الإقتصاديين الماليين في نهاية القرن ١٩ بداية و بداية القرن ٢٠ حيث نشأت من خلالها عدة تعاريف منها: حسب بيار درني pierre derna : الإستثمار هو عبارة عن تلك المصاريف التي من خلالها نتحصل على أرباح.

حسب بيار ماس pierre masse : الإستثمار يشير في نفس الوقت إلى عملية في حد ذاتها و نتيجة لهذه العملية فالإستثمار هو تلك الاموال التي تقبل المؤسسة دفعها حالياً مقابل أرباح مستقبلية محصل عنها من هذه الاموال

حسب كينز: الإستثمار هو ارتفاع التجهيزات في رأس المال الثابت أو التداول.

فالإستثمار يقوم على التضحية بإشباع رغبة إستهلاكية حاضرة و ذلك أملا في الحصول على إشباع أكبر في المستقبل. و يمكن القول أنه ممتلكات منقولة أو غير منقولة ملموسة أو غير ملموسة مقننة أو منتجة لغرض البيع أو التحويل حيث تستمدها المؤسسة في إستعمالها طوال فترة وجودها كأدوات إنتاج.<sup>٢٦١٠</sup>

المفهوم الإقتصادي للإستثمار :الإستثمار هو نفقة لامة الإنتاج تثمر التطور الإقتصادي لأنها تنطوي على مبادلة رأس مال حالا مقابل إيرادات مستقبلية يكون مبلغها أكبر ، إذ أن خاصية الإستثمار هي الإنتاج

المفهوم المالي للإستثمار:الإستثمار هو نفقة تدر إيرادات على فترة طويلة بحيث يجب أن يكون تمويلها برؤوس أموال دائمة، فالإستثمار هو جدول إستحقاق الإيرادات و دخول الاموال و خروجها.

### المطلب الثاني: أدوات الاستثمار الحديثة .

#### أدوات الإستثمار المالي:

يمكن تصنيف أدوات الاستثمار المالي إلى أصناف متنوعة، حسب معايير مختلفة ومن أهم هذه المعايير معيار الأجل، ومن خلالها يمكن تقسيم الأدوات الإستثمارية إلى أجلين رئيسيين:<sup>٢٦١١</sup>

### الفرع الأول

#### أدوات الاستثمار المالي قصير الأجل:

#### أ- القروض تحت الطلب:

هي قروض تمنحها البنوك لبعض المتعاملين بالأوراق المالية في أسواق رأس المال، ومن شروطها أن يحقق للبنك استدعاء القرض في اللحظة التي يشاء، وعلى المقترض أن يقوم بالسداد خلال ساعات من طلب البنك، و لذلك فهي تحمل أسعار متدنية جداً و مدتها قصيرة الأجل قد لا تتجاوز يوماً أو يومين.

#### ٢- أدوات الخزينة:

هي عبارة عم دين قصير الأجل، أي أنها أوراق تقوم الحكومة ببيعها إلى المستثمرين الراغبين فيها مثل البنوك و شركات التأمين بخصم عن قيمتها الإسمية بهدف الإقتراض للأجل القصير لسد

<sup>٢٦١٠</sup> عبد الغفار حنفي، إستراتيجية الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإبراهيمية، الإسكندرية، مصر، ٢٠٠٧، ص ٤٥.

<sup>٢٦١١</sup> زياد رمضان؛ مبادئ الإستثمار المالي و الحقيقي ، القاهرة ١٩٩٩ ، ص ٤٦-٤٧.

حاجات مالية قصيرة الأجل، و تستحق هذه الأوراق في مدة تقل عن سنة تحمل عاندا متدنيا لأنها تكاد تخلو من المخاطر.

### ج- الأوراق التجارية:

هي شبيهة بأذونات الخزينة من جميع الوجوه، ولكنها تختلف عنها بأن الأوراق التجارية هي من إصدار الشركات الضخمة، بدلا من الحكومة، أي أنها أدوات اقتراض للقطاع الخاص و بذلك فهي تتصف بمخاطر أكثر بقليل من مخاطر بأذونات الخزينة، و بناء عليه فإن عاندها أكبر بقليل من الأخرى.

## المبحث الثاني : تحليل الاستثمار ومجالاته الحديثة

### المطلب الأول

### مفهوم الاستثمار وأنواعه

### الفرع الأول

### تعريف الاستثمار

الاستثمار هو أحد المتغيرات الاقتصادية كالداخل، الاستهلاك والإدخار وكل واحدة منها لها صلة بالأخرى ويمكن تعريف الاستثمار بما يلي:-

- الاستثمار هو نصيحة باستهلاك حالي مؤكد في مقابل استهلاك أكبر في المستقبل ولكن غير مؤكد.
- الاستثمار هو إرجاء أو تأجيل الاستهلاك لفترة قادمة ثم توجيه هذه الأموال إلى الاستثمار وليس إلى الاكتناز. (٢٦١٢)
- الاستثمار هو استعداد الشخص لتحمل درجة معقولة من عدم التأكد من النتائج (من المخاطرة) أملا في الحصول على ربح ملائم. (٢٦١٣)
- الاستثمار هو استخدام المدخرات في تكوين الطاقات الإنتاجية الجديدة اللازمة لعمليات إنتاج السلع والخدمات والمحافظة على الطاقات الإنتاجية القائمة أو تجديدها. (٢٦١٤)
- الاستثمار هو التخلي عن أموالها يمتلكها الفرد في لحظة معينة ولفترة معينة من الزمن قد تطول أو تقصر وربطها بأصل أو أكثر من الأصول التي يحتفظ بها لتلك الفترة الزمنية بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن.

١- القيمة الحالية لتلك الأموال التي تخلي عنها في سبيل الحصول على ذلك الأصل أو الأصول.

٢- النقص المتوقع في قوة تلك الأموال الشرائية بفعل التضخم.

(٢٦١٢) زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي (عمان دار وائل للنشر والتوزيع) ١٩٩٨، ص ١٣.

(٢٦١٣) زياد رمضان، مرجع سابق، ص ٣٤.

(٢٦١٤) حسين عمر، الاستثمار والعولمة (الجزائر دار الكتاب الحديث)، ط ١، ٢٠٠٠، ص ٣٧.

## المطلب الثاني

### أدوات الاستثمار ومبادئه

#### الفرع الأول

#### أدوات الاستثمار

١- تعريف أداة الاستثمار: هي عبارة عن أصل مادي أو مالي يحصل علي المستثمر لقاء المبلغ الذي يستثمره ويطلق عليها البعض وسائط الاستثمار Investment Media.

٢- أدوات الاستثمار المادي:

- العقار Real estat: تحتل المتاجرة بالعقارات المركز الثاني بعد الأوراق المالية في دنيا الاستثمار وهي على شكلين: مباشر عندما يقوم المستثمر بشراء عقار حقيقي (أرض، عتاد....) أو غير مباشر عند القيام بشراء سند عقار صادر عن بنك عقاري بالمشاركة في محفظة مالية لإحدى المؤسسات المالية المتخصصة بالعقار. (٢٦١٥)

- السلع Commodities: تتمتع بعض السلع بمزايا خاصة تجعلها صالحة للاستثمار لدرجة أن تنشأ لها أسواق متخصصة أو ما يعرف ببورصة البضائع أو السلع فهناك بورصة للقطن بمصر "بنويورك" بورصة للشاي بسيريلانكا، بورصة للبن بالبرازيل، بورصة الذهب بلندن....

- المشروعات الاقتصادية Business projects: تتنوع المشروعات الاقتصادية بتنوع أنشطتها ما بين تجاري، صناعي، زراعي، كما أنه منها ما يتخصص بتجارة السلع أو صناعتها أو أيضا بتقديم الخدمات.

٣- أدوات الاستثمار المالي: تصنف حسب المعايير التالية:

٤- أدوات دين: ومن أمثلتها أدونات الخزينة، شهادات الإبداع، السندات، الأوراق التجارية...

٥- أدوات ملكية: مثل الأسهم الممتازة والأسهم العادية.

١- مبدأ الاختيار Choice: إن المستثمر الرشيد يبحث دائماً عن فرص استثمارية متعددة لما لديه من مدخرات ليقوم باختيار المناسب بدلاً من توظيفها في أول فرصة تتاح له.

٢- مبدأ المقارنة Comparability: أي المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة لاختيار المناسب منها وتتم المقارنة بالاستعانة بالتحليل الجوهري لكل بديل ومقارنة نتائج هذا التحليل للحصول على البديل الأفضل من وجهة نظر المستثمر.

٣- مبدأ الملاءمة Relevance: يطبق المستثمر هذا المبدأ عملياً عندما يختار بين مجالات الاستثمار وأدواته ما يلائم رغباته وميوله التي يحددها دخله وعمره، وكذلك عمله وحالته الاجتماعية ويقوم هذا المبدأ على أساس:-

(٢٦١٥) هذه الشركات معروفة: باسم Reits المختصرة لـ Real Estate Investment Trusts المنتشرة بالولايات المتحدة الأمريكية، فتصدر هذه المؤسسات أوراق مالية عادة تكون سندات من أجل تمويل بناء أو شراء عقار.

- معدل العائد على الاستثمار.

- درجة المخاطرة لهذا الاستثمار.

- مستوي السيولة التي يتمتع بها كل من المستثمر وأداة الاستثمار.

٤- مبدأ التنوع Diversification: يلجأ المستثمرون إلى تنويع استثمار لأجل الحد من مخاطر الاستثمار. (٢٦١٦)

### المطلب الثالث

#### تحليل الاستثمار ومجالاته الحديثة

##### الفرع الأول

##### تحليل الاستثمار

تتعدد مجالات تحليل الاستثمار فيمكن تقسيمها إلى:-

• تحليل العوامل الداخلية: وتعالج رغبات المستثمرين وميولهم.

• تحليل العوامل الخارجية: وتمثل المحددات التي تؤثر على مدي تحقيق المستثمرين لرغباتهم والتي يجب عليهم أخذها بعين الاعتبار عند اتخاذهم للقرار الاستثماري. (٢٦١٧)

• كما أن التحليل قد يكون جوهرياً أو فنياً وينصب التحليل الجوهري أو الأساسي على البدائل، أو المشاريع الاستثمارية نفسها وعلى مجموعة العوامل الخاصة بكل بديل والتي يقوم المستثمر بتحليلها ليختار من هذه البدائل ما يلائمه وذلك من خلال تجميع المعلومات والبيانات حول كل من الظروف الاقتصادية، ظروف الصناعة وظروف المنشأة لأجل تحديد القيمة الحقيقية التي ينبغي أن تباع بها أدوات الاستثماري أما التحليل الفني فينصب اهتمامه في الأساس في تتبع حركة الأسعار الماضية على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة يمكن من تحديد التوقيت السليم للقرار الاستثماري (٢٦١٨).

### المبحث الثالث

#### الاستثمار في ضوء الشريعة الإسلامية

##### المطلب الأول: معني الاستثمار

##### الفرع الأول

##### الاستثمار لغوياً

هو مصدر لفعل استثمر يستثمر استثماراً، وهو مشتق من ثمر الرجل إذا تمول فيقال أثمر الرجل ماله إذا نماه وكثره، ويقال مال ثمر أي مال كثير (٢٦١٩).

(٢٦١٦) تاج الدين سيف الدين ابراهيم، مرجع سابق، ص ٦٨.

(٢٦١٧) تاج الدين ابراهيم، المرجع السابق، ص ٢٨.

(٢٦١٨) منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، (الإسكندرية، توزيع منشأة المصارف بالإسكندرية) ص ١٥٩.

(٢٦١٩) قطب مصطفى سانو، الاستثمار أحكامه وضوابطه في الفقه الإسلامي، (الأردن دار النفائس)، ط ١، ٢٠٠٠، ص ١٥.



ومنه قولهم ثمر الله مالك تمييزاً وأثمر الله مالك إثماراً أي كثرة ونماه وبناء على ذلك فإن استثمار المال يعني طلب ثمره وأما الثمر فإنه يطلق على عدة معاني منها:-

أ/ حمل الشجر وما تنتج الأشجار من الثمار أي الحصول على الغلات. (٢٦٢٠)

ب/ المال ومنه ما نسبه الإمامان الطبري والنيسابوري إلى بعض المفسرين لقوله تعالى ( وَكَانَ لَهُ ثَمَرٌ فَقَالَ لِصَاحِبِهِ وَهُوَ يُحَاوِرُهُ أَنَا أَكْثَرُ مِنْكَ مَالًا وَأَعَزُّ نَفَرًا ) (٢٦٢١) فقلاً بأن المراد بالثمر في هذا المقام المال الكثير من صنوف المال ، وقد اهتم الإمام الطبري بذكر مجموعة من تأويلات المفسرين لهذه الآية ونسب إلى بعض القول بأن المراد بالثمر هو الفضة والذهب والبعض الآخر فسر الآية بأن المراد بالثمر هو الأموال المثمرة أو المكثرة.

ج/ النماء والزيادة ومنه قولهم: ثمر وأثمر ماله إذا نماه وكثره وقد سميت الزيادة ثمرًا لأنها زائدة عن أصل المال.

## المطلب الثاني

### الاستثمار في الكتاب والسنة

#### الفرع الأول

#### النصوص القرآنية الدالة على الاستثمار

١/ الأمر بالمشي في مناكب الأرض

قال تعالى في كتابه الحكيم ( هُوَ الَّذِي جَعَلَ لَكُمُ اللَّيْلَ لِبَاسًا وَالنَّوْمَ سُبَاتًا وَجَعَلَ النَّهَارَ نُشُورًا ) (٢٦٢٢).

أي سافروا حيث شئتم من أقطارها وترددوا في أقاليمها وأرجائها في أنواع المكاسب والتجارات، وبالتالي فإن هذا المشي كتابة عن الاستثمار وذلك لأن المشي المراد في هذه الآية هو الذي ينتج عنه تحصيل خبراتها وبركانها التي وضعها الله فيها وهذا المشي هو عين الاستثمار ويفسر القرطبي "وكلوا من رزقه" أي مما أحله الله لكم.

٢/ الأمر بالانتشار بعد صلاة الجمعة

قال تعالى: ( فَإِذَا قُضِيَتِ الصَّلَاةُ فَانْتَشِرُوا فِي الْأَرْضِ وَابْتَغُوا مِنْ فَضْلِ اللَّهِ وَاذْكُرُوا اللَّهَ كَثِيرًا لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ) (٢٦٢٣).

يفسر القرطبي (٢٦٢٤) هذه الآية الكريمة بقوله إذا فرغتم من الصلاة فانتشروا في الأرض للتجارة والتصرف في حوائجكم.

ويقول ابن كثير (٢٦٢٥) أن "عراك بن مالك" (p) إذا صلي الجمعة وانصرف وقف على باب المسجد فقال: "اللهم أني أجت دعوتك وصليت فريضتك وانتشرت كما أمرتني فارزقني من خيرك وأنت خير الرازقين".

(٢٦٢٠) د. ضياء مجيد، التحليل الاقتصادي الإسلامي (الإسكندرية مؤسسة شباب الجامعة)، ١٩٩٧، ص ٣٢.

(٢٦٢١) سورة الكهف، الآية ٣٤.

(٢٦٢٢) سورة الملك، الآية ١٥.

(٢٦٢٣) سورة الجمعة، الآية ١٠.

(٢٦٢٤) أبي عبد الله محمد بن أحمد الأنصاري القرطبي، تفسير القرطبي: تحقيق سالم مصطفى البجري، المجلد التاسع ١٧-١٨، (بيروت: دار الكتب العمالية) ط ١، ٢٠٠٠، ص ٧١.

### المطلب الثالث

دوافع استثمار المال<sup>(٢٦٦)</sup> ومعاييره في الإسلام

#### الفرع الأول

#### دوافع الاستثمار

يقصد بدوافع الاستثمار الحوافز المهنية أو العوامل التي تشجع أو تبعث الرغبة في اتخاذ قرار الاستثمار، فإذا استعرضنا النظرية الوضعية نجد عدة أنواع أساسية من الرغبات تدفع على الاستثمار وتتمثل فيما يلي:-

١- الرغبة في الربح: يعتبر المحرك الأساسي لاتخاذ قرار الاستثمار، ولكن ينبغي التفرقة بين الربح المحقق والربح المتوقع، فكلاهما يثير الرغبة في الاستثمار ولن بدرجات متفاوتة، فالأفراد يرغبون في الاستثمار في الأنشطة التي تحقق بالفعل أرباحاً مرتفعة نسبياً والتي تبعث بنوع من الطمأنينة، وعموماً فإن المستثمرين بشكل عام يتخذون قرار الاستثمار بغرض زيادة الإنتاج، توقعاً لزيادة الأرباح التي يحصلون عليها عن طريق توسيع طاقتهم الإنتاجية؛ وإذا توقع صاحب المشروع أو الشركة إن إنتاج سلعة معينة سيؤدي إلى الحصول على أرباح فإنه يقوم بإنتاجها وذلك بعد أن يوفر كافة الأصول الرأسمالية اللازمة للإنتاج.

٢- الرغبة في إشباع الطلب المحتمل: إذا توقع المستثمر أو المنتج لأي سلعة أن هناك زيادة في الطلب على سلعته التي ينتجها سواء كان ذلك في السوق المحلية أو الأجنبية فإنه يقوم بتوسيع قدراته الإنتاجية، لأن الهدف الأساسي هنا هو إشباع الطلب المحتمل، فينج عن هذا الاستثمار زيادة الطاقة الإنتاجية للوحدات المنتجة. وفي بعض المرات لا يحقق المستثمر من وراء ذلك التصرف مباشرة أقصى مستوي ممكن من الأرباح ولكنه على أية حال يتمكن من المحافظة على نصيبه في السوق.

٣- التقدم العلمي والتكنولوجي: إن مسألة التقدم العلمي تعد مسألة في غاية الأهمية بالنسبة للمشروعات التي تري ضرورة المحافظة على مراكزها التنافسية داخل الصناعة أو في الأسواق، أو التي والتنافسية، بالإضافة إلى أثره المباشرة الذي يتمثل في خفض متوسط تكلفة الوحدة المنتجة، ومن ثم إمكانية تحقيق ربح أكبر للمشروع.

### المطلب الرابع

أهداف ومقاصد الاستثمار من الناحية الإسلامية

إن الهدف الأساسي لأي منشأة اقتصادية الوضعية خاصة الرأسمالية هو تحقيق الربح وتعظيمه ويعود ذلك إلى مبدأ الحرية وقواعد الملكية في تلك الأنظمة فأصبح هذا هو المقصد الرئيس من الاستثمار إلى جانب أهداف أخرى سبق ذكرها في دوافع الاستثمار؛ فالاهتمام بتعظيم الربح أدى إلى إهمال وإغفال الكثير من الأهداف في التنمية الاقتصادية<sup>(٢٦٧)</sup> غير الإسلامية، أما الاستثمار الإسلامي فإنه لا يهمل هذه الأهداف وفي نفس الوقت لا يجعل من الربح هدفاً أساسياً كما أنه لا يهمله، ذلك لأن الاستثمار الإسلامي لا يستهدف المادة وتعظيمها، بل ينظر إليها على أنها وسيلة لتحقيق هدف أسمى وهو مصلحة الجماعة الإسلامية، فالاستثمار الإسلامي يستهدف أساساً للتنمية بأبعادها المختلفة الاقتصادية والاجتماعية والتي تحقق منفعة الجميع وفي نفس الوقت تمتثل لمقاصد الشريعة الإسلامية.

(٢٦٥) أبي الفداء إسماعيل بن عمر بن كثير القرشي الدمشقي، تفسير القرآن العظيم، المجلد الرابع، (بيروت: دار ابن حزم)، ط١، ٢٠٠٢، ص٢٨٩٢.  
(٢٦٦) خلف بن سليمان بن صالح بن سليمان النمري، شركات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي (الإسكندرية مؤسسة شباب الجامعة)، ٢٠٠٠، ص٣٦-٣١.  
(٢٦٧) محمد البلتاجي: بحث نحو بناء نموذج محاسبي لتقويم وسائل الاستثمار في البنوك الإسلامية (المراوحة، المضاربة، المشاركة) الندوة الدولية (نحو ترشيد مسيرة البنوك الإسلامية) دولة الإمارات العربية المتحدة، دبي ٣-٥ سبتمبر ٢٠٠٥ م، ص٤.

الحفاظ على المال والعمل على تنميته (٢٦٢٨)

يسعى الإسلام على الحفاظ على ثروة المجتمع واستغلال موارد الطبيعة بالطرق المثلى والشرعية ولأجل تحقيق هذه المقصد النبيل، فإن الشريعة الإسلامية عملت على رسم جملة من التدابير الكفيلة بالحفاظ على المال وصونه.

شروط صحة الاستثمار

أما عقد الاستثمار، فإن حصة رب المال من الربح معينة المقدار، بسبب جعلها نسبة محددة من رأس المال المعين، كأن تكون الحصة ٥% من مقدار رأس المال في السنة، سواء جاء ربح من العمل في المال أم لم يجرى، وسواء حدثت خسارة أو لم تحدث.

وقد حدث بمناسبة الكلام عن هذا الشرط لفظ كثير مفاده: أن هذا الشرط إنما ذكره الفقهاء الأقدمون، معللاً بأنه يشترط منعا لإلحاق الضرر بالعامل، فلربما لم يأت ربح إلا المقدار المحدد مسبقاً فيأخذه صاحب رأس المال ويتضرر بذلك العامل، ولكن واقع معاملة شهادات الاستثمار بعيد كل البعد عن الدخول تحت هذا التعليل، ذلك لأن العامل هنا هو البنك وهو طرف قوي ولا يحتاج إلى الحماية

## الفصل الأول : أدوات الاستثمار المالي في سوق رأس المال

### وحكمها الشرعي

#### المبحث الأول

#### الأسهم دراسة اقتصادية وفقهية

المطلب الأول : مفهوم السهم، خصائصه وحقوق المساهمين

#### الفرع الأول : الأسهم

أولاً: السهم لغة

جمع سهم، وهو لغة له عدة معاني منها: النصيب وجمعه السهمان بضم السين، ومنها العود الذي يكون في طرفه نصل يرمي به عن القوس وجمعه السهام ومنها بمعنى القدح الذي يقارع به أو يلعب به في الميسر ويقال: أسهم بينهم أي أقرع، وسأهمه أي باراه ولاعبه فغلبه، ويقال أيضاً سأهمه أي قاسمه، وأخذ سهماً أي نصيباً ومنه جاءت شركة المساهمة (٢٦٢٩).

ثانياً: الأسهم في الاصطلاح الشرعي

لقد ورد في القرآن الكريم لفظ ساهم إذ قال عز وجل (فَسَاهِمَ فَكَانَ مِنَ الْمُدْحَضِينَ) (٢٦٣٠) أي قارع بالسهم فكان من المغلوبين.

وقد عرف مجمع الفقه الإسلامي في قراره الرابع في دورته السابعة السهم بأنه "حصة شائعة في موجودات الشركة، وإن شهادة السهم هي وثيقة لإثبات هذا الاستحقاق في الحصة" (٢٦٣١).

(٢٦٢٨) مصطفى سانو، مرجع سابق، ص ٥٦.

(٢٦٢٩) الإمام الفيروز أبادي الشيرازي، القاموس المحيط، ص ١٣٥، (بيروت دار الكتب العلمية)، ج ٤، ج ١، ١٩٩٥؛ أيضاً أحمد حسن الزيات، المعجم الوسيط، ص ٤٥٩.

(٢٦٣٠) سورة الصافات، الآية ١٤١.

ثالثاً: الأسهم اصطلاحاً يطلق الاقتصاديون السهم على تلك الورقة المالية التي تمثل حق ملكية في جزء من رأسمال الشركة<sup>(٢٦٣٢)</sup> حق المساهم بالتنازل عن أسهمه بالهبة، البيع أو غيرهما ويعد باطلاً كل شرط يحرم المساهم من هذا الحق.

## المطلب الثاني

الأشكال المختلفة للأسهم ونظرة الفقه الإسلامي إليها

(١) أنواع الأسهم حسب طبيعة الحصة المقدمة من المساهم

أ- أسهم نقدية: هي تلك الأسهم التي يكتب بها المساهم شرط أن يدفع قيمتها نقدًا<sup>(٢٦٣٣)</sup>.

أجاز الفقهاء هذا النوع من الأسهم، وذلك لأن الأصل في الشركة هو تقديم الحصة إليها نقدًا "الذهب أو الفضة" أو ما يقوم مقامها في الوقت الحالي.

ب- أسهم عينية: وهي التي يكتب بها المساهم عن طريق دفع ثمنها عيناً عقاراً أو منقولاً، فهي لا تدفع نقدًا ويشترط القانون الوفاء بها بشكل كامل كشرط للمساهمة.

يعبر عن الحصة العينية في الفقه الإسلامي بالعروض<sup>(٢٦٣٤)</sup> وقد اختلف الفقهاء في جواز الشركة بالعروض حيث انقسموا إلى ثلاث مذاهب.

١- ذهب كل من المالكية والحنفية إلى جواز الشركة بالعروض إجازة مطلقة أي سواء اتفقت جنساً أو اختلفت وذلك في إحدى الروايتين عن أحمد اختارها أبو بكر الخلال، أبو الخطاب وابن تيمية.

٢- ذهب أبو حنيفة وأبو يوسف إلى عدم جواز الشركة بالعروض مطلقاً سواء كانت من الطرفين أو من طرف واحد بحيث تدفع نقدًا ويشترط القانون الوفاء بها بشكل كامل كشرط للمساهمة.

٣- يري أصحاب هذا القول إلى أن الشركة تصح بالمثلثات مع العروض كالحبوب والأدهان وغيرها وهو ما قال به الشافعية وبه قال محمد بن الحسن من الحنفية<sup>(٢٦٣٥)</sup>.

٤- إن الرأي الراجح هو ما ذهب إليه كل من المالكية والحنابلة بجواز الشركة بالعروض وذلك لأنهم أطلقوا الجواز بعد تقديم العروض والاتفاق على القيمة فتصبح القيمة هي محل الشركة، وبذلك يتحقق الضمان وبما أن التقويم والضمان متواجدان في الوقت الحالي بشكل أدق فإنه يجوز للمساهم تقديم حصته عينياً.

(٢٦٣٢) على محي الدين القوة داغي، أثر الديون ونقود الشركة أو المحفظة على تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية (جدة المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب)، ص ٩.

(2632) Dr. Dov Ogien Pratique des Marchés Financiers page 35 (Paris Gualino Editeur) 2002.

(٢٦٣٣) لقد أجاز القانون تسديد ربع قيمة السهم النقدي عند الاكتتاب ب (٢٥%) والباقي خلال مدة لا تتجاوز ١٠ سنوات من تاريخ تأسيس الشركة.

(٢٦٣٤) العروض بفتح العين أو العرض بفتح العين وسكون الراء وهو كل شيء عرض إلا الدراهم والدنانير.

(٢٦٣٥) شعبان محمد إسلام البروراري، بورصة الأوراق المالية، من منظور إسلامي، ص ٩٤-٩٥؛ أيضاً د/ محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم، ص ٧٦ مرجع سابق.

### المطلب الثالث

إصدار وتداول الأسهم وتكييفهما الفقهي

#### الفرع الأول

#### إصدار الأسهم

عند إنشاء أي شركة مساهمة فيجب أن تقام لها دراسة جدوي المشروع<sup>(٢٦٣٦)</sup>، ثم تليه خطوة تقسيم رأس المال إلى أسهم متساوية القيمة، وتطرح هذه الأسهم للاكتتاب العام الذي هو عبارة عن عمل إداري يتم بمقتضاه انضمام المكتتب إلى الشركة تحت التأسيس مقابل الإسهام في رأسمال الشركة بعدد معين من الأسهم المطروحة؛ ويعد هذا العمل من التصرفات الضرورية لتأسيس شركة المساهمة وتتم عملية الإصدار في السوق الأولية عن طريق شركات منشأة لهذا الغرض؛ وإذا كانت الشركات قائمة وأرادت.

زيادة رأسمالها فيتم ذلك عن طريق الاكتتاب الخاص وذلك بعرضها على أفراد محدودين كالمساهمين القدامى، ويشترط لصحة الاكتتاب الشروط التالية:

- إن يكون الاكتتاب لصحة الاكتتاب الشروط التالية:-
- أن يكون باتا وفورياً فلا يصح أن يكون معلقاً على شرط أو مضافاً إلى أجل.
- أن لا يقل ما يدفعه المكتتب عند التأسيس عن ربع القيمة للأسهم النقدية.
- أن يتم الوفاء بكامل الأسهم التي تمثل الحصص العينية.
- أن يكون الاكتتاب جدياً لا صورياً.

### المبحث الثاني

تصنيف الأسهم وحكمها الشرعي

المطلب الأول : تصنيف الأسهم

أولاً: تصنيف الأسهم

تختلف الأسهم باختلاف طبيعة المحل، والذي بموجبه تتحدد قيم مختلفة للسهم، وهذه القيم هي قيمة التأسيس، وقيمة الإصدار، والقيمة الدفترية، والقيمة الحقيقية، والقيمة السوقية، وقيمة التصفية. ولا شك أن كل قيمة تحتل معنى خاص. يمكن أن تعرف به الأسهم ولكن الشائع في تعريف الأسهم يعود إلى المرحلة الأولى التي نشأ بها السهم، وهي فترة التأسيس، وفي هذا الجانب يمثل السهم نوعاً من الصكوك التي تعطي للمساهمين إثباتاً لحقوقهم، فيكون السهم عبارة عن حصة، الشخص في شركة مساهمة، تمثل جزءاً من رأس مال الشركة وثبت حقه فيها. وهناك من يعرف السهم بأنه جزء من رأس مال شركة مساهمة يمثل حق المساهم مقدراً من النقود لتحديد مسؤليته، ونصيبه في أرباح هذه الشركة أو خسارتها، وعموماً، يستفاد من تعريف السهم بأنه يمثل حصة شائعة مما لدي الشركة من الأصول والنقود والحقوق والعوائد.<sup>٢٦٣٧</sup>

وهناك تصنيفات كثيرة للأسهم، ويضم كل تصنيف أنواعاً عديدة، وتتفاوت التصنيفات فيما بينها حسب معايير مختلفة، أهمها:-

(٢٦٣٦) مجموع الاختبارات والتفديرات التي يتم إعدادها للحكم على صلاحية المشروع الاستثماري، أنظر على جمعة، معجم المصطلحات الاقتصادية والإسلامية، (مكتبة العبيكان)، ط١، ٢٠٠٠، ص ٢٥٢.

<sup>٢٦٣٧</sup> أميرة مشهور: الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي، مكتبة مدبولي، القاهرة، ط١، ١٤١١هـ، ص ٤٩.

١- معيار الحقوق: تقسم الأسهم حسب هذا المعيار إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة، فأما الأسهم العادية فتخول حاملها حقوقاً في مجلس الإدارة كالعسوية والانتخاب، والتصويت في الجمعية العامة، ومراقبة الحسابات الدفترية للشركة، وحقوق الأرباح والاكنتاب في أسهم جديدة، ولا شك أن الأسهم العادية إزاء ما تكتسبه من حقوق في الأرباح والمشاركة في صناعة القرارات فإنها تتحمل عامل المخاطرة، وهو ترجمة لقاعدة الغنم بالغرم، وأما الأسهم الممتازة فهي كالأسهم العادية من جهة أنها تمثل حصة شائعة في رأس المال، وأن هذه الحصة لا يمكن الحصول عليها قبل انقضاء الشركة، ولكنها تمتاز عنها بالأولوية في تحصيل الحقوق المالية، وأهم مفارقة بينهما هو أن الأسهم الممتازة تستحوذ على ربح ثابت، وربما يستغرق هذا الربح جميع أرباح الشركة مما يحرم حملة الأسهم العادية منها، بل إنها تستحوذ على الحقوق المالية عند تصفية الشركة بما يساوي قيمة الأسهم وذلك حسب الأولوية قبل الأسهم العادية.

## المطلب الثاني

### مسائل فقهية الاسهم في الشريعة الاسلامية

الشركة المساهمة: هي الشركة التي ينقسم رأس مالها إلى أسهم متساوية قابلة للتداول، ويكون الشريك مسئولاً عن ديون الشركة بقدر حصته. (٢٦٣٨)

وهي شركة تعتمد على جمع أموال المكتتبين على قدر طاقتهم لتحقيق رأس المال المطلوب لها. وأغراضها متعددة، فقد تكون تجارية، أو صناعية، أو زراعية.

وهذه الشركة نوع جديد من المعاملات ينطبق عليها وصف شركة المضاربة، أو شركة العنان والمضاربة، ولكن مع زيادة شروط لم تكن في الشركات السابقة، وهذه الشروط الأصل فيها الإباحة إلا إذا دل دليل على التحريم. لقول النبي صلى الله عليه وسلم: (المسلمون على شروطهم، إلا شرطاً حرم حلالاً أو أحل حراماً) (٢٦٣٩). قال ابن القيم: "جمهور الفقهاء على أن الأصل في العقود والشروط الصحة، إلا ما أبطله الشارع أو نهى عنه، وهذا القول هو الصحيح؛ فإن الحكم بطلانها حكمٌ بالتحريم والتأثير، ومعلوم أنه لا حرام إلا ما حرمه الله ورسوله" (٢٦٤٠).

#### حقيقة السهم وقيمه:

السهم نصيب معلوم من رأس مال مشترك لمجموعة من المشتركين، وكل منهم يمثل جزءاً من أجزاء متساوية، وهو عبارة عن حصة مشاعة من كامل حجم الشركة ومالكه يملك جزءاً من الشركة. (٢٦٤١)

#### وقيمه لها أنواع: (٢٦٤٢)

- ١- قيمة اسمية وهي التي يعلن عنها في الاكنتاب، وينص عليها في وثيقة الاكنتاب. وهي القيمة التي يدفعها المكتتب.
- ٢- قيمة دفترية (حقيقية) وهي النصيب الذي يستحقه صاحب السهم في صافي أموال الشركة بعد حسم ديونها ويتم تحديده بعد معرفة موجوداتها وممتلكاتها.
- ٣- القيمة السوقية وهي قيمة السهم في السوق عند التداول بالبيع والشراء.

(٢٦٣٨) الشركات التجارية في النظام السعودي، الغرفة التجارية الصناعية بالرياض ص ٤٢.

(٢٦٣٩) أخرجه البخاري معلقاً مجزوماً به في كتاب الإجارة باب أجرة السمسرة، سنن الترمذي (١٣٥٢)؛ سنن أبي داود (٣٥٩٤)؛ سنن ابن ماجه (٢٣٥٣)؛ مسند أحمد (٢/٣٦٦) وسنده حسن.

(٢٦٤٠) إعلام الموقعين (٣٤٤/١). وانظر: مجموع فتاوى ابن تيمية (٣٤٦/٢٩).

(٢٦٤١) فقه الزكاة، د. يوسف القرضاوي (٥٢١/١).

(٢٦٤٢) الشركات في النظام السعودي، عبد العزيز الخياط (٩٥/٢)؛ الأسهم والسندات وأحكامها، أحمد الخليل ص ٦١.

### المبحث الثالث

#### السندات دراسة اقتصادية وفقهية

#### المطلب الأول: السندات مفهومها وخصائصها

#### الفرع الأول: مفهوم السند

أولاً: السند لغة هو انضمام شيء إلى شيء آخر فيقال: سندات إلى الشيء وأسند سنوداً، واستندت استناداً وسندت غيري إسناداً<sup>(٢٦٤٣)</sup> ويأتي السند أيضاً بمعنى الاعتماد والركون إليه والاتكاء عليه وما أرتفع من الأرض وجمعه إسناد ولكن عندما أصبح السند علماً لنوع معين من الأوراق المالية جاز جمعه على السندات<sup>(٢٦٤٤)</sup>.

ثانياً: السند في اصطلاح علماء القانون التجاري هو قرض طويل الأجل تتعهد الشركة المقترضة بموجبه أن تسدد قيمته في تاريخ محدد<sup>(٢٦٤٥)</sup>

ثالثاً: السند في الاصطلاح الاقتصادي عرف الاقتصاديون السند بعدة تعاريف:

١- يعد السند أحد أشكال الاستثمار في الأصول المالية، فهو عبارة عن صك مديونية بمقتضاه يتعهد مصدر السند (المقرض) برد القيمة المدونة على السند بالإضافة إلى الفوائد لمالك السند (المقرض)، وذلك من خلال فترة زمنية متفق عليها<sup>(٢٦٤٦)</sup>.

٢- السند أداة دين يتعهد مصدرها بالوفاء بدفع قيمتها للمقرض إضافة إلى الفوائد المترتبة عليه خلال سنوات القرض، ومصدر السند ما هو إلا مدين مقرض يعتبر وعده تعهداً بأن يدفع للمقرض المبلغ المحدد والفوائد<sup>(٢٦٤٧)</sup>.

٣- السند هو صك قابل للتداول ويثبت حق حامله فيما قدمه من مال على سبيل القرض للشركة وحقه في الحصول على الفوائد المستحقة واقتضاء دينه في الموعد المحدد لانتهاج مدة القرض<sup>(٢٦٤٨)</sup>.

### المطلب الثاني

#### أنواع السندات

يمكن التمييز بين عدة أنواع من السندات وذلك استناداً إلى مجموعة من الاعتبارات هي:-

#### (١) حسب نوع وطريقة الضمان

أ- سندات مضمونة بأصول معينة: وهو السند الذي تقدم الشركة أو المؤسسة ضماناً عينياً لكل سند، وتلجأ الشركة إلى إصدار مثل هذه السندات إذا كانت بحاجة إلى اجتذاب رجال المال لإقراضها بالنقد لكي تتلافى سوء أحوالها المادية، ويعرف هذا النوع في بريطانيا باسم السندات العادية<sup>(٢٦٤٩)</sup>.

<sup>(٢٦٤٣)</sup> فتح الله النشار، مرجع سابق، ص ١١٩.

<sup>(٢٦٤٤)</sup> محمد عثمان شبير، مرجع سابق، ص ١٧٦.

<sup>(٢٦٤٥)</sup> شعبان محمد إسلام الرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، ص ١٢٨.

<sup>(٢٦٤٦)</sup> راشد البراوي، مرجع سابق، ص ٣١٤.

<sup>(٢٦٤٧)</sup> محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، ٢٠٠١، ص ٢٤٧.

<sup>(٢٦٤٨)</sup> محمد بن مسلم الراددي، إدارة البنوك الإسلامية بعد عوامة أسواق المال، مصر المنظمة العربية للتنمية والدراسات، ط ٢، ٢٠٠٥، ص ٦٥.

<sup>(٢٦٤٩)</sup> عبد العزيز الخطاط، مرجع سابق، ص ٥٤-٥٥.

ب- سندات غير مضمونة بأصول معينة: إن الضمانات الفعلية لهذه السندات، هي إجمالي أصول الشركة المصدرة ومركزها المالي أي قدرتها على مواجهة التزاماتها تجاه دائنيها، لذلك في تحتاج إلى عناية نسبية من المستثمر وتحمل بعض المخاطر، وعاندها عادة ما يكون أكبر مكان عائد السندات المضمونة.

## (٢) حسب الجهة المصدرة

أ) السندات الحكومية: هي تلك السندات الصادرة عن الخزينة العامة أو المؤسسات العامة الأخرى، والتي تمثل ديناً مضموناً في ذمة الحكومة ذات فوائد ثابتة عادة فيتم طرحها للاكتتاب العام وتتداول بالطرق التجارية وتكون دائمة أو مستهلكة والغرض من إصدارها هو مواجهة العجز في ميزانية الحكومة أو لتمويل عمليات التنمية الاقتصادية أو لأجل التضخم أو الحروب (٢٦٥٠).

## المطلب الثالث

الألفاظ التي تطلق على السندات ومقارنة بينها وبين الأسهم

### الفرع الأول

بعض الألفاظ التي تطلق على السندات

حسب الدكتور عثمان شبير هناك عدة ألفاظ تطلق على السندات

١- شهادات الاستثمار: يطلق هذا الاسم على السندات التي تصدرها بعض البنوك الربوية وهي ثلاثة أنواع:-

\* شهادات استثمار ذات طبيعة متزايدة (أ): وهي الشهادة التي يبقى المال لدي البنك لفترة طويلة قد تمتد إلى عشر سنوات، وتكون له زيادة تصاعدية (على المال والفائدة) وفي نهاية المدة يأخذ صاحب الشهادة ما دفعه والزيادة.

• شهادة استثمار ذات عائد جاري أي بفائدة سنوية (ب): وهي الشهادة التي تستحق عائداً جارياً وهي ذات الفوائد السنوية المحددة.

• شهادة استثمار ذات قيمة متزايدة ويجري عليها السحب (ب): تستحق هذه الشهادة فائدة متزايدة ويجري عليها السحب بإعطاء جوائز للشهادات الفائزة.

١ - أدونات الخزينة: هي عبارة عن سندات تصدرها الحكمة لأجل قصير وهو عادة ثلاث أشهر وتطرحها للاكتتاب، وتتمتع أدونات الخزينة بدرجة عالية من السيولة لأنها قصيرة الأجل ومضمونة

(٢٦٥٠) تتميز هذه السندات بخلوها من المخاطر وتمتعها بدرجة عالية من السيولة وإعفائها من الضرائب، ولهذه السندات أنواع متعددة حسب الباعث لإصدارها.

- سندات الدولة: التي تصدرها الدولة لتمويل الإنفاق العام.
- سندات الهيئات الدولية: كالبنك الدولي للإنشاء والتعمير BIRD، تصدرها لتمويل مشروعاتها.
- سندات المؤسسات الحكومية: تصدرها لتمويل نفقاتها ومشاريعها، وهي متنوعة حسب نوع وطبيعة المؤسسات المصدرة لها.
- سندات البلدية: وهي التي تصدرها البلديات أو الإدارات المحلية وتكون أرباحها معفاة من ضريبة الدخل.
- سندات الخزينة: وهي سندات تصدرها الحكومة لأجل قصير بين ثلاثة أشهر و عام، وعن طريق الاكتتاب العام، وذلك لسد الحاجات الضرورية إبان الأزمات الاقتصادية، وهذه السندات لا تحسب عنها فائدة عادة ولكنها تباع بخصم الفائدة من قيمتها الاسمية على أساس سعر الفائدة.
- شهادات الخزينة: وهي تعهد بدفع مبلغ معين من المال إضافة إلى فائدة محددة في تاريخ معين ولا تتجاوز مدتها العام الكامل.





الفصل الثاني : أدوات الاستثمار المالي في سوق النقد وحكمها الشرعي .

### المبحث الأول

أدوات الاستثمار المالي الحكومية وحكمها الشرعي  
المطلب الأول : أدوات الخزنة والسوق الثانوية .

#### الفرع الأول : مفهوم أدوات الخزنة

يعتبر تسعير أذون الخزنة فريد من نوعه بين إصدارات دين الحكومة، بدلا من توفير فوائد مدفوعات مثل سندات الخزنة أو المدونات، يتم بيع سندات الخزنة بسعر مخفض، ويتم تحقيق العائد بالكامل عند الاستحقاق، كما يساوي سعر الفائدة المحقق على سندات الخزنة الفرق بين سعر الشراء وقيمة الاستحقاق مقسوما على قيمة الاستحقاق، ويمكن شراء قضايا جديدة من سندات الخزنة في مزادات تعقدتها الحكومة؛ والتي صدرت سابقا ، ويمكن شراؤها في السوق الثانوية.<sup>٢٦٥٢</sup>

يتم تسعير أذون الخزنة التي يتم شراؤها في المزادات من خلال عملية تقديم العطاءات، ويشار إلى عروض التسعير بأنها "تنافسية" أو "غير تنافسية"، ويحدد العطاء التنافسي السعر بسعر مخفض من القيمة الاسمية لأذون الخزنة، مما يتيح لك تحديد العائد الذي ترغب في الحصول عليه من أذون الخزنة، وتسمح مزادات المناقصات غير التنافسية للمستثمرين بتقديم عرض لشراء مبلغ محدد من الدولارات من الفواتير، ويستند العائد الذي يحصلون عليه على متوسط سعر المزاد من جميع مقدمي العروض.

وعلى سبيل المثال، يشتري المستثمر قيمة اسمية لأذون الخزنة بقيمة ١٠٠٠ دولار مع مناقصات تنافسية بقيمة ٩٥٠ دولار، وعندما تستحق هذه الأذون الدفع

#### المطلب الثاني : الحكم الشرعي في أدوات الخزنة .

فقد ذهب القائلون بجواز العمل بأذونات الخزنة إلى حجج لا تستند إلى معايير شرعية وإنما إلى مصالح اجتماعية عامة، تحقق فيها أدوات الخزنة أغراض نافعة للمجتمع، وتسهم في سد عجز الموازنة، وتدعم خطط التنمية، وفيها استغناء عن الاقتراض الخارجي من الأجنبي، وقد ذهبوا إلى أن أهم ما في عقد البيع أنه مبني على التراضي.<sup>٢٦٥٣</sup>

إن كل الحجج المشار إليها، والتي ذهب إليها القائلون، بجواز أدوات الخزنة، لا تستند إلى مناقشة أصيلة، وإنما جاءت لتأكيد الوظيفة الاجتماعية لهذه الأوراق المالية، ويمكن الرد على هذه الحجج بالنقاط الآتية:-

١- فلا يخفي أن الإسلام حرم الربا رغم ما فيه من بعض المنافع، وهو من العقود المبنية على التراضي بين المتابعين، ومع ذلك عمل على تحريمه.

<sup>٢٦٥٢</sup> تستخدم الحكومة الأمريكية الأموال المتبقية من بيع أذون الخزنة لتمويل مشاريع عامة مختلفة مثل بناء المدارس والطرق السريعة، ويمكن أن تمتلك أذون الخزنة تواريخ استحقاق لعدة أيام قليلة بحد أقصى إلى ٥٢ أسبوع، ولكن تواريخ الاستحقاق الشائعة تكون لمدة شهر أو ثلاث شهور أو ستة شهور، وكلما كان تاريخ الاستحقاق أطول، كان سعر الفائدة الذي سيتم دفعه للمستثمر أعلى. للمزيد أنظر: الباروي، راشد ١٩٧١م، الموسوعة الاقتصادية، دار النهضة العربية، البرواري محمد إسلام، ٢٠٠٢م، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، دمشق، دار الفكر. ص ٤٧.

<sup>٢٦٥٣</sup> (دار الإفتاء المصرية، ١٩٩٧)

- ٢- إن سعر الخصم الذي تمنحه الدولة على أدونات الخزانة هو في حقيقة ربا، بل إنه يشمل أنواع الربا مثل الربا الفضل وربا النسبية، بسبب ما يجري فيه من تبادلات متعددة.
- ٣- توصف العلاقة بين الحكومة وحامل السند في حالة أدونات الخزينة بأنها علاقة مدين بدائن، ومحل الدين ه النقود في صورة أوراق مالية (أدونات)، والمعروف أن الدين لا يرد إلا بمثله، فيكون سعر الخصم، أي الزيادة على ما يدفعه حامل السند وليس الزيادة على القيمة الاسمية، هو عين الربا.
- ٤- وعندما يقوم حامل السند ببيعه إلى طرف ثالث، فإنه يستعجل الحصول على الزيادة النقدية بسعر أقل من القيمة الاسمية، ولكن أعلى من سعر الشراء، والفرق بين سعر الشراء والبيع هو زيادة ربوية من وجه آخر، وتعرف بربا الفضل، لأن البيع جري على أساس مبادلة دين بدين، والمعقود عليه من جنس واحد، والتماثل يقضي بعدم جواز الزيادة.
- ٥- ومن وجه آخر، تدخل صورة هذا البيع بأحد أشكال البيوع المنهي عنها، وهو بيع الإنسان ما لا يملك، لأن السند لا يخول حامله الحصول على كامل حصته إلا عند أجل الاستحقاق، وبما أن حامل السند قام ببيعه قبل الأجل المسمي، فإنما يبيع ما ليس عنده، وفيه مخالفة لقول الرسول (p) "لا تبع ما ليس عندك".

### المطلب الثالث: أدوات الاستثمار المالي المصرفية وحكمها الشرعي .

تقوم المصارف التقليدية بعمليات استثمارية مالية عديدة، وتستخدم من خلال هذه العمليات أدوات استثمار مختلفة، ولما كانت هذه الأدوات متجددة باستمرار مما يصعب تناولها كلها بإسهاب، فإنه لا تنفك الحاجة عن الإحاطة بأهم هذه الأدوات على سبيل الإجمال، وذلك في النقاط الآتية:-

#### الفرع الأول: الاعتمادات المستندية

إن الاعتماد المستندي بوصفه أداة استثمار مالية وأداة اقتراض فإنه يلعب دوراً مهماً في علاقات التجارة الخارجية.

وبسبب الطبيعة المتداخلة للاعتماد المستندي برزت اجتهادات عديدة حول وصف التحديد الموضوعي لهذه الأداة المالية، كما أن الصورة التبادلية لهذه الأداة تحتل وجود ثلاثة أطراف تمثل المصرف، والعميل (الأمر)، والمستفيد (المصدر)، وفيها يطلب العميل من المصرف دفع التزام مالي للمستفيد بتاريخ محدد.

وإزاء هذا الدور الوظيفي للاعتماد المستندي تراوحت الاجتهادات في تعريفه على أنه تعهد مصرفي أو حوالة مصرفية، أو سند مصرفي أو أمر دفع أجل، وغير ذلك.<sup>٢٦٥٤</sup>

ويمكن النظر في التكيف الشرعي لهذه العملية على أنها تمثل احد العقود الآتية:-

- ١- عقدة وكالة: وهو أن المصرف يتحمل الإنابة عن العميل في أوامر الدفع الأجلية، وهذا التخريج الفقهي يراه بعض المصرفيين لإثبات جواز أخذ الأجر، لأن الوكالة بأجر يتم إسقاطها على أحكام الإجازة، وهي من العقود محل الاتفاق بين الفقهاء في جواز أخذ الأجر.
- ٢- عقد وكالة ورهن: وهو أن المصرف يعد وكيلا بعوض لأنه يقبل الاعتماد المسحوب عليه، بينما تكون البضاعة مرهونة لديه حتى يستوفي حقه المالي.<sup>٢٦٥٥</sup>

<sup>٢٦٥٤</sup> الناقاة، أحمد أبو الفتوح، مرجع سابق، ص (٣٤٢).

<sup>٢٦٥٥</sup> (مجموعة من الفقهاء، القاهرة ١٩٧٠، ص (٥٧٧).

٣- عقد وكالة وضمان: وهو أن المصرف يعد وكيلاً بعوض لأنه يقبل الاعتماد المسحوب عليه، ويقبل ضمانه عند الاستحقاق.<sup>٢٦٥٦</sup>

المطلب الرابع: أدوات الاستثمار المالي المؤسسية وحكمها الشرعي.

الفرع الأول : مفهوم الاوراق المالية التجارية .

تتخصر الأوراق التجارية في ثلاث أوراق مالية، وهي الكمبيالة والسند الأدنى والشيك. ويمكن تعريفها بأنها "أدوات دين قصيرة الأجل تصدرها المؤسسات المالية لتغطية أغراض التمويل"، وينتظم معني المؤسسات المالية كل الشركات ذات المركز المالي القوي والمتين في علاقات السوق، ومنها شركات الإنتاج والتكنولوجيا والخدمات والتأمين، ويتم إصدارها على أساس خصم، أو بزيادة ربوية مستحقة عند انتهاء الأجل.<sup>٢٦٥٧</sup>

فأما الكمبيالة ففي مكوناتها ثلاثة أطراف، الساحب والمسحوب عليه، والمستفيد، وفيها يقوم الساحب بأمر المسحوب عليه لدفع القيمة المالية المستحقة لشخص ثالث يسمى المستفيد. ومن هنا تعرف الكمبيالة بأنها "صك مكتوب على وجه مخصوص، لأداء حق مالي"، وهناك اختلاف بين العلماء المعاصرين في التكييف الفقهي للكمبيالة، وهذا ناتج عن طبيعتها المركبة، ويتفاوت الاختلاف في تكييف الكمبيالة على أنها حوالة، أو قرض، أو كفالة أو وكالة، وكذلك التكييف على أساس الجمع مثل حوالة وكفالة، أو حوالة ووكالة، أو وكالة بأجر، وكل ذلك يهدف للوصول إلى الحكم الشرقي لسعر الخصم على الكمبيالة.

وأما السند الأدنى فيشمل طرفي، أحدهما محرر السند، والثاني المستفيد، وفيه يتعد محرر السند للمستفيد القيمة المالية المترتبة عليه في موعد الاستحقاق، ويعرف السند الأدنى بأنه "تعهد طرف بدفع ما في ذمته لطرف ثان في موعد الاستحقاق"، كما أن الشيك يمثل أداة مصرفية تنتظم ثلاثة أطراف، العميل والمصرف والمستفيد، ويكمن تعريفه بأنه "أمر من العميل للمصرف بدفع قيمة مالية على حسابه لطرف ثالث".<sup>٢٦٥٨</sup>

المطلب الخامس :خصائص الصكوك الاسلامية

الفرع الأول : تعريف الصكوك في اللغة والاصطلاح.

يعرف الصك في اللغة بأنه الكتاب الذي يكتب للعهد، أو الكتاب الذي يكتب فيه الدين <sup>٢٦٥٩</sup>، وتعرف الصكوك في الاصطلاح بأنها تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك

<sup>٢٦٥٦</sup> عبد الستار أبو غدة: "بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية"، من مطبوعات شركة التوفيق، مجموعة دلة البركة، ١٤٢٣هـ / ٢٠٠٢م ص ٤٥٤.

<sup>٢٦٥٧</sup> سليمان محمد : العقود المالية في الفقه الإسلامي والفكر المحاسبي، دراسة تحليلية، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة بنها، ١٩٩٢، ص ١٥٠.

<sup>٢٦٥٨</sup> علي بدران : الإدارة الحديثة للمخاطر المصرفية في ظل بازل ٢، مجلة اتحاد المصارف العربية، نوفمبر ٢٠٠٥. ص ٤٣

<sup>٢٦٥٩</sup> - لسان العرب لابن منظور، ١٠/٤٥٧.

مضمونة بهذه الأصول ، وقابلة للتداول طبقاً للضوابط ، فالصك هو ورقة مكتوبة تثبت لحاملها أو صاحبها حقا في مال ٢٦٦٠ .

### ثانيا : تعريف الصكوك الإسلامية :

تعددت التعريفات التي تناولت تحديد مصطلح الصكوك الإسلامية واختلافه عن السندات التقليدية ، فقد تم تعريفها بأنها أوراق مالية اسمية متساوية القيمة تصدر لمدة محددة بمعرفة المؤسسات المالية على أساس عقود التمويل الشرعية وتمثل حصصا شائعة في ملكيتها ، ويخضع تداولها واستردادها للضوابط الشرعية التي تقررها الهيئة الشرعية ، وتقوم بإصدارها الحكومة أو الهيئات العامة أو غيرها من الأشخاص الاعتبارية العامة والخاصة ٢٦٦١ .

وقد عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية بأنها " وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص ، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك ، وقبل قفل باب الاكتتاب ، وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله " ٢٦٦٢ .

ثالثا : أوجه التشابه والاختلاف بين الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات

## المبحث الثاني : الصكوك الإسلامية أنواعها وخصائصها

### المطلب الأول: صكوك التمويل

تساهم صكوك التمويل في تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال توظيف حصيلتها في تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة ، وتمثل هذه الصكوك فيما يلي :

أولا : صكوك المرابحة :

تعتبر المرابحة ٢٦٦٣ من أقدم صور التمويل في البنوك الإسلامية ، وتحظى بجانب كبير من التمويل الذي تقدمه البنوك ٢٦٦٤ ، حيث تلبى هذه الصورة رغبة كثير من الأشخاص في الحصول على بعض الاحتياجات قبل توفير ثمنها ، كما تتناسب مع رغبة المستثمرين والمدخرين في الحصول على عائد مناسب مع عدم المخاطرة بأموالهم .

وتتمثل المرابحة في طلب شخص من احد البنوك بان يقوم بشراء سلعة بمواصفات محددة لحسابه ، مع التعهد في طلب الشراء بان يقوم بشراء هذه السلعة بعد قيام البنك بشرائها وتملكها ، ويتفق البنك وهذا الشخص في عقد المرابحة على سعر السلعة ونسبة الربح وطريقة السداد وغيرها من الشروط التي يتفق عليها الطرفان لإتمام الصفقة ٢٦٦٥ .

٢٦٦٠ - انظر في تعريف الصك في اللغة والاصطلاح : د . محمد عبد الحليم عمر : الصكوك الإسلامية ( التوريق ) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها ، بحث قدم مجمع الفقه الإسلامي الدولي ، الدورة التاسعة عشرة ، إمارة الشارقة ، دولة الإمارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٩ ، ص ٣ . ٤ . د. اشرف دواية : الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق ، الطبعة الأولى ، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة ، القاهرة ، ١٤٣٠ - ٢٠٠٩ ، ص ١١٨ .

٣ - د . احمد عبدالصبور : الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية (دراسة مقارنة) ، مكتبة كلية الحقوق - جامعة أسبوط ، ومنشور بمجلة البحوث القانونية والاقتصادية ، تصدرها كلية الحقوق ، جامعة المنوفية ، الجزء الأول ، العدد (٤٠) ، أكتوبر ٢٠١٤ ، السنة ٢٣ ، ص ٣١ وما بعدها .

٤ - المعيار الشرعي رقم (١٧) ، الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات الإسلامية ، بشأن صكوك الاستثمار .

٢٦٦٣ - المعيار الشرعي رقم (١٧) لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ، بشأن صكوك الاستثمار .

٢ - د . احمد عبدالصبور : المرجع السابق ، ص ١٢٨ . د . سامي حمود : تطوير الأعمال المصرفية بما يتفق مع الشريعة الإسلامية ، دار الاتحاد العربي للطباعة ، القاهرة ، ١٩٨٦ ، ص ٧٢ .

١ - د . احمد شعبان : المرجع السابق ، ص ١٨٩ . د . سليمان محمد : العقود المالية في الفقه الإسلامي والفكر المحاسبي ، دراسة تحليلية ، مجلة الدراسات والبحوث التجارية ، كلية التجارة ، جامعة بنها ، ١٩٩٢ ، ص ١٥٠ .

وتستخدم حصيلة إصدار صكوك المرابحة في تمويل شراء البضاعة محل المرابحة لبيعها مرة أخرى للواعد بشرائها بعد تملك البنك لها وقبضها ، فهذا الصك يمثل حصة شائعة في ملكية هذه البضاعة بعد شرائها وتسليمها لمشتريها ، وفي ثمنها بعد بيعها للواعد بشرائها ، ويتمثل عائد هذه الصكوك في الفرق بين ثمن شراء البضاعة محل المرابحة و ثمن بيعها للواعد بشرائها<sup>(٢٦٦)</sup>.

وتساهم صيغة صكوك المرابحة في تمويل كثير من الأنشطة التنموية كتوفير احتياجات بعض القطاعات الإنتاجية اللازمة للزراعة والصناعة عن طريق شراء السلع وإعادة بيعها أو تمويل تجارة الصادرات والواردات ، كما يمكن عن طريق هذه الصكوك تمويل شراء احتياجات الحرفيين من المعدات والآلات اللازمة ، فهي تستخدم لتمويل عملية شراء كافة أنواع السلع ، ولكن يتوقف ذلك على الأسلوب الذي يتبعه البنك في تحديد تكلفة البضاعة المباعة بسبب عدم ثبات واستقرار الأسعار، كما تختلف أسس معالجة المربحات النقدية التي يتم فيها تحصيل كامل قيمة البضاعة وتحديد الربح بمجرد إتمام البيع

## المطلب الثاني

### صكوك الإجارة

تعتبر صكوك الإجارة<sup>(٢٦٧)</sup> من أهم صيغ التمويل الإسلامية التي تستخدمها البنوك الإسلامية في تمويل المشروعات الاستثمارية المختلفة ، نظرا لما تتمتع به من مزايا لا تتوافر في أدوات التمويل الأخرى الإسلامية أو التقليدية ، حيث لا تنقيد بتمويل نشاط معين ، وإنما يمكن من خلالها تمويل العديد من المشروعات الاستثمارية بما فيها مشروعات البنية التحتية في مجالات النقل والطاقة والصحة والتعليم وغيرها .

وصكوك الإجارة هي وثائق استثمارية تمثل ملكية حصص متساوية في عقار مؤجر أو منفعة أو خدمة ، ويمكن تداول صكوك الإجارة بمجرد إصدارها بعد تملك أصحابها لموجوداتها ، حيث يكون لصاحبها حق التملك والحصول على الأجرة والتصرف في ملكيته بما لا يضر بحقوق المستأجر ، وتأخذ صكوك الإجارة أشكالاً متعددة<sup>(٢٦٨)</sup> :

أولاً : صكوك ملكية الأصول القابلة للتأجير .

تصدر صكوك ملكية الأصول القابلة للتأجير على أساس عقدي البيع والإجارة ، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل شراء عين قابلة للتأجير رغبة ومنفعة ، ثم تأجيرها لمدة محددة ، باجرة معلومة ، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية هذه العين ، وفي أجرتها بعد تأجيرها ، وهذه الأجرة هي عائد هذه الصكوك<sup>(٢٦٩)</sup> .

ويحقق عقد الإجارة مصلحة الطرفين المؤجر والمستأجر ، فالبنك يستثمر الأصل الذي يملكه دون أن يتخلى عن الملكية والمستأجر يحصل على تمويل للأصول المستأجرة دون دفع ثمنها مقدماً والاكتفاء بدفع الأجرة حسب الاتفاق .

وتلجأ حكومات الدول إلى استخدام هذه الصكوك التي قد تمثل ملكية طائرات وسفن وخطوط سكك حديدية مؤجرة وغيرها ، كما تستخدم هذه الصكوك في تمويل بعض مشاريع البنية التحتية في قطاعات مختلفة مثل الصحة والتعليم والنقل ، كذلك يمكن أن تستخدم في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة أو علاج عجز الموازنة نظرا للخصائص التي تتميز بها .

<sup>٢</sup> - انظر نص المادة ٨ أولاً (١) من قانون الصكوك المصري ومشروع قانون الصكوك الكويتي .

<sup>٢٦٦</sup> - المعيار الشرعي رقم (٩) لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، بشأن الإجارة والإجارة المنتهية بالتمليك .

١ - علي محي الدين القره : الإجارة وتطبيقاتها المعاصرة ( الإجارة المنتهية بالتمليك ) ، مجلة مجمع الفقه الإسلامي ، منظمة المؤتمر الإسلامي ، جدة ، اعدد الثاني عشر ، ص ٢٨٨ ، أسامه الجوزية : المرجع السابق ، ص ٣٠ .

<sup>٢٦٩</sup> - المادة ٨ ثانياً (١) من قانون الصكوك المصري ومشروع قانون الصكوك الكويتي .

### المطلب الثالث

#### صكوك الاستثمار

تلبى صكوك الاستثمار رغبة كثير من المستثمرين في توظيف أموالهم في مشروعات تنموية تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية ، وتأخذ صكوك الاستثمار عدة صور تختلف حسب العقود الشرعية التي تصدر على أساسها، وذلك على النحو التالي :

أولا : صكوك المضاربة

تصدر صكوك المضاربة على أساس عقد المضاربة<sup>(٢٦٧٠)</sup> ، وتستخدم حصيلة إصدارها لدفع رأس مال المضاربة للمضارب لاستثماره بحصة معلومة من ربحه ، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المضاربة التي تشمل الأعيان أو المنافع أو الديون أو النقود أو الحقوق المالية الأخرى ، وحصة في ثمنها بعد بيعها . ويستحق مالكو صكوك المضاربة حصة شائعة من عائد استثمار موجوداتها ويتحملون مخاطر هذا الاستثمار ، بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك ، وفقا للضوابط الواردة بنشرة الاكتتاب<sup>(٢٦٧١)</sup> .

وتعتبر المضاربة احد الصيغ الاستثمارية في البنوك الإسلامية ، وتقوم على أساس اتفاق بين شخصين يملك احدهما المال ولا يستطيع تشغيله ( رب المال) ، والشخص الأخر لديه الخبرة في مجال الاستثمار والأنشطة الاقتصادية ولكن لا يملك المال اللازم ( رب العمل) ، بحيث يتاجر الأخير طبقا للضوابط الشرعية في المال ويتم توزيع الربح بينهما حسب الاتفاق ، ولكن لا يشارك في الخسارة إلا إذا كان هناك تقصيرا منه في تنفيذ التزاماته<sup>(٢٦٧٢)</sup> .

وقد تكون المضاربة مطلقة لا تتقيد بنشاط معين أو مدة معينة أو مكان معين وقد تكون مقيدة عندما يتم تحديد نشاط معين للمضارب أو فترة زمنية معينة أو مكان معين ، ولا يجوز للمضارب مخالفة هذه القيود وإلا كان مسئولا ، كما قد يتم الاتفاق في المضاربة على توزيع الأرباح عند تصفية المضاربة أو بصفة دورية قبل إتمام التصفية ، وتقبل صكوك المضاربة التداول بمجرد بدء النشاط ، حيث يملك أصحابها بيعها والتنازل عنها ، لأنها تمثل وحدات متساوية القيمة مملوكة لأصحابها ، ويكون لهم الحق في التصرف فيها بمقدار ما يملكه كل منهم من حصة شائعة فيها .

وتتنوع صكوك المضاربة حسب نوع النشاط الذي تصدر لأجله، مثل صكوك المضاربة الصناعية التي ترد على الأنشطة الصناعية، وصكوك المضاربة التجارية التي ترد على الأنشطة التجارية ، وصكوك المضاربة الزراعية التي ترد على الأنشطة الزراعية

### المطلب الرابع

#### صكوك المشاركة في الإنتاج

تمثل الزراعة أهمية كبيرة في الاقتصاد القومي لكثير من الدول ، ولذلك تحاول الدول البحث عن توفير التمويل اللازم للمشروعات الزراعية التي تمثل عصب الحياة فيها وخصوصا المحاصيل الزراعية الضرورية مثل القمح وغيره ، وتعتبر صكوك الإنتاج<sup>٢٦٧٣</sup> من أهم الوسائل الفعالة في هذا المجال ، حيث يمكن من خلالها تمويل المشروعات الزراعية واستصلاح الأراضي الصحراوية أو غير المستغلة وزراعتها وما يحتاجه ذلك من وسائل وأدوات لازمة للإنتاج الزراعي ، ولم ينظم مشروع قانون الصكوك الكويتي صكوك المشاركة في الإنتاج ، كما فعل القانون المصري بالرغم من أهميتها في تحقيق التنمية ، وتأخذ صكوك الإنتاج صوراً مختلفة مثل :

أولا : صكوك المزارعة

تتمثل المزارعة في الاتفاق بين صاحب الأرض الذي يقدمها إلى شخص آخر يقوم بزراعتها ، على أن يوزع الناتج من الأرض بين الطرفين حسب الاتفاق بينهما .

<sup>٢٦٧٠</sup> المعيار الشرعي رقم (١٣) لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ، بشأن المضاربة .  
<sup>٢٦٧١</sup> - المادة ٨ ثالثا (١) من قانون الصكوك المصري ومشروع قانون الصكوك الكويتي .  
٤ - سامي يوسف : المرجع السابق ، ص ٣٦ د . زياد الدماغ : المرجع السابق ، ص ٤ .  
<sup>٢٦٧٣</sup> - المعيار الشرعي رقم (١٧) لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، بشأن صكوك الاستثمار.

وتصدر صكوك المزارعة على أساس عقد المزارعة ، وتستخدم حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل زراعة ارض يقدمها مالكا بناء على هذا العقد ، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المزارعة غير الأرض ، و حصة في المحصول وفق ما حدده العقد ، وحصة في ثمنه بعد بيعه . ويستحق مالكو الصكوك ، بصفتهم المزارعين بأموالهم ، حصة معلومة من المحصول ، ويستحق مالك الأرض الباقي ، وذلك طبقا للشروط الواردة بنشرة الاكتتاب ٢٦٧٤ .

وتستخدم البنوك الإسلامية عقد المزارعة كأساس لأصدر صكوك لتمويل المشروعات الزراعية التي تحتاج إليها الدول في إطار برامج التنمية التي تقوم بها ، حيث تلقى هذه الصكوك إقبالا لدى كثير من الأشخاص بفضل ما تتمتع به من خصائص ، على العكس من أدوات التمويل الأخرى ، وقد أدى ذلك إلى اعتماد البنوك الإسلامية على هذه الصكوك في توفير التمويل اللازم للمشروعات الزراعية التي تساهم في توفير احتياجات الدولة من السلع الزراعية الضرورية وتحقيق التنمية الاقتصادية فيه.

## المطلب الخامس

### صكوك الصناديق والمحافظ الاستثمارية

تعتبر الصناديق والمحافظ الاستثمارية من الأدوات والأوعية المالية الجديدة في أسواق المال ، ويمكن من خلالها تحقيق مصلحة البنك والعملاء ، فهي عبارة عن أوعية مالية تهدف إلى تجميع مدخرات الأشخاص واستثمارها في الأوراق المالية عن طريق جهة متخصصة لديها خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية ، ولها القدرة على تلافي مخاطر الاستثمار فيها وتعظيم العائد منها (٢٦٧٥) .

وتصدر صكوك الصناديق والمحافظ الاستثمارية على أساس عقد شراء صندوق أو محفظة استثمارية متوافقة مع الشريعة الإسلامية ، وتتمتع بشخصية اعتبارية وذمة مالية مستقلة عن الجهة المستفيدة ، وتتكون من أعيان ومنافع وديون ونفود وحقوق مالية ، لا تقل فيها الأعيان والمنافع عن الثلثين عند إنشائها ، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية هذه المحفظة ٢٦٧٦ .

وتقوم البنوك بإصدار هذه الصكوك مقابل الأموال التي تتلقاها من الأشخاص ، بصفتها وسيط مالي ، حيث تقوم بتجميع مدخرات الأشخاص في صندوق أو محفظة ويتم إدارتها عن طريق شركة متخصصة في الإدارة مقابل عمولة معينة ، وغالبا ما تصدر هذه الصكوك لصناديق استثمار في شراء وبيع الأوراق المالية الخاصة بمشروعات قائمة بالفعل ، بعيدا عن مجال الاستثمار المباشر في هذه المشروعات ، وتمثل القوائم المالية والتقارير المالية عن الصناديق والمحافظ الاستثمارية المنشورة أهمية كبيرة للمستثمرين ، حيث تمكنهم من تقييمها والتنبؤ بأدائها في المستقبل .

وتساهم صكوك الصناديق والمحافظ الاستثمارية في تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال عملية تجميع وتعبئة المدخرات من جميع الفئات وإدارتها وتوظيفها عن طريق مؤسسات متخصصة في استثمارات حقيقية تعود بالفائدة على الاقتصاد القومي ، وتوفر أيضا وسيلة للأشخاص الذين لا يرغبون في إيداع أموالهم لدى البنوك ، ولا توافر لديهم الخبرة الكافية في استثمارها

٢٦٧٤ - المادة ٨ رابعا (١) من قانون الصكوك المصري

١ - سميحة القليوبي : المرجع السابق ، ص ٨٦٩ وما بعدها ، د . عصام ابوالنصر : " نموذج محاسبي مقترح لقياس وتوزيع عوائد صناديق الاستثمار في ضوء الفكر الإسلامي " ، ندوة صناديق الاستثمار في مصر ، الواقع والمستقبل ، جامعة الأزهر ، مركز صالح عبدالله كامل ، ١٩٩٧ ، ٧٥ ، د . صفية ابوبكر : صناديق الاستثمار الإسلامية خصائصها وأنواعها ، مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية ، منشور على الموقع الإلكتروني التالي :

htt ps://www.kantakji.com/sukuk-and-investments-funds/

٢٦٧٦ - المادة ٨ خامسا من قانون الصكوك المصري ، المادة ٨ رابعا من مشروع قانون الصكوك الكويتي.



## المطلب السادس

### صكوك الوقف

صكوك الوقف هي الصكوك التي تصدرها مؤسسات الوقف ، وتستثمر حصيلة إصدارها في مشاريع وأنشطة وعمليات متوافقة مع الشريعة الإسلامية ويصرف عاندها في جهات البر حسب شروط الواقفين (٢٦٧)

وتهدف صكوك الوقف إلى تحقيق التنمية الاجتماعية ، لان إصدارها لا يهدف إلى تحقيق الربح ، وإنما تحقيق غايات اجتماعية ، وتأخذ صكوك الوقف عدة صور منها ما يلي :

أولاً : الصكوك الأهلية : يقصد بها الصكوك التي تصدر بناء على رغبة الواقف لصالح أهله وذريته ، وتعتبر من أعمال البر الاجتماعية ، حيث تهدف إلى رعاية الأهل والأهلية .

ثانياً: الصكوك الخيرية : يقصد بها الصكوك التي تصدر بناء على رغبة الواقف ، وتستخدم حصيلتها في الإنفاق على أوجه الخير ، ولا تهدف إلى تحقيق أي ربح مادي ، ومن الأمثلة على صكوك الوقف الخيرية صكوك الوقف على المساجد أو المدارس أو الفقراء....

وتلعب صكوك الوقف دوراً هاماً في الدول الإسلامية بسبب مساهمتها في توفير كثير من الخدمات الأساسية في المجتمع مثل الصحة والإسكان والتعليم وغيرها ، في ظل عجز الحكومات عن تلبية احتياجات المواطنين المتزايدة ، ولذلك اهتمت الهيئات والمؤسسات الحكومية والأهلية بإصدار صكوك الوقف لأعمال الخير طبقاً للإغراض التي يرغب فيها الواقفون ، ووضع الضوابط الشرعية لإصدار وتسويق وتداول واستثمار صكوك الوقف لدعم ثقة الأشخاص فيها والتأكد من استخدام عائداتها في الأوجه الخيرية المخصصة لها .

ويتوقف إنشاء صكوك الوقف ونموها على الوعي لدى الأفراد في المجتمع بأهميتها ، في تحقيق التكافل الاجتماعي بين أفراد المجتمع ، وهو ما يتطلب إعادة صياغة مفاهيم وأفكار الأفراد واتجاهاتهم من خلال وضع خطة قومية تقوم على أسس تربوية وإعلامية تهدف إلى غرس مفاهيم التكافل الاجتماعي ونشر الوعي بين الأفراد في المجتمع بصفة عامة والأغنياء بصفة خاصة وتعريفهم بان الوقف قرينة لله تعالى ومن الصدقات الجارية ، فضلاً عن تعريفهم بالمجالات التي يمكن أن يساهم فيها الوقف ودوره في تطور وتقديم المجتمع .

## المبحث الثالث

### مخاطر الصكوك الإسلامية

#### المطلب الأول

#### المخاطر العامة

تتمثل المخاطر العامة التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية كأحد أدوات التمويل لمشروعات التنمية في المخاطر الائتمانية ومخاطر السوق والتشغيل ، وذلك على النحو التالي :

أولاً : المخاطر الائتمانية

يقصد بالمخاطر الائتمانية المخاطر الخاصة بالتمويل أو الاستثمار ، وقد تتعرض لهذه المخاطر الجهة التي أصدرت الصكوك أو حاملها ، منها ما يلي :

- بالنسبة للجهة مصدرة الصكوك : تنشأ المخاطر الائتمانية نتيجة لسوء اختيار العميل ، الأمر الذي قد يؤدي إلى عدم وفاء العميل بالتزاماته التعاقدية في المواعيد المتفق عليها ، كعدم قيام العميل باستلام السلعة المستنعة في استثمارات صكوك الاستصناع إذا كان عقد الاستصناع غير ملزم ، أو عدم الالتزام بتوريد السلع المتفق عليها في الوقت المحدد في استثمارات صكوك السلم ، وتقع هذه المخاطر على عاتق الجهة التي

١- احمد بدران : المرجع السابق، ص ٥٤.

(٢) زياد الدماغ: دور الصكوك الإسلامية في دعم الوقف الإسلامي ، بحث مقدم إلى المؤتمر العالمي (قوانين الأوقاف وإدارتها - وقائع وتطلعات ) ، الجامعة الإسلامية العالمية ، ماليزيا ، ٢٠-٢٢ أكتوبر ، ٢٠٠٩ ، ص ٤ .

أصدرت الصكوك مانحة الائتمان ، وسواء كانت الجهة مصدرة الصكوك حكومية أو غير حكومية ، وهو ما يؤثر بالسلب على العائد من هذه الصكوك (٢٦٧٨).

- بالنسبة لحامل الصك : تتعلق هذه المخاطر الائتمانية بعدم قدرة الجهة مصدرة الصكوك على دفع العوائد الدورية وقيمة الصك في موعد الاستحقاق أو التأخر في الوفاء بها عن المواعيد المحددة ، الأمر يؤثر في الإقبال على الاستثمارات في مجال الصكوك ، وهذه المخاطر لا تكون في الصكوك الحكومية لأنها تكون مضمونة السداد من الدولة (٢٦٧٩).

ثانيا : مخاطر السوق :

تتمثل مخاطر السوق في المخاطر التي يمكن أن ترد على القيمة السوقية للأصول التي قد تكون سلعة أو صك استثماري أو غيره ، وتعتمد هذه المخاطر على اتجاهات الصعود والهبوط التي تطرأ على الأسواق بسبب عوامل اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية ، وقد تؤدي هذه المخاطر إلى التأثير على المشاريع الاستثمارية وتحقيق الأرباح لحملة الصكوك ، منها ما يلي:

## المطلب الثاني

### المخاطر الخاصة

تعرض البنوك الإسلامية بخلاف البنوك التقليدية لمخاطر خاصة بها ترتبط بصيغ التمويل الإسلامية التي تصدر بناء عليها تلك الصكوك ، كالمضاربة والمشاركة أو السلم أو الاستصناع وغيرها ، أو ضعف العائد من المشروعات التي تمويلها هذه الصكوك ، والتي قد يكون لها أغراض اجتماعية ، أو مخاطر تتعلق بالرقابة الشرعية عليها وتتمثل أهم هذه المخاطر فيما يلي :

أولا : المخاطر المرتبطة بصيغ التمويل الإسلامية .

تتعدد المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار في الصكوك الإسلامية لبعض المخاطر المرتبطة بطبيعتها وطبيعة العقود الشرعية التي تصدر على أساسها منها ما يلي .

- المخاطر المتعلقة بصكوك المرابحة كعدم وفاء العميل بالتزاماته بدفع الأقساط أو تأخير الوفاء بها عن المواعيد المحددة دون أن تستطيع الجهة المصدرة الرجوع عليه ، بفرض غرامات أو غيرها ، أو عدم التزام الأمر بالشراء بتنفيذ وعده بشراء السلعة بعد توفيرها ، وهو ما يؤدي إلى قيام الجهة المصدرة إلى بيعها بأقل من سعر شرائها (٢٦٨٠).

- المخاطر المتعلقة بصكوك الاستصناع كعدم إتمام إبرام عقد الاستصناع نتيجة لتراجع العملاء عن إبرام العقد إذا كان ذلك غير ملزم ، أو عدم قيام العملاء بالوفاء بالإقساط في موعدها بسبب عدم توافر المواصفات المطلوبة في السلعة أو مخالفة معايير الجودة أو غيرها (٢٦٨١).

- المخاطر المتعلقة بصكوك السلم كعدم تسليم السلعة نتيجة لتلفها أو ممانعة البائع بتسليمها أو عدم توافر المواصفات المتفق عليها في السلعة محل السلم ٢٦٨٢ .

- المخاطر المتعلقة بصكوك المضاربة ، مثل المخاطر الأخلاقية كعدم أمانة المضارب أو قيامه بالتزوير في حسابات المشروع الاستثماري ، أو عدم التزام المضارب بشروط العقد المبرم مع حملة الصكوك ، أو انعدام الثقة بين المضارب وحملة الصكوك لعدم توافر المعلومات بينهم ، أو عدم وجود ضمانات لحملة الصكوك في ظل غياب رقابتهم على إدارة الصكوك من جانب المضارب وعدم وجود معايير دقيقة لإثبات تجاوزات المضارب ومحاسبته على تفصيله ٢٦٨٣ .

١- اشرف دوابه : المرجع السابق، ص ١١٧، د. احمد الأمين : المرجع السابق ، ص ٩١ .

٢- صفية ابوبكر : الصكوك الإسلامية ، المرجع السابق ، ص ٢٠ .

٢٦٨٠ - عادل بوقري : المرجع السابق ، ص ١٣٨ .

٢٦٨١ - احمد الأمين : المرجع السابق ، ص ٨٨ .

٢٦٨٢ - احمد بدران : المرجع السابق ، ص ١٣٧-٢١٤ .

٢٦٨٣ - احمد الأمين : المرجع السابق ، ص ٨١ .

### المطلب الثالث

#### الحكم الشرعي للصكوك في ميزان الفقه الاسلامي

##### الشروط الشرعية للمضاربة في الصكوك

وتكتنف هذه المعاملة شروط لا بد من مراعاتها حتى تخرج سليمة من الناحية الشرعية، وهي لا تبتعد عن الشروط التي يذكرها الفقهاء في عقد المضاربة، ومن أهم هذه الشروط:

أولاً: أن يمثل صك المضاربة ملكية حصة شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله (لكن أغلب البنوك تنص بهذا الصدد على أن تصرف صاحب الصك به بالبيع أو التنازل أو غيره ينبغي أن يكون بإشراف البنك المصدر للشهادة، ولا أرى في ذلك مانعاً؛ لأن هذا أمر ضروري للمصرف الذي يتعامل مع آلاف الأشخاص، وحفاظاً على الحقوق لأصحابها، ولضمان دقة التعامل. ولكن المحذور برأبي أن ينص القرار على اشتراط عدم بيع هذه الصكوك أو التصرف بها؛ لأنه ينافي ملكية صاحب المال لماله.

ثانياً: لا بد أن تشتمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعاً في عقد المضاربة، من حيث بيان معلومية رأس المال وكيفية توزيع الربح.

ثالثاً: لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على نص بضمان عامل المضاربة رأس المال، أو ضمان ربح مقطوع أو منسوب إلى رأس المال..

رابعاً: لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار ولا صك المقارضة الصادر بناء عليها على نص يلزم بالبيع، وإنما يجوز أن يتضمن صك المقارضة وعداً بالبيع [وهذا لأن بعض المصارف تشترط أن يقوم المصرف بعملية "إطفاء" للصك بعد فترة زمنية محددة، ولا أدري لم النص على ذلك في صلب العقد، ما دام عقداً غير لازم، وللبنك الخيار بالرجوع عنه عن طريق إطفاء الصكوك في أي وقت إن لم يكن قد حدد هو فترة زمنية للزوم العقد.

خامساً: ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة.. ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال.

سادساً: ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع دون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في مشروع معين، على أن يكون التزاماً مستقلاً عن عقد المضاربة.

### المبحث الرابع

#### الأسواق المالية وحكمها الشرعي

##### مقدمة

إن للسوق في الإسلام مكانة عظيمة وذلك لأن الإسلام أدرك بأنها عنصر أساسي في الاستقرار النفسي والأمن الغذائي والازدهار الاقتصادي. ومع تطور مسيرة الأسواق والأعمال التجارية وتولدت منها ما تسمى بالأسواق المالية فإن العلماء الشرعيين بما حباهم الله تعالى من الإدراك والبصيرة أدرجوها تحت قاعدة المصالح المرسلّة لما لهذه التنظيمات الجديدة من المصالح في المجتمعات الإسلامية وتطوير الأعمال التجارية والاقتصادية لتواكب التطورات المعاصرة وتنهض بالمسلمين.

##### المطلب الاول

#### تعريف السوق والأسواق المالية

السوق لغة: موضع البياعات أو التي يتعامل فيها، وهي تذكر وتؤنث، والجمع أسواق، قال الله – تعالى: ﴿وَمَا أَرْسَلْنَا قَبْلَكَ مِنَ الْمُرْسَلِينَ إِلَّا إِنَّهُمْ لَيَأْكُلُونَ الطَّعَامَ وَيَمْشُونَ فِي الْأَسْوَاقِ وَجَعَلْنَا بَعْضَكُمْ لِبَعْضٍ فِتْنَةً أَتَصْبِرُونَ وَكَانَ رَبُّكَ بَصِيرًا﴾ سورة الفرقان ٢٠. وتسوق القوم: إذا باعوا واشتروا وأصل اشتقاق السوق من سوق الناس إليها بضائعهم.

وإصطلاحاً: الموضع الذي يجلب إليه المتاع والسلع للبيع والابتعا

والسوق المالية: سوق استغلال الأموال لأجل طويل.

وقيل هي الأماكن الخاصة التي تخصص للنشاطات التجارية الخاصة بالصرف، والنقد والأسهم والسندات، والأوراق التجارية وشهادات الودائع ونحوها، بالإضافة إلى عقود السلع بين المنتجين والتجار.

وقيل وهو أدق هي منصة يتم من خلالها إصدار أدوات معينة للحصول على الأموال اللازمة للمشروعات الإنتاجية وغيرها وتداول هذه الأدوات .

الأسواق المالية لا يختلف مدلولها عن مدلول السوق قديماً حيث كان الناس يحصلون على حاجاتهم ويتبادلون فيها بضاعتهم لكنها تطورت مع مرور الزمان والمكان من أسواق عادية تتداول فيها البضائع والسلع إلى أسواق تعتنى بالتعامل بالنقود والأوراق المالية كالأسهم والصكوك والسندات وشهادات الودائع ومن أسواق أولية إلى أسواق ثانية. والأسواق الثانوية يتم فيها بيع المستثمر ورقته كلها أو جزءاً منها وبيع المساهم في الشركة نصيبه كله أو جزءاً منه.

## المطلب الثاني

### مفاهيم حول البورصة

#### الفرع الأول

#### البورصة لغوية

البورصة كلمة ليست عربية وإنما فرنسية الأصل La bourse وتعني كيس صغير.

#### الفرع الثاني: البورصة اقتصادياً

البورصة سوق منظمة تقام في أماكن معينة وفي أوقات محددة يغلب أن تكون يومية بين المتعاملين بيعاً وشراءً بمختلف الأوراق المالية وبالمثليات التي تتعين مقاديرها بالكيل أو الوزن أو العدد وذلك بموجب قوانين ونظم تحدد قواعد المعاملات والشروط الواجب توافرها في المتعاملين والسلعة موضع التعامل. (٢٦٨٤)

البورصة مكان معلوم ومحدد مسبقاً يجتمع فيه المتعاملون بغرض القيام بعمليات تبادل بيعاً وشراءً ويتوفر فيها قدر من العلانية والشفافية بحيث تعكس أثارها على جميع المتعاملين وعلى معاملاتهم فتحدد بناءً عليها الأسعار صعوداً، هبوطاً أو ثباتاً، كما يتم من خلال رصد ومتابعة المتغيرات والمستجدات التي تطرأ على حركة التعامل بسهولة ويسر وبالتالي يمكن قياس أثرها ومعرفة اتجاهاتها وتحليلها والتنبؤ بما يمكن إن تكون عليه في المستقبل ثم في النهاية يمكن إتمام حركة المعاملات بجوانبها: المالية، القانونية، الاقتصادية من حيث:

١- تيسير إتمام عملية التبادل ما بين طرفي المبادلة: البائع والمشتري.

٢- تيسير عملية نقل الملكية والتسجيل القانوني لعملية البيع أو الشيء المباع.

٣- تيسير عملية نقل الحيازة وتحقيق الانتفاع من الأصل الذي تم بيعه.

فالبورصة بذلك سوق متكامل فعال تتوفر فيه الحرية الكاملة لقوي العرض والطلب لتفاعل بيعاً وشراءً في ظل روح من المنافسة الكاملة، لذلك البورصات تكتسب قدر كبير من الفاعلية عندما يكون الاقتصاد حرّاً والعكس عندما يكون الاقتصاد مقيداً. (٢٦٨٥)

(٢٦٨٤) قطب سانو، مرجع سابق، ص ٥٦.

(٢٦٨٥) عثمان محمد شبير، المعاملات المعاصرة في الفقه الإسلامي، ص ١٦١-١٦٢ (الأردن دار الفانسان)، ط ١، ١٩٩٦.

## الخاتمة

من خلال ما استعرضناه من هذا الدراسة عن أدوات الاستثمار الحديثة في الفقه الإسلامي ، توضح لنا وجود بالأدوات المالية التي لا تتوافق مع الشريعة الإسلامية وفيما يخص الأسهم فهي جائزة ولكن شريطة أن تكون نشاطات الشركة جائزة مبتعدة عن كل ما هو حرام، كما أن الأسهم الممتازة غير جائزة إلا في حالة واحدة، أما الأسهم لحاملها فهي غير جائزة لأنها تفضي إلى النزاع نتيجة ضياعها.

أما السندات فهي تعتبر عين الربا المحرم شرعاً لذلك يجب عدم إصدارها ولا تداولها من قبل المستثمرين المسلمين وإنما العمل على إيجاد البدائل الشرعية لها من خلال تكاتف جهود كل من الخبراء الاقتصاديين والفقهاء المسلمين.

الصناديق الاستثمارية هو في الحقيقة بمثابة وعاء استثماري يتم من خلاله يعني يضع العميل ماله في هذا الوعاء ويقوم البنك بتشغيله ويأخذ مقابل أتعابه ويعطي الأرباح لهذا العميل.

مثال ذلك تذهب مثلا للبنك تقول لهم: هذه عشرة آلاف ريال ضعوها في الصندوق الاستثماري الذي يعمل في كذا، وهم يأخذون مقابل أتعابهم في إدارة هذا الصندوق ويعطونك أرباحا إذا ربح.

وقد انتشرت الصناديق الاستثمارية في جميع أنحاء العالم، وأول ما نشأت في إنجلترا في بريطانيا عام ١٨٧٠ للميلاد ولا أدري كم، مفترض أن يكون تاريخ بالهجري لكن المراجع التي بين يدي يعني ما وجدت إلا بالتاريخ الميلادي فنشأت عام ١٨٧٠ ميلاديا، ثم انتشرت في جميع دول العالم، وأما في المملكة فبدأت الصناديق الاستثمارية عام ١٩٧٩ ميلاديا في البنك الأهلي بصندوق الدولار قصير الأجل وزاد اهتمام البنوك في الفترة الأخيرة بتأسيس تلك الصناديق، واتجه لها كثير من الناس الآن، ووجد في البنوك صناديق استثمارية قسموها إلى قسمين صندوق مش عارف صندوق شرعي وهذا صندوق يعني تقليدي أو غير شرعي.

ويعنون بالشرعي أنه يتعامل من خلال إشراف هيئة شرعية والآخر لا يتعامل بإشراف هيئة شرعية، وهذه الصناديق في الحقيقة لها أنواع ليست خاصة يعني بالأسهم فهناك صناديق الاستثمار التي تتعامل بالأسهم، وهناك صناديق الاستثمار التي تتعامل بالعمولات، وصناديق استثمار تتعامل في أنشطة أخرى، ليست خاصة بالأسهم ولكن المشهور الآن من هذه الصناديق والذي نغنيه بالحديث الآن هو الصناديق الاستثمارية الخاصة بالأسهم.

فكرة الصناديق الاستثمارية في الحقيقة هي فكرة جيدة لو أنها سلمت من التعاملات الربوية فهي تهدف في الحقيقة إلى تجميع الأموال بهدف الاستثمار الجماعي في برنامج استثماري مشترك، يمتلك هذا المستثمر حصة مشاعة في أصول هذا الصندوق، وهي كما ذكرت لو أنها خلت من التعاملات المحرمة تساهم في تنمية الاقتصاد والسوق المحلية، وتعتبر أداة لتحريك الاستثمارات والأموال الجامدة، وتؤدي إلى استفادة المستثمرين خاصة صغار المستثمرين من أموالهم فيضع أمواله في هذه الصناديق وتدر عليه أرباحا من حين لآخر، وربما تكون هذه الأرباح كبيرة كما هو عليه الحال الآن في بعض الصناديق الاستثمارية.

أما التكيف الفقهي لها فهي قيل فيها: إنها مضاربة. وقيل: وكالة بأجر. العلماء المعاصرون كيفوها على أنها إما مضاربة، فأنت منك المال والبنك منه العمل، فتكون شركة مضاربة، أو أنها وكالة بأجر وكلت البنك على أن يدير هذه الأموال بأجرة.

وعلى كلا التقديرين فإن المضاربة والوكالة بأجر جائزان شرعا فيكون الأصل في هذه الصناديق الاستثمارية الجواز.

ولكن إذا نظرنا إلى واقع هذه الصناديق الاستثمارية وأعني بها الخاصة بالأسهم نجد أن هذه الصناديق واقعها في الحقيقة واقع مؤسف فكما ذكرت هي تنقسم إلى قسمين:

القسم الأول: صناديق لا تشرف عليها هيئات شرعية وهذه الصناديق محرمة؛ لكونها تتعامل بأسهم شركات محرمة، وأيضا ربما تتعامل بسندات وتتعامل بتعاملات محرمة، ليس الوقت يعني المجال مجال تفصيلها.

أما الصناديق الأخرى التي تشرف عليها بعض الهيئات الشرعية مثل صندوق مثلا الرائد، الأمانة، وهذه الصناديق الحقيقية أنها تتعامل مع جميع الشركات المساهمة، أو ما يسمى بالمجموعة السعودية، فمعنى ذلك أنها تتعامل مع الشركات النقية والشركات غير النقية، والهيئات الشرعية التي تشرف على هذه الصناديق تتبنى القول الأول في حكم الشركات المختلطة التي أصل تعاملها مباح ولكنها تتعامل بالربا، والهيئات الشرعية التي تشرف على هذه الصناديق تجيز الدخول في الشركات التي تتعامل بالربا إلى ثلاثين في المائة من القيمة السوقية، ومعنى ذلك أن معظم الشركات المساهمة تدخل في هذا، وبناء على القول الذي ترجح رجحناه قبل قليل قلنا: أنه هو الذي عليه المجامع الفقهية واللجنة الدائمة للبحوث العلمية الإفتاء قلنا: إنه لا يجوز الدخول في الشركات التي تتعامل بالربا ولو بنسبة واحد بالمائة، بناء على ذلك نقول: إن الصناديق الاستثمارية محرمة بناء على هذا؛ لأنها تتعامل مع شركات تتعامل بالربا، تتعامل مع شركات مساهمة تتعامل بالربا، فهي بناء على التأصيل السابق تكون محرمة لهذا السبب.

ومن أجازها من العلماء فكما ذكرت تبينوا القول الأول، وهو جواز الدخول في الشركات المساهمة إذا كانت تعاملاتها الربوية لا تزيد على ثلاثين بالمائة، وسبق أن بينا أن هذا قول مرجوح، وأن القول الراجح الذي عليه أكثر أهل العلم وهو الذي يقتضيه الدليل والقواعد الشرعية أنه لا يجوز الدخول في الشركات التي تتعامل بالربا ولو بنسبة قليلة.

وحينئذ أقول إن الصناديق الاستثمارية الموجودة الآن بواقعها الحالي لا يجوز الدخول فيها، وذلك لأنها تتعامل مع شركات تتعامل بالربا، تدخل في أسهم شركات تتعامل بالربا، لكن نرجو في المستقبل أن توجد صناديق استثمارية تختص بالشركات النقية، ولا تدخل في الشركات التي تتعامل بالربا نرجو أن يحصل ذلك في المستقبل، ولكن هذا الحكم هو بناء على واقع الصناديق الاستثمارية الآن.

فنقول الصناديق الاستثمارية الآن الواقع الموجود نقول: إنه يحرم الدخول في هذه الصناديق بناء على القول الراجح، وهو أنه لا يجوز الدخول في الشركات المساهمة إذا كانت تتعامل بالربا ولو بنسبة قليلة.

## النتائج والتوصيات

### أولاً: النتائج

- ١- تعد أدوات الاستثمار المالي الركيزة الأساسية في عمليات الإصدار والتداول للسوق المالي، والذي يمثل الجهاز المؤسسي القادر على تلبية أغراض التمويل من خلال هذه الأدوات.
- ٢- يضم السوق المالي نوعين من الأسواق، سوق رأس المال وسوق النقد، فأما سوق رأس المال فيعتمد على التعامل بالأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل (أكثر من سنة)، والتي تتمثل بالأسهم والسندات، ويهدف إلى تنمية رأس المال الإنتاجي، وأما سوق النقد فيتعامل بالأدوات المالية الحكومية والمصرفية وغيرها مما لا تزيد فترة الاستحقاق فيه عن سنة لأنها قصيرة الأجل، ويهدف إلى تحصيل الأموال في صورتها النقدية السائلة من خلال تداول الأدوات المالية المتاحة.
- ٣- يلعب حجم السوق المالي دوراً أساسياً في تحديد الأسعار المتداولة، فكلما يزداد حجمه فإنه يعمل بكفاءة أكبر وبالتالي يضمن وجود استقرار سعري أفضل، في ظل قاعدة منافسة كبيرة، ويقلل من تأثير الاهتزازات، وهذا يزيد من الكفاءة الهيكلية للسوق من خلال الحد من قدرة أحاد المضاربين على التأثير في المستوي العام للأسعار.
- ٤- يستفاد من تعريف السهم بأنه يمثل في حقيقته حصة شائعة مما لدي الشركة من الأصول والنقود والحقوق والعوائد، كما تصنف الأسهم بحسب معايير مختلفة منها معيار الحقوق ومعيار المشاركة ومعيار المخاطرة ومعيار حيازة القيمة ومعيار تذبذب السعر.
- ٥- توجد عدة معايير شرعية تحدد الحكم الشرعي في عملية تداول الأسهم، مثل معيار القروض الربوية ومعيار الوساطة المالية وصفة المبيع والمزايا التفاضلية.
- ٦- يتفاوت نوع السندات بين سندات ديون وسندات مقارضة؛ فأما سندات الديون فإنها تفضي إلى التزام بدفع زيادة روية أو نفع مشروط، وهذه السندات محرمة لا يجوز إصدارها ولا شراؤها ولا تداولها، لأنها تدخل في معنى الربا، وأما سندات المقارضة فهي جائزة لأنها تقو معنى عقد المضاربة.
- ٧- أن أدونات الخزانة التي تصدرها الدولة تقع في باب الربا، ولا ينهض قول القائلين بجواز العمل بها بأية حجج مستمدة من الشرع، ولو أنها تسهم في سد عجز الموازنة، أو تدعم خطط التنمية، أو يستغني بها عن الاقتراض الأجنبي.
- ٨- يجوز للمصرف الإسلامي أخذ العوض أو الأجر على القيام بعمل الاعتماد المصرفي من وجهين؛ أولهما العمل بالحديث النبوي، "الخراج بالضمان"، وثانيهما التيسير على المصرف الإسلامي لقاء ما يقوم به من خدمات وتكاليف في جانب نفقات التشغيل.
- ٩- في حالة الوديعة المصرفية التي تكون في صورة حساب جار لدي المصرف الإسلامي فإنها تخضع عند الاسترداد لرغبة العميل دون زيادة على القيمة المودعة، ولذلك فهي في حقيقتها الشرعية قرض حسن، ولكن حين التعامل مع مصرف ربوي فإنها لا تخلو من الحرمة، لأنها تصب في بحر الودائع التي تستخدم في أغراض ربوية.

ثانياً: التوصيات

- ١- ضرورة تنظيم السوق المالي في أي فضاء محلي، على أساس الرقابة والمتابعة التي تضمن الأداء الأمثل والتفاعل الطبيعي بين قوي السوق، وابتكار المنتجات المالية الجديدة.
- ٢- تحديد دور السماسرة وفقاً للمصالح المشروعة، وضبط هذا الدور على أساس الوساطة المالية الخالية من أية مصالح شخصية تضر بالسوق، مثل اشتراط السماسرة للحصول على الأثمان قبل موعد التسليم وكذلك رهن السماسرة للأسهم حصولهم عليها من بائعين لا يملكونها أصلاً.
- ٣- مراعاة تزويد السوق المالي بقاعدة معلومات تمكن المشتري من العلم بحقيقة المبيع من جهة الوصف والرؤية، وكل التفاصيل اللازمة لمعرفة طبيعة السلع و الخدمات التي تدخل في عمليات التبادل، وذلك على نحو لا يضر بأمن المعلومات للشركات محل التداول.
- ٤- ضبط طبيعة الأسهم المتداولة بما يتفق مع حصة الشريك في أعمال الشركة، واستبعاد الأسهم التي تستحق أرباحاً ثابتة أو مزايا تفضيلية مثل الأسهم الممتازة وأسهم التمتع، لأنها لا تتحمل أية مخاطرة أو ضمان إلى أنها لا تشارك بعمل أو مال مما يخالف أحكام الشريعة.
- ٥- ويمكن تفعيل صكوك الاستثمار والعمل بها في سائر الأنشطة التي يزاولها المصرف الإسلامي، مثل الصكوك المتعلقة بملكية الأصول التي يتم تأجيرها، والصكوك المتعلقة بملكية منافع الأعيان سواء كانت موجودة أو موصوفة في الذمة، حيث أن هذه الصكوك لها دور مهم في العمليات المصرفية الاستثمارية المعروفة في أنشطة المصرف الإسلامي مثل المضاربة والشركة والمرابحة والاستصناع والسلم والمزراعة وغيرها.