

الفصل الثاني

الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال

تمهيد:

تعتبر الشركات المساهمة إحدى أدوات التنمية في الاقتصاد العالمي، وقد لعبت دورا كبيرا في بناء وتقدم اقتصاديات الدول والشعوب، حيث يعتبر أداءها من أهم المؤشرات الاقتصادية، وتطورها دليل عافية الاقتصاد وتقدمه.

وقد اهتمت الدول بهذه الشركات اهتماما عظيما، فوضعت الأنظمة والقوانين التي تسهل في جلبها وقيامها، فمهدت لوجودها البنى الأساسية والخدمات الضرورية، لتجني من وراء ذلك الاستثمار في بلدها، ولتحقق دعما قويا لاقتصادها، حيث تقوم هذه الشركات بمشاريع وأنشطة اقتصادية يعجز عنها الأفراد غالبا، إذ تحتاج هذه الأنشطة إلى رؤوس أموال ضخمة لا يتحقق ذلك إلا من خلالها.

وقد تنامت هذه الشركات بشكل كبير في الفترة الأخيرة، وأصبح إقبال الناس عليها يزداد، راغبين في استثمار مدخراتهم وتنميتها، حيث لا يحتاج هذا الاستثمار غلى مزيد من الجهد والعمل، إذ أن الشركة بمجلس إدارتها هو الذي يدير عمل الشركة، ويضع الخطط والبرامج لتطويرها وتنميتها، حتى أصبحت المتاجرة والاستثمار في أسهم الشركات تجارة رائجة عند كثير من الناس، مما حدا بالحكومات والدول إلى إنشاء أسواق يتم من خلالها المتاجرة في الأسهم بيعا وشراءً وهي أسواق رأس المال.

وإن انصراف بعض الاقتصاديين الإسلاميين لدراسة الأسهم فيه تسليم مبدئي بأن الإسلام لا يجيز فقط، وإنما يشجع مثل هذه المخاطر الاستثمارية القائمة على مبدأ تجميع رؤوس الأموال الضخمة عن طريق إصدار كميات كبيرة من الأسهم وعرضها على الجمهور للتداول في سوق رأس المال الإسلامي، ضمن شروط محددة تتفق والضوابط الشرعية، وبالتالي استخلاص المعايير المناسبة لتحديد النموذج الإسلامي الأمثل وعرض البدائل الشرعية، مما يجعلها متميزة عن نظيرتها في الأسواق المالية التقليدية.

وحيث تعتبر السندات المالية واحدة من أنجح وسائل جذب المدخرات وجمع الأموال من أجل استخدامها في تمويل مختلف الأنشطة المفيدة التي تخدم الاقتصاد الوطني، أي تحويل الأصول التمويلية والاستثمارية إلى أوراق مالية إسلامية قابلة للتداول تماشيا مع رغبات المستثمرين، ولتوفير بدائل متعددة لعمليات الاستثمار القصير، المتوسط، وطويل الأجل كان لابد من استحداث الصكوك الإسلامية التي تعتبر أداة من أدوات الدين التي تم تطويرها من قبل المختصين لكي توفر الجانب التمويلي المهم للمؤسسات المالية الإسلامية وأصبح استخدام الصكوك شائعا ونشطا خلال الأعوام القليلة الماضية، ولم يقتصر تداولها على المسلمين فقط بل استفاد منها غير المسلمين، كما أن الصكوك الإسلامية تتناسب مع معظم أوجه النشاط التجاري والاستثماري، من خلال تطوير منتجات مالية إسلامية مستحدثة تضمن للمؤسسات قدرا من المرونة ونصييا سوقيا وافرا يساعدها على الاستمرار بفعالية، وهو ما سيتم بحثه في هذا الفصل من خلال الباحثين التاليين:

المبحث الأول: إصدار وتداول الأسهم (أدوات الملكية) في سوق رأس المال الإسلامي.

المبحث الثاني: إصدار وتداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي.

المبحث الأول: إصدار وتداول الأسهم (أدوات الملكية) في سوق رأس المال الإسلامي

مما لا شك فيه أن الأسهم تلعب دورا رياديا، بل مثاليا في النهوض ببنية الاقتصاد الإسلامي، ولاسيما في زمننا الحالي الذي تكالبت فيه المطاعم والأهواء الشخصية والفردية لتسويق اقتصاد الدولة المدينة الذي نجد فيه قسما كبيرا منه زائفا مشوشا لأن نظرتة التي أسس عليها اقتصاده ابتداء نظرة غير متوازنة وغير سوية وغير ممنهجة وذلك للحلحلة المضللة في فهمه للإنسان والكون والحياة، وللإستنتاج الخاطئ الذي آل إليه في تكوين الثروة ومعايير الإنتاج والتوزيع والاستهلاك، فضلا عن أن بناء هرمه الاقتصادي في النهاية مؤسس على مذاهب الرأسمالية والاشتراكية.

يعالج هذا المبحث الخط الفاصل بين الإسلام في نظرتة العامة والتأملية للكون والإنسان والحياة التي بنى الأخير اقتصاده عليها، والنظم الاقتصادية المعاصرة التي أهملت دور الإسلام في الساحة الاقتصادية، كما يوضح الفرق الشاسع في دور الأسهم في ترتيبات الاقتصاد الإسلامي، وإسهامها في قضاياها المستجدة والمعاصرة، والنهضة الشاملة التي أحدثتها، وبين النظرة الاقتصادية المعاصرة التي رأت في الأسهم دورا محبطا ومثبطا للانتعاش الاقتصادي.

المطلب الأول: الأسهم من منظور الاقتصاد التقليدي.

يهتم هذا المطلب بتوضيح حقيقة شركة المساهمة وإعطاء نظرة تعريفية وعامة في معنى الأسهم وخصائصها وقيم تداولها ومن ثم توضيح أنواع الأسهم من منظور الاقتصاد التقليدي.

الفرع الأول: حقيقة شركة المساهمة.

لقد تنامت شركات المساهمة بشكل كبير في الفترة الأخيرة، وأصبح إقبال الناس عليها يزداد الراغبين في استثمار مدخراتهم وتنميتها، حيث لا يحتاج هذا الاستثمار إلى مزيد من الجهد والعمل، إذ أن الشركة بمجلس إدارتها هو الذي يدير عمل الشركة، ويضع الخطط والبرامج لتطويرها وتنميتها، حيث أصبحت المتاجرة والاستثمار في أسهم الشركات تجارة رائجة عند كثير من الناس، مما حدا بالحكومات والدول إلى إنشاء أسواق يتم من خلالها المتاجرة في الأسهم بيعا وشراء وتسمى بأسواق رأس المال، واضعة لهذه الأسواق قوانين ولوائح تنظم عمليات البيع والشراء، تكفل فيه الحقوق للمتبايعين.

بناء على ما تقدم سيتم من خلال هذا الفرع تعريف شركة المساهمة، ثم تبيان خصائصها والمراحل التي تمر بها في تأسيسها، وأعضاء مجلس إدارتها وأخيرا الجمعية العامة للمساهمين فيها.

أولا: تعريف شركة المساهمة.

عرفت شركة المساهمة من الناحية النظامية بأنها:

- 1- شركة ينقسم رأس مالها إلى أسهم متساوية القيمة، يمكن تداولها على الوجه المبين في القانون، وتقتصر مسؤولية المساهم على أداء قيمة السهم أو الأسهم التي أكتتب فيها، ولا يسأل عن ديون الشركة إلا في حدود ما أكتتب فيه من أسهم⁽¹⁾.
 - 2- وعرفت بأنها الشركة التي ينقسم رأس مالها إلى أسهم متساوية القيمة، وقابلة للتداول ولا يسأل الشركاء فيها إلا بقدر أسهمهم، ولا تعنون باسم أحد الشركاء⁽²⁾.
مما سبق يمكن الوصول إلى هذا التعريف لشركة المساهمة: "أن يشترك عدد من الأشخاص برأس مال مقسوم إلى أسهم متساوية، قابلة للتداول في مشروع تجاري أو صناعي أو زراعي أو غيره، على أن يختار من بينهم أو من غيرهم من يتولى إدارة هذا المشروع بجزء معلوم من الربح أو مقابل أجر⁽³⁾".
- ثانيا: خصائص شركة المساهمة.

من الناحية النظامية تختص شركة المساهمة بعدد من الخصائص لا توجد في غيرها من أنواع الشركات، يمكن ذكر أهمها فيما يأتي:⁽⁴⁾

- 1- يقسم رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة، بحيث يشارك كل من الشركاء بسهم أو أكثر، وهذه الأسهم قابلة للتداول بالطرق التجارية أي بطرق المناولة أو بطريق القيد في سجلات الشركة حسب نوع كل سهم.
- 2- تتمتع شركة المساهمة بشخصية معنوية، وذمة مالية مستقلة عن ذمم الشركاء ويترتب على ذلك من الناحية النظامية أمور منها:
 - أ- يخرج رأس المال الذي يدفعه المساهمون وما تولد عنه من أموال عن ملكية الشركاء، ويصبح ملكا للشركة ذاتها، ولا يبق لهم إلا بعض الحقوق تجاه الشركة، مثل حق الحصول على الأرباح عند تحقيقها، واقتسام أموال الشركة عند تصفيتها.
 - والشريك وإن كان يملك السهم، غلا أن ملكيته له إنما هي باعتبارها ورقة مالية تحوله حقوقا على الشركة، وليس باعتباره حصة شائعة في مالها، حيث انتقلت هذه الحصة إلى ملكية الشركة، ولذا أعتبر السهم ذا طبيعة منقولة، ولو كان مال الشركة عقارا.
 - ب- لا يحق لأحد له على أحد الشركاء دين أن يطالب باستيفاء دينه من حصة الشريك في الشركة، إذا أنها قد انتقلت إلى ملكية الشركة، وإنما يقتصر حقه على حصة مدينة في الربح، وفي نصيبه من أموال الشركة عند تصفيتها، كما له أن يكال ببيع أسهمه لاستيفاء حقه من حصيلة بيعها.

(1) - أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي. المملكة العربية السعودية: دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، 1426هـ، ص ص 109-110.

(2) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 106.

(3) - نفس المرجع السابق، ص 107.

(4) - نفس المرجع السابق، ص 108.

وإذا وجب لأحد دين على الشركة، ولم تكف أموالها لسداده، فليس له أن يطالب الشركاء بوفاء هذا الدين من أموالهم الخاصة، وذلك أن مسؤولية الشركة لا تتجاوز القيمة الاسمية لما يملكه من أسهم.

3- تعد شركة المساهمة من شركات الأموال، حيث لا أهمية فيها لشخصية الشريك، وإنما الأهمية لما يقدمه من مال، ولذا فإن لكل واحد من الشركاء أن يبيع أسهمه لمن يشاء دون حاجة إلى إذن بقية الشركاء، وليس له حق الانسحاب من الشركة، إلا (في شركات الأشخاص) بذلك، كما أن الشركة لا تنفسخ بموته، ولا بإفلاسه، ولا بالحجر عليه خلافا لما عليه الحال في شركات الأشخاص التي تنفسخ بذلك كله.

ثالثا: تأسيس شركة المساهمة.

تمر شركة المساهمة قبل أن تتمكن من بدء عملها ومباشرة نشاطها بثلاث مراحل:

المرحلة الأولى: اتفاق عدد من الأشخاص يطلق عليهم المؤسسون على مشروع تكوين الشركة وتحرير عقدها الابتدائي ونظامها الأساسي، والتوقيع على ذلك من قبل هؤلاء المؤسسين.

1- المرحلة الثانية: دعوة الجمهور للمشاركة في هذه الشركة عن طريق طرح الأسهم للاكتتاب، وذلك بعد موافقة الجهات الرسمية على تأسيس الشركة.

2- المرحلة الثالثة: انعقاد الجمعية التأسيسية للشركة، التي تضم جميع المساهمين، ومنهم المؤسسون وذلك لأغراض منها: وضع النصوص النهائية لنظام الشركة، وكذلك تعيين أعضاء مجلس الإدارة الأول للشركة، وإذا لم يكن قد تم تعيينهم في عقد الشركة أو نظامها الأساسي، وكذلك النظر في التقرير المتعلق بتقدير قيمة الحصص العينية المقدمة من المؤسسين أو غيرهم لإقراره أو تعديله.

رابعا: الإدارة في شركة المساهمة (مجلس إدارة الشركة).

نظرا لكثرة عدد الشركاء في شركة المساهمة الذي يصل أحيانا إلى المئات، بل الآلاف فإنه لا يمكن - عادة - تولى هؤلاء الشركاء جميعا أعمال الشركة، ولذا فإنه يتم تكوين مجلس للإدارة، يتولى أمر إدارة أعمال الشركة، يضم عددا من الأشخاص يتم انتخابهم من بين المساهمين في الغالب من قبل الجمعية التأسيسية للشركة لمدة محددة، ويمكن أن يتم تعيينهم في عقد تأسيس الشركة أو نظامها الأساسي، وفي هذه الحالة لا بد من موافقة الجمعية التأسيسية على هذا التعيين، ثم بعد ذلك يتم انتخاب أعضاء المجالس اللاحقة من قبل الجمعية العامة العادية، بمدة محددة أيضا مع إمكان إعادة تعيينهم مرة كلما انتهت مدتهم.

وتشترط غالب الأنظمة أن يكون عضو مجلس الإدارة مالكا لعدد من الأسهم، يختلف مقدارها من نظام إلى آخر، في حين لا تشترط ذلك بعض الأنظمة، حيث يمكن أن يكون عضو المجلس شخصا أجنبيا عن الشركاء⁽¹⁾.

(1) - طعمة الشمري، مجلس إدارة الشركة المساهمة. الكويت: مؤسسة للتقدم العلمي، الطبعة الأولى، 1985، ص 62.

خامسا: الجمعية العامة للمساهمين.

يمارس مجلس الإدارة أعماله في ظل إشراف ومراقبة من الجمعية العامة للمساهمين، التي تتعقد بصفة دورية، أو كلما دعت الحاجة إلى ذلك، كما يرجع إليها في بعض القضايا التي ليس من صلاحياته إصدار قرار بشأنها إلا بعد موافقتها عليها.

ويوجد نوعان من الجمعيات العامة للمساهمين، هما⁽¹⁾:

1- الجمعية العامة العادية: تضم جميع المساهمين في الشركة، مهما كان عدد الأسهم التي يملكها كل منهم، وتتعد هذه الجمعية مرة في السنة على الأقل. وتختص الجمعية العامة العادية للمساهمين بالنظر في جميع الأمور المتعلقة بالشركة، إلا ما يدخل في اختصاص الجمعية العامة غير العادية، ومن هذه الأمور: الرقابة والإشراف على إدارة الشركة، وذلك بالإطلاع على تقرير مجلس الإدارة على نشاط الشركة ومركزها المالي، وإيراداتها ومصروفاتها، وكذلك الإطلاع على تقرير مراقبي الحسابات، وإصدار القرارات المتعلقة بتوزيع الأرباح، ويبحث أي اقتراح بزيادة رأس المال أو بالاقتراض، أو بإعطاء الكفالات، لكن ليس من حقها التدخل مباشرة في اختصاصات مجلس الإدارة، بل يقصر دورها على إصدار التوصيات والتوجيهات.

2- الجمعية العامة غير العادية: تختص بالنظر في الأمور التالية:

أ- تعديل نظام الشركة.

ب- بيع المشروع الذي قامت به الشركة أو التصرف فيه بأي وجه آخر.

ج- حل الشركة أو إدماجها في شركة أو هيئة أخرى.

د- زيادة أو تخفيض رأس المال.

الفرع الثاني: نظرة تعريفية وعمامة في معنى الأسهم وخصائصها وقيم تداولها.

أولا: تعريف الأسهم لغة واصطلاحا.

- 1- السهم في اللغة: يطلق السهم في اللغة على معان عدة، منها الخط، النصيب، شيء من الأشياء، النبل، والقدر الذي يقارع به، ويقال: أسهم بينهم أي أقرع، وسأهمه أي قاسمه، وأخذ سهما أي نصيبا⁽²⁾، وفي القرآن الكريم قال تعالى: ﴿فسأهم فكان من المدحضين﴾^{*}، أي قارع بالسهم فكان من المغلوبين.
- 2- السهم في الاصطلاح الاقتصادي: تعرف الأسهم في الاقتصاد والقانون التجاري بتعريفات عدة ومتقاربة من أهمها³:

(1) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص ص 112-113.

(2) - ابن منظور، لسان العرب. مرجع سابق، ص ص 308-309.

* سورة الصافات، الآية 37/141.

(3) - شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي - دراسة تحليلية نقدية - دمشق: دار الفكر المعاصر، الطبعة الأولى، 1423هـ - 2002م، ص 88.

أ- الجزء الذي ينقسم على مجموعة رأس مال الشركة، والمثبت في صك له قيمة اسمية، وتشكل الأسهم في مجموعها رأس مال الشركة وتكون متساوية القيمة.

ب- الصك أو الوثيقة التي تعطي للمساهم إثباتا لحقه.

ج- نصيب المساهم في شركة من شركات الأموال، وتمتله ورقة مالية تسلم للمساهم لإثبات حقوقه في الشركة، وهذه الحصة تجوز أن تكون نقدية أو عينية أو مختلطة، ولعل أشملها التعريف التالي⁽¹⁾:

الأسهم صكوك متساوية القيمة، وقابلة للتداول بالطرق التجارية، والتي يتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها، وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة.

هذا التعريف يشير للحقائق التالية:

- دلالة السهم على الصك أو أن السهم هو الصك.
- النصيب لأن الوثيقة التي يأخذها المساهم من البنك أو المؤسسة تكون بمقدار نصيبه المقدر في رأس مال الشركة.
- الصلاحية والحدود المسموح بها لمالك السهم أن يلعبها أو يمثلها من خلال الشركة.
- أما حيثيات السهم أو الصك الذي يمتلكه حامله فغالبا ما يحتوي على المعلومات الأساسية المتعلقة باسمه واسم الشركة ونوعها وقرار تأسيسها ورأس مالها وأغراضها ورقم المساهم وقيمة السهم الاسمية واسم صاحبه وبياناته الشخصية إن كان سهما اسميا، أو يكتب فيه أنه لحامله.

ثانيا: خصائص الأسهم.

تنقسم الأسهم بخصائص تجعل منها ورقة مالية متميزة بين الأوراق المالية الأخرى، هذه الخصائص أوضحها نصوص الكثير من التشريعات وهي كما يلي:

1- الأسهم متساوية القيمة⁽²⁾: وهذا يمنح لكل حامل سهم بالضرورة نفس حقوق حامل السهم الآخر طالما كانت أسهمها عادية، أو عادة ما تحدد التشريعات في كل دولة الحد الأدنى والأعلى للقيمة الاسمية.

وقد يكون من المناسب هنا التفرقة بين القيمة الاسمية والقيمة السوقية والقيمة الفعلية أو الحقيقية للسهم، فالقيمة الاسمية هي تلك القيمة التي يصدرها السهم وتدون عليه وحسب على أساسها رأس مال الشركة، وعادة ما يكون منصوبا على هذه القيمة في عقد التأسيس، أما القيمة السوقية فهي القيمة التي يباع بها السهم

(1) - ياسين محمد أحمد، الأسهم الجائزة والمحظورة ودورها في إحداث نهضة اقتصادية شاملة ومعاصرة، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الخامس عشر: سوق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006، ص 3.

(2) - عصام أبو النصر، الحكم التشريعي في تملك الأسهم وكيفية تطهير أسهم الشركات التي اختلط فيها الحلال بالحرام، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الخامس عشر: سوق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006، ص 4-5.

في أسواق المال، وهذه القيمة عرضة للتقلبات ارتفاعاً وانخفاضاً وتحدد هذه القيمة تبعاً لمجموعة من العوامل بعضها يتعلق بمدى سلامة المركز المالي للشركة ودرجة نجاح مشروعاتها، وبعضها غير موضوعي كتوقعات ومضاربات المضاربين، وقد تكون القيمة السوقية أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية، أما القيمة الفعلية أو الحقيقية فهي القيمة التي يمثلها السهم في صافي أصول وموجودات الشركة، وتحسب هذه القيمة على طريق قسمة صافي حقوق الملكية (الاحتياطيات والأرباح المحتجزة) على عدد الأسهم العالية المصدرة.

2- عدم قابلية السهم للتجزئة⁽¹⁾: بمعنى أن السهم لا يقبل الانقسام، فلا يجوز أن يتعدد مالكو السهم أمام الشركة، فإذا آلت ملكية السهم إلى أكثر من شخص نتيجة إرث أو هبة أو وصية، فإن هذه التجزئة وإن كانت صحيحة بين هؤلاء، إلا أنها لا تسري في مواجهة الشركة، ويتعين على هؤلاء أن يتفقوا على اختيار شخص واحد من بينهم أو من الغير ليمثلهم في مباشرة جميع الحقوق المرتبطة بالسهم قبل الشركة، ويعتبر بمثابة الحائز الوحيد للسهم أمام الشركة وترجع الحكمة في عدم تجزئة السهم إلى تسهيل مباشرة الحقوق التي يخولها في الشركة ولاسيما حق التصويت في الجمعية العمومية وتقدير الأغلبية فيها، وتوزيع الأرباح على المساهمين.

3- الأسهم صكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية⁽²⁾: من بين الخصائص الجوهرية والبارزة للأسهم هي أنها صكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية، ويقصد بمبدأ القابلية للتداول إمكانية التنازل عن ملكية الأسهم بالطرق التجارية المقررة في القانون التجاري، وهي القيد أو التسجيل في سجلات أو دفاتر الشركة إذا كانت الأسهم اسمية والمناولة اليدوية متى كانت الأسهم لحاملها، والتظهير متى كانت الأسهم إذنيه أو لأمر.

ويعتبر التنازل عن السهم عن طريق التداول من الحقوق الأساسية والجوهرية للمساهم، بحيث لا يجوز حرمانه منه، وكل نص يتضمنه العقد التأسيسي للشركة بحرمان المساهم كلية من هذا الحق يقع باطلاً، وكأن لم يمكن، أو تفقد الشركة صفتها كشركة مساهمة لتصبح - ربما - من شركات الأشخاص، التي لا يجوز التنازل عنها إلا بموافقة باقي الشركاء.

كما أنه إذا تقرر إبطال الشركة، أو إبطال إصدار من الإصدارات فليس لذلك تأثير على التداولات المنجزة قبل قرار الإبطال، إذا كانت الأسهم صحيحة شكلاً، وللمشتري في هذه الحالة الرجوع على البائع بمقتضى دعوى الضمان، ومرجع القاعدة هو الرغبة في ضمان استقرار المعاملات المنصبة على الأسهم، وعليه تبقى قابلية الأسهم للتداول والتصرف فيها بالبيع والشراء والرهن وغير ذلك، حيث أنه بإمكان أي مساهم أن يبيع سهمه أو بعضاً

(1) - مصطفى ياسين محمد الأصبحي، القانون الواجب التطبيق على العلاقات القانونية المتصلة بأسواق الأوراق المالية ذات الطابع الدولي، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الخامس عشر، سوق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006، ص12.

(2) - عبد السلام فيغو، البورصة والأسهم - دراسة قانونية شرعية - بحث مقدم للمؤتمر العلمي الخامس عشر، سوق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي 15-17 ماي 2006، ص ص 17-18.

منه عند رغبته في ذلك وإنهاء علاقته مع الشركة، وإحلال شريك أو شركاء آخرين مكانه بناء على تملكه لأسهمه، ويحصل كل هذا دون إذن خاص من الشركة والشركاء، ما لم يكن في نظامها نص يوجب الإبلاغ حين البيع، فتنقل ملكيته بالإيجاب والقبول بشرط التسليم إن كان لحامله وبالقيود في دفاتر الشركة إن كان اسمياً.

4- تحديد مسؤولية المساهم بقيمة أسهمه⁽¹⁾: تتحدد مسؤولية المساهمين في شركات المساهمة بمقدار القيمة الاسمية للسهم، أو للأسهم التي اكتتبوا بها، وعليه فإنه لا يسوغ ملاحقة المساهمين بسبب ديون الشركة والتزاماتها بأكثر من هذه القيمة، فلو استغرقت ديون الشركة حل رأس مالها أو موجوداتها فإنه لا يمكن أن يسأل المساهمون عن هذه الديون بأموالهم الخاصة، وذلك لأن للشركة ذمة مالية مستقلة عن الذمة المالية للمساهمين، حيث تعتبر الذمة المالية للشركة وحدها ضمان الدائنين للالتزامات الشركة.

لذلك تنتقل الحصص المقدمة على سبيل التمليك إلى ملكية الشركة، ويفقد الشركاء كل حق عيني عليها، ولا يبقى لهم إلا حق الحصول على نصيب من أرباح الشركة أثناء حياتها، وفي اقتسام موجوداتها عند تصفيتها، يعتبر حق الدائنية الثابت لكل شريك قبل الشركة من طبيعة منقولة، ولو كانت حصة الشريك عقاراً.

5- قوة الأسهم الشرائية⁽²⁾: ثبت في الأوساط التجارية والأسواق المالية أن للسهم قوة شرائية حقيقية لا يعادها أية مبادلات مالية أخرى، وهذا يعني أن متبعي السهم لشرائه أكثر، وأن وفوراته المالية كبيرة، وذلك لسهولة التعامل به أولاً، ولأنه لا يحتاج إلى مشقة كبيرة في توفيره.

ثالثاً: الحقوق الأساسية لمالكي الأسهم⁽³⁾:

1- حق البقاء في الشركة، فلا يجوز فصله، ولا نزع ملكيته لأسهمه، دون ارتكاب ما يستوجب ذلك قانوناً، لأنه حق معلق على إيراداته وحده.

2- حق التصويت في الجمعية العامة للشركة بالحضور الفعلي أو البريد أو بالتوكيل.

3- حق الحصول على نصيبه من أرباح الشركة، وكذلك موجوداتها عند التصفية.

4- حق مراقبة أعمال الشركة كمراجعة ميزانيتها وحساب أرباحها ونحو ذلك.

5- حق رفع دعوى مسؤولية على أعضاء مجلس الشركة بسبب التقصير في أداء وظائفهم.

6- حق الأولوية في اكتتاب الأسهم الجديدة، إذا ما قررت الشركة إصدارها.

7- حق التنازل عن أسهمه وذلك بالتصرف فيها بالبيع أو الهبة أو غير ذلك.

(1) - المرجع السابق، ص 19.

(2) - ياسين محمد أحمد، مرجع سابق، ص 4.

(3) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص 89.

رابعاً: الأهمية الاقتصادية للأسهم⁽¹⁾:

يعد إصدار الأسهم وتكوين الشركات المساهمة واحداً من طرق التمويل في البلدان المتقدمة ولقد ساهم ذلك في النمو الاقتصادي في تلك البلدان، ولعل أهم ما يمتاز به: أنه يمكن من خلاله جمع رؤوس أموال ضخمة من مساهمات صغار المستثمرين تقوم بمشاريع كبيرة في المجتمع، من تشييد المنشآت الضخمة وبناء المطارات وإنشاء المصانع ومشاريع تجارية وصناعية وزراعية وخدمية... إلخ، والتي يصعب تمويلها بأي طريقة أخرى، ولذا فإن صيغة الشركات المساهمة واحدة من أهم المخترعات المالية في العصر الحديث، ومن مزايا شركة المساهمة أنها تقوم على استثمار الأموال دون حاجة لوجود أصحابها مما يسمح للكثيرين بالمشاركة فيها قدر مع احتفاظهم بعملهم الأصلي، مما أدى إلى سهولة تداول الأموال واشتراكها في خدمة أهداف التنمية.

خامساً: قيم تداول الأسهم⁽²⁾:

السهم له أكثر من قيمة: قيمة اسمية وقيمة دفترية، وقيمة إصدار وقيمة سوقية وقيمة حقيقية وقيمة تصفوية ويمكن تفصيل ذلك على النحو التالي:

1- القيمة الاسمية للسهم: وهي القيمة المبينة في الصنف، والتي تم تحديدها من الجهة المختصة، وتم بما طرح السهم للمكتتبين، ومن مجموعها يتشكل رأس مال الشركة وهي قيمة ثابتة يتساوي فيها جميع المساهمين، فإذا ما قررت الشركة أن توزع أرباحاً على المساهمين بنسبة 15% من قيمة السهم الاسمية في عقد الشركة.

2- القيمة الدفترية للسهم: وهي قيمة السهم كما تظهر في دفاتر الشركة أي سجلاتها، وهي قيمة محاسبة تبينها سجلات الشركة ودفاتها وتحسب كما يلي⁽³⁾:

$$\text{القيمة الدفترية للسهم العادي} = \frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{قيمة الموجودات} - \text{قيمة المطلوبات}}{\text{عدد الأسهم}}$$

1- قيمة إصدار السهم⁽⁴⁾: تلجأ بعض الشركات عندما تريد زيادة رأس مالها، لدعم مشاريعها أو التوسع في أعمالها، إلى إصدار أسهم جديدة للاكتتاب فيها، وتقرير لها قيمة قد تكون نفي القيمة الاسمية أو أعلى، فإذا كانت أعلى فيطلق على الفرق بين قيمة الإصدار والقيمة الاسمية علاوة الإصدار، وعادة يصدر السهم بقيمة الاسمية، ولا يجوز إصدار السهم بأقل من قيمته الاسمية.

(1) - محمد بن تركي الختلان، الأسهم الجائزة والمحظورة، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الخامس عشر، سوق الأوراق المالية والبورصات، -آفاق وتحديات- جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006، ص 6-7.

(2) - عبد الرحمان بن عبد العزيز النفيسة، الاستثمار الشرعي والأحكام النظامية-دراسة تطبيقية مقارنة. الأردن: دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 1430-2010، ص 141.

(3) - بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية- دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2007/2008، ص 108.

(4) - عبد الرحمن عبد العزيز النفيسة، مرجع سابق، ص 142.

2- القيمة الحقيقية للسهم⁽¹⁾: وهي المقدار الذي يستحقه السهم في جميع أموال الشركة، أي يشمل رأس المال المدفوع، وموجودات الشركة وأرباحها، بعد استنزال ديونها، وبحسب كما يلي:

$$\frac{\text{الموجودات الصافية للشركة}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}} = \text{القيمة الحقيقية للسهم}$$

هذه القيمة تمثل ما يجب أن يكون عليه سعر أو قيمة السهم في السوق.

3- القيمة السوقية للسهم⁽²⁾: وهي قيمة الأسهم عند عرضها للبيع في الأسواق، وتختلف عن القيمة الاسمية بحسب العرض والطلب، وبحسب نجاح الشركة في أعمالها وضخامة ومجوداتها، ورأس مالها الاحتياطي، وبحسب الظروف السياسية والاقتصادية.

4- القيمة التصفوية للسهم⁽³⁾: وهي القيمة التي يتوقع المساهم في الشركة الحصول عليها للسهم العادي في حالة تصفية الشركة بعد استبعاد كافة الالتزامات التي تترتب عليها.

$$\frac{\text{قيمة الموجودات في السوق} - \text{الالتزامات وحقوق الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \text{القيمة التصفوية}$$

(في حالة وجودها).

ومن فوائد الشركات عموماً، وشركة المساهمة على وجه الخصوص زيادة الثروة الاقتصادية العامة، ذلك لأنه عندما تتدفق أموال المواطنين إلى شركات المساهمة يستفيد منها المساهمون أولاً، حيث تزيد دخولهم بقدر زيادة الأرباح الناتجة من رواج الإنتاج والاستهلاك، ويستفيد منها الاقتصاد العام للبلد، فتخرج الأموال المعطلة من مخابئها لتجد سبيلها بواسطة هذه الشركات إلى المنتجين الذين يستثمرونها في مشاريع عامة تعود بالنفع العام للبلد فيكثر الإنتاج ويتحسن، ويكثر تداول البضائع والسلع، ومن مقوماتها نهضة الأمم قوة اقتصادها، ولا يمكن أن يقوم الاقتصاد القوي إلا باستثمار الأموال في المشاريع الإنتاجية المختلفة، ومن هنا تبرز الأهمية الاقتصادية للشركات المساهمة وأثرها الكبير في دفع عجلة الاقتصاد للأمام.

الفرع الثالث: أنواع الأسهم.

تتنوع الأسهم -باعتبارات مختلفة- إلى عدة أنواع، سيتم توضيحها كما يلي:

أولاً: أنواع الأسهم بالنظر إلى طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك: تتنوع الأسهم -بالنظر إلى طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك إلى أربعة أنواع كما يلي:

1- أسهم نقدية⁽⁴⁾: وهي الأسهم التي تعطي للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة نقوداً، وهذه الأسهم قد تكون محررة، أي دفعت قيمتها كلها، وقد تكون غير محررة، أي دفعت بعض قيمتها كالنصف مثلاً،

(1) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص 100.

(2) - المرجع السابق، ص 100.

(3) - بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 108.

(4) - مبارك سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 117.

- حيث لا يشترط أن يدفع المساهم قيمة السهم كاملة عند الاكتتاب، بل يمكن أن يدفع جزءا منها ويكون مطالبا بالباقي بحيث لو صفيت الشركة وعليها ديون مثلا طوّل المساهم بدفع المتبقي من قيمة السهم.
- 2- أسهم عينية: وهي الأسهم التي تعطى للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة عينا من الأعيان كأرض أو مبنى أو بضاعة أو مصنع... إلخ، ولكن يشترط في ذلك ما يلي⁽¹⁾:
- أ- الوفاء بقيمتها كاملة.
- ب- تقدير الحصص العينية تقديرا صحيحا قبل منح الأسهم العينية.
- ت- عدم تداولها قبل مضي سنتين من تاريخ تأسيس الشركة.
- 3- الأسهم المختلطة⁽²⁾: وهي الأسهم التي يكتب بها المساهم ويدفع قيمتها مختلطا بالنقد والعين، كمن يصبح مساهما بعقار ومبلغ نقدي.
- 4- حصص التأسيس⁽³⁾: هي حصص خاصة ذات مردود مادي، تمنحها الشركة لمن يقدم لها براءة اختراع أو امتياز كان حصل عليه من الدولة أو من شخص اعتباري عام، بحيث تخول هذه الحصص من منحت له الحق في نسبة من الأرباح من غير اعتبارها جزءا من رأس مال الشركة.
- ويطلق على الحصص التي تعطى للمؤسسين (حصص التأسيس) مكافأة لهم على جهودهم في تأسيس الشركة، هذا في الأصل لكن الآن تعطى حتى لغير المؤسسين، أما حصص براءة الاختراع وغيرها فتسمى حصص الأرباح.

ثانيا: أنواع الأسهم بالنظر إلى شكلها: تتنوع الأسهم -بالنظر إلى شكلها - إلى ثلاثة أنواع هي:

- 1- أسهم اسمية⁽⁴⁾: هي الأسهم التي تصدر حامله اسم صاحبها، فيكتب على السهم اسم صاحبه وتثبت ملكيته له بقيد المساهم اسمه في سجل الشركة المعد لهذا الأمر، هذا السجل يتعين على الشركة إمساكه، وتخصص فيه صفحة لكل سهم، يسجل فيها رقم السهم، واسم صاحبه، ويتم تداول هذا النوع من الأسهم عن طريق القيد في هذا السجل، حيث يسجل بيانات المتنازل إليه في الصفحة الخاصة بهذا السهم محل التداول.
- 2- أسهم لحاملها⁽⁵⁾: وهي الأسهم التي لا يذكر فيها اسم مالكيها، وإنما يذكر فيها ما يشير إلى أنها لحاملها، حيث يعتبر حاملها مالكا لها، ويتم تداولها ونقل ملكيتها إلى المشتري بمجرد المناولة أي بتسليمها من يد البائع إلى يد المشتري.

(1) - أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص 51.

(2) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص 95.

(3) - عبد الرحمن عبد العزيز النفيسة، مرجع سابق، ص 138.

(4) - محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي. الإسكندرية: دار الجامعة الجديدة للنشر، 2006، ص 86.

(5) - مبارك سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 118.

3- أسهم إذنيه أو لأمر⁽¹⁾: وهي الأسهم التي يذكر فيها اسم مالكيها، مع النص على كونها لإذنه أو لأمره، ويتم تداولها بطريق التظهير، وذلك بأن يدون البائع على ظهر شهادة السهم ما يدل على انتقال ملكيتها إلى المشتري.

ثالثاً: أنواع الأسهم بالنظر إلى حقوق حاملتها: تنقسم الأسهم بالنظر إلى حقوق حاملتها إلى ثلاثة أنواع هي:

1- الأسهم العادية: وهي التي تتساوى في قيمتها وتعطي المساهمين حقوقاً متساوية منها⁽²⁾:

- أ- حق التصويت في مجلس الإدارة وانتخاب أعضائها.
- ب- الأولوية في شراء الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات.
- ت- الحصول على أرباح وفقاً لقرارات الإدارة.
- ث- فحص السجلات والرقابة على موجودات الشركة.
- ج- الحصول على ما تبقى من موجودات الشركة بعد تصفيتها.
- ح- المشاركة في اجتماعات الهيئة العامة لمناقشة نتائج أعمال الشركة.
- خ- تعديل عقد تأسيس الشركة وإقرار النظام الداخلي.
- د- حق البيع أو التنازل عن الأسهم.

وهي تتصف بالدوام أي ليس لها تاريخ استحقاق محدد ويبدأ بها التمويل وتنتهي بها التصفية.

2- الأسهم المؤجلة: وهي التي تعطي عادة للمؤسسين ولمن يقوم بترويج الأسهم الجديدة عند إنشائها وتسمى مؤجلة لأنها لا تستحق نصيباً من الأرباح الموزعة قبل سداد حاملي بقية الأسهم بنسبة معينة من رأس المال⁽³⁾.

3- الأسهم الممتازة: وهي الأسهم التي تعطي لأصحابها مزايا لا تتمتع بها الأسهم العادية وتعطي لهم حقوقاً إضافية على الحقوق الأساسية لحاملي الأسهم ومن بين المزايا التي تعطيها لهم⁽⁴⁾:

- أ- مزايا في الأرباح تعطي لهم الحق في توزيعات سوية تتحرر بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم.
- ب- في حالة عدم تسديد التوزيعات الدورية فإنها تتراكم ويتعين سدادها كاملة قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية.
- ت- مزايا التصفية: وذلك عند الإعلان عن إفلاس الشركة يأخذون أموالهم قبل الأسهم العادية وبعد السندات.

(1) - المرجع السابق، ص 118.

(2) - بن الضيف محمد عدنان، المرجع السابق، ص 105.

(3) - معبد علي الجارحي، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام-الإدارة المالية في الإسلام. عمان: الجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية، الجزء الأول، 1989، ص 113.

(4) - بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 105.

ث- لهم الحق في الاستحقاق عن طريق الاستدعاء لحصولهم على مبلغ أكبر من قيمتها الاسمية.

ج- لا يعطي لحاملها الحق في التصويت إلا إذا امتازت هذه الأسهم بهذه الخاصة دون غيرها.

وللأسهم الممتازة أنواع وذلك حسب الميزة المقدمة لها⁽¹⁾:

✓ أسهم ممتازة مجمعة للأرباح: وهي الأسهم التي لها ميزة أنها إذا لم تستوف أرباحها من هذه السنة لعدم كفاية الأرباح أو لعدم توزيعها، فإن نصيبها من الأرباح يرحل ويجمع مع مستحقات السنة المالية التالية.

✓ أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح: يعطى لجملة هذا النوع من الأسهم أرباحاً، تحدد عادة بحد أدنى بمعدل معين لأرباحها السنوية مع مشاركتها في الأرباح إذا كانت معدلاتها أكبر من الحد الأدنى المقرر، أي إذا حصلت الشركة على ربح يقدر بـ 10% من رأس مالها، وهي نسبة لا تنوي توزيعها فتقدم بذلك نسبة من هذا الربح إلى أصحاب هذا النوع من الأسهم الممتازة دون غيرهم من أصحاب الأسهم الأخرى، أما إذا حصلت على نسبة من الأرباح أكثر من 10% فإنها توزع الأرباح بالشكل العادي على أصحاب الأسهم.

✓ أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح مع الأسهم العادية: تأخذ هذه الأسهم الممتازة نسبة من الأرباح وإذا تم توزيع الأرباح للأسهم العادية تأخذ معهم ما يأخذون.

✓ أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية: وهي الأسهم التي يحق لها التحول إلى أسهم عادية خلال فترة معينة من إصدارها، أو حسب ما تم تحديده من شروط في الاكتتاب.

✓ أسهم ممتازة ذات الصوت المتعدد: وهي التي تعطي لحاملها أكثر من صوت واحد في الجمعية العامة.

رابعاً: أنواع الأسهم بالنظر إلى استهلاكها من عدمه: تنقسم الأسهم بالنظر إلى استهلاكها إلى نوعين وهي:

1- أسهم رأس المال⁽²⁾: وهي الأسهم التي يقدمها المساهم للشركة، ولا تعود إليه إلا عند التصفية النهائية للشركة، أي لا تستهلك قيمتها.

2- أسهم التمتع⁽³⁾: وهي الأسهم التي تمنحها الشركة عند استهلاك أسهمها الأصلية تعويضاً للمساهمين عن الاستهلاك وتحول هذه الأسهم لأصحابها حق الاشتراك في مداورات الجمعية العامة والتصويت فيها، والحصول على نصيب من الأرباح، ومن موجودات الشركة عند تصفيتها وقسمتها، وهذه الأسهم لا تنقضي باستهلاكها، ولكن تتغير صفتها، حيث لا ينقص ذلك من رأس المال، ويظل المساهم الذي أخذ سهم تمتع شريك له الحق في الربح كما كان قبل تغيير سهمه.

(1) - طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية. مصر: الدار الجامعية، 2005، ص 22.

(2) - شعبان محمد إسلام البراوي، مرجع سابق، ص 97.

(3) - عبد الأول عابدين محمد بسيوني، مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة - دراسة فقهية مقارنة. الإسكندرية: دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، 2008، ص 36.

ولكن تختلف أسهم التمتع عن أسهم رأس المال في أنها لا تعطي صاحبها كل حقوق أسهم رأس المال في الأرباح، إذ ينص نظام الشركة عادة على إعطاء أسهم رأس المال بنسبة معينة من الأرباح 5% من قيمتها مثلا، وهو ما يسمى، بالريح الثابت ثم يوزع فائض الربح بين أسهم رأس المال وأسهم التمتع بالتساوي، ولا يشترك أصحاب أسهم التمتع في قسمة موجودات الشركة عند حلها، إلا بعد أن يستوف أصحاب رأس المال قيمة أسهمهم.

ولأصحاب أسهم التمتع الحق في الاشتراك في إدارة الشركة، وهو حق يتعلق بالنظام العام، فلا يجوز حرمانهم منه بحجة استردادهم لقيمة أسهمهم الاسمية.

واستهلاك الأسهم ليس إجباريا، لأن الشركة ليست حقا تجاه المساهمين بقيمة الأسهم إلا عند حل الشركة وتكون هذه الأسهم في حالات خاصة مثل⁽¹⁾:

أ- إذا كانت ممتلكات الشركة مما يلحقه التلف مع توالي الزمن.

ب- إذا كانت الشركة حاصلة على امتياز من الدولة لمدة معينة، ثم تتحول ملكيتها للدولة بعد انقضاء المدة.

خامسا: أنواع الأسهم بالنظر إلى المنح أو عدمه⁽²⁾: تتنوع الأسهم بالنظر إلى المنح أو عدمه إلى نوعين:

أ- أسهم غير مجانية: وهي الأسهم التي يدفع صاحبها قيمتها.

ب- أسهم منح (مجانية): وهي الأسهم التي تمنحها الشركة للمساهمين مجانا، في حالة زيادة رأس مال الشركة على شكل ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي، ويتم توزيعها حسب قدر الأسهم.

سادسا: أنواع الأسهم بالنظر إلى تأثيرها بالدورات الاقتصادية⁽³⁾:

1- أسهم موسمية: وهي الأسهم التي تتأثر بالدورات الاقتصادية، وتعود هذه الأسهم للشركة التي تنتج سلعا موسمية، الطلب على منتجاتها يرتبط بتحسين الاقتصاد وانتعاشه (رواجه) كما أنها تتأثر بحالات الكساد.

2- أسهم دفاعية: وهي على عكس الأسهم الموسمية لا تتأثر بالدورات الاقتصادية، وتكون أسهما لشركات تنتج سلعا أساسية، لا يتأثر إنتاجها بدورات اقتصادية سواء في حالة الرواج أو في حالة الكساد، فالطلب عليها يكون ثابتا لحد ما ومستقر، كإنتاج القمح أو استخراج أو تحلية أو تطهير المياه.

سابعا: أنواع الأسهم بالنظر إلى مصدرها⁽⁴⁾:

1- أسهم مرتفعة الجودة: وهي أسهم لشركات كبيرة ومعروفة وتوزع الأرباح بغض النظر عن الأحوال السائدة.

(1) - بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 106.

(2) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص 96.

(3) - بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 107.

(4) - المرجع السابق، ص 107.

2- أسهم الشركات الصغيرة: وهي أسهم الشركات التي يمتاز رأس مالها وحقوق الملكية فيها بالصغر، وكذلك الأصول وبذلك يكون توزيع الأرباح غير منظم ولكن ليس بنسبة الكبيرة.

ثامنا: أنواع الأسهم بالنظر إلى توزيع الأرباح⁽¹⁾:

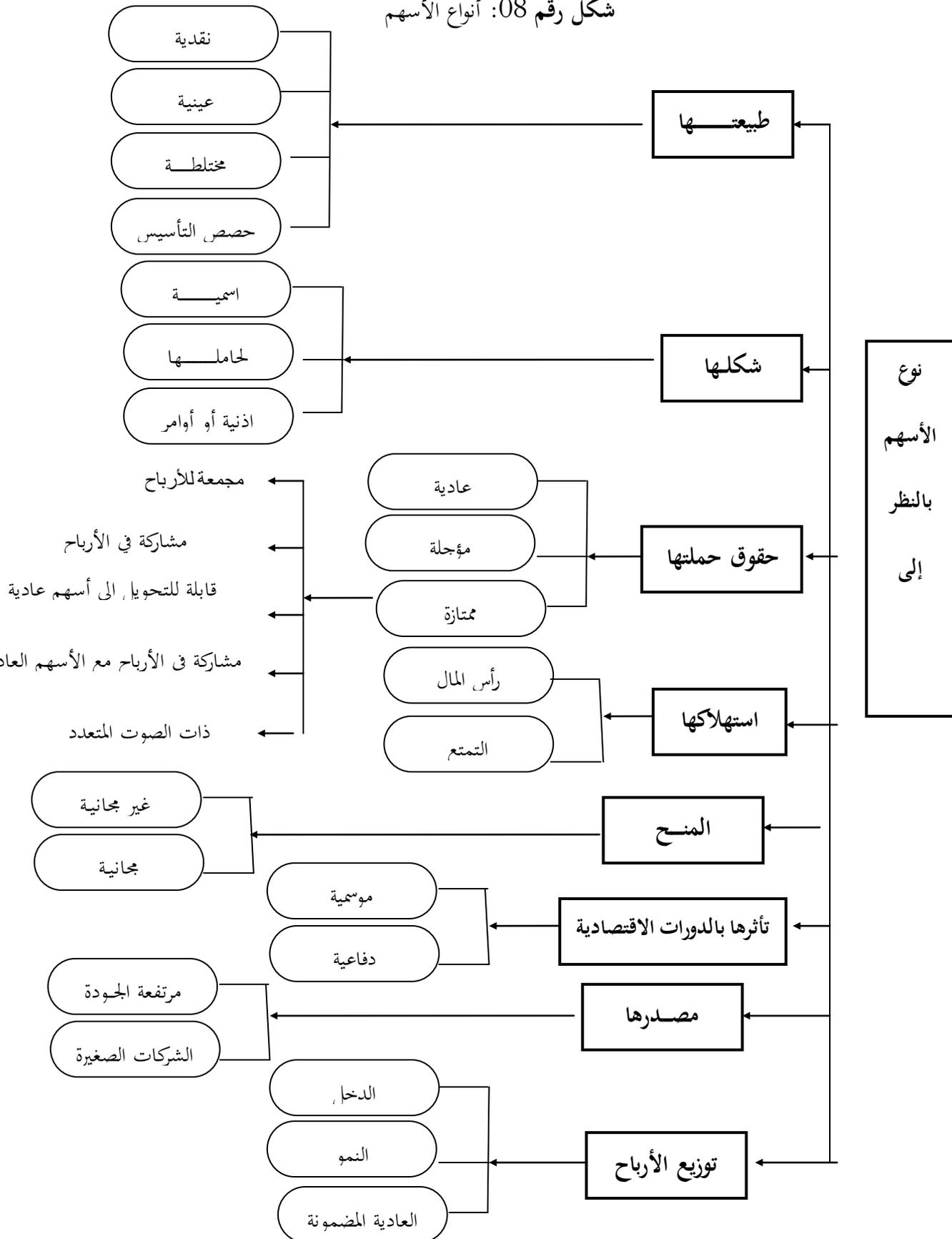
1- أسهم الدخل: وهي الأسهم التي تعطي دخلا مستقرا (توزيعات الأرباح مستقرة ومستمرة)، وغالبا ما تكون هذه الأسهم لشركات ذات امتياز إنتاج سلعة معينة مما يجعلها تحقق أرباحا مضمونة وتوزيعات أرباح مضمونة (مثل شركة البترول).

2- أسهم النمو: وهي على عكس أسهم الدخل لا يتوقع المستثمر أو حامل السهم أرباحا موزعة في نهاية السنة وبشكل دائم، لكنه يتوقع مقابل ذلك ارتفاعا كثيرا في القيمة السوقية للسهم وبالمعدلات نمو متزايدة، هذه الأسهم تكون عادة لشركات تتعامل بمنتجات ذات محتوى تكنولوجي عالي.

3- الأسهم العادية المضمونة: الأصل في الأسهم أنه ليس لحملها الحق في الرجوع إلى المنشأة التي أصدرتها وذلك في حالة انخفاض قيمتها السوقية، ولقد ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1984 م لأول مرة أسهم تعطي لصاحبها الحق في مطالبة المنشأة بتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار.

(1) - المرجع السابق، ص 107.

شكل رقم 08: أنواع الأسهم



المصدر: من إعداد الطالبة

المطلب الثاني: إصدار الأسهم والاكتاب فيها من منظور الاقتصاد الإسلامي.

لا شك أن شركات المساهمة تلعب دورا كبيرا في الاقتصاد المعاصر، وأن من أهم ركائزها الأسهم، حيث يتم من خلالها جمع أكبر قدر ممكن من الأموال، مما يمكن من تجميع رأس مال كبير وبذلك تستطيع الدخول في المشاريع الضخمة، ولم يقف التعامل في الأسهم اليوم على المساهمين المؤسسين للشركة، بل أصبحت تتداول بين الناس بشكل واسع لاسيما في الأسواق المالية العالمية، فما مدى مشروعية إصدار الأسهم وتداولها من طرف هذه الشركات سواء العالمية أو المحلية داخل العالم الإسلامي.

الفرع الأول: موقع شركة المساهمة في الاقتصاد الإسلامي.

تحتل شركات المساهمة الحديثة دورا رائدا من حيث قوة التأثير على التطور الاقتصادي حيث يعزى لهذا التنظيم الاستثماري تمويل العديد من المشروعات الاقتصادية العملاقة، وقد وجدت في واقع الأمر هذه الصيغة الاستثمارية قبولا واسعا في المجتمعات الإسلامية المعاصرة حتى تلقفتها المؤسسات الإسلامية الناشئة من مصارف ومؤسسات تجارية وتنموية، فأصبحت بذلك طابعا مميذا لأكثر المؤسسات المالية الإسلامية، ويدل ذلك على أن تبني الصيغة التنظيمية لشركات الأموال الحديثة ذات الشخصية الاعتبارية قد اكتسب قوة العرف ليس فقط بسبب الممارسة وإنما للتأييد الذي ناله من قبل العديد من الاقتصاديين الإسلاميين.

أولا: مفهوم الشركة في الاقتصاد الإسلامي.

الشركة في الاقتصاد الإسلامي في الأصل نوعان: شركة أملاك وشركة عقود، وشركة الأملاك نوعان: نوع يثبت بفعل الشريكين كاهبة لهما، ونوع يثبت بغير فعلهما كالميراث، أما شركة العقود فهي عقد بين اثنين أو أكثر في عمل تجاري يقصد الربح يساهمان فيه بالمال والجهد معا، أو يكون المال من أحدهما والعمل من الآخر، على أن يكون الربح بينهما حسب ما يقتضيه، العقد أو حسب ما يتفقان عليه ويكون الخسران حسب مال كل منهما⁽¹⁾، وتنقسم إلى أربعة أقسام⁽²⁾:

1- شركة الأموال: وهي التي يتراضى فيها شريكان أو أكثر بحصص أموال محددة بغرض التجارة، ويمكن لهذا النوع أن يكون شركة مفاوضة أو عنان، أما الأول فهي التي يفوض فيها الشركاء بعضهم بعضا ويلتزمون بعمل بعضهم بعضا حضورا أو غيابا، فتتحقق بذلك أهلية الوكالة والكفالة للأطراف الشركاء في شركة المفاوضة، أما الثانية ففيها تقييد لتصرف الشركاء، حيث تتحقق فيهم أهلية الوكالة في التصرف ولكن بعد الاستئذان، كذلك المساهم في شركة المساهمة كالشريك في العنان، فإذا كان الشريك يملك حصته من موجودات شركة العنان فكذلك المساهم، وكون الشركة لها شخصية اعتبارية لا يبطل حق

(1) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص 84.

(2) - سيف الدين إبراهيم تاج الدين، نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم، المملكة العربية السعودية، مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي، المجلد 3، العدد الأول، 1405هـ-1985م، ص 63.

- المساهم في تملك موجوداتها⁽¹⁾، فالحالة الأولى (المفاوضة) تؤول إلى الثانية (العنان) إذا انتفت بعض الشروط العامة لشركة المفاوضة مثل تساوي حصص الشركاء وديونهم.
- 2- شركة الصنائع (أو الأبدان): وهي أن يكون الشركاء أصحاب حرفة أو صنعة واحدة أو مختلفة فيتفقان على تقبل الأعمال وتوزيع المكسب بينهما، وهي كذلك يمكن أن تكون مفاوضة أو عنانا.
- 3- شركة الوجوه: تعتمد على ثقة الناس بالمشاركين، وليس لهما مال ولا حرفة، ولكن لهم حسن التصرف والخبرة في البيع والشراء.
- 4- شركة المضاربة: وهي دفع المال للغير ليتجر فيه على أساس اقتسام الربح حسب حصة مشاعة بين المضارب المدير وصاحب المال.
- وقد أجاز المالكية كل الأنواع إلا شركة الوجوه، أما الأحناف فقد أجازوها كلها، والشافعية أبطلوها كلها ماعدا شركة العنان، والحنابلة أجازوها ماعدا شركة المفاوضة⁽²⁾.
- إن هناك تشابها كبيرا بين شركة المضاربة الإسلامية وما يسمى في الاقتصاد التقليدي بشركة التوصية البسيطة، وكذلك بين شركة الأموال (المفاوضة) وشركة التضامن الحديثة، فهذه الشركات يشار إليها في الاقتصاد التقليدي شركات الأشخاص لأنها تنعقد بالتراضي الشخصي بين الشركاء، وكذا نجد أن مفهوم الشركة في الاقتصاد الإسلامي الموروث هو مفهوم شركات الأشخاص بالمعنى التقليدي.
- ويلاحظ أن مفهوم شركة الأموال حسب الاصطلاح الاقتصادي التقليدي يختلف عنه حسب الاصطلاح الاقتصادي الإسلامي، حيث أن شركة الأموال (مفاوضة كانت أم عنانا) تعتمد أولا على الأشخاص الشركاء الذين يشتركون فيها بأموالهم وأبدانهم معا ويترب على ذلك في حال تنازل أحد الشركاء بحصته إلى آخر، انفساخ عقد الشركة إلا إذا رأى الشركاء القدامى الاستمرار بالشركة مع الشريك الجديد، غير أن المفهوم التقليدي لشركة الأموال يغفل الجانب الشخصي تماما ويبرز العنصر المالي وحده، فلا يشترط معرفة الشركاء بعضهم بعضا ولا تنفسخ الشركة بخروج بعض الشركاء، الذين ليس لهم إلا حصصهم المالية التي يساهمون فيها في رأس مال الشركة، والتي تحدد مسؤوليتهم المالية وعدد أصولهم في الاجتماع السنوي للجمعية العمومية.
- ثانيا: التقدير الشرعي لشركة المساهمة.**

لقد نشأت الشركات المساهمة قبل خمسمائة عام تقريبا في مدينة البندقية بإيطاليا، ثم انتقلت بعد ذلك إلى المجتمعات الإسلامية وهي متأثرة بالنظام الرأسمالي وبالنزعة الرأسمالية، ذلك أن الهدف الأساسي منها هو جمع المال من المساهمين ما أمكن، فالقائمين على هذه الشركات يؤمنون بأن المال يجب ألا يبقى ساكنا بل لابد من استثماره

(1) - يوسف بن عبدالله الشيبلي، قضايا معاصرة في الزكاة، زكاة الديون التجارية والأسهم المملوكة للشركات القابضة، بحوث ندوة البركة الحادية والثلاثون للاقتصاد الإسلامي، يومي الأربعاء والخميس 07-08 رمضان 1431هـ، الموافق 18-19 أوت 2010م، جدة، الطبعة الأولى، ص 24.

(2) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص 84.

وتحريكه، وبالتالي لا بد من أخذ فوائد ربوية على أموال المساهمين، وخلاف هذا التصور بالنسبة لهم يعتبر خطأ اقتصادياً⁽¹⁾.

أما النظر الاقتصادي في تشريع تأسيس الشركات المساهمة وإباحة التعامل بها، يظهر منه أن الإسلام أباح تأسيس الشركات المساهمة لأجل تمكين رأس المال الفائض عن الحاجة من الاستثمار والنماء ولأجل نفع أرباب الأموال من المساهمين من خلال إيجاد الفرص الاستثمارية التي تحمي المال من الكنز والادخار السليبي الذي لا ينشأ عنه أية زيادة على أصل المال فيبقى خاملاً عقيماً.

وهذا النوع من الشركات يمكن أن يلعب دوراً مهماً في الاقتصاد الإسلامي ويمنع من اللجوء إلى إقراض المسلم ماله بالربا.

ثم إن قيام الشركات المساهمة فيه إعانة لأصحاب الأموال القليلة على استثمار أموالهم، إذ أن المال القليل لا يكفي بمفرده ولا يصلح أن يكون رأس مال منتج لأن كثرة رأس المال هي الأساس في إنشاء المشاريع والشركات الكبرى كمصافي النفط ومصانع الحديد والغاز ومحطات إنتاج الوقود والكهرباء والطاقة... إلخ، حيث تعمل الشركات المساهمة على حفز وتشجيع المدخرات الصغيرة على المشاركة في إنشاء هذه المشاريع الحيوية، وبالتالي فإن انضمام رأس المال القليل مع القليل كثير، وهذه حكمة جليلة تفتح أبواب المشاركة في المساهمة في بناء المجتمع وازدهاره لجميع أبناء الأمة قل المال عندهم أم كثر، لأن كل فرد يساهم بقدر إمكاناته، ويقدر ما يملك من مال، فلا يكون تأسيس الشركات المساهمة حكراً على أصحاب رؤوس الأموال دون سائر أبناء المجتمع⁽²⁾.

كما تم توضيحه سابقاً شركة المساهمة هي الشركة التي يكون رأس مالها منقسماً إلى أسهم متساوية قابلة للتداول، ويكون كل شريك فيها مسؤول بمقدار حصته في رأس المال، ويجمع المساهمين عامل الربح لا الثقة. وهي شركة أموال لا أساس فيها للاعتبار الشخصي، والمسؤولية محدودة للشريك المساهم فيها بقدر حصته من الأسهم⁽³⁾، والاسم التجاري مستمد من غرضها ولا يحمل اسم أي من الشركاء ولا اكتساب للشريك المساهم صفة التاجر، وللشريك فيها شخصية اعتبارية (معنوية).

ولقد ذهب أغلبية الفقهاء المعاصرين على شرعيتها، حيث أن الشروط العامة للشركات في الاقتصاد الإسلامي تنطبق عليها، فهي تشبه إلى حد ما شركة العنان في الاقتصاد الإسلامي، وخاصة إذا كانت أسهمها عادية فالحقوق فيها متساوية، والمسؤولية فيها بحسب حصة كل مساهم، وكما أن التفويض جائز في شركة العنان فيوجد في شركة المساهمة أيضاً، حيث يعتبر مجلس إدارتها وكيلاً على الشركاء في إدارة العمل.

(1) - سعد بن تركي الخثلان، فقه المعاملات المالية المعاصرة، دورة علمية أقيمت بالرياض، 1428، ص 26.

(2) - عباس أحمد محمد الباز، أحكام الربح الناشئ عن المساهمة في الشركات التي فيها شبه من حيث التصرف والامتلاك، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الخامس عشر: سوق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006، ص 7.

(3) - عبد العزيز الخياط، الشركات في ضوء الإسلام - الإدارة المالية في الإسلام. عمان: المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية، مؤسسة آل بيت، الجزء الأول، 1989، ص 62، 88.

وكما يجوز تفاضل الشريكين في رأس المال في شركة العنان، فيجوز أيضا في شركة المساهمة وتشبه شركة المضاربة في مشاركة المال فقط دون مشاركة الأبدان من قبل المساهمين، ويجوز أن تكون لها شخصية اعتبارية قياسا على جعل الفقهاء للوقف والمسجد والبيت ذمة⁽¹⁾.

وعلى أساس شركة المضاربة قام التخريج الفقهي للشركات المساهمة لأن حصيلة المساهمات تولد رأس مال مستثمر في مشروع نافع يقدم سلعة مباحة وخدمة مشروعة تنتفع بها الأمة، وعند ظهور الربح يستحقه المساهمون جميعا وفي حال الخسارة فإنها تلحق الجهد ورأس المال، وكما تعمل المساهمة في تأسيس شركة استثمارية لتنفع أرباب الأموال الذين لا يحسنون توظيف المال واستثماره لقللة الخبرة والتجربة في البيع والشراء، فإن شركات المساهمة تحقق نفعا عاما لمجموع الأمة من خلال إنتاج السلع التي يحتاجها الناس وصولا إلى الاكتفاء الذاتي وإيجاد فرص العمل وعدم تكديس رأس المال المنتج، فيدور المال ويعمل وتتحوّل إلى شركات ومصانع وآلات إنتاجية ترفع من سوية الفرد بالعمل ومحاربة الفقر، وكذلك ترفع من سوية المجتمع بتدوير المال واستثماره وتحقيق الكفاية الذاتية للسلعة التي يساهم المال جميعه في إنتاجها⁽²⁾.

لهذا كانت النظرة الشرعية إلى عمل شركات المساهمة أنها شركة مضاربة من حيث التخريج الفقهي لها، لأنها تؤدي ذات الأغراض الاقتصادية التي تؤديها شركة المضاربة، وبالتالي فإن عدم إدراك أرباب الأموال للحكمة الاقتصادية لشركات المساهمة يقود إلى التفكير بجمع المال من خلال النظر إلى هذه الشركات على أنها وسيلة لكسب المال لا وسيلة لاستثمار المال وبذل منافعه للأمة وتثميّره بما يعود بالنفع على المجتمع وأهله مما يدفع إلى شراء الأسهم بقصد تحقيق الربح الجرد عن الاستثمار وتدوير المال⁽³⁾.

وأما (الإيجاب والقبول) فموجود في شركات المساهمة، فالإيجاب يحصل ممن دعا إلى تأسيس الشركة، والقبول ممن استجاب له وساهم فيها، وأما التراضي فموجود أيضا فكل من يساهم في الشركة، فإنه يوقع عقدها ويلتزم بشروطها، والعقد في الشرع شفوي والكتابة مستحبة، وكذلك عند بيع أحد الشركاء حصته فإن الشركة تنتهي إذا لم يتفق الشركاء على الاستمرار مع الشريك الجديد، ولكن بما أن كلا من الاتفاق والرضا موجودان في شركة المساهمة فلا تنتهي عند بيع أحد الشركاء حصته لشريك جديد.

إذن فشركة المساهمة جائزة شرعا، لأنه يتحقق فيها معنى الشركة فالشركاء يقدمون أسهمهم حصصا في رأس المال فيشتركون في رأس المال ويقتسمون الأرباح ويتحملون الخسائر ويكونون شركاء فيها، إذ يقوم مجلس الإدارة بعمل المضارب وهذا الجواز مقيد بمدى مشروعية نشاط الشركة وإتباعها طريق الكسب الحلال الطيب، أما ما استجد من شروط لم يسبق وجودها في الشركة التي نظمها الفقه الإسلامي فضابطها إنها تجوز إن لم تحل محرما أو تحرم حلالا⁽⁴⁾.

(1) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص 85.

(2) - عباس أحمد الباز، مرجع سابق، ص 8.

(3) - المرجع السابق، ص 8.

(4) - عطية فياض، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي. مصر: دار النشر للجامعات، الطبعة الأولى، 1998، ص 131، 132.

كذلك المساهمة في شركة المساهمة الإسلامية لا ينبغي أن ينظر إليه كعملية منعزلة لسلعة عادية تتم بقرار فردي مطلق بغرض إشباع رغبة شخصية في التملك أو الاستهلاك أو الاستثمار، فشركة الاستثمار الإسلامية ليست مجرد عقد شكلي كما هو الحال في الاقتصاد التقليدي، وإنما تحتوي في مضمونها من ناحية أخلاقية على الأقل، على عنصر الاقتناع الشخصي برسالة الشركة وجدوى الانتماء الشخصي والمالي إلى أسرة شركائها، فذلك كفيل بأن يجعل المساهم حريصا على نجاح الشركة⁽¹⁾.

الفرع الثاني: الضوابط الشرعية لإصدار الأسهم وإصدارها على رسوم الإصدار.

يتطرق هذا الفرع إلى الضوابط الشرعية لإصدار الأسهم وإصدارها على رسوم الإصدار على التوالي:

أولاً: الضوابط الشرعية لإصدار الأسهم: يحكم إصدار الأسهم مجموعة من الضوابط الشرعية أصدرتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، يمكن تلخيصها فيما يلي:

- **الضابط الأول:** يجوز إصدار الأسهم من شركات ذات أغراض مشروعة بأن يكون موضوع نشاطها حالاً، كالشركات الخدمية والصناعية والتجارية المباحة ونحوها، والحلال كثير لا ينحصر، فهو أوسع من الحرام، أما إذا كان موضوع نشاطها غير مشروع أي حرام كالبنوك الربوية وشركات الخمر وغيرها، فإنه لا يجوز إنشائها، وحرمة تبعاً لذلك إصدار الأسهم التي تتكون منها الشركة⁽²⁾.
- **الضابط الثاني:** أن تكون الأسهم صادرة عن شركة معروفة لدى الناس بسلامة تعاملها ونزاهته⁽³⁾.
- **الضابط الثالث:** أن لا يترتب على التعامل بها أي محذور شرعي كالربا والغرر والجهالة، وأكل أموال الناس بالباطل⁽⁴⁾.
- **الضابط الرابع:** يجوز إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس مال الشركة إذا أصدرت بالقيمة العادلة للأسهم القديمة، إما حسب تقويم الخبراء لموجودات الشركة، وإما بالقيمة السوقية سواء بعلاوة إصدار أو حسم إصدار⁽⁵⁾.
- **الضابط الخامس:** تعد شهادة الأسهم أو ما يقوم مقامها وثيقة تثبت شرعاً ملكية المساهم لحصة شائعة في موجودات الشركة، ويجوز أن تكون هذه الوثيقة باسم المالك أو لأمره أو لحاملها⁽⁶⁾.

ثانياً: إصدار الأسهم على رسوم الإصدار.

هناك معنيان لرسوم الإصدار:

(1) - سيف الدين إبراهيم تاج الدين، مرجع سابق، ص 65.
(2) - أحمد بن عبد العزيز الحداد، الأسهم والسندات تصور وأحكام، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15- 17 ماي 2006، ص 33.
(3) - عبد السلام قنيفة، مرجع سابق، ص 12.
(4) - المرجع السابق، ص 13.
(5) - عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة، مرجع سابق، ص 149.
(6) - المرجع السابق، ص 150.

- المعنى الأول⁽¹⁾: أن تصدر الأسهم مضافا إلى قيمتها مبلغا يغطي تكاليف الإصدار والإجراءات نحوها، ولا محذور شرعا في هذه الرسوم*، إذ هي مقابل عمل معلوم وهو إجراءات الإصدار وما يتبعها، لكن يشترط في هذه الرسوم أن تقدر تقديرا مناسبا، لا إجحاف فيه على المشتركين لأنها إذا كانت أكثر من التكاليف الحقيقية للإصدار صار من أكل أموال المساهمين بالباطل.

- المعنى الثاني⁽²⁾: وهو ما يعرف بأسهم الإصدار وهي كالأتي: تعمل الشركة لسبب ما على زيادة رأسمالها فيمكن أن تكون للشركة معلومات شبه مؤكدة عن مستقبل مزدهر، ولكنها لا تستطيع إحاطة السوق بتلك المعلومات، وربما للاحتفاظ بأسرار الشركة بعيدا عن أعين المنافسين أو لأي سبب آخر، ولتلك الأسباب تقوم بتغيب المساهمين وذلك بإعطائهم أسهما اسمية بقيمة 10 و.ن مثلا، وهي القيمة الاسمية لأسهم الشركة ولكن المساهم يدفع أقل من قيمتها مثلا 8 و.ن وتسمى هذه القيمة بالقيمة الإصدارية. ومن الجهة الشرعية فهي تحمل عدة مخالفات:

أ- عند التصفية سيأخذون نسبة من القيمة الاسمية 10 و.ن وليس من القيمة الإصدارية 8 و.ن، وكما تم الدفع وهذا هو الربا المحرم شرعا.

ب- إذا تساوى أصحابها مع أصحاب الأسهم الاسمية في الأرباح فإن ذلك يعتبر أكلا لأموال الناس بالباطل لأن التساوي في الربح مع عدم التفاضل في العمل أو في رأس المال لا يجوز في الشركات.

الفرع الثالث: التقدير الشرعي لتقسيت تسديد قيمة الأسهم وضمان الإصدار فيها.

من خلال هذا الفرع سيتم التطرق إلى حكم تقسيط تسديد قيمة الأسهم وحكم ضمان الإصدار فيها.

أولا: التقدير الشرعي لتقسيت تسديد قيمة الأسهم.

قبل التفصيل في تقسيط تسديد قيمة الأسهم يجب توضيح معنى الاكتتاب والذي يعني أنه⁽³⁾: عمل إداري يتم بمقتضاه انضمام المكتتب إلى الشركة تحت التأسيس، مقابل الإسهام في رأس مال الشركة بعدد معين من الأسهم، بمقتضاه يلتزم المكتتب بأن يصبح شريكا في الشركة، وبأن يقدم الحصة التي وعد بها، بينما يلتزم المؤسسون بالمضي في تأسيس الشركة، وبأن يسلموا المكتتب الأسهم التي اكتتب فيها، ويتم الاكتتاب بدعوة الجمهور للاكتتاب العام بمقتضى نشرة تتضمن البيانات الواردة في عقد إنشاء الشركة ونظامها موقعة من المؤسسين، ويرفق بها تقريرا من مراقب الحسابات بصحة البيانات الواردة بها، ولتقسيت سداد قيمة الأسهم صورتان:

(1) - أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص 249.

(2) - بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 117.

(3) - محمد فتح الله النشار، مرجع سابق، ص 112.

1- الصورة الأولى: أن يكون التقسيط أثناء الاكتتاب فهذا لا بأس به لأنه من الاشتراك بما دفع و العزم على زيادة رأس المال، كأن الشركاء قرروا أن يكون رأس المال قدر معين ويشتركون بنصفه أو ثلثه الآن ثم يزيدون فيما بعد⁽¹⁾.

وقد جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي في دورة مؤتمره السابع سنة 1992م⁽²⁾: أنه لا مانع من أداء قسط من قيمة السهم المكتتب فيه وتأجيل سداد بقية الأقساط لأن ذلك يعتبر من الاشتراك بما دفعه والتواعد على زيادة رأس المال، ولا يترتب على ذلك محذورا لأن هذا يشمل جميع الأسهم، وتظل مسؤولية الشركة بكامل رأسمالها المعلن للغير، لأنه هو القدر الذي حصل العلم والرضاية من المتعاملين بالشركة.

وشرط ذلك أن يكون التقسيط شاملا لجميع الأسهم، وأن تبقى مسؤولية الشركة بقيمة الأسهم المكتتب بها⁽³⁾.

2- الصورة الثانية: أن يكون التقسيط بعد الاكتتاب واستقرار رأس المال وسير عمل الشركة على الوجه المعتاد فهذا حقيقته أن بعض الشركاء أرادوا بيع نصيبهم من الشركة ورضي أن يكون ثمن هذا النصيب مدفوعا على شكل أقساط وهو جائز شرعا فهو من بيع الأقساط المعروف، حيث يكون البائع دائما و المشتري مدينا بالقدر الذي لم يدفعه.

ثانيا: التقدير الشرعي لضمان الإصدار في الأسهم.

1- مفهوم ضمان الإصدار في الأسهم⁽⁴⁾: في كثير من الأحيان لا تستطيع شركة المساهمة تسويق أسهمها عند الإصدار دون الاستعانة بالخدمات التسويقية لسماسة وموزعي الأوراق، مصرفي الاستثمار، وذلك لصعوبة الجهد الذي لا بد أن يبذل، وكذلك الوقت اللازم حتى تتلاقى شركات المساهمة بالمدخرين، لذا فإنه غالبا ما يستعان في توزيع الأسهم بخدمات هؤلاء الوكلاء والسماسة لتكوين سوق لهذه الأسهم وتقديم التسهيلات للأزمة.

ولكن قد لا ترغب الشركة في الانتظار إلى حين الانتهاء من الاكتتاب العام لحاجتها إلى الأموال، أو لأنها لا تريد أن تتحمل المخاطرة الناتجة عن انخفاض الأسعار أثناء توزيع الأسهم الجديد، وحينئذ تتفق مع جهة مالية أخرى لتدفع للشركة مبلغا متفقا عليه، وتتولى هي الإصدار لصالحها وهو ما يسمى بضمان الإصدار في الأسهم أو ضمان تغطية الاكتتاب، وقد تكون هذه التغطية لجزء من الأسهم المصدرة، وغالبا ما يكون البنك هو الجهة المالية التي تتفق معها الشركات، ويجوز ضمان الإصدار إذا كان بدون مقابل لقاء الضمان، وهو الاتفاق عند تأسيس الشركة مع من يلتزم بشراء جميع الإصدار من الأسهم أو بشراء جزء من ذلك الإصدار، وهو تعهد من

(1) - أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص 236.

(2) - قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي، قرار رقم 63 (7/1)، ص 118.

(3) - عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة، مرجع سابق، ص 150.

(4) - أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص 232-233.

الملتزم بالاكتتاب بالقيمة الاسمية في كل ما تبقى مما لم يكتتب فيه غيره⁽¹⁾، ويجوز الحصول على مقابل عن العمل مثل إعداد الدراسات أو تسويق الأسهم سواءً قام بهذه الأعمال متعهد بالاكتتاب أو غيره إذا لم يكن هذا مقابل عن الضمان⁽²⁾.

المطلب الثالث: تداول الأسهم من منظور الاقتصاد الإسلامي.

إن إعطاء أحكام حول شرعية تداول الأسهم من منظور الاقتصاد الإسلامي مرهون بنوع السهم من جهة وكذا نوع نشاط الشركة المساهمة من جهة أخرى.

الفرع الأول: التوصيف الشرعي لتداول الأسهم باعتبار نوع السهم.

لقد سبق التطرق إلى أنواع الأسهم والتفصيل في مفهوم كل نوع على حدى* من منظور الاقتصاد التقليدي، أما من منظور الاقتصاد الإسلامي فمن المهم جدا التعرف على هذه الأنواع حتى يصار إلى بناء أحكام شرعية عليها، من حيث الجواز أو التحريم أو الجواز بشروط، ومن ثم تقرير ما إذا كانت تدفع في عجلة التقدم الاقتصادي، وبالتالي تعمل على صياغة وإعادة هيكلة اقتصادية إسلامية من جديد.

أولا: أنواع الأسهم بالنظر إلى طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك: تتنوع الأسهم بالنظر إلى طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك إلى أربعة أنواع كما يلي:

1- أسهم نقدية: وهي الأسهم التي يدفع قيمتها نقداً، وهذه لا خلاف بين الفقهاء في جوازها، حيث أجمعوا على جواز المشاركة بالأثمان المطلقة التي لا تتعين بالتعيين في المعارضات كالنقادين أي الذهب والفضة، أو ما يقوم مقامها من العملة النقدية المتداولة في زماننا، لأن الناس تعارفوا على التعامل بها، وجعلوها قيما للأموال وأثمانا للبياعات.

جاء في المغني** : لا خلاف في أنه يجوز جعل رأس المال الدراهم والدنانير فإنهما قيم الأموال و أثمان البياعات والناس يشتركون بها من لدن النبي صلى الله عليه وسلم إلى زماننا هذا من غير تكثير. كما أجمع الفقهاء نحو ضرورة أن تكون الأسهم النقدية أوراق تعامل معاملة النقد في المبادلات التجارية، لأنه من غيرها يظل وضع المال مقيدا، ويظل عمل السوق والشركات والمصانع وغيرها مشوشا مما يؤخره، وبناء أعلى ذلك فالأسهم أنعقد الإجماع على جواز انعقاد الشركة بها إذا لم تنطو على محذور شرعي آخر لما في ذلك من تسهيل المبادلات التجارية وتوفير السيولة النقدية الذي هو هدف رئيس لكل المؤسسات.

(1) - ياسين محمد أحمد، الأسهم الجائزة والمحظورة ودورها في إحداث نهضة اقتصادية شاملة ومعاصرة، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15- 17 ماي 2006، ص7.

(2) - عبدالله بن الشيخ محفوظ بن بية، فقه البورصة، بحث مقدم للمجلس الأوروبي للإفتاء والبحوث، دبلن، المجلد الأول، العدد الأول، ص 218.

* أنظر الفصل الثاني، المبحث الأول، المطلب الأول، الفرع الثالث، ص 73.

** هو موفق الدين بن محمد بن قدامة المقدسي، صاحب كتاب المغني.

2- أسهم عينية: جرت تسمية هذه الأسهم في الأوساط الفقهية بالعروض التجارية، وفي الحكم الشرعي للتعامل بهذه العروض أحكاما مختلفة، لكن عند الترجيح يتبين صواب فكرة أن التجارة بالعروض من قبل الشركات هو الأقوى والأولى أخذه بعين الاعتبار، لأن الأصل في المعاملات والعقود الجواز ما لم يتم دليل على المنع، كما يجب التوسع في باب العقود المستحدثة التي لا تصادم النصوص الشرعية، وليس في أسهم الشركات العينية أي مصادمة للنصوص.

3- أسهم مختلطة: وهو ما أسهم بخلط من نقد وعين وحكم جوازها هو حكم جواز النقد والعين، فتصبح جائزة بعد تقدير القيم العينية بالنقد تقييما دقيقا نافيا للجهالة⁽¹⁾.

4- حصص التأسيس: غير جائزة لانطوائها على الكثير من المفاسد⁽²⁾:

أ- عدم المساواة بين أصحاب الأسهم وحملة الحصص لأنهم يأخذون من الربح دون تقديم مال ولا عمل.

ب- تفضي إلى النزاع بين المساهمين وأصحاب الحصص.

ثانيا: أنواع الأسهم بالنظر إلى حقوق حملتها: يمكن حصر أنواع الأسهم بالنظر إلى حقوق حملتها في نوعين هما:

1- أسهم عادية: حكم التعامل بهذه الأسهم فعلى الجواز لأن الحقوق التي تعطى للمساهمين واحدة والواجبات التي على عاتقهم أيضا واحدة ومتساوية.

2- أسهم ممتازة: إن إضافة ميزات لبعض الأسهم كتلك المعطاة للأسهم الممتازة يعد نوعا من خرق النظام العام في توحيد الأسهم لما في ذلك من تفاضل بين الشركاء وهو ما منعه بعضهم وذلك للأسباب التالية:

أ- عدم المساواة في الربح والخسارة.

ب- معارضة هذه الميزات أو الشروط لمقتضيات عقد الشركة.

ت- المخاطرة في الغنم والغرم.

ث- الحصول على ربح معين من هذه الأسهم ربحت أم خسرت وهذا هو الربا بعينه، فالأصل أن يتحمل كل شريك من الخسارة بقدر أسهمه.

ج- تحكم أقلية - وهم المساهمون المشاركون في الأسهم الممتازة- في قرارات الشركة والحصول على أصوات أكثر بفعل قوة مساهمتهم وهذا قطعاً يؤدي بالضرر على الآخرين.

أما الرأي الثاني فأجازها لسببين:

أ- الضرورة وذلك في حالة انشطار الشركة أو قربها من الخسارة والانهيار، فعندها يلزمها أن تطرح هذا النوع من الأسهم التي تحتوي على بعض المزايا لبعض المساهمين، طالما أن بعض العلماء لا يرى بأسا من التفاضل في الربح بين المساهمين برضاهم.

(1) - بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 110.

(2) - المرجع السابق، ص 110.

ب- شروط الشركة الذي تطرحه إبتداءً بإصدارها نوعين أو أكثر من الأسهم، ووضع مزايا وقواعد لكل نوع عند الاكتتاب بمعنى أن طرح الشركة عن هذه لا يكون سرىا بل علنيا يحق لكل شخص التقدم له.
أما عن أسباب طرح هذا النوع من الأسهم لدى كثير من الشركات فتمكن فيما يلي⁽¹⁾:

1- صمود الكثير من الناس عن شراء الأسهم العادية.

2- تكريم حملة الأسهم القديمة في إنجاح الشركة، مما يتطلب الأمر استبدالها بأسهم جديدة لاستفاد الميزات القديمة.

أما عن الفروق الجوهرية بين الأسهم القديمة والممتازة فيتركز حول نسبة الأرباح، كما لو وزعت الشركة نسبة على المكتتبين في الأسهم الممتازة أول الاكتتاب، ثم وزعت نسبهم المقررة في الربح بعد تداول أعمال الشركة. وعليه فان كل من شركة الأسهم العادية والأسهم الممتازة لهما ما يبرهما في عالم الاقتصاد والمال بالنسبة للدول، لأنهما مؤشرات حقيقية على عافية الدول الاقتصادية من حيث القابلية والفاعلية والنشاط، لأن توجه المال عبر المشاريع التي تطرحها هذه الشركات يساهم في استقطاب الكثير من الاقتصاديين العالميين والمحليين ومعهم رؤوس أموال كبيرة ترفع من سوية الدول.

أما إذا قيل أن الأسهم الممتازة محل شك وربما من حيث الفوائد والامتيازات التي تقدمها لفئات محدودة من المجتمع القادرين دون الطبقات الفقيرة فذلك صحيح، لكن بالإمكان تعديل مسار الأسهم الممتازة هذا وتصحيحه بتنويع الأسهم العادية ووضع امتيازات كثيرة لها لتمتص مع الزمن الإقبال على الأسهم الممتازة، وإذا ظل أثر الأخيرة باق فبتم إخضاعه لقواعد الضرورة التي تقدر بقدرها.

ثالثا: أنواع الأسهم بالنظر إلى شكلها⁽²⁾: تنقسم أنواع الأسهم بالنظر إلى شكلها إلى ثلاثة أقسام كما يلي:

أ- أسهم اسمية: حكم التعامل بهذه الأسهم فعلى الجواز، لأن صاحب السهم تثبت ملكيته عليه فيضمن حقه، ومن ثم يؤدي إلى عدم خلط بعضها ببعض.

ب- أسهم لحاملها: لقد أتفق على منعها وعدم جوازها وذلك للأسباب التالية:

- هذه الأسهم تفضي إلى النزاع لما فيها من جهالة واضحة، فعدم كتابة اسم الشخص صاحب السهم يؤدي إلى ضياع الحقوق وخاصة في حالة فقدانها أو سرقته، لأن الذي يجدها يضع يده عليها وينسبها إلى نفسه لأنها ملكه.

- هذه الأسهم ربما تقع في أيدي فاقد الأهلية من عقل وبلوغ فيمتلكونها ويكونوا أحرارا في التصرفات المالية لها، ومعلوم أن تصرفات فاقد الأهلية لا تصح إلا من خلال الأولياء، فعندها يضيع شرطا أو ركنا مهما من أركان العقد المتمثل بالعقل والبلوغ وعليه أفتى العلماء المعاصرون برد الأسهم إلى الشركة التي أصدرتها مع استرداد القيمة أو استبدالها بقيم اسمية أخرى، فإذا لم تقم الشركة بذلك عدت فاسدة.

(1)- ياسين محمد أحمد، مرجع سابق، ص 117.

(2)- المرجع السابق، ص 18.

ج- أسهم إذنيه أو لأمر: إن الحكم الشرعي لهذا النوع من الأسهم هو الجواز، كما لو نقل الشريك حصته من شخص لآخر بعوض كالبيع أو بغير عوض كالهبة، وأيضا الجهالة منتفية في هذا النوع من التعامل، لأن كل من الشركاء معروفون، وحيث لا ضرر فيه يصبح جائزا.

رابعا: أنواع الأسهم بالنظر إلى استهلاكها من عدمه: يمكن حصر أنواع الأسهم بالنظر إلى استهلاكها من عدمه في نوعين:

أ- أسهم رأس المال: حكم هذا النوع فحائز شرعا عند العلماء المحدثين لأن الأصل بقاء الأسهم في الشركة حين وقت انقضائها.

ب- أسهم التمتع: إن العلاقة بين وجهات النظر المختلفة في الحكم الشرعي لهذه الأسهم هي علاقة متكاملة وليست علاقة تضاد، لأن أصحاب الرأي الأول يجيزون الحصول عليها حيث لا مال ولا عمل، أما أصحاب الرأي الثاني فيحيزونها بشرط انطباق هذا القول على جميع الشركاء شريطة أن يبقى الشركاء عاديون إلى نهاية الشركة من غير تمييز، كل هذا في حالة استرداد المساهم قيمة أسهمه الحقيقية، وكذلك أصحاب الرأي الأول ينفردون بأن المساهم إذا لم يسترد كامل قيمة أسهمه لا تنتهي علاقته بالشركة، إنما تظل له نسبة وهذا في الواقع عدل، بينما الفريق الثاني يرى أن تنتهي هذه العلاقة إذا تم استرداد قيمة بعض الأسهم، وهذا غير جائز شرعا لما فيه من إضرار بمصلحة أصحاب أسهم التمتع أو أصحاب أسهم رأس المال.

الفرع الثاني: التوصيف الشرعي لتداول الأسهم باعتبار نوع نشاط الشركة المساهمة.

يعالج هذا الفرع التوصيف الشرعي لتداول الأسهم باعتبار نوع نشاط الشركة المساهمة، ذلك أن المساهمات تنقسم إلى ثلاثة أقسام: مساهمة في شركة كل نشاطها محرم، ومساهمة في شركة كل نشاطها مباح، ومساهمة اختلط فيها الحلال بالحرام.

أولاً: أسهم الشركات القائمة على أنشطة محرمة.

لقد اتفق العلماء المعاصرون على حرمة المساهمة وتداول أسهم الشركات والمؤسسات ذات الأغراض والأنشطة المحرمة ومن أمثلتها: الشركات التي تتاجر بالخمور أو المخدرات أو الملاهي أو القمار، المضارف الربوية بشتى أنواعها لأن جل نشاطها في التمويل بفائدة، شركات التأمين التجاري لأن الأصل في عقد التأمين أنه محرم، شركات الإعلام الهابط، أو الإعلام المحارب للعقائد والمبادئ الإسلامية، شركات الأسلحة في البلدان الكافرة⁽¹⁾.

(1)- إبراهيم علي أحمد الشال الطنجي، الضوابط والمعايير الحاكمة للشركات المختلطة في ضوء الشريعة الإسلامية- دراسة تطبيقية على سوقي أبو ظبي ودبي الماليين- بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات- جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15- 17 ماي 2006، ص5.

فهذه الأسهم جميعها لا يجوز إنشاؤها ولا المساهمة فيها ولا التصرف فيها بالبيع والشراء ، لأن من شرط صحة البيع أن يكون المبيع مباحاً وهذه الأسهم محرمة، ولا يعلم خلافاً بين العلماء المعاصرين في تحريم هذا النوع من الأسهم⁽¹⁾.

ثانياً: أسهم الشركات القائمة على أنشطة مباحة.

لقد اتفق العلماء المعاصرون على جواز المساهمة وتداول أسهم الشركات التي تقع كل عملياتها في دائرة الحلال*، حيث يكون رأس المال حلالاً ، وتتعامل في الأنشطة المباحة، وينص نظامها وعقدها التأسيسي على أنها تتعامل في حدود الحلال، ولا تتعامل بالربا إقراضاً أو اقتراضاً، ولا تتضمن امتيازاً خاصاً أو ضماناً مالياً لبعض دون بعض⁽²⁾، وغالبا ما تعين مثل هذه الشركات رقابة شرعية تتابع وتوجه عملها وتصوب تصرفاتها كالبنوك الإسلامية وشركات التأمين الإسلامية، فهذا النوع من أسهم الشركات – مهما كانت تجارية أو صناعية أو زراعية – لا خلاف في جواز إنشائها والاكتتاب بها وبيعها وشرائها⁽³⁾.

ثالثاً: أسهم الشركات ذات الأنشطة المختلطة.

ويقصد بها تلك الشركات التي لا يغلب على استثماراتها أنها في أمور محرمة، وإنما تنتج سلعاً وخدمات مشروعة، مثل شركات الأدوية والإسمنت والكهرباء والشركات الصناعية .. الخ، ولكن وجودها في بيئة رأسمالية قد يؤدي إلى أن تمول عملياتها عن طريق الاقتراض الربوي أو توظف سيولتها الفائضة توظيفاً ربوياً قصير الأجل، فقد انقسم العلماء المعاصرون في حكم المساهمة في الشركات المشروعة من حيث الأصل لكنها تتعامل في بعض معاملاتها بالأنشطة المحرمة أو تقتض أو تودع بالفوائد إلى رأيين⁽⁴⁾:

الرأي الأول: يرى جمع من العلماء المعاصرين وعدد من الهيئات الشرعية جواز المساهمة في هذه الشركات، ويرى هؤلاء أن الربح الناتج عن الفوائد الربوية قليل، فيكون مغموراً وتابعا للأرباح الحلال، ويضع هؤلاء خمسة ضوابط للمتاجرة بتلك الأسهم والتي اشتهرت بين الناس باسم الأسهم المختلطة، وهي كالتالي:

أ- إن جواز التعامل بأسهم تلك الشركات مقيد بالحاجة، فإذا وجدت شركات مساهمة تلتزم اجتناب التعامل بالربا وتسد الحاجة فيجب الاكتفاء بها عن غيرها ممن لا يلتزم بذلك⁽⁵⁾.

(1) - يوسف بن عبد الله الشبلي، الاستثمار في الأسهم والسندات. www.shubily.com تاريخ الاطلاع: 17-08-2010.

(2) - علي محي الدين القره داغي، الاستثمار في الأسهم، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد التاسع، ص 06.

(3) - المرجع السابق.

* أنظر قرار مجلس المجمع الفقهي 74 الجزء الأول ص 711 التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، وانظر قرار مجلس المجمع الفقهي الدورة الرابعة في 20-08-1415 هـ التابع لرابطة العالم الإسلامي.

(4) - المرجع السابق.

(5) - محمد السيد عبد الرزاق الطبطباني، الاحتفاظ بالأسهم المحرمة إلى حين ارتفاعها، ورقة عمل مقدمة للدوة الثامنة عشر لقضايا الزكاة المعاصرة والمنعقدة بالكويت، 1428 هـ، ص 11.

ب- أنه يجب على المساهم في هذه الحال أن يتحرى مقدار ما دخل على عائدات أسهمه من الإيرادات المحرمة، وذلك من واقع القوائم المالية للشركة، فيتخلص منها بتوزيعها على أوجه البر، دون أن ينتفع بها أي منفعة، ولا أن يحتسبها من زكاته، ولا يعتبرها صدقة من حُرّ ماله، ولا أن يدفع بها ضريبة حكومية .

ج- ألا يكون النشاط الأساسي للشركة محرماً، كما سبق توضيحه في النوع الأول من الشركات.

د- ألا تتجاوز السيولة النقدية في الشركة 50% من أصولها (أي ممتلكاتها)، لأنها إن زادت عن تلك النسبة أصبح للسهم حكم النقد وبالتالي لا يجوز بيعه إلا بقيمته الحقيقية لا بالقيمة السوقية.

هـ- ألا تتجاوز نسبة الدخل المحرم في الشركة 5% من إجمالي أرباح الشركة، فإن تجاوزتها فتحرم المساهمة أيّاً كان نوع الشركة.

و- ألا تتجاوز نسبة الديون التي على الشركة ثلث أصولها (أي ممتلكاتها)، فإن تجاوزت الديون تلك النسبة فتكون المساهمة محرمة أيّاً كان نوع الشركة.

وقد أخذ بهذا الرأي كل من: مجمع الفقه الإسلامي، الهيئة الشرعية لشركة الراجحي، والهيئة الشرعية للبنك الإسلامي الأردني، والمستشار الشرعي لبنك البركة، وندوة البركة السادسة، وعدد من العلماء المعاصرين، وقد قامت بعض الشركات بتحديث برامج حاسوبية تنتقي من الأدوات المالية ما يتفق مع تلك الضوابط المتقدمة مثل برامج الاستثمار لدى مؤسسة Azzad للاستثمار في أمريكا، و داو جونز الإسلامي .

الرأي الثاني: يرى جمع من العلماء المعاصرين، وعدد من الهيئات الشرعية تحريم المساهمة في الشركات التي يكون أصل نشاطها مباحاً، إذا كانت تتعامل ببعض المعاملات المحرمة كالإقراض والاقتراض بفائدة، فيحرم الاكتتاب بها، وبيعها وشراؤها وامتلاكها، ومنها اللجنة الدائمة للبحوث العلمية والإفتاء بالمملكة العربية السعودية*، والهيئة الشرعية لبيت التمويل الكويتي، والهيئة الشرعية لبنك دبي الإسلامي، وهيئة الرقابة الشرعية للبنك الإسلامي السوداني⁽¹⁾، وكذا المجمع الفقهي التابع لرابطة العالم الإسلامي*، والذي شارك فيه جمع من العلماء، وكان قرار المجلس ما يلي⁽²⁾:

أ- لا خلاف في حرمة الإسهام في شركات غرضها الأساسي محرم، كالتعامل بالربا أو تصنيع المحرمات أو المتاجرة فيها.

ب- لا يجوز لمسلم شراء أسهم الشركات والمصارف إذا كان في بعض معاملاتها ربا، وكان المشتري عالماً بذلك.

ج- إذا اشترى شخص وهو لا يعلم أن الشركة تتعامل بالربا، ثم علم فالواجب عليه الخروج منها.

* تضم نخبة من علماء المملكة وتتعقد مرتين في السنة، كل ستة أشهر، وتبحث القضايا والنوازل ومنها بعض المعاملات المالية المعاصرة.

(1)- خالد بن عبد الله المزني، قاعدة التطهير المالي في مجال الأسهم، الرياض، 1430هـ، ص 16.

** يضم نخبة من علماء العالم الإسلامي، وقد صدرت لهذا المجمع قرارات عديدة في عدة نوازل وقضايا، وله مجلة تصدر دورياً فيها بعض البحوث المقدمة للمجمع وهي مجلة محكمة.

(2)- أبو عبد الإله صالح العصيمي التميمي، الأسهم المختلطة في ميزان الشريعة- أسهم الشركات التي أنشأت لغرض مباح وتعامل بالمحرم أحياناً. المملكة العربية السعودية: دون ذكر دار النشر، 1426 هـ، ص 35.

واستدلوا على التحريم بعموم الأدلة التي تنص على حرمة الربا ووجوب اجتنابه من الكتاب والسنة، ولا فرق في الحرمة بين يسير الربا وكثيره، ثم إن فتح هذا الباب يثبط الجهود والحماس لإيجاد البديل المباح ويشجع الشركات على الاستمرار بالربا، ويحمل المستثمرين على التساهل في المحرمات، أما المصلحة التي تعود على المجتمع بالمساهمة في شركات يحتاج إليها، فيمكن تحقيقها مع البعد عن المحرمات، فإن لم يحدث فالاحتجاج بمصلحة الأفراد وحاجتهم إلى المساهمة فيها غير مسلم⁽¹⁾.

(1) - أحمد بن ناصر بن سعيد الغامدي، حكم المساهمة في الشركات المختلفة، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15- 17 ماي 2006، ص12.

المبحث الثاني: إصدار وتداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي

تشهد أسواق رأس المال المعاصرة في مختلف دول العالم انتشار العمل بأنواع عديدة من الصكوك الإسلامية، كما دأبت حكومات عدد من الدول الإسلامية على إصدار هذه الأنواع من الصكوك المختلفة، وذلك بهدف تمويل مشروعات ضخمة من خلال إشراك مختلف الفعاليات الاقتصادية من أفراد وشركات ومؤسسات وبنوك وغيرها في هذه المشروعات من خلال الاشتراك في شراء هذه الصكوك.

يأتي هذا المبحث من أجل الكشف عن حقيقة الصكوك الاستثمارية الإسلامية التي انتشرت بكثافة في الوقت الحاضر، ومحاولة التوصل إلى أحكامها وضوابطها الشرعية والاقتصادية التي تعمل على حماية هذه الصكوك وصيانتها من المخالفات الشرعية، وتحول دون سقوطها في أحابيل المضاربين والمقامرين، وكذلك تسليط الضوء عليها من خلال تبادل الديون وتوريقها ورهنها وتأمينها والمراهنة عليها... الخ.

المطلب الأول: السندات من منظور الاقتصاد التقليدي.

عندما يقوم شخص بالاقتراض من آخر فإنه يترك له ورقة مالية أو تجارية كضمان، وقد لا يقدم فيها المقترض ضمان أو رهن للمقرض ويكون المستند على وجود القرض هو كميالة أو مستند للتعهد بالدفع، ويتم تسجيل هذه العملية بالكامل في مستندات معينة، وفيما يلي دراسة مفصلة للسندات من منظور الاقتصاد التقليدي.

الفرع الأول: ماهية السندات وخصائصها.

تحتاج الشركات أثناء ممارسة نشاطها إلى أموال سواء بسبب عجز طارئ أو بقصد توسيع مشاريعها، حيث تستخدم السندات كوسيلة للحصول على مبالغ كبيرة من الأموال كقرض طويل الأجل لاستخدامها في تمويل العمليات المختلفة.

أولاً: تعريف السندات.

يمكن تعريف السند بأنه "يمثل عقد أو اتفاق بين المنشأة (المقترض) والمستثمر (المقرض) وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغاً معيناً إلى الطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة".⁽¹⁾

إذاً، فالسند هو "تعهد مكتوب بدفع مبلغ معين في تاريخ معين في المستقبل بالإضافة إلى فائدة على القيمة الاسمية تدفع دورياً على أساس معدل فائدة معين".⁽²⁾

(1) - سعد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق، ص 129، 130.

(2) - أحمد بسيوني شحاته، المحاسبة المالية لشركات الأموال في القطاع الخاص وقطاع الأعمال العام. مصر: الدار الجامعية للنشر، 1999 ص 146.

كما يعرف السند بأنه كل صك يمثل جزء من قرض، يعرض عن طريق الاكتتاب قابل للتداول يسلم للمقرض ويتعهد فيه المقرض بدفع فائدة سنوية محددة، ويلتزم برد قيمته في ميعاد لا يتجاوز المدة المحددة لاستهلاك القرض، ومن ثم فالسند هو التزام على الجهة التي أصدرته، وبالتالي فإن حامل السندات هم في الحقيقة دائنو من الجهة المصدرة، ويتحمل أصحاب السندات على فائدة سنوية بالمعدل المحدد في السند، وتحصل هذه الفئة في جميع الحالات أي بغض النظر عما إذا كانت الجهة المصدرة قد حققت أرباحاً أم لا (خسارة)، كما يحق له رد القيمة الاسمية للسند في نهاية مدة القرض وتصدر السندات على النحو التالي:

- سندات بخصم إصدار: وتباع بسعر فعلى يقل عن قيمتها الاسمية.
- سندات بعلاوة إصدار: وهي التي تباع بسعر فعلى يزيد عن قيمتها الاسمية ويرجع هذا إلى ثقة الجهة المصدرة في إقبال الجمهور عليها وعند الاسترداد ترد القيمة الاسمية فقط.
- سندات تباع بالأنصبة (اليانصيب): هي التي تقوم الجهة المصدرة عن استهلاك بمنح قيمتها الاسمية بطريقة القرعة.⁽¹⁾

ويتمتع حاملو السندات بعدة حقوق نذكر منها:

- الحق في الفوائد وتحسب معدلات الفوائد على أساس القيمة الاسمية للسندات.
- الحق في التعويض والحصول على القيمة الاسمية للسند، وهذا عند تاريخ الاستحقاق.

ثانياً: خصائص السندات: تتميز السندات بالخصائص التالية:

1. السندات هي أوراق دين تتميز بثبات العائد المترتب على الاستثمار فيها مما يجعلها أقل مخاطرة من أوراق الملكية.
2. السندات هي وثائق تمثل اتفاقاً بين الشركة المصدرة وبين المستثمرين حيث تلتزم بمقتضاه الشركة بإرجاع قيمة القرض، أي أن صاحب السندات يتحصل على رأسماله بعد مدة مع فائدة غير مرتبطة بنتائج المؤسسة بل تحدد مسبقاً.⁽²⁾
3. قد تباع السندات بأسعار تقل عن القيمة الاسمية لها وذلك تشجيعاً للمكاتبين ويعرف الفرق بين سعر البيع والقيمة الاسمية بعلاوة الإصدار كما قد تسدد السندات بقيمة أعلى من القيمة الاسمية، وعندئذ يعرف الفرق بعلاوة التسديد.
4. ليس للدائنين أي حق في التدخل في إدارة الشركة إلا في حالة تغيير الشكل القانوني، أو في حالة إدماج الشركة في أخرى يمكن للمساهمين إخلاء المديونية ومن حق حملة السندات خلال ثلاثة أشهر استهلاك السندات.

(1) - محمد الموفق أحمد عبد السلام، مرجع سابق، ص 145.

(2) - ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة. الجزائر: دار المحمدية العامة، بدون ذكر سنة النشر، ص 97.

5. ليس لحملة السندات أي حق أفضلية أو أولوية في الاككتاب في زيادة رأس المال.⁽¹⁾

الفرع الثاني: أنواع السندات.

لقد اختلفت العديد من المراجع في تحديد مختلف أنواع السندات إلا أنه سيتم إيجازها فيما يلي:

أولاً: السندات التقليدية.

عرفت السندات التقليدية بأنها تمثل ديناً على المصدر الذي يلتزم به:⁽²⁾

1- دفع مبلغ سنوي لحامل السند وهو مقدار الفائدة محدد منذ الإصدار.

2- تسديد المبلغ الأصلي للدائن.

ولحملة السندات الكلاسيكية عدة حقوق نوجزها فيما يلي:

- الحق في الفائدة والتي تدفع سنوياً في شكل نسبة مئوية محددة في عقد الإصدار.

- الحق في استرجاع المبلغ محل الاككتاب هناك عدة حقوق تستعملها الشركات للحصول على المبالغ منها لشراء سندات من البورصة مثلاً.

- الحق في بيع سنداتهم إذ بمجرد رغبة حملة السندات في استرجاع أموالهم المستثمرة قبل تاريخ الاستحقاق لغرض أو لآخر ويمكنهم بيعها في البورصة والحصول على أموالهم متى أرادوا ذلك.

- الحق في المشاركة في الجمعيات الخاصة بحملة السندات.

ثانياً: تصنيف السندات حسب نوع وطريقة الضمان.

1- السندات المضمونة بأصول الشركة:

قد تصدر الشركات سندات مضمونة أو مرهونة ببعض ممتلكاتها كالأراضي أو أوراق مالية في محفظتها أو غيرها من الأصول المادية والمالية، وهو أمر هام بالنسبة للسندات حيث تساعد في تحديد درجة الضمان وتقليل عناصر المخاطرة.⁽³⁾

في هذه الحالة لا يمكن للشركة المعنية التصرف في تلك الأصول المرهونة إلا في حدود ما استهلكته في تلك السندات، وبذلك فإن أي تخلى عن التزاماتها اتجاه حملة هذا النوع من السندات سيجعل هؤلاء يبيعون تلك الأصول المرهونة ويقسمون العائد فيها بينهم، ولهذا الفئة من حملة السندات الحق في باقي الموجودات مما يكسبهم صفة الأسبقية على باقي المستثمرين.

وعليه فإن هذا النوع من حملة السندات عادة ما يكون محمياً صراحة شفى وثيقة أو اتفاق الإصدار،

حيث قد يشترط على الشركة عدم رهن الأصول (المرهونة لدى حملة السندات الأولى) مرة أخرى،

(1) - مروان عطون، مرجع سابق، ص 68.

(2) - جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة "الأوراق المالية". الجزائر: دار هومة للنشر، الجزء 2، 2002، ص 50.

(3) - محمد البنا، أسواق النقد والمال الأسس النظرية والعملية، زهران الشرق، دون ذكر بلد النشر، 1996، ص 38.

أو إذا ما رهننت للمرة الثانية فان حقوق الحملة الجدد تكون من الدرجة الثانية, وفي الحالة الأخيرة لا يمكن للحملة الجدد الحصول على شيء إلا إذا تحصل على حملة السندات القدامى على حقوقهم كاملة.⁽¹⁾

2- السندات غير المضمونة:

السندات غير المضمونة تمثل ديناً عادياً غير مرتبط بأي أصل من أصول الشركة وعليه فان عقد الإصدار عادة ما يتضمن صراحة عدم قيام الشركة بأي عمل قد يضر بحملة هذا النوع من السندات كعدم إصدار مثل هذه السندات مرة أخرى أو عدم الاستدانة أكثر مما يجعل المستثمرين يقبلون على شرائها.

ثالثاً: تصنيف السندات حسب القيمة التي تصدرها.

- 1- سندات تباع بالقيمة الاسمية التي تصدر بها: في الحالات العادية تصدر السندات وتباع بنفس القيمة.
- 2- سندات تباع بالقيمة الجارية أعلى من الاسمية: وهنا عندما يكون الطلب على السندات لسبب أو لآخر.
- 3- سندات تباع بالقيمة الجارية اقل من الاسمية: وهذا شفى حالة انخفاض الطلب على السندات وبهدف تشجيع الأفراد على اقتناءها فقد يجرى بيعها بقيمة اقل من قيمتها الاسمية⁽²⁾.

رابعاً: تصنيف السندات حسب طريقة السداد.

- 1- السندات التي تسدد بتاريخ استحقاقها: أي تلك السندات غير قابلة للاستدعاء أو الاستهلاك قبل تاريخ استحقاقها.
- 2- السندات التي يمكن سدادها قبل تاريخ استحقاقها: وتمثل هذه السندات في السندات القابلة للاستدعاء أو القابلة للاستهلاك حسب رغبة الجهة المصدرة سواء عن طريق الاختيار العشوائي لبعض السندات أو عن طريق شراء السندات من الأوراق المالية وغيرها.

أ- السندات القابلة للاستدعاء:

وهي سندات تعطى الحق للشركة التي تصدرها برد قيمتها بتاريخ سابق على تاريخ استحقاق السند المحدد مقدماً، فإذا استخدمت الشركة حقها في استدعاء حاملي هذا النوع من السندات فإنها ملزمة بدفع قيمة معينة، وتختلف مهلة الاستدعاء بالنسبة لهذا النوع من السندات، هناك سندات تتصف بالاستدعاء المطلق، أي أن الشركة المصدرة لهذا السند تلزم حامله في أي لحظة يريد أن يتقدم بسنده الإطفاء في الموعد الذي تحدده الشركة وإلا فسوف يجرم من فائدة السند، ولكن هذه السندات نادرة التعامل⁽³⁾، بينما السندات الأكثر شيوعاً هي تلك السندات ذات الاستدعاء المؤجل والتي لا تستطيع الجهة المصدرة استدعاء حاملها قبل فترة زمنية تتراوح بين 5 إلى 10 سنوات من تاريخ إصداره وبعد هذه الفترة تصبح الجهة المصدرة حرة في استدعائه.

(1) - حسين علي خريوش وآخرون، مرجع سابق، ص 86.

(2) - مروان عطون، مرجع سابق، ص 69.

(3) - حسين علي خريوش وآخرون، مرجع سابق، ص 87.

ب- السندات القابلة للاستهلاك:

تقوم الشركات المصدرة بهذا النوع من السندات بالوفاء بقيمة السندات خلال جدول زمني محدد مقدما اذو تلتزم الشركة بشراء عدد معين من السندات السنوية وعادة ما تكون أسعار الفائدة اقل من السندات العادية لنفس الشركة المصدرة ويرجع السبب إلى أن الشركة المصدرة توفر حماية والأمان بدرجة أكبر لأموال المستثمر عن طريق استهلاكها بصورة منتظمة .

خامسا: تصنيف السندات حسب جهة الإصدار.

1- سندات الشركة: في حالة احتياج الشركة لتمويل خارجي أو احتياجها للسيولة النقدية وذلك للتوسع في مشروعاتها، تقوم الشركة بإصدار سندات ذات قيمة ثابتة وتحصل على ربح ثابت القيمة والتاريخ، وذلك بدلا من الاقتراض من البنوك.⁽¹⁾

2- سندات الدولة (الحكومية): وهي السندات التي تصدرها الدولة وتطرحها للاكتتاب بغرض تمويل بعض الأغراض الخاصة كالمشروعات الإنتاجية أو الإنمائية (سندات القرض الوطني) أو تمويل الإنفاق العسكري في أوقات الحروب ويتراوح اجل هذه السندات بين 5-10 سنوات إلا انه عادة ما يتم استهلاكها تدريجيا بحيث يتم سداد عدد منها في كل عام عن طريق الاقتراع.⁽²⁾

سادسا: السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.

يمكن لحامل هذا النوع من السندات استبدالها حسب رغبته بأوراق مالية متمثلة في الأسهم لنفس الشركة المصدرة وبذلك يصبح من بين مساهميها العاديين، وله نفس حقوقهم وعليه نفس واجباتهم وذلك في فترة محددة في عقد إصدار هذه السندات أو في أية فترة قبل تسديدها، وبذلك يمكن لحملة هذا النوع من السندات الاستفادة من الفوائد الثابتة في حالة تسجيل الشركة لركود طويل، وتحواله إلى مساهم والحصول على الأرباح عندما تتحسن وضعيتها المالية، فهذا النوع من السندات هو وسيلة للسيطرة على الشركة لأنه يمكن حامله من أن يصبح من المساهمين العاديين كل هذه الخصائص تشجع على الاكتتاب في هذا النوع من السندات.

سابعا: السندات ككوبونات الاكتتاب.

إن امتلاك هذا النوع من السندات يسمح لحامله بالاكتتاب في سندات مماثلة في مدة زمنية محدودة وبسعر محدد مسبقا، إذ يرفق بكل سند قديم كوبون يمكن استبداله بسند جديد عندما تمر فترة يتم تحديدها في عقد الإصدار، وبمجرد الانتهاء من عملية الإصدار الأولى يتم تسجيل الكوبونات في البورصة بصورة مستقلة عن السندات المرافقة.

ثامنا: الاتجاهات الجديدة للسندات.

1- السندات التي لا تحمل معدل فائدة:

(1)- عبد الغفار حنفي، عبد السلام أبو قحف، إدارة البنوك وتطبيقاتها. مصر: دار المعرفة الجامعية، 2000، ص 436.

(2)- احمد صلاح عطية، محاسبة الاستثمار والتمويل في البنوك التجارية. مصر: الدار الجامعية للنشر، 2002-2003، ص 217.

هي سندات تباع بخصم على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق كما يمكنه بيعها في السوق بالسعر السائد وذلك إذا رغب التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق.

كما يمكنه بيعها في السوق بالسعر السائد ويمثل الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء السند وبين القيمة الاسمية أو سعر مقدار الفائدة الذي يحققه المستثمر.⁽¹⁾

2- السندات ذات معدل فائدة متغير:

فقد استحدثت في بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت لرفع معدلات الفائدة مما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسندات خاصة السندات طويلة الأجل، وبما أن أسعار الفائدة في السوق تتغير ارتفاعاً وانخفاضاً على مدى فترة الدين فانه إذا انخفضت أسعار الفائدة في السوق فان المصدر لسندات أسعار فوائدها ثابتة يكون قد خسر الفرق بين ما يدفعه لحملة السندات وبين سعر الفائدة السائد في السوق، أي تكلفة رؤوس أمواله أعلى مما لو جلب تلك الأموال من السوق، والعكس إذا ارتفعت أسعار الفائدة في السوق فانه سوف يحقق فائضاً، وتعالج السندات ذات معدل الفائدة المتغير تلك المشكلة إذ عادةً تحدد لتلك السندات سعر فائدة مبدئي يستمر العمل به لمدة ستة أشهر على أن يعاد فيه دورياً كل نصف سنة، بهدف تعديله لتلاءم مع معدلات الفائدة الجارية في السوق.

3- سندات المشاركة: تعطى للمستثمر الحق ليس فقط في الفوائد الدورية بل في جزء من أرباح المنشأة.

4- السندات الرديئة: وتتصف تلك السندات بارتفاع درجة مخاطرها وبالتالي فهي تدر عائد مرتفع تستهدف الجهة المصدرة لتلك السندات الرديئة من طرحها استخدام حصيلة بيعها في شراء جانب كبير من أسهمها لتحسين وضعها في السوق مما يجعل الاستثمار في هذا النوع محفوفاً بقدر كبير من المخاطر.

5- سندات إقليمية: وهي سندات تصدرها الهيئات الدولية كالبنك الدولي للإنشاء والتعمير فالأموال المقترضة وهي حصيلة الاكتتابات بهذه السندات تستخدمها هذه الهيئات في تمويل مشاريعها.

6- السندات الدولية: السندات الدولية هي أوراق مالية تمثل ديناً على مصدرها، وتصدر بعملة غير عملات الدول التي تتداول فيها، ومن أمثلة ذلك السندات التي تصدر بدلاً من الجنيه الإسترليني لكانت السندات الدولية.

الفرع الثالث: العوامل المؤثرة على أسعار السندات.

يمكن أن نلخص أبرز العوامل المؤثرة على أسعار السندات فيما يلي:

1- سعر الفائدة: حيث أن تغير مستوى سعر الفائدة لعملة معينة سوف ينعكس بالضرورة على تعديل في مستويات أسعار الفائدة.

2- عملة السند: حيث أن حدوث أي انخفاض في عملة السند تجاه العملات الرئيسية الأخرى سيؤدى بدوره إلى خفض في أسعار السند حال إقدام المستثمرين على بيعه.

(1) - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار. مصر: توزيع منشأة المعارف، 2004، الطبعة الثانية، ص45.

- 3- تاريخ الاستحقاق: فكلما طالت مدة استحقاق السند، كلما كانت درجة المخاطرة أعلى وبالتالي كلما كان العائد المطلوب أعلى وكانت فرصة التذبذب في الأسعار أعلى.
- 4- طريقة الدفع: فسادد قيمة السند دفعة واحدة عند الاستحقاق أو على أقساط على مدى حياة السند قد تكون له تأثير على الأسعار.
- 5- درجة السيولة: فالقدرة على بيع أو شراء السند في السوق الثانوي بسهولة وهو ما يعكس درجة السيولة وهو من الأمور المؤثرة بفعالية على أسعار السند.
- 6- التصنيف الائتماني: فتدهور الدرجة الائتمانية للبنك المقترض، يؤثر بشكل مؤكد في قيمة السند بالسوق والعكس صحيح.⁽¹⁾

الفرع الرابع: مقارنة بين الأسهم والسندات.

سوف نتناول مختلف أوجه التشابه بين الأسهم والسندات وأهم الفروقات الموجودة بينهما فيما يلي:

أولاً: أوجه التشابه: تتشابه الأسهم والسندات في النقاط التالية:

- 1- عدم القابلية للتجزئة: ليس المقصود من عدم تجزئة السهم أو السند، انه لا يمكن أن يملكه أكثر من شخص واحد، إنما الغرض من ذلك هو انه إذا تملك هذه السندات العديد من الأطراف (الموصى لهم، الورثة)، فليس لكل واحد منهم أن يطالب الشركة بإعطائه صكاً يمثل حصته أو إعطائه نصيب حصته في الفائدة أو الربح.
- 2- من حيث الشكل في الإصدار:

أ- قد يكون السهم أو السند اسمياً: فانه يتطلب إجراءات كتابية خاصة في دفاتر الشركة لإثبات نقل الملكية لهته الأوراق المالية.

ب- قد تكون الأوراق المالية لحاملها فتنقل ملكيتها بالحيازة دون الحاجة لإجراءات كتابية.

ففي حالة ضياع أو سرقة الورقة المالية فان مركز صاحب السهم أو السند الاسمي أفضل من صاحب السهم أو السند لحامله.⁽²⁾

3- تتميز بكونها مخزن للقيمة: حيث تتزايد قوتها مع استمرار نجاح الشركة أو المشروع المصدر وذلك فضلاً عما تدره على حائزها من دخل سنوي مما يؤدي إلى زيادة عوائدها مع إمكانية زيادة رأس المال .

4- تسمح بتعبئة المدخرات وتحسين توزيع المداحيل نظراً لإمكانية إصدارها بقيم تناسب مختلف المدخرين.

5- القابلية للتداول بالطرق التجارية الأمر الذي يسهل قيام سوق للأوراق المالية تتميز بسرعة التعامل وكفاءة في الأداء تتناسب ومتطلبات المستثمرين والمضاربين من حيث الحجم، فترة الاستحقاق، درجة السيولة... الخ.⁽³⁾

(1) - أحمد صلاح عطية، مرجع سابق، ص 102، 103.

(2) - أبو العلا إبراهيم محمد، بورصات الأوراق المالية والقطن. مصر: كوس توماس وشركاه، 1970، ص 66.

(3) - خليل هندي، أنطوان الكاشف، مرجع سابق، ص 58.

ثانياً: أوجه الاختلاف.

مما لاشك فيه أن هناك اختلافات جوهرية بين الأسهم والسندات التي تعتبر من أهم العوامل التي تؤثر على قرار اختيار أساليب التمويل المناسبة ويمكن إظهار الاختلاف فيما يلي:

جدول رقم (6): مقارنة السندات بالأسهم

السندات	الأسهم
-السندات دين على الشركة المصدرة. -حامل السندات دائنوا الشركة المصدرة. -يحصل أصحاب السندات على فائدة محددة مسبقاً. -يحصل أصحاب السندات على فوائد بغض النظر على توافر أو حجم هذه الأرباح. -عند تصفية الشركة المصدرة يستوفى حملة السندات حقوقهم قبل أن يحصل حملة الأسهم على أي جزء من حقوقهم. -السندات اجل معين يتوجب على الشركة المصدرة خلاله أن تسدد قيمتها لأصحابها. -ليس لأصحاب السندات الحق في المساهمة بإدارة الشركة عن طريق التصويت. -أن ضمان السندات بعض أصول الشركة أو جزء منها. -القيمة الجارية للسندات تتحدد انطلاقاً من سعر الفائدة الاسمي. -تعتبر فوائد السندات من النفقات أي أنها لا تخضع للضريبة.	-الأسهم تمثل حقوق ملكية للشركة المصدرة. -حاملوا الأسهم أصحاب الشركة المصدرة. -يحصل المساهمون على جزء من الأرباح يتوقف على عدد الأسهم. -أن حصول حامل السهم على عوائد يرتبط بوجود الأرباح واتخاذ القرار بتوزيعها. -عند التصفية يحصل أصحاب الأسهم على حقوقهم ولكن بعد تسوية أصحاب السندات. -الأسهم ليس لها اجل محدد لأنها ترتبط بوجود الشركة المصدرة. -أصحاب الأسهم يتمتعون بحق المشاركة في إدارة الشركة. -أن ضمان حقوق المساهمين ينصب على موجودات أو أصول الشركة ككل. -القيمة الجارية للسهم(القيمة السوقية)تتحدد على أساس مقدار العائد الذي يدره السهم ومعدل الفائدة. -عوائد الأسهم تعتبر توزيعاً للأرباح أي أنها تخضع للضريبة.

المصدر: خليل هندي، أنطوان الكاشف، مرجع سابق، ص58.

المطلب الثاني: البدائل الشرعية للسندات الربوية وأنواعها.

بعد العرض السابق حول السندات يبدو أنها كلها تجر نفعا (فائدة) للمقرض، والإقراض والاقتراض بفائدة محرم شرعا لأنه من الربا وهو أحد الموبقات، وهذا ما اتفق عليه علماء العصر وأفتوا به، كما اتفقت على تحريمها المجتمعات الفقهية التابعة لرابطة العالم الإسلامي، ومنظمة المؤتمر الإسلامي، وهيئات الرقابة الشرعية في البنوك الإسلامية، بل يمكن القول بثقة أنه حكم مجمع عليه من قبل العلماء المسلمين⁽¹⁾.

الفرع الأول: مفهوم الصكوك الاستثمارية الإسلامية.

في القاموس الاستثماري، أدرج لفظ الصكوك كبديل أساسي ومنافس للسندات في عملية الاقتراض المشترك، بل باتت الصكوك وسيلة نشطة في مجال الاستثمار وذلك للمزايا الجذابة التي تتمتع بها أبرزها وهي قابليتها للتداول.

(1) - سالم بن حمزة بن أمين مدني، الأحكام الفقهية المترتبة على تحريم سندات القرض، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006، ص04.

أولاً: مفهوم الصكوك في اللغة.

جاء في الصحاح «صكه ضربه...ومنه قوله تعالى ﴿فصكت وجهها﴾، والصك: كتاب وهو فارسي معرب، والجمع أصك، وصكاك وصكوك»⁽¹⁾.

قال النووي: الصكوك والصكاك جمع صك وهو الورق المكتوب بدين ويجمع أيضا على صكوك، والمراد هنا الورق التي تخرج من ولي الأمر بالرزق لمستحقه بأن يكتب فيها الإنسان كذا وكذا من طعام أو غيره⁽¹⁾.

ثانياً: مفهوم الصكوك في الاصطلاح.

الصكوك هي التسمية العربية للوثائق المالية البديل الإسلامي للسندات التقليدية في النظام التقليدي⁽²⁾، وهي تصدر مقابل أصول غالباً ما تكون عقارية أو أصول أو أوراق مالية ذات عائد، والصكوك تكون على مدى متوسط أو طويل الأجل (خمس سنوات أو أكثر).

ويتم الاكتتاب فيها من عدة جهات، وتحصل الشركة المصدرة لها على نقد فوري مقابل هذه الصكوك بفائدة أو ربح سنوي ثابت، ويمكن تداول هذه الصكوك من قبل الجهات المالية التي أصدرتها، ويمكن أيضاً تحويلها إلى أسهم إذا كانت صكوكاً قابلة للتحويل.

قد عرفت الصكوك الاستثمارية الإسلامية من قبل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها: «وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله»⁽³⁾.

والتصكيك (Securitization) من أبرز أنواع التمويل المهيكل Structured Finance، حيث يتم من خلال التمويل المهيكل توزيع مخاطر التمويل على عدة أطراف من خلال استحداث شركة أو عدة شركات ترتبط فيما بينها ومع غيرها بمجموعة من الاتفاقيات⁽⁴⁾.

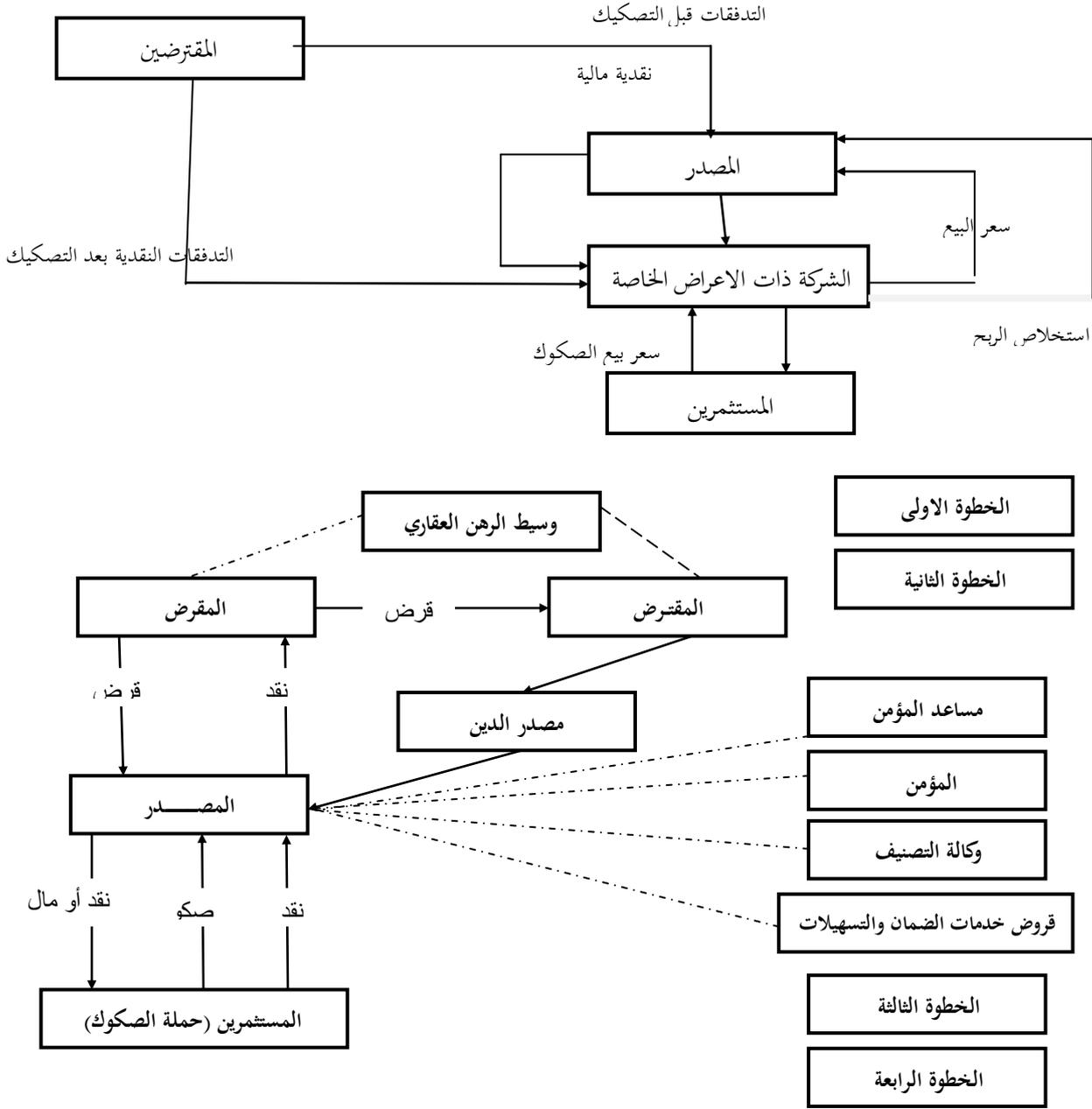
(1) - يحيى بن شرف النووي، صحيح مسلم بشرح النووي. بيروت: دار إحياء التراث العربي، بيروت 1992، ص 171.

(2) - Hamed Rasool, Sukuk (Islamic Bond), Training Workshop On Sukuk, Avani, Lahore, 27th August 2008, p02.

(3) - المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. البحرين: 2007، ص 688.

(4) - محمد بن إبراهيم السحيباني، عبد الله بن محمد العمراني، حامد بن حسن ميرة، التصكيك في الأسواق المالية: حالة صكوك الإجارة (نظرة فقهية واقتصادية): عرض مقدم لندوة الأسواق المالية الثانية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 1 جمادى الثانية 1431هـ - 2008م، ص 03.

شكل رقم 09 : خطوات عملية التصكيك



المصدر: ناصر الاحم، صناعة السندات الإسلامية (الصكوك) ما بين 2001-2009 www.kantakji.com - تاريخ الاطلاع: 2010/08/15.

الخطوة الأولى: يتحصل المقترض على قرض من المقرض وذلك بمساعدة من الوسيط، في كثير من الحالات المقرض وسمسار الرهن العقاري ليس لديهم مزيد من التفاعل مع المقترض بعد تقديم القرض. الخطوة الثانية: يقوم المقرض ببيع القرض لمصدر الصكوك، ويقوم بعدها المقترض بتسديد الدفعات الشهرية لمساعد الأمين.

الخطوة الثالثة: يقوم مصدر الصكوك ببيع الصكوك للمستثمرين، ويساعد المغطي في عملية البيع.

الخطوة الرابعة: يقوم مساعد الأمين بجمع الدفعات الشهرية من المقترض وتحويلها للمصدر، ثم يقوم بمساعدة الأمين بإدارة القروض المتأخرة وفقاً للشروط المنصوص عليها في اتفاق تجميع وتقديم الخدمات.

وقد ظهر مفهوم التصكيك Securitization في العصر الحديث في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1880م، وقد قصد منه في البداية تصكيك الديون والرهونات كالديون العقارية وديون شراء السيارات عام 1985، ثم ديون بطاقات الإئتمان عام 1986، ثم أقساط التأمين عام 1990⁽¹⁾، ثم تحولت عملية التصكيك لتشمل كافة الأصول المالية، وأطلق البعض على هذه العمليات مسمى السنددة أو التوريق، وذلك بعد تحويل الديون أو الأصول الإنتاجية إلى صكوك يتم تداولها في سوق ثانوية⁽²⁾.

وتتم عملية التصكيك من خلال قيام مؤسسة ما بتجميع أصولها غير السائلة، وتحويل ملكيتها إلى صندوق أو مؤسسة أخرى تقوم بإصدار صكوك تساندها تلك الأصول، ومن ثم تقوم بإتاحتها للتداول في لأسواق المالية، بعد أن يتم تصنيفها ائتمانياً⁽³⁾، وكذلك بعد خضوعها لعدد من الإجراءات الفنية*.

ثالثاً: التصكيك في التاريخ الإسلامي.

تختلف عملية التصكيك الإسلامية عن التقليدية في ضرورة وجود الأصول التي تم تصكيكها، فلا يجوز أن تكون ديوناً، وكذلك لا بد أن تكون الصكوك الإسلامية مطابقة للمواصفات والمعايير والضوابط الإسلامية. ويرجع كثير من الباحثين عملية التصكيك في التاريخ الإسلامي إلى تجربة صكوك الطعام التي أشار إليها النووي (676هـ) في شرحه على مسلم عندما قال أبو هريرة لمروان بن الحكم أحللت بيع الصكوك وقد نهي رسول الله عن بيع الطعام حتى يستوفي، فخطب مروان الناس فنهى عن بيعها⁽⁴⁾.

وليست هذه التجربة هي التجربة الوحيدة، فقد ازدهرت الصكوك في العصر العباسي بشكل كبير من خلال ما أطلق عليه السفتجة في ذلك الوقت، وكانت السفتجة تقوم بدور الحوالة أو الشيك في وقتنا الحاضر، فالسفتجة أن يعطي شخص لآخر مالا، وللأخذ مال في بلد المعطي، فيوفيه ماله في المكان الذي يقصده⁽⁵⁾، وقد

(1)- محمد بن إبراهيم السحيباني، عبد الله بن محمد العمري، حامد بن حسن ميرة، مرجع سابق، ص 04.

(2)- أحمد إسحاق الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في تخصص الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن، 1426هـ-2005م، ص 03.

(3)- كمال توفيق حطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدي، 31 ماي إلى 3 جوان 2009م، ص 8.

* في إطار عمل صندوق النقد الدولي المتعلق بإدارة مخاطر الالتزامات السيادية وتطوير أسواق رأس المال، فقد تزايدت طلبات تقديم المشورة الفنية من قبل الدول الأعضاء. وقد قدم الصندوق عدداً كبيراً من المشورات الفنية بشأن إصدار الصكوك كبديل للأدوات التقليدية، ولا شك أن مشورات صندوق النقد الدولي للدول الأعضاء هي أقرب إلى الإلزام، ولذلك يتوقع تزايد إصدار الصكوك في الدول الأعضاء خلال السنوات القادمة، حيث يتوقع تطور حجم إصدار الصكوك من 70 مليار عام 2004، إلى 150 مليار دولار عام 2010، ويتوقع أن يبلغ حجم الإصدار 30 مليار دولار سنوياً، أنظر: المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية: الراصد المالي الإسلامي (الأزمة المالية العالمية، تحاليل ومعالجات، رؤية إسلامية) ديسمبر 2008، ص 110 نقلاً عن: أندي جويست وآخرون: نشرة صندوق النقد الدولي 19 سبتمبر 2007.

(4)- يحيى بن شرف النووي، مرجع سابق، ص 171.

(5)- كمال توفيق حطاب، مرجع سابق، ص 9.

انتشرت هذه السفاتيح بشكل كبير في العصر العباسي، وقد لجأ الولاة في البداية إلى هذا الأسلوب في إرسال ما زاد من دخول ولايتهم، ففي عام 313هـ أرسل ولي مصر والشام سفاتيح بقيمة 47000 دينار إلى بغداد.

كما استخدمت السفتحة من قبل التجار لتصفية حساباتهم بين الأقطار المختلفة بكتابة السفاتيح إلى وكلائهم.

رابعا: أهمية عملية التصكيك.

لقد شهدت عملية التصكيك تطورا كبيرا وأهمية متزايدة في الآونة الأخيرة*، ويرجع ذلك إلى المبررات التالية⁽¹⁾:

- تعتبر عملية التصكيك هي المناخ الأكثر أماناً للكثير من المؤسسات وجمهور المتعاملين، وذلك بسبب إجراءات الاحتياط والرقابة المشددة التي تمارسها المؤسسات المسؤولة عن عمليات التصكيك.
- تصكيك الأصول من أفضل الوسائل للحصول على رأس مال كاف وبكلفة مناسبة.
- إمكانية اشتراك أكبر عدد ممكن من الأفراد والمؤسسات في العملية الاستثمارية.
- مساعدة المؤسسات المالية في الموازنة بين آجال الموجودات والمطلوبات تحسباً لإدارة السيولة.
- يستخدم التصكيك أو التوريق كأداة لإدخال التوازن بين توزيع المخاطر قطاعياً وجغرافياً.
- إنقاص حجم رأس المال الضروي للوفاء بمتطلبات كفاية رأس المال وفقاً لشروط لجنة بازل.
- إن سرعة عمليات التصكيك على المستوى الدولي تراجع إلى تزايد استغلال التكنولوجيا وتوليد المعلومات من خلال الشبكات الدولية الواسعة والحواسيب فائقة السرعة، حيث يمكن للمؤسسات المالية التعرف بشكل دقيق على فرص الاستثمار عن ملايين الأصول المالية المبعثرة حول العالم خلال فترة وجيزة وبأقل كلفة.

- التقارب المتزايد بين أسواق المال في كافة أقطار العالم خفض من كلفة التمويل وزاد من كفاءته.

خامسا: خصائص الصكوك الإسلامية⁽²⁾:

هناك خصائص تميز الصكوك الإسلامية عن غيرها من أدوات الاستثمار الأخرى، وساهمت في انتشارها انتشاراً واسعاً، ولعل من أهم هذه الخصائص ما يلي:

- أنها وثائق تصدر باسم مالكيها بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكيها فيما يمثله من حقوق في الأصول والمنافع الصادرة مقابلها.

* انتشرت عملية التصكيك بشكل واسع في الدول الغربية، حتى لجأت بعض الأندية الرياضية إلى تصكيك أصولها، وطرح صكوكها في الأسواق المالية، حيث ترتفع مؤشراتهما بفوز النادي وتنخفض بهزيمته.

(1) - أحمد الأمين، مرجع سابق، ص 5-6.

(2)-Hamed Rasool, Sukuk (Islamic Bond), Training Workshop On Sukuk, Avari, Lahore, 27th August 2008

- تمثل حصة شائعة في ملكية الأصول أو منافع أو خدمات يتعين توفيرها، ولا تمثل ديناً على مصدرها لحاملي الصكوك.
- أنها تصدر بعقد شرعي بضوابط شرعية بين طرفيها، وآلية إصدارها وتداولها والعائد عليها.
- يكون تداول الصكوك بناء على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها.

الفرع الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية وآلية إصدارها.

شهدت الدول الغربية تطورات هائلة في مجال التصكيك، وكذلك شهدت المنطقة الإسلامية تطورات متسارعة في ميدان الصكوك الإسلامية*، غير أن التجربة الغربية كانت في معظمها في مجال تصكيك الديون، بعكس التجربة الإسلامية التي تشترط وجود الأصول قبل تصكيكها، وهو الأمر الذي يحفظ لهذه الأصول قيمتها ويجول دون المقامرات والمضاربات التي رافقت توريق الديون، وما أدتا إليه من أزمة مالية علمية متسلسلة لا تكاد تتوقف أو تنتهي.

وبشكل عام فقد أشارت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى وجود أكثر من أربعة عشر نوع من الصكوك الإسلامية**، غير أن الصكوك الأكثر انتشاراً واشتهاراً يمكن حصرها وتقسيمها إلى الأقسام التالية:***

➤ الأدوات التمويلية القائمة على المشاركة.

➤ الأدوات التمويلية القائمة على البيع.

➤ الأدوات التمويلية القائمة على الإجارة.

أولاً: الأدوات التمويلية القائمة على المشاركة.

وهي الأدوات التمويلية القائمة التي تكون فيها العلاقة بين المصدر وحملة الصكوك هي علاقة مشاركة.

1- صكوك المقارضة:

أ- تعريف صكوك المقارضة: هي من البدائل التي أقرها مجلس مجمع الفقه الإسلامي في دورة مؤتمره الرابع بجدة في 1407هـ، وتعرف على أنها الوثائق موحدة القيمة، والصادرة بأسماء من يكتبون فيها، مقابل دفع القيمة المحررة فيها، وذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح أو الإيرادات المتحققة من المشروع المستثمر فيه، بحسب

* لهذا السبب تأسس مركز إدارة السيولة في البحرين من أجل مساعدة المؤسسات التي ترغب في الاستفادة من التوريق على تحديد الأصول المناسبة لمساندة عملية الإصدار وتأطير آليات الأصول وإصدار الصكوك.

** تصنيف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI).

*** تنقسم الصكوك الإسلامية إلى أنواع عديدة باعتبارها مختلفة، فباعتبار الجهة المصدرة هناك صكوك سيادية تصدرها حكومات، وصكوك عادية تصدرها شركات ومؤسسات، كما أن بعض أنواع الصكوك تنفرع إلى أنواع ومسميات أخرى عديدة، ولذلك فإنه يصعب جدا حصر أنواع الصكوك في عدد معين.

النسب المعلنة على الشيوخ، مع مراعاة التصنيفية التدريجية المنتظمة لرأس المال المكتتب فيه، عن طريق تخصيص الحصة المتبقية من الأرباح الصافية لإطفاء قيمة السندات حتى السداد التام⁽¹⁾.

ومن الأمثلة على صكوك المضاربة تلك الصكوك التي أصدرها مصرف شامل البحريني بقيمة 360 مليون ريال سعودي، وتعتبر هذه الصكوك والتي اشتهرت باسم سندات المقارضة من أقدم وأشهر الصكوك الإسلامية في العصر الحديث، وترجع فكرتها الأولى إلى الدكتور سامي حمود عند وضع قانون البنك الإسلامي الأردني، وقد كان المقصود منها في ذلك الوقت إيجاد البديل عن سندات القروض الربوية التي تصدرها البنوك الربوية.

وفي مرحلة تالية عرض سامي حمود فكرة سندات المقارضة على وزارة الأوقاف الأردنية، وذلك من أجل إعمار الممتلكات الوقفية، فتشكلت لجنة لهذا الغرض وصدر قانون خاص مؤقت برقم (10) لعام 1981 ونشرت في الجريدة الرسمية⁽²⁾.

وقد أصدرت حوالي 37 شركة ومصرفاً إسلامياً شهادات مضاربة تقترب في فكرتها من سندات المقارضة.

ب- أنواع صكوك المقارضة: يمكن أن تختلف هذه الصكوك باختلاف نوع المضاربة فيمكن أن تكون كالتالي⁽³⁾:

- صكوك المضاربة المطلقة: هي صكوك تصدرها الشركة التي ترغب في الحصول على الأموال لاستثمارها، وتعطى هذه الصكوك لحاملها الحق في الحصول على نسبة شائعة من الأرباح الناتجة عن الاستثمارات المختلفة للشركة طبقاً لقاعدة الصندوق العام للتمويل والاستثمار، حيث أنها لا تكون مخصصة لمشروع معين، بل يخول للمضارب الحق في استثمارها في أي مشروع⁽⁴⁾.
- صكوك المضاربة المقيدة: وتفيد هنا بمشروع معين كالاستثمار في العقارات أو الاستثمار في مصانع السيارات أو غيرها.
- صكوك المضاربة المستمرة: وهي التي لا يستحق رأس مالها إلا بعد انتهاء المشروع وبالطبع مع الربح وبقاء رأس ماله.
- صكوك المضاربة المحدودة أو (المستردة بالتدرج): وتحدد هنا الجهة المصدرة تواريخاً بمثابة محطات يمكن لأصحابها أخذ أرباحهم إن وجدت واسترجاع قيمة صكوكهم.

وتنطوي تحت هذا النوع كل أنواع الأوراق المالية القائمة على أساس المضاربة مهما اختلف اسمها من سندات أو صكوك أو شهادات وعلى سبيل الذكر لا الحصر:

(1)- عمر مصطفى جبر إسماعيل، سندات المقارضة وأحكامها في الفقه الإسلامي. الأردن: دار النفائس، الطبعة الأولى، 2006، ص 84.

(2)- عثمان شبير، المعاملات المالية المعاصرة. عمان: دار النفائس، 1996، ص 188.

(3)- بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 132.

(4)- قتيبة عبد الرحمن العاني، صكوك المضاربة الإسلامية-التخريج الفقهي والتصوير الفني-، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006، ص 28.

- ✓ شهادات الاستثمار الإسلامية: حيث قام البنك الإسلامي للتنمية بإصدار هذه الشهادات، وهي شهادات استثمار مخصصة لتمويل تجارة الدول الإسلامية، فيقوم البنك بدور المضارب وله من صافي الأرباح 5% و 5% من الأرباح تبقى لدعم المركز المالي و 90% لأصحاب الشهادات كل بنسبة مما يملك.
- ✓ شهادات ودائع الاستثمار: التي تصدر عن بيت التمويل الكويتي حيث تعتبر بيت التمويل الكويتي هو المضارب وصاحب الشهادة هو رب المال وهي تقوم على أساس عقد مضاربة مطلق أو مقيد ويتفق على مدتها مع مشتريها بشرط أن لا تقل عن سنة واحدة ويجوز تجديد مدة الشهادة بناء على رغبة صاحبها فتكون بهذا محدودة الأجل.

3- صكوك المشاركة:

أ- تعريف صكوك المشاركة: هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تمويل نشاط على أساس المشاركة، ويصبح المشروع ملكا لحامل الصكوك، وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة.

والمشاركة عقد يتم بين اثنين على مساهمة كل منهم بمبلغ من المال -يسمى رأس المال- من أجل اشتراك في تمويل مشروع استثماري معين فيما بينهم، على أن يقسم الربح على ما يتفقون عليه والخسارة على قدر رأس مال كل منهم، وبعبارة أخرى المشاركة تعني الاشتراك في الربح والخسارة من مشروع استثماري. ومن أمثلتها صفقة صكوك طيران الإمارات بمبلغ 550 مليون دولار أمريكي وذلك لتطوير وإنشاء مبنى جديد للشركة.

ب- أنواع صكوك المشاركة: تنقسم إلى قسمين:

أ- صكوك المشاركة الدائمة: وهي تشبه كثيرا نظام الأسهم الدائمة مع إمكانية دخول المصدر بنسبة معينة في رأس مال المشروع وطرح الباقي على شكل صكوك للاكتتاب سواء أكانت الإدارة للمصدر أو لحملة الصكوك أو لطرف ثالث محدد، وتقوم مقام طرح أسهم جديدة حيث يقوم المصدر بالتوسع أو إنشاء مشروع موازي فيقوم باعتباره شخصية معنوية بالتكفل بقسط من المال والباقي يطرح للاكتتاب⁽¹⁾.

ب- صكوك المشاركة المحدودة: وهي المؤقتة بفترة زمنية محددة، والتي تحدد بفترة زمنية متوسطة وتكون بانتهاء المشروع أو بانتهاء الموسم أو انتهاء الدورة الصناعية... الخ وتكون نهايتها وفقاً لإحدى الصورتين⁽²⁾:

- صكوك المشاركة المستردة بالتدرج: حيث تسترد قيمة هذه الصكوك وفق أقساط دورية ويصرف لحاملها من الأرباح إن وجدت ما بقي له من رصيد لم يستحق بعد.

(1)- المرجع السابق، ص132.

(2)- لعامة جمال ورايس حدة، تحديات السوق المالي الإسلامي، بحث مقدم للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة، الجزائر، يومي 21 و22 نوفمبر 2006، ص12.

• صكوك المشاركة المستردة في نهاية المدة (المنتهية بالتملك إلى المصدر): وهنا في نهاية المشروع يقوم المصدر بإعادة شراء هذه الصكوك من أصحابها بالسعر الحقيقي ويكون ذلك في حالة التصفية الإجبارية مثلا عند قيام مشروع حفر منحج ففي نهاية المشروع يقوم المصدر بإعادة تقييم الآلات والتجهيزات المستعملة وإعطاء قيمتها إلى أصحاب الصكوك، في حين يمتلك هو هذه الآلات والتجهيزات.

ومن أمثلتها صفقة صكوك طيران الإمارات بمبلغ 550 مليون دولار أمريكي وذلك لتطوير وإنشاء مبنى جديد للشركة⁽¹⁾.

3- صكوك المزارعة:

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع للمزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول، حيث يقوم البنك بشراء أرض زراعية ثم يقسم ثمنها على حصص يصدر بها صكوكا تباع للجمهور، ثم يتعاقد البنك مع شخص آخر ليقوم بسقي الزرع والقيام به، وللبنك أن يختار أحد الخيارات التالية الثلاث التالية⁽²⁾:

أ- أن يتولى هو القيام على الزرع بجزء مشاع معلوم من المحصول.

ب- أن يشترك في رأس المال فيكون من الملاك.

ج- أن يتولى فقط الإشراف على المشروع وإدارته مقابل أجر معلوم.

ثانيا: الأدوات التمويلية القائمة على البيع.

الأدوات التمويلية القائمة على البيع يكون فيها العقد قائم بين جهة الإصدار والطرف الآخر وهم حملة الصكوك على عقد البيع .

1- صكوك السلم:

تقوم فكرة صكوك السلم أساسا على عقد السلم، والسلم هو بيع شيء موصوف في الذمة إلى أجل معلوم بثمن معجل، وهي صكوك تمثل ملكية شائعة في رأس مال السلم لتمويل شراء سلع يتم استلامها في المستقبل ثم تسوق على العملاء، ويكون العائد على الصكوك هو الربح الناتج عن البيع، ولا يتم تداول هذه الصكوك إلا بعد أن يتحول رأس المال إلى سلع، وذلك بعد استلامها وقبل بيعها، وتمثل الصكوك حينها ملكية شائعة في هذه السلع⁽³⁾.

ولعلّ المثال العملي على صكوك السلم هو ما قامت به حكومة البحرين من اختيار الألمنيوم ليكون الأصول

(1)- كمال توفيق خطاب، مرجع سابق، ص 05.

(2)- أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص 341.

(3)- محمد فؤاد أحمد محيسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، دراسة مقدمة لمنظمة المؤتمر الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، ص 30.

الأساسية لعقد السلم، وذلك بتفويض بنك البحرين الإسلامي بإعطاء وعود لبيع الألمنيوم إلى المشتري بتاريخ مستقبلتي محدد مقابل دفع كامل الثمن مقدماً⁽¹⁾.

2- صكوك الاستصناع:

هي في حقيقتها كصكوك السلم فهي صكوك تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن مؤجل، والسلعة مؤجلة التسليم هي من قبيل الديون العينية، لأنها موصوفة تثبت في الذمة، إلا أنه يجوز تأجيل ثمنها، والمبيع في الحالتين لا يزال في ذمة الصانع أو البائع بالسلم، وتعرف على أنها وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحامل الصكوك⁽²⁾.

ومثال عليها صكوك الدرة بالبحرين، حيث ستقوم بتمويل الاستصلاح والبنية التحتية الأساسية للمرحلة الأولى لإنشاء أكبر مدينة سكنية وترفيهية على الطراز العالمي بكلفة 1 بليون دولار أمريكي وقد اقترح عدد من الباحثين إصدار صكوك الاستصناع بحيث تتمكن شركات الملاحاة والطيران وغيرها من استصناع حاجاتها اللازمة من طائرات وسفن وفق احتياجات معينة، وذلك بإصدار صكوك استصناع مخصصة لتمويل البناء ضمن المواصفات المحددة⁽³⁾.

3- صكوك المراجعة:

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لتمويل شراء سلعة مراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحامل الصكوك، وقد اقترحها الدكتور سامي حمود في ندوة البركة الثانية في تونس سنة 1984 م، وذلك بطلب إنشاء شركة مساهمة إسلامية تمارس أعمال الإصدار المختلفة في صناديق المراجعة والإيجار والسلم، على أن يكون الإصدار الأول لصندوق المراجعة (1) التي تعرف بأنها صكوكا متساوية القيمة منبثقة من عملية قائمة على عقد المراجعة (المراجعة بأمر الشراء) حيث تمثل هذه الصكوك ملكية جزئية من رأس مال السلعة المباعة بالمراجعة، إذ يقسم رأس مال المراجعة إلى أجزاء متساوية كل جزء يمثل حصة معبرا عنها بصك يتم إصدارها وفق الآلية التالية⁽⁴⁾:

تتقدم بالوعد بالشراء للبنك بمواصفات الشيء المراد شراؤه، فيقوم البنك بالبحث عن هذا الشيء وتحديد قيمته (قيمة شرائه) فيطرح بذلك صكوك المراجعة مجموعها بقيمة هذا الشيء المراد شراؤه فتملك هذه السلعة لأصحاب الصكوك وبعد ذلك تقوم ببيعها (حملة الصكوك ممثلين فيمن يوكلهم) عن طريق أقساط للواعد بالشراء وفق ربح معلوم ومحدد، والقائم على العملية يكون هو البنك الذي يأخذ مقابل ذلك أجرا من طرف حملة الصكوك لكونه وكيلا عنهم.

(1)- كمال توفيق حطاب، مرجع سابق، ص 03.

(2)- وليد خالد الشايجي، عبد الله يوسف الحجي، صكوك الاستثمار الشرعية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006، ص 913.

(3) المرجع السابق، ص 02.

(4)- بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 135.

ومثال على صكوك المرابحة ما قام به بنك أركايتا البحريني من تنظيم إصدار صكوك مدعومة بالمرابحة متعددة العملات بقيمة 200 مليون دولار.

ثالثا: الأدوات التمويلية القائمة على الإجارة.

1- تعريف صكوك الإجارة.

تمثل صكوك الإجارة حصة شائعة في ملكية أصول متاحة للاستثمار، سواء كانت أصول حقيقية أو منافع، أو خدمات أو مزيج من ذلك كله، وهي أشهر أنواع الصكوك على الإطلاق تقريبا ثلث الصكوك المصدرة وهي كما يلي:

أ- صكوك ملكية الأصول: وهي أكثر أنواع الصكوك الإسلامية انتشاراً، وهي مالك موعود باستئجار أصل ما، يعرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح مملوكة لحملة الصكوك.

ب- صكوك ملكية المنافع: وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين، موجودة بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب، وتصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك.

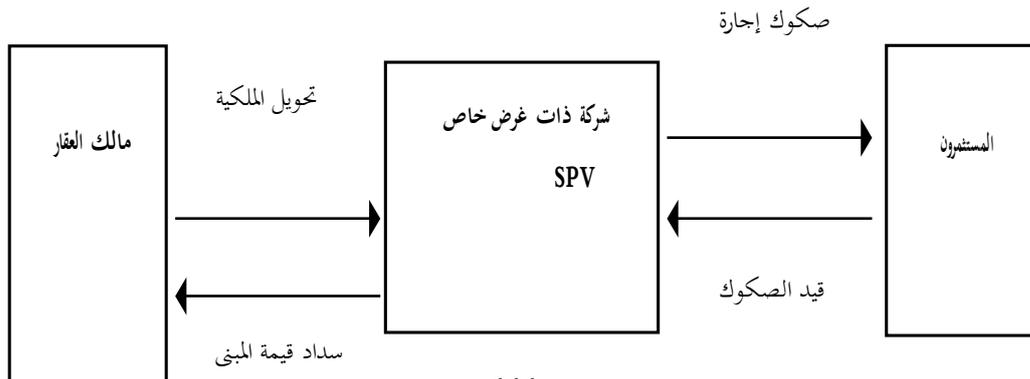
ت- صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة أو (الموصوفة في الذمة): هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة موجود (مستأجر)، يعرض إعادة إيجارها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك.

ث- صكوك ملكية الخدمات من طرف معين أو (من طرف موصوف الذمة): هي وثائق متساوية القيمة تصدر بغرض تقديم الخدمة من طرف معين واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمة مملوكة لحملة الصكوك.

2- آلية إصدار صكوك الإجارة.

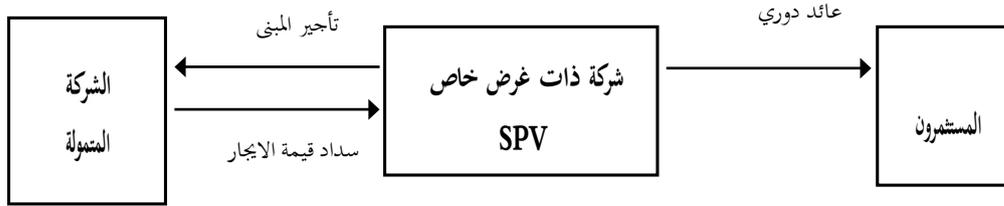
على سبيل المثال، قد ترغب شركة في تمويل شراء عقار من خلال إصدار صكوك إسلامية (يطلق عليها بالشركة المتمولة)، بعد البحث إذا وجدت الشركة العقار وتفاوضت على السعر النهائي للشراء تنشئ الشركة المتمولة شركة ذات غرض خاص SPV، تصدر الشركة ذات الغرض الخاص صكوك إجارة للمستثمرين بقيمة مبلغ الشراء وتحصيل القيمة، تستخدم حصيلة هذه الأموال في سداد قيمة المبنى، ونقل ملكيته إلى الشركة ذات الغرض الخاص، كما هو مبين في الشكل التالي:

شكل رقم (10): المرحلة الأولى لآلية إصدار صكوك الإجارة.



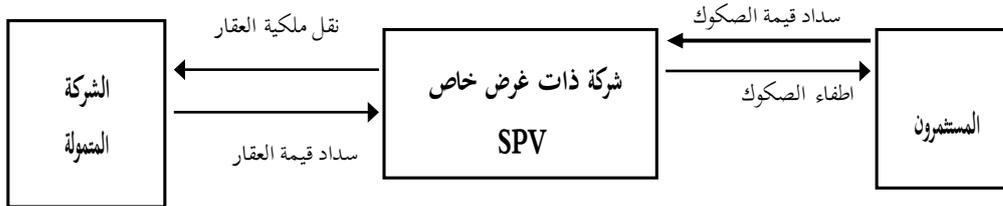
توجد الشركة ذات الغرض الخاص العقار للشركة الممولة (بوعدها بإعادة شراء المبنى من الشركة ذات الغرض الخاص بسعر متفق عليه عند الشراء)، وتحصل منها إيجاراً دورياً تحول إلى حملة الصكوك كعائد دوري كما هو موضح بالشكل التالي:

شكل رقم (11): المرحلة الثانية لآلية إصدار صكوك الإجارة.



تقوم الشركة الممولة بتنفيذ الوعد بإعادة شراء العقار من الشركة ذات الغرض الخاص بالسعر المتفق عليه، تسدد الشركة ذات الغرض الخاص المبلغ لحملة الصكوك وتنقل ملكية العقار للشركة الممولة كما هو موضح في الشكل التالي:

شكل رقم (12): المرحلة الثالثة لآلية إصدار صكوك الإجارة.



وقد ازداد عدد الدول التي أصدرت صكوك إجارة إسلامية ليشمل البحرين، حيث السوق المالية الإسلامية العالمية*، وقطر ولبنان وماليزيا، كما طرحت حكومة إمارة دبي ممثلة في دائرة الطيران المدني للاكتتاب العام صكوك الإجارة الإسلامية لجمع 750 مليون دولار بهدف تمويل أعمال المرحلة الثانية من مشروع توسعة وتطوير مطار دبي الدولي التي تقدر تكلفتها الإجمالية بنحو 4.1 مليار دولار.

ومن أكبر الإصدارات الإسلامية بعد مشروع مطار دبي الإصدار القطري (700 مليون دولار)، والإصدار الماليزي (600 مليون دولار) وإصدار البحرين (250 مليون دولار) وإصدار البنك الإسلامي للتنمية (400 مليون دولار) وكلها اعتمدت صكوك الإجارة.

ويتم استثمار النسبة الكبرى من الأموال الإسلامية في مجالات العقار وتمويل تأجير الطائرات والسفن وبعض مشاريع الطاقة والبنى التحتية.

* من بين أهداف السوق المالية الإسلامية العالمية تطوير سوق إسلامية علمية أولية وبالتالي خلق سوق رأس مال إسلامي، وقد بدأت البحرين بإصدار صكوك إسلامية تسمى صكوك السلم قيمتها 25 مليون دولار بشكل شهري، كما طرحت صكوك الإجارة مدتها خمس سنوات بقيمة مليون دولار عام 2005، وقد بلغ عدد البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية التي تنتمي لهذه السوق أكثر من 250 بنك وبيت تمويل إسلامي. أنظر موقع السوق المالية الإسلامية العالمية: www.iifim.net. تاريخ الاطلاع: 2010/08/02.

3- خصائص صكوك الإجارة⁽¹⁾:

- تتميز صكوك الإجارة بخاصية صلاحيتها للوسائط المالية لتمويل العديد من المشاريع، بحيث يمكن استخدامها لتمويل مشروعات ذات نفع عام أو استخدامها في المشاريع الخاصة.
- العائد على صكوك الإجارة قد يكون ثابتاً أو متغيراً.
- ملك العقار قد يكون التمويل لنفسه أو جهة مرتبطة به.
- صكوك الإجارة قد تكون قابلة للتداول لأنها تمثل ملكية في أصل حقيقي (العقار).
- صكوك الإجارة ذات مخاطر منخفضة نسبياً لأن عائدها (الإيجار) معروف مقدماً.

الفرع الثالث: مقارنة الصكوك الإسلامية بأدوات الاستثمار التقليدية⁽²⁾:

أولاً: أوجه الاتفاق بين الصكوك والسندات:

- كلاهما أوراق مالية متداولة غرضهما الأساس هو التمويل.
- من خلال الصكوك أو السندات يمكن أداء وتنفيذ الكثير من الوظائف المهمة كالتحكم في حجم السيولة النقدية وتمويل الأغراض المختلفة.
- تصنّف الصكوك والسندات -بشكل عام- بأنها أوراق مالية ذات استقرار كبير ومخاطر متدنية.

ثانياً: أوجه الاختلاف بين الصكوك والسندات:

- أن السندات ورقة مالية محرمة، والصكوك ورقة مالية مباحة مهيكلت على عقود شرعية.
- الصك يمثل حصة شائعة في العين أو الأعيان المصككة أو في العقود والأعيان المدرة للربح والمتمثلة في صيغة صكوك متداولة، في حين أن السند التقليدي يمثل قرصاً في ذمة مصدره.
- عوائد الصكوك ليست التزاماً في ذمة المصدر، وإنما عوائد الصكوك ناشئة عن ربح أو غلبة العقود التي بنيت هيكلتة الصكوك عليها، فلو كان الصك صك أعيان مؤجرة فعائد الصك متحقق من الأجرة التي يدفعها مستأجر الأعيان المصككة، وإن كان صك مضاربة فعائد الصك يتحقق من ربح المضاربة والمتاجرة في المجال الذي أنشئت الصكوك لأجله، بينما عوائد السندات هي التزام من المقترض (مصدر السند)، وهي ثابتة في ذمته يلزم الوفاء بها في مواعيد استحقاقها، وعليه يكون عائد السند التقليدي زيادة في القرض، ويكون بذلك من الربا المحرم.
- من الأهمية بمكان الإشارة إلى أن من أنواع السندات التقليدية المحرمة ما يسمى بالسندات المدعومة بالأصول Securities-backed asset والفرق بينها وبين الصكوك أن الصكوك ورقة مالية

(1) - محمد مبارك بصرمان، صكوك الإجارة الإسلامية -دراسة قانونية مقارنة بالشريعة الإسلامية-، الأردن: دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2011، ص28.

(2) - صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، من 31 ماي إلى 3 جوان 2009م، ص14.

تمثل أصولاً، وأما هذا النوع من السندات التقليدية Securities-backed asset فهي أوراق مالية تمثل قرضاً في ذمة المصدر موثقاً برهن وضمنان هو الأصول، وعليه فحق حامل الصك مقتصر على الأصول التي تمثلها الصكوك فحسب، بينما هذا النوع من السندات حق حامله متعلق بذمة المصدر، والأصول ضمنان ورهن.

ثالثاً: الفروق بين الصكوك والأسهم:

- الصكوك - بشكل عام - ورقة مالية قليلة المخاطر، بينما الأسهم ورقة مالية ذات مخاطر عالية.
- من جهة الشركة المصدرة أن الصكوك - في أغلب هياكلها - أداة تمويل خارج الميزانية، بينما الأسهم حصة مشاعة في رأس مال الشركة، وعليه فحامل الصك ممل الشركة المصدرة وأماً مالك السهم فهو شريك ومالك لحصة مشاعة في رأس مال الشركة.
- لما كانت الصكوك أداة مالية غرضها تمويل المصدر، فإنها - في الغالب - لا بد أن تكون مؤقتة ولها تاريخ استحقاق (إطفاء)، بينما الأسهم ورقة مالية غير مؤقتة.

وفيما يلي مقارنة الصكوك الإسلامية بأدوات الاستثمار التقليدية:

جدول رقم (7): مقارنة الصكوك الإسلامية بأدوات الاستثمار التقليدية

تمويل مباشر		تمويل مهيكّل		عناصر المقارنة
الأسهم	السندات	الصكوك التقليدية	الصكوك الإسلامية	
1600	1600	1970	1990	تاريخ التطبيق
ملكية حصة شائعة من أصول	مديونية (قرض)	مديونية مضمونة بأصول	ملكية حصة شائعة من أصول	العلاقة بين المصدر والمستثمر
العائد من استثمار الأصول	سعر الفائدة	سعر الفائدة	العائد من استثمار الأصول	مصدر العائد
قابلة للتداول	قابلة للتداول	قابلة للتداول	يعتمد على طبيعة الأصول	القابلية للتداول
تظهر في الميزانية	تظهر في الميزانية	خارج الميزانية	خارج الميزانية	المعاملة المحاسبية
منخفضة	مرتفعة	منخفضة	يعتمد على طبيعة الأصول	درجة المخاطرة
مؤقتة	غير مؤقتة	مؤقتة	مؤقتة	المدة

المصدر: محمد بن إبراهيم السحيباني، هيكل الصكوك الإسلامية، حلقة نقاش، وحدة البحوث بكلية الشريعة، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1429هـ.

المطلب الثالث: ضوابط ومخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية.

من خلال هذا المطلب سيتم التطرق للتوصيف الشرعي للصكوك الاستثمارية، وكذا الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية، ثم الشروط الواجب توفرها في مصدرها مخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية.

الفرع الأول: التوصيف الشرعي للصكوك الاستثمارية.

استقطبت سندات المقارضة - التي تم اقتراحها في الأصل لتمويل وإعمار الأراضي الوقفية في الأردن - معظم الجهود الفقهية التي بذلها العلماء المعاصرون حول مشروعية الصكوك الاستثمارية الإسلامية، وقد تجلّى ذلك في قرار مجمع الفقه الإسلامي في مؤتمره الرابع بجدة عام 1988 والخاص بالأحكام الشرعية المتعلقة بسندات المقارضة.

وكما سبق وأن عرفت سندات المقارضة بأنها أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه، بنسبة ملكية كل منهم فيه، ويفضل تسمية هذه الأداة الاستثمارية صكوك المقارضة⁽¹⁾.

فقد اشترط قرار المجمع توفر عدد من العناصر في هذه السندات لكي تبقى مقبولة شرعاً أن يمثل الصك حصة شائعة في المشروع وأن تستمر الملكية من بداية المشروع إلى نهايته، وأن يكون لها جميع حقوق المالك في ملكه، وأن يكون التداول بعد انتهاء فترة الاكتتاب، وعلى أن تكون غالب الموجودات من الأعيان والمنافع وليس من الديون أو النقود.

بعد ذلك جاء القرار بجواز تداول هذه الصكوك في ظل الشروط والضوابط الشرعية، ومما جاء في القرار المشار إليه:

1- يجوز تداول صكوك المقارضة في أسواق رأس المال إن وجدت بالضوابط الشرعية، وذلك وفقاً لظروف العرض والطلب، ويخضع لإرادة العاقدين، كما يجوز أن يتم التداول بقيام الجهة المصدرة في فترات دورية معينة بإعلان أو إيجاب يوجه إلى الجمهور تلتزم بمقتضاه خلال مدة محددة بشراء هذه الصكوك من ربح مال المضاربة بسعر معين، ويحسن أن تستعين في تحديد السعر بأهل الخبرة وفقاً لظروف السوق والمركز المالي للمشروع⁽²⁾.

كما بحث مجمع الفقه الإسلامي في دورته الخامسة عشر في سلطنة عمان موضوع صكوك الإجارة وقرر ما يلي⁽³⁾:

(1) - مجلة مجمع الفقه الإسلامي: الدورة الرابعة، جدة، 1408هـ - 1988م، الجزء الثالث، ص 2163.

(2) - المرجع السابق، ص 2163/3.

(3) - مجلة مجمع الفقه الإسلامي: الدورة الخامسة عشر، مسقط، عمان، 2004.

2- يجوز إصدار صكوك تمثل ملكية الأعيان المؤجرة وتداولها - إذا توافرت شروط الأعيان التي يصح أن تكون محلا لعقد الإجارة - كعقار وطائرة وباخرة ونحو ذلك ما دام الصك يمثل أعيان حقيقية مؤجرة من شأنها أن تدر عائدا معلوماً.

3- يجوز لمالك الصك أو الصكوك بيعها في السوق الثانوية لأي مشتر.

4- يستحق مالك الصك حصته من العائد - وهو الأجرة - في الآجال المحددة في شروط الإصدار منقوصاً منها ما يترتب على المؤجر نفقة ومؤونة وفق أحكام عقد الإجارة.

ويتضح من قراري مجمع الفقه الإسلامي حول صكوك المقارضة وصكوك الإجارة جواز إصدار وتداول هذه الصكوك وفق الضوابط الشرعية المنصوص عليها.

ويمكن القول بأن معظم الصكوك الإسلامية التي وجدت في دول عديدة فيما بعد ترجع في كثير من مضامينها وجزئياتها إلى فكرة صكوك المقارضة وصكوك الإجارة، ومع ذلك فقد وجدت فيما بعد تفاصيل وإضافات أخرى تتعلق بنوعية الصكوك أو المرحلة التي تظهر فيها هذه الصكوك، وهو ما سوف يتضح من خلال عرض خلاصة الحكم الشرعي في الصكوك الإسلامية.

خلاصة الحكم الشرعي في الصكوك الإسلامية:

يتفق العلماء على أن السندات الربوية هي شهادات بديون على الجهة المصدرة، والتي تكون هي الحكومة في الغالب، ولذلك فقد صدر قرار مجمع الفقه الإسلامي في دورته السادسة بتحريم التعامل بهذه السندات⁽¹⁾.

أما الصكوك الإسلامية فقد لوحظ أن عملية إصدار وتداول وحدات أو صكوك الاستثمار تمر عادة في خمسة مراحل، يمكن أن يكون لكل مرحلة من هذه المراحل حكم شرعي خاص بها. وهذه المراحل هي⁽²⁾:

- المرحلة الأولى: مرحلة التأسيس والاكتمال.
- المرحلة الثانية: مرحلة تجميع النقود قبل أن تتحول إلى أعيان أو منافع.
- المرحلة الثالثة: تحول النقود كلها أو معظمها إلى أعيان أو منافع أو حقوق معنوية.
- المرحلة الرابعة: تحول السلع والأعيان والمنافع إلى أثمان عاجلة نقود وآجلة ديون من خلال المراجعات والبيع الآجل بالتقسيط.
- المرحلة الخامسة: مرحلة التصفية عند توقف نشاط الشركة أو الصندوق.

وقد سلك العلماء المعاصرون مناهج متعددة في محاولة التوصل إلى الحكم الشرعي في كل مرحلة من المراحل المتقدمة، وذلك من خلال منهج الغلبة أو الكثرة، وذلك بالنظر في غلبة الديون أو النقود أو الأعيان أو المنافع، وكذلك من خلال قاعدة الأصالة أو التبعية، وقد رجح الدكتور قرة داغي الأخذ بقاعدة الأصالة والتبعية، ويعني

(1) - كمال توفيق خطاب، مرجع سابق، ص 18.

(2) - القرة داغي علي، أثر ديون ونقود الشركة أو المحفظة على حكم تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2003، ص ص 11-14.

ذلك أنه إذا كان المقصود الأساسي من الموجودات أو من نشاط الشركة أو الصندوق الاستثماري هو الأعيان والمنافع، فإنَّ تداول أسهم الشركة أو وحدات الصندوق أو صكوك الاستثمار جائزاً شرعاً⁽¹⁾.

وقد اعتمد هذا الرأي من قبل ندوات فقهية عديدة استناداً إلى عدد من القواعد الفقهية مثل قاعدة "الحكم للغالب" أو قاعدة "للأكثر حكم الكل"، وقاعدة "القليل يتبع الكثرة في العقود"⁽²⁾، حيث رجحت هذه الندوات أن التداول يكون جائزاً مادامت المنافع والأعيان والحقوق هي المقصودة أصلاً، ولا ينظر حينئذٍ إلى مقدار الديون أو النقود ولا نسبتها قلة أو كثرة.

وقد توصل قرة داغي إلى أنَّ الأصل هو نشاط الشركة وعملها وأغراضها المصرح في النظام الأساسي، فإذا كان هذا الغرض هو العمل في تجارة الأعيان والمنافع والحقوق عن طريق العقود الشرعية، كالمراجحة والإجارة والاستصناع ونحوها فإنَّ الديون أو النقود الناتجة مهما كثرت لا تؤثر في تداول أسهمها في حالات البداية قبل العمل أو النهاية بعد التصفية، وذلك لأنَّ العمل التجاري هو الأصل المتبوع المقصود وانَّ الديون أو النقود نتجت تبعاً لذلك العمل.

أمَّا إذا كان غرض الشركة هو التجارة في العملات أو الصرافة أو بيع الديون وشراؤها فقط، فإنَّ تداول أسهمها يحتاج إلى تطبيق قواعد الصرف أو أحكام بيع الديون.

وقد تبنيَّ هذا الرأي ندوة منبثقة عن مجمع الفقه الإسلامي بالتعاون مع المعهد الإسلامي للتدريب والبحوث في مقر البنك بجدة يوم السبت تاريخ 10 مارس 2007، وقد انتهى المشاركون في الندوة بالأغلبية إلى الآتي:

أولاً: يجوز التداول بالسعر المتراضي عليه حالاً أو مؤجلاً لأسهم الشركات والصكوك الاستثمارية ووحدات الصناديق الاستثمارية التي تمثل حصصاً شائعة في موجودات مختلطة من الأعيان والمنافع والحقوق والنقود والديون إذا كانت تلك الأسهم والصكوك والوحدات صادرة عن مؤسسات أو شركات غرضها ونشاطها مباح، وتعاملاتها الأساسية في الأعيان (السلع) والمنافع (الخدمات) والحقوق، وذلك باعتبار أنَّ النقود والديون التي توجد في تجارة الأعيان أو المنافع أو الحقوق، والديون أو النقود الناتجة عن تلك التجارة مهما كثرت لا تؤثر في التداول، مع مراعاة أنَّ الشركة إذا كانت جديدة، فإذا كانت جديدة فإنَّ التداول يكون بعد إعلان تأسيسها وشروعها في العمل بأموالها⁽³⁾.

ثانياً: مستند القول بالجواز إذا كانت الديون والنقود تابعة وأنه لا يشترط في التابع أن يكون أقل من المتبوع هو ما ورد من الأحاديث والقواعد الدالة على ذلك.

وفي ضوء ما تقدم فإنه يجوز تداول الأسهم أو الصكوك أو الوحدات الاستثمارية مهما كانت نسبة الديون أو النقود وفقاً للشروط المتقدمة والتي من أهمها: أن تحدد أغراض الشركة بأعمال الاستثمار في التجارة أو

(1) - كمال توفيق خطاب، مرجع سابق، ص 18.

(2) - العز بن عبد السلام، قواعد الأحكام في مصالح الأنام. بيروت: دار الكتب العلمية، ص 157.

(3) - كمال توفيق خطاب، مرجع سابق، ص 19.

الصناعة أو الزراعة من خلال العقود الشرعية، وان تكون أعمال البيع والشراء هي المقصودة أصالة والنقود والديون فدأت تابعة⁽¹⁾.

وقد ذهب أحد الباحثين إلى انه يمكن الأخذ بمبدأ التبعية إذا كانت النقود والديون غير مقصودة بذاتها، أما إذا كانت مقصودة بذاتها فيؤخذ بمبدأ الغالبية، على أن يؤخذ المعيار الذي يحقق مصلحة قيام بنية اقتصادية إسلامية قوية وما يكون فيه تحقيق مصلحة المجتمع والأفراد⁽²⁾.

ويبدو أن هذا الرأي هو الأرجح والأكثر مرونة وتوافقاً مع الأصول والقواعد والمقاصد الشرعية.

الفرع الثاني: الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية والشروط الواجب توفرها في مصدرها.

أولاً: الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية.

نظراً لاتساع تطبيق الصكوك عالمياً والإقبال العام عليها وما يثار حولها من ملاحظات وتساؤلات، قام المجلس الشرعي بهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بإعادة بحث موضوع إصدار الصكوك وتداولها في عدّة اجتماعات كان آخرها في مملكة البحرين بتاريخ 7 و8 صفر 1429 هـ الموافق 13 و14 فبراير 2008م. وبعد النظر فيما دار في هذه الاجتماعات والأوراق والبحوث التي قدمت فيها، فإن المجلس الشرعي - إذ يؤكّد على ما ورد بشأن الصكوك في المعايير الشرعية⁽³⁾ - يوصي المؤسسات المالية الإسلامية وهيئات الرقابة الشرعية أن تلتزم بما يلي:

1- الضوابط الشرعية عند إصدار الصكوك⁽⁴⁾:

أ- يجب أن تمثل الصكوك القابلة للتداول ملكية حملة الصكوك بجميع حقوقها والتزاماتها في موجودات حقيقية من شأنها أن تمتلك وتباع شرعاً وقانوناً، سواء أكانت أعياناً أم منافع أم خدمات وفقاً لما جاء في المعيار الشرعي رقم (17) بشأن صكوك الاستثمار، بند (2)، وبند 5-1-2، ويجب على مدير الصكوك إثبات نقل ملكية الموجودات في سجلاته، وألاً يبيّنها في موجوداته.

ب- لا يجوز أن تمثل الصكوك القابلة للتداول الإيرادات أو الديون إلاّ إذا باعت جهة تجارية أو مالية جميع موجوداتها أو محفظة لها ذمة مالية قائمة لديها، ودخلت الديون تابعة للأعيان والمنافع غير مقصودة في الأصل وفق الضوابط المذكورة في المعيار الشرعي رقم (21) بشأن الأوراق المالية.

هذا ويوصي المجلس الشرعي المؤسسات المالية الإسلامية أن تقلل في عملياتها من المدائنت، وتكثر من المشاركة الحقيقية المبنية على قسمة الأرباح والخسائر، وذلك لتحقيق مقاصد الشريعة.

(1) - الفرة داغي، مرجع سابق، ص ص 100-102.

(2) - أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية، أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، رسالة ماجستير، الجامعة الأردنية، 2005، ص 87.

(3) - Sibghatullah Ahsan, *Sukuk and its Legal and Regulatory Framework In Pakistan*, 27th August 2008.

(4) - كمال توفيق حطاب، مرجع سابق، ص 21.

ج- لا يجوز لمدير الصكوك سواء أكان مضارباً أم شريكاً أم وكياً بالاستثمار أن يلتزم بأن يقدم على حملة الصكوك قرضاً عند نقص الربح الفعلي عن الربح المتوقع، ويجوز أن يكون احتياطي لتغطية حالة التقصير الإمكان، بشرط أن يكون ذلك منصوصاً عليه في نشرة الاكتتاب، ولا مانع من توزيع الربح المتوقع تحت الحساب وفقاً للمعيار الشرعي رقم (13) بشأن المضاربة بند 8/8، أو الحصول على تمويل مشروع على حساب حملة الصكوك⁽¹⁾.

2- الضوابط الشرعية لتداول الصكوك⁽²⁾:

- أ- يجوز تداول الصكوك واستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط.
- ب- يجوز تداول الصكوك بأي طريقة متعارف عليها فيما لا يخالف الشرع، مثل القيد في السجلات أو الوسائل الإلكترونية أو المناولة إذا كانت لحاملها.
- ت- يجوز تداول صكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الموعود باستئجارها منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصكوك للموجودات وحتى نهاية أجلها.
- ث- لا يجوز تداول صكوك ملكية الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفي منها المنفعة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعينت جاز تداول الصكوك⁽³⁾.
- ج- يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفي من طرف معين قبل إعادة إجازة تلك الخدمات، فإذا أعيدت الإجازة كان الصك ممثلاً للأجرة.
- ح- لا يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفي من طرف موصوف في الذمة قبل تعيين الطرف الذي تستوفي منه الخدمة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعين الطرف جاز تداول الصكوك.
- خ- يجوز تداول صكوك الوكالة بالاستثمار بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع.
- د- يجوز تداول صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان حملة الصكوك مالكي الأرض.

غير أن هذه الضوابط والمعايير الشرعية لا زالت بحاجة إلى آليات الإلزام والتطبيق على المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، وقبل ذلك لا بد أن تطرح على الجامع والمجالس العلمية الفقهية إلى أن تجدد اتفاقاً أو إجماعاً عليها، وعندها فإن الانحراف عن تطبيق هذه المعايير يعتبر خروجاً عن أسس الصيرفة الإسلامية والاقتصاد

(1) - صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص 22.

(2) - المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 319-320.

(3) - محمد عبد الغفار الشريف، الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك، دراسة مقدمة لمنظمة المؤتمر الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، ص 09.

الإسلامي.

ثانيا: الشروط الواجب توافرها في مصدري الصكوك الاستثمارية الإسلامية.

من بين الضوابط التي ينبغي أن يلتزم بها مصدرو الصكوك بحسبانهم أطرافا في العقود التي تصدر الصكوك على أساسها، وذلك بغض النظر عن أوضاعهم المختلفة (بائع ، شريك، مؤجر، وكيل، وسيط، سمسار) وهي⁽¹⁾:

الضابط الأول: الالتزام التام بأحكام الشرع المتعلقة بالعقود التي تصدر الصكوك على أساسها.

فإذا كان من المتفق عليه أن كل الصكوك الإسلامية تصدر على أساس عقد من العقود المعتمدة، وكان من المتفق عليه أيضا أن لكل عقد من تلك العقود أحكاما خاصة به، فإن مقتضى ذلك أن يلتزم مصدرو الصكوك بتلك الأحكام التي تحكم تلك العقود التي تنتمي إليها الصكوك ، فعلى سبيل المثال من الأحكام المتعلقة بالمضاربة عدم ضمان المضارب رأس المال إلا إذا كان ثمة تعد أو تقصير، فهذا الحكم الخاص بالمضاربة ينبغي أن يكون حاضرا عند إصدار صكوك المضاربة، فلا يصح تجاوز هذا الحكم على مستوى الصكوك استنادا إلى عدم جواز تجاوزه على مستوى العقد نفسه، وعليه، فلا يجوز للمكتتبين تضمين مصدري صكوك المضاربة في حالة خسارة النشاط الاقتصادي الذي يدفع فيه بالصكوك للتمويل.

وينطبق هذا الأمر أيضا على صكوك الإجارة، ذلك أنه ينبغي الابتعاد عن الإضرار بالمستأجر أثناء عقد الإجارة، وعليه فمن المحظور شرعا أن يصدر المصدرون صكوك إجارة تتضمن إضرار مباشرة أو غير مباشرة بالمستأجر، كأن يتضمن الصك إطلافا الحرية للمكتتبين في إلغاء عقود الإجازات السابقة على ملكيتهم للأعيان المؤجرة التي تغدو بعد ملكا للمكتتبين.

إن مراعاة هذا الضابط من شأنه إبعاد الصكوك الإسلامية عن الوقوع في المخالفات الشرعية الصارخة التي تحول دون هذه الصكوك والقواعد الشرعية المقررة، فلئن كان الأصل مشروعية إصدار كافة الصكوك على أساس مختلف العقود الشرعية المعتمدة، فإن هذه المشروعية مشروطة بأن لا تتضمن الصكوك انتهاكا للأحكام الشرعية الثابتة لتلك العقود، وزبدة القول لا محظور شرعا في إصدارا مختلف أنواع الصكوك مادام ثمة التزام بالأحكام الشرعية التي تحكم عقود الصكوك.

(1) - قطب مصطفى سانو، في إصدار الصكوك والشروط الواجب توافرها في مصدريها: رؤية في منهجية صياغة الشروط، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الخامس عشر: أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006، صص 27، 30.

الضابط الثاني: مراعاة مقاصد معتبرة في الأموال والأعمال.

وهي* : الرواج، والوضوح، والحفظ، والثبات، والعدل، وبناء عليه فإن على مصدري الصكوك الإسلامية مراعاة مدى تحقق هذه المقاصد في الصكوك التي يصدرونها، فليس من الشرع في شيء إصدار صكوك لا يتحقق منها هذه المقاصد، كما ليس من الشرع التوسع في إصدار صكوك التي لا تحقق إلا قدرا يسيرا من هذه المقاصد، بل إنه من المحذور شرعا إصدار صكوك تحول دون تحقيق هذه المقاصد.

إن الالتزام بهذا الضابط من شأنه تحقيق التوازن فيما تشهده الساحة الإسلامية المعاصرة من توسع مبالغ فيه إصدار صكوك دون سواها، كما هو الحال في صكوك الإجارة، فعلى الرغم من مشروعية هذه الصكوك وخلوها في كثير من الأحيان من المخالفات الشرعية الواضحة، غير أنه من الحري تقريره أن هذه الصكوك تشهد حضورا طاغيا على حساب بقية الصكوك الإسلامية وخاصة صكوك المشاركة والمقارضة والسلم والاستصناع.

ففي حقيقة الأمر إن عقود المشاركة والمضاربة والسلم والاستصناع أكثر تحقيقا للمقاصد الخمسة من عقود الإجارة والمراجحة، الأمر الذي يجعل التوسع في التصكيك لتلك العقود أولى من سواها، ويصدق هذا الأمر على ما تقوم به اليوم البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية من توسع مفرط في الترويج لعقود المراجحة وبيع التسيط والآجال، مما دفع بكثير من الناس إلى الاعتقاد بأن المالية والمصرفية الإسلامية لا تختلف في كثير من الأحيان عن المالية والمصرفية التقليدية التي تتخذ الاقتراض والإقراض أساسا لوجودها وأعمالها.

الضابط الثالث: النظر في مآلات الأفعال المعتبرة في العقود.

بمعنى مدى قدرة الصكوك المالية الإسلامية على تحقيق العدالة الاجتماعية والرفاهة الشاملة والتنمية المستدامة، ومن حيث قدرتها على القضاء على العوز والحاجة والفقر والفاقة في المجتمعات الإسلامية المعاصرة. إذا كان من المتفق عليه أن الاقتصاد الإسلامي عامة - والمالية الإسلامية خاصة - يهدفان لتحقيق الكرامة الإنسانية من خلال تمكين الإنسان من إشباع حاجته الأساسية عبر تشريع سلسلة من الأحكام والتدابير التي تمكنه من ذلك، فإن هذا البعد الإنساني في الاقتصاد الإسلامي والمالية الإسلامية لا تحقيق له ما لم يكن ثمة نظر حكيم في مآلات الاستثمار والتنمية بحيث يتم انتقاء تلك الأساليب والوسائل الاستثمارية التي تضيق الفجوة والهوة بين أفراد المجتمع، وتحقق التكامل والتكافل والتعاون والتساند والترابط بينهم.

إن مقتضى الالتزام بهذا الضابط تجاوز المالية الإسلامية النظر المجرد إلى العقود من زاوية كونها مشروعة أو غير مشروعة، وإنما يمتد النظر إلى مدى تمكن تلك العقود من تحقيق مقاصد الشرع في حالة تطبيقها في الواقع

* يراد بالرواج دوران المال بين أيدي أكثر من يمكن من الناس بوجه حق، كما يراد به انتقال المال بأيدي عديدة في الأمة على وجه لا حرج فيه على مكتسبه، وذلك بالتجارة وبأعواض العملة التي تدفع لهم من أموال أصحاب المال، وأما وضوح المال، فيراد به إبعاد عن الضرر والتعرض للخصومات بقدر الإمكان ولذلك شرع الإشهاد والرهن في التداين، وأما حفظ المال، فيراد به صيانته من الضياع والتبذير والإسراف وضرورة بقائه بيد الأمة الإسلامية، وأما إثبات المال، فيراد به تفرره لأصحابه بوجه لا خطر فيه ولا منازعة، أما العدل فيها، فذلك بأن يكون حصوله بوجه غير ظالم، وذلك إما أن تحصل بعمل مكتسبه، وإما بعوض مع مالكة أو تبرع وإما بإرث، ومن مراعاة العدل حفظ المصالح العمة ودفع الأضرار، وذلك فيما يكون من الأموال تتعلق به حاجة طوائف من الأمة لإقامة حياتها، مثل الأموال التي هي غذاء وقوت.

المعاصر، مما يعني أنه إذا تبدى عدم مقدرة الأسلوب الاستثماري على تحقيق مقاصد الشرع منها على المستوى التطبيقي، فإنه ينبغي تجاوز تلك الأساليب والوسائل، والاكتفاء بالأساليب التي تحقق المقاصد السالف ذكرها. وعلى العموم، إن على مصدري الصكوك، الالتزام بهذا الضابط سعياً إلى تحقيق أكبر قدر ممكن من رواج المال وتداوله في المجتمع.

الفرع الثالث: مخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية.

تتميز الصكوك الإسلامية عن السندات التقليدية ببعض المخاطر التي يجب على كل مصدر ISSUER ومستثمر INVESTOR أخذها في الحسبان والنظر إليها بجدية كاملة، لا كما ينظر البعض إلى الصكوك على أنها أداة دين لا فرق بينها وبين السندات، وأن الأصول المكونة والهياكل التعاقدية إنما هي من قبيل الجسر لنقل الأموال من المستثمرين إلى مصدري الصكوك⁽¹⁾.

والحقيقة أن هذه النظرية تؤدي إلى العجز عن تقدير مخاطر الصكوك وبالتالي عدم تغطية هذه المخاطر بالوسائل المناسبة، وتباين المخاطر التي تتعرض لها الصكوك وفقاً لهياكل الصك، فمخاطر صكوك المرابحة تختلف عن صكوك المشاركة وصكوك الاستصناع عن الإجارة والصكوك المركبة من عقود عن البسيطة القائمة على عقد واحد⁽²⁾.

كما تختلف هذه المخاطر باختلاف الأصول المكونة لهذه الصكوك بين الأصول الثابتة والمنقولة والمنافع والخدمات، إلا أنه يمكن إجمال هذه المخاطر في ما يلي⁽³⁾:

أولاً: مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية.

حيث أن الصكوك أداة مالية بنيت على أحكام الشريعة الإسلامية فإن مخالفتها لأحكام الشريعة الإسلامية في أي فترة من عمر الصك، تؤدي إلى أضرار تختلف باختلاف المخالفة ودرجة خطورتها، فمن بطلان للصك بالكلية إلى فساد بعض الشروط.

فمثلاً عندما تكون مكونات الصك ديون مرابحات وأصولاً مؤجرة فيجب ألا تزيد بنسبة الديون على 33% من مكونات الصك طوال عمر الصك حتى يجوز تداوله، وفي حال زيادة الديون على هذه النسبة فإن الصك لا يجوز تداوله، وبالتالي يصبح الصك ضعيف السيولة، أو أن يكون تملك أصول صكوك الإجارة تملكاً صورياً.

(1) - فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، ورقة عمل مقدمة لمنتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، اتحاد المصارف العربية، جويلية، 2008، ص 29.

(2) - Ali Arsalan Tariq, **Managing Financial Risks Of Sukuk Structures**, A issertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Masters of Science at Loughborough University, UK, September 2004.

(3) - صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص 17.

ولا شكَّ أنَّ هذه الصورية تبطل عقد التملك، وبالتالي فما بني على باطل فهو باطل، فيبطل الصك، فعلى سبيل المثال نجد أنَّ الكثير من المؤسسات الإسلامية تنقل ملكية بعض أصول عملائها على سبيل الرهن وليس على سبيل البيع الحقيقي.

فلو قامت هذه المؤسسات بتصكيك هذه الأصول على صيغة صكوك إجازة أو مشاركة أو غيرها من صور التصكيك الممكنة، فإنَّ هذه الصكوك باطلة لأنَّ المؤسسة باعت على حملة الصكوك ما لا تملك، وهو من البيوع المنهي عنها في الشريعة الإسلامية.

والصور المخالفة للشريعة الإسلامية كثيرة، ولا يمكن حصرها في هذا المقال، فكل هيكل من هياكل الصكوك ضوابطه الشرعية التي تعتبر مخالفتها من المخاطر التي يجب دراسة إمكانية وقوعها وكيفية الحد منها وطرق معالجتها.

ثانياً: المخاطر التشغيلية.

حيث أنَّ هياكل الصكوك الإسلامية التي يجوز تداولها يجب أن تكون قائمة من أصول، وأنَّ العائد على هذه الصكوك ناتج عن هذه الأصول، فإنَّ المخاطر التشغيلية لهذه الأصول يجب أن تدرس بعناية، فمثلاً نعلم أنَّ العائد الإيجاري في صكوك الإجازة هو عائد الصك، فلو تعطلت منافع العين المؤجَّرة المكونة لصك الإجازة فلا يجب على المستأجر دفع الأجرة، وبالتالي لن يدر للصك عائد.

ومن هنا يتبين لنا أنَّ صكوك الإجازة القائمة على العقار أقل تعرضاً لمخاطر فقدان العائد بسبب تعطل المنفعة من الصكوك القائمة على المركبات أو المصانع أو الطائرات أو البواخر.

كما أنَّ المخاطر المحتملة الناتجة عن تملك هذه الأصول يتحملها جملة الصكوك مثل الأضرار البيئية الناتجة عن المصانع أو البواخر وغيرها من المخاطر التي تتعلق بكل أصل على حدة.

ثالثاً: المخاطر القانونية.

نظراً لأنَّ الكثير من النظم والتشريعات في كثير من الدول هي أنظمة وضعية (أي من صنع البشر)، مما يجعلها في الكثير من موادها تخالف أحكام الشريعة الإسلامية، فقد يحدث تعارض بين هذه الأنظمة وإحكام الشريعة الإسلامية، كما أنه يتم إهمال تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية عن التحاكم.

من هنا يتبين لنا أهمية الأخذ بعين الاعتبار اختلاف الصكوك عن سندات الدين التقليدية، وأنَّ هذا الاختلاف ينتج عنه مخاطر يجب دراستها وقياسها بطريقة علمية دقيقة، ومن ثمَّ السعي لتغطية هذه المخاطر بالوسائل المناسبة التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية.

بالإضافة إلى ذلك قد تختلف المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية تبعاً لنوعها كما يتضح ممَّا يلي:

رابعاً: مخاطر صكوك توريق الذمم المقبولة شرعاً.

فيما يتعلق بصكوك توريق الذمم المدينة المقبولة شرعاً، يواجه المستثمرون في هذه الصكوك خطرين

أساسيين هما:

1. خطر التأخر في الوفاء Slow Pay Risk: فإذا توقع المستثمرون (حملة الصكوك) أن عوائد الصكوك التي توزع عليهم ستأخر عدّة أشهر بسبب رغبة المدين في تأخير الوفاء، فإنهم سيصابون بخيبة أمل لن تؤثر فقط في التنبؤ بقدرة الأصول على الوفاء، وإنما سينعكس ذلك سلباً على الثقة في نفقات التوريق برمتها.
2. خطر العجز عن الوفاء No Pay Risk: هذا الخطر يعتمد وقوعه على الجدارة الائتمانية للمدين، حيث يعجز المدين عن الوفاء بسبب التعثر المالي أو الإفلاس، ممّا يبرز أهمية ودور وكالات التصنيف العالمية في درء هذا الخطر، من خلال درجة التصنيف الائتماني التي تحصل عليه المؤسسة البائدة للتوريق (المصدر)، والتي تساعد المستثمرين على توقع هذا الخطر قبل اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية المصدرة، بالإضافة إلى وجود ضمانات كافية مقابل تلك الأوراق لتعزيز ثقة المستثمرين بها في أسواق رأس المال.

خامساً: مخاطر صكوك توريق الموجودات العينية.

أمّا بالنسبة لصكوك توريق الموجودات العينية فإن الخطر يكون في حال توقع المستثمرين عدم قدرة هذه الأصول على تحقيق تدفقات نقدية كافية لتوزيع العوائد المالية المتوقعة على حملة الصكوك، ويمكن درء هذا الخطر عن طريق إجراء دراسات وافية على الأصول القابلة للتوريق، وتقدير تدفقاتها النقدية بدقة مع إجراء تحليل للمحاسبة Sensitivity Analysis عليها بهدف اكتشاف مكامن الخطر ووضع التدابير اللازمة لدرء المخاطر، بما في ذلك التأمين على تلك الأصول.

المطلب الرابع: تطور حجم الصكوك الإسلامية ودور التصكيك الإسلامي في تطوير سوق رأس المال الإسلامي وأثره على كفاءته.

يعنى هذا المطلب بدراسة تطور حجم الصكوك الإسلامية علمياً وخليجياً، ثم معرفة دور التصكيك الإسلامي في تطوير سوق رأس المال الإسلامي وأثره على كفاءته.

الفرع الأول: تطور حجم الصكوك الإسلامية⁽¹⁾:

فيما يلي بيان تطور حجم الصكوك الإسلامية عالمياً وخليجياً:

أولاً. تطور حجم الصكوك الإسلامية عالمياً.

برزت الصكوك الإسلامية كواحدة من أهم الأدوات الاستثمارية الإسلامية الآن، وقد قدر خبراء⁽²⁾ الاقتصاد الإسلامي أن تصل حجم إصدارات الصكوك الإسلامية نحو ثلاثة تريليونات دولار بحلول عام 2015م، وأنه خلال الأعوام من 2005-2008 بلغ إصدار الصكوك الإسلامية نحو 40 مليار دولار من قبل مؤسسات مالية إسلامية في الشرق الأوسط وآسيا، بالإضافة إلى بعض المؤسسات المالية غير الإسلامية مثل البنك الدولي، وقد توقعت مؤسسات مالية عالمية مثل S&P أن يبلغ حجم إصدار الصكوك 100 بليون دولار في عام 2011

(1)- المرجع السابق، ص25.

(2)- دراسة نشرت على موقع البنك الدولي.

في منطقة الخليج العربي وآسيا تحديداً ماليزيا¹، وفيما يلي تطور حجم الصكوك الإسلامية عالمياً خلال الفترة من 2000 إلى 2007م.

جدول رقم (8): حجم الصكوك الإسلامية عالمياً خلال الفترة من 2000 إلى 2008م.

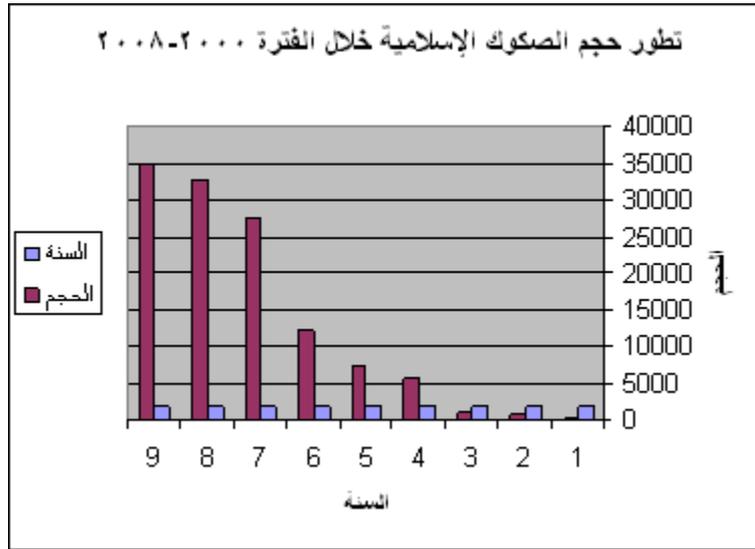
(القيمة بالمليون دولار)

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
الحجم	336	780	980	5717	7211	13065	27464	32650	*35000
النمو %	-	132	26	483	26	67	128	19	7

Source: Ibrahim Mardam-Bey, Sukuk: An Emerging Asset Class, November, 2007

ويوضح الجدول السابق معدل نمو الصكوك الإسلامية خلال الفترة من 2000 حتى 2008م، حيث كان الحجم الإجمالي للصكوك 336 مليون دولار عام 2000م، ارتفع على حوالي 35000 مليون دولار عام 2008م، وأن النمو الذي يتحقق عام 2003م كان الأكبر بنسبة 483% يليه عام 2006م بمعدل 128%. وفيما يلي شكل بياني يوضح هذا التطور.

شكل رقم (13): تطور حجم الإصدارات في سوق الصكوك خلال الفترة 2000-2008



أما توزيع⁽²⁾ الصكوك الإسلامية عام 2007م فيأتي كما يلي:

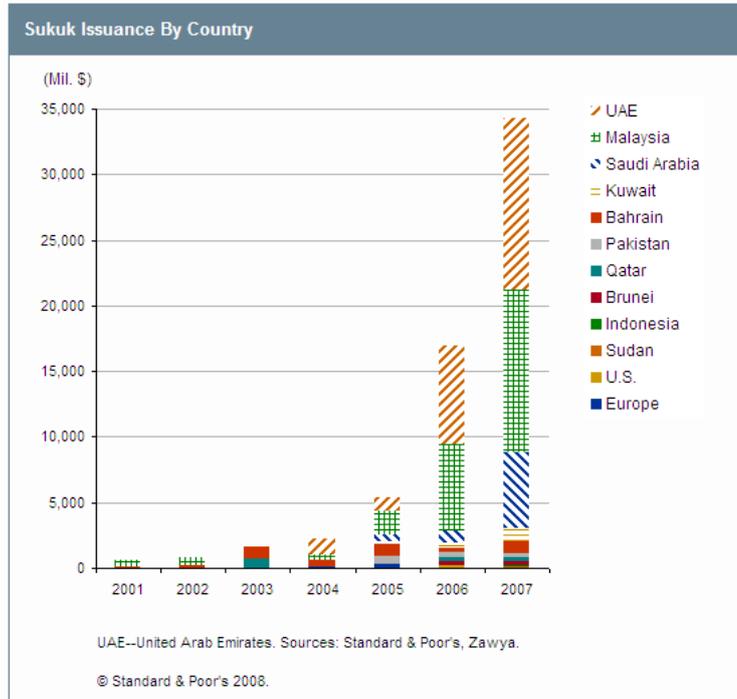
- من حيث العدد: ارتفع عدد الصكوك من 109 عام 2006م إلى 119 عام 2007م.
- من حيث القطاعات: إن الحصة الأكبر من الصكوك في قطاع الخدمات المالية بنسبة 31% تليها العقارات بنسبة 53% ثم الطاقة والخدمات بنسبة 13%.

(1) - فؤاد محسن محسن، نحو نموذج تطبيقي إسلامي لتوريق الموجودات. رسالة دكتوراه غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية والمالية، الأردن، 2008.

(2) تقرير وكالة موديز انفستر سيرفس العالمية للتقييم الائتماني.

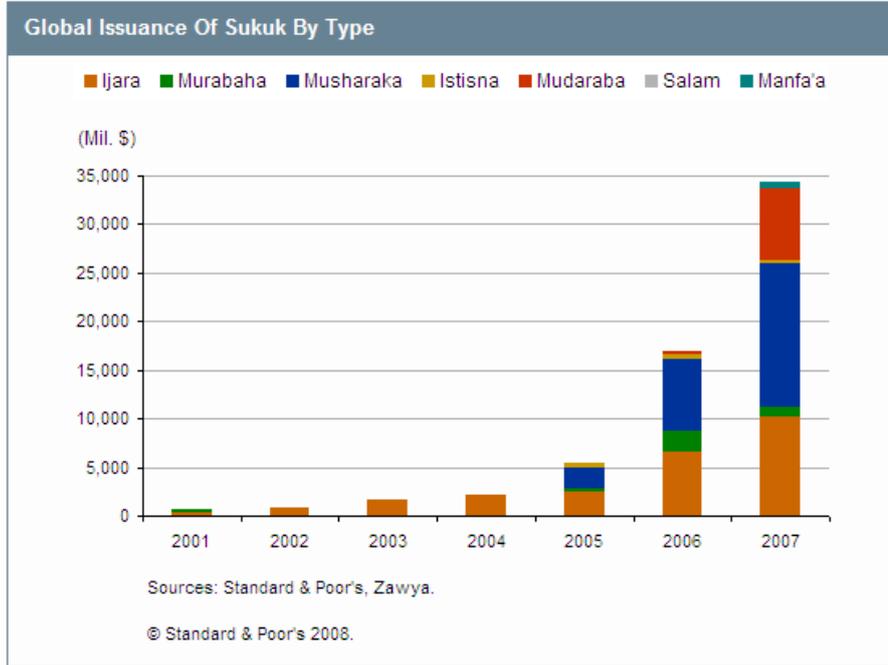
- من حيث الأنواع: جاءت صكوك الإجارة في المقدمة لعدد الصفقات المصدرة، حيث بلغ العدد 54 إصدار، بالمقارنة بصكوك المشاركة التي بلغ عددها 33 إصدار، وجاءت صكوك المشاركة في المرتبة الأولى من حيث حجم الإصدار حيث بلغ 13.9 مليار دولار، تليها صكوك الإجارة بقيمة 10.13 مليار دولار.
- من حيث الدول: أظهرت باكستان أسرع نمو لسوق الصكوك، حيث بلغ عدد إصدار الصكوك 30 عام 2007، بينما كان عدد إصداراتها من الصكوك لعام 2006م لا يتعدى 4 فقط، أما جنوب شرق آسيا فقد سجل انخفاض في الإصدار عام 2007م ناجم عن انخفاض إصدار الشركات الماليزية، وعلى الرغم من ذلك فتعتبر ماليزيا أكبر سوق صكوك إسلامي، تم فيه إصدار ثلاثة أرباع الصكوك الإسلامية العالمية.

شكل رقم (14): الدول المشاركة في صناعة الصكوك الإسلامية.



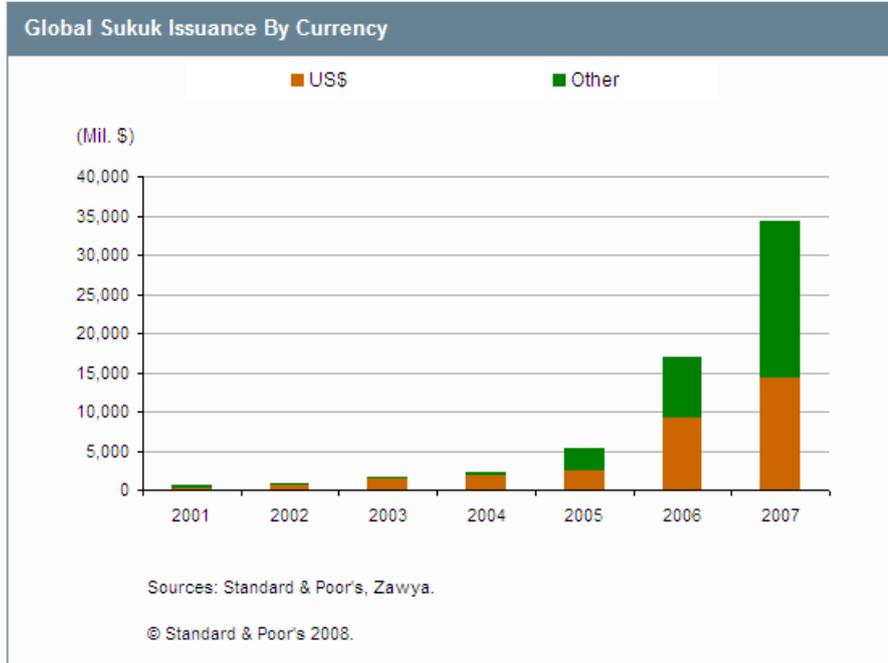
وعلى الرغم من تنوع المنتجات الإسلامية وقابلية معظمها بتوريقها إلا إن عملية الإصدار ظلت ومازالت رهين المنتجين الإجارة والمشاركة لأسباب متعددة، أبرزها انخفاض التكلفة المالية والإدارية ومستوى المخاطرة ضمن الحدود المقبولة.

شكل رقم (15): العلاقة ما بين المنتجات الإسلامية وحجم الإصدار.



لقد سيطر الدولار الأمريكي على سوق الصكوك باعتبارها العملة الرئيسية للإصدار على الرغم من إسلامية وعروبة الدول المصدرة، والسبب في ذلك هو الرغبة في تدويل تلك الصكوك، ومع تأثر العملة الأمريكية بالأزمة العالمية بدأت الدول المصدرة للصكوك باعتماد عملتها أو عملة اليورو بدلا من الدولار.

شكل رقم(16): نوع العملة مقابل الصكوك المصدرة.



ثانياً: تطور حجم الصكوك الإسلامية* على مستوى دول مجلس التعاون الخليجي:

أكد تقرير وكالة موديز انفستر العالمية للتقييم الائتماني أنّ عدد الإصدارات عام 2007م بلغ 50 إصدار كان لمملكة البحرين النصيب الأكبر، فقد حققت 28 إصدار تليها دولة الإمارات 12 إصدار، ثمّ المملكة العربية السعودية 5 إصدارات، ودولة الكويت 4 إصدارات ودولة قطر إصدار واحد. وقد بلغ إجمالي حجم الإصدار عام 2007م 19 مليار دولار، استحوذت دولة الإمارات على النسبة الأكبر منها، حيث بلغت النسبة 58% من إجمالي الصادرات، تليها المملكة العربية السعودية بنسبة 30% ثمّ البحرين بنسبة 6% والكويت 4%، وأخيراً قطر بنسبة 2%. وفيما يلي أبرز الإصدارات في عام 2009⁽¹⁾:

- اندونيسيا: إعادة طرح صكوك بقيمة 6 مليون دولار في أبريل 2009.
- مملكة البحرين: إصدار صكوك بقيمة 750 مليون دولار في ماي 2009.
- المملكة العربية السعودية من خلال شركة الكهرباء السعودية: طرح صكوك بقيمة 1.9 مليار دولار في جويلية 2009، ويعد هذا الإصدار هو الإصدار العام الأول للصكوك في المملكة خلال هذا العام، وتتميز الصكوك المصدرة بأنها أول صكوك تدرج في نظام تداول الصكوك والسندات الجديد، وقد قامت وكالة فيتش للتصنيف الائتماني بتصنيف هذه الصكوك كما هو متوقع بدرجة AA- على مستوى تصنيفها نفسه للشركة.
- الإمارات العربية المتحدة: أصدرت إمارة رأس الخيمة برنامج سندات إسلامية الثانية (صكوك) بقيمة ملياري دولار في أحدث إصدار لسندات بضممان حكومي في منطقة الخليج العربية في جويلية 2009 (صكوك سيادية)، كما أصدرت إمارة الشارقة صكوك المضاربة والقروض الإسلامية بواسطة الشركة الإسلامية للاستثمار الخليجي، كما فاز بنك دبي الإسلامي بتفويض من دائرة الطيران المدني في دبي لإصدار صكوك إحارة إسلامية عالمية بقيمة مليارين و257 مليون درهم (750 مليون دولار تقريباً)، لتمويل أعمال المرحلة الثانية من مشروع توسعة وتطوير مطار دبي الدولي، سيناظ بالبنك مسألة إدارة وترتيب إصدار هذه الصكوك⁽²⁾.

* تلجأ الآن كثيراً من الدول والهيئات والمؤسسات غير الإسلامية أيضاً إلى إصدار الصكوك التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية منها المملكة المتحدة وألمانيا والولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا واليابان وتايوان، وقد تزايد ذلك بعد الأزمة المالية العالمية الحالية.

(1)- ناصر الاحم، صناعة السندات الإسلامية (الصكوك) ما بين 2001-2009 www.kantakji.com - ، تاريخ الاطلاع: 2010/08/03

(2)- نادية أمين محمد علي، صكوك الاستثمار الشرعية-خصائصها وأنواعها-، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية-معالم الواقع وآفاق المستقبل-، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، 2005، ص1001.

الفرع الثاني: دور التصكيك الإسلامي في تطوير سوق رأس المال الإسلامي وأثره على كفاءته.

أولاً: دور التصكيك الإسلامي في تطوير سوق رأس المال الإسلامي.

1- دور التصكيك الإسلامي في إضافة أدوات مالية إسلامية: تشكل الأدوات المالية الإسلامية إضافة لسوق رأس المال الإسلامي وذلك من خلال:

أ- إدراج أسهم البنوك الإسلامية ودخولها وعملائها كمتعاملين في السوق الثانوية⁽¹⁾:

من أهم التحديات التي تواجهها البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية هو عدم وجود أسواق مالية إسلامية ثانوية تستوعب سيولتها الفائضة، وتمدها بالسيولة عند الحاجة وتمول مشاريعها، هذه البنوك سوف تجد ضالتها في الأسواق المالية الإسلامية - إن وجدت - أو في الأسواق المالية العربية في حال تم تطويرها شرعياً وفيها وإجراء فتحصل عملية تغذية متبادلة بين البنوك الإسلامية والأسواق الثانوية في حركة متبادلة تمثل درجة عالية من درجات التنشيط والتحريك.

ثم أن التنامي المتسارع للبنوك الإسلامية والمؤسسات المالية الإسلامية يتيح إضافة أسهم هذه المؤسسات وإدراجها في الأسواق الثانوية، مما سيحقق إضافة كمية تعمل على تفعيل أنشطة سوق رأس المال الإسلامي.

حيث يمكن أن تشكل أسهم البنوك الإسلامية إضافة كمية لسوق رأس المال الإسلامي وذلك للحجم الكبير الذي يشكله رأس مال هذه البنوك وهو حجم أخذ بالتزايد يوماً بعد يوم، ولكن هناك من يرى بأن أسهم البنوك الإسلامية غير قابلة للتداول لاشتمالها في الغالب على النقود والديون والتي تشكل (65%) من استثمارات هذه البنوك.

لكن يمكن تجاوز هذه المشكلة من خلال تنويع استثماراتها بين الأنشطة الإنتاجية المختلفة، وهذا أمر تتيحه الصكوك الإسلامية، وهذا يتطلب من البنوك الإسلامية الانفكاك من فلك الخدمات المصرفية البحتة وتوجهها إلى البنوك الشاملة، بحيث تجمع بين الوظائف التقليدية للبنوك والأنشطة الاستثمارية التي تلائم بشكل كبير طبيعة عمل هذه البنوك القائمة على المشاركة في الربح والخسارة ومن الأنشطة التي يمكن للبنوك الإسلامية تقديمها⁽²⁾:

● المساهمة المباشرة في الشركات الجديدة بمختلف أنواعها، والإسهام في إدارتها وتوجيه نشاطها ثم إعادة طرح هذه الأسهم للتداول.

● التوسع في نشاط أمناء الاستثمار بدءاً من مرحلة إعداد دراسات الجدوى، وإنشاء الشركات والترويج لها إلى مرحلة التأسيس وإصدار الأسهم، هذا مع إمكانية القيام بوضع النظم المحاسبية المناسبة لطبيعة نشاط

(1)- القاضي محمود، دور المصارف الإسلامية في دعم وتطوير أسواق رأس المال. لبنان: اتحاد المصارف العربية، 2005، صص 140-144.

(2)- زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في تخصص الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن، 1429هـ-2008م، صص 188-189.

- كل شركة، وتولي الأعمال المالية لحين اكتمال هيكلها المالي والإداري، وتقديم كافة الخدمات اللازمة لإيجاد المستثمر الفعال والقادر على استمرار في مختلف الأسواق بفعالية.
- القيام بضمان الاكتتاب وتغطيته وإدارته والترويج للأوراق المالية بحيث تتولى البنوك وظيفة صانع الأسواق.
 - إيجاد ودعم الشركات التي تعمل في مجال الأوراق المالية أو تساند أسواقها لإعطائها قوة الدفع المطلوبة نظرا لحدثة هذا النشاط في سوق رأس المال.
 - فإذا ما حصل هذا التنوع في طبيعة الأنشطة التي تقدمها هذه البنوك فإنه من المتوقع أن تشكل هذه الأنشطة نسبة عالية من الاستثمارات، وبالتالي ستكون المراجحات جزءا من مجموع أصول يمتلكها البنك وبالتالي تكون أسهم هذه البنوك التي تقدر بالملايين قابلة للتداول في الأسواق الثانوية مما يعمل على تنشيط هذه الأسواق.
- ب- إدراج الأدوات المالية الإسلامية: استطاعت الهندسة المالية الإسلامية -من خلال التصكيك الإسلامي- أن تقدم أدوات مالية إسلامية مبتكرة قائمة على أساس التمويل الإسلامي مما شكل إضافة نوعية مختلفة عما هو مطروح في الأسواق المالية التقليدية.
- أما في مجال الإضافة الكمية الناتجة عن إدراج الصكوك المالية الإسلامية في دراسة حديثة أعدتها مؤخرا كبريات مراكز الاستشارات ودور البحث لواقع إصدار الأدوات الاستثمارية طويلة الأجل - التي تزيد عن سنة واحدة - في كل من آسيا ودول الخليج العربي وشملت أحجام الإصدار والجهات المصدرة ودول الإصدار والبنوك المصدرة ومعلومات أخرى هامة ، سيتم توضيح أهم ما جاء فيها علما بأنها غطت فترة سنة واحدة من نوفمبر 2009 وحتى نوفمبر 2010 كالتالي⁽¹⁾:
- من حيث حجم دول الإصدار: بلغت حجم الإصدارات للفترة من 2009/11/19 وحتى 2010/11/19 ما قيمته 13.791 مليار دولار أمريكي وبإصدارات بلغ عددها 83 إصدارا حيث تصدرت ماليزيا المرتبة الأولى بقيمة 8.788 مليار دولار وبإصدارات بلغ عددها 67 إصدارا وبنسبة بلغت 63.7% من إجمالي حجم الإصدارات الصكوك الإسلامية في دول آسيا والخليج العربي ، تبعثها ثانيا المملكة العربية السعودية بحجم 3.005 مليار دولار وبإصدارات عددها 4 وبنسبة 21.8% وجاءت في المرتبة الثالثة الإمارات العربية المتحدة بحجم إصدار 903 مليون دولار وبإصدارين وبنسبة مساهمة بلغت 6.6%، فيما جاءت قطر رابعا (771 مليون دولار) وبإصدارين وبنسبة مساهمة 5.6% ثم

(1) - نافذ المرش، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، واقع إصدارات الأدوات الاستثمارية طويلة الأجل (الصكوك الإسلامية) للفترة من 2009/11/19 وحتى 2010/11/19 من حيث أحجام وأعداد الإصدارات والجهات المصدرة ودول الإصدار والبنوك المصدرة في آسيا ودول الخليج العربي -دراسة إحصائية -تاريخ الاطلاع 2011-07-01:

اندونيسيا خامسا بحجم إصدار بلغ 122 مليون دولار و4 إصدارات ونسبة مساهمة 0.9% من إجمالي حجم الإصدارات، وجاءت الكويت وسنغافورة وهونغ كونغ بعد ذلك تباعا.

● إصدارات الصكوك من حيث مدير الإصدار / المجموعة : احتلت مجموعة CIMB المرتبة الأولى بقيمة 3.364 مليار دولار (43 إصدار) ونسبة مساهمة بلغت 24.4%، وجاء بنك HSBC ثانيا بقيمة 2.448 مليار دولار (14 إصدار) ونسبة 17.8%، واحتل بنك Maybank investment bank المرتبة الثالثة بحجم إصدار 1.154 مليار دولار (16 إصدار) ونسبة 8.4%، وجاء رابعا Am Investment bank بحجم إصدار 1.026 (12 إصدار) ونسبة 7.4%، وأخيرا مجموعة سامبا السعودية بحجم 933 مليون دولار وبإصدار واحد ونسبة مساهمة 6.8% من إجمالي حجم إصدارات الصكوك الإسلامية في الخليج العربي وآسيا.

● إصدارات الصكوك من حيث الجهة المصدرة: على مستوى جهات الإصدار في دول آسيا والخليج العربي، فقد تصدرت الكهرباء السعودية الوضع بحجم إصدار 1.866 مليار دولار، ثم Danga Capital الماليزية 1.700 مليار دولار بصيغة صكوك المشاركة، ثم Celcom Transmission الماليزية بحجم إصدار 1.329 مليار دولار، و Cagamas الماليزية بمبلغ 1.3 مليار دولار وأخيرا Malaysia Sukuk Global 1 بصيغة صكوك إجارة وبمبلغ 1.250 مليار دولار، ويلاحظ سيطرة شبه مطلقة للشركات الماليزية على الإصدارات حيث تملك الشركات الماليزية التاسعة إصدارات من أصل 15 الأولى، فيما تملك الشركات السعودية 4 من أصل 15 هي صكوك الكهرباء السعودية والبنك الإسلامي للتنمية وصكوك دار الأركان الدولية وصكوك البنك السعودي الهولندي بالترتيب، واحتلت قطر المرتبة 6 بإصدار واحد لبنك قطر الإسلامي بصيغة المشاركة والمراجعة وبحجم إصدار (750 مليون دولار)، كما احتلت الإمارات العربية المتحدة المرتبة السابعة لصكوك بنك أبو ظبي الإسلامي وبصيغة المشاركة (750 مليون دولار) .

2- دور التصكيك الإسلامي في إضافة مؤسسات مالية جديدة:

إن من المعوقات التي تقف أمام أسواق رأس المال دون تحقيق الأهداف المرجوة منها، هو تزايد الاهتمام بالأسواق الثانوية على حساب الأسواق المالية الأولية، وما يستتبع ذلك من عدم الاهتمام باستكشاف الفرص الاستثمارية الجديدة وبلورتها في شكل مشروعات محددة مدروسة الجدوى، وضعف الاهتمام بإيجاد المؤسسات متعهدة الإصدارات الجديدة، والاحتكام إلى معيار حجم التداول لبيان مدى نجاح سوق رأس المال، لذلك يتعين الاهتمام بالأسواق المالية الأولية نتيجة الحاجة الماسة خاصة في الدول العربية لإنشاء العديد من الشركات المنتجة، وإدارة عمليات الاكتتاب فيها، والتعهد بتغطية إصداراتها، وجذب مدخرات الأفراد والمؤسسات وتوجيهها نحو

المشروعات الجديدة، ويعتبر ذلك المعيار الأساسي للحكم على نجاح السوق المالية لأن فيه زيادة للقاعدة الإنتاجية وإيجاد فرص عمل، ومن ثم إثراء للسوق الثانوية⁽¹⁾.

وحتى تتمكن من تطوير السوق الأولية فلا بد من وجود مؤسسات مالية تتخصص الواحدة منها بأدوار تعد ضرورة لتطوير السوق الأولية ومن هذه المؤسسات⁽²⁾:

أ- موجد العملية: حيث يتركز دور المؤسسة أو الجهاز الذي يناط به هذا الدور في البحث عن الفرص الاستثمارية المتاحة، وإعداد دراسات الجدوى ومن ثم عرضها على الممولين في شكل إصدار أو صندوق وذلك مقابل عمولة موجد العملية.

ب- المنشأة ذات الغرض الخاص: وهي الجهة التي تتولى مرحلة ما قبل إصدار الصكوك ومرحلة الإصدار والإدارة لهذا المشروع طوال فترة حياة المشروع، وقد تأخذ هذه المؤسسة صفة المضارب أو المدير بالوكالة.

ج- متعهد إعادة الاكتتاب: وهي المؤسسة التي تتعهد بتغطية الإصدارات التي لم تغط (أي التي لم يتم الاكتتاب بها)، وذلك لطرحها لاحقاً للتداول.

د- متعهد إعادة الشراء: وهو عبارة عن البنك أو المؤسسة التي تتعهد بإعادة شراء الورقة المالية من حائزها بموجب الأسعار المعلنة.

هـ- وكيل الدفع: وهو الجهة التي تقوم بالوفاء بالالتزامات التي حان أجلها، والتي تتمثل في تصفية الإصدار، أو توزيع أرباح دورية وذلك مقابل عمولة متفق عليها.

و- الأمين: وهو يمثل حملة الصكوك باعتبارهم أصحاب رأس المال في مواجهة المضارب (SPV)، وذلك للنيابة عنهم، وإدارة شؤونهم، والحفاظة على حقوقهم المتعلقة بالصكوك التي ساهموا بها.

إلى جانب ذلك لا بد من وجود هيكل تشريعي وتنظيمي مناسب بحيث يسمح بإصدار مثل هذه الأدوات وإيجاد مؤسسات مالية متعددة ذات وظائف متخصصة، بما يدعم الثقة في هذه الأسواق ويمكنها من المساهمة في التنمية الاقتصادية.

ثانياً: أثر التصكيك الإسلامي على كفاءة سوق رأس المال الإسلامي⁽³⁾:

حتى يتمكن سوق رأس المال من أداء وظائفه المنوطة إليه، لا بد من أن يكون على درجة عالية من الكفاءة، ويشار إلى السوق بأنها كفؤة إذا كانت قادرة على تخصيص الموارد المالية بشكل كفؤ، ويشمل مفهوم كفاءة السوق المالية كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

(1)- أحمد محي الدين أحمد، الأدوات الاستثمارية الإسلامية ودورها في تنشيط التداول بالبورصات العربية. لبنان: اتحاد المصارف العربية، ص 14.

(2)- زاهرة علي محمد بني عامر، مرجع سابق، ص 192.

(3)- المرجع السابق، ص 194.

ويقصد بكفاءة التسعير Pricing Efficiency: أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة، بحيث تعكس أسعار الأسهم كافة المعلومات المتاحة، كما يجب أن تكون هذه المعلومات بنفس الوقت وبتكلفة متدنية.

أما كفاءة التشغيل Operational Efficiency: فيقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب على الأدوات المالية دون أن يتكبد المتعاملون فيها تكلفة عالية للسمسة.

فيما يتعلق بكفاءة التسعير فيمكن أن تضمنها التشريعات المتعلقة بالإفصاح، كما يضمنها استخدام وسائل اتصال حديثة تضمن الحصول على المعلومات بشكل مستمر وسريع، وتضمن اتصال العملاء بوكلائهم وبالسوق وأجهزته المختلفة، أما كفاءة التشغيل فتقتضي توافر كفاءة تسعيرية للأصول المالية المختلفة مما يعمل على تحقيق توازن بين العرض والطلب عليها بالمقابل تعتمد الكفاءة التسعيرية على الكفاءة التشغيلية فلا تتحقق الأولى في ظل أسعار مرتفعة للوساطة المالية مما يؤدي بالنهاية إلى تخصيص غير كفؤ للمواد المالية.

إن التركيز ينصب على الأسواق الثانوية التي تضطلع بدور كبير في تسييل الأصول المختلفة وإضفاء صفة النشاط على تعاملات الأسواق المالية، إلا أن حقيقة وظيفة السوق الثانوية لا تعدو عن كونها وسيلة لتغيير طبيعة الاستثمارات من شكل إلى آخر، في حين ينبغي الاهتمام بالسوق الأولية التي تربط الأسواق المالية باحتياجات الاقتصاد الوطني وإمداد المشروعات المختلفة بالمواد المالية.

لذلك يجب الالتفاف إلى الأسواق الأولية ومدى مساهمتها في تحقيق التنمية الاقتصادية ويمكن معرفة ذلك من خلال عدة مؤشرات من أهمها:

1. الأهمية النسبية للإصدارات الأولية في أسواق رأس المال إلى الناتج القومي، فزيادة هذه النسبة تشير

إلى أن الأسواق المالية تساهم في تحريك الموارد المالية وتفعيلها.

2. الأهمية النسبية للإصدارات الأولية في التكوين الرأسمالي الإجمالي، فإذا ما تم تمويل جزء من التكوين

الرأسمالي عن طريق الإصدارات المختلفة من الأدوات المالية فإن ذلك يدل على الدور الفعال الذي

تلعبه الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية.

ويمكن للأدوات المالية الإسلامية أن تشكل قنوات جيدة لتعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو مشاريع

استثمارية إنتاجية تساهم في تحقيق تنمية اقتصادية شاملة، خصوصا إذا ما علمنا أن إصدارات الصكوك الإسلامية لا بد وأن ترتبط بمشاريع وأصول حقيقية.

وعلى مستوى الأسواق الثانوية فمن المتوقع أن تقوم بدورها بشكل أفضل في سوق رأس المال الإسلامي،

وذلك لانتفاء الغش والغرر والغبن والمضاربات الهدامة التي تعصف بأسواق رأس المال التقليدية التي تؤثر سلبا على

تخصيص الموارد، ذلك أن المضارب يعني بالقيمة السوقية للأسهم والسندات في الأجل القصير والتي يدخل في

تقديرها عوامل ليس لها علاقة بالمرود المتوقع، مما يؤدي إلى توجيه الموارد باتجاه أنشطة يتوقع لها الربح السريع،

وذلك يؤثر على عملية تحديد الأسعار العادلة، ويخل بالتوازن الحقيقي لمستويات الأسعار وزعزعة استقرار النشاط الاقتصادي، مما سيكون لها الأثر السيئ على كفاءة أسواق رأس المال التقليدية، وحجبها على أداء دورها التنموي. كما أن معيار حجم التداول الذي يتخذ كمعيار أساسي لتقدير مدى كفاءة أسواق رأس المال التقليدية لن يعبر عن أفضلية لهذا المعيار في ظل سوق رأس المال الإسلامي حيث يكون المعيار الأساسي هو اتجاهات التعامل ومدى مناسبتها للأولويات والأنشطة التنموية⁽¹⁾.

لذلك فإن كفاءة سوق رأس المال الإسلامي ترتبط بمدى قدرتها على تحريك الموارد المالية وتوجيهها إلى أنشطة استثمارية حقيقية، من هنا يمكن القول أن سوق رأس المال الإسلامي سوق تقل فيها المضاربات، وتهتم بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ، ومعيار كفاءتها هو انضباطها لأحكام المعاملات المالية الإسلامية وقدرتها على تمويل المشاريع التنموية.

(1) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص 509.

خلاصة الفصل الثاني:

شركة المساهمة جائزة شرعا، لأنه يتحقق فيها معنى الشركة فالشركاء يقدمون أسهمهم حصصا في رأس المال فيشتركون في رأس المال ويقتسمون الأرباح ويتحملون الخسائر ويكونون شركاء فيها، إذ يقوم مجلس الإدارة بعمل المضارب وهذا الجواز مقيد بمدى مشروعية نشاط الشركة وإتباعها طريق الكسب الحلال الطيب، أما ما استجد من شروط لم يسبق وجودها في الشركة التي نظمها الفقه الإسلامي فضابطها إنها تجوز إن لم تحل محرما أو تحرم حلالا.

تباينت أنواع الأسهم بين الجواز وعدمه، فمنها ما اتفق في جوازها ومنها ما هو على خلاف، أما تداول الأسهم باعتبار نوع نشاط الشركة المساهمة فقد تم تقسيمها إلى أسهم الشركات القائمة على أنشطة محرمة والمتفق على حرمة إنشائها أو المساهمة فيها، وإلى أسهم الشركات القائمة على أنشطة مباحة وهي ما اتفق على جواز المساهمة فيها وتداول أسهمها، وإلى أسهم الشركات ذات الأنشطة المختلطة أي المشروعة من حيث الأصل لكنها تتعامل في بعض معاملاتها بالأنشطة المحرمة أو تقترض أو تودع بالفوائد، وهي التي انقسم العلماء المعاصرون في حكم المساهمة فيها إلى رأيين الجواز والتحریم ولكل منهما حججه.

يتفق العلماء على أن السندات الربوية هي شهادات بديون على الجهة المصدرة حول السندات حيث كلها تجر نفعا (فائدة) للمقرض، والإقراض والاقتراض بفائدة محرم شرعا لأنه من الربا وهو أحد الموبقات، وهذا ما اتفق عليه علماء العصر وأفتوا به، كما اتفقت على تحريمها المجمعات الفقهية التابعة لرابطة العالم الإسلامي، ومنظمة المؤتمر الإسلامي، وهيئات الرقابة الشرعية في البنوك الإسلامية، بل يمكن القول بثقة أنه حكم مجمع عليه من قبل العلماء المسلمين.

إن مصطلح الصك كبديل للسند الربوي يصدق في المنظور الإسلامي على كل وثيقة تمثل حصة شائعة في رأسمال نقدي أو رأسمال عيني لنشاط استثماري مشروع يستحق مالها ربحا وأجرا (ربعا أو عائدا) مقابل إسهامها في العملية الاستثمارية (الإنتاجية)، وتتحدد طبيعة العائد من الصك بتحديد طبيعة رأس المال الذي يمثله الصك، ونوعية المساهمة التي تناط به، فإذا كان الصك وثيقة لحصة شائعة في رأسمال نقدي هادف إلى تمويل نشاط تجاري (مشاركة+مضاربة+مراوحة+سلم+استصناع)، فإن العائد منه يعد ربحا، وأما إذا كان الصك يمثّل حصة شائعة في رأسمال عيني قائم كملكية أعيان أو ملكية منافع أعيان ومنافع خدمات، فإن العائد منه يعد أجرا، فالعبرة في طبيعة رأس المال، وطبيعة النشاط المنوط بالصك.

التصكيك في سوق رأس المال الإسلامي لا ينبغي له أن يحد في التصكيك للمقارضة أو للإجارة أو للمراوحة، أو للسلم، أو للاستصناع، بل ينبغي أن ينتظم التصكيك للمزارعة، والمغارسة، والمساقاة، وسواها من العقود التمويلية، وتعبير آخر لابد من الإيمان بأنه ما من عقد معتبر في الشرع إلا ويعشاه التصكيك، اعتبارا بأن

التصكيك يعد عملية مشروعة هادفة تروم الانتقال بالعقود من دائرة العلاقة الثنائية إلى دائرة العلاقة الجماعية، كما أنه يعد في الوقت نفسه وسيلة مشروعة يتحقق من خلالها مقصدا الزواج والتداول اللذان دلت عليهما العديد من نصوص الشرع الكريم، تحقيقا لثبات المال ورواجه وتداوله في المجتمع.

إن التصكيك بوصفه عملية إصدار صكوك يعد تصرفا، وبالتالي فإن صحة هذا التصرف ومشروعيته تتوقف أساسا على ضرورة توافر جملة من الأمور فيمن يقدم عليه من المكلفين وهم مصدري الصكوك الإسلامية، وبطبيعة الحال لا تخلو تلك الجهة التي تتولى إصدار هذه الصكوك من أن تكون جهة مستقلة لا يتجاوز دورها دور المنظم (المشرف) أو تكون جهة مشاركة في العملية الاستثمارية كأن تكون مالكة العين في الإجارة، أو تكون أحد أرباب المال في المشاركة والمضاربة والسلم وسواه من عقود المعاوضات والتبرعات، وسواء أكانت الجهة التي تصدر الصكوك جهة منظمة أم جهة مشاركة، فإن ثمة أموراً ضرورية يجب توافرها في تلك الجهة ليعتد شرعا بصحة إصدارها لتلك الصكوك من جهة، فصحة الصكوك ذاتها من جهة أخرى، فإذا اختل أي من تلك الأمور، فإن ذلك مدعاة إلى اعتبار تلك الصكوك صكوكا فاسدة وربما عدت باطلة لا يصح التعامل فيها شرعا.

تركزت معظم إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا ودول مجلس التعاون الخليجي (دولة الإمارات والمملكة العربية السعودية والبحرين والكويت وقطر).