



الموضوع :

دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي _ دراسة حالة ماليزيا _

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية
تخصص أسواق مالية وبورصات

إشراف الدكتور:

رابح خوني

إعداد الطالب:

سلماني عادل

لجنة المناقشة

| | | | |
|--------|----------------------------|----------------------|-----------------|
| رئيسا | جامعة محمد خيضر – بسكرة | أستاذ التعليم العالي | أ د الطيب داودي |
| مقرا | جامعة محمد خيضر – بسكرة | أستاذ محاضر (أ) | د رابح خوني |
| ممتحنا | جامعة محمد خيضر – بسكرة | أستاذ محاضر (أ) | د لخضر مرغاد |
| ممتحنا | جامعة د. يحي فارس – المدية | أستاذ محاضر (أ) | د علي سماي |

السنة الجامعية: 2013 – 2014



قَالَ رَبِّ اشْرَحْ لِي صَدْرِي ﴿٢٥﴾ وَيَسِّرْ لِي أَمْرِي ﴿٢٦﴾ وَأَحْلِلْ عُقْدَةَ
مِنْ لِسَانِي ﴿٢٧﴾ يَفْقَهُوا قَوْلِي ﴿٢٨﴾ وَأَجْعَلْ لِي وَزِيرًا مِّنْ أَهْلِي ﴿٢٩﴾
هَارُونَ أَخِي ﴿٣٠﴾ أَشَدُّ بِهِمْ أَزْرَى ﴿٣١﴾ وَأَشْرِكُهُ فِي أَمْرِي ﴿٣٢﴾ كَيْ
نُسَبِّحَكَ كَثِيرًا ﴿٣٣﴾ وَنَذْكُرَكَ كَثِيرًا ﴿٣٤﴾ إِنَّكَ كُنْتَ بِنَا بَصِيرًا ﴿٣٥﴾

صدق الله العظيم

طه الآية 25-35

" إني رأيت أنه لا يكتب إنسان كتابا في يومه ، إلا قال في غده لو غير هذا لكان أحسن ، ولو زيد كذا لكان أفضل ، ولو ترك ذلك لكان أجمل ، وهذا من عظيم العبر ، وهو دليل على استيلاء النقص على جملة البشر "

عماد الدين الأصفهاني

الإهداء

إلى الاقتصاديين الذين أخذتهم زخارف الحضارات الغربية
إلى الباحثين عن النظم الاقتصادية العادلة
إلى الذين يستحلون الربا فخورين بعملهم
إلى المسلمين الذين غابت عنهم قيم دينهم ومبادئه
إلى الذين يريدون البركة في الرزق والسعة فيه.

كلمة شكر

قال تعالى: " يَعْمَلُونَ لَهُ مَا يَشَاءُ مِنْ مَحْرِبٍ وَتَمَثِيلٍ وَجِفَانٍ كَالْجَوَابِ وَقُدُورٍ رَاسِيَتٍ
أَعْمَلُوا ءَالَ دَاوُدَ شُكْرًا وَقَلِيلٌ مِّنْ عِبَادِيَ الشَّاكِرِينَ " سبأ الآية 13

بدءاً نحمد الله العلي القدير حمداً كثيراً يليق بجلال وجهه و عظمة سلطانه لا تضاهي آلاءه
و نعمه المصبغة و إن اجتهدنا لذلك،

و نصلي و نسلم و نبارك على شفيعنا و نبينا محمد صلى الله عليه و سلم و بعد:
نتقدم بجزيل الشكر و التقدير و الاحترام إلى الأستاذ الدكتور:

الطيب داودي

و نتقدم بجزيل الشكر و التقدير و الاحترام إلى الأستاذ المؤطر:

خوني رابح

وإلى كل من مد لي يد المساعدة من أساتذتي الكرام وزملائي الأعزاء على ما قدموه لي من
معونة معنوية كانت أو مادية .

جزأهم الله عنا كل خير

.. و الله وليّ التوفيق

الملخص باللغة العربية :

يعد عام 1952م بداية ظهور المحفظة المالية "التي هي عبارة عن أداة مركبة من مجموعة من الأوراق المالية والمشتقات التي يمتلكها المستثمر بهدف الحصول على أكبر عائد بأقل درجة مخاطرة".

قام المحلل الأمريكي "ماركويتز" في وضع الأسس لنظرية المحفظة، وقدم أول فكرة ونشر بحثا سمي اختيار المحفظة وبين كيف يتم بناء المحفظة الاستثمارية المثلى المكونة من أدوات الاستثمار. (الأصول المالية) التي تحقق عائدا متوقعا أعلى مع مستوى معين من المخاطر، وقد طور شارب نظرية المحفظة عام 1962م باستخدام تكتيكا آخر سمي نموذج المؤشر المفرد عندما تتاح أوراق مالية بأعداد كبيرة وبعدها، طور روس عام 1976 النموذج المذكور إلي نموذج أو نظرية الأسعار المرجحة التي تقوم على أساس اختيار البدائل من بين الأوراق المالية بالمقارنة بين العائد والمخاطرة فعندما تتساوى العوائد سوف يتم اختيار الأوراق المالية الأقل مخاطر وهكذا، وتوالت الإضافات خلال الفترة اللاحقة لفترة السبعينات من القرن العشرين وخاصة بعد التطورات الاقتصادية وارتفاع قيمة الفوائض المالية لدى الشركات والبنوك وصناديق التوفير، وتم إنشاء شركات الاستثمارات المالية التي تدير الأموال من خلال صناديق أو المحافظ بهدف استغلال هذه الأموال الاستغلال الأفضل.

لكن الباحث في مبادئ الاقتصاد الإسلامي يجد مبدأ عظيما لدينا نحن المسلمين منذ 14 أربعة عشر قرنا هو مبدأ "الغنم بالغرم" ويعنى المشاركة في الربح والخسارة وكذلك كلما زاد العائد زادت درجة المخاطرة، لذلك سنحاول دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أداة استثمار - الأسهم - (وفق الشريعة الإسلامية) في السوق المالية الإسلامية في ماليزيا وذلك بعد الدراسة النظرية.

Résumé en français

L'année 1952 est l'année de l'apparition du portefeuille financier , qui est un élément composé d'un ensemble de feuilles financières et d'autres outils d'investissement financiers que possède l'investisseur dans le but d'avoir plus grande rente et avec moins de risques .et ce quand l'économiste américain "Marquitz" a établi les fondement de la théorie du portefeuille et a présenté la 1^{ère} idée et a publié un exposé appelé " le choix du portefeuille " avec lequel il a montré comment construire le portefeuille d'investissement idéal composé d'outils d'investissement (l'actif financier) qui réalise une rente espéré plus haut que le niveau donné de risques .

"Sharp" a développé la théorie du portefeuille en 1962 en utilisant une autre technique appelée " le modèle index unique ". Quand on a des feuilles financières en grand nombre .et après " Ross " a développé en 1976 le modèle cité en théorie des prix équilibrés qui s'établit a la base du choix des substituts (alternatives) parmi les feuilles financiers par rapport ou rendement et le risque. Quand les rendements s'égalisent on procédera au choix des feuilles financières avec le minimum de risque.

Les suppléments se sont succédés durant la period proche des années 70. Du 2eme siècle surtout après les progrès économiques et la hausse des excédents financiers chez la société et les banques et les caisses d'épargne.

On avait créé les investissements financiers qui gèrent les fonds au moyen de caisse on portefeuilles dans le but d'exploiter de la meilleure façon.

Mais le chercheur dans les principes économiques islamiques trouve un grand principe chez nous autres musulman depuis 14 siècles et qui est le principe du "" **profits et pertes**"" qui signifie la participation au profit et à la perte et aussi à chaque fois que la rente augmente le degré de risque augmente pour cela .on essaye d'étudier la relation entre le rendement et le risque sur l'outil d'investissement (les actions selon la loi islamique) dans le marché financier islamique en Malaisie .

فهرس المحتويات

| | |
|-----|--|
| I | الإهداء |
| II | كلمة الشكر |
| III | الملخص باللغة العربية |
| IV | الملخص باللغة الفرنسية |
| V | فهرس المحتويات |
| VI | قائمة الجداول |
| VII | قائمة الأشكال |
| أ | المقدمة العامة |
| ب | الإشكالية..... |
| ج | الفرضيات |
| د | إطار البحث |
| د | أسباب اختيار الموضوع |
| هـ | أهمية البحث |
| و | أهداف البحث |
| و | منهج البحث والأدوات المستعملة فيه..... |
| ز | الدراسات السابقة حول الموضوع |
| ح | خطة وهيكل البحث |
| | الفصل الأول : أدوات الاستثمار في سوق رأس المال - دراسة مقارنة - |
| 02 | تمهيد الفصل الأول |
| 04 | المبحث الأول: أدوات الدين (السندات) بين المفهوم التقليدي والمفهوم الاسلامي |
| 04 | المطلب الأول: ماهية السندات..... |
| 04 | الفرع الأول: تعريف السندات |
| 05 | الفرع الثاني: خصائص السندات |
| 05 | الفرع الثالث: قيود إصدار السندات |
| 06 | الفرع الرابع: أنواع السندات |
| 10 | الفرع الخامس: المخاطر التي تتعرض لها السندات |
| 12 | المطلب الثاني: السندات من المنظور الإسلامي |

| | |
|----|---|
| 12 | الفرع الأول: الربا ومناقشة القائلين بجواز التعامل بالسندات |
| 15 | الفرع الثاني : صيغ التمويل الاسلامية (البدائل الشرعية للسندات الربوية) |
| 27 | المطلب الثالث: إصدار وتداول السندات الاسلامية وآلية توزيع الأرباح والخسائر |
| 27 | الفرع الأول: كيفية إصدار السندات الاسلامية |
| 28 | الفرع الثاني:آلية تداول السندات الشرعية..... |
| 29 | الفرع الثالث: الفروق الأساسية بين الاستثمار في الصكوك والاستثمار في السندات التقليدية الربوية . |
| 33 | المبحث الثاني : أدوات الملكية (الأسهم) بين المفهوم التقليدي والمفهوم الاسلامي |
| 33 | المطلب الأول:الأسهم وفق المفهوم الاقتصادي التقليدي |
| 33 | الفرع الأول: حقيقة شركة المساهمة |
| 35 | الفرع الثاني:تعريف وخصائص الأسهم |
| 38 | الفرع الثالث: أنواع الأسهم |
| 45 | المطلب الثاني : الأسهم من منظور الاقتصاد الإسلامي |
| 45 | الفرع الأول : شركة المساهمة في الاقتصاد الإسلامي |
| | الفرع الثاني: الضوابط الشرعية لإصدار الأسهم ونظرة شرعية لتداول أنواع الأسهم الوضعية |
| 48 | المطلب الثالث: حكم إصدار وتداول الأسهم وبيعها |
| 56 | الفرع الأول: حكم إصدار الأسهم العادية |
| 56 | الفرع الثاني: حكم إصدار الأسهم الممتازة |
| 57 | الفرع الثالث: بيع وتداول الأسهم |
| 59 | المبحث الثالث :الأدوات الاستثمارية الحديثة بين المفهوم التقليدي والحكم الإسلامي |
| 62 | المطلب الأول:المستحدثات من أدوات الاستثمار في السوق المالي التقليدي |
| 62 | الفرع الأول: تعريف المشتقات المالية |
| 63 | الفرع الثاني: أنواع المشتقات المالية |
| 70 | المطلب الثاني :المستحدثات من أدوات الاستثمار (المشتقات المالية) من منظور إسلامي... |
| 70 | الفرع الأول: العقود في الإسلام |
| 71 | الفرع الثاني: التقدير الشرعي لعقود الخيارات |
| 74 | الفرع الثالث: التقدير الشرعي للعقود الآجلة المستقبلية |
| 75 | الفرع الرابع: التقدير الشرعي لعقود المبادلات |
| 77 | المطلب الثالث :الدور التحوطي للمشتقات المالية بعد تطويرها بما يتفق والشريعة الإسلامية |
| 77 | الفرع الأول :الدور التحوطي للعقود المستقبلية بعد تطويرها بما يتفق مع الشريعة الإسلامية |
| 78 | الفرع الثاني: الدور التحوطي للخيارات بعد تطويرها بما يتفق والشريعة الإسلامية |

| | |
|-----|---|
| 81 | المبحث الرابع: المحفظة المالية الاستثمارية بين المفهوم التقليدي والمفهوم الإسلامي |
| 81 | المطلب الأول: ماهية المحفظة المالية (المفهوم التقليدي) |
| 81 | الفرع الأول: التعريف بالمحفظة المالية والهدف من تشكيلها |
| 84 | الفرع الثاني: آليات تكوين محفظة الأوراق المالية |
| 87 | الفرع الثالث: أنواع المحافظ المالية |
| 88 | المطلب الثاني: مقومات تكوين محفظة أوراق مالية |
| 89 | الفرع الأول: العائد |
| 91 | الفرع الثاني: خطر المحفظة المالية |
| 97 | الفرع الثالث: التنويع |
| 100 | المطلب الثالث: الأحكام الفقهية للمحافظ المالية وضوابطها الشرعية والمخاطر التي تواجهها |
| 100 | الفرع الأول: الأحكام الفقهية لمحافظ السندات والأسهم |
| 104 | الفرع الثاني: ضوابط بناء محفظة الأوراق المالية الإسلامية |
| 105 | خلاصة الفصل الأول |
| | الفصل الثاني : العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق رأس المال -دراسة مقارنة-..... |
| 109 | تمهيد الفصل الثاني |
| | المبحث الأول: العائد على الأصول المالية بين المفهوم الاستثماري التقليدي والمفهوم |
| 111 | الاستثماري الإسلامي |
| 111 | المطلب الأول: المفاهيم الأساسية للعائد والعوامل المؤثرة فيه |
| 111 | الفرع الأول: تعريف العائد |
| 113 | الفرع الثاني:العوامل المؤثرة على العائد |
| 119 | الفرع الثالث : أهمية عائد الاستثمار في محفظة الأوراق المالية |
| 121 | المطلب الثاني: أنواع العائد وطرق حسابه |
| 121 | الفرع الأول: أنواع العائد |
| 126 | الفرع الثاني: طرق احتساب العائد |
| 133 | المطلب الثالث: العائد في المفهوم الاقتصادي الإسلامي |
| 133 | الفرع الأول: محددات وضوابط العائد المالي في الإسلام |
| 137 | الفرع الثاني: أنواع العائد وأسباب استحقاقه في الاقتصاد الإسلامي |
| 145 | الفرع الثالث : أهمية العائدات في أسواق المال الإسلامية |
| 147 | المبحث الثاني: المخاطر بين المفهوم الاستثماري التقليدي والمفهوم الاستثماري الإسلامي ... |
| 147 | المطلب الأول: مفهوم المخاطرة |

| | |
|-----|--|
| 155 | المطلب الثاني: أنواع المخاطر |
| 161 | المطلب الثالث: كيفية قياس المخاطر (قياس الخطر) |
| 165 | المطلب الرابع: المخاطر التي تواجهها المحافظ المالية الاستثمارية الإسلامية مقارنة بالمحافظ التقليدية |
| 167 | الفرع الأول: اختلاف المخاطر عند الفقهاء عن المخاطر في الدراسات المالية |
| 169 | الفرع الثاني: قياس المخاطرة |
| 170 | الفرع الثالث: أنواع المخاطر التي تواجهها المحافظ المالية الإسلامية |
| 174 | المبحث الثالث: قياس وعلاقة العائد والمخاطرة على الأوراق المالية في المحفظة المالية ومن وجهة نظر إسلامية - دراسة مقارنة - |
| 174 | المطلب الأول: العلاقة بين العائد والمخاطرة في السوق المالي التقليدي |
| 175 | الفرع الأول: تفسير نظرية المنفعة للعلاقة بين العائد والمخاطرة |
| 177 | الفرع الثاني: المبادلة بين العائد والمخاطرة |
| 181 | المطلب الثاني: قياس العائد والمخاطرة للأصول المالية المكونة للمحفظة المالية |
| 181 | الفرع الأول: العائد والمخاطرة الخاص بورقة مالية ما |
| 184 | الفرع الثاني: مخاطر المحفظة ليست بالضرورة هي المتوسط لمخاطر الأوراق المالية الداخلة في تكوين المحفظة |
| 188 | الفرع الثالث: حساب العائد لمحفظة أوراق مالية مكونة من أصلين فقط |
| 189 | الفرع الرابع: حساب المخاطر الخاصة بمحفظة أوراق مالية مكونة من أصلين |
| 191 | الفرع الخامس حساب العائد والمخاطر لمحفظة الأوراق المالية (الحالة العامة) |
| 193 | المطلب الثالث: العلاقة بين العائد والمخاطرة من وجهة نظر إسلامية |
| 193 | الفرع الأول: أبعاد المعاملات المالية في الإسلام |
| 195 | الفرع الثاني: تفسير النظرية الاقتصادية الإسلامية للعلاقة بين العائد والمخاطرة |
| 198 | الفرع الثالث: بعض القواعد الفقهية المتعلقة بالعلاقة بين العائد والمخاطرة في الاقتصاد الإسلامي |
| 201 | خلاصة الفصل الثاني |
| | الفصل الثالث : دراسة حالة حول العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا |
| 205 | تمهيد الفصل الثالث |
| 206 | المبحث الأول: سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا |
| 206 | المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية |

| | |
|-----|---|
| 206 | الفرع الأول: تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية |
| 207 | الفرع الثاني : نبذة تاريخية عن نشأة سوق رأس المال الماليزي |
| 209 | الفرع الثالث: وظائف السوق الإسلامي للأوراق المالية في ماليزيا |
| 211 | الفرع الرابع : أسباب تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا |
| 212 | المطلب الثاني: الخصائص المميزة لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا |
| 214 | المطلب الثالث: ضوابط سوق الأوراق المالية ودور هيئة الرقابة في السوق المالية الماليزية |
| 214 | الفرع الأول: ضوابط إصدار الأوراق المالية |
| 217 | الفرع الثاني: ضوابط المعاملات في السوق المالي الإسلامي الماليزي |
| 218 | الفرع الثالث:هيئة الأوراق المالية الماليزية |
| 219 | الفرع الرابع: لجان الرقابة في السوق المالية الإسلامية الماليزية |
| 222 | المبحث الثاني : الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا |
| 222 | المطلب الأول: أدوات الملكية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا |
| 222 | الفرع الأول: الأسهم العادية |
| 226 | الفرع الثاني:شهادات الشراء من الأسهم الموجودة " call warrants " : |
| 228 | الفرع الثالث: شهادات الشراء من الأسهم الجديدة |
| 231 | المطلب الثاني:الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا |
| 232 | الفرع الأول: صكوك البيع بثمن أجل (المرابحة) |
| 235 | الفرع الثاني: صكوك الإجارة |
| 236 | الفرع الثالث : صكوك الاستصناع |
| 239 | الفرع الرابع: صكوك المضاربة |
| 240 | الفرع الخامس: صكوك المشاركة |
| 244 | المطلب الثالث: المشتقات والمؤشرات في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا |
| 244 | الفرع الأول: المشتقات في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا |
| 246 | الفرع الثاني: المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا |
| 249 | المبحث الثالث: دراسة العلاقة (عائد/مخاطرة) في اختيار الأصل المالي الذي يحقق أكبر عائد وأقل مخاطرة في السوق المالي الإسلامي في ماليزيا بتطبيق برنامج SPSS |
| 249 | المطلب الأول: تعريف البرنامج الإحصائي SPSS |
| 252 | المطلب الثاني: اختيار الأصل المالي (الإسلامي) الذي يحقق أكبر عائد وأقل مخاطرة في السوق المالي الإسلامي الماليزي |
| 261 | خلاصة الفصل الثالث |

| | |
|-----|---------------------------------|
| 264 | الخاتمة العامة |
| 264 | نتائج اختبار فرضيات البحث |
| 265 | نتائج البحث |
| 268 | توصيات |
| 269 | أفاق البحث |
| 270 | قائمة المصادر و المراجع |
| | الملاحق |

قائمة الجداول

| | |
|-----|---|
| 25 | جدول رقم : 01 قائمة الأدوات المالية الإسلامية |
| 68 | جدول رقم : 02 المقارنة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية |
| 210 | جدول رقم : 03 تطور رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية مقارنة بالسوق الربوية في ماليزيا للفترة بين 2006 إلي بداية 2012 |
| 224 | الجدول رقم : 04 تطور الأسهم الموافقة لل شريعة الإسلامية مقارنة مع العدد الإجمالي للأسهم المدرجة في البورصة الماليزية للفترة 2001 إلي 2012/12/31 |
| 234 | جدول رقم : 05 تطور إصدار صكوك البيع بثمن آجل /المرابحة في ماليزيا خلال الفترة (2001-2012) |
| 236 | جدول رقم : 06 تطور إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا خلال الفترة (2001-2012) |
| 238 | جدول رقم : 07 تطور إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا خلال الفترة 2001-2012... |
| 240 | جدول رقم : 08 تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة 2001-2012.... |
| 241 | جدول رقم : 09 تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة 2001-2012..... |
| 257 | جدول رقم : 10 من إعداد الطالب بناءا على معلومات بورصة ماليزيا..... |
| 258 | جدول رقم : 11 ترتيب الأصول المالية (الأسهم) من أكبر عائد إلى أقل عائد..... |
| 259 | جدول رقم : 12 ترتيب الأصول المالية (الأسهم) من أقل مخاطر إلى أكبر مخاطر..... |

قائمة الأشكال

| | |
|-----|--|
| 11 | شكل رقم : 01 مخطط أنواع السندات |
| 44 | شكل رقم : 02 أنواع الأسهم |
| 55 | شكل رقم : 03 أنواع الأسهم من وجهة نظر إسلامية |
| 114 | شكل رقم : 04 منحني عائد موجب الانحدار |
| 115 | شكل رقم : 05 منحني عائد سالب الانحدار |
| 115 | شكل رقم : 06 منحني عائد محدب |
| 116 | شكل رقم : 07 منحني العائد الأفقي |
| 144 | شكل رقم : 08 العلاقة بين عناصر الإنتاج وأنواع العائد في الاقتصاد الإسلامي |
| 151 | شكل رقم : 09 أنواع سلوك المستثمر اتجاه المخاطرة |
| 154 | شكل رقم : 10 أهم مسببات المخاطر |
| 160 | شكل رقم : 11 تقسيمات المخاطر وأنواعها |
| 175 | شكل رقم : 12 منحني العلاقة بين العائد والمخاطرة |
| 176 | شكل رقم : 13 منحني علاقة العائد مع المنفعة |
| 179 | شكل رقم : 14 منحني المبادلة بين العائد والمخاطرة |
| 225 | شكل رقم : 15 تطور عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة إلى إجمالي الأسهم المدرجة في سوق رأس المال الماليزي للفترة بين 2001-2012 |
| 242 | شكل رقم : 16 التمثيل البياني لنسبة الصكوك الإسلامية في السوق المالي الماليزي لسنة 2012 |
| 253 | شكل رقم : 17 يمثل 30 سهم (وفق الشريعة الإسلامية) للشركات المدرجة في السوق المالي الماليزي |

المقدمة العامة

المقدمة العامة:

القراءة التاريخية للأنظمة مهما كان موضوعها ومهما كانت الفلسفة التي تقام عليها، تبين أن هذا النظام أو ذاك يبدأ بسيطاً سهل الاستيعاب لينتقل بعد ذلك إلى مرحلة التركيب، وهذه الأخيرة تتراكم وتتعدّد بفعل التراكمات التي تنتج عن علاقة هذا النظام بمحيطه الداخلي والخارجي، هذه الملاحظة كما هي صحيحة في الأنظمة البيولوجية والفلكية هي صحيحة أيضاً في الأنظمة الإنسانية والاجتماعية ومنها الأنظمة المالية .

ولاستقراء تاريخ هذه الأنظمة يمكن تقسيمها حسب معيار فلسفتها الاقتصادية التي بنيت عليها إلى نظام مالي اشتراكي، نظام مالي رأسمالي ونظام مالي إسلامي وهذا الأخير الذي بدأ كنظام مالي مبسط لكنه يختلف في فلسفته وقواعده وآلياته عن قواعد النظامين السابقين، فهو نظام يقوم على حرمة الربا والميسر والغش والنجش وهو يُقر الملكية الخاصة والميراث والمنافسة والحرية، والشورى ويمنع الاحتكار والاستبداد، ويحرم الإسراف والتبذير، ويدفع الناس إلى استغلال الموارد والمخاطرة بالأموال والأعمال في مجال النشاطات الاقتصادية النافعة، ويجعل التعاقد الرضائي ضمن حدود الشريعة والعدالة هي الأساس في العلاقات الاقتصادية بين الناس .

كما أن الباحث في الاقتصاد الإسلامي يجد تماماً أن الإسلام لم يكن مجرد عقيدة دينية، وإنما هو برنامج عمل سياسي واجتماعي واقتصادي، وإن محمداً صلى الله عليه وسلم لم يكن نبياً ورسولاً وهادياً يدعو إلى مبادئ روحية وقيم أخلاقية فحسب، ولكنه كان حاكماً ومنفذاً وأقام للأمة الإسلامية حكومة منظمة ودولة ذات معالم اجتماعية واقتصادية كاملة، وهذا ما يعبر عنه أن الإسلام عقيدة وشريعة وإنه "دين ودنيا" .

ويعطي الإسلام المال الخاص حق المال العام في حمايته وحفظه والاستثمار فيه ويصفه بأنه قوام الحياة، وإلى ذلك وجه الخطاب إلى الأمة **وَأَتُوا النِّسَاءَ صَدَقْتِهِنَّ حِلَّةً فَإِنْ طَبِنَ لَكُمْ عَنْ شَيْءٍ مِّنْهُ نَفْسًا فَكُلُوهُ هَنِيئًا مَّرِيئًا** **﴿٥٤﴾** وَلَا تُؤْتُوا السُّفَهَاءَ أَمْوَالَكُمُ الَّتِي جَعَلَ اللَّهُ لَكُمْ قِيَمًا وَارزُقُوهُمْ فِيهَا وَاكْسُوهُمْ وَقُولُوا لَهُمْ قَوْلًا مَّعْرُوفًا **﴿٥٥﴾** الآية 4-5¹، ففيها دليل الحفظ، وكذلك دليل التنمية، ولقد شرع الله سبحانه وتعالى لتداول المال نظام المعاملات، فقد جاء الإسلام والناس يتعاملون على أساس المنفعة، ولو على حساب الإضرار بالآخرين .

¹ سورة النساء، الآية 4-5.

فأخذ ينظم معاملاتهم، فحرم منها ما حرم، وأحل منها ما أحل، وعدل منها ما عدل، فأحل البيع وحرم الربا، ووضع للبيع والشراء قواعد عامة وشروطا وضوابط، وأخلاقيات للعقود والتعامل التجاري، ليعود النفع على البائع والمشتري معا وليزيد الإنتاج أيضا، والسوق هو الإطار الذي تتم فيه عادة عملية البيع والشراء وأنواع مختلفة من المعاملات والاستثمارات وكذلك العلاقات بين المتغيرات، وأما في عصرنا الحديث فبعد أن تعرض المسلمون للتراجع الحضاري وتخلفوا عن ركب التطور الذي حصل في جميع مجالات الحياة، حيث بات الفقه فقها نظريا، ضعيف الصلة بالواقع ومستجداته المعاصرة، فنشأت المعاملات الحديثة بعيدة عن التكيف الفقهي، وظهرت أسواق غير منضبطة بالشرع، ومن تلك الأسواق بورصة الأوراق المالية التي تؤدي في ميدان الحياة الاقتصادية دورا خطيرا، إذ يعقد فيها أكبر الصفقات التجارية والمعاملات الاستثمارية المالية التي تمثل الجزء الأكبر من ثروات البلاد، فسوق الأوراق المالية هي سوق مستمرة، حيث يلتقي فيها البائع والمشتري، فيجد البائع سوقا لبيع أوراقه وبضائعه والبحث عن أكبر عائد بأقل خطر ممكن، ويجد المشتري سوقا لشراء ما يريده، وتتحدد في البورصة الأسعار نتيجة لقانون العرض والطلب، كما أن توظيف الأموال بهدف تحقيق أعظم عائد ممكن خلال فترة زمنية محددة هو هدف مركزي للمستثمر ولغرض صنع القرار يتم اعتماد أدوات تحليل متنوعة، إذا تكلمنا عن الاستثمار في الأسواق المالية فإن عدد كبير من المتداولين في السوق هم من فئة المضاربين الذين يستخدمون المضاربة أساس في تحقيق أهدافهم الاستثمارية التي هي عبارة عن شراء وبيع الأوراق المالية خلال أيام أو أسابيع، إن الافتقار إلي الإستراتيجية الاستثمارية الناجحة قد يؤدي إلى إلحاق خسائر كبيرة بالمستثمر (المسلم وغير المسلم)، ولذلك يتطلب الأمر من كل مستثمر تحديد السياسة الإستراتيجية المناسبة لأهدافه والمخاطر التي يكون مستعدا لتقبلها من خلال دراسة العلاقة (العائد / المخاطرة) ..

الإشكالية:

يعد عام 1952م بداية ظهور المحفظة المالية التي هي عبارة عن أداة مركبة من مجموعة من الأوراق المالية والأدوات الاستثمارية المالية الأخرى التي يمتلكها المستثمر بهدف الحصول على أكبر عائد بأقل درجة مخاطر"، وهذا عندما قام المحلل الأمريكي "ماركويتز" في وضع الأسس لنظرية المحفظة وقدم أول فكرة ونشر بحثا سمي اختيار المحفظة وبين به كيف يتم بناء المحفظة الاستثمارية المثلى المكونة من أدوات الاستثمار التي تحقق عائدا متوقعا أعلى مع مستوى معين من المخاطر، وقد طور شارب نظرية المحفظة عام 1962م باستخدام تكنيك آخر سمي نموذج المؤشر المفرد عندما تتاح أوراق مالية بأعداد كبيرة وبعدها طور روس Ross عام 1976 النموذج المذكور إلي نموذج أو نظرية الأسعار المرجحة التي تقوم على أساس اختيار البدائل من بين الأوراق المالية بالمقارنة بين العائد والمخاطرة فعندما تتساوى العوائد

سوف يتم اختيار الأوراق المالية الأقل مخاطرة وهكذا ،وتوالى الإضافات خلال الفترة اللاحقة لفترة السبعينات من القرن العشرين وخاصة بعد التطورات الاقتصادية وارتفاع قيمة الفوائض المالية لدى الشركات والبنوك وصناديق التوفير وتم إنشاء شركات الاستثمارات المالية التي تدير الأموال من خلال صناديق أو محافظ بهدف استغلال هذه الأموال الاستغلال الأفضل .

لكن الباحث في مبادئ الاقتصاد الإسلامي يجد مبدأ عظيماً لدينا نحن المسلمين منذ 14 أربعة عشر قرناً هو مبدأ "الغرم بالغنم" ويعنى المشاركة في الربح والخسارة كلما زاد العائد زادت درجة المخاطرة .

ومن هذا المنطلق تبرز إشكاليتنا على النحو التالي :

ماهي العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي ، وهل هناك اختلاف في هذه العلاقة بين السوق المالي الوضعي والإسلامي ؟

وانطلاقاً من هذا التساؤل الرئيسي سنحاول الإجابة على التساؤلات الفرعية التالية :

1- هل يمكن اعتبار جميع الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال التقليدي مشروعة ؟ علماً أن بعضها يمثل حقوق ملكية والبعض الآخر يعبر عن مديونية.

2- هل مخاطر وعوائد المحفظة هي بالضرورة المتوسط لمخاطر الأوراق المالية الداخلة في تكوين المحفظة ؟ وماهي المخاطر التي تتعرض لها أدوات الاستثمار في السوق المالي الإسلامي ؟

3- هل يمكن تطبيق نظريات المحفظة الاستثمارية على العلاقة بين العائد والمخاطرة في السوق المالي الوضعي ؟ هل يمكن تطبيق مبدأ "الغرم بالغرم" على العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي ؟

4- كيف يتم حساب كل من العائد، والمخاطر المتعلقة بأصل مالي معين في السوق المالي الإسلامي في ماليزيا ؟

الفرضيات:

1- يزخر الفقه الإسلامي بأراء اقتصادية هامة ،تحتاج من الاقتصاديين البحث والكشف والتنقيب عنها وتكييفها مع الاقتصاد المعاصر .

2- تتنوع الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال التقليدي بين أدوات مقبولة شرعاً وأخرى بحاجة إلي تطوير بما يتفق والضوابط الشرعية بالإضافة إلي استحداث أدوات مالية جديدة.

3- حساب العائد والمخاطرة الخاصة بورقة مالية يختلف عن حساب العائد والمخاطرة للمحفظة ،إذ يعتقد البعض أن عائد ومخاطر المحفظة ما هو إلا متوسط العائد والمخاطر للأوراق المالية المكونة لهذه المحفظة .

4- يعتمد المستثمر المسلم في دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق رأس المال الإسلامي على مبدأ "الغرم بالغرم"، بينما يعتمد المستثمر الآخر في دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على نظريات الاستثمار في المحفظة المالية.

5- يمكن حساب كل من العائد والمخاطر المتعلقة بالأصل المالي في البورصة الماليزية عن طريق تطبيق الأدوات الإحصائية المتوسط الحسابي، التباين، الانحراف المعياري. معامل الارتباط

6- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند ($\alpha=0.05$) بين العائد والمخاطر على أدوات الاستثمار الإسلامية (الأسهم) وفق الشريعة الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.

إطار البحث :

إن موضوع الأسواق المالية بحكم التخصص الذي ندرس فيه بصفة عامة يعتبر موضوع واسع النطاق وله عدة أبواب ومداخل فلو كان حديثنا بصفة مطلقة ما أعطينا الموضوع حقه، فكان لزاماً علينا أن نتخصص في هذا الموضوع الواسع ولتحديد مبتغانا من هذا البحث تطرقنا إلي جزئية من هذه السوق التي تهتم بدراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي ومقارنة هذه العلاقة بما هو قائم في السوق المالي التقليدي وذلك بالتركيز على الأدوات الاستثمارية من أسهم وسندات وخلافهما من المستحدثات في كل من السوقين (التقليدي، الإسلامي)، وكذلك تطرقنا إلي تحديد العلاقة بين المتغيرين (عائد/مخاطرة) في كل من السوقين، لأن هذين المتغيرين هما الأساس الذي يعتمد عليه المستثمر في اختيار أدوات وسياسات الاستثمار.

أسباب اختيار الموضوع :

تكمن مبررات اختيار موضوع "دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي -دراسة حالة ماليزيا -" في النقاط التالية:

الدوافع الذاتية :

1. الرغبة في مواصلة الدراسة في موضوع له علاقة بالتخصص، الذي زاولت فيه دراستي في مرحلة التدرج 'مالية نقود وبنوك' وتخصص ما بعد التدرج 'أسواق مالية وبورصات'
2. رغبة مني في إثراء المعرفة الذاتية بموضوع حساس يدرس أحد انشغالات المستثمر المسلم والأمة بحكم انتمائي لها.
3. الرغبة في مواصلة البحث في الدراسات الاقتصادية والمالية الإسلامية .

الدوافع الموضوعية :

1. وجوب تعدد البحوث وتنوعها في مختلف المجالات التي يشملها الاقتصاد الإسلامي، حتى لا تقتصر هذه الأبحاث على مجال معين، وقد أولى الاقتصاد الإسلامي عناية لهذا المجال من البحث .
2. الشعور بقيمة وأهمية الموضوع في ظل هذه التحولات العالمية المتسارعة.
3. الرغبة في المساهمة في لفت الانتباه وتحسيس الرأي العام الوطني والإسلامي للاهتمام بالدراسات والبحث في مجال لا يقل أهمية عن المجالات الأخرى، وهو تحديد العلاقة بين العائد والمخاطر على أدوات الاستثمار من وجهة نظر إسلامية مع عرض حالة في دولة إسلامية ما. ومناقشة ما لها وما عليها للاستفادة منها في المستقبل ولتحسين ايجابياتها وتجنب الأخطاء.

أهمية البحث:

تكمن أهمية البحث في النقاط الأساسية التالية :

1. تتجسد أهمية الدراسة بمحاولة المساهمة في إيجاد أرضية أكاديمية لأدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي لا يغلب عليها العشوائية في التعامل مع وجود ضوابط وآليات وقواعد العمل المالي ضمن الضوابط والمعايير الشرعية، بالشكل الذي يخفف من مخاطر الاستثمار وزيادة في عوائده وزيادة البدائل الاستثمارية الإسلامية المتاحة، مما يترتب عليه إبراز الحاجة إلي التوظيف الأمثل للأموال، وفتح فرص وآفاق أوسع أمام المستثمر المسلم، والمؤسسات المالية الإسلامية .
2. تكمن أهميته أيضا في محاولة رفع الستار عن العلاقة بين العائد والمخاطرة في اختيار المسلم للأدوات المالية التي يريد أن يستثمر أمواله فيها، لما لها من أهمية بالغة تكمن في تحقيق ربح وتسعير أفضل للأصول المالية دون الإخلال بإحدى القواعد الإسلامية، فقد جاء في نشرة صندوق النقد الدولي لسبتمبر 2007 أنه دعا عددا من الدول لإصدار الصكوك الشرعية، كبديل لأدوات التمويل التقليدية لانخفاض نسبة المخاطر فيها .
3. محاولة التعرف على واقع الاستثمارات والتحليل الاستثماري بين العائد / الخطر على بعض أدوات الاستثمار في كل من السوقين (الوضعي / الإسلامي) ومحاولة الاستفادة من خبراتها وتجنب الوقوع في أخطائها.

4. المساهمة في رفع الاتهام عن الأبحاث الاقتصادية الإسلامية بأنها متخلفة عن ركب الحضارة ومنعزلة عن الحياة الواقعية، وأنها غير قادرة على مواجهة تحديات العصر، واثبات أن للفكر الإسلامي أدواته الخاصة به وفق رؤيته الشرعية .

أهداف البحث:

يسعى البحث في موضوع "دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق رأس المال الإسلامي -دراسة حالة ماليزيا - " بلوغ الأهداف التالية:

1. المساهمة في التعريف بالمعايير والضوابط الشرعية التي تبين الصيغ الشرعية والأدوات الاستثمارية الإسلامية التي تكتمل بها سوق رأس المال الإسلامي في مسائل الأسهم والصكوك وأدوات الدين ثم تحليلها ونقدها من منظور إسلامي، مما يشجع المستثمرين المسلمين والمؤسسات المالية الإسلامية على دفع مدخراتهم واستثماراتهم بشكل مشروع وفق مراعاة العائد والمخاطرة وفق ضوابط شرعية .
2. دراسة وتقييم العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق رأس المال الوضعي وتبين المبادئ التي تعتمد عليها في تحديد تلك العلاقة ، وهذا من وجهة نظر المستثمر غير المسلم ،مع إبراز أوجه الاختلاف بينها وبين كيفية تحديد العلاقة (العائد / المخاطرة) في سوق رأس المال الإسلامي وهذا من وجهة نظر المستثمر المسلم الذي يسعى لتحقيق أكبر عائد ممكن بأقل خطر وفق ضوابط شرعية .
3. بيان ما مدى فعالية ونجاعة العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق رأس المال الإسلامي وفق مبدأ الغرم بالغنم بالنسبة للمستثمر المسلم ،وذلك بدراسة تطبيقية حول مجموعة من الأدوات الاستثمارية وذلك في كل من السوقين (التقليدي/الإسلامي).

منهج البحث والأدوات المستعملة فيه :

من أجل الإجابة على إشكالية البحث واثبات صحة الفرضيات أو نفيها سوف يتم الاعتماد على المناهج التالية:

المنهج التاريخي: وذلك من أجل تتبع بعض الوقائع التاريخية والتسلسلات الزمنية لبعض المراحل التاريخية مثل تتبع وقائع ظهور المحفظة المالية الجامعة لمختلف الأدوات المالية وغيرها مما يوجب علينا التوقف على محطاته التاريخية.

المنهج الوصفي والتحليلي: وذلك من أجل وصف الأدوات الاستثمارية في السوق المالي ووصف العلاقات بين المتغيرات وتحليل ضوابطها.

منهج المقارن: وذلك في محاولة البحث عن التماثل والتضاد أي إجراء تقابل بين المعلومات المحصول عليها من خلال دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة في كل من السوقين التقليدي والإسلامي باستعمال الأدوات الإحصائية.

الدراسات السابقة حول الموضوع:

إن سوق رأس المال الإسلامي موضوع حديث النشأة نظريا وعمليا مقارنة ببعض المواضيع الأخرى، حيث أن كثير من الأدوات والمعاملات التي تجري في إطارها تعتبر من المستحدثات، لكن لا يمكن القول بأن الدراسات التي تطرقت إليه قليلة وإنما كانت مختلفة باختلاف الزوايا التي تم التركيز عليها، وحسب اطلاع الباحث في حدود الإمكانيات المتاحة وجدت عدة دراسات تهتم بسوق الأوراق المالية الإسلامية وجلها كانت تهتم بالأدوات المالية الإسلامية ومنها التي تهتم بالضوابط والمعاملات الشرعية التي تقوم عليها، ولم أجد ما يتكلم عن العلاقة بين العائد والخطر في السوق الإسلامي على عكس السوق التقليدي، فمن بين هذه الدراسات نجد:

1. شعبان محمد إسلام البرواري في كتابه بمorce الأوراق المالية من منظور إسلامي -دراسة تحليلية نقدية- فنجد في هذا الكتاب قد تكلم بصورة عامة عن سوق الأوراق المالية الإسلامية ثم أدواتها وعملياتها ويعد هذا الكتاب مرجعا عاما في سوق الأوراق المالية الإسلامية وأدواتها.

2. دريد كامل آل شبيب في كتابه :الاستثمار والتحليل الاستثماري فنجد في هذا الكتاب يتكلم عن مفاهيم إدارة الاستثمارات والأدوات المتاحة التي لها دور في تحقيق أهداف المستثمرين وقد تطرق إلي ثمانية فصول فكان الفصل الثالث منها يتكلم حول العائد والمخاطر على الاستثمارات، من خلال عرض طبيعة العوائد وطرق قياسها وكذلك أنواع المخاطر ومصادرها وكيفية قياسها.

3. دريد كامل آل شبيب في كتابه :إدارة المحافظ الاستثمارية والذي يحتوى على تسعة فصول تطرق لموضوع العائد والمخاطر في الفصل الرابع أما الفصل الخامس فقد تطرق إلي كيفية قياس العائد والمخاطر الاستثمارية باستخدام العائد المرجح والمخاطر المرجحة في المحفظة المالية الاستثمارية.

أما من ناحية الرسائل والأطروحات فلم أجد على حد علمي دراسات في هذا المجال داخل الوطن وخارجه، إلا ما يتكلم على الأسواق المالية والاستثمار فيها وأدواتها وضوابط التعامل فيها:

1. بن الضيف محمد عدنان، في رسالته رسالة ماجستير 2007: الاستثمار في سوق الأوراق المالية - دراسة في المقومات والأدوات -، وركزت هذه الدراسة على الاستثمار من منظوره الوضعي والإسلامي بالتركيز ضوابطه الشرعية والتركيز كذلك على أدوات الاستثمار في كل من السوقيين التقليدي والإسلامي .

2. نصبة مسعودة، أطروحة دكتوراه 2012 نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال - تجربة ماليزيا أنموذجاً - واهتمت هذه الدراسة بمدى قدرة وتوفر الآليات والأدوات المالية المعاصرة لسوق رأس المال الإسلامي في إطار المعاملات الشرعية، مما يجعل منها نموذجاً للتحقق، من شأنه المساهمة في تعزيز تنافسية بين الأسواق المالية الدولية، وتم التركيز أيضاً في هذه الدراسة على الأدوات الاستثمارية في السوق المالي الإسلامي .

أما بحثنا فهو يركز إضافة لتبيين أدوات الاستثمار المالية الشرعية التي تستثمر فيها وفق الضوابط والأحكام الشرعية في السوق المالي الإسلامي، فهو يسعى كذلك لدراسة العلاقة (عائد/مخاطرة) من وجهة نظر إسلامية، بالإضافة لدراسة حالة على أدوات الاستثمار لسوق رأس المال في السوق المالي في ماليزيا .

خطة وهيكل البحث:

قسم هذا البحث مبدئياً إلى ثلاثة فصول:

الفصل الأول أدوات الاستثمار في سوق رأس المال -دراسة مقارنة-: سنتكلم في هذا الفصل على الأدوات المستعملة في سوق الأوراق المالية الوضعية من أسهم وسندات، ثم معرفة الحكم الشرعي فيها والتكلم على بدائلها الشرعية، وكذلك التكلم على المستحدثات من الأدوات من المشتقات ومعرفة مكانها في الاقتصاد الإسلامي، وكذلك سنتكلم عن المحفظة المالية وضوابط الاستثمار فيها من وجهة نظر إسلامية

الفصل الثاني:العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق رأس المال: وسيأتي فيه نظرة عامة حول العائد والمخاطرة في الاستثمار، كما سيتم التطرق إلى قياس العائد والمخاطر في المحفظة المالية الاستثمارية وذلك بسرد الركائز غير الأخلاقية والشرعية المتعامل بها في سوق الأوراق المالية الوضعية، وبعد ذلك الانتقال والتكلم عن العائد ومخاطر الاستثمار في السوق المالي الإسلامي، وبعده ينتقل التركيز أكثر لشرح وتحليل مبدأ " الغنم بالغرم" في تحديد العلاقة (عائد/مخاطرة) من وجهة نظر إسلامية.

الفصل الثالث دراسة حالة حول تقييم العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في السوق المالي الماليزي: وسيتم التطرق في هذا الفصل إلى تجربة دولة ماليزيا في ميدان الأوراق المالية الإسلامية

بالتركيز على جانب الأدوات المالية المستعملة في السوق الماليزي وكذلك تقييم العلاقة بين العائد والمخاطر وربط صحتها من عدمه مع الجانب النظري .

الخاتمة العامة: وتكون فيها الخلاصة العامة ونتائج اختبار فرضيات البحث، نتائج التي توصل إليها الباحث، ثم التوصيات المقترحة من أجل تفادي الوقوع في الأخطاء السابقة خاصة من طرف المستثمر المسلم الذي يسعى لتحقيق الربح وتقليل المخاطر وفق الضوابط الشرعية.

الفصل الأول :

أدوات الاستثمار في سوق رأس المال
- دراسة مقارنة -

الفصل الأول:

أدوات الاستثمار في سوق رأس المال

- دراسة مقارنة -

تمهيد:

- المبحث الأول: السندات (أدوات الدين) بين المفهوم التقليدي والمفهوم الإسلامي
- المبحث الثاني: الأسهم (أدوات الملكية) بين المفهوم التقليدي والمفهوم الإسلامي
- المبحث الثالث: الأدوات الاستثمارية الحديثة (الابتكارات المالية) بين المفهوم التقليدي

والمفهوم الإسلامي

- المبحث الرابع: المحفظة المالية الاستثمارية بين المفهوم التقليدي والمفهوم الإسلامي

- خلاصة الفصل الأول

تمهيد الفصل الأول:

تتعدد الشركات في أسواق المال، فتوجد شركات نشاطها حرام، وأخرى نشاطها حلال ومعاملاتها حلال، وبين هذا وذاك توجد شركات نشاطها حلال وتتعامل بالحرام أحياناً. والحكم الشرعي للاستثمار والمضاربة في كل نوع من هذه الأنواع فيه ماهو محل اتفاق بين الفقهاء ، وفيه ما هو محل اختلاف بينهم ، وهو ما ينبغي الوقوف عليه باعتباره من المسائل المستجدة ، وترجيح ما ينبغي ترجيحه .

وهذا الأمر يعتبر من الأولوية بمكان للذين يبحثون عن الحلال، وينفرون من الحرام ويسعون إلى معرفة أحكام الحلال والحرام للحذر من الوقوع في الحرام، طمعا في رضا الله -تعالى- والوصول إلى كمال التقوى التي من تمامها أن يدع المسلم ما ليس به بأس، حذرا لما به البأس. فالمسلم يعي أن المال قوام الحياة وإحدى الكليات الخمس التي جاءت الشريعة لرعايتها، والمال في ميزان الشرع هو وسيلة وليس غاية¹.

والإنسان مسؤول في هذا المال عن كسبه وإنفاقه ، فعن أبي برزة الأسلمي أنه قال : قال رسول الله صلى الله عليه وسلم { لا تزول قدما عبد يوم القيامة حتى يسأل عن أربع ،عن عمره فيما أفناه ،وعن جسمه فيما أبلاه ،وعن علمه ماذا عمل به ،وعن ماله من أين اكتسبه وفيم أنفقه }² لذا كان عمر بن الخطاب رضي الله عنه يقول (لا يبيع في سوقنا إلا من قد تفقه في الدين) .

ومن هذا المنطلق فإن من يتعامل في الأسواق المالية مطالب بمعرفة الحلال والحرام في تلك الأسواق خاصة في ظل ما يكشفه الواقع من اتجاه المدخرين نحو أسواق المال سواء للاستثمار أو المضاربة ، وفي نفس الوقت لا يكاد يخلو أي سوق مالي من إصدار وتداول أسهم وسندات شركات قد يكون نشاطها حراما أو حلالا، وفي هذا الإطار يأتي هذا الفصل الأول للتعرف على أدوات الاستثمار في السوق المالي الإسلامي وذلك مقارنة بأدوات التعامل في السوق الوضعي والوقوف على الحكم الشرعي وتبصير المسلمين بالرأي الشرعي والقواعد الحاكمة للتعامل في مثل هذه الأدوات المالية الاستثمارية في السوق المالي داخل الشركات سواء أكانت وطنية أو أجنبية .

ويتكون هذا الفصل من أربعة مباحث ، يتعرض المبحث الأول لأدوات الدين (السندات) ونتطرق فيه إلى ماهية السندات في الاقتصاد الوضعي ثم نتطرق إلى معرفة هذه الأدوات في الاقتصاد الإسلامي وما أسباب حرمتها ماهي أهم بدائلها .

المبحث الثاني يتعرض لأدوات الملكية (الأسهم) من خلال ماهية الأسهم في الاقتصاد الوضعي وأهم أنواعها ثم وضع تلك الماهية في ميزان الشرع الإسلامي ومعرفة ماهي الأسهم التي تتكيف مع الأسواق المالية الإسلامية .

¹ اشرف محمد دوابه، الاستثمار والمضاربة في الأسهم والسندات من منظور إسلامي، الطبعة الأولى ، القاهرة ، دار السلام للطباعة ، 2008، ص 8
² رواه الترمذي

المبحث الثالث يتعرض لأدوات الاستثمار الحديثة (الابتكارات المالية) في الاقتصاد الوضعي والتطرق لموقف الاقتصاد الإسلامي منها .
أما المبحث الرابع والأخير نتطرق فيه إلي ماهية المحفظة المالية ومبادئ الاستثمار فيها من الوجهتين الوضعية والإسلامية.

المبحث الأول: أدوات الدين (السندات) بين المفهوم التقليدي والمفهوم الاسلامي

عندما تحتاج المشروعات والمؤسسات إلى مصادر تمويلية طويلة الأجل فإنها تستطيع اللجوء إلى البنوك لكن هذه البنوك قد تفرض الكثير من القيود والشروط نظرا للمخاطر الكثيرة التي يمكن أن تتعرض لها القروض الطويلة الأجل ، كما يمكن للمؤسسات إدخال مساهمين جدد عن طريق إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس المال وبالتالي تدارك الأموال اللازمة ، لكن عملية الاصداء قد تكون مستحيلة من الناحية العملية لأن هذه الأسهم قد لا تجد الإقبال من قبل الأفراد بسبب وضعية الجهة المصدرة .

فلا يبقى أمامها سوى اللجوء إلى إصدار سندات القرض أي الاقتراض من الأفراد والمؤسسات بإصدار سندات قرض وتطرحها في التداول فيقوم الأفراد بشرائها ويصبح حملة هذه السندات مقرضين للشركة بمقدار ما لديهم من سندات¹

المطلب الأول: ماهية السندات

الفرع الأول: تعريف السندات

السندات في اللغة : جمع سند وهو بمعنى الاعتماد ، والركون إليه و الاتكاء عليه والسند ما قبلك من الجبل ، وعلا من السفح ومعتمد الإنسان²

وفي اصطلاح الاقتصاديين: عرف السند بأنه صك قابل للتداول يمثل قرضا يعقد عادة بواسطة الاكتتاب العام وتقوم بإصداره الحكومة أو الشركات، ويعتبر حامل السند دائن للشركة له حق دائية في مواجهتها ولا يعد شريكا فيها. وقيل السندات هي عبارة عن وثيقة بقيمة محددة يتعهد مصدرها بدفع فائدة دورية في تاريخ محدد لحاملها³

يمثل السند Bond مستند مديونية تصدره المنشآت ويعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق كما يعطيه أيضا الحق في الحصول على عائد دوري يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية بمعنى آخر أن السندات تعتبر بمثابة عقد أو اتفاق بين المنشأة (المقترض) والمستثمر (المقرض) وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغا معيناً إلى الطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد منفق عليها في تواريخ محددة⁴.

وللسند قيمة سوقية قد تزيد أو تقل أو تساوي القيمة الاسمية ، وهذا يعني أن هناك فرصة لأن يحقق حامل السندات أرباحاً أو قد يمتد بخسائر، هذا وتحدد القيمة السوقية على ضوء درجة المخاطرة التي تتوقف على المركز المالي والظروف الاقتصادية السائدة ومستوى أسعار الفائدة في السوق .

¹ مروان عطون ، الأسواق النقدية والمالية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال ، الطبعة الرابعة ، الجزائر ، ديوان المطبوعات الجامعية ، 2008، جزء 1، ص 65

² أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، طبعة 1، الإسكندرية مصر، دار الفكر الجامعي، 2006، ص 95

³ نفس المرجع ، ص 95

⁴ أحمد بوراس ، تمويل المنشآت الاقتصادية ، عنابة -الجزائر -، دار العلوم للنشر والتوزيع، 2008، ص 57- 58

وهناك عدة تعاريف أخرى نذكر منها :

- * السند وثيقة تتضمن وعدا من الشركة أو هيئة رسمية بتسديد مبلغ من القرض عند حلول أجل استحقاقه، بالإضافة إلي دفع مبالغ محددة على فترات متتالية تمثل الفائدة.¹
- * تمثل ديناً لمالكيها وهي أداة تمويل مباشرة مابين وحدات العجز ووحدات الفائض لذلك هي عبارة عن قرض مجزأ إلى وحدات قياسية كل وحدة منها تدعى سند.²
- * تعد السندات التي تصدرها منشآت الأعمال بمثابة عقد أو اتفاق بين المنشأة والمستثمر وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغا معيناً من المال إلى الطرف الأول، الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة، وقد ينطوي العقد على شروط أخرى لصالح المقرض ، مثل رهن بعض الأصول الثابتة ضمانا للسداد، أو وضع قيود على إصدار سندات أخرى في تاريخ لاحق ، كما قد يتضمن العقد شروطا لصالح المقرض ، مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق.³

الفرع الثاني: خصائص السندات

تتميز السندات بعدة خصائص هي كما يأتي:⁴

- 1- تمثل السندات ديونا في ذمة الجهة المصدرة لها ، وحاملها يكون دائنا لتلك الجهة.
- 2- السندات قابلة للتداول كالأسهم بطريقة القيد أو التسليم.
- 3- السندات صكوك متساوية القيمة ، تصدر بقيمة اسمية ولا تقبل التجزئة أمام الجهة المصدرة لها ، ولحاملها حق استثناء قيمتها الاسمية قبل أصحاب الأسهم.
- 4- للسندات أجل لاستيفاء قيمتها، وهذا الأجل قد يكون قصيرا أو متوسطا أو طويلا.
- 5- يعطي السند لحامله حقين أساسيين : حق الحصول على فائدة ثابتة وحق استرداد قيمة سنده في أجل الاستحقاق ، إضافة إلي تمتعه بحقوق الدائن تجاه مدينه وفقا للأحكام القانونية .

الفرع الثالث: قيود إصدار السندات

هناك مجموعتان من هذه القيود⁵

المجموعة الأولى - القيود الاقتصادية: تمثل هذه القيود مجموعة من الاعتبارات توجب على الجهة التي تصدر السندات أن تدخلها في حسابها عند قيامها بإصدار السندات من أهمها :

¹ حسين بني هاني ، الأسواق المالية طبيعتها تنظيمها أدواتها، عمان ، بدون ذكر دار النشر ، 2002 ، ص 152

² محمود محمد الداغر ، الأسواق المالية - مؤسسات أوراق بورصات ، الطبعة الأولى ، الأردن ، عمان، دار الشروق للنشر ، 2005، ص 103

³ بلعزوز بن علي . محمد الطيب أحمد ، دليلك في الاقتصاد من خلال 300 سؤال وجواب ، القبة القديمة - الجزائر - ، دار الخلدونية ، للنشر والتوزيع ، 2008 ، ص 147.

⁴ شعبان محمد إسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ، طبعة 1 ، دمشق ، دار الفكر ، ص 129

⁵ مروان عطون ، مرجع سابق ، ص 67 . 68

1- إن إصدار السندات يترتب على الشركة المصدرة جملة من الالتزامات يتوجب عليها الوفاء بها في جميع الأحوال والظروف، وإلا تسبب ذلك في انهيار مركزها المالي لذلك لابد من توخي الدقة في تقدير كل الظروف والاعتبارات قبل الإقدام على إصدار السندات.

2- إن الإفراط في إصدار السندات قد يضعف الثقة بها ومن ثم يضطر الشركة المصدرة إلى رفع أسعار الفائدة لتشجيع المستثمرين على شرائها ما ينتج عنه تحمل الشركة لأعباء إضافية غالباً ما تكون غير مخططة

المجموعة الثانية -القيود القانونية: هنا يتدخل القانون في تنظيم عملية الإصدار بهدف توفير الضمانات اللازمة للمتعاملين بها

- 1- إن القوانين التي تنظم نشاطات الشركات المساهمة غالباً ما تضع قيوداً على إصدار السندات - كأن ينص القانون على عدم تجاوز قيمة السندات المصدرة لنسبة معينة من الأسهم.
- 2- عندما تقتض الشركة من جهة معينة كالبنوك مثلاً فإنها تلتزم تجاهها بعدم إصدار سندات جديدة وذلك بهدف عدم إضعاف الضمانات مقابل القروض التي قدمتها البنوك.

الفرع الرابع: أنواع السندات

تختلف أنواع السندات وتتنوع حسب معايير مختلفة وفي كل معيار أنواع سنحاول توضيحها في هذا الفرع

أولاً: من حيث جهات الإصدار وهي التي ينظر إليها من زاوية جهة الإصدار

1- سندات الهيئات الدولية والإقليمية : ويصدر هذا النوع من طرف هيئات دولية كالبنك الدولي للإنشاء والتعمير ،والمؤسسات الإقليمية بنك التنمية الأوربيوتستخدم هذه الأموال المقترضة في تمويل مشاريعها .

2- السندات الحكومية : وهي سندات تصدر عن الحكومة ،وغالباً ما يكون المصرف المركزي أو الخزانة (وزارة المالية) لمواجهة العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم .¹

وهي تنقسم حسب إصدارها إلي:

-/ سندات الحكومة المركزية: وتصدر من قبل حكومة البلد المعني، وعادة تتولى وزارة المالية هذه الإصدارات ويقوم البنك المركزي بتسويقها ويمكن أن تكون وفق الصيغ التالية:²

*السندات الادخارية : وهي سندات غير قابلة للتداول بالبيع أو الشراء أو بالتنازل ،كما لايجوز لحاملها رهنها لصالح الغير وتشتري تلك السندات من وزارة المالية فقط وهو المكان الوحيد الذي يلجأ إليه حملتها لاسترداد قيمتها .

¹ أشرف محمد دوابه، مرجع سابق، ص 106

² منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ،مصر ، منشأة المعارف ، 1999 ، ص 43-47

* سندات الخزانة: وتمثل استثمارا متوسطا وطويل الأجل، إذ يتراوح تاريخ استحقاقها ما بين سبعة إلى ثلاثين سنة وهي قابلة للتداول

* صكوك المديونية : وهي سندات تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازيتها

ب/ سندات الحكومة المحلية والمؤسسات أو الدوائر الرسمية : وتصدر عادة لأغراض استثمارية بحثة وخاصة في مشروعات البنية التحتية داخل الحدود الجغرافية وهي شبيهة بسندات الحكومة السابقة
ج/سندات تصدرها الجماعات والمدارس والمستشفيات التي تأخذ طابع الخدمات الاجتماعية العامة ومثل هذه السندات فوائدها معفية من الضريبة ودرجتها الائتمانية تتسم بالأمان¹.

3- سندات الشركات : وهي التي تصدرها المؤسسات العامة والخاصة التي تكون في حاجة إلي

قروض ، والتي لا تستطيع الزيادة في رأس المال عن طريق الأسهم ،أون تكلفة إصدار السندات أقل من تكلفة إصدار الأسهم وتنقسم إلي :

أ/ سندات عالية المردودية :تمتاز بمردود عالي وذلك لأن مصدر السندات جهة ذات ملاءة ممتازة ودرجة تصنيفها عالية ومخاطرها قليلة وسريعة النمو ،وهي قادرة على تحقيق الأرباح .

ب/ سندات رديئة منخفضة الجودة :ويتم إصدار هذه السندات لمساعدة أعضاء مجلس الإدارة على امتلاك حصة كبيرة في رأس مال الشركة عن طريق إصدار تلك السندات وتستخدم حصيلتها في شراء الأسهم المتداولة للشركة² .

ثانيا حسب طريقة السداد :³ وهي نوعان

أ/ السندات التي تسدد بتاريخ استحقاقها (أي تلك السندات غير قابلة للاستدعاء أو الاستهلاك قبل تاريخ استحقاقها)

ب/السندات التي يمكن سدادها قبل تاريخ استحقاقها (القابلة للاستدعاء والاستهلاك حسب رغبة الجهة المصدرة)، سواء عن طريق الاختيار العشوائي لبعض السندات وسدادها مع تقديم مكافآت لحملتها أو عن طريق شراء السندات من الأسواق. ويمكن أن نميز الأشكال التالية في هذا النوع من السندات

1- السندات القابلة للاستدعاء أو الإطفاء: وهي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء وهو رد قيمتها قبل تاريخ استحقاقها عن طريق استدعاء السند⁴

2- السندات القابلة للتحويل: وهي السندات التي تخول لصاحبها في تاريخ محدد أجله حق تحويلها إلي أسهم عادية خاصة بالمصدر نفسه بسعر تحويل محدد مسبقا⁵.

¹ أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلامة ،الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة ، طبعة 1 ، عمان ، دار المسيرة ، 2004 ، ص 99

² محمد صالح الحناوي ،جلال ابراهيم العبد ،بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق ، مصر ، الدار الجامعية ،2005 ، ص 49.

³ مروان عطون ، مرجع سابق ، ص 74

⁴ فليح حسن خلف ،الأسواق المالية والنقدية ، طبعة 1، الأردن ، عالم الكتب الحديث ،2006، ص 185

⁵ برايان كويل ، نظرة عامة على الأسواق المالية ، طبعة 1 ، اعداد قسم الترجمة بدار الفاروق ،مصر ، دار الفاروق للنشر ،2006، ص 35

- 3- السندات القابلة للتمديد : في هذا النوع من السندات تسمح لحاملها باستحقاقها في تاريخ محدد أو الاستمرار بالاحتفاظ بها حتى تاريخ استحقاق لسنوات قادمة وبنفس معدل الفائدة¹
- 4-السندات القابلة للشراء: وهي التي يتعهد مصدرها عند إصدارها بشراء عدد معين منها إذا تم تداولها في السوق بأقل من سعر معين خلال فترة زمنية معينة وغالبا ما تكون القيمة المحددة هي القيمة الاسمية² .
- 5- السندات التي تخول لحاملها الحق في استردادها : ليس لهذه السندات تاريخ محدد للاستهلاك والأمر هنا يكون رهنا بمشيئة المقرض ، فيرد قيمة السند وقت ما يشاء³ .

ثالثا حسب عملة الإصدار⁴: من حيث هذا المعيار نجد

- 1- سندات محلية: وهي السندات التي يصدرها القطاع العام والخاص بالعملة الوطنية ويجري تداولها بالسوق المالية المحلية أي سندات تحرر بالعملة الوطنية للجهة المصدرة
- 2- سندات دولية: وهي السندات التي تصدر في بلد ما لصالح مقرض أجنبي ، سندات تحرر بعملات أجنبية (بالنسبة للجهة المصدرة) ومثالها السندات التي تصدر في سوق العملات الأجنبية الأوروبية أو الأورو-دولار ومثالها أيضا ما تم إصداره في الولايات المتحدة الأمريكية في النصف الثاني من الستينات ، حيث أن التقلبات الحادة في قيمة الدولار في تلك الفترة كانت تضعف من الإقبال على السندات الحكومية الأمريكية (خاصة من قبل المستثمرين الأجانب) لذلك وبهدف حماية المستثمرين من تقلبات قيمة الدولار وتشجيعهم على اقتناء السندات الحكومية الأمريكية لجأت الحزينة الأمريكية إلى إصدار سندات محررة بعملات أجنبية كالمارك الألماني والفرنك السويسري وغيرها ...

- **سندات الأورو دولار:** هي السندات التي يصدرها المقترضون المنتمون لدولة معينة خارج حدود دولتهم في سوق رأس المال لدولة أخرى وبعملة تختلف عن عملة الدولة التي تم فيها طرح هذه السندات
- **سندات أجنبية:** وهي السندات التي يصدرها المقترضون المنتمون لدولة معينة خارج حدود دولتهم في أسواق رأس المال لدولة أخرى وبعملة نفس الدولة التي طرحت فيها السندات.

رابعا حسب العائد: ويكون المقياس أو المعيار هنا هو العائد أو الدخل ونجد:

- 1- السندات بفائدة ثابتة: وهي السندات العادية تكون عوائدها مقدرة بنسبة ثابتة ومحددة من قيمة السند.

¹ ناظم محمد نوري الشمري ، طاهر فاضل البياتي ، أساسيات الاستثمار، طبعة 1، عمان ، دار وائل للنشر والطباعة ، 2003، ص 218

² حسين بن هاني ، الأسواق المالية طبيعتها وتنظيمها أدواتها المشتقة ، عمان ، 2002 ، ص 161

³ أحمد بن محمد الخليل ، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي ، أطروحة دكتوراه منشورة ، طبعة 2 ، السعودية ، دار ابن الجوزي ، 1426 هـ.

ص 89،

⁴ مروان عطون ، مرجع سابق ، ص 72

- 2- سندات ذات فائدة متغيرة أو معومة¹: وهذا النوع تم استحداثه في نهاية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت الى رفع معدلات الفائدة مما يترتب عليه انخفاض في القيمة السوقية للسند وهي سندات يحق لحاملها الحصول على فوائد متغيرة وفقا لمعدلات الفائدة السائدة في السوق .
- 3- سندات لا تحمل سعر الفائدة (ذات الكوبون الصفري): وهي السندات التي تباع بخصم على القيمة الاسمية (أي تباع بأقل من قيمتها الاسمية) وفي يوم الاستحقاق يسترد المستثمر القيمة الاسمية لهذا السند ويمثل الفرق مقدار الفائدة².
- 4- سندات الدخل : يشترط هذا النوع من السندات أن تدفع الفوائد عندما تحقق الشركة المصدرة أرباحا أي أنه لا يوجد التزام بدفع الفوائد إلا إذا حققت الشركة أرباحا³
- 5- سندات المشاركة: وهي نوع من السندات تعطي المستثمر الحق في أرباح الشركة إضافة إلي الفوائد الدورية، وتصدر سندات المشاركة من قبل الشركات التي تعاني من وضع ائتماني ضعيف لأنها لم تستطع الحصول على أموال لتبقى مستمرة إلا بهذه الطريقة⁴
- 6- سندات ذات النصيب: وهي سندات لها الحق في فائدة ثابتة سنويا ويحصل بعض حاملتها والذين يعينون سنويا بالقرعة على جواز مالية كبيرة وذلك من أجل التحفيز على الاكتتاب⁵
- 7- سندات بفائدة متزايدة: تصدر هذه السندات بسعر فائدة منخفض عن المستوى المتاح في الأسواق المالية إلا أن السعر يجري تصعيده تدريجيا.

خامسا حسب إمكانية التداول : وهناك نوعان⁶

- 1- سندات سوقية (أي قابلة للتداول)
- 2- سندات غير سوقية (غير قابلة للتداول)

سادسا حسب آجال الاستحقاق: وهناك أربعة أنواع

- 1- سندات قصيرة الأجل
- 2- سندات متوسطة الأجل
- 3- سندات طويلة الأجل
- 4- سندات مؤبدة

¹ عبد الغفار حنفي، سمية قرياقص، أسواق المال، مصر، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة للنشر، 2003، ص 29
² عبد النافع عبد الله الزراري، غازي توفيق فرح، الأسواق المالية، طبعة 1، عمان، دار وائل للنشر، 2001، ص 166
³ عبد الغفار حنفي، سمية قرياقص، مرجع سابق، ص 29
⁴ عبد النافع عبد الله الزراري، غازي توفيق فرح، مرجع سابق، ص 166
⁵ صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، طبعة 1، مصر الإسكندرية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، 2000، ص 183
⁶ مروان عطون، مرجع سابق، ص 75

الفرع الخامس: المخاطر التي تتعرض لها السندات

هنالك نوعان من المخاطر التي تتعرض لها السندات فيما يتعلق بالمستثمر وفيما يتعلق بالمصدر
أ/ فيما يتعلق بالمستثمر:

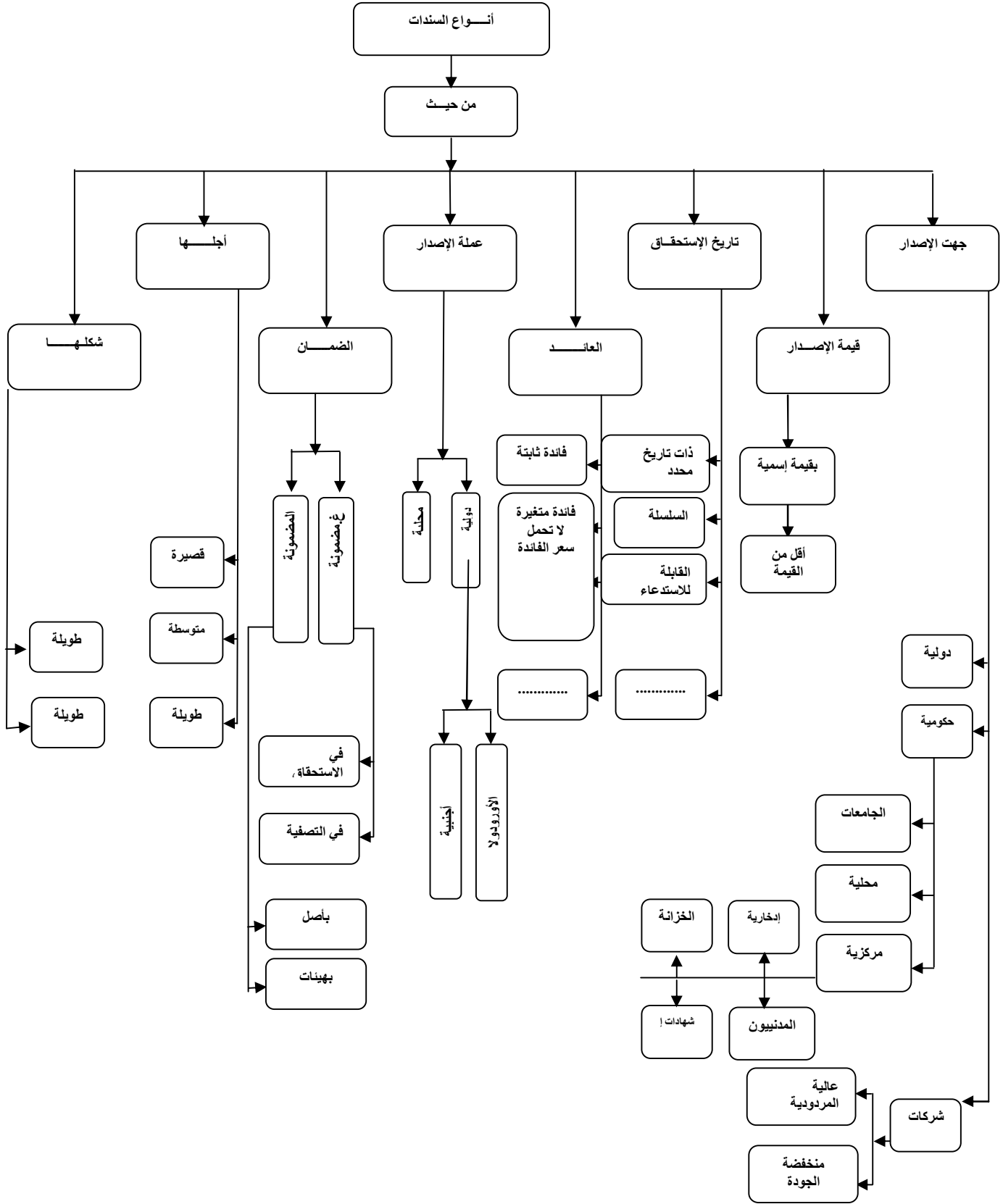
- 1- مخاطر ائتمانية: وهي المخاطر التي تنتج عن عدم قدرة المصدر على السداد.
- 2- مخاطر الاسترداد: وهي المخاطر المرتبطة بعدم القدرة على استرداد قيمة السند في الوقت المحدد.
- 3- مخاطر السعر: وهي المخاطر الناتجة عن تغير أو انحراف الأسعار بسبب تغيرات في أوضاع السوق وأسعار الفائدة ويقوم المستثمر بتقدير تلك المخاطر قبل شراء السند.
- 4- مخاطر السيولة: ويقصد بها مدى قابلية السندات للبيع في السوق وتظهر في حالة تقلب أحوال السوق وانسحاب صانع القرار.
- 5- مخاطر النقد الأجنبي: وهي المخاطر المرتبطة بتقلبات أسعار الصرف في حالة الاستثمار في سندات بالعملة الأجنبية.
- 6- مخاطر العائد: حيث توجد علاقة ارتباطية بين العائد والمخاطرة، فكلما ارتفع العائد ارتفعت المخاطر.

ب/ فيما يتعلق بالمصدر:

- 1- مخاطر أسعار الفائدة: حيث تكون معظم السندات ذات سعر فائدة ثابت ولذلك لا يحصل المصدر على أي ميزة عند اتجاه أسعار الفائدة إلى الانخفاض.
- 2- مخاطر الاسترداد المبكر ومخاطر النقد الأجنبي: حيث يمكن أن يرغب المصدر على الاسترداد المبكر، كما يتعرض لمخاطر التقلبات في أسعار الصرف.¹

¹ عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مصر الإسكندرية، الدار الجامعية، 2004/2003، ص 444-445

شكل -01- مخطط أنواع السندات



المصدر: بن الضيف محمد عدنان، ص 127

المطلب الثاني: السندات من المنظور الإسلامي

إن السندات على النحو الذي أوضحناه تعد بما لا يدع مجالاً للشك من الربا الذي حرمه القرآن ومنعته السنة النبوية ، لأنها قروض تجر نفعا ، والنفع هنا هو الفوائد ، والقروض التي تجر نفعا أمر محرم في الشريعة ومع ذلك فقد زعم البعض أن السندات ليست محرمة ، بل هي جائزة ومشروعة وما ذلك إلا لأنهم منعوا وجود الربا فيها ، أو بمعنى أدق هم أجازوا التعامل بها لاختلاف نظرتهم إلي الربا المحرم ، لذلك سنحاول البحث في هذا المطلب عن حكم التعامل بالسندات كأداة استثمار في السوق المالية الإسلامية ثم البحث في البدائل الموافقة للنظم والأحكام الشرعية .

الفرع الأول: الربا ومناقشة القائلين بجواز التعامل بالسندات

أولاً: معنى الربا

1- تعريفه:الربا في اللغة الزيادة، وفي الشرع الزيادة في أشياء مخصوصة، فالربا بذلك هو كل زيادة مشروطة على القرض وكل زيادة على الدين الذي حل أجله في مقابل التأجيل وهو ما يعرف بـ إما أن تقضي وإما أن تربي¹ ،

لقد عرف الفقهاء الربا بتعريفات متعددة أغلبها منصبة على تعريف ربا البيوع ، ولم يفصلوا في ربا الديون لأنه كان المشهور في الجاهلية وهو الذي نزلت النصوص بصدده وأن تحريمه معلوم من الدين بالضرورة . يقول ابن رشد : (اتفق العلماء على أن الربا يوجد في شيئين في البيع ، وفيما تقرر في الذمة من بيع أو سلف أو غير ذلك ، فأما فيما تقرر في الذمة فهو صنفان صنف متفق عليه وهو ربا الجاهلية الذي نهى عنه وذلك أنهم كانوا يسلفون بالزيادة وينظرون ، والثاني ضع وتعجل وهو مختلف فيه وأما في البيع فإن العلماء أجمعوا على أنه صنفان نسيئة وتفاضل)²

وقد عرف ابن تيمية الربا في كتاب مجموع الفتاوى بأنه (طلب الربح في مبادلة المال من غير صناعة ولا تجارة) والربا نوعان ربا فضل و ربا نسيئة .

فربا الفضل وهو بيع الجنس الواحد مما يجري مما يجري فيه الربا بجنسيه متفاضلا ، وذلك كبيع قنطار قمح وربيع من القمح مثلا ، أو بيع صاع تمر بصاع ونصف من التمر مثلا ، أو بيع أوقية فضة بأوقية ودرهم من فضة مثلا .

وربا النسيئة قسمان : ربا الجاهلية وهو الذي قال تعالى في تحريمه **يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا**

الرِّبَا أَوْ ضِعْفًا مُضَاعَفًا ۖ وَاتَّقُوا اللَّهَ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ﴿١٣٠﴾ آل عمران الآية 130

¹ أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص 105-106

² شعبان محمد إسلام البروراري ، مرجع سابق ، ص 147

وحقيقته أن يكون للمرء على آخر دين مؤجل ، ولما يحل أجله يقول له : إما أن تقضي أو أزيد عليك - فإذا لم يقض زاد عليه نسبة من المال وانتظره مدة أخرى ، وهكذا حتى يتضاعف في فترة من الزمن إلي أضعاف ، ومن ربا الجاهلية أيضا أن يعطه عشرة دنانير مثلا بخمسة عشرة إلي أجل قريب أو بعيد . وربما نسيئة هو بيع الشيء الذي يجري فيه الربا كأحد النقدين ، أو الشعير أو التمر بأخر بما يدخله الربا نسيئة ، وذلك كأن يبيع الرجل قنطارا تمرا بقنطار قمحا إلي أجل مثلا أو يبيع عشرة دنانير ذهباً بمائة وعشرين درهما فضة إلي أجل مثلا .¹

2- حكمه:² الربا محرم بقول الله تعالى الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَٰلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَاتَّهَىٰ فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَٰئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ ﴿٢٧٥﴾ البقرة الآية 275

ويقوله عز وجل يَتَأَيَّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا الرِّبَا أَضْعَافًا مُّضَاعَفَةً وَاتَّقُوا اللَّهَ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ﴿١٣٠﴾ آل عمران الآية 130 ويقول الرسول صلى الله عليه وسلم (لعن الله آكل الربا وموؤ كله وشاهديه وكاتبه)³

ويقول الرسول صلى الله عليه وسلم (درهم ربا يأكله الرجل وهو يعلم أشد من ستة وثلاثين زنية) وقوله صلى الله عليه وسلم (الربا ثلاثة وسبعون بابا أيسرها أن ينكح الرجل أمه ، وإن أربى الربا عرض الرجل المسلم) وقوله صلى الله عليه وسلم (اجتنبوا السبع الموبقات) قيل يا رسول الله وما هي ؟ قال : (الشرك بالله والسحر وقتل النفس التي حرم الله إلا بالحق وأكل الربا وأكل مال اليتيم والتولي يوم الزحف وقذف المحصنات المؤمنات الغافلات) .

3- حكمه تحريمه:⁴ من الحكم الظاهرة في تحريم الربا زيادة عن الحكمة العامة في جميع التكاليف الشرعية وهي امتحان إيمان العبد بالطاعة فعلا وتركها فإنها :

أ- المحافظة على مال المسلم لئلا يؤكل بالباطل .

ب- توجيه المسلم إلي استثمار ماله في أوجه المكاسب الشريفة الخالية من الاحتيال والخديعة والبعيدة عن كل ما يجلب المشاققة بين المسلمين والبغضاء، وذلك كالفلاحة والصناعة والتجارة الصحيحة النظيفة .

ج- سد الطرق المفضية بالمسلم إلي عداوة أخيه المسلم ومشاقته والمسببة له بغضه وكراهيته .

¹ أبو بكر جابر الجزائري ، منهاج المسلم كتاب عقائد وآداب وأخلاق وعبادات ومعاملات، درارية الجزائر ،دار الكتاب الحديث ، ص 348 - 349

² نفس المرجع ، ص 349

³ رواه أصحاب السنن وصححه الترمذي

⁴ أبو بكر جابر الجزائري، مرجع سابق، ص 349

د- تجنب المسلم ما يؤدي به إلى هلاكه إذ أكل الربا باغ ظالم وعاقبة البغي والظلم وخيمة ،قال تعالى
فَلَمَّا أَجَلْتَهُمْ إِذَا هُمْ يَبْغُونَ فِي الْأَرْضِ بِغَيْرِ الْحَقِّ يَتَأَيُّهَا النَّاسُ إِنَّمَا بَغْيُكُمْ عَلَىٰ أَنْفُسِكُمْ مَتَّعَ
الْحَيَاةِ الدُّنْيَا ثُمَّ إِلَيْنَا مَرْجِعُكُمْ فَأُنَبِّئُكُمْ بِمَا كُنْتُمْ تَعْمَلُونَ ﴿٢٣﴾ يونس الآية 23 ، وقال
رسول الله صلى الله عليه وسلم (اتقوا الظلم فإن الظلم ظلمات يوم القيامة ،واتقوا الشح فإنه أهلك من كان
قبلكم حملهم على أن سفكوا دماءهم ، واستحلوا محارمهم)¹ .
هـ- فتح أبواب البر في وجه المسلم ليتزود لآخرته فيقرض أخاه المسلم بلا فائدة ويدينه وينتظر ميسرته
وييسر عليه ويرحمه ابتغاء مرضاة الله ،وفي هذا ما يشيع المودة بين المسلمين ،ويوجد روح الإخاء
والتصافي بينهم .

خلال تعريف السندات ومعرفة خصائصها يتبين أن حقيقة هذه المعاملة ماهي إلا قرض فصاحب السند هو
المقرض والمصدر له هو المقرض، وهذه حقيقة القرض اضافة، إلى اشتراط الفائدة الزائدة على قيمة
القرض تجعل هذا القرض ربويا . سنتعرض لتعريف القرض والفائدة في الاقتصاد الوضعي و الإسلامي .

ثانيا بيان معنى القرض والفائدة :

أ/ مفهوم القرض في الفقه الإسلامي والاقتصاد الوضعي

- عرف الفقهاء القرض بتعريفات متعددة كلها متقاربة، نختار منها تعريف الشافعية فهو (تملك الشيء
على أن يرد مثله)² ،ويمكن أن نلخص تعريف القرض بأنه تملك بضمان فيخرج القرض عن البيع لكونه
تمليك بلا معاوضة وعن الهبة لوجود الضمان ، والعلماء أجمعوا على أن القرض هو دفع المال لمن ينتفع
به ويرد بدله حين الميسرة³ ، وهو من باب التعاون بين المسلمين حيث يقول صلى الله عليه وسلم (
المسلم أخو المسلم لا يظلمه ولا يسلمه ومن كان في حاجة أخيه كان الله في حاجته ومن فرج عن مسلم
كربة فرج الله عنه كربة من كربات يوم القيامة)⁴ .

ولا تجوز الزيادة المشروطة في القرض أثناء سداده لأنه ربا، سواء كانت الزيادة في القدر أو في الصفة وأما
الزيادة الاختيارية على القرض عند وفائه فإنها جائزة شرعا ولا يعتبر ربا ، فقد روى جابر

بن عبد الله قال : (قال رسول الله صلى الله عليه وسلم لبلال : أعطه أوقية من ذهب وزده ، فأعطاني
أوقية من ذهب وزادني قيراطا)⁵ .

¹ رواه مسلم

² نفس المرجع ، ص 142

³ سعد الدين محمد المكي، المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الإسلام، طبعة 1، بيروت، المكتب الإسلامي، 2002، ص 224

⁴ البخاري، صحيح البخاري، الرياض، بيت الأفكار الدولية للنشر، بدون تاريخ، باب الثالث، حديث رقم 2442، ص 460

⁵ شعبان محمد إسلام البروراي ، ص 143

- وأما القرض في القانون الوضعي وسيلة أساسية للاستثمار فإنه عند منح القرض يتقاضى مقابله ذلك أجرا يتمثل في الفائدة فالمقرض (البنك) يتخلى عن السيولة الآتية لفائدة زبائنه و ينتظر منهم الالتزام بإعادتها في تاريخ لاحق، ومعدل الفائدة هو ثمن هذا الانتظار¹ ، ومن بين الديون المتوسطة والطويلة الاجل والتي تتحصل عليها المؤسسة عادة في شكل مالي أو نقدي نجد نوعين وهما قروض ذات مصدر وحيد وقروض سنديّة وسوف نتعرض للنوعين²:

1- القروض ذات المصدر الوحيد: هي القروض التي يكون التعامل فيها بين طرفين متعاقدين أحدهما صاحب المال والثاني المقرض أو المستعمل ويأخذ هذا النوع استعمالا واسعا، عادة ما يكون فيها الطرف الأول مؤسسة مالية أو مصرفية وأحيانا جهة أخرى مثل مؤسسة اقتصادية أو شخص عادي، والثاني مؤسسة اقتصادية خاصة أو عامة، والملاحظ على هذا النوع من القروض وجود عدة طرق للتسديد فقد يتم الاتفاق على تسديده مرة واحدة في نهاية مدة القرض مع فوائده المتراكمة أو تسديد فوائده دوريا وأصل القرض في نهاية المدة (حسب الطريقة الأمريكية) .

2- القروض السندية : قروض السندات تعتبر نوع من القروض التي تتميز عن القروض ذات المصدر الوحيد أنها ذات مصادر متعددة تتمثل في مختلف الأطراف التي تقتني السندات التي تصدرها المؤسسات بمختلف أنواعها الخاصة والعامة وهذه الأطراف تأخذ دور الممول في هذه العملية أو المقرض أما المصدرين للسندات هم المقرضين، والسندات تمثل ورقة مالية ذات قيمة متنقلة تصدرها المؤسسات التي تحتاج إلى ذلك سواء عن طريق البنوك في حالة عدم وجود بورصة مالية أو عن طريق البورصة المالية في حالة توفر الشروط وعملية الإصدار تتم في السوق الأولي في البورصة أما عملية تداول هذه السندات تتم في السوق الثانية .

والاقتصاد الإسلامي ألغى القروض ذات الفوائد الثابتة ووضع بدائل أخرى للاستثمار على أساس المشاركة في الربح والخسارة وفقا لقاعدة الغنم بالغرم .

الفرع الثاني : صيغ التمويل الإسلامية (البدائل الشرعية للسندات الربوية)

إن حكمة الله سبحانه وتعالى اقتضت أن يوجد إلي جانب أي أمر محرم بديل أو بدائل كثيرة تحقق الغرض بعيدا عن الأضرار التي تقترب بذلك المحرم فتحرّم الربا مقترن بتحليل البيع، حيث ذكر البديل قبل التحريم ، قال تعالى الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَٰلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُدْ مَوْعِظَةٌ مِّن رَّبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَٰئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ

¹ الطاهر لطرش ، تقنيات البنوك ، طبعة 4، بن عكنون الجزائر ، ديون المطبوعات الجامعية ، 2005، ص 69

² ناصر داداي عدون ، تقنيات ومراقبة التسيير الرياضيات المالية ، الجزائر ، دار المحمدية العامة ، ص 117

فِيهَا خَلِيدُونَ ﴿٢٧٥﴾ البقرة الآية 275¹ ، وتعتبر السندات الوسيلة الأساسية للاستثمار في النظام الرأسمالي ، بينما ألغى الإسلام القرض بفائدة كوسيلة من وسائل الاستثمار وقدم بدائل مناسبة عنه تقوم على قاعدة الغنم بالغرم، وقد اهتم الباحثون الاقتصاديون المعاصرون بإيجاد أوراق إسلامية كبديل عن السندات المحرمة وهو اهتمام قديم، فقد عقد المؤتمر العالمي الأول للاقتصاد الإسلامي سنة 1396هـ الموافق ل 1976 م، ثم جاءت بعد ذلك عدة دراسات تتناول موضوع الأوراق المالية الإسلامية، والدراساتان المقدمتان في المؤتمر الذي عقد في القاهرة "موارد الدولة المالية في المجتمع الحديث من وجهة النظر الإسلامية" سنة 1407 هـ الموافق ل 1986م والمؤتمر الذي عقد في كوالالمبور -ماليزيا- في 1407 هـ الموافق ل 1986م، وقدمت في هذين المؤتمرين أعمال وأبحاث تخدم دراسة هذا المجال² إلي غير ذلك من المؤتمرات العالمية والإقليمية والمحلية، ومنذ تلك التواريخ تسعى الدول الإسلامية المهتمة إلى أسلمة الأدوات المالية وتجسيد فكرة الصكوك الاستثمارية الشرعية، أما بالنسبة للسندات فقد اجتمع الفقهاء على تحريم إصدارها وتداولها في ندوة حول الأسواق المالية عقدت في الرباط في المغرب في الربيع الثاني 1410 هـ الموافق ل أكتوبر 1992م ثم أكد على ذلك مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورته السادسة بجدة (السعودية) في شعبان 1410 هـ الموافق ل مارس 1990م حيث جاء في توصياته ما يلي³:

إن السندات التي تمثل التزاما بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليها أو نفع مشروط محرمة شرعا من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول لأنها قروض ربوية، سواء أكانت من الجهة المصدرة لها خاصة أو عامة ترتبط بالدولة، ولا أثر لتسميتها شهادات أو صكوكا استثمارية أو ادخارية ، أو تسمية الفائدة الربوية الملتزم بها ربحا أو ريعا أو عمولة أو عائدا .

إن البديل الإسلامي يتمثل في إصدار شهادات يكون صاحبها طرفا في العلاقة التمويلية التي تجسدها إحدى صيغ التمويل الإسلامية، خاصة منها تلك التي تتلائم من الناحية الاقتصادية والشرعية مع هذا الوضع، وهناك صيغتان رئيسيتان للبدائل الشرعية⁴:

-الأولى: القرض الحسن

-والثانية: المشاركة في الربح والخسارة طبقا لقاعدة الغنم بالغرم ويندرج تحت هذه القاعدة عدد محدد من الصيغ الإسلامية.

1/ القرض الحسن:

¹ شعبان محمد إسلام البروراري ، مرجع سابق ، ص 155-156.

² أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 324.

³ نقلا عن : د على محي الدين القره داغي: البدائل الشرعية لسندات الخزائنة العامة والخاصة ، بحث مقدم إلي الندوة الفقهية الثالثة لبيت المال الكويتي ، الكويت ، 1413 هـ - 1993م

⁴ شعبان محمد إسلام البروراري ، ص 156.

القرض لغة هو القطع، وشرعا دفع مال لمن ينتفع به ، ثم يرد بدله ،وذلك كأن يقول محتاج لمن يصح تبرعه : أقرصني أو أسلفني كذا من مال أو متاع أو حيوان مدة ثم أردته عليك ، فيفعل¹. وعرف الفقهاء القرض " هو عقد بين طرفين أحدهم المقرض والثاني المقترض، يتم بمقتضاه دفع مال مملوك للمقرض إلي المقترض على أن يقوم هذا الأخير المقترض برده أو رد مثله إلي المقرض في الزمان والمكان المتفق عليهما"²

ورغم أن هذه التعاريف ليس فيها ما يفيد الزيادة على رأس المال ، إلا أنه تضاف عادة كلمة (حسن) إلى القرض لكي لا يدخل في هذا المفهوم القرض الذي يجبر نفعاً أي الإقراض بالربا ومن جهة أخرى فإن الله تعالى وصف القرض الذي ندب إليه بالحسن في أكثر من موضع بالقرآن الكريم .

إن تقديم القرض هو من أعمال الخير التي دعا إليها الإسلام ، ووعدهم فاعلها بالأجر العظيم الذي يغنيه عن أي مقابل دنيوي مهما كان كبيرا قال تعالى : مَنْ ذَا الَّذِي يُقْرِضُ اللَّهَ قَرْضًا حَسَنًا فَيُضَعِفَهُ لَهُ

أَضْعَافًا كَثِيرَةً وَاللَّهُ يَقْبِضُ وَيَبْصُطُ وَإِلَيْهِ تُرْجَعُونَ³ ، ويقول أيضا إن تُقْرِضُوا اللَّهَ قَرْضًا حَسَنًا يُضَعِفَهُ لَكُمْ وَيَغْفِرْ لَكُمْ وَاللَّهُ شَكُورٌ حَلِيمٌ⁴ ، وروي عن أنس ابن مالك رضي

الله عنه أنه قال : قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: " رأيت ليلة أسري بي على باب الجنة مكتوبا :"" الصدقة بعشر أمثالها والقرض بثمانية عشر "" فقلت : يا جبريل ، ما بال القرض أفضل من الصدقة ؟ قال : لأن السائل يسأل وعنده ، والمستقرض لا يستقرض إلا من حاجة)⁵ .

ومن شروط القرض الحسن :

- 1- أن يكون محل القرض مالا متقوما ، فلا يصح القرض فيما لا يقوم بثمن ، أو فيما لا يجوز الانتفاع به . كالخمر ولحم الخنزير .
- 2- أن يكون المال مملوكا للمقرض ، ذلك لأن الإقراض سلطة ناشئة عن حق الملكية ، فلا يجوز للوكيل أن يقرض مال موكله لأنه ليس بمالك .
- 3- أن يكون المال محل القرض مقدرا أو موصوفا ، وذلك حتى يتمكن المقترض من رده أو رد قيمته إذا كان قيميا ، أو رد مثله إذا كان مثليا .
- 4- إذا عجز المقترض عن رد القرض في الأجل المتفق عليه فإن كان معسرا وجب إمهاله إلى ميسرة (تحوله إلي حالة اليسر) ، وان كان الإعسار شديدا فالأفضل على المقرض أن لا يطالب بالقرض ويعتبره صدقة ، أما إذا كان المدين موسرا وممطلا وجب إلزامه بالدفع ، وإذا كان القرض لآجل وجب على الطرفين أن يكتباه وأن يشهد عليه شاهدين عدليين ، وذلك امتثالا لأمره تعالى : يَتَأَيَّهَا

¹ أبو بكر جابر الجزائري ، مرجع سابق ، ص 383.

² مصطفى حسين سلمان ، وآخرون ، المعاملات المالية في الإسلام ، عمان الأردن ، دار المستقبل للنشر والتوزيع ، 1410 هـ 1990 م ، ص 51.

³ سورة البقرة ، آية 245.

⁴ سورة التغابن ، آية 17

⁵ رواه ابن ماجة

الَّذِينَ ءَامَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدِينٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ ۚ وَلْيَكْتُب بَيْنَكُمْ كَاتِبٌ بِالْعَدْلِ ۚ وَلَا يَأْب كَاتِبٌ أَنْ يَكْتُبَ كَمَا عَلَّمَهُ اللَّهُ ۚ فَلْيَكْتُبْ وَلْيَمْلِكِ الَّذِي عَلَيْهِ الْحَقُّ وَلْيَتَّقِ اللَّهَ رَبَّهُ وَلَا يَبْخَسْ مِنْهُ شَيْئًا ۚ فَإِنْ كَانَ الَّذِي عَلَيْهِ الْحَقُّ سَفِيهًا أَوْ ضَعِيفًا أَوْ لَا يَسْتَطِيعُ أَنْ يُمِلَّ هُوَ فَلْيَمْلِكْ وَلِيُهُ بِالْعَدْلِ ۚ وَأَسْتَشْهِدُوا شَهِدَيْنِ مِنْ رِّجَالِكُمْ ۚ فَإِنْ لَمْ يَكُونَا رَجُلَيْنِ فَرَجُلٌ وَامْرَأَتَانِ مِمَّن تَرْضَوْنَ مِنَ الشُّهَدَاءِ أَنْ تَضِلَّ إِحْدَاهُمَا فَتُذَكَّرَ إِحْدَاهُمَا الْأُخْرَىٰ ۚ وَلَا يَأْب الشُّهَدَاءُ إِذَا مَا دُعُوا ۚ وَلَا تَسْعَمُوا أَنْ تَكْتُبُوهُ صَغِيرًا أَوْ كَبِيرًا إِلَىٰ أَجَلِهِ ۚ ذَٰلِكُمْ أَقْسَطُ عِنْدَ اللَّهِ وَأَقْوَمٌ لِلشَّهَادَةِ وَأَدْنَىٰ أَلَّا تَرْتَابُوا ۚ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجْرَةً حَاضِرَةً تُدِيرُونَهَا بَيْنَكُمْ فَلَيْسَ عَلَيْكُمْ جُنَاحٌ أَلَّا تَكْتُبُوهَا ۚ وَأَشْهَدُوا إِذَا تَبَايَعْتُمْ ۚ وَلَا يُضَارَّ كَاتِبٌ وَلَا شَهِيدٌ ۚ وَإِنْ تَفَعَّلُوا فَإِنَّهُ فَسُوقٌ بِكُمْ ۚ وَاتَّقُوا اللَّهَ ۚ وَيُعَلِّمُكُمُ اللَّهُ ۚ وَاللَّهُ بِكُلِّ شَيْءٍ عَلِيمٌ ﴿٢٨٢﴾¹ هذا بالنسبة للقرض

الحسن أما بالنسبة للأدوات المالية التي يمكن العمل بها في السوق المالية الإسلامية وفق المشاركة في الربح والخسارة طبقا لقاعدة الغنم بالغرم ويندرج تحت هذه القاعدة عدد محدد من الصيغ الإسلامية.

مع العلم أن العديد من هذه الشهادات قد تم إصدارها بالفعل من بعض البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، وأهم هذه الشهادات هي²:

1- سندات المضاربة أو المقارضة:

خصص مجمع الفقه الإسلامي لمنظمة المؤتمر الإسلامي دورته الرابعة المنعقدة بجدة (السعودية) في جمادى الثانية 1408هـ الموافق ل فبراير 1988م لدراسة ما يتعلق بسندات المقارضة وسندات الاستثمار، وقد عرفها كما يلي³: سندات المقارضة هي أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال القراض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه ،ويفضل تسمية هذه الأداة الاستثمارية (صكوك المقارضة) ربما يعود هذا التفضيل إلى أن

¹ سورة البقرة ، آية 282.

² سليمان ناصر ، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية ، طبعة 1، القرارة غرداية ، الجزائر ،المطبعة العربية ، 1423هـ 2002م ،ص 353وما بعدها .

³ نقلا عن : د .على محي الدين القرعة داغي ، مرجع سابق .

السندات ارتبط مفهومها في الأذهان بالقروض ذات الفائدة ، ولكن نرى أن العبرة بالمسمى إذا اتضح لا بالاسم .

كما يرى المجمع أن الصورة المقبولة شرعا لهذه السندات (الصكوك) هي أن يمثل الصك ملكية شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله ،وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته ،وتترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعا للمالك من بيع وهبة وهن وارث وغيرها ،ولابد أن تشمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعا في عقد القراض (المضاربة) من حيث بيان معلومية رأس المال وتوزيع الربح ،مع بيان الشروط الخاصة بذلك الإصدار ،على أن تتفق جميع الشروط مع الأحكام الشرعية .ومن خصائص صكوك المقارضة نجد :¹

*تعتبر أداة مناسبة لاستدراك المال ،وهي قائمة على تقسيم رأس مال المضاربة إلي حصص متساوية تسجل بأسماء مالكيها لتمويل مشروع استثماري معرف بوضوح في نشرة الإصدار .

* تمثل صكوك المقارضة حصصا في رأس مال المضاربة ،تتيح لحامله فرصة الحصول على أرباح المشروع (إن وجدت) وبصورة غير محددة مقدما ،وبحسب مساهمة حملة الصكوك المختلفة .

*قابلة للتداول طالما أنها تمثل محلا لأصل معروف يعمل في نشاط معلوم غير مخالف للشرع، ولقد عرض هذا البديل على المجمع الفقه الإسلامي في دورة مؤتمره الرابع بجدة لسنة 1408هـ الموافق ل1988م وبعد إطلاع على الأبحاث المقدمة في الموضوع جاء قراره رقم 30(05/04) الذي قرر فيه ما ينبغي أن تكون عليه صيغة صكوك المضاربة² .
ويمكن إصدار سندات المضاربة على نوعين³ :

أ- **سندات المضاربة المطلقة طويلة الأجل** : وتكون مدتها عشرة سنوات أو عشرين سنة مثلا ،ولا تكون مخصصة لمشروع معين ،وإنما يخول المضارب باستثمارها في أي مشروع ، وتبين في كل سنة الأرباح التي تحققت أو الخسارة - إن حدثت - وفي حالة تحقق الأرباح تصرف سنويا على أصحاب هذه السندات .

ب- **سندات المضاربة المقيدة طويلة الأجل**: وتكون بنفس الشروط السابقة ولكن يتم الاتفاق فيها على نوعية المشروع الممول (تجاري، صناعي، زراعي...) ، ويمكن أن تحدد بمدة زمنية معينة حسب عمر المشروع والذي قد يكون أحيانا متوسط أو قصير الأجل، والمضاربة المقيدة هي الأكثر استعمالا من طرف البنوك الإسلامية نظرا لإمكانية متابعة سير أموالها بالوجه الأفضل⁴ .

¹ نادية أمين محمد على ، صكوك الاستثمار الشرعية خصائص وأنواع ،بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوي 14 "المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل" ، كلية الشريعة والقانون جامعة الإمارات العربية المتحدة ،بومي 15-17 ماي 2005، ص 988.

² انظر ملحق رقم 01 .

³ سليمان ناصر ، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية، ص354.

⁴ أحمد بوراس ، تمويل المنشآت الاقتصادية ، ص 134-135.

ولعل من أنجح التجارب في إصدار مثل هذه السندات صكوك المضاربة التي أصدرتها الشركة الإسلامية للاستثمار الخليجي بالشارقة (الامارات)¹، وهي احدى شركات مجموعة دار المال الإسلامي، وقد تأسست هذه الشركة عام 1398 هـ - الموافق لـ 1978 م ، وهذا الصك عبارة عن إيصال باستلام المبلغ وتعهد من الشركة المضاربة بصرف مستحقات المشاركة لحامل الصك - إن وجدت - في أجلها وحسب نسبته في رأس مال المضاربة، ويتحمل صاحب الصك الخسارة - إن حدثت - بحد أقصى هو قيمة ما دفعه في مقابل هذا الصك.

وكانت لجنة الفتوى بالأزهر قد أجازت إصدار هذا الصك بتاريخ: 10-09-1978م ، كما قامت وزارة الأوقاف الأردنية بإصدار سندات المقارضة بموجب القانون رقم 10 لسنة 1981م وذلك لإعمار أراضي الوقف حفاظا عليها ومساعدة لجهة الوقف على تحقيق الأهداف المقصودة من هذا النظام الإسلامي، ولتحقيق عائد مجد للصرف على جهاته² .

2- سندات المشاركة:

لا تختلف سندات المشاركة كثيرا عن سندات المضاربة إلا من حيث أن صاحب السند في المشاركة يكون له حق المشاركة في الإدارة بينما صاحب السند في المضاربة لا يكون له ذلك، وهذا هو جوهر الاختلاف بين صيغتي المشاركة والمضاربة³ .

ولكن لو نظرنا إلي مفهوم المشاركة في الفقه الاسلامي لوجدناه مفهوما واسعا، إذ قد تكون المشاركة في رأس المال والعمل حيث يكون كل واحد من الشركاء مالكا لحصة من رأس المال وله حق الإدارة والتصرف، وأوضح مثال لذلك هو شركة العنان وقد تكون المشاركة في رأس المال من جانب والعمل من جانب آخر وعندئذ لا يكون لصاحب المال الحق في الإدارة والتصرف ويكون هذا الحق لصاحب العمل أو المضارب وحده ، وهذه هي شركات المضاربة (عند من يعتبر المضاربة نوعا من الشركة)، إلا أن هؤلاء يجوزون لصاحب المال المشاركة في العمل والإدارة .

لذلك يلاحظ أن هناك نوع من التداخل بين مفهومي المضاربة والمشاركة، فما يمكن اعتباره سندات مضاربة عند البعض يمكن اعتباره سندات مشاركة عند البعض الآخر⁴ . وهي على أنواع :

- **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 وسواء أكانت الإدارة للمصدر أو لحملة الصكوك أو لطرف ثالث محدد⁵ .

¹ أنظر الملحق رقم 02 نموذج صورة صك

² مجلة الاقتصاد الإسلامي، العدد: سبعة وسبعون، ربيع الثاني 1408 هـ، ديسمبر 1987م، ص 33.

³ سليمان ناصر، السوق المالي الإسلامي كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي، بحث مقدم للدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة سطيف، الجزائر، أيام 25-28، ماي 2003، ص 11.

⁴ سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية، ص 357.

⁵ سليمان ناصر، السوق المالي الإسلامي كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي، مرجع سابق، ص 12.

• **صكوك المشاركة المحدودة:** وهي المؤقتة لفترة زمنية محددة، والتي تحدد بفترة زمنية متوسطة وتكون بانتهاء المشروع أو بانتهاء الموسم أو بانتهاء الدورة الصناعية...الخ، وتكون نهايتها وفقا لأحدى الصورتين:¹

أ/ 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 .

ب/ 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 تصفية إجبارية مثلا عند قيام مشروع حفر منجم، ففي نهاية المشروع يقوم المصدر بإعادة تقييم الآلات والتجهيزات المستعملة وإعطاء قيمتها في حين يمتلك هو هذه الآلات والتجهيزات ، لذلك عادة ما يتضمن هذا العقد كل ما يتفق عليه ويكون متعلق بالإنشاء وبتنفيذ المشروع والاستغلال وتوزيع الأرباح وتحمل الخسائر ومدة العقد وكيفية التنازل عن حصة المشاركةالخ.²

وقد استعملت باكستان هذا النوع من السندات ،فبعد أن قامت بأسلمة كامل نظامها المصرفي سنة 1981م قامت البنوك بإصدار شهادات مشاركة لأجل وهي شهادات لحاملها وفق نظام عقد المشاركة لمدة أقصاها عشرة سنوات وهي تمثل التعاون بين المؤسسة المالية ورجال الأعمال³ .

3- سندات الإيجار:

ويتم إصدارها من البنك الإسلامي لشراء معدات أو عقارات ثم تأجيرها لمن يرغب في ذلك فيكون ثمن الإيجار هو العائد الذي يتحصل عليه أصحاب هذه السندات ، ويقصد بها كذلك شهادات الإجارة تمثل ملكية منافع استئجرت مقابل أجر مقطوعة ، وبما أن المنافع قابلة للتسويق يمكن تداول هذه الشهادة بيعا وشراء⁴ .

إذا تقوم فكرة صكوك الإجارة على تحويل التمويل بالإجارة إلى شكل صكوك تمويل⁵ ، وتعرف كذلك باسم صكوك التأجير وأنها وثائق خطية تمثل أجزاء متساوية من أعيان مؤجرة⁶ ، إذا هي صكوك متساوية القيمة منبثقة من عملية قائمة على عقد إيجار ، حيث تمثل هذه الصكوك ملكية جزئية من رأس مال العين المؤجرة ، إذ يقسم رأس مالها إلى حصص متساوية تعرف كل حصة باسم صك وهي تتيح لحاملها الحصول على دخل الإيجار بمقدار المساهمة التي دفعها .

¹ جمال العمارة ، رابيس حدة ، **تحديات السوق المالي الإسلامي** ، بحث مقدم للملتقى الدولي حول السياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات ،دراسة حالة الجزائر والدول النامية ،بسكرة ، الجزائر ، يومي 21-22 نوفمبر 2006 ،ص12.

² أحمد بوراس ، **تمويل المنشآت الاقتصادية** ، مرجع سابق ، ص139.

³ Zubair IQbal and abbas mirakhor . **islamic banking .international monetary fund** . Washington .1987.p16

⁴ محمد بوحديدة ، **النظام المالي الإسلامي** ، طبعة 1 ،المحمدية الجزائر ، كليك للنشر ، 2011 ، ص 271.

⁵ أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص 330.

⁶ منذر قحف ، **الإجارة المنتهية بالتملك وصكوك الأعيان المؤجرة** ، بحث مقدم لدورة المجمع الفقه الاسلامي الدولي الثاني عشر ،المنعقدة في مدينة الرياض السعودية ، أيام 21-27/ 09/2000م ،ص30.

ولقد أقرها مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي المنعقد في دورته الخامسة عشر بمسقط عمان من 14 إلى 19 محرم 1415 هـ الموافق لـ6 إلى 11 مارس 2004¹.
ويمكن إصدار سندات الإيجار على نوعين :

أ- سندات الإيجار الثابتة:

وهي تمثل الإيجار المستمر حيث يقوم البنك الاسلامي بإصدار هذه السندات ثم يشتري بأموال الاكتتاب فيها عمارة مثلا ويقوم بتأجيرها لمن يرغب في ذلك فيكون ثمن الإيجار هو العائد الذي يوزع في نهاية كل فترة على حاملي هذه السندات بصفته مالكي هذا العقار .
وكان الأستاذ إريك ترول شولتر أستاذ بجامعة أود نسي بالدانمارك قد قدم اقتراحا بهذا الشأن إلي ندوة خطة الاستثمار في البنوك الإسلامية بعمان سنة 1407 هـ - 1987 م ، وذلك بإنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية وإصدار شهادات إيجار من النوع السابق إذ سوف تكون لها قابلية للتداول في هذه السوق² .

ب- سندات الإيجار المتناقصة:

ويتم اصدارها بالشكل السابق ولكن يتم تخصيص الأموال لشراء معدات قابلة للإيجار بطريقة التأجير التمويلي ، وقد اهدى بيت التمويل التونسي السعودي إلي إصدار شهادات من هذا النوع بفضل استشارات وتوصيات رقابته الشرعية وكان قد اشتراها من الشركة التونسية للتأجير وتتم العملية كما يلي :تقتني الشركة التونسية للتأجير معدات وتؤجرها إلي زبائنها بسعر كراء معين وتنقل ملكية المعدات إلي الزبون عند انتهاء العقد ودفع كل أقساط الكراء ، وطوال مدة الإيجار تصدر الشركة التونسية للتأجير شهادات لصالح مشتريين بقيمة معينة تمثل قسطا من ثمن شراء المعدات ، ويتقاضى المشترون للشهادات نصيبا من دخل الكراء ، وتمثل هذه الشهادات نوعا من المساهمة المتناقصة ،حيث تشمل أقساط الإيجار أرباح المؤجر إضافة إلي استهلاك رأس المال ،وعلى هذا فإن شهادات الإيجار هذه سوف تصفى تدريجيا حتى تنتهي تماما مع آخر الأقساط³ ، ومن خصائص عقود الاستئجار التمويلي أيضا أنها لا تقدم أية خدمات صيانة للتجهيزات حيث يتكفل المستأجر بنفقات الصيانة بالكامل ، وكذلك بتكاليف التأمين والضرائب العقارية ، كما أن عقد الاستئجار التمويلي لا يمكن إلغاؤه ،فإذا أراد المستأجر أن ينهي العقد فعليه أن يسدد كافة دفعات الإيجار المتبقية دفعة واحدة ، أما إذا تخلف عن تسديد دفعات الإيجار فإن ذلك قد يؤدي في النهاية إلي إعلان حالة إفلاس الشركة⁴ .

¹ أنظر الملحق رقم 03

² سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 360.

³ نفس المرجع ،ص 360-361.

⁴ أحمد بوراس ، مرجع سابق ،ص 104.

4- سندات الاستصناع :

وهي صكوك منبثقة عن عملية قائمة على عقد استصناع ،حيث تمثل هذه الصكوك ملكية جزئية من رأس مال عملية الاستصناع ،إذ يكون هنا رأس مال الاستصناع مقسم إلى أجزاء كل جزء يعبر عن صك¹ ويتم إصدار هذه الصكوك وفق آلية معينة ولتبسيطها نأخذ المثال التالي :إذا أرادت شركة بحرية نقل بحري زيادة أسطولها من السفن فإنها تبرم عقد استصناع مع من يصنع السفن ، هذا الأخير الذي يحدد لها المبلغ (المادة الأولية +الأتعاب) وتقوم هذه المؤسسة بإصدار صكوك الاستصناع التي تمثل رأس مال لعملية الاكتتاب لدى الجمهور ،وبعد الاكتتاب والحصول على الأموال اللازمة يتم انجاز المشروع (مشروع بناء السفن) وتتعهد هي بشراء المصنوع وفق سعر متفق عليه .

ويمكن أن نتصور في كيفية إصدار هذه السندات كما يلي:

يعلن البنك الاسلامي عن إصدار سندات لتمويل بناء عقارات مثلا بطريقة الاستصناع ،وبما أن البنك يكون قد قام بتقدير تكلفة المشروع وتحديد هامش الربح بالاتفاق مع المستفيد من هذا العقار فإنه بإمكانه تحديد العائد الذي يمكن توزيعه على أصحاب هذه السندات ،والتي يستحسن أن تحدد مدتها بفترة بناء أو انجاز العقار تقريبا ،وبعد عملية الاكتتاب والحصول على الأموال يتم انجاز المشروع ثم بيعه إلي

المستفيد الذي يكون قد اتفق مع البنك على الشراء بعقد لازم كما يؤكد على ذلك الفقهاء ،وبهذا يتم استرجاع الأموال مع هامش الربح المتفق عليه، وبعد ان تتم هذه العمليات في نهاية المدة المتفق عليها يتم استرجاع أصحاب السندات لأموالهم مع العائد المتفق عليه ،وإذا كان البنك قد اتفق مع المستفيد على السداد بالأقساط فيمكن أن يكون استرجاع هذه السندات مع العائد على شكل أقساط أيضا² . هذا وقد اقترح الخبراء أنواع أخرى من السندات مثل:

-* **سندات المربحة** : تعتبر المربحة احدى صور البيوع ،حيث يتم في المربحة تحديد ثمن البيع للسلعة بتكلفة شراء البائع لها (سعر الشراء +مصرفات الشراء) إضافة إلي ربح معلوم يتفق عليه ، ولذا تعرف المربحة شرعا ،بأنها بيع السلعة بثمن شرائها زائد ربحا معلوما يتفق عليه ،ويظهر الجانب التمويلي إذا بيعت السلعة مربحة لأجل أو على أقصاه ، وبالتالي تتضمن العملية بجانب البيع ائتمانا تجاريا يمنحه البائع للمشتري الذي يسدد الثمن فيما بعد من ايرادته إما مرة واحدة بعد أجل معين أو على أقساط والأنسب أن تقدر هذه الزيادة بمعدل العائد على الاستثمارات التي يحققها البائع أو يسترشد بالعائد على حسابات الاستثمار في البنوك الإسلامية في الدولة³ ، وقد اقترحتها الدكتور سامي حمود في ندوة البركة الثانية في تونس 1984م وذلك بطلب إنشاء شركة مساهمة إسلامية تمارس أعمال الإصدار المختلفة في صناديق المربحة والإيجار والسلم على أن يكون الإصدار الأول لصندوق المربحة⁴ ، التي تعرف بأنها صكوكا

¹ وليد خالد الشايجي ، عبد الله يوسف الحجي ، **صكوك الاستثمار الشرعية** ،مداخلة مقدمة الى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر ،بعنوان المؤسسات المالية الإسلامية ، معالم الواقع وآفاق المستقبل ،كلية الشريعة والقانون ، جامعة دبي ،يومي 15-17 ماي 2005 ، ص 913 .

² سليمان ناصر ، **تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية** ، مرجع سابق ، ص 361 .

³ أحمد بوراس ، **تمويل المنشآت الاقتصادية** ، مرجع سابق ، ص 136 .

⁴ سليمان ناصر ، مرجع سابق ، ص 362 .

متساوية القيمة منبثقة من عملية قائمة على عقد مرابحة (المرابحة بأمر الشراء) حيث تمثل هذه الصكوك ملكية جزئية من رأس مال السلعة المباعة بالمرابحة ، إذ ينقسم رأس مال المرابحة إلي أجزاء متساوية كل جزء يمثل حصة معبرا عنها بصك¹ . ويتم اصدارها وفق الآلية التالية :

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

-*سندات السلم : نقصد بالسلم عملية مبادلة ثمن بمبيع ، والثن عاجل أو مقدم والمبيع أجل أو مؤجل ، فهو إذا من عقود المعاوضات يترتب عنه دين في ذمة المسلم إليه ، فهو إذا فيه معنى البيع المداينة ، فأما من حيث اعتباره متضمن معنى البيع ، هو اعتبار قال به جمهور الفقهاء إذ يعتبرونه نوعا من أنواع

البيع ينعقد بما ينعقد به البيع وينتقل باجتماع أركانه من عاقد (طرفي العقد) ومعقود عليه (السلعة والسعر) والصيغة (وفيها إيجاب وقبول) ، وأما من حيث اعتباره مداينة ، فذلك واضح ، إذ بانعقاد عقد السلم يصبح المسلم فيه (المبيع دين في ذمة المسلم إليه) ، شريطة قبض رأس المال (الثمن) في المجلس أي عند انعقاد العقد . وإلا كان ذلك بمثابة بيع الكالئ بالكالئ أي بيع الدين بالدين² ، وقد اقترح الدكتور سامي حمود صكوك السلم كبديل لأذونات الخزينة ، التي تصدرها الدولة للتحكم في حجم السيولة أو لتغطية عجز مؤقت في موازنة الدولة ، وهي صكوك منبثقة من عملية قائمة على عقد سلم حيث تمثل هذه الصكوك ملكية جزئية من رأس مال عملية السلم ، حيث يكون هنا رأس مال السلم مقسما إلى أجزاء كل جزء يعبر عنه بصك³ ، وكما هو معروف السلم هو رأس مال معجل في مقابل سلعة مؤجلة حيث أن آلية عمل هذه الصكوك تكون بأن يدفع رأس المال السلم من طرف حملة الصكوك لشراء سلعة بسعر متفق عليه على أن تكون هناك جهة ثالثة تقوم بإعادة بيعه (وهي هنا وكيل لحملة الصكوك تكتب في الصك) والفرق بين السعر المتفق عليه وسعر البيع يعتبر هو الربح أو الخسارة لحملة الصكوك ، ومن أمثلتها ما يتم ما بين الجمهور والدولة .

¹ سحاسورياني صفر الدين جعفر ، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاتها ، رسالة ضمن متطلبات الحصول على درجة الماجستير ، جامعة اليرموك ، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية ، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية ، 2006-2007 ، غير منشورة ، ص 311.

² محمد بوحديدة ، النظام المالي الإسلامي ، ص 312.

³ وليد خالد يوسف الشايجي ، عبد الله يوسف الحاجي ، مرجع سابق ، ص 212

جدول رقم 01 قائمة الأدوات المالية الإسلامية

| الورقة المالية | الوصف المختصر لها |
|---------------------------|---|
| شهادات المشاركة لمتناقصة | وضعت هيئة التمويل الدولية شهادات المشاركة القابلة لإسترداد لتقديم تمويل إلى شركات المضاربة في باكستان |
| شهادات الإيداع الإسلامية | إستنادا إلى عقد المضاربة، فإن متحصلات هذه الشهادات تكون للإستثمار في مجالات كثيرة لا يقيدھا عقد المضاربة (أي مضارب مطلقة) حسب ما تراه الجهة المصدرة للشهادات المضارب |
| شهادات دين البيع بالتقسيط | جاء مقترح هذه الشهادة على أن يتم تمويل المشتريات بمبالغ كبيرة من خلال تجميع مساهمات بمبالغ صغيرة في وعاء واحد، وتمثل الشهادة أصل المبلغ المستثمر زائدا عائد المرابحة، ومعظم شهادات الدين تصدر في ماليزيا بسمي "شهادات الدين الإسلامي" |
| شهادات الإستثمار الإسلامي | وهي مثل شهادات الإيداع الإسلامي غير أن متحصلاتها تذهب لتمويل إستثمارات محددة في عقد مضاربة، أي أنها شهادات مضاربة مقيدة |

| الوصف المختصر لها | الورقة المالية |
|--|--|
| مثل شهادة دين البيع بالتقسيط، فهذه الشهادة تمثل مادفعه المستثمرون من مبالغ مستثمرة في مشروع يتم تمويله بإستصناع، زائدا على هذه الاموال المستثمرة فالشهادة تمثل كذلك نصيب المستثمرين من العائد(هامش المربحة) وهي تناسب تمويل مشروعات البنية الأساسية. | شهادات دين الإستصناع |
| تمثل شهادة الإجارة ملكية منافع استتجرت مقابل أجرة مقطوعة، وبما أن المنافع قابلة للتسويق يمكن تداول هذه الشهادة بيعا وشراء | شهادات الإجارة |
| وهي تمثل ملكية في الشركة المصدرة لها دون حق التصويت وقد صدرت هذه الشهادة من عدة مؤسسات | شهادات المضاربة |
| هي هجين يجمع بين شهادة المضاربة و شهادة المشاركة المتناقصة والتي يمكن أن تصدرها الحكومة لتمويل مشروعات المرافق العامة وتطويرها،وقد صدر قانون شهادات المقارضة في الأردن في بداية الثمانينات ولكنه لم يتم حتى الآن إصدار هذه الشهادات. | شهادات المقارضة |
| وهي عبارة عن أسهم عامة لشركات تعمل وفق الشريعة الإسلامية وقد قامت الحكومة الإيرانية بإصدار هذه الشهادات بهدف تمويل مشروعات البنية الأساسية، أما في السودان فقد صدرت هذه الشهادات كواحدة من السياسة لنقدية. | شهادات المشاركة |
| إقترح من قبل خبراء صندوق النقد الدولي كأداة لإستقطاب الموارد وذلك لصالح القطاع الحكومي العام،وتقوم هذه الشهادات المشاركة المصدرة في إيران، ويفترض ان تمثل هذه الشهادات حق ملكية في موجودات القطاع العام الحكومي في الدولة. | شهادات المشاركة الوطنية |
| هي سند عائد مضارب من مشاركة في أملاك من دون حق التصويت | شهادات عائد الأملاك |
| أصدرتها مؤسسة Equity و Banker في باكستان في الثمانينات وفيها خصائص مشتركة مع شهادات المشاركة المتناقصة وشهادات المقارضة. | شهادات المشاركة المؤقتة |
| يشارك حملة هذه الشهادات في الدخل الربعي للعين(الأصل) صدرت على أساسه هذه الشهادة | شهادات المشاركة في الربح |
| صدرت في تركيا بغرض إدارة تمويل مشروعات البنية الأساسية التي تم تخصيصها | شهادات المشاركة في الإيرادات |
| بموجب ما دفعوه،لحملة شهادات السلم الحق في السلع والبضائع والخدمات إلى أن يستلمونها في تاريخ أجل محدد | شهادات السلم |
| في هذه العقود يقوم المصرف بالسداد بالتقسيط للموردين،ويكون عليه إلزام ثابت في ميزانيته تجاه الموردين بدلا من قيامه بالسداد الفوري بقيمة ما يتسلمه من الموردين. | عقود المرحلتين: الإجارة، المربحة،الغستصناع،السلم |
| تخول الشهادات المتنوعة حاملها(حاملها) شهادات الدين من أي نوع) بمبادلة هذه الشهادات بأعيان/أصول أخرتخص المنشأة المصدرة للشهادات، أو مبادلتها بأصول منشآت أخرى وفق مايرد في الشهادات شروط عرضها وتداولها | الشهادات المختلطة (الهجينة) |

المطلب الثالث: إصدار وتداول السندات الإسلامية وآلية توزيع الأرباح والخسائر

في ظل تنامي الأسواق المالية في الدول الإسلامية أصبح الحكم الشرعي لتلك الإصدارات والحكم على تداول السندات حديث الكثير من الناس المسلمين للوقوف على الحلال والحرام لذلك سنحاول التطرق في هذا المطلب إلي كيفية إصدار وتداول السندات وكذلك موقف الفقه منها وكذلك كيفية توزيع الأرباح والخسائر في الصكوك الإسلامية .

الفرع الأول: كيفية إصدار السندات الإسلامية

تتم عملية الإصدار عن طريق الاكتتاب العام ،وتكون عادة بواسطة البنوك أو الشركات التي تنشأ لهذا الغرض ،وذلك عندما تحتاج الشركة إلى أموال جديدة لتوسيع أعمالها ،أو لمواجهة صعوبات مالية ،ولا تريد أن تزيد في أسهم الشركة فتلجأ إلي الاستدانة بقروض طويلة عن طريق إصدار السندات ،فهو في حد ذاته عقد بين الجهة المصدرة والمستثمرة ،وبمقتضى هذا العقد يقرض المستثمر الجهة المصدرة مبلغا لمدة محدودة وسعر فائدة معين ¹ ، فبعد الاتفاق على اقتراض الشركة عن طريق الاكتتاب العام الموجه للجمهور ومن قبل الجمعية العامة لها ،تتم الدعوة للاكتتاب عن طريق نشرة يوقعها أعضاء مجلس إدارة الشركة وتشتمل بصورة عامة على البيانات التالية : قرار موافقة الجمعية وتاريخه ،عدد السندات وقيمتها ،تاريخ بدأ الاكتتاب موعدا الاستحقاق ،شروط وضمانات الوفاء ،رأس مال الشركة والقدر المدفوع منه ،ملخص لأخر ميزانية للشركة وتعلن النشرة في جريدة يومية .

وتعتبر عملية إصدار الصكوك الشرعية على جانب كبير من الأهمية وعليه فإن إصدارها يحتاج إلي حسن الإخراج وبخاصة بعملية الإصدار الأولى وما تكونه لدى الناس من انطباع ،حيث يمكن أن تقوم به البنوك المركزية بدلا من وزارة المالية في حالة إصدارها من قبل الحكومة ويمكن أن تصدرها بنوك إسلامية تتمتع بالثقة والمهارة العالية في عملية الإصدار التي تكون قائمة دائما على الخطوات الثلاثة التي تقوم عليها بنوك الاستثمار ² .

الخطوة 01/ هي خطوة البحث والاستكشاف والاستقصاء حيث يقوم بنك الاستثمار في هذه الخطوة بدراسة جدوى إطلاق وطرح هذه الأوراق المالية الجديدة في الأسواق المالية.

الخطوة 02/ بعد التأكد من جدوى إطلاق هذه الأوراق في هذا الزمان بمواصفاتها تلك يبرم الاتفاق بعد ذلك مع العميل ثم التسويق لها.

الخطوة 03/ وهي آخر خطوة وهي عملية التوزيع ،أي إيصال الأوراق المالية لجمهور المستثمرين وبنفس الخطوات يمكن أن يقوم البنك الإسلامي بإصدار الصكوك وتوصيلها إلي المستثمرين ،ولكن يجب عليه أن يمررها على الهيئة الشرعية للرقابة لإعطاء الرأي الشرعي فيما يتعلق بإصدار هذه الصكوك والتأكد من التزام الجهة المصدرة بأحكام الشريعة الإسلامية وضوابطها .

¹ شعبان محمد إسلام البروراي ،بورصة الأوراق المالية ، ص 149.

² محمد أنور سلطان ،إدارة البنوك ،الإسكندرية ، دار الجامعة الجديدة ،2005 ، ص 39

الفرع الثاني: آلية تداول السندات الشرعية

إن آلية تداول صكوك الاستثمار الشرعية تختلف بطبيعة الحال عن تداول سندات القرض بفائدة بفارق اختلاف البيع عن الربا، فالصكوك الشرعية هي حصة مشاركة وليست قرضا وهذه الحصة تبدأ نقودا وقد تتحول إلى أعيان أو منافع أو ديون ناتجة عن بيع .

1- إذا كانت حصة المشاركة أعيانا: إذا كانت موجودات المشاريع القائمة بالصكوك عبارة عن أعيان أو منافع موجودة فعلا فلا خلاف حول بيعها وتداولها، لكون البيع هنا جزء مشاعا من شيء موجود فعلا، أما إذا كانت موجودات المشروع خليط بين النقود والديون والأعيان والمنافع، وهذا ما جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن المنظمة في دورته الرابعة حول سندات المقارضة، في دورته السابعة عشر قراره 158/(17/7) لسنة 2006م أنه يجوز بيع الديون ضمن خلطة أغلبها أعيانا ومنافعا¹

2- إذا كانت حصة المشاركة نقودا: وتكون بهذه الحالة عند مرحلة بدأ الاكتتاب وحتى بدأ التصرف وتحويله من مال إلى أعيان، فإنها في هذه الحالة تخضع لأحكام الصرف، والصرف هو بيع النقديين ببعضهما بعضا كبيع دنانير الذهب بدراهم الفضة وحكمه الصرف جائز، إذ هو من البيع، والبيع جائز بالكتاب والسنة، قال تعالى: **الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ** البقرة الآية 275 . وقال رسول الله صلى الله عليه

وسلم: " بيعوا الذهب بالفضة كيف شئتم يدا بيد " وحكمة مشروعية الصرف هي الإرفاق بالمسلم بتحويل عملته إلى عملة أخرى هو في حاجة إليها، ومن شروطه يشترط في صحة جواز الصرف التقابض في المجلس بحيث يكون يدا بيد، لقوله صلى الله عليه وسلم " بيعوا الذهب بالفضة كما شئتم يدا بيد " ، وقول عمر رضي الله عنه : " لا، والله لا تفارقه حتى تأخذ منه ، قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: " الذهب بالورق ربا إلا هاء وهاء " قال عمر لطلحة ابن عبيد الله لما اصطرف منه مالك ابن أوس فأخذ الدنانير، وقال له : " حتى يأتي خزني من الغابة " ²

لذلك يجب مراعاة مالي إذا كانت الحصة نقدا عند بيعها :

- يباع فيه الصك دون زيادة ولا نقصان .
- يكون التقابض في المجلس لكونهما نقدين أي في حالة الصكوك التي مازالت مشاريعها لم تبدأ بعد مثل صكوك المقارضة والمشاركة حيث لم يبدأ المشروع في الإنتاج

¹ قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي، المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي قرار رقم 158(17/7)، ص 301.

² أبو بكر جابر الجزائري، منهاج المسلم، مرجع سابق ص 353-354

3- إذا كانت حصة المشاركة ديناً: يمكن تعريف الدين " كل شئ غير حاضر دين"¹ ويعرفه كذلك صاحب لسان العرب فوقها بأنه: " ما يثبت في الذمة بسبب يقتضي ثبوته " ، وقد جاء تقسيم بيع الدين إلى ثلاثة أقسام² :

* بيع الدين للمدين نقداً وهو ما أجازته فقهاء المذاهب الأربعة (من الحنفية والمالكية، والشافعية، والحنابلة إلى أن هذه المعاملة مباحة).

* بيع الدين لغير المدين بالنقد: ذهب العلماء إلى منع جواز بيع الدين إلى غير المدين باستثناء المالكية الذين أجازوه لكن بشروط.

* بيع الدين بالدين³ : لا يجوز للمسلم أن يبيع ديناً بدين، إذ هو في حكم بيع المعدوم بالمعدوم، والاسلام لا يجيز هذا، ومثال بيع الدين بالدين : أن يكون لك على رجل قنطاران إلى أجل فتبيعه إلى آخر بمئة دينار إلى أجل. ومثال آخر : أن يكون لك على رجل شاة إلى أجل فلما يحل الأجل يعجز المدين عن أدائها لك، فيقول لك :بعنيها ب خمسين ريال إلى أجل آخر ،فتكون قد بعته دين بدين ، وقد نهى رسول الله صلى الله عليه وسلم عن بيع الكالئ بالكالئ أي الدين بالدين .

الفرع الثالث:⁴ الفروق الأساسية بين الاستثمار في الصكوك والاستثمار في السندات التقليدية الربوية

للاستثمار الإسلامي خصائص مميزة تميزه عن الاستثمار التقليدي الربوي من حيث المفهوم والقيم والمقاصد والمرجعية والمعايير والضوابط ونماذج العقود ونحو ذلك وفيما يلي أهم الفروق الأساسية بين الاستثمار في الصكوك الإسلامية والاستثمار في السندات التقليدية الربوية :

أ/من منظور القيم والأخلاق: يلتزم المستثمر الإسلامي بالقيم الإيمانية وبالقيم الأخلاقية ومنها العدل والأمانة والصدق والتيسير والقناعة والشفافية والوفاء بالعقود والعهود والسلوك السوي باعتبار أن الالتزام بهذه الأخلاق عبادة وطاعة ،وهذا يتوفر في الصكوك الإسلامية ،في حين أن معاملات المستثمر في السندات الربوية قائمة على المادية والفصل بين العبادات والمعاملات وبين الاقتصاد والأخلاق فالغاية هي تحقيق أكبر ربح ممكن وتعظيم الثروة بصرف النظر عن التوافق مع القيم والأخلاق وفقاً لقاعدة التي يطبقونها " الغاية تبرر الوسيلة " .

ب/ من منظور المشروعية : تقوم معاملات المستثمر الإسلامي على موافقة الشريعة الإسلامية فيما أحل الله وحرّم ، فالمرجعية هي أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية ،وتخضع هذه المعاملات للرقابة الشرعية من قبل هيئة متخصصة في ذلك وهذا ينطبق على الاستثمار في الصكوك الإسلامية ،فيحين لا يلتزم المستثمر في السندات الربوية التقليدية بأحكام الشريعة الإسلامية ولكن بالقوانين الوضعية وبالاعراف

¹ ابن منظور، لسان العرب، القاهرة، دار المعرف، 1981، المجلد الثاني، جزء 14، باب الدال، ص 1467.

² وهبة الزحيلي، بيع الدين في الشريعة الإسلامية، سلسلة أبحاث مركز الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، مركز النشر العلمي، الجامعة السعودية، ص 11-16

³ أبو بكر جابر الجزائري، ص 346.

⁴ حسين حسين شحاتة، الصكوك الإسلامية بين الفقه والتطبيق، متاح على العنوان

(www.darelmashora.com/download.ashx?docid=1002)، تاريخ التحميل 2013-08-23، ساعة 10:45، ص 17-23.

المالية التي تكون مخالفة للشريعة الإسلامية، وعليه فإنه قد يتعامل بالربا والغرر والجهالة والتدليس والمقامرة إذا كان ذلك يحقق له أرباحا مادية ويعظم من ثروته .

ج/ من منظور طبيعة عقود الاستثمار : تقوم معاملات المستثمر الإسلامي على عقود المضاربة والمشاركة وعقود المرابحة والاستصناع والسلم ونحو ذلك ، ويحكم هذه العقود المشاركة في الربح والخسارة عملا بقول الله سبحانه وتعالى: الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ

الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَٰلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا

فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِّن رَّبِّهِ فَانْتَهَىٰ فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَٰئِكَ

أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ ﴿٢٧٥﴾ البقرة الآية 275¹ ، وهذا ينطبق على صكوك الاستثمار

الإسلامية، في حين أن بعض معاملات المستثمر التقليدي قائمة على نظام الفائدة الربوية ، ونظام الاقتراض والاقتراض بفائدة ، ويحكم ذلك عقد القرض بفائدة المحرم في الشريعة الإسلامية ، مصداقا لقول الرسول صلى الله عليه وسلم "كل قرض جر نفعا فهو ربا " وهذا ما ينطبق على السندات وعلى القروض بفائدة .

د/ من منظور مجالات الاستثمار : جميع صيغ الاستثمار الإسلامي قائمة على تطبيق مبدأ الغنم بالغرم والمشاركة في الربح والخسارة مثل المضاربة والمشاركة والبيع والإجارة ويعيدة عن كافة صور الاستثمار بفائدة أو بنظام الهامش أو بنظام المشتقات المالية التي تعتبر من الميسر وسنتطرق لها في المبحث الثالث من هذا الفصل، في حين معظم صيغ الاستثمار التقليدية قائمة على الاقتراض والفائدة والاستثمار في الأوراق المالية مثل السندات وصرف النظر عن مسألة المشروعية والطيبات .

ه/ من منظور النظرة إلى النقود : ينظر المستثمر الإسلامي إلى النقود على أنها وسيلة للتبادل ومعيارا لتقويم السلع والبضائع والخدمات ومخزنا للقيمة ويجب تقليبها وعدم اكتنازها لتساهم في تنشيط المعاملات ، كما يجوز تحويل العملات من بعضها إلى البعض وفقا لفقهاء الصرف وهذا ينطبق على الصكوك الإسلامية، في حين ينظر المستثمر التقليدي إلى النقود على أنها سلع بذاتها تباع وتشترى نقدا أو بالأجل أو نحو ذلك ، لقد حرمت الشريعة الإسلامية التعامل في النقد بالأجل .

¹ سورة البقرة آية 285.

و/ من منظور التعامل في ديون الاستثمار : يلتزم المستثمر الإسلامي بفقهاء التعامل في الديون على أنه مبلغ ثابت لا يجوز زيادته مقابل الأجل ، وعند عجز المدين عن السداد تعطى له ميسرة لقول الله تبارك وتعالى وَإِنْ كَانَ ذُو عُسْرَةٍ فَنَظِرَةٌ إِلَىٰ مَيْسَرَةٍ وَأَنْ تَصَدَّقُوا خَيْرٌ لَّكُمْ ۗ إِنْ كُنْتُمْ تَعْلَمُونَ

البقرة الآية 280¹ وإذا ثبت أن المدين مماطلا فيوقع عليه العقوبة بمقدار الضرر الذي أصاب الدائن لقول رسول الله صلى الله عليه وسلم " مظل الغني (الواجد) ظلم يحل عرضه وعقوبته " ، في حين ينظر المستثمر التقليدي إلي الدين على أنه يزيد عند تأخر المدين عن السداد ، وتطبق عليه مقولة : أنتقضي أم تربي " ونظام جدولة الديون بزيادة وهذا محرم في الشريعة الإسلامية .

ي/ من منظور الكسب الخبيث : ينظر المستثمر الإسلامي إلي الكسب الحرام والخبيث الذي حدث بسبب خطأ وليس عمدا على أنه حرام يجب التخلص منه في وجوه الخير ، وتجنب كافة السبل والوسائل التي تؤدي إليه عملا بقول الله سبحانه وتعالى : إِلَّا مَنْ تَابَ وَآمَنَ وَعَمِلَ عَمَلًا صَالِحًا فَأُولَٰئِكَ يُبَدِّلُ اللَّهُ سَيِّئَاتِهِمْ حَسَنَاتٍ ۗ وَكَانَ اللَّهُ غَفُورًا رَّحِيمًا ۝ الآية 70²

وهذا يتحقق في الصكوك الإسلامية، في حين لا يراعى المستثمر التقليدي أي اعتبار للكسب القذر الخبيث الذي أكتسب بالطرق غير القانونية أو غير المشروعة، ويعتبر إيرادا.

لا / من منظور الحقوق المالية المشروعة : يلتزم المستثمر الإسلامي بفريضة الزكاة وإنفاقها في مصارفها الشرعية ، فزكاة المال فريضة وحق للفقراء والمساكين وغيرهم من مستحقي الزكاة وأساس ذلك قول الله تبارك وتعالى : خُذْ مِنْ أَمْوَالِهِمْ صَدَقَةً تُطَهِّرُهُمْ وَتُزَكِّيهِمْ بِهَا وَصَلِّ عَلَيْهِمْ ۗ إِنَّ صَلَاتَكَ سَكَنٌ لَهُمْ ۗ وَاللَّهُ سَمِيعٌ عَلِيمٌ ۝ الآية 103³ وقوله عز وجل : وَالَّذِينَ فِي أَمْوَالِهِمْ حَقٌّ مَّعْلُومٌ ۝

لِّلسَّائِلِ وَالْمَحْرُومِ ۝ الآية 24-25⁴ في حين لا يلتزم المستثمر التقليدي بفريضة الزكاة ولا الصدقات .

¹ سورة البقرة آية 280

² سورة الفرقان آية 70.

³ سورة التوبة آية 103

⁴ سورة المعارج آية 24-25.

نخلص من التحليل والتقييم السابق بأن هناك فروقا جوهرية بين الاستثمار الإسلامي بصيغة الصكوك الإسلامية وبين الاستثمار التقليدي بصيغة السندات بفائدة أو بالائتمان (القروض) بفائدة، نلخصها في الآتي :

- يلتزم المستثمر الإسلامي بأحكام مبادئ الشريعة
- يعمل المستثمر في مجال الحلال والطيبات.
- يحكم المستثمر الإسلامي مجموعة من العقود الشرعية .
- يقوم المستثمر الاسلامي على قاعدة المشاركة في الربح والخسارة " الغنم بالغرم "
- يخضع المستثمر الاسلامي للرقابة الشرعية .

وهذه الأحكام والثوابت السابقة لا يلتزم بها المستثمر التقليدي الذي يتعامل بنظام الاستثمار الربوي،

وخلاصة القول أنهما لا يتمثلان وصدق الله القائل : وَمَا آتَيْتُمْ مِّن رَّبًّا لِّيرَبُّوا۟ فِي۟ أَمْوَالِ النَّاسِ فَلَا

يرَبُّوا۟ عِندَ اللَّهِ وَمَا آتَيْتُمْ مِّن زَكٰوةٍ تُرِيدُونَ وَجَهَ اللَّهُ فَأُولَٰئِكَ هُمُ الْمُضَعِفُونَ ﴿٣٩﴾ 1 الروم

الآية 39 .

المبحث الثاني : أدوات الملكية (الأسهم) بين المفهوم التقليدي والمفهوم الإسلامي

الأسهم من الأدوات المهمة في سوق الأوراق المالية لما لها من وظيفة الربط بين من هم في حاجة إلي الأموال ومن لديهم أموال في حاجة إلي استثمارها.

تعتبر الأسهم من أدوات الملكية في الشركات المساهمة¹ ومما لا شك فيه أن الأسهم تلعب دورا رياديا بل مثاليا في النهوض ببنية الاقتصاد ،ولهذه الأداة أنواع وخصائص متفرقة فهل هذه الأداة صالحة لتكون أداة في سوق الأوراق المالية الإسلامية ؟

المطلب الأول: الأسهم وفق المفهوم الاقتصادي 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 رغبة في استثمار مدخراتهم وتنميتها ،حيث لا يحتاج هذا الاستثمار إلي مزيد من الجهد والعمل ،إذ أن الشركة بمجلس إدارتها هو الذي يدير عمل الشركة ،ويضع الخطط والبرامج لتطورها وتنميتها ،حيث أصبحت المتاجرة في الاستثمار 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 فيها الحقوق للمتبايعين .

بناء على ما تقدم سيتم من خلال هذا الفرع تعريف شركة المساهمة، ثم تبيان خصائصها

أولا :تعريف شركة المساهمة

لقد عرف الإنسان منذ أن وجد مبدأ التعاون مع أخيه الإنسان نظرا لحاجة كل منهما إلي الآخر ،ومع تطور المجتمع تطورت العلاقات الإنسانية كما صاحبها تقدم كبير في المعاملات التجارية والمالية فنشأت الشركات ،ومن ثم استجدت أنواع كثيرة منها ،حتى أصبح لها نظام تحكمه القوانين في تلك العصور القديمة ،وقد عرفها الإغريق والفراعنة والبابليون ، وتعرض لها قانون حامو رابي قبل ولادة المسيح في مواده من 100إلي 1007 ،وتطورت من نظام الملكية العائلية إلي شركة التضامن ومن ثم إلي المضاربة في ظل القانون الروماني²

¹ وليد أحمد صافي ، الأسواق المالية العربية الواقع والأفاق ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص نقود ومالية ،كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 2003/2002، ص 24

² خلف بن سليمان بن صالح بن سليمان النمري ،شركات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي ،إسكندرية مصر ،مؤسسة شباب الجامعة ،2000، ص 13

عرفت شركة المساهمة من الناحية النظامية بأنها:

- 1- شركة ينقسم رأس مالها إلي أسهم متساوية القيمة ، يمكن تداولها على الوجه المبين في القانون ،ونقتصر مسؤولية المساهم على أداء قيمة السهم أو الأسهم التي أكتتب فيها ،ولا يسأل عن ديون الشركة إلا في حدود ما أكتتب فيه من أسهم¹.
- 2- وعرفت بأنها الشركة التي ينقسم رأس مالها إلي أسهم متساوية القيمة، وقابلة للتداول ولا يسأل الشركاء فيها إلا بقدر أسهمهم و يعنون بأسهم الشركاء²
- 3- وعرفت بـ هي التي يتكون رأس مالها من عدد من الأسهم متساوية القيمة، ولا يشترط فيها تساوي الشركاء في ما يملكون من أسهم وكل شريك مسؤول في حدود ما يملك من أسهم ، وأسهمها قابلة للتداول ويتخذ للشركة اسم يدل على غرضها ، وهي من شركات الأموال وفي القانون الوضعي ليس للعنصر الشخصي فيها اعتبار لاعتمادها على ما يقدمه الشركاء من حصص في رأس المال وهي تنفسخ بانتهاء غرض الشركة أو هلاك رأس المال ،كلها أو انتهاء المدة ، أو انتقال الحصص إلي يد الشركاء أو بالتأميم³

ما سبق يمكن الوصول إلي هذا التعريف لشركة المساهمة:

" أن يشترك عدد من الأشخاص برأس مال مقسوم إلي 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 أجر⁴ ، وتعتبر شركة المساهمة النموذج الأمثل لشركات الأموال ،وهي الشركة التي ينقسم رأس مالها إلي أسهم وتتكون من شركاء لايتحملون الخسائر إلا بمقدار حصتهم⁵ ولكي يحوز المستثمر على قسمة من رأس مال هذه الشركة المسمى بالسهم يجب عليه أن يكتتب في هذا السهم ومعنى الاكتتاب هو إعلان الرغبة في الاشتراك في المشروع الذي تقوم به الشركة بمقابل دفع حصة في رأس مالها⁶ ،فعن طريق الاكتتاب يحمل ذلك المستثمر صفة المساهم .

ثانيا: خصائص شركة المساهمة

من الناحية النظامية تختص شركة المساهمة بعدد من الخصائص لا توجد في غيرها من أنواع الشركات ،يمكن ذكر أهمها في ما يأتي⁷:

- 1- يقسم رأس مال الشركة إلي أسهم متساوية القيمة، بحيث يشارك كل من الشركاء بسهم أو أكثر، وهذه الأسهم قابلة للتداول بالطرق التجارية أو بطرق المناولة أو بطريق القيد في سجلات الشركة حسب نوع كل سهم .

¹ أحمد بن محمد الخليل ،مرجع سابق ،ص109-110.

² مبارك بن سليمان ، مرجع سابق ، ص 106.

³ خلف بن سليمان بن صالح بن سليمان النمرى ، ص 25.

⁴ مبارك بن سليمان ، مرجع سابق ، ص 107.

⁵ عمار عمورة ، الوجيز في شرح القانون التجاري الجزائري ، الجزائر ، دار المعرفة ،2000 ، ص 203.

⁶ خلف بن سليمان بن صالح بن سليمان ، مرجع سابق ، ص 259.

⁷ مبارك بن سليمان ، مرجع سابق ، ص 108.

2- تتمتع شركة المساهمة بالشخصية المعنوية، وذمة مالية مستقلة عن ذمم الشركاء ويترتب على ذلك من الناحية النظامية أموراً منها :

أ/ يخرج رأس المال الذي يدفعه المساهمون وما تولد عنه من أموال على ملكية الشركاء، ويصبح ملكاً للشركة ذاتها، ولا يبقى لهم إلا بعض الحقوق اتجاه الشركة، مثل حق الحصول على الأرباح عند تحقيقها، واقتسام أموال الشركة عند تصفيتها .

ب/ لا يحق لأحد له لأحد الشركاء دين أن يطالب باستيفاء دينه من حصة الشريك في الشركة إذ أنها انتقلت إلى ملكية الشركة، وإنما يقتصر حقه على حصة مديونة في الربح، وفي نصيبه من أموال الشركة عند تصفيتها، كما له أن يطالب ببيع أسهمه لاستيفاء حقه من حصيلة بيعها .

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 الحق الانسحاب من الشركة، إلا (في شركات الأشخاص)، كما أن الشركة لا تتفسخ بموته، ولا بإفلاسه، ولا بالحجر عليه خلافاً لما عليه الحال في شركات الأشخاص التي تتفسخ بذلك كله .

الفرع الثاني: تعريف وخصائص الأسهم

نتطرق في هذا الفرع إلى نظرة تعريفية وعامة في معنى الأسهم وخصائصها .

أولاً: مفهوم السهم (لغة - اصطلاح)

- السهم في اللغة: يطلق السهم في اللغة على معان عدة، منه الخط، النصيب، شيء من الأشياء، النبل، القدح الذي يقارع به ويقال : أسهم بينهم أي أقرع ، وسأهمه أي قاسمه، وأخذ سهماً أي نصيباً¹، وفي القرآن الكريم قال تعالى فَسَاهَمَ فَكَانَ مِنَ الْمُدْحَضِينَ² الصافات الآية 141 ، أي قارع بالسهم فكان من المغلوبين .

- السهم في الاصطلاح الاقتصادي: تعرف الأسهم في الاقتصاد والقانون التجاري بتعاريف عدة، ولقد جاء مفهوم السهم على السنة علماء الاقتصاد على عدة أوجه، اختلفها في اللفظ وتقاربها في المعنى

¹ ابن منظور، لسان العرب، مرجع سابق ص 308.
² سورة الصافات آية 141.

1/ صك يمثل جزء رأس مال شركة أموال ويثبت لمالكة حقوق الشريك (أي المساهم)، وتستعمل هذه الكلمة أيضا للإشارة إلي أسهم شركات الاستثمار، مرادف: حصة شائعة في الشركة¹

2/ هو عبارة عن ورقة مالية تثبت امتلاك حائزها لجزء من رأس مال المؤسسة التي أصدرته مع الاستفادة من كل الحقوق وتحمل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة².

3/ الأسهم هي عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل (طالما الشركة مستمرة) تمثل مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية وكذلك قيمة تصفوية³. وتمثل القيمة الاسمية في القيمة المكتوبة على الصك أو قسيمة السهم، وهي قيمة نظرية لتسجيل حساب رأس المال المدفوع في القيود المحاسبية، وعادة ما يكون منصوص عليه في العقد التأسيسي، وعليه لا يمكن للشركة أن تصدر أسهما جديدة بقيمة أقل منها، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، أما القيمة السوقية للسهم فهي تمثل سعر تداول السهم في سوق رأس المال، وقد تكون هذه القيمة أكبر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية، فإذا كانت الشركة مثلا تحقق أرباحا ويتوقع أن تستمر كذلك في المستقبل، فإن سعر السوق يتوقع أن يكون أعلى من القيمة الدفترية و أعلى من القيمة الاسمية للسهم و أخيرا تتمثل القيمة التصفوية للسهم في نصيب السهم من قيمة تصفية موجودات الشركة بعد تسديد كل الالتزامات وحقوق كل الدائنين وحملة الأسهم الممتازة.

4/ نصيب المساهم في شركة من شركات الأموال، وتمثله ورقة مالية تسلم للمساهم لإثبات حقوقه في الشركة، وهذه الحصة تجوز أن تكون نقدية أو عينية أو مختلطة ولعل أشملها التعريف التالي: الأسهم صكوك متساوية القيمة، وقابلة للتداول بالطرق التجارية والتي يتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأسمالها، وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة وهذا التعريف يشير إلي: ⁴

- دلالة السهم على الصك أو 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 بلسمه 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.

¹ Dictionnaire des marches .marie claire capiau huart .traduction vers l'arabe amel leila serbis. **financiers** eurl pages bleues internationales .Belgique .édition 2010.p 12

² الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، مرجع سابق، ص 82.

³ أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، ص 48.

⁴ ياسين محمد أحمد، الأسهم الجائزة والمحظورة ودورها في إحداث نهضة اقتصادية شاملة ومعاصرة، بحث مقدم للمؤتمر العالمي 15، سوق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والحياة، جامعة الإمارات المتحدة، يومي 15-17/ 2006/05، ص3.

5/ السهم أداة دين طويلة الأجل وتمثل حقوقاً لمن يحملها على الدخل الصافي، فحملة الأسهم هم شركاء في صافي الدخل ورأس مال تلك الشركة، ولا يحصلون على فوائد بل يحصلون على أرباح أو يتحملون خسارة¹

ويرجع تاريخ الأسهم حسب الحالة التي هو عليها اليوم إلي بداية القرن السابع عشر حيث قام الهولنديون بابتكارها (أداة السهم) على أساس أنها طريقة لجمع الأموال تختلف عن طريقة القروض ، حيث كان يعطي ممولو أي شركة إيصالا يوضح أنه في مقابل قيامهم بالتمويل فإنهم يملكون حصة من الشركة وبالتالي فإنهم ليسوا مقرضين بل مالكين² .

من خلال هذه التعاريف البسيطة للأسهم يمكننا استنتاج الخصائص العامة التي تتميز بها الأسهم .

ثانيا :خصائص الأسهم³

- السهم هو ورقة تثبت ملكية صاحبها لجزء من رأس المال في حدود قيمته الاسمية وعلى هذا الأساس فحامل السهم هو شريك في المؤسسة.
- يسمح السهم لصاحبه بالاستفادة من عائد هو ربح السهم أو الحصة وكذلك يتحمل جزء من الخسارة في حالة تحقيق المؤسسة لخسائر.
- الدخل الذي يدره السهم هو دخل متغير وهو مرتبط بالنتائج التي تحققها المؤسسة وبالأفق الاقتصادي لهذه المؤسسة.
- السهم هو ورقة مالية غير محددة الأجل، وأجله النظري هو حياة المؤسسة ذاتها وبالتالي فالسهم يعتبر بالنسبة للمؤسسة مصدر تمويل دائم.
- صاحب السهم له الحق في لمشاركة في تسيير المؤسسة، وذلك عن طريق المشاركة في عملية التصويت على القرارات المتخذة الخاصة بأمر مثل انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، تعديل النظام الداخلي للمؤسسة أو تعديل رأس المال
- يشكل السهم موضوعاً للمضاربة في البورصة وتتحدد قيمته الجارية أو السوقية على أساس العائد المحقق وسعر الفائدة.
- في حالة تصفية المؤسسة، أصحاب الأسهم هم آخر من يستوفي حقوقهم باعتبارهم شركاء.
- عدم قابلية السهم للتجزئة ومن ثم لا يجوز تعدد مالكي السهم الواحد فإذا آلت ملكيته لأكثر من شخص نتيجة لإرث أو هبة أو غير ذلك فهذه التجزئة أن كانت صحيحة بين هؤلاء إلا أنها لا تسري في مواجهة الشركة لذا ينبغي عليهم تحديد أحدهم لتمثيلهم أمام الشركة⁴

¹ إسماعيل أحمد الشناوي ، عبد النعيم مبارك ، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية ، مصر ، الدار الجامعية ،ص 137.

² مايكل بيكيت ، كيف تعمل البورصة دليل المستثمر الصغير ، طبعة 1 ، مصر ، إعداد قسم الترجمة بدار الفاروق ، دار الفاروق للنشر والتوزيع ، 2006 ،ص9.

³ الطاهر لطرش، مرجع سابق ، ص 82-83.

⁴ عصام أبو النصر ، الحكم الشرعي في تملك الأسهم وكيفية تطهير أسهم الشركات التي أختلط فيها الحلال بالحرام ، بحث مقدم للمؤتمر السنوي العلمي الخامس عشر ، سوق الأوراق المالية والبورصات ، كلية الشريعة والقانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة ، يومي 15-17/05/2006ص

- عدم ثبات العائد وتذبذبه ما بين ربح وخسارة، وذلك تبعا للظروف المحيطة بالشركة¹

الفرع الثالث: أنواع الأسهم

تتنوع الأسهم باعتبارات مختلفة لعدة أنواع أي لعدة معايير، سيتم توضيحها كما يلي :

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

أ/ أسهم نقدية: وهي الأسهم التي امتلكها أصحابها بعد دفعهم لقيمتها نقدا²، فهي تمثل حصصا نقدية في رأس المال ، وهي الأسهم التي تعطي للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة نقود ، وهذه الأسهم قد تكون محررة ، أي دفعت قيمتها كلها ، وقد تكون غير محررة أي دفعت بعض قيمتها كالنصف مثلا 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 طلب المساهم بدفع المتبقي من قيمة السهم³

ب/ أسهم عينية: وهي الأسهم التي تعطي للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة عينا من الأعيان كأرض أو مبنى أو بضاعة أو مصنع...، وهي الأسهم التي امتلكها أصحابها بعد دفعهم لقيمتها عينا ويشترط في ذلك مايلي⁴ :

- الوفاء بتقديمها كاملة.
- تقدير الحصص العينية تقديرا صحيحا قبل منح الأسهم العينية
- عدم تداولها قبل مضي سنتين من تاريخ تأسيس الشركة.

ج/ الأسهم المختلطة: وهي الأسهم التي امتلكها أصحابها بعد دفعهم لقيمتها نقدا وعينا، وذلك كمن يصبح مساهما بعقار ومبلغ مالي⁵، أي الأسهم التي يكتب بها المساهم ويدفع قيمتها مختلطا بالنقد والعين .

د/ حصص التأسيس : وهي الحصص التي امتلكها أصحابها بعد تقديمهم لشيء معنوي عادة يتمثل في براءة اختراع بحيث تخول لصاحبها الحق في نسبة من أرباح الشركة ، ولكنها لا تعتبر جزءا من رأس مال الشركة ولا يكون لأصحابها الحق في المداولات أو إدارتها وهي قابلة للتداول⁶ ويطلق على الحصص التي تعطى للمؤسسين (حصة 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

7

¹ أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلامة ، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، مرجع سابق ، ص 31.

² أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص 50.

³ مبارك بن سليمان ، مرجع سابق ، ص 117.

⁴ أحمد بن محمد الخليل، ص 51.

⁵ شعبان محمد إسلام البروراري ، مرجع سابق، ص 95

⁶ أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص 52.

⁷ عبد الرحمان عبد العزيز النفيسة، الاستثمارات الشرعية والأحكام النظامية - دراسة تطبيقية مقارنة - ط 1 ، الأردن ، دار النفائس ، 1430، 2010 ، ص 138.

2- أنواع الأسهم بالنظر إلى شكلها: من حيث شكلها تنقسم الأسهم إلى ثلاثة أنواع

أ/ أسهم اسمية : وهي الأسهم التي اقترنت باسم صاحبها ،وبذلك يقيد اسمه على شهادة السهم وعلى سجل الشركة ،ويتم تداولها ونقل ملكيتها إلى مشتريها بتفريد اسمه في تلك السجلات¹ سجل الشركة المعد لهذا الأمر هذا السجل يتعين على الشركة إمساكه وتخصيص 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 التداول²

ب/ أسهم لحاملها : وهي الأسهم التي لا يذكر فيها اسم مالكاها ،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 المشتري³ ، ويعتبر حامل السهم هو المالك لها في نظر الشركة والأسهم لحاملها لا يمكن أن تصدر إلا إذا دفعت قيمتها بالكامل⁴

ج/ أسهم إذنيه أو لأمر : وهي الأسهم التي يذكر فيها اسم مالكاها ،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 أي يتم تداولها عن طريق التظهير⁵

3- أنواع الأسهم بالنظر إلى حقوق حملتها : تنقسم الأسهم بالنظر إلى حقوق حملتها إلى ثلاثة أنواع

وهي:

أ/ الأسهم العادية: هي عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل أبدية طالما الشركة مستمرة تمثل مستند ملكية⁶ ، وهي التي تتساوى في قيمتها وتعطي المساهمين حملة الأسهم العادية حقوقا متساوية منها⁷:

- الحصول على الأرباح إن الهدف من شراء الأسهم هو الحصول على الأرباح بالإضافة إلى عنصر المضاربة أيضا، لكن المساهم ليس له الحق في الحصول على الأرباح إلا عند وجودها واتخاذ القرار بتوزيعها على المساهمين.

- المشاركة في اتخاذ القرارات (التصويت) كانتخاب مجلس الإدارة أو تعديل النظام الأساسي ،أو تعديل رأس المال وأيضا المشاركة في الجمعيات العمومية العادية وغير العادية .

- الأولوية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة وهذا يعني بان لمساهمي الشركة الأولوية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة التي قد تقرر الشركة لإصدارها .

¹ ناظم محمد نوري الشمري ، طاهر فاضل البياتي ، أحمد زكريا صيام ، أساسيات الاستثمار العيني والمالي ، عمان ، دار وائل للنشر والطباعة ، 1999 ص 211.

² محمد فتح الله النشار ، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي ، الإسكندرية ، دار الجامعة الجديدة ، 2006 ، ص 86.

³ مبارك بن سليمان ، مرجع سابق ، ص 118.

⁴ عمار عمورة ، مرجع سابق ، ص 272.

⁵ مبارك بن سليمان ، ص 118.

⁶ أحمد بوراس ، مرجع سابق ، ص 48.

⁷ مروان عطوان ، مرجع سابق ، ص 84-85.

- إمكانية التصرف بالأسهم ليس للمساهم الحق في أن يطلب من الشركة إعادة قيمة الأسهم له ،بل يستطيع بيع هذه الأسهم بدون الحصول على ترخيص مسبق من الجهة التي أصدرت هذه الأسهم -الحصول على جزء من موجودات الشركة في حالة تصفيته (وهذا بعد سداد حقوق الدائنين وأصحاب الأسهم الممتازة).

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

ب/ الأسهم المؤجلة: وهي التي تعطى عادة للمؤسسين ولمن يقوم بترويج الأسهم الجديدة عند إنشائها وتسمى مؤجلة لأنها لا تستحق نصيبا من الأرباح الموزعة قبل سداد حاملي بقية الأسهم بنسبة معينة من رأس المال¹

ج/ الأسهم الممتازة : إن الأسهم الممتازة تشبه الأسهم العادية من حيث أن حصول أصحابها على العائد يتوقف على وجود الأرباح وأيضا اتخاذ القرار بتوزيعها² ، وهي الأسهم التي تعطى لأصحابها مزايا لا تتمتع بها الأسهم العادية وتعطى لهم حقوقا إضافية على الحقوق الأساسية لحاملي الأسهم ومن بين المزايا التي تعطى لهم³:

- مزايا في الأرباح تعطي لهم الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم.
- في حالة عدم تسديد التوزيعات الدورية فإنها تتراكم ويتعين سدادها كاملة قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية.
- مزايا التصفية وذلك عند الإعلان عن إفلاس الشركة يأخذون أموالهم قبل حملة الأسهم العادية وبعد السندات.
- لهم الحق في الاستحقاق عن طريق الاستدعاء لحصولهم على مبلغ أكبر من قيمتها الاسمية.
- لا يعطى لحاملها الحق في التصويت إلا إذا امتازت هذه الأسهم بهذه الخاصية دون غيرها .

¹ معبد على الجارحي ، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام -الإدارة المالية في الإسلام ، جزء 1 ، عمان ، المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية ، مؤسسة آل البيت ، 1989، ص 113.

² مروان عطون ، مرجع سابق ، ص 85.

³ منير ابراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص 27.

- لأصحاب الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على الأرباح التي تقرر الشركة المصدرة توزيعها ولا يتمتع أصحاب الأسهم الممتازة بحق التصويت بشكل دائم¹ .
وللأسهم الممتازة أنواع وذلك حسب الميزة المقدمة لها:²
- أسهم ممتازة مجمعة للأرباح: وهي الأسهم التي لها ميزة أنها إذا لم تستوفي أرباحها في هذه السنة لعدم كفاية الأرباح أو لعدم توزيعها، فإن نصيبها من الأرباح يرحل ويجمع مع مستحقات السنة المالية التالية.
- أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح: يعطي لحملة هذا النوع من الأسهم أرباحا تحدد عادة بحد أدنى بمعدل معين لأرباحها السنوية مع مشاركتها في الأرباح إذا كانت معدلاتها أكبر من الحد الأدنى المقرر .
- أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح مع الأسهم العادية:³ تأخذ هنا 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 .

4/ أنواع الأسهم بالنظر إلى استهلاكها من عدمه: تنقسم الأسهم بالنظر إلى استهلاكها إلى نوعين وهي :
أ/ أسهم رأس المال: وهي الأسهم التي يقدمها المساهم للشركة ولا تعود إليه إلا عند التصفية النهائية للشركة أي لا تستهلك قيمتها⁴، ولا تعود إليه إلا عند فسخ عقد الشركة أو انقضائها ولا ترد قيمتها أثناء قيام الشركة⁵

ب/ أسهم التمتع : وهي الأسهم التي تمنحها الشركة عند استهلاك أسهمها الأصلية تعويضا للمساهمين عن الاستهلاك وتحول هذه الأسهم لأصحابها حق الاشتراك في مداوات الجمعية العامة والتصويت فيها ، والحصول على نصيب من الأرباح ، ومن موجودات الشركة عند تصفيتها وقسمتها ، وهذه الأسهم لا تنتضي 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 ، 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 بالربح 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

¹ مروان عطون ، ص 85.

² طارق عبد العال حماد ، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية ، مصر ، الدار الجامعية ، 2005 ، ص 22.

³ رمضان زياد ، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ، طبعة 4 ، عمان ، دار وائل للنشر ، 2007 ، ص 60.

⁴ شعبان محمد إسلام البراوي ، مرجع سابق ، ص 97.

⁵ مبارك بن سليمان ، مرجع سابق ، ص 118.

الحق في الاشتراك في إدارة الشركة، وهو حق يتعلق بالنظام العام ، فلا يجوز حرمانهم منه بحجة استردادهم لقيمة أسهمهم الاسمية¹ وبعبارة أخرى أسهم التمتع هي التي يحصل عليها المساهم عوضاً عن أسهمه التي ردت إليه قيمتها الاسمية أثناء قيام الشركة أي الأسهم التي استهلكت قيمتها ويكون الاستهلاك من الأرباح وليس من رأس المال ويحق لصاحبها أخذ جزء من الأرباح وذلك بعد تقديم مقدار محدد من الأرباح لأصحاب أسهم رأس المال والباقي يوزع بينهما (أسهم رأس المال وأسهم التمتع)² .

5/ أنواع الأسهم بالنظر إلي المنح أو عدمه: تتنوع الأسهم بالنظر إلي المنح أو عدمه إلي نوعين:

أ/ أسهم غير مجانية : وهي الأسهم التي يدفع صاحبها قيمتها³
ب/ أسهم منح (مجانية) : وهي الأسهم التي تمنحها الشركة للمساهمين مجاناً ، في حالة زيادة رأس مال الشركة على شكل ترحيل من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلي رأس المال الأصلي ويتم توزيعها حسب قدر الأسهم⁴ .

6/ أنواع الأسهم بالنظر إلي تأثيرها بالدورات الاقتصادية: تتنوع الأسهم بالنظر إلي تأثيرها بالدورات الاقتصادية إلي نوعين⁵:

أ/ أسهم موسمية : وهي الأسهم التي تتأثر بالدورات الاقتصادية، وتعود هذه الأسهم للشركة التي تنتج سلعا موسمية ،الطلب على منتجاتها يرتبط بتحسّن الاقتصاد وانتعاشه كما أنها تتأثر بحالات الكساد.
ب/ أسهم دفاعية : وهي على عكس الأسهم الموسمية لا تتأثر بالدورات الاقتصادية وتكون أسهما لشركات تنتج سلعا أساسية ، لا يتأثر إنتاجها بالدورات الاقتصادية سواء في حالة الراج أو في حالة الكساد فالطلب عليها يكون ثابتا لحد ما ومستقر ،كإنتاج القمح أو استخراج أو تطهير المياه .

7/ أنواع الأسهم بالنظر إلي مصدرها: تتنوع الأسهم بالنظر إلي مصدرها إلي نوعين

أ/ أسهم مرتفعة الجودة: وهي أسهم لشركات كبيرة ومعروفة ويتم توزيع الأرباح فيها بغض النظر عن الأحوال السائدة.

¹ عبد الأول عابدين محمد بسيوني ، **مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة** -دراسة فقهية -مقارنة، طبعة 01، الإسكندرية ،دار الفكر

الجامعي ،2008،ص36.

² أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ،ص 60.

³ شعبان محمد إسلام البرواري ، مرجع سابق ، ص 96.

⁴ نفس المرجع ،ص 96.

⁵ أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلامة ، مرجع سابق ، ص 36.

ب/ أسهم الشركات الصغيرة: وهي أسهم الشركات التي يمتاز رأس مالها وحقوق الملكية فيها بالصغر وكذلك الأصول وبذلك يكون توزيع الأرباح غير منظم ولكن ليس بالنسبة الكبيرة¹ و يكون حسب الظروف السائدة .

8/ أنواع الأسهم بالنظر إلي توزيع الأرباح: تتنوع الأسهم بالنظر إلي توزيع الأرباح إلى :

أ/ 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 شركات البترول².

ب/ 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 كبيرا في القيمة السوقية للسهم وبمعدلات نمو متزايدة ، هذه الأسهم تكون عادة لشركات تتعامل بمنتجات ذات محتوى تكنولوجي عالي³.

ج/ الأسهم العادية المضمونة : الأصل في الأسهم أنه ليس لحاملها الحق في الرجوع إلي المنشأة التي أصدرتها وذلك في حالة انخفاض قيمتها السوقية ، ولقد ظهرت في و م أ عام 1984 م كأول مرة أسهم تعطي لصاحبها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلي حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار⁴

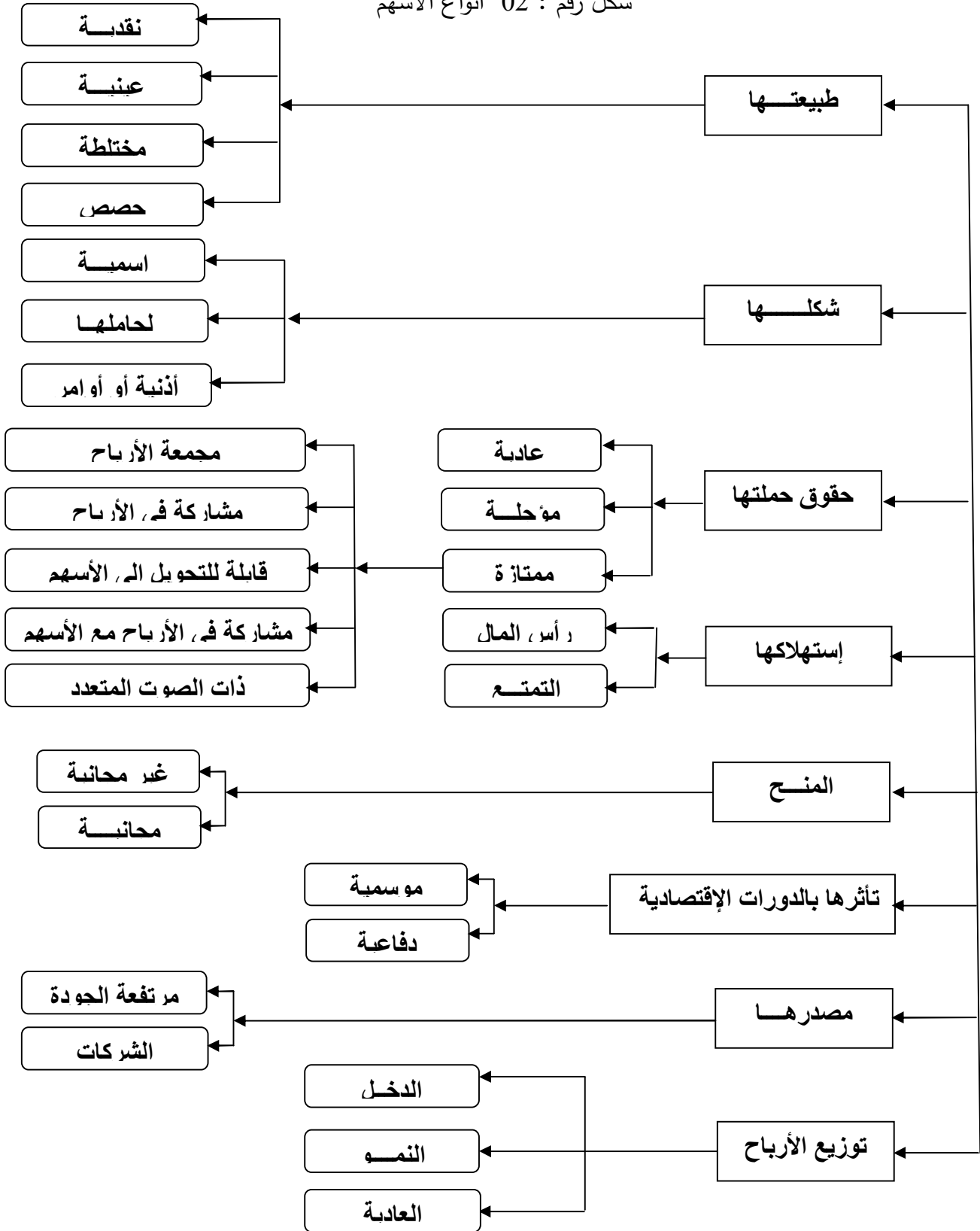
¹ سماري ابتسام ، أثر تداول المشتقات المالية على أداء السوق المالي -دراسة حالة السوق المالي الفرنسي -، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف الجزائر، 2006/2005، رسالة غير منشورة ، ص 32.

² أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلامة ، مرجع سابق ، ص 36.

³ نفس المرجع ، ص 34.

⁴ عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص ، أسواق المال بورصات مصارف شركات تأمين شركات استثمار ، الإسكندرية ، دار الجامعة الجديدة ، 2003 ، ص 23.

شكل رقم : 02 أنواع الأسهم



المصدر : نصبة مسعودة، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال - تجربة ماليزيا أنموذجا- أطروحة مقدمة لنيل شهادة

دكتوراه، جامعة بسكرة ص 79.

المطلب الثاني : الأسهم من منظور الاقتصاد الإسلامي

شركات المساهمة تلعب دورا كبيرا في الاقتصاد المعاصر ومن أهم ركائزها الأسهم ،حيث يتم من خلالها جمع أكبر قدر ممكن من الأموال ،من خلال إصدارها وتداولها بين الناس بشكل واسع لاسيما في الأسواق المالية العالمية ،وسنحاول الإجابة في هذا المطلب على مدى مشروعية إصدار وتداول الأسهم من طرف شركات المساهمة من وجهة نظر إسلامية .

الفرع الأول : 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.

أولا : مفهوم الشركة في الاقتصاد الإسلامي

تعريف الشركة : الشركة بكسر فسكون ،كخرقة أو بفتح فكسر ككلمة ،ويجوز مع الفتح أيضا إسكان الراء يقال شرك الرجل في البيع والميراث أي خلط نصيبه وفي اللغة " اختلاط النصيبين أو خلطهما ،والخلط والاختلاط لا ينفكان عن بعضهما " ¹

قال تعالى قَالَ لَقَدْ ظَلَمَكَ بِسُؤَالِ نَعَجْتِكَ إِلَىٰ نَعَاجِهِ ^ط وَإِنَّ كَثِيرًا مِّنَ الْخُلَطَاءِ لَيَبْغِي بَعْضُهُمْ عَلَىٰ بَعْضٍ إِلَّا الَّذِينَ ءَامَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ وَقَلِيلٌ مَّا هُمْ ^ط وَظَنَّ دَاوُدُ أَنَّمَا فَتَنَّهُ فَاسْتَغْفَرَ رَبَّهُ وَخَرَّ رَاكِعًا وَأَنَابَ ﴿٢٤﴾ ² ص الآية 24 . الخلاء الشركاء ،وفي الاصطلاح الشرعي يختلف

تعريفها باختلاف أقسامها ،حيث تنقسم الشركة إلى ثلاثة أقسام هي : الإباحة ، والملك ،والعقد .

شركة الإباحة : هي اشتراك العامة في حق تملك الأشياء المباحة ، التي ليست في الأصل ملكا لأحد كالماء بأخذها و إحرزها والعامة هم جميع الناس ،ويكون لهم حق التصرف بالابتداء وبإذن من الشارع قال تعالى : " أَحِلَّ لَكُمْ صَيْدَ الْبَحْرِ وَطَعَامَهُ مَتَّعْنَا لَكُمْ وَلِلسَّيَّارَةِ ^ط وَحُرِّمَ عَلَيْكُمْ صَيْدَ الْبَرِّ مَا دُمْتُمْ حُرْمًا

وَاتَّقُوا اللَّهَ الَّذِي إِلَيْهِ تُحْشَرُونَ ﴿٩٦﴾ ³ المائدة الآية 96 ،وقد سماها القانون الوضعي " الملك

العام أو الأشياء العامة " .

¹ خلف بن سليمان بن صالح بن سليمان النمرى ، مرجع سابق ، ص 14.

² الآية 24 سورة ص

³ الآية رقم 96 سورة المائدة .

شركة الملك: وهي أن يختص اثنان فصاعدا بشيء واحد أو ما هو في حكمه فاختصاص اثنين أو أكثر في شيء واحد ، يعني أن لهما فيه التصرف المطلق ،وكذلك ما هو في حكم الشيء الواحد كالمتمتع المختلط الذي يتعذر تمييز أجزائه ،سواء أكان عينا أم دينا أو غيرها كالدار و الأرض الواحدة ، وقد تناول القانون الوضعي مضمون هذه الشركة وسماه -الشيوع- ولم يدخله في الشركة .

شركة العقد : هي عقد بين اثنين فأكثر ،ويقتضي إذن الجميع أو بعضهم في التصرف للجميع ،على أن يكون الربح بينهم جميعا ،فهذا التعريف لشركة العقد يعتبر جامعا مانعا مستوفيا لكافة أنواعها فهو يشمل الأموال ،الأعمال والمضاربة سواء أكانت بعامل واحد أو أكثر كما لا يدخل غيره من العقود الأخرى كالمساقاة والمزارعة والنكاح ¹ .

وقد عرف الفقهاء شركة العقد عدة تعريفات إلا أن بعض تعاريفهم لا تشمل على الأنواع جميعها كتعريف الحنابلة ،والعض منها يدخل عقودا أخرى مع عقد الشركة كتعريف الشافعية ،وبعضها لا يخلو من الدور كتعريف الحنفية ،والبعض فيه تعقيد بالرغم من دقته وشموله كتعريف المالكية ² .

تعريف الحنابلة: قالوا بأنها اجتماع في تصرف وهذا فيه سعة وشمول.

تعريف الشافعية: قالوا بأنها عقد يثبت به حق شائع في شيء لمتعدد.

تعريف الحنفية:قالوا هي عقد بين المتشاركين في الأصل والربح.

تعريف المالكية: قالوا هي بيع مالك بعض ماله ببعض مال الآخر ، موجب صحة تصرفهما في الجميع.

وتنقسم شركة العقد إلى أربعة أقسام ³ :

النوع 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 المساهم في تملك موجوداتها ⁴ ، ففي حالة شركة المفاوضة تؤول إلى شركة العنان إذا انتفت بعض الشروط العامة لشركة المفاوضة مثل تساوي حصص الشركاء وديونهم .

النوع 2- شركة الصنائع (الأبدان) :وهي أن يكون الشركاء أصحاب حرفة أو صناعة واحدة أو مختلفة فيتفقان على تقبل الأعمال وتوزيع المكسب بينهما ،وهي كذلك يمكن أن تكون مفاوضة أو عنانا.

¹ خلف بن سليمان بن صالح النمري ، ص 14-15-16

² نفس المرجع

³ سيف الدين ابراهيم تاج الدين ،نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم ،المجلد 03 العدد 01 ،المملكة العربية السعودية ، مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي ،1405 هـ 1985 م ص 63.

⁴ يوسف بن عبد الله الثبلي ، قضايا معاصرة في الزكاة ،زكاة الديون التجارية والأسهم المملوكة للشركات القابضة ،طبعة 01،بحوث ندوة البركة

31 للاقتصاد الإسلامي، جدة السعودية ، يومي 07-08 رمضان 1431 هـ 2010 م ، ص 24.

النوع 3- شركة الوجوه:تعتمد على ثقة الناس بالمشاركين، وليس لهما مال ولا حرفة، ولكن لهم حسن التصرف والخبرة في البيع والشراء.

النوع 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 ما عدا شركة العنان، والحنابلة أجازوها ما عدا شركة المفاوضة¹

ثانيا :شركة المساهمة في الاقتصاد الإسلامي والتقدير الشرعي لها

وهي التي يتكون رأس مالها من عدد من الأسهم المتساوية القيمة ولا يشترط فيها تساوي الشركاء فيما يملكون من أسهم وكل شريك مسؤول في حدود ما يملك من أسهم وأسهمها قابلة للتداول ويتخذ للشركة اسم يدل على غرضها ،وتختلف شركات الأموال في الفقه الإسلامي عن شركات الأموال في القانون الوضعي ،فشركات الأموال في الفقه الإسلامي هي شركات العنان والمفاوضة ،وهي تعتمد على أشخاص الشركاء لأنهم يشتركون بأموالهم وأبدانهم ،وعلى هذا فهي تفسخ بموت أحد الشركاء أو الردة أو الحجر عليه ...

أما شركات الأموال في القانون الوضعي فليس للعنصر الشخصي فيها اعتبار لاعتمادها على ما يقدمه الشركاء من حصص في رأس المال وهي تفسخ بانتهاء غرض الشركة أو هلاك رأس المال.... ،إن أهم ما يسترعي الانتباه في مفهوم الشركة في الإسلام روعة ما قرره الفقهاء المسلمون على اختلاف مذاهبهم ،قبل مئات السنين، من أنواع الشركات وأحكامها ،إن دل ذلك على شيء فإنما يدل على عمق فهمهم لواقع حياتهم ، وحياة الناس عامة في مجتمعهم ،وفهمهم للمشكلات الاقتصادية التي كانت تواجههم ،وذلك بسبب استنارتهم بكتاب الله ،وسنة رسوله ،وإدراكهم الواعي لروح الدين الإسلامي² .

فاشترآك بدنان بمال أحدهما أو بدنان بمال غيرهما ،أو بدون مال أو مالان وبدون صاحب أحدهما أو بدنان بماليهما تساوى المال أو اختلف فكل ذلك جائز ،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 أنها تجوز إن لم تحل محرما أو تحرم حلالا³ .

¹ شعبان محمد إسلام البروراري ،مرجع سابق ، ص 84.

² خلف بن سليمان بن صالح بن سليمان النمري ، مرجع سابق ، ص 25-26.

³ عطية فياض، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، طبعة 01، مصر، دار النشر للجامعات، 1998، ص 131-132.

وعلى ذلك فإن أغلبية الفقهاء المعاصرين أشاروا إلي شرعيتها وشبهوها بشركة العنان في الفقه الإسلامي¹ وذلك باعتبار أن مجلس الإدارة مساهما ويأخذ نصيبه من الربح، وبذلك تكون مالان وبدون صاحب أحدهما فذلك خلط بين شركة العنان والمضاربة وهو جائز².

ولقد جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورته السابعة بتاريخ 1992م، على أن الأصل في المعاملات الحل إذ أن تأسيس شركة مساهمة ذات أغراض وأنشطة مشروعة أمر جائز³

الفرع الثاني: الضوابط الشرعية لإصدار الأسهم ونظرة شرعية لتداول أنواع الأسهم الوضعية

نتطرق في هذا الفرع إلى الضوابط الشرعية لإصدار الأسهم وكذلك التطرق لمعايير الأسهم الجائزة من وجهة نظر إسلامية :

أولاً: الضوابط الشرعية لإصدار الأسهم

يحكم إصدار الأسهم مجموعة من الضوابط الشرعية أصدرتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية يمكن أن تلخص فيما يلي:

- يجوز إصدار الأسهم من شركات ذات أغراض مشروعة بأن يكون موضوع نشاطها حلالاً، 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 الخمور وغيرها، فإنه لا يجوز إنشائها، وحرام تبعاً لذلك إصدار الأسهم التي تتكون منها الشركة⁴
 - أن تكون الأسهم صادرة عن شركة معروفة لدى الناس بسلامة تعاملها ونزاهتها
 - أن لا يترتب على التعامل بها أي محذور شرعي كالربا والغرر والجهالة، وأكل أموال الناس بالباطل .
 - يجوز إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس مال الشركة إذا أصدرت بالقيمة العادلة للأسهم القديمة، إما حسب تقويم الخبراء لموجودات الشركة، وإما بالقيمة السوقية.⁵
 - 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 لحاملها⁶
- وإنه مادام مصدر الأسهم هذه حلال أي شركات المساهمة وذلك بأن لا تعمل في المحرمات وأن لا تخلط مالها بالمحرمات فإن إصدار الأسهم بصفتها العادية جائز شرعاً.

¹ شعبان محمد إسلام البروراري ، مرجع سابق ،ص 85.

² أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص 119.

³ قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي، المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي، قرار رقم 63(1/7) ص 117.

⁴ أحمد بن عبد العزيز الحداد، الأسهم والسندات تصور وأحكام، بحث مقدم للمؤتمر العالمي السنوي الخامس عشر، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي 15-17/ماي 2006، ص 33.

⁵ عبد الرحمان بن عبد العزيز النفيسة، مرجع سابق، ص 149.

⁶ نفس المرجع، ص 150.

ثانيا: معايير الأسهم الجائزة ونظرة إسلامية لأنواع الأسهم الوضعية

مما سبق كله يمكن أن نضع المعايير التي تجعل من هذه الأسهم جائزة شرعا:

- أن تكون للأسهم حقا من الربح وعليها نصيب من الخسارة تطبيق مبدأ الغنم بالغرم¹
- أن لا يحمل السهم جهالة أو غرر وذلك باسم مجهول أو قيمة مجهولة أو مصدر مجهول²
- أن لا يكون له ربح ثابت، فيذهب بذلك مبدأ الغنم بالغرم³، وأن تكون المساهمات مقيمة تقيما صحيحا .⁴
- أن لا يكون لها امتياز خاص دون غيرها من الأسهم لئلا يتنافى ذلك مع العدل والمساواة المطلوبة شرعا في المعاملات⁵.
- أن لا يحمل موضوع التعامل أي ضمانات بالتعويض في حالة خسارة الشركة وغيرها من الضمانات⁶.

ثالثا: التوصيف الشرعي لتداول الأسهم من حيث النوع

من خلال المعايير والضوابط التي تطرقنا لها سنحاول المسح الإسلامي والشرعي في أنواع الأسهم لإيجاد المخالفات الشرعية وتبينها، من أجل تجنبها من طرف المستثمر المسلم وذلك انطلاقا من أن مصدرها حلال ونشاطها حلال وبأموال حلال، لأن إعطاء أحكام حول شرعية تداول الأسهم من منظور الاقتصاد الإسلامي مرهون بنوع السهم من جهة وكذا نوع نشاط الشركة المساهمة من جهة أخرى .

01/ من حيث الحصة التي يقدمها الشريك: تنتوع الأسهم بالنظر إلى طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك إلى أربعة أنواع:

أ/ الأسهم النقدية: أي التي يدفع قيمتها نقدا، فلا اختلاف في جوازها⁷، حيث أجمعوا على جواز المشاركة بالأثمان المطلقة التي لا تتعين بالتعيين كالنقديين أي الذهب والفضة أو ما يقوم مقامهما من العملة النقدية المتداولة في زماننا لأن الناس تعارفوا على التعامل بها.

ب/ الأسهم العينية: جرت تسمية هذه الأسهم في الأوساط الفقهية بالعروض التجارية، وفي الحكم الشرعي للتعامل بهذه العروض أحكاما مختلفة، حيث تكون المساهمة هنا بحصة عينية وهي مختلف فيها حيث تم التفصيل في أمرها فهي جائزة وفقا للشروط التالية:⁸

¹ مبارك بن سليمان، مرجع سابق، ص 148.

² أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص 177.

³ محمد عثمان شبير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، طبعة 04، الأردن، دار النفائس، 2001، ص 213.

⁴ شعبان محمد إسلام البروراري، مرجع سابق، ص مرجع سابق، ص 95.

⁵ أحمد بن محمد الخليل، ص 161.

⁶ جمال لعمارة، رابيس حدة، مرجع سابق، ص 10.

⁷ أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص 167.

⁸ عطية فياض، مرجع سابق، ص 182.

- تحديد قيمة العرض وقت إبرام عقد الشركة لأنه يزيل الجهالة ويبين نسبة الربح.
- القدرة على تقييم العرض، قابل للتقييم والتحديد الجيد.

ج/ الأسهم المختلطة: وهو ما أسهم بخلط من نقد وعين وحكم جوازها هو حكم جواز النقد والعين، فتصبح جائزة بعد تقدير القيم العينية بالنقود تقيماً دقيقاً نافياً للجهالة¹

د/ حصص التأسيس: غير جائزة لانطوائها على الكثير من المفاصد بهذه الصورة نذكر منها:

- عدم المساواة بين أصحاب الأسهم وحملة الحصص لأنهم يأخذون من الربح دون تقديم مال ولا عمل².
- تفضي إلي النزاع بين المساهمين وأصحاب الحصص³.

02/ من حيث حقوق حملتها: يمكن حصر أنواع الأسهم بالنظر إلى حقوق حملتها إلى ثلاثة أنواع

أ/ أسهم عادية : حكم التعامل بهذه الأسهم فعلي الجواز لأن الحقوق التي تعطى للمساهمين واحدة والواجبات التي على عاتقهم أيضا واحدة ومتساوية، وهي من الأسهم الأكثر شيوعا ويترتب لحاملها كل الحقوق، ولا يأخذ امتياز من غيره ويقتضى ذلك استواء حاملي الأسهم العادية في الحقوق والواجبات، لذا فقد ذهب الفقهاء المعاصرون إلي جوازها⁴

ب/ 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، أما عن سبب طرح هذا النوع من الأسهم لدى كثير من الشركات فتكمن فيما يلي⁵:

- صدور كثير من الناس عن شراء الأسهم العادية
- تكريم حملة الأسهم القديمة في إنجاز الشركة، مما يتطلب الأمر استبدالها بأسهم جديدة لاستنفاد الميزات القديمة.

وهي التي امتاز أصحابها عن أصحاب الأسهم الأخرى وهي كما رأينا على أنواع سنحاول تبيين كل نوع منها ومدى مشروعيتها

- أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح: على حسب تعريفها فإنها تأخذ نسبة من الربح لا يأخذها أصحاب الأسهم الأخرى وبذلك هي لا تجوز لزمانها قدر من الربح⁶.

¹ بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دراسة في المقومات والأدوات - من وجهة نظر إسلامية- مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، جامعة بسكرة، 2008/2007، ص 110.

² أحمد بن محمد، ص 174.

³ نفس المرجع، ص 175.

⁴ أشرف محمد دواية، نحو سوق مالي إسلامي، طبعة 01، مصر، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، 2006، ص 37.

⁵ ياسين محمد أحمد، مرجع سابق، ص 117.

⁶ علي محي الدين القره داغي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد 07، ص 113.

- أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلي أسهم عادية :انه من أدنى صفات حامل السهم الممتاز أنه يحصل على قيمة أسهمه قبل باقي المساهمين عند تصفية الشركة ،وهذا في حد ذاته غير جائز لما جاء في قرار المجمع الفقهي في قرار المؤتمر السابع ،وهذا حتى قبل إعطائها امتياز التحويل إلي أسهم عادية وذلك أن المبني على فاسد فهو فاسد¹.
 - أسهم ممتازة ذات الصوت المتعدد:وهي الأسهم التي تعطي صاحبها أكثر من صوت في الجمعية العمومية وهذا فيه ما في الأسهم من تفاوت في الحقوق لا مبرر له شرعا².
 - الأسهم التي تعطي لأصحابها الحق في جميع الأرباح للسنوات الماضية ،سواء لعدم كفاية الأرباح ،أو لعدم توزيعها ،فهي لا تجوز لفقدانها مبدأ العدل والمساواة بين أصحاب هذه الأسهم وغيرهم ممن يحملون أسهما عادية ،وقد أجمع الفقهاء على وجوب المساواة بين الشركاء جميعا فلا يتميز أحدهم عن الآخر في ربح ولا في خسارة³
- وهو ما أدى ببعضهم إلى منع تلك الأسهم للأسباب التالية⁴:
- * عدم المساواة في الربح والخسارة .
 - * معارضة هذه الميزات أو الشروط لمقتضيات عقد الشركة.
 - * المخاطرة في الغنم و الغرم .
 - * الحصول على ربح معين من هذه الأسهم رحلت أم خسرت وهذا هو الربا بعينه، فالأصل أن يتحمل كل شريك من الخسارة بقدر أسهمه.
 - * تحكم أقلية وهم المساهمون المشاركون في الأسهم الممتازة في قرارات الشركة والحصول على أصوات أكثر بفعل قوة مساهمتهم وهذا يؤدي بالضرر على الآخرين .
- أما الرأي الثاني أجازها لسببين⁵:
- الضرورة وذلك في حالة انشطار الشركة أو قربها من الخسارة والانهيار ،فعندها يلزم 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 .
 - شروط الشركة الذي تطرحه ابتداء بإصدارها نوعين أو أكثر من الأسهم ،ووضع مزايا وقواعد لكل نوع عند الاكتتاب بمعنى أن تطرح الشركة عن هذه لا يكون سريا بل علنيا يحق لكل شخص التقدم له .

¹ أنور مصباح سوبره ،شركات استثمار الأموال من منظور إسلامي ،رسالة أعدت لنيل درجة الماجستير في الدراسات الإسلامية ، طبعة 01 ،لبنان

² مؤسسة الرسالة للنشر ،2004، رسالة منشورة ،ص 122.

³ أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص 181.

⁴ عطية فياض، مرجع سابق، ص 177.

⁵ نصبة مسعود، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال - تجربة ماليزيا أنموذجا- أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، جامعة بسكرة ،

2012/2013، غير منشورة ، ص 88.

⁵ نفس المرجع ،ص 88-89.

ج/ الأسهم المؤجلة: وهي التي يؤجل نصيبها من الربح إلي ما بعد توزيعه على بقية حاملي الأسهم، وهي غير جائزة لهضم حقوق أصحابها بفقد إحدى أساسيات المعاملات الإسلامية وهي العدل والمساواة¹.

03/ من حيث النظر إلي شكلها: تنقسم أنواع الأسهم بالنظر إلي شكلها إلي ثلاثة أقسام كما يلي:

أ/ أسهم اسمية: حكم التعامل بهذه الأسهم فعلي الجواز، لأن صاحب السهم تثبت ملكيته عليه فيضمن حقه، ومن ثم يؤدي إلي عدم خلط بعضها ببعض²، وهي الأسهم الحاملة لاسم صاحبها فلا حرج بجواها بل هي الأصل في الشركة شرعا³، وفيها إثبات لمالكها .

ب/ أسهم لحاملها: وهنا يكون السهم لمن يحمله، ولقد أتفق على منعها وعدم جوازها وذلك للأسباب التالية⁴:

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

- هذه الأسهم ربما تقع في أيدي فاقد الأهلية من عقل و بلوغ 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 إلي الشركة التي أصدرتها مع استرداد القيمة أو استبدالها بقيم اسمية أخرى فإذا لم تقم الشركة بذلك عدت فاسدة .

ج/ أسهم إذنيه أو لأمر: وهي التي يذكر فيها اسم مالكها، مع النص لكونها بإذنه أو بأمره وإصدار هذا النوع من الأسهم جائز من غير خلاف⁵، إذا فالحكم 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 معروفون⁶.

04/ من حيث النظر إلي استهلاكها من عدمه: يمكن حصر أنواع الأسهم بالنظر إلي استهلاكها من عدمه في نوعين:

أ/ أسهم رأس المال: حكم هذا النوع جائز شرعا عند العلماء المحدثين لأن الأصل بقاء الأسهم في الشركة لحين وقت انقضائها⁷، كذلك هي الأسهم التي لا تستهلك ولا ترد قيمتها ما دامت الشركة قائمة وهذه لا خلاف فيها وهي جائزة شرعا⁸.

¹ شعبان محمد إسلام البروراري، مرجع سابق، ص 92.

² ياسين محمد أحمد، مرجع سابق، ص 117.

³ مبارك بن سليمان، مرجع سابق، ص 175.

⁴ ياسين محمد أحمد، ص 117.

⁵ مبارك بن سليمان، مرجع سابق، ص 177.

⁶ ياسين محمد أحمد، مرجع سابق، ص 117.

⁷ نصبة مسعودة، مرجع سابق، ص 90.

⁸ عطية فياض، مرجع سابق، ص 185، شعبان محمد إسلام البروراري، مرجع سابق، ص 97.

ب/ أسهم التمتع :وهي الأسهم المتحصل عليها بعد استهلاك الأسهم العادية، و 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 فيجيزونها بشرط انطباق هذا القول على جميع الشركاء شريطة أن يبقى الشركاء عاديون إلي نهاية الشركة من غير تميز ،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 ¹ ، بما أن أسهم التمتع تستهلك وتعطي قيمتها من الأرباح فهي بعبارة أخرى عملية شراء هذه الأسهم من طرف المساهمين الآخرين وهذه هي حقيقة الاستهلاك ومن خلال المثال يتضح الحكم الشرعي وذلك كما يلي :

- إذا قدم لصاحب السهم المنطقي قيمة سهمه الحقيقية فلا يجوز له البقاء في الشركة وأسهم التمتع هنا باطلة ولا تبقى له علاقة بالشركة لا بربح ولا بخسارة² .
- إذا قدم لصاحب السهم المنطقي قيمة السهم الاسمية فهنا نميز بين حالتين³ :
- إذا كانت القيمة الاسمية أقل من القيمة الحقيقية في هذه الحالة يجوز أن تعطي له أسهم التمتع وقيمتها قيمة الفرق بين القيمة الاسمية المأخوذة والقيمة الحقيقية الواجب أخذها، وبالتالي على قدر ما أسهم به يكون نصيبه من الربح أو الخسارة
- إذا كانت القيمة الاسمية أكبر من القيمة الحقيقية في هذه الحالة لا يجوز أن يعطي له أسهم تمتع ولا أن يبقى له حق في الشركة.

05/ من حيث النظر لتوزيع الأرباح: ويمكن أن نميز في هذا النوع بين ثلاثة أشكال

- أ/ أسهم الدخل: وهي أسهم عادية لشركات كبرى دائمة التوزيع للأرباح دون أن تضمن ذلك فلا حرج منها على ما جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي المقدم تحت رقم 63 (7/1)⁴ .
- ب/ أسهم عادية مضمونة : وهي الأسهم التي يضمن مصدرها بأن يدفع لحاملها في حالة انخفاض قيمة أسهم هذه الشركة إلي حد معين ولفترة معينة ، حيث أن أساس التعامل الشرعي بالأسهم هو أنه لا ينبغي ضمان ربح معين لحامل الأسهم حتى وإن كان بقيمة دينار أو نسبة صغيرة أو ضمان رأس المال وهو ما جاء به القرار رقم 63 (7/1) في قرار مجمع الفقه الإسلامي⁵ .

¹ نصبة مسعودة، ص 90.

² شعبان محمد إسلام البرواري ، مرجع سابق، ص 98.

³ عبد العزيز الخياط ، الشركات في ضوء الإسلام الجزء 01، عمان، المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية، مؤسسة آل البيت ، 1989، ص 200.

⁴ بن الضيف محمد عدنان ، مرجع سابق ، ص 112.

⁵ بن الضيف محمد عدنان ، مرجع سابق ، ص 113.

ج/ أسهم النمو: وهي التي لا توزع أرباحا بل تضيفهم إلي نشاطها، فيزداد ويكبر حجم أصولها، فتزيد بذلك القيمة السوقية لأسهمها، ذلك إذا كانت تزيد الأرباح إلي رأس المال وبالتالي زيادة نصيب حامل كل سهم من الأرباح ومن التصفية، وذلك بإصدار أسهم جديدة توزع عليهم وذلك جائز بعد الاتفاق¹.

06/ من حيث النظر إلي المنح أو عدمه: وهنا يمكن أن نميز بين شكلين اثنين

أ/ أسهم منح مجانية²: وهي الأسهم المضافة للمساهمين مجانا نتيجة تحويل الأرباح إلي رأس المال، فيزيد عدد الأسهم ويجوز هذا النوع شرعا إذا تم المنح بالتساوي حسب الأسهم، وفي الحقيقة تعتبر هذه الأسهم من أموالهم فلهم الحق في إضافتها إلي رأس المال ولكن بشرط الاتفاق المسبق والمعلن والتقسيم المتساوي.

ب/ أسهم غير مجانية: وهي الأسهم المدفوعة قيمتها وهذه لا خلاف فيها كما ذكرنا ذلك سابقا.

07/ بالنظر إلي تأثيرها بالدورات الاقتصادية :

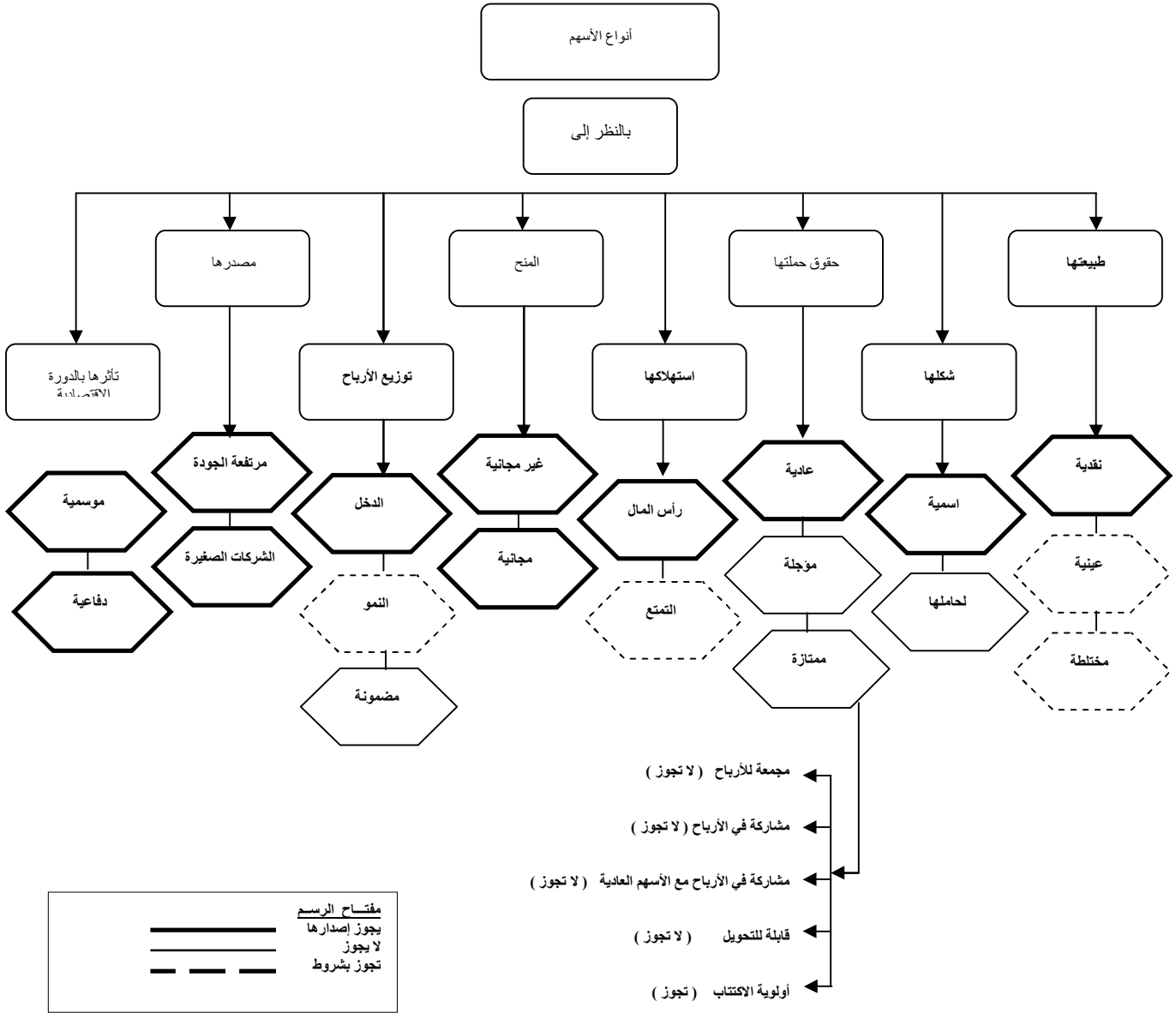
لا خلاف يذكر بالنسبة للأسهم الموسمية أو الأسهم الدفاعية أو الأسهم مرتفعة الجودة أو أسهم الشركات الصغيرة، فهي أسهم تحمل وصفا لحالة الشركة من كبر وصغر وقوة تأثيرها بالمحيط الاقتصادي³ من خلال ما سبق يمكن توضيح أنواع الأسهم من وجهة نظر إسلامية من خلال الشكل التالي:

¹ شعبان محمد إسلام البروراري، مرجع سابق، ص 112.

² نفس المرجع، ص 96.

³ بن الصيف محمد عدنان، ص 112.

شكل رقم : 03 أنواع الأسهم من وجهة نظر إسلامية



المصدر : بن الضيف محمد عدنان ، مرجع سبق ذكره ص 115.

المطلب الثالث: حكم إصدار وتداول الأسهم وبيعها

السهم يراد به معنيان كما سبق، الأول ذلك الجزء من رأس المال الذي يدفعه المساهم عند رغبته في الاشتراك في الشركة، ثم يراد به بعد ذلك نصيبه في أموال الشركة وممتلكاتها، أم الثاني الصك الذي يمثل هذا النصيب، ويدل على ملكية المساهم لجزء من رأس مال الشركة وسائر أموالها، والسهم بالمعنى الأول قد يكون سهما عاديا وقد يكون سهما ممتازا، وقد يكون سهم تمتع، وبالمعنى الثاني قد يكون اسميا أو لأمر، أو لحامله ولكل من هذه الأنواع حكم لكن لا تتسع هذه المذكرة لبيانها، وكنا قد أشرنا باختصار للحكم فيها فيما سبق، لذا نقتصر في هذا المطلب على بيان حكم إصدار الأسهم العادية والممتازة وكذلك بيعها وتداولها .

الفرع الأول: حكم إصدار الأسهم العادية¹

يختلف حكم إصدار الأسهم باختلاف نوع النشاط الذي تمارسه الشركة، وذلك أن شركات المساهمة تتنوع بالنظر إلي طبيعة نشاطها - من حيث حله وحرمة - إلي ثلاثة أنواع:

النوع الأول: شركات مساهمة تمارس نشاطا مباحا خالصا

وهذا النوع من الشركات لا خلاف بين العلماء القائلين بجواز شركات المساهمة من حيث الأصل في جواز إصدار أسهمها، ودليله عموم الأدلة الدالة على جواز الشركة بأنواعها المعروفة في الفقه الإسلامي باعتبار أن شركات المساهمة نوع من أنواع الشركات، سواء خرجت على أحد هذه الأنواع أو قيل أنها نوع جديد غير ملحق بأي منها، ومن هذه الأدلة قوله تعالى قَالَ لَقَدْ ظَلَمَكَ بِسُؤَالِ نِعَجَتِكَ إِلَىٰ نِعَاجِهِ وَإِنَّ كَثِيرًا مِّنَ الْخُلَطَاءِ لَيَبْغِي بَعْضُهُمْ عَلَىٰ بَعْضٍ إِلَّا الَّذِينَ ءَامَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ وَقَلِيلٌ مَّا هُمْ وَظَنَّ دَاوُدُ أَنَّمَا فَتَنَّاهُ فَاسْتَغْفَرَ رَبَّهُ وَخَرَّ رَاكِعًا وَأَنَابَ ﴿٢٤﴾ ص الآية 24 .

النوع الثاني: شركات مساهمة تمارس نشاطا محرما خالصا أو غالبا، مثل البنوك الربوية، وشركات الخمر والتبغ ولحوم الخنزير، وشركات القمار...، وهذا النوع من الشركات لا خلاف بين أحد من أهل العلم في عدم جواز إصدار أسهمها، كما جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي رقم 64 (لا خلاف في حرمة الإسهام في شركات غرضها الأساسي محرم، كالتعامل بالربا أو إنتاج المحرمات أو المتاجرة بها).

¹ مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي (مذكرة تدريسية)، طبعة 01، جدة، جامعة الملك عبد العزيز، مركز النشر العلمي، 2010، ص 14.

² سورة ص، الآية رقم 24.

النوع الثالث: شركات مساهمة أصل نشاطها وغالبه حلال، كالشركات الصناعية، والتجارية، وشركات الخدمات، وغيرها ولكنها تتعامل بمعاملات محرمة، مثل الاقتراض أو الإقراض بالربا، وفي هذا النوع من الشركات وقع الخلاف بين العلماء المعاصرين في حكم أسهمها على قولين:

القول الأول: عدم جواز المساهمة فيها، وإليه ذهب مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، واللجنة الدائمة للبحوث العلمية والإفتاء بالمملكة العربية السعودية، وهيئة الفتوى والرقابة الشرعية لبيت التمويل الكويتي، والهيئة الشرعية لبنك دبي الإسلامي، وهيئة الرقابة الشرعية للبنك الإسلامي السوداني، وهو قول عدد من العلماء المعاصرين منهم الشيخ عبد العزيز بن باز رحمه الله.

القول الثاني: جواز المساهمة في هذا النوع من الشركات، مع وجوب التخلص من الربح المحرم، وممن ذهب إلي هذا القول الهيئة الشرعية لشركة الراجحي والهيئة الشرعية للبنك الإسلامي الأردني، وغالب المشاركين في ندوة البركة السادسة، وهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، وهو قول عدد من العلماء المعاصرين منهم الشيخ محمد بن عثيمين رحمه الله في القول المشهور عنه، والدكتور يوسف القرضاوي، والدكتور علي محيي الدين القره داغي، وقد جعل بعض أصحاب هذا القول ضوابط للجواز تتعلق بنسبة المال المقترض بالربا، ونسبة المال المستثمر في الحرام، ونسبة الإيراد المحرم وضوابط أخرى.

الفرع الثاني: حكم إصدار الأسهم الممتازة¹

الأسهم الممتازة هي الأسهم التي تعطي حاملها الأولوية في الحصول على قيمة أسهمهم من أصول الشركة عند تصفيتها قبل حملة الأسهم العادية، أو الأولوية في الحصول على الأرباح قبلهم، وذلك بأن يأخذ حملة هذا النوع من الأسهم نسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية لتلك الأسهم، ثم يوزع الباقي من الأرباح -إن بقي شيء- بينهم وبين حملة الأسهم العادية .

وفي هذا النوع من الأسهم ليس لحملتها -في الأصل - حق التصويت في اجتماعات الجمعية العامة للمساهمين، ولكن قد تصدر بعض الشركات نوعاً آخر من الأسهم، وهي الأسهم ذات الصوت المتعدد التي تعطي حاملها أكثر من صوت في الجمعية العامة .

ولذا كان لا بد من بيان حكم هذين النوعين من أسهم الامتياز وذلك فيما يأتي:

أ- حكم الأسهم الممتازة ذات الأولوية في الأرباح وذات الأولوية في أموال الشركة عند تصفيتها: ذهب كل من اطلعت على قوله من الباحثين إلي تحريم إصدار هذا النوع من الأسهم، وبه صدر قرار مجمع الفقه التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي في دورة مؤتمره السابعة، حيث جاء فيه (لا يجوز إصدار أسهم ممتازة لها خصائص مالية، تؤدي إلي ضمان رأس المال، أو ضمان قدر من الربح، أو تقديمها عند التصفية، أو عند توزيع الأرباح، ويجوز إعطاء بعض الأسهم خصائص تتعلق بالأمور الإجرائية أو الإدارية).

¹ مبارك بن سليمان الفوز، ص 16.

وقد استدل على عدم جواز هذا النوع من الأسهم بما يأتي :

• إن أصحاب الأسهم الممتازة ليس لهم مال أو عمل زائد، يستحقون به هذه الزيادة في الربح وهو إنما يستحق بالمال أو بالعمل، كما هو مقرر في القواعد الشرعية التي تحكم الشركات.

• أن النسبة الثابتة التي يأخذها أصحاب الأسهم الممتازة من الأرباح في حقيقتها ربا، لأنها زيادة بلا مقابل ، والربا حرام، ولأنه يحتمل أن لا تريح الشركة غير هذه النسبة ، فيكون في ذلك ضرر على المساهمين الآخرين وظلم لهم ،وبخس لحقوقهم ،وذلك غير جائز شرعا ، لقوله تعالى وَإِلَىٰ مَدْيَنَ أَخَاهُمْ شُعَيْبًا ۗ قَالَ يَبْنَؤُمْ أَعْبُدُوا اللَّهَ مَا لَكُم مِّنْ إِلَهِ غَيْرُهُ ۗ قَدْ جَاءَتْكُم بَيِّنَةٌ مِّن رَّبِّكُمْ ۖ فَأَوْفُوا الْكَيْلَ وَالْمِيزَانَ وَلَا تَبْخَسُوا النَّاسَ أَشْيَاءَهُمْ وَلَا تُفْسِدُوا فِي الْأَرْضِ بَعْدَ إِصْلَاحِهَا ذَٰلِكُمْ خَيْرٌ لَّكُمْ إِن كُنتُمْ مُّؤْمِنِينَ ﴿٨٥﴾¹ الأعراف الآية 85.

وقوله تعالى فَأَخْتَلَفَ الْأَحْزَابُ مِنْ بَيْنِهِمْ ۗ فَوَيْلٌ لِلَّذِينَ ظَلَمُوا مِنْ عَذَابٍ يَوْمِ أَلِيمٍ ﴿٦٥﴾² الزخرف الآية 65 .

• أن الشركة تقوم على المخاطرة ، فإما ربح وإما خسارة ،والخسارة تكون من رأس المال ،فإذا ضمن لأصحاب هذه الأسهم حق استرجاع قيمتها ،كان ذلك منافيا لمعنى الشركة ، كما أنهم في حال خسارة الشركة سيحصلون على قيمة أسهم من أسهم الآخرين ،وذلك مناف للعدل ، وظلم للشركاء الآخرين ،وهو غير جائز شرعا.

ب- حكم الأسهم الممتازة ذات الصوت المتعدد: اختلف في حكم إصدار هذا النوع من الأسهم على قولين

¹ سورة الأعراف، الآية 85.
² سورة الزخرف ، الآية 65.

القول الأول: الجواز

وإليه ذهب الدكتور على محي الدين القره داغي ،ولكنه اشترط لذلك أن يكون هذا الامتياز منصوصا عليه في قانون الاكتتاب ، وبعيدا عن الاستغلال ، ولعل هذا النوع من الأسهم هو المراد بما جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي السابق، حيث نص على جواز إعطاء بعض الأسهم خصائص تتعلق بالأمور الإجرائية أو الإدارية.

وحجة أصحاب هذا القول أن هذا الامتياز لا يعود إلي الجوانب المالية، وإنما يعود إلي الجوانب الإدارية والإشراف على العمل، الذي يتحكم فيه الاتفاق، وليس فيه أي مخالفة لنصوص الشرع، ولا لمقتضى عقد الشركة.

القول الثاني: عدم الجواز

وإليه ذهب جملة من الباحثين ،منهم الدكتور عبد العزيز الخياط والدكتور عطية فياض ...وحجة أصحاب هذا القول أن الواجب تساوي الشركاء في الحقوق ، ومن هذه الحقوق التساوي في الأصوات بحسب الأسهم ،كما أن منح صاحب هذا السهم أكثر من صوت مع أنه يتساوى مع غيره في قيمة السهم يؤدي إلي وقوع الضرر ،حيث تتحكم أقلية في قرارات الشركة.

الفرع الثالث: بيع وتداول الأسهم

إن القيام بعملية التداول هي في الأصل بيع أحد المساهمين لما أسهم به أي يبيع حصته في الشركة ،وينظره أخرى هي انتقال السهم من البائع إلي المشتري ،وان البيع لا يقع على الورقة في حد ذاتها بل يقع على ما تمثله من حقوق ملكية ، أما بالنسبة للذين يقولون أن بيع الأسهم هو عبارة عن بيع للأوراق المالية فيكون الرد عليهم بالإجابة على السؤال التالي : إذا بيعت الورقة المالية - سهم - فهل تبقى للمساهم حصة في الشركة ؟ فإذا كانت إجابتهم ب (لا) فهذا يعني أنه قد تم بيع الحصة لا الورقة في حد ذاتها ¹ . أما الذين أجازوا بيع الأسهم وتداولها فكانت استدلالاتهم على ذلك كالتالي²:

- إن الأصل في العقود الإباحة إلا ما دل الشرع على تحريمه، وبيع السهم داخل في هذا الأصل لعدم وجود نص يحرم ذلك.
- يعتبر السهم ملكا للمساهم ،وله حق التصرف فيه بيعا أو هبة أو رهنا ما لم يلحق ضررا بباقي الشركاء ،لا سيما إن هذا الحق مشروط في نظام الشركات ،ولا يصادم نص من الكتاب ولا السنة .

¹ بن الضيف محمد عدنان ،مرجع سابق ،ص 116.

² شعبان محمد إسلام البروراي ، مرجع سابق ،ص 170 ، عطية فياض ،مرجع سابق ، ص 195.

- إن السهم صك يدل على قيمة حصة المساهم لشريكه ،وفي هذا الصدد نص الفقهاء على صحة بيع الشريك لحصته أي أن شراء أحد الشريكين لحصة شريكه يعتبر أمراً جائزاً لأنه يشتري ملك غيره.

- انتقاء الجهالة والغرر المفسدين للمعاملة في الأسهم المتداولة ،وذلك لمعلومية موقف الشركة ومركزها المالي فهناك دورية تنتشر عن الشركة ،تجعل المشتري على علم كاف بقيمة السهم ومعرفة سعر السهم هي معرفة آنية في تطورنا الحالي ،مما ينفي عنها الجهالة والغرر، كما أن بيع المساهم لحصته لا يفسخ الشركة وذلك لأن الشركاء في شركة المساهمة حسب نظام الشركة متفقون وراضون على إدخال شركاء جدد مع عدم اشتراط معرفتهم بذلك والرضا أساسي في الشريعة الإسلامية لقوله تعالى يَتَّيِّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا

لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ

وَلَا تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا ﴿٢٩﴾¹ النساء الآية 29 .

مع أن هناك إشكالا يطرحه عدم المجيزين لبيع وتداول الأسهم تتمثل في أن أصول الشركة مكونة من عين ونقد وهذا الأخير مكون من دين وحاضر وبما أن السهم جزء من هذه الأصول فقد وجب في بيع النقد أن يتبع شروط بيع الصرف وأيضاً لبيع الدين شروطاً ،وقد أجاب عدد من الباحثين المعاصرين في الاقتصاد الإسلامي عن هذه الإشكالات كما يلي:²

01/ إن كون السهم يمثل جزء من الأصول وجزء من النقود وبالتالي يلزم مراعاة قواعد الصرف فإن الإجابة عن ذلك تكون بأن وجود النقود في السهم يأتي تبعا غير مقصود ،لأن الأصل والأساس في الحصة هي الموجودات العينية ،أن لهذه المسألة أصل في السنة الشريفة حيث أجاز بيع العبد إذا كان له مال دون النظر إلي قواعد الصرف ،وذلك لأن الأصل هو بيع العبد، والنقود التي معه هي تابعة .

02/ أما عن كون السهم قد يمثل ديناً للشركة فإن بيعه يكون من باب بيع الدين لأن الدين في هذه الحالة ليس أصلاً ولكنه ضمناً وتبعاً وقد تقدم انه وجوب النظر إلي الأصل وليس إلي التتابع.

¹ سورة النساء، الآية رقم 29.
² عطية فياض، مرجع سابق، ص 197-198.

أما بالنسبة لبيع أسهم الشركات قبل بدء نشاطها تكون شركة المساهمة هنا إما ذات أصول سابقة قبل الاكتتاب كشركة التضامن المحدودة ذات الأصول القائمة من مباني ومعدات وأراضي ونحو ذلك، فنتحول إلي مساهمة عامة فنقوم أصولها وموجوداتها، وتدخل بها مساهمة بنسبة من رأس المال المقرر لتتحول إلي شركة مساهمة عامة، أو تكون جديدة تحت التأسيس لا تملك شيئاً إلا ما تجمعته من أموال المساهمين لتحقيق رأس المال المعلن، فإذا كانت ذات أصول سابقة فإن المكتتبين الجدد الذين خصصت لهم أسهم معينة قد أصبحوا شركاء في أصول الشركة وموجوداتها كل بقدر نسبة ما يملك، فأصبح سهمه يمثل موجودات الشركة بالإضافة إلي السيولة النقدية وعليه فإنه لا مانع من بيع الأسهم التي امتلكها بقليل أو كثير، لأنها لم تعد نقوداً صرفاً .

فإن لم تكن كذلك بأن كانت تحت التأسيس فإنها في هذه الحالة لا تزال نقوداً مجتمعة في بنك ما فيتعين أن يجري على مبادلة أسهمها إن تمت قواعد يدا بيد ومثل بمثل (أي قواعد الصرف)¹ .

¹ أحمد بن عبد العزيز الحداد، الأسهم والسندات - تصور وأحكام، بحث مقدم للمؤتمر السنوي العلمي الخامس عشر، سوق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، 2006، 15-17 ماي 2006، ص 42.

المبحث الثالث: الأدوات الاستثمارية الحديثة بين المفهوم التقليدي والحكم الإسلامي

إن ظهور الهندسة المالية وأدواتها أعطي وسوف يعطي مجالات ابتكار متعددة ومتطورة في المستقبل المنظور والبعيد وأن الغرض الأساس لها هو التحوط ونقل المخاطرة، إلا أن استعمالها قد توسع بصورة كبيرة خلال السنوات الماضية ليشمل أغراض الاستثمار والمضاربة وتسهم بشكل فعال في تنويع أكثر للمحافظ الاستثمارية وتزيد من عوائدها، فضلاً عن دورها في ابتكار طرائق جديدة لقياس وتحسين إدارة مخاطرها، لذلك سنحاول التطرق لها في هذا المبحث ومعرفة حقيقتها الإسلامية.

المطلب الأول: المستحدثات من أدوات الاستثمار في السوق المالي التقليدي

أدى التغيير المستمر في البيئة الاقتصادية والمالية والاستثمارية إلى ضرورة البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة، فالتغيير في الأسعار والتضخم وأسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار العملات تطلب البحث عن منتجات مالية جديدة أقل تكلفة وأدنى مخاطر وأعلى عائد¹، لم تكن معروفة من قبل عهد السندات والأسهم، والمقصود بها تلك الأدوات المسماة بالمشتقات المالية.

الفرع الأول: تعريف المشتقات المالية

-/ المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، فالمشقة عقد مالي يكسب أو يخسر قيم مع حركة سعر السلعة أو الرصيد المالي²، ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول، وهي كعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد يصبح أمراً غير ضروري³.

-/ المشتقات المالية هي أدوات مالية ترتبط بأداة معينة أو مؤشر أو سلعة والتي من خلالها يمكن بيع وشراء المخاطر المالية في الأسواق المالية، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد، وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار، وتستخدم المشتقات المالية لأغراض عدة⁴.

-/ المشتقات المالية عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع.. الخ) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة وذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية.

-/ إن المشتقات ليست أصولاً مالية وليست أصولاً عينية وإنما هي عقود كسائر أنواع العقود المتعارف عليها ويتربط عليها حقاً لطرف والتزاماً على الطرف الآخر

¹ هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، طبعة 01، عمان الأردن، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، 2008، ص 57.

² محمد صالح القرشي، المالية الدولية، الطبعة 01، عمان الأردن، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، 2007، ص 269.

³ سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، الطبعة 01، مصر، دار النشر للجامعات، 2005، ص 59.

⁴ نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، إضاءات، المشتقات المالية، العدد الثاني، الكويت، معهد الدراسات المصرفية، ديسمبر 2009-يناير 2010، ص 2.

-/ تعريف صندوق النقد الدولي "المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمارا لأصل المال في هذه الأصول ،وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد ،فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري"¹

المشتق المالي: أداة مالية تشتق قيمتها من سعر أو معدل عقد أو مؤشر مالي ،وهذا السعر أو المعدل الأساس يمكن أن يكون سعر ورقة مالية محددة أو سعر صرف أجنبي أو سعر سلعة أو معدل فائدة أو مؤشر أسعار، فالمشتقات هي الأدوات المالية المشتقة وهي عبارة عن عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية وتتنوع هذه العقود وفق طبيعتها ومخاطرها وأجلها .

ولقد جاء في هذه التعاريف مجموعة من النقاط أهمها :

- المشتقات المالية عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية تنشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة تعرف بالمشتقات المالية
- تأخذ الأدوات المشتقة قيمتها من قيمة الأدوات الاستثمارية الأساسية التي هي محل التعاقد (أدوات مالية ، عملات أجنبية ، سلع)
- انه في عقود المشتقات لا يتم تبادل الأصول مثل الأدوات التقليدية ولكن يتبادل فيها المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد.

الفرع الثاني: أنواع المشتقات المالية

سنحاول في هذا الفرع تناول أهم الأدوات المالية المشتقة المتعامل بها

أولا :عقود الخيارات

هي نوع من العقود المالية غير الملزمة لحاملها² وهي عبارة عن اتفاقيات تعاقدية يمنح بموجبها البائع (مصدر الخيار) الحق وليس الالتزام للمشتري (المكاتب بالخيار) لبيع أو شراء عملة أو بضاعة أو أداة مالية بسعر محدد سلفا في تاريخ مستقبلي محدد أوفي أي وقت خلال الفترة الزمنية المنتهية في ذلك التاريخ³، وهي عقود قانونية لحاملها الحق في شراء أو بيع أصل معين ،بسعر معين يسمى الممارسة أو التنفيذ وينفذ في تاريخ معين أو خلال مدة معينة وذلك مقابل حصول الطرف المحرر من الطرف المحرر له على علاوة معينة تحددها الشروط⁴، وهذه العلاوة مقابل ذلك الخيار أو مقابل إلزامية العقد .

كما يمكن تعريفه أيضا على أنه اتفاق للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد، ولكن فقط إذا رغب مشتري العقد في حدوث هذا التعامل⁵، وتتوفر هذه الرغبة في حالة ما إذا كانت التغيرات السعرية للأصل محل العقد عند التاريخ المحدد في صالح المشتري ،ويحصل المشتري على العقد لقاء علاوة

¹ نفس المرجع ،ص 2.

² رمضان زياد،مرجع سابق ،ص 91.

³ نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية ، إضاءات ،مرجع سابق ،ص 03.

⁴ مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبية، الطبعة 01، القاهرة، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، 1997، ص 164.

⁵ طارق عبد العال حمادة ، المشتقات المالية مصر،الدار الجامعية ،2003، ص 53.

(مكافأة) يدفعها للبائع (محرر العقد) عند إبرام العقد، وتعتبر عقود الخيار عن القدرة أو الحق في الاختيار بين بديلين هما إما ممارسة هذا الحق أو الامتناع عن تنفيذه .
ويعرف عقد الخيار أيضا بأنه اتفاق بين طرفين البائع والمشتري يخول لحامله شراء أو بيع أصل معين بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد¹، يسمى السعر بسعر التنفيذ أو الممارسة ويسمى التاريخ المستقبلي بتاريخ نهاية صلاحية العقد.

ويعود تاريخ عقود الخيار حسب المؤرخين إلي دولة الإغريق القديمة (550 سنة قبل الميلاد) والى الفيلسوف الرياضي الفلكي طاليس فقد تنبأ طاليس بأن بلاده سوف تشهد ندرة في ثمار الزيتون، فقام بشراء عقود تعطيه الحق في شراء الزيتون في تاريخ معين بسعر محدد مسبقا²، ومنذ ذلك التاريخ إلي غاية تاريخ 1973م الذي يعتبر نقطة استخدام الخيارات بصورة رسمية لم يكن لعقود الخيار أسواقا منظمة ولا قوانين محكمة ففي تاريخ 26 أبريل 1973م قامت بورصة شيكاغو للتجارة بتأسيس بورصة للتعامل في الخيارات على الأسهم فقط وهي عقود الشراء فقط³، فيما لم يبدأ التعامل بعقود خيار البيع إلا في جوان 1988م⁴، ثم انتشرت هذه الأسواق فكانت أول سوق فتحت في أوروبا في مدينة أمستردام سنة 1978م⁵.

أركان عقد الخيار

يقوم عقد الخيار في سوق الأوراق المالية على أركان هي:⁶

مشتري الحق: هو الشخص الذي يقوم بشراء حق الخيار مقابل علاوة

محرر الحق (البائع): وهو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق لصالح مشتري الحق، نظير علاوة أو مكافأة يحصل عليها منه.

الموجودات الأصلية: لا بد لعقود الخيار أن تكون لها علاقة بالموجودات المحددة ومثال على ذلك (أسهم معينة، مؤشرات، عملة أجنبية، سلع....) وتسمى هذه الموجودات بالموجودات الأصلية.

سعر التنفيذ: وهو السعر المتفق عليه وعلى أساسه ينفذ الخيار، ومن الواضح أن مشتري حق الخيار سينفذه فقط إذا كان تنفيذه سيحقق له ربحا، ويطلق على حق الخيار في هذه الحالة حق الخيار المربح وإذا كان تنفيذ حق الخيار سيؤدي إلي خسارة يسمى حق خيار غير مربح، وعند تساوي السعر السوقي يوم التنفيذ بسعر التنفيذ يطلق عليه حق الخيار المتعادل أو المتكافئ .

تاريخ التنفيذ: يسمى أحيانا بمدة الاستحقاق أو تاريخ الانتهاء أو تاريخ الإعلان، وهو آخر يوم لتنفيذ حق الخيار فهناك أسلوبان أساسيان في تنفيذ حق الخيار :

¹ موسى مطر شقيري ، نوري موسى ، ياسر المومني ، المالية الدولية ، عمان ، دار الصفاء للنشر والتوزيع ، ص 111.

² سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 145.

³ خالد وهيب الراوي ، الاستثمار مفاهيم ، تحليل ، استراتيجية – الطبعة 01، عمان ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، 1999، ص 308.

⁴ سمير عبد الحميد رضوان ، ص 147.

⁵ سماري ابتسام ، مرجع سابق ، ص 91.

⁶ بن الضيف محمد عدنان ، مرجع سابق ، ص 144

- الخيار الأمريكي: يمكن للمشتري تنفيذها في أي وقت بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ الانتهاء
- الخيار الأوربي: يمكن للمشتري تنفيذها في آخر يوم للاستحقاق فقط.

العلاوة: وهي المبلغ المتفق عليه في مقابل الحق الذي يدفعه حامل الحق إلي محرره نظير منح للمشتري حق الخيار، وتسمى ثمن الخيار أو مكافأة الخيار.

أنواع عقود الخيار: هناك عدة تصنيفات لعقود الخيار منها ما يقوم على موعد التنفيذ ومنها ما يقوم على صاحب الحق وطبيعة الحق وهذه الأخيرة التي سيقوم عليها تقسيمنا:

أ/ خيار الشراء: هي أداة مالية مشتقة تعطي الحق لحاملها شراء أصل معين بسعر معين وخلال فترة معينة أو تاريخ معين¹ وله مطلق الحرية في ممارسة هذا الحق أو عدم ممارسته في مقابل دفع العلاوة.

ب/ خيار البيع: وهي أداة مالية مشتقة تعطي لحاملها الحق في بيع أصل معين بسعر معين قبل أو بحلول تاريخ محدد².

ج/ العقود المركبة: وهي العقود المركبة من اختياريين أو أكثر من نوعي الاختيار السابقين (اختيار البيع واختيار الشراء)³، وبمقتضى ذلك يصبح لحاملها الحق في أن يكون مشترياً أو أن يكون بائعاً حسب ما تقتضيه مصلحته، وهي على أنواع⁴.

1. خيار مزدوج: وهو عقد يجمع بين خيار البيع وخيار الشراء، بمقتضاه يصبح لحامله الحق في أن يكون شارياً للأوراق المالية محل التعاقد أو بائعاً لها، وذلك رهناً لمصلحة الشاري يسمى كذلك بالتوليفة⁵، ويستعمل إذا كان صاحبه غير موقن لحالة تلك الورقة ويتوجس خفية من تقلبات الأسعار في غير صالحه وهو يستعمل إذا أحس أن التقلبات ستكون كبيرة، وتكون العلاوة فيه أكبر من غيرها في العقود السابقة.

2. خيار مزدوج لا يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع المسمى سترادل: وذلك بأن يجمع الشخص بين نوعي الاختيار السابقين، وذلك بأن يشتري خيار شراء صادر على أسهم شركة معينة بسعر وتاريخ تنفيذ معين، كما يشتري خيار بيع صادر على أسهم ذات الشركة بسعر وتاريخ التنفيذ نفسه، بحيث ينفذ خيار الشراء في حال ارتفاع الأسعار وينفذ خيار البيع في حال انخفاضها، وهو بذلك يشبه الاختيار المزدوج في صورته، إلا أنه يختلف عنه لأحقية المشتري هنا تنفيذ كلا العقدين إذا أتيح له ذلك، وذلك بأن ينفذ عقد خيار الشراء إذا ارتفعت الأسعار، ثم إذا انخفضت الأسعار بعد ذلك في مدة سريان الخيار نفذ عقد خيار البيع، وبذلك يستفيد من حركة السوق في كلا الاتجاهين.

3. خيار مزدوج يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع المسمى سبريد Spread:

¹ سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، مصر، مكتبة أم القرى، 2001، ص 399

² نفس المرجع، ص 403.

³ مبارك بن سليمان، مرجع سابق، ص 1030.

⁴ عبد الله بن محمد بن عبد الله العمراني، العقود المالية المركبة، طبعة [السعودية، كنوز اشبيليا، 2006، ص 330 وما بعدها.

⁵ سمير عبد الحق رضوان، مرجع سابق، ص 168.

وهو يشبه بألية الخيار السابق، إلا أن نقطة الخلاف بينهما تكمن في اختلاف سعر البيع عن سعر الشراء حيث يكون سعر الشراء غالبا أعلى من سعر البيع.

4. عقد الخيار المسمى ستراب Strap:

وهو العقد الذي يجمع فيه الشخص بين ثلاثة عقود خيار على أسهم شركة معينة، منها خياران شراء وخيار بيع وهو يكلف ثلاثة أضعاف ثمن عقد الخيار الواحد، ويلجأ إليه إذا توقع ارتفاع الأسعار فإذا ارتفعت الأسعار نفذ خيار الشراء أما إذا خابت توقعاته فإنه ينفذ خيار البيع .

5. عقد الخيار المسمى ستريب Strip:

وهو شبيه بعقد الخيار المسمى ستراب Strap إلا أنه في هذه الحالة يكون خياران للبيع وواحد للشراء وتكون توقعاته انخفاض الأسعار .

ثانيا :العقود الآجلة والمستقبلية سنحاول إبراز كل من العقدين على حدى ثم إظهار الفروقات بينهما
تعريف العقود الآجلة:

هي عقود تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معا لترتيب مبادلة على أصل معين في وقت مستقبلي وبسعر محدد مسبقا أيضا¹، إذا فهي عبارة عن اتفاقية بين مشتريا وبائع لمبادلة أصل ينفذ في تاريخ لاحق ويحدد الطرفان السعر والكمية عند التعاقد، حيث إنه يحدد في العقد مواصفات الأصل وسعر التسوية وتاريخ التسوية، ويتم التفاوض بشأن هذه العناصر التي تكون محل اتفاق بين المتعاقدين²، ما أدى إلي افتقارها للنمطية ولشروط محددة، حيث يخضع كل عقد في شروطه إلي الاتفاق والمفاوضات بين الطرفين³.

تعريف العقود المستقبلية:

يطلق مصطلح العقود المستقبلية على العقود الآجلة التي يجرى التعامل عليها من خلال أحد الأسواق المنظمة (البورصة)⁴، إذا فيكون تعريفها على أنها اتفاقية بين مشتري وبائع على استلام أو تسليم أصل معين في وقت لاحق وبسعر محدد سلفا والعقود المستقبلية تكون موحدة من حيث تواريخ الاستحقاق بحيث يتم تداولها بوحدة نقدية موحدة أو مضاعفاتها⁵، لذلك تعرف هذه العقود بالنمطية والعنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر والأصل والكمية يتم الاتفاق عليهما عند توقيع العقد بينما دفع الثمن وتسليم الأصل المتفق عليه يكون في المستقبل ومن هنا جاء تعبير "مستقبلي" لوصف العقد⁶

¹ هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، طبعة 01، الأردن، دار صفا للنشر والتوزيع، 2003، ص 1030.

² سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 208.

³ صالح محمد الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 364.

⁴ سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 210.

⁵ جمال جويدان الجميل، الأسواق المالية والنقدية، طبعة 02، عمان، دار الصفا للنشر والتوزيع، ص 185.

⁶ رمضان زياد، مرجع سابق، ص 97.

وهي قائمة على التزام كل من الطرفين بإيداع مبلغ معين يمثل نسبة مئوية معينة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه¹، ومن هنا تستخرج صفة الرسمية، وبذلك يمكن إعادة صياغة التعريف كالتالي " العقود المستقبلية هي عقود رسمية نمطية مستقبلية تتداول في البورصة يكون اتفاقها أي على أن يكون تسليمها مستقبلي .

نشأة العقود الآجلة والمستقبلية:

تعد العقود الآجلة هي أول صورة من صور العقود المستقبلية حيث ظهرت تلك العقود لتسهيل حصول الإمبراطورية الرومانية على احتياجاتها من الحبوب من مصر ثم تطورت تلك الأسواق لتشمل العديد من السلع الزراعية والمعادن²، ويعد سوق شيكاغو للتجارة أول الأسواق لهذه العقود فقد أنشأت هذه السوق من قبل تجار الحبوب المحليين سنة 1842م من أجل التخفيف من مخاطر التغيرات في الأسعار³، وفي عام 1972م قامت السوق النقدية العالمية وهو فرع من بورصة شيكاغو بطرح أول عقد مستقبلي على العملة وهذا من أجل مساعدة المستثمرين على تخفيف مخاطر أسعار الصرف⁴، ولقد تطورت العقود المستقبلية في أعقاب انهيار نظام "بروتن وودز" سنة 1973 حيث بدأت دول العالم في تعويم أسعار عملاتها، وفي عام 1977م بدأت بورصة شيكاغو للتجارة في تنظيم أكثر العقود نجاحا وهي العقود المستقبلية على سندات الخزنة⁵.

نقاط الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية :

سنحاول في هذا الجدول إظهار نقاط الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية من خلال عدة معايير

¹ حسين بن هاني ، مرجع سابق ، ص 179 .

² محمد صالح الحناوي، مرجع سابق ، ص 363

³ سماري ابتسام ، مرجع سابق ، ص 79 .

⁴ نورليامت سعيد جعفر، سوق المشتقات الماليزية تقدير اقتصادي وشرعي ، رسالة ضمن متطلبات الحصول على درجة الماجستير ، جامعة اليرموك ، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية ، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية ، 2006/2007 غير منشورة ، ص 10 .

⁵ سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 224 .

جدول رقم (02) المقارنة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

| المعيار | العقود الآجلة | العقود المستقبلية |
|-----------------------|---|---|
| طبيعة العقد | وهي عقود شخصية يتم تفصيلها وفقا لرغبات وتفضيلات المتعاقدين وهي قائمة على التفاوض | هي عقود نمطية حيث يحدد وقت التسديد وكميات وأنواع الأصول والمبالغ المتفق عليها بدقة تامة ووفقا لمعايير محددة من قبل إدارة السوق وتكون معلنة. |
| مكان التداول | تنظم العقود الآجلة في أسواق مالية غير منظمة غير نظامية تعرف بأسواق ما وراء الكاونتر. | ترتب عقود المستقبلية في أسواق منظمة ومفتوحة ولا يجوز إبرام الصفقات إلا عن طريق بيوت السمسة. |
| سعر التسليم | بقاء سعر الأصل محل العقد ثابت خلال فترة العقد إلي غاية تاريخ استحقاقه. | سعر التسليم في عقود المستقبلية يعدل أو يتابع احتسابه يوميا . |
| طرفي التعامل | تقام العقود بين طرفين البائع والمشتري بأسلوب مباشر -تلفون، وكل وسائل الاتصال الحديثة | تتم العقود بين مؤسسة التقاص وبين البائع وبين مؤسسة التقاص وبين المشتري . |
| الهامش | يحدد الهامش مرة واحدة يوم توقيع العقد. | يتم الاحتفاظ بهوامش متحركة لتعكس تحركات الأسعار. |
| تاريخ التسوية | لا يمكن تسويتها إلا في تاريخ التسليم أو الاستحقاق. | يمكن تسويتها في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق. |
| تسليم الأصل محل العقد | يتم إنهاء العقد عادة بتسليم الأصل محل التعاقد. | لا يسلم الأصل عادة وإنما تتم التسوية بصورة نقدية. |
| المخاطر | لتفادي مخاطر عدم الوفاء بالتزامات العقد يجب التأكد قبل إبرام العقد من الملاءة التي يتمتع بها الطرفان وكذا قدرتهما على الوفاء بالتزامات. | لا مخاطر للفشل أو عدم الوفاء وذلك بفضل وجود غرفة المقاصة وكذا نظام الهامش والتسوية اليومية. |
| السيولة | أقل سيولة حيث لا يمكن لأي طرف الخروج من العقد إلا بإيجاد طرف آخر يحل محله ويتم قبوله من الطرف الأخر. | تتمتع بسيولة كبيرة على عكس العقود الآجلة فإذا رغب أي طرف في تصفية مركزه يقوم بالدخول في مركز معاكس لمركزه الأصلي وذلك نتيجة نمطية العقود. |

المصدر: - نورليامت سعيد جعفر، مرجع سابق، ص12-13.

- هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 156-157.

- مدحت صادق، مرجع سابق، ص 187-189.

ثالثاً: عقود المبادلات عمليات SWAP

تعريف عقود المبادلات

هي عقود مشتقة تمارس في أسواق غير منظمة¹ يتم من خلالها الاتفاق بين طرفين عن طريق وسيط على تبادل التزامات وحقوق² خلال فترة مستقبلية وهذا على فترات دورية، لذلك عرفت بأنها سلسلة من العقود اللاحقة التنفيذ³.

تاريخ نشأة عقود المبادلات:

تعود أول ممارسة له لتاريخ 1970م في أصل عمليات الإقراض والاقتراض الموازي بالنسبة للعمليات الأجنبية، وكانت هذه العملية تهدف أساساً لتجنب الرقابة على عمليات الصرف الخاصة بتمويل فروع هذه الشركات في الخارج، الأمر الذي أدى بالشركات الانجليزية والأمريكية إلى تبني هذه الآلية أي عملية الإقراض الموازي، وهو عقد بين شركتين أم تنشط الأولى في الولايات المتحدة الأمريكية والثانية في إنجلترا من أجل الإقراض لفروعها في الخارج، وهذا بغرض تقادي تحويل العملة بين البلدين حيث تقوم الشركة الأم الأمريكية بإقراض فروع الشركة الانجليزية في الولايات المتحدة الأمريكية بالدولار وتقوم الشركة الأم الانجليزية بالإقراض إلى فروع الشركة الأمريكية في إنجلترا بالجنيه الإسترليني⁴. وقد نشأ أول عقد مبادلة للعملة سنة 1981م بين شركة IBM والبنك العالمي⁵، وقد شهدت الثمانينات مولد مبادلات أسعار الفائدة في إنجلترا، ومنها انتقلت في غضون فترة قصيرة إلى مؤسسات الولايات المتحدة الأمريكية⁶.

أنواع عقود المبادلات :

تسري عقود المبادلات على عدة أدوات يمكن إظهارها في النقاط التالية :

أ/ مبادلة العملة:

في هذه العملية يوافق الطرفان على تبادل عملتين على سعر صرف سائد مقابل سعر صرف أجل أي في وقت لاحق يحدد مسبقاً⁷، وتنشأ من هذه العملية التزامات تتمثل في دفع فائدة القرض للعملة المقابلة⁸، وفي الأخير يسترجع كل من الطرفين مبلغ القرض ومنه فإن هذه العملية تقوم على ثلاثة مراحل :

¹ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 167

² محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة 03، الأردن، دار وائل للنشر، 2004، ص 316.

³ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 167.

⁴ سماري ابتسام، مرجع سابق، ص 106

⁵ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية المفاهيم إدارة المخاطر المحاسبة، مصر، الدار الجامعية، 2003، ص 213

⁶ سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 247

⁷ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 171.

⁸ سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 243

- تبادل مبدئي لرأس المال عند بداية عقد المبادلة
- دفع الفوائد على كل قرض
- تبادل نهائي لرأس المال عند تاريخ استحقاق عقد المبادلة .

ب/مبادلة أسعار الفائدة :

تقوم فكرة أسعار الفائدة على تبادل سعر فائدة ثابت بسعر معوم¹، على أساس مبلغ أصل وهمي غير حقيقي، أما السعر المعوم فيحدد بمتوسط الأسعار فيما بين بنوك -لندن- والمعروف باسم ليبور LIBOR، ويمكن أن يكون على سعرين فائدة متغيرين حيث كل سعر قائم على معيار معين.

ج/مبادلة السلع

ويقصد بعقود المبادلة على السلع العملية التي يقوم من خلالها طرفا العقد بالاتفاق على شراء وبيع في تاريخ محدد خلال فترة محددة لكمية معينة من السلع بسعر محدد وبيع أو شراء كمية مساوية لنفس المادة بسعر متغير يتحدد دوريا على مستوى السوق، ولا تتم عملية المبادلة هذه على أساس حقيقي ولكن عن طريق تبادل لتدفقات نقدية بين الطرفين²

المطلب الثاني: المستحدثات من أدوات الاستثمار (المشتقات المالية) من منظور إسلامي

إن حقيقة المشتقات المالية هي عقود تتم بين طرفين أو أكثر، ومن أجل ذلك سنحاول قبل معرفة رأي والتقدير الشرعي لهذه المشتقات، سنتناول العقود من منظور إسلامي، لنعرف هل هذه العقود تتوفر فيها شروط العقود الصحيحة في الإسلام وهل تتدرج تحت العقود المباحة؟

الفرع الأول: العقود في الإسلام

أولاً: تعريف العقود

أ/ لغة: هي الربط والعهد، قال صاحب لسان العرب المعاهدة برفع الميم وفتح العين: المعاهدة وعاقده عاهده وتعاهد القوم تعاهدوا.³

ب/ اصطلاحاً: العقد -بفتح فسكون- هو ربط أجزاء التصرف بالإيجاب والقبول شرعاً⁴.

ثانياً: أركان العقد أركان العقد ثلاثة⁵

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 138

² سماري ابتسام، مرجع سابق، ص 113

³ ابن منظور، لسان العرب، مرجع سابق، المجلد الرابع، الجزء الرابع والثلاثون، باب العين، عقد، ص 3031

⁴ أحمد الشرباصي، المعجم الاقتصادي الإسلامي، دار الجيل، 1981، حرف العين، ص 298

⁵ نورليامت سعيد جعفر، مرجع سابق، ص 100

1. العاقدان : هما طرفا العقد تصدر عنهما الصيغة المنشئة ، ويشترط أن يكونا أهلا للتصرف بأن يكونا بالغين عاقلين راشدين ، أما الصبي المميز (سبعة سنوات) فتجوز عقودة إذا كانت نافعة له نفعاً محضاً كقبول الهبة ولا تحتاج إلى إذن ولي ، ولا تجوز إذا كانت ضارة ضراً محضاً كإعطاء الهبة ولو أجازها وليه وأما العقود الدائرة بين النفع والضرر كالبيع فتجوز بإذن وليه .
2. الصيغة: وهي الإيجاب الصادر من المملك والقبول الصادر من الممتلك.
3. العقود عليه: وهو محل العقد وهو إما أن يكون مالا وإما منفعة وإما عملاً.

ثالثاً: مفسدات و مبطلات العقد¹

العقود الباطلة: الباطل من العقود وهو ما ليس مشروعاً بأصله ولا بوصفه ، ومعنى كونه غير مشروع بأصله أنه قد شيئاً مما يتحقق به، ومعنى كونه غير مشروع بوصفه أنه بعد انعقاده فقد شيئاً مما لا يصير صحيحاً إلا به ، كعقد المجنون والصبي غير المميز أو العقد على الميتة والدم ولحم الخنزير ونحوه.

العقود الفاسدة: وهو ما كان مشروعاً بأصله دون وصفه ، بعبارة أخرى هو ما لم يحصل خلل في ركنه ولا في محله ولكن حصل خلل في أوصافه ، ومثل الخلل الذي يحصل في أوصاف العقد جهالة المبيع أو الثمن أو مدة خيار الشرط فاحشة تؤدي إلى النزاع ، أو عدم القدرة على التسليم أو خلو العقد من المنفعة أو كانت منفعة غير مقصودة شرعاً أو اقتترانه بشرط فاسد.

الفرع الثاني: التقدير الشرعي لعقود الخيارات

للعلماء في عقود الخيارات رأيان : الأول التحريم أم الثاني الجواز

أولاً: المانعون للتعامل بعقود الخيارات المالية المعاصرة

ذهب معظم العلماء المعاصرين إلى القول بتحريم هذه العقود، وقد قرر مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة في مدينة جدة عام 1992 إلى عدم جواز عقود الخيارات ، حيث جاء في القرار رقم (7/6/65) بعد الاطلاع على البحوث الواردة إلى المجمع بخصوص موضوع الخيارات ، وبعد الاستماع إلى المناقشات التي دارت حوله، تقرر أن المقصود بعقود الاختيارات الالتزام ببيع شيء محدد موصوف أو شرائه بسعر محدد خلال فترة زمنية معينة أو في وقت معين إما مباشرة أو من خلال هيئة ضامنة لحقوق الطرفين ، وحكمه الشرعي أن عقود الاختيارات . كما تجري اليوم في الأسواق المالية . هي

¹ عبد الله المصلح ، صلاح الصاوي، مالا يسهل التاجر جهله ، طبعة 1 ، سوريا ، مؤسسة ناشرون الرسالة ، 2005 ، ص 29

عقود مستحدثة لا تتطوي تحت أي عقد من العقود الشرعية المسماة ،وبما أن المعقود عليه ليس مالا ولا منفعة ولا حقا ماليا عنه فإنه غير جائز شرعا ،وبما أن هذه العقود لا تجوز ابتداء فلا يجوز تداولها.¹ ومن أبرز الأدلة التي يستشهدون بها على عدم الجواز ما يلي²:

1. اعتبار الشروط المرافقة لعقود الخيارات من الشروط الفاسدة :

فالشروط الفاسدة تضم كل شرط لا يقتضيه العقد ،أو يكون فيه منفعة لأحد العاقدين لا يوجبها العقد وفيه شروط ليست من مقتضى العقد ،وتنافي مقتضى العقد إذ أن المال المدفوع الذي يحصل عليه أحد طرفي العقد مقابل بيعه حق الخيار ،ودفع الطرف الآخر لهذا المال مقابل تحويله الحق في فسخ العقد خلال الفترة المحددة ،وهو ما يبين أن هذا الشرط ينافي مقتضى العقد ومقصوده للأسباب التالية :³

أ/ - إن هذا الشرط لا يفهم من صيغة العقد إذا لم يرد ذكره بالعقد

ب/- إن الثمن المدفوع مقابل حق الخيار إنما جرى دفعه من جانب مشتري هذا الحق على محض المراهنة على ارتفاع الأسعار أو انخفاضها في السوق أثناء فترة العقد، وهو ما ينافي مقصود العقد الذي يعتبر بدوره مقصود الشارع.

2. انطواء عقود الخيارات (البيوع الآجلة الشريطية) على بيع الإنسان ما ليس عنده:

إن عقود الخيارات تتطوي على بيع الإنسان ما ليس عنده كون المعقود عليه غير موجود لدى البائع عند إنشاء العقد، فالذي يشتري حق خيار شراء الأسهم لن يكون بحاجة إلي امتلاك الأسهم وكل ما يحتاجه هو أن له رصيد معين في حسابه لدى السمسار، ذلك أن مشتري الخيار أصلا لا يهدف إلي تسليم السلعة محل الخيار ، وإنما الهدف كله هو تحقيق أقصى ربح ممكن من جراء الفروق بين الأسعار ،وهذا يعني أن البائع لا يمتلك الأوراق المالية التي يبيعها ،وقد اشترط العلماء لصحة عقد البيع أن يكون محل العقد موجودا وقت العقد أو قابلا للوجود في المستقبل وعليه فإذا لم يكن موجودا فالعقد باطل .

3. صورية أغلب البيوع الخيارية الشريطية :

أغلب البيوع الشريطية صورية ولا يجري تنفيذها ولا يترتب عليها بالتالي تمليك ولا تملك ، فلا المشتري يمتلك المبيع ، ولا البائع يمتلك الثمن⁴ ، ولما كانت عقود البيع إنما وضعت شرعا لإفادة التمليك تمليكا حقيقيا وهو أن يحصل ملك الثمن للبائع ويحصل ملك المبيع للمشتري ،وعقود الخيار غير مؤدية لهذا الغرض وغير محققة لهذا المقتضى وما خالف مقتضى العقد فهو باطل ،وقد بين العلماء علة عدم صحة العقود الصورية وهي :

¹ نصبة مسعودة ، مرجع سابق ، ص 161

² محمود فهد أحمد العموري ، عقود الخيارات من منظور الاقتصاد الإسلامي ،رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه فلسفة في الاقتصاد والمصارف الإسلامية ،قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية ،كلية الشريعة والدراسات الإسلامية ،جامعة اليرموك ،2008، ص 80

³ سمير عبد الحميد رضوان ،مرجع سابق ،ص 541

⁴ زكريا سلامة عيسى الشطناوي ، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور إسلامي ،الأردن ،دار النفائس للنشر والتوزيع ، 2007، ص

- أ. عدم ثبوت نية البيع والشراء
- ب. هي من أنواع الحيلة الممنوعة شرعا
- ت. فيها مخالفة لقصد الشارع من التكليف

4. انطواء عقود الخيارات على الغرر:

الغرر هو ما خفيت عاقبته، ووجه الغرر في عقود الخيارات هو عدم معرفة حصول العقد من عدمه وإن حدث فلا يدري متى؟ فهذه العقود تترافق مع غرر كبير يتمثل في الجهالة والترقب وانتظار تقلبات الأسواق وما تأتي به من ارتفاع أو انخفاض في أسعار السلع أو الأوراق المالية، وما ينجم عن كل ذلك من خسائر للبعض ومكاسب للآخرين

5. انطواء عقود الخيارات على القمار المحرم:

القمار هو ما يكون فاعله مترددا بين أن يغنم وبين أن يغرر، بحيث يكون كل واحد من المتعاقدين إما غانما أو غارما وهذا متحقق في غالب عقود الخيارات إن لم يكن كلها ويظهر هذا عند تنفيذها، إضافة إلى أن القمار يقوم على مخالفة توقعات كل واحد من المقامرين لتوقعات الآخر، وعقود الخيارات لا يمكن أن تقوم إلا إذا كانت توقعات كل واحد من الطرفين مخالفة لتوقعات الطرف الآخر.

6. عقود الخيارات تندرج تحت بيع الكلي بالكلي:¹

بيع الكلي بالكلي هو بيع الدين بالدين، وصورته أن يشتري بضاعة مؤجلة التسليم بثمن مؤجل التسليم سواء اتحد الأجلان أو اختلفا وهو بيع ممنوع شرعا، والواضح أن أغلب عمليات عقود الخيارات تتم بصورة بيع الدين بالدين دون تسليم مادة الخيار. محل العقد - الثمن. حيث نجدها تنشأ دينا على أحد الطرفين أو كليهما دون القبض من كلا الطرفين وهذه حقيقة عقد الكلي بالكلي.

ثانيا: المجيزون للتعامل بعقود الخيارات المالية المعاصرة

ذهب الدكتور أحمد يوسف سليمان في بحثه "رأي التشريع في البورصة" في الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية إلى جواز عقود الخيارات الشرعية، حيث يقول: بأن الشرط الذي اتفق العاقدان عليه في البورصة شرط صحيح، وأن المال الذي يأخذه البائع من المشتري هو حق له فلا يرد إلي دافعه، وكذلك أجازها الدكتور محمد علي القري²، وقد استدلوا بعدد من الحجج والأدلة منها: قوله تعالى يَتَأَيُّهَا الَّذِينَ

ءَامَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ أُحِلَّتْ لَكُمْ بَيْعَةُ الْأَنْعَامِ إِلَّا مَا يُتْلَىٰ عَلَيْكُمْ غَيْرِ مُحِلِّي الصَّيْدِ وَأَنْتُمْ حُرْمٌ

إِنَّ اللَّهَ تَحْكُمُ مَا يُرِيدُ ﴿١٠١﴾³ المائدة الآية 01.

¹ محمود فهدي مهيدات، عقود الخيارات المالية المعاصرة بين المجيزين والمعتين، دائرة الإفتاء العام الأردنية، ص 04

² نصبة مسعودة، مرجع سابق، ص 164

³ سورة المائدة، الآية 01.

- تحقيق مصلحة أكبر من المفسدة.
- ضرورة وجود سوق مالية إسلامية .

ثالثاً: الترجيح بين الآراء

من خلال تأمل أدلة الفريقين ، يظهر بوضوح ضعف الأدلة التي استدل بها المجيزون لعقود الخيارات ، وذلك لأنها أدلة عامة لا تفيد وجه الاستدلال الذي ذهبوا إليه ، ولا شك أن عقود الخيارات كما يجري التعامل بها في أسواق رأس المال تنطوي على الكثير من المخالفات الشرعية ، وهذا يتطلب البحث في محاولة إزالة هذه المخالفات الشرعية بتطوير هذه العقود لكي تتفق مع الشريعة الإسلامية¹

الفرع الثالث: التقدير الشرعي للعقود الآجلة المستقبلية

إن العقد المؤجل في الشريعة الإسلامية هو عقد السلم لذلك سنحاول توضيح الفروق بين عقد السلم والعقود المؤجلة في النقاط التالية:²

- إن رأس المال في العقود الآجلة والمستقبليات ، لا يدفع معجلاً بل يقتصر على دفع نسبة منه فكأن البديلين مؤجلين أما في عقد السلم فوجوب دفع الثمن في المجلس ما عدا ما ذكر عن المالكية أنه يمكن تأخيره ثلاثة أيام .
 - إن هدف البائع والمشتري ليس امتلاك السلعة وإنما غرضهما تحقيق الأرباح وهذا في العقود الآجلة والمستقبلية.
 - يتم تسليم السلعة في عقد السلم، أما العقود المستقبلية فإن أغلبها تنتهي بالتسوية
- ومن هذا نصل إلي أن العقود الآجلة والمستقبلية ليستا من قبيل عقود السلم ، وللوقوف على موقف الفقه الإسلامي من البيوع الآجلة سنحاول التطرق إلي النقاط التالية :

1- مدى اتصال العقود بأحكامها وأثارها:

إن عقود البيع وضعت شرعاً لإفادة التمليك والتملك في الحال فهذا أثرها والحكمة منها ، فإذا كانت الصيغة غير مؤدية لذلك كانت غير محققة لهذا المقتضى ، وبالنظر إلي العقود التي يتم إنشاؤها في أسواق البيوع الآجلة يتبين من أول وهلة أن هذه العقود لا تترتب عليها أثارها فور إنشائها ، رغم أن عقد البيع من العقود التي تفيد التمليك في الحال حيث لا يتم عند إنشاء هذه العقود تسليم الثمن و المثلن ، وإنما يتأجل آثار العقد وأحكامه إلي يوم التصفية ، لذلك كانت صيغة العقد غير مؤدية لإحداث آثاره وأحكامه التي رتبها الشارع وكانت غير محققة لهذا المقتضى³.

¹ زكريا سلامة عيسى الشطناوي ، مرجع سابق ، ص 157

² كمال حطاب ، نحو سوق مالية إسلامية ، مداخلة مقدمة للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي ، الذي تنظمه كلية الشريعة جامعة أم القرى ، مكة

المكرمة ، مارس 2003 ، ص 26

³ سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 493

2- لا يملك البائع في الغالب الأدوات (الأسهم) التي أبرم عليها العقد فيكون بائعا لما هو مملوك لغيره.

3- تباع السلعة المتعاقد عليها وهي في ذمة البائع الأول قبل أن يحوزها المشتري الأول عدة بيعات وليس الغرض من ذلك إلا قبض أو دفع فروق الأسعار بين البائع والمشتري وهي من قبيل بيع الإنسان ما لم يقبض.

4- لما كانت البيوع التي تجري في هذه الأسواق يتأجل فيها تسليم المبيع كما يتأجل فيها تسليم الثمن كانت من قبيل النسبية بالنسيئة ودخلت بالتالي في معنى بيع الكليء بالكليء المنهي عنه شرعا بإجماع الفقهاء¹.

5- تنتهي غالبا العقود المستقبلية على الأسهم بالتسوية النقدية بين المتعاقدين وهذا قمار ظاهر إذا كان مشروطا في العقد².

أما بالنسبة للهوامش فإنها عبارة عن رهن بالدين وهي في أصلها جائزة والتصرف فيها بإنفاقها إذا خسر جائز ولكن بالنظر إلي العقد الذي نشأ عنه الدين المرهون فإنها غير جائزة لأن أصل الدين باطل³

الفرع الرابع: التقدير الشرعي لعقود المبادلات

يعنى هذا الفرع بتوضيح التقدير الشرعي لعقود المبادلات بأنواعها

أولا: التوصيف الشرعي لعقد مبادلة أسعار الفائدة

عقود مبادلة أسعار الفائدة هي عقود لمبادلة أسعار الفائدة على مبلغ محدد بفائدة متغيرة على ذات المبلغ، والحقيقة أن المبادلة ليست بين فوائد القروض كما قد يظهر ، وإنما هي بين مقدار معلوم من النقود يقدر بمعدل الفائدة على مبلغ محدد بمقدار آخر غير معلوم وقت التعاقد ، وإنما يتم تحديده بالنظر إلي أسعار الفائدة السائدة في السوق المحددة لإجراء المقابلة ، وهو حقيقته الشرعية بيع نقود بنقود ، مع التفاضل والتأجيل ، فدخل في ذلك الربا بنوعيه : ربا الفضل و ربا النسيئة ، وهذا ظاهر في تحريم هذا النوع من عقود المبادلات للأدلة الشرعية الثابتة الدالة على تحريم الربا بنوعيه إذا كانت النقود من جنس واحد (أي من عملة واحدة) ، وتكون ربا النسيئة فقط إذا كانت النقود من جنسين مختلفين (أي من عملتين مختلفتين) ، وهو ظاهر في تحريم هذا النوع من عقود المبادلات ، وأن الواجب في بيع النقود بالنقود (الصرف) التماثل والحلول والتقابض في المجلس إذا كانت النقود من جنس واحد ، والحلول والتقابض فقط إذا كانت من جنسين⁴

¹ نفس المرجع ، ص 519

² مبارك بن سليمان ، مرجع سابق ، ص 961

³ نفس المرجع ، ص 991

⁴ صالح كامل ، محاضرات في الاقتصاد الإسلامي والأسواق المالية ، دمشق ، المنار للنشر والتوزيع ، 2003 ، ص 547

وأمر آخر يقضي بتحريم هذا النوع من العقود ، وهو اشتماله على القمار ، وذلك لدخول الطرفين في العقد على أن يدفع أحدهما للآخر الفرق بين المبلغين في الأجل المحدد ، بحسب ما تكون عليه أسعار الفائدة في ذلك الأجل ، فكان كل واحد من المتعاقدين إما غانما أو غارما ، وهذه حقيقة القمار¹

ثانيا: التوصيف الشرعي لعقد مبادلة العملات

بالنظر في عقد مبادلة العملات يتبين أنه يشتمل على عقدين :

العقد الأول: بيع عملة بعملة أخرى بيعا حالا ، وهذا لا إشكال فيه بحد ذاته ، إذا حصل التقابض في مجلس العقد ، لأنه صرف توفرت فيه شروطه من الحلول والتقابض ، أما إذا كان غير ذلك فإنه يخرج من نطاق الجواز لما فيه من هدم لإحدى هذين الشرطين ، هذا من جهة العقود ومن جهة أخرى المبادلة تمت بتبادل

مشروط للقروض حيث أن الشركة الأولى تقرض الثانية على شرط أن تقرض الثانية الأولى².

العقد الثاني: بيع العملة المشتراة في العقد الأول بالعملة الأخرى بيعا آجلا ، وهذا عقد محرم لأنه صرف مستأجر تأجل فيه قبض العوضين فدخله ربا النسيئة ، وبيع الدين بالدين مجمع على تحريمه .

رابعا: التوصيف الشرعي لعقد مبادلة السلع

هذا النوع من أنواع المبادلات غير جائز شرعا لقيامه على المخالفات الشرعية التالية :

عقد مبادلة السلع يظهر فيه قصد التحايل على الربا، وأن المراد فيه أخذ النقود بنقود أكثر منها بدليل أن السلعة ليست مقصودة بالعقد، ولهذا لا يجري لها القبض أصلا.

وما فيه من قمار لانعدام تبادل المبيع ولكن بدفع الفارق بين السلعتين ، وما فيه من غرر لعدم تبيان سعر البيع أو سعر الشراء الذي يترك يوميا لسعر السوق ، وبذلك يتبين أن عقد مبادلة السلع بالصورة المذكورة ، غير جائز شرعا والله أعلم.³

¹ نصبة مسعودة ، مرجع سابق ، ص 170

² نفس المرجع ، ص 170

³ نصبة مسعودة، مرجع سابق، ص 171

المطلب الثالث: الدور التحوطي للمشتقات المالية بعد تطويرها بما يتفق والشريعة الإسلامية
بعد التطرق إلي بيان التوصيف الشرعي لكل نوع من أنواع المشتقات المالية ،سيتم تبين دورها التحوطي بما يتفق والشريعة الإسلامية .

الفرع الأول: الدور التحوطي للعقود المستقبلية بعد تطويرها بما يتفق مع الشريعة الإسلامية

أولاً: تعريف التحوط

يعرف التحوط بأنه الإجراءات التي تتخذ لحماية المال من النقلب غير المتوقع وغير المرغوب للعائد وهو يعرف أحياناً بالخطر المالي Financial risk¹ ،كما عرفه اتحاد المصارف العربية بأنه: " فن إدارة مخاطر الأسعار من خلال أخذ مراكز عكسية عند التعامل في أدوات المشتقات"²
وقد عرفه صندوق النقد الدولي بأنه: " وسيلة تقليل مخاطر مالية بطلب مركز في إحدى الأدوات يعوض به جزئياً أو كلياً - مخاطرة تقترن بمركز آخر"³

ثانياً: بناء الدور التحوطي للعقود المستقبلية الإسلامية بعد تطويرها بما يتفق مع الشريعة الإسلامية

ويمكن بناء الدور التحوطي للعقود المستقبلية الإسلامية كما يلي⁴:

- 1.إن عقد السلم هو عقد تحوطي مستقبلي بما فيه من تحديد مواصفات دقيقة للأصل المراد ،والتاريخ والكمية وغيرها من الأمور فيه من التحوطات الحقيقية التي تمكن كل طرف من أطراف العقد من الحصول على حقوقه المشروعة دون نقصان ، ويمكن أن يلعب دوراً في تجنب أطراف المعاملة أعمال أسواق رأس المال العالمية التي تكتنفها المضاربات على فروقات الأسعار والتغيرات والنقلبات المستمرة في الأسعار ، عدا الطرق غير المشروعة التي يتم إتباعها في سبيل تحقيق الأرباح ، حيث يحقق بيع السلم التحوط المطلوب بتثبيت ثمن الشراء المستقبلي⁵
- 2.الدور التحوطي لعقد الاستصناع يظهر الدور التحوطي لعقد الاستصناع من خلال حق المستصنع ليكون له خيار بالتراجع ، إذا لم يكن مطابقاً للمواصفات المحددة بالعقد، وبالتالي فإن هذا العقد هو عقد على شيء حقيقي (سلعة أو أصل) وليس كل شيء وهمي ، كما هو الحال في الأسواق العالمية ،
- 3.إن تحديد المواصفات والمدة والسعر في عقد الاستصناع تجعل جميع أطراف العملية في حالة أمان وطمأنينة جراء السعر الذي اتفقوا عليه ، وهذا بطبعه يخفف من تقلبات الأسعار المستمرة التي تظهر

¹ عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي ، نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية ،مجلة الدراسات الاقتصادية ،جدة ،جامعة الملك عبد العزيز ،العدد 11 ، 1999 ،ص 57

² سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 56

³ أحمد محي الدين أحمد، الأدوات الاستثمارية الإسلامية ودورها في تنشيط التداول بالبورصات العربية ،لبنان ،اتحاد المصارف العربية ،ص 145

⁴ عبد محمود السميرات ، التحوط في التمويل الإسلامي - دراسة مقارنة - رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية ،كلية الشريعة والدراسات الإسلامية ،جامعة اليرموك ،2009، ص 76

⁵ عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي ،مرجع سابق ، ص 68

كثيرا عندما تكون الغاية من وراء العملية ليست الاستثمار الحقيقي ، وإنما المضاربة على فروقات الأسعار لأجل تحقيق مكاسب خلال فترة زمنية وجيزة .

4.الصيغ الاستثمارية الإسلامية المستقبلية (كالسلم و الاستصناع...وغيرها) تعد حلا للكثير من المشاكل التي تتعلق بتقلبات أسعار السلع المستقبلية، وعملية الضبط الدقيق لموصفات السلع وما ينتج عنها من المخاطر.

الفرع الثاني: الدور التحوطي للخيارات بعد تطويرها بما يتفق والشريعة الإسلامية

إن غاية التحوط إن كانت مقصودة شرعا، إلا أن استخدام وسيلة عقود الاختيار لأجل تحقيقها مناف للشريعة ،لما فيه من القمار والرهان ، حيث لا يستطيع المستثمر استغلال عقود الاختيار لأجل إدارة مخاطره إلا بوجود طرف مضارب ليس همه إلا المخاطرة وتقنص فرص حدوث فروق سعرية، يستفيد منها في تحقيق عائد ربحي ،لذلك تلعب البدائل التحوطية الإسلامية دورا حيويا في النشاط الاقتصادي ،وتجلب النفع للفرد والمجتمع ولا تعمل على أساس الرهان والمغامرة التي يسودها طابع الأنانية ،كما هو الحال في التقليدية والتي لا تترك آثار إيجابية على المجتمع ،وأثرها ينحصر فقط فيمن يتعامل بها فقط ،ويظهر الدور من خلال ما يلي:

1.الأدوات التحوطية الإسلامية تعمل على تحقيق أهداف اقتصادية مفيدة للفرد والمجتمع، وتظهر هذه الآثار من خلال تشجيع الأفراد على السعي نحو الاستثمار الحقيقي الذي يعود بالفائدة على الفرد والمجتمع بعيدا عن المراهات والمغامرات والبيوع الوهمية التي لا جدوى من وراءها إلا إحداث الأزمات والمشاكل الاقتصادية¹

2.تجعل الفرد المستثمر مطمئنا على أمواله فهي تغطية خيارات ضد المستقبل المجهول وتقلل هذه الخيارات الخسارة غير المتوقعة من خلال إزالتها²، فالمؤسسة الإسلامية التي تتعهد ببيع الأسهم لطالب البيع من خلال تأمين مشتر لهذه الأسهم ، فإن لم تجد فهي ملزمة بشرائها مقابل العمولة التي تتقاضاها ، خلال فترة معينة مقررة في العقد ، هذا من شأنه أن يوزع المخاطر غير المتوقعة إن حصلت على جميع الأطراف ، فلا تلقبها على طرف دون طرف فتكون أرباح طرف على حساب تحميل الخسارة لطرف الآخر .

3.التوزيع العادل للمخاطر يعمل على تشجيع الأفراد، ويبعث فيهم روح الطمأنينة نحو السعي للاستثمارات المشروعة التي يظهر أثرها الإيجابي على الفرد والمجتمع بأسره.

¹ عبد محمود السميرات ،مرجع سابق ،ص 55

² عبد الرحيم عبد الحميد الساعتي ، مرجع سابق ،ص 66

4.تعمل الخيارات الإسلامية على استقرار الأسعار في المستقبل شيئاً ما، لأن قصد المتعاملين الحقيقي هو الاستثمار والتنمية، وليس الدخول في عمليات المضاربات والمراهنات التي ترفع أو تنخفض الأسعار باستمرار خلال فترة زمنية قصيرة.

5.عقد خيار الشراء وبيع العريون: ¹ حيث يرى د/ محمد القري أن خيار الشراء هو أشبه ما يكون ببيع العريون وبيع العريون جائز عند الحنابلة على خلاف الجمهور، حيث أنه من الأدوات التحوطية الإسلامية التي تتيح الخيار للمشتري ليقدم نحو العملية الاستثمارية أو يتراجع عنها حسب ظروف السوق، فهذا العقد يمنحه حق التفكير بمرود العملية الاستثمارية فإذا كان من مصلحته الإقدام نحو العملية قام بإتمامها، وإذا رأى عكس ذلك اكتفى بخسارة ضئيلة لا تلحق به ضرراً كبيراً، وهي المبلغ القليل الذي دفعه عربونا لإتمام العملية في المستقبل، ومثاله أن يشتري الرجل السلعة بألف دينار، فيدفع من ثمنها جزءاً (عشرة دنانير مثلاً) ويقول للبائع إذا لم أشتري منك غداً فالدنانير العشرة لك، ويعد هذا العقد ملزماً في حق البائع أي أنه لا يستطيع أن يمتنع عن تنفيذه، أما المشتري فهو بالخيار خلال المدة المتفق عليها ².

6.عقد خيار البيع هو التزام أو ضمان أو كفالة؛ لأرجح من آراء الفقهاء جواز أخذ الأجرة على الالتزام أو الضمان أو الكفالة، لقوة الأدلة خاصة مع وجود معاملات مالية تبتعد بالكفالة عن عقود التبرعات ويتحقق من خلالها مصالح ومكاسب لطرفي المعاملة، وبما لا يخالف المقاصد الشرعية، وقياساً على هذا يمكن القول بجواز خيار البيع إذا خلا من المخالفات الشرعية الأخرى، فمالك الأوراق المالية الذي يدفع العمولة مقابل أن يكون له حق البيع في الفترة المتفق عليها يقوم بحماية ممتلكاته من الأوراق المالية بشراء التزام من الطرف الآخر بضمان هذه الأوراق بشرائها إذا رغب الطرف الأول ³.

7.خيار الشرط: وهو أن يشتري أحد المتبايعين شيئاً على أن له الخيار مدة معلومة، وإن طالت إن شاء نفذ البيع إن شاء ألغاه، ويجوز هذا الشرط للمتعاقدين معاً ولأحدهما إذا اشترطه ⁴، إذن خيار الشرط هو أداة تحوطية إسلامية تلعب دوراً كبيراً في التحوط من المخاطر، إذ يمكن أطراف المعاملة من إتمام معاملتهم دون منازعات، ودون إلحاق الضرر بأي طرف منهم طالما أن المسلمين عند شروطهم إلا شرطاً حل حراماً أو شرطاً حرم حلالاً.

8.خيار المجلس يتراد به إذا حصل الإيجاب والقبول من البائع والمشتري وتم العقد فلكل واحد منهما حق إبقاء العقد أو إلغاؤه ما دام في المجلس أي محل العقد، ما لم يتبايعا على أنه لا خيار، والأصل فيه قوله صلى الله عليه وسلم " البيعان بالخيار ما لم يتفرقا" ⁵.

¹ عبد الكريم قننوز، الهندسة المالية الإسلامية دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية، الطبعة 1، بيروت، مؤسسة الرسالة ناشرون، 2008، ص 27

² ياسر عجبل النشمي، أبجديات التجارة الإسلامية العالمية، الطبعة 1، الكويت، مكتبة المعرف المتحدة، 2006، ص 76

³ ياسر عجبل النشمي، مرجع سابق، ص 28

⁴ قيصر عبد الكريم الهبتي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية، الطبعة 01، دمشق، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، 2006، ص 246

⁵ نفس المرجع، ص 246

9. خيار العيب: يراد به أن يحرم على الإنسان أن يبيع سلعة بها عيب دون بيانه للمشتري، ومتى تم العقد وقد كان المشتري عالماً بالعيب فإن العقد يكون لازماً ولا خيار له لأنه رضي به. من جملة هذه الخيارات الإسلامية يمكن لسوق رأس المال الإسلامي أن تنمو ويكبر حجمها، بفعل ثقة الأفراد وازدياد عدد المتعاملين مع هذه السوق جراء الأمان والطمأنينة على أموالهم، وإن وجدت المخاطر فنتوزع بعدالة، ودون أن تلقى على طرف على حساب الطرف الآخر، وهذا النمو يزيد السيولة المالية في السوق الإسلامية فيجعلها أكثر نمواً وازدهاراً¹.

¹ عبد الرحيم عبد الحميد الساعتي، مرجع سابق، ص 67

المبحث الرابع: المحفظة المالية الاستثمارية بين المفهوم التقليدي والمفهوم الإسلامي

إن التمايز الموجود بين نمط الإنفاق ونمط توزيع الدخل، أدى إلي ظهور وحدات فائض ووحدات إنفاق وبالتالي أصبحت رؤوس الأموال تنتقل بينهما وكل ذلك بغرض الحصول على عائد معقول، الأمر الذي أدى إلي ضرورة تواجد سوق تجمعهما، ومن هنا ظهرت أسواق رأس المال وكذلك ظهر الاستثمار في الأوراق المالية، وأصبح هذا الأخير من المواضيع المهمة، إذ يقوم على ضرورة الحصول على أعلى العوائد مع التقليل من المخاطر قدر المستطاع، وهذا الأمر لا يتحقق إلا بتحقيق تنوع جيد للموارد بما يضمن توزيعاً للمخاطر، ولما كان التنوع يقلل من المخاطر أصبحت هذه الأوراق تجمع فيما يسمى بالمحفظة المالية أو محفظة الأوراق المالية، هذه الأخيرة التي تعتبر كسياسة استثمارية تقوم على فكرة المزج بين البدائل الاستثمارية الأكثر فعالية وذلك عن طريق إدارتها إدارة محكمة .

وفي هذا المبحث الأخير من الفصل الأول سيتم التعرف على أساسيات حول المحفظة المالية من خلال التطرق إلي ماهية المحفظة المالية وذلك عن طريق التطرق لتعريفها، أهدافها آليات تكوينها وأنواعها ثم بعد ذلك سيتم التعرف على العوامل المؤثرة في تكوين المحفظة المالية، هذه الأخيرة التي تتمثل في العائد، الخطر والتنوع، وسيتم التطرق كذلك إلى المحافظ المالية الاستثمارية أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي.

المطلب الأول: ماهية المحفظة المالية (المفهوم التقليدي)

يعتبر موضوع الحوافز المالية كتطور لعلم الاستثمار، جاء ليبي الحاجات الجديدة للمستثمرين الذين يعتبرون الاستثمار في الأوراق المالية، بمثابة خط الدفاع الأول للوقاية ضد المخاطر المحتملة.

الفرع الأول: التعريف بالمحفظة المالية والهدف من تشكيلها

تحتل محفظة الأوراق المالية مكانة بارزة في أسواق رأس المال، وتزداد أهمية مكانتها من يوم لآخر نظراً للتطورات الهامة التي تشهدها هذه الأسواق ولتنوع أدواتها المالية، الأمر الذي أدى إلي زيادة الاهتمام بها أكثر فأكثر .

أولاً: نشأة المحافظ الاستثمارية

إن أول اكتشاف بشري لمنطق المحفظة هو في المثل الشهير القائل: " لا تضع كل البيض في سلة واحدة " فلا تضع كل مواردك في مشروع واحد.

ويعتبر المحلل الأمريكي ماركويتز MARKO WITS أول من كتب في المحافظ الاستثمارية بمفهومها الاقتصادي وذلك في عام 1952م ، ثم جاء بعده عدد من الدارسين والباحثين أمثال كورن COREN ، وشارب SHARPE، وتعتمد نظريتهما على تعظيم العائد وتقليل مخاطر الاستثمار عن طريق التنوع بين أدوات الاستثمار ، حيث ظهر في بريطانيا والولايات المتحدة خلال عقد الخمسينيات والسبعينات عدد كبير من البنوك والشركات المالية هدفها الأساسي تجميع المدخرات من الأفراد الذين لا يستطيعون استثمارها ، لكي تستثمرها لهم استثمارا صحيحا تحقق من خلاله دخلا جيدا للبنك وللمدخر ، مما أدى إلى ظهور عدد كبير من المحافظ ، ولوجود عدد كبير من المديرين غير المتخصصين في إدارة المحافظ المالية الذين لم يطبقوا الأسس العلمية لإدارة المحافظ وبالتالي فشلوا في إدارتهم ، فخرج عدد من المؤسسات من السوق وظلت المؤسسات التي يديرها مديرون متخصصون طبقوا نظريات المحافظ المالية الحديثة في استثماراتهم المختلفة فنجحوا نجاحا كبيرا ، مما دعا الباحثين والدارسين إلى التركيز على إدارة المحافظ ، وبعد خمسة وعشرين سنة من أبحاث العالم الأمريكي ماركويتز أصبحت إدارة المحافظ من أهم مواضيع الإدارة المالية ، وأصبحت كليات العلوم التجارية تدرس مادة إدارة المحافظ جنبا إلى جنب مع مادتي إدارة الاستثمار والتسويق¹

ثانيا: تعريف المحفظة المالية

تعرف المحفظة :

- أ- لغة :يفتح فسكون ،وجمعها محافظ كيس يحفظ به النقود أو الكتب ،ولقد أشار البعض إلي أن كلمة (محفظة) -ابتداء- كلمة غير عربية وهي مشهورة في المجال المصرفي مثل كلمة (بنك) وهي غير عربية أيضا².
- ب-اصطلاحا :لا يخرج المعنى الاصطلاحي عن المعنى اللغوي ،ولقد وردت كلمة (المحفظة) في عبارات الفقهاء ويعنون بها الكيس الذي تحتفظ فيه الأشياء ،كما نقل ذلك صاحب مواهب الجليل في حديثه عن النعال وقد لامست نجاسة حيث جاء فيه :³ "وإنه يجعل على يساره -أي النعال في الصلاة - إلا أن يكون على يساره أحد فلا يفعل لأنه يكون على يمين غيره فيجعله حينئذ بين يديه فإذا سجد كان بين ذقنه وركبتيه وليتحفظ أن يحركه في صلاته لئلا يكون مباشرا له لأجل هذا يكون له خرقة أو محفظة يجعله فيها³ "

¹ أحمد معجب العتيبي ،المحافظ المالية الاستثمارية أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي ،الطبعة 01 ،الأردن ،دار النفائس للنشر والتوزيع ،2007، ص 32-33.

² أحمد معجب العتيبي ،المحافظ المالية الاستثمارية أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي ،الطبعة 01،الأردن ،دار النفائس للنشر والتوزيع،2007،ص 21

³ نفس المرجع ،ص 22

تعرف المحفظة المالية على " أنها مجموعة اختيارات من الأوراق المالية، تشكل مزيجاً متجانساً من هذه الأوراق، يتم اختيارها بعناية وبدقة فائقة، لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات، لذلك نجد أنها تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية (أسهم، سندات، صكوك.....) تتباين وتختلف من حيث (القيمة، معدل العائد المتولد عنها، مدة استحقاقها)¹

كما تعرف بأنها مجموعة من الأصول المالية أو الأوراق المالية المنقولة ، التي يمسكها المستثمر بغرض المتاجرة والاستثمار ، أي بغرض تنمية قيمتها السوقية وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثلها هذه الأصول من أموال².

كما يمكن تعريفها بأنها " تشكيلة من الأصول المالية بهدف الحصول على أكبر عائد بأقل خطر ،ومن أجل تفادي المخاطر جاءت فكرة تنويع المحفظة"³

وعليه يمكن القول بأن **محفظة الأوراق المالية** هي عبارة عن توليفة لمجموعة أوراق مالية تختلف في قيمتها ،عائدها ،مدة استحقاقها ،نوعها، يتم اختيارها بدقة بالاعتماد على خاصية التنويع وذلك بغرض تعظيم عائدها وتدنيه خطرها أي تحسين العلاقة :عائد /خطر ،ولذلك نجد أن المحفظة المالية عادة ما تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية :أسهم سندات مشتقات مالية ... الخ (تتباين وتختلف فيما بينها من حيث قيمتها ،معدل العائد المتولد عنها ،ومدة استحقاقها)⁴

ثالثاً: الهدف من تشكيل محفظة الأوراق المالية

إن هدف أي مستثمر من بناء أو تشكيل محفظة أوراق مالية هو تحقيق منافع إضافية ، إلا أن الأمر هذا يتطلب عملية مفاضلة بين :

- الخطر والعائد المتوقع
- القيمة المضافة المحتملة والدخل المنتظم
- مختلف مستويات الخطر

مع العلم أن هذه المفاضلة تحدث تبعاً لرغبة وهدف المستثمر، إلا أن الهدف الرئيسي لأي مستثمر هو الوصول إلي محفظة مثالية، أي تحقيق أكبر عائد عند مستوى خطر معين، أو تحقيق أقل مستوى خطر ممكن عند مستوى عائد ثابت ،وبالتالي فإن الهدف الرئيسي للمستثمر وهو يشكل محفظته المالية هو الحصول على أحسن ثنائية (عائد/خطر) ممكنة ،وتختلف أهداف الاستثمار باختلاف المستثمر والأفراد ،فبعضهم لديهم استعداد لتملك أوراق مالية ذات درجة عالية من الخطورة وذلك للحصول على أكبر قدر

¹ سعيدة نلي ،التنبؤ بالمرودية لتسيير المحفظة المالية دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة تونس ، مذكرة ماجستير في علوم التسيير ، تخصص

مالية المؤسسة ،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية ،جامعة قاصدي مرباح ،ورقلة 2008-2009 ، ص 19

² ناظم محمد نوري الشمري ، طاهر فاضل البياتي ، أحمد زكريا صيام ،مرجع سابق ، ص 261

³ بلعزوز بن علي ، محمد الطيب أحمد ،مرجع سابق ، ص 161

⁴ عديلة مريم ، استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار والمحافظة المالية، أطروحة دكتورا في العلوم الاقتصادية ،تخصص نقود ومالية ،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ،جامعة باجي مختار ،غابية ،2009-2010،ص 193

من الأرباح ،في حين يفضل البعض الآخر الاعتماد على أسلوب متحفظ في الاستثمار حتى وإن حصل على عائد أقل ،ومن أهم الأهداف التي يطمح المستثمرين إلى الوصول إليها في مجال الاستثمار في الأوراق المالية ما يلي:

- **تعظيم الربح:** أي تعظيم المخاطرة فإذا كان للربح الأولوية في سلم أفضليات المستثمر ،فهذا يدل على أن المستثمر سيعمل على تكوين محفظة مالية ذات مستوى كبير من المخاطرة .
- **تحقيق أمان مستقبلي:** وهذا بتشكيل محفظة تتكون من أوراق مالية تعمل بمثابة احتياطي متراكم تزداد قيمته مع الأيام، وفي مثل هذه الحالات عادة ما يتم اللجوء إلى محفظة تتكون من سندات صادرة عن الحكومة والمؤسسات المالية المستقرة ذات العائد المتوازن .
- **تحقيق النمو:** أي زيادة تراكمية رأسمالية ،وفي مثل هذه الحالة يعمل المستثمر على البحث عن المجالات التي تحقق له هذا الهدف ،مما يجعله يلجأ إلى أسهم الشركات التي يميل مجلس إدارتها إلى التوسع وزيادة خطوط إنتاجها أو رأسمالها أو أرباحها .
- **تحقيق مكانة في المجتمع الاقتصادي:** من خلال حيازة مجموعات متنوعة من الأسهم والسندات يتم تدويرها بشكل كفاء وفعال، مما يكسبه مكانة مرموقة في المجتمع .
- **التأثير على قرارات الجمعية العامة للمساهمين:** لأن الحصول على عدد أكبر من الأسهم يزيد في سلطة المساهم داخل الشركة، وبالتالي زيادة قدرته على التدخل في قرارات التغيير
- **مواجهة الالتزامات المستقبلية:** أي هدف تحقيق السيولة اللازمة لتغطية الالتزامات الخارجية

وفي الواقع الهدف من تشكيل محفظة أوراق مالية هو مزيج من الأهداف السابقة ،وتحدد درجة أولوية كل منها وفقاً لاحتياجات وطبيعة المستثمر صاحب المحفظة¹

الفرع الثاني: آليات تكوين محفظة الأوراق المالية

لتكوين محفظة مالية مطابقة تماماً لرغبة المستثمر واحتياجاته لا بد من التحديد المسبق للقيود والضوابط المفروضة على تكوينها ،بالإضافة إلى مبادئ ومراحل تشكيلها

¹ سارة بوزيد ،إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري ،مذكرة ماجستير في علوم التسيير ،تخصص إدارة مالية ،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ،جامعة منتوري ،قسنطينة ،2006-2007، ص 12. 13.

أولاً: قيود تكوين محفظة أوراق مالية

ويمكن التمييز بين القيود التالية :

- **قيود زمنية:** ونعني بها تحديد المدى الزمني الذي يرغب المستثمر صاحب المحفظة أن يستثمر خلاله، أي بمعنى تحديد نوع المدى الزمني الملائم له (قصير أم متوسط).
- **قيود مالية أو رأسمالية:** أي إمكانية المستثمر المالية وحجم ونوع الأموال التي تكون بحوزته والمخصصة لشراء وحيازة الأوراق المالية، بالإضافة لمدى توفر الأموال للمستثمر حتى يتمكن من انتهاز الفرص الجيدة دون الاضطرار لبيع ما بحوزته.
- **قيود متعلقة بمدى الحاجة لتسييل المحفظة:** وذلك بشكل مفاجئ أو في أجل قصير الأمر الذي يؤدي بالمستثمر إلي التخلص من بعض الأوراق المالية ،وفي هذه الحالة لا بد عليه أن يختار الأوراق المالية الأكثر قابلية للتداول.
- **قيود ضريبية وإلزامية:** وهذا مرتبط بالقوانين والتشريعات التي قد تمنح إعفاءات ضريبية معينة لأوراق مالية معينة أو لنوع معين من الشركات أو لمناطق جغرافية معينة ،أو لأنشطة معينة ،لذلك لا بد على المستثمر أن يكون على إطلاع بها حتى لا يتفاجئ بتغيرها.
- **قيود ومحددات المخاطر:** إن درجة تقلب المخاطر تتنوع وتختلف من استثمار لآخر، ومن ورقة مالية لأخرى ،ومن درجة خطر معين لآخر ، لذا لا بد على المستثمر أن يكون على علم بهذه المخاطر ومدى تأثيرها على العائد .

ثانياً :ضوابط تكوين محفظة أوراق مالية

وبجوار قيود ومحددات تكوين المحفظة يجب على المستثمر أن يلتزم بالضوابط التالية :

- يجب على المستثمر أن يعتمد على رأسماله الخاص في تمويل محفظته المالية دون اللجوء إلي الاقتراض.
- يجب أن يكون هناك جزء من المحفظة ،بحيث يحتوي على أسهم الشركات ذات درجة مخاطرة منخفضة بعد أن يحدد المستثمر مستوى المخاطر التي يستطيع أن يتحملها ،على أن تحتوي المحفظة أيضا على جزء من الأسهم ذات المخاطر العالية والتي يكون العائد بها مرتفعا وكل ذلك يتم وفقا لقدرة المستثمر على تحمل مثل هذه المخاطر.

- يجب على المستثمر بين الفترة والأخرى أن يجري تغييرات في مكونات المحفظة إذا ما تغيرت ظروفه بشكل يسمح له بتحمل مخاطر أكبر ،أو بالعكس حسب ظروف السوق ،أو إذا ما اتضح انخفاض أداء أحد الأسهم بصورة لافتة للنظر ،أو قد تتحسن القيمة السوقية لعدد من الأسهم التي تتكون منها المحفظة لترتفع قيمتها النسبية بشكل يؤدي إلي زيادة مستوى مخاطر المحفظة عما هو مخصص له، مما يجعل مسألة إعادة تشكيل مكونات المحفظة المالية مسألة لا مفر منها.

- تحقيق مستوى ملائم في التنوع بين قطاعات الصناعة ، فمن الخطأ تركيز الاستثمارات في أسهم شركة واحدة حتى وإن كان رأس المال الخاص بالمستثمر صغيرا ،فكلما زاد تنوع قطاعات الصناعة التي تتضمنها المحفظة المالية انخفضت المخاطر¹

ثالثا: مبادئ تكوين محفظة مالية ناجحة

هناك عدة مبادئ لا بد للمستثمر -صاحب المحفظة أو القائم على تشكيلها - أن يراعيها عند تكوينه للمحفظة المالية وذلك ليحصل على تشكيلة أوراق مالية ناجحة ،سنذكر بعضا منها على سبيل المثال لا على سبيل الحصر :

- **مبدأ القياس الكمي:** ويعني إمكانية قياس قيمة العائد المتوقع من الأوراق المالية المشكلة للمحفظة المالية ،وبالمقابل إمكانية قياس درجة الخطر التي تتطوي عليها المحفظة المالية ،ولقياس العائد والخطر لا بد من توفر المعلومات الكافية عن العائد والمعطيات الاقتصادية المتوقعة في المستقبل ،والتي يعتمد عليها في تقييم العائد المتوقع من المحفظة المالية ككل .

- **مبدأ الشمول:** ويقصد به اشتغال المحفظة المالية على معظم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية من أسهم ،سندات حكومية ، اذونات الخزنة ...، وذلك حتى يتم تحقيق عائد مرتفع ومستقر نسبيا بأقل مخاطرة ممكنة.

- **مبدأ الارتباط:** ويهدف هذا المبدأ إلي تخفيض درجة المخاطرة التي تصاحب تكوين محفظة الأوراق المالية في ظل درجة الارتباط بين العوائد المحققة من الاستثمار بين أوراق مالية لشركات مختلفة ،فمعامل ارتباط عوائد الأوراق المالية المشكلة للمحفظة المالية له علاقة طردية مع درجة المخاطرة الخاصة بهذه المحفظة المالية .

- **مبدأ الجودة:** ونقصد بجودة ورقة مالية ما إمكانية بيعها أو شرائها في السوق دون أية عوائق ودون خسارة ،وتتوقف جودة الورقة المالية عن بعدها عن المخاطرة الناتجة عن تقلبات السوق ، كما يمكن القول أن توافر جودة في الورقة المالية يعني توافر وزيادة في قابلية السوق وتحسن فرص ترويجها.

¹ سارة بوزيد ،مرجع سابق ،ص 13-14

-مبدأ التنوع: إن التشكيل الجيد للمحفظة يتطلب تجميع أنواع الأوراق المالية، أي ذات خصائص متنوعة، ويمكن أن يأخذ التنوع عدة أشكالاً أهمها :

* تنوع قطاعي :تنوع قطاعات النشاط الاقتصادي

* تنوع سوقي :أسواق حاضرة /مستقبلية ،أسواق محلية /أجنبية .

* التنوع في الأوراق المالية : أسهم /سندات

* التنوع في نوعية الورقة المالية : أسهم ممتازة /أسهم عادية /سندات متغيرة الفائدة /سندات ثابتة الفائدة /سندات المساهمة /شهادات الاستثمار¹

الفرع الثالث: أنواع المحافظ المالية

يمكننا تقسيم المحافظ المالية بحسب نوع الأوراق المالية التي تحتويها، وتبعاً للأهداف المرجوة منها، ودرجة المخاطرة التي يمكن أن تتحملها إلي :

أولاً: محافظ العائد المنتظم "" الدخل "" : يأتي الدخل النقدي للأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمر لأغراض العائد من الفوائد التي تدفع للسندات أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو العادية، وعلى هذا فإن الهدف من هذه المحافظ هو تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي المنتظم، الثابت والمستقر وتخفيض المخاطر بقدر الإمكان، وهنا يتحتم على الجهة المكونة للمحفظة المالية اختيار الأوراق المالية التي تدر أعلى عائد، لذا يتم التركيز على السندات التي تحقق أعلى فائدة بأقل وقت بالإضافة إلي الأسهم التي توزع أرباح عالية قليلة الخطورة² .

وعليه يعتبر الهدف الرئيسي من هذا النوع من المحافظ هو الحصول على تشكيلة تحقق دخلاً شهرياً أو سنوياً، ويتم هذا باختيار الجزء الأكبر من الأرباح المحققة³

ثانياً: محافظ الربح "" النمو "" : وهي المحافظ التي تشمل الأسهم التي تحقق نمواً متواصلاً في الأرباح وما يتبع ذلك من ارتفاع في أسعار الأسهم، وبالتالي تحسين القيمة السوقية للمحفظة، ويتناسب هذا النوع مع أهداف المستثمر الذي يسعى إلي تحقيق عائد مرتفع إلا أنه يتحمل درجة مخاطرة مرتفعة، وعليه فإن هذه المحافظ تهتم بالاستثمار في أسهم الشركات التي تنمو أرباحها سنة بعد أخرى، هذه الأخيرة التي نجد معظمها في قطاعات جد متطورة وهي من المؤكد لها خصائص معينة - لها استثمارات جيدة

¹ سعيد سيف النصر، دور البنوك في استثمار أموال العملاء، مصر، مؤسسة شباب الجامعة، ص 107

² دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، الأردن، دار اليازوري، 2009، ص 294

³ مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، مصر، الشركة العربية المتحدة للتوريد والتوريدات، 2008، ص 267

ومتطورة -لها قيمة سوقية مرتفعة - لها معدل مردودية جد عالي - هيكل مالي متوازن - قدرة تمويل ذاتي كبيرة جدا... الخ¹

ثالثا: محافظ الربح والعائد " المختلطة ": تقع هذه المحفظة في الوسط بين محفظة العائد ومحفظة الربح، وهي تهدف لحماية رأس المال مع تأمين دخل معين، لذا فهي تجمع بين أوراق مالية لا تتحمل المخاطر، وأوراق مالية تحقق دخلا كبيرا وتتضمن مخاطر عالية، ويعتبر هذا النوع المفضل لدى المستثمر الذي يتطلع إلي المزج بين العائد والخطر²

رابعا: المحافظ التقليدية هذا النوع من المحافظ يهتم بزيادة رأس المال مع الحصول على نتائج جيدة مقارنة بالسوق، وهذا يعني تحمل درجة معينة من المخاطر، هذه المحافظ تتكون في معظمها من أسهم، وتتميز عن المحافظ السابقة في أنها محافظ حركية تعمل على البحث عن الفرص الجيدة لاستغلالها في السوق .

خامسا: المحفظة المهاجمة هي محافظ تطمح لتحقيق فوائض في القيمة مع تحمل مخاطرة كبيرة، لذا فهي تعتبر محافظ حركية تزيد من استغلال الفرص³ .

سادسا: المحفظة الحذرة هذا النوع من المحافظ يهدف إلي تأمين وضمان زيادة في رأس المال وفي نفس الوقت تحقيق عائد معين، ولهذا فهي تعتمد في تشكيلها على محاولة التوفيق بين انتظام العوائد ونمو الدخل، وفي الوقت نفسه يجب أن يطبق بعض التحكيم بين الدخل والعائد المحقق في المدى القصير، والدخل والعائد المحقق في المدى الطويل .

سابعا: المحفظة المضاربة تركز على تحقيق عوائد سريعة وكبيرة مع تحمل مخاطر كبيرة، لذا فهي تتكون من الأسهم المضاربة أي التي تخضع لعمليات مضاربة كبيرة، وفي الأخير تجدر الإشارة إلي أنه مهما كان نوع المحفظة المالية فان كل الأنواع تشترك في عدة أهداف أبرزها :

- المحافظة على رأس المال الأصلي - إستقرار تدفق الدخل وفقا لحاجات الأفراد المختلفة ووفقا لطبيعة المحفظة المالية - النمو في رأس المال - المخاطر التي يتعرض لها المستثمر - القابلية للسيولة والتسويق⁴ .

المطلب الثاني: مقومات تكوين محفظة أوراق مالية

يحكم تكوين المحفظة المالية عدة مقومات وعوامل هامة تتمثل في العائد المحقق، خطر الأوراق المالية المكونة للمحفظة والتنويع، وهي العوامل التي يجب على الراغبين في تكوين محافظ مالية أن يضعوها في الحساب حتى يتحقق الهدف المرجو من الاستثمار .

¹ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، الأردن، دار الميسرة، 2010، ص 22
² عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، الأردن، دار أسامة، 2008، ص 206
³ قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة، بدون دار نشر، 2009، ص 199
⁴ سارة بوزيد، مرجع سابق، ص 18

من الصعب على المستثمر تحديد عائد المحفظة المالية بدقة وذلك لأنه يعمل في عالم يتميز بقدر كبير من عدم التأكد بشأن المستقبل، لذا فإن العائد الذي سيتم تعيينه هو عائد متوقع وليس عائداً فعلياً.

الفرع الأول: العائد:

أولاً: مفهومه: يعرف العائد على "أنه النسبة المئوية لما يذره رأس المال من إيراد، فالعائد الإجمالي البسيط على سند ما هو المقدار السنوي الذي يتلقاه حامل السند في شكل فائدة، أما العائد الصافي البسيط فهو العائد (الإجمالي البسيط مطروح منه ضريبة الدخل) " ويقال بأن "العائد الإجمالي الصافي على سهم ليس المقصود به الأرباح الصافية فقط، وإنما أيضاً" (القيمة الإضافية المحققة، بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية التي قد تنتج عن إعادة بيعه)¹.

ثانياً: أشكال العوائد المالية وأنواعها:

1/-: أشكال العوائد: تأخذ عوائد الأوراق المالية عدة أشكال من بينها

1- توزيعات الأرباح: إذا كانت الورقة المالية تمثل ملكية في الشركة كالمسهم.

2- الفوائد: إذا كانت الورقة المالية تمثل ديناً بالنسبة للشركة، كالسندات فحاملها يتحصل على الفائدة المتفق عليها.

3- الأرباح الرأسمالية: وتنتج عن إعادة بيع الأوراق المالية، فالفرق بين سعر الشراء وسعر البيع يمثل ربح².

2/-: أنواع العوائد المالية: نميز هنا بين:

2-1- العوائد الفعلية: أي التي حققها المستثمر فعلاً بين شرائه و بيعه للأوراق المالية وقد تكون عوائد إرادية أو رأسمالية أو مزيجاً بينهما.

2-2- العوائد المتوقعة: صعوبة التحديد لأنها تعتمد على المستقبل وبالتالي فهي متعلقة بحالة عدم التأكد، لذا فمن الممكن أن يضع المستثمر إطاراً للتوزيع الاحتمالي، أي يقدر الاحتمالات الممكنة ووزن كل احتمال وقيمة العائد المتوقع في ظلها.

2-3- العوائد المطلوبة أو المرغوب فيها: عادة ما تكون متناسبة مع مستوى الخطر (الذي سيتعرض له)³.

2- منير إبراهيم هندي، الأسواق و المنشآت إدارة المالية، منشأة المعارف للتوزيع، مصر، 1999، ص 424.

2- سارة بوزيد، مرجع سابق، ص 31.

3- نفس المرجع سابق، ص 32.

ثالثا: عائد المحفظة المالية:

1/-: **تعريف عائد المحفظة المالية:** إن عائد المحفظة المالية يختلف عن عائد الورقة المالية الفردية، فهو عبارة عن مجموع المنافع الإضافية التي تدرها الأوراق المشكلة لها، هذه الأخيرة التي تنتج عندما يكون سعر بيع هذه الأوراق (أكبر من سعر شرائها، أو عندما يتم استبدالها بأوراق أخرى وذلك عند الترقية الملائمة).

وفي هذا الصدد لا بد أن نميز بين عائد المحفظة الفعلي وبين عائد المحفظة المتوقع، إلا أن العائد الذي يشكل محور اهتمام المستثمرين هو العائد المتوقع، هذا الأخير الذي يعتبر أهم ناتج ومحصلة لذا أصبح يصاغ في شكل توزيع احتمالي، وفي هذا الشأن نميز بين توزيع احتمالي موضوعي و توزيع ذاتي " شخصي"، فأما التوزيع الاحتمالي الموضوعي فيعتمد على بيانات تاريخية موضوعية، أما التوزيع الاحتمالي الذاتي أو غير الموضوعي فيتم تشكيله عن طريق وضع تخمينات شخصية ثم يتم تخصيص احتمالات لها.

2/-: **حساب عائد المحفظة المالية:** نميز بين نوعين من عوائد المحفظة عائد فعلي و عائد متوقع ، و بما أن المحفظة المالية هي مجموع أوراق مالية لذا فإن عائدها هو مجموع عوائد المحفظة المالية، وعليه فلا بد أن نتطرق أولا لعائد الأوراق الفردية، إلا أنه لا بد أن نبرز أن العائد الفعلي للأوراق المالية يستند على بيانات تاريخية فعلية، و بالتالي فإن طريقة حسابه سهلة أما حساب العوائد المتوقعة فيعتمد على توزيع احتمالي، أي تقدير عدد الاحتمالات الممكنة ووزن كل احتمال، و فيما يلي عرض لعائد الأوراق المالية ثم عائد المحفظة المالية .

3/-: **العائد التاريخي:** يتطلب الأمر لحساب العائد التاريخي لمحفظة الأوراق المالية كلا من عائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية و أوزانها النسبية، لأن العائد التاريخي للمحفظة المالية هو عبارة عن الوسط المرجح لعوائد تلك الأوراق المالية المكونة لهذه المحفظة، و يحسب العائد التاريخي للمحفظة بالعلاقة التالية:

$$R_p = \sum w_i R_i$$

حيث: R_p : القيمة المتوقعة للعائد.

W_i : الوزن النسبي للورقة المالية i .

R_p العائد التاريخي للمحفظة p .

N : عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية.

3-2-2-: **العائد المتوقع للمحفظة المالية:** يحسب بالعلاقة التالية:

$$E (R_p) = (W_1R_1) P_1+ (W_2R_2) P_2+.....+ (W_nR_n) = \sum w_iR_i)P_i$$

حيث:

Wi: وزن الورقة المالية داخل المحفظة j .

Ri: عائد الورقة المالية (j):

Pi: احتمال حصول العائد j .

N: عدد الاحتمالات¹.

الفرع الثاني: خطر المحفظة المالية إن تحديد خطر المحفظة المالية و تحليل أسبابها هو العامل الثاني بعد العائد لتحديد القيمة السوقية للمحفظة المالية.

أولاً: تعريف خطر المحفظة المالية: للمخاطرة عدة تعريفات تعكس و جهات نظر الباحثين المختلفة، ولقد تم تعريف الخطر في ويبستر " بأنه إمكانية التعرض للخسارة أو الضرر أو المجازفة"، و بالتالي (webster) قاموس فالمخاطرة يتضمن احتمال حصول أحداث غير مرغوب فيها. و بالتالي فإن الخطر هو احتمال أن لا يحقق المستثمر العائد المتوقع للاستثمار².

* كما يعرف خطر الاستثمار في الأوراق المالية" بأنه تذبذب العائد المتولد، أو عدم التأكد من حتمية حصول العائد، أو من حتمية حجمه أو وزنه أو انتظامه أو من جميع هذه الأمور مجتمعة معا³. و الخطر كذلك " هو احتمالية أن تكون نتائج التنبؤات خاطئة ، فإذا كانت هناك احتمال مرتفع بأن تكون التنبؤات خاطئة ، فإن هذا يدل على أن درجة المخاطرة عالية أيضا أما إذا كانت الاحتمال(منخفض فإن درجة المخاطرة ستكون منخفضة أيضا) " ⁴.

وعادة ما يقترن مفهوم الخطر بحالة عدم التأكد، لذا لا بد أن نميز بين مفهومي الخطر فالخطر يمكن قياسه عن طريق توفر معلومات تاريخية، أما عدم التأكد ، (incertitude) وعدم التأكد فتنشأ عند عدم توفر هذه المعلومات وبالتالي يتم اللجوء إلى وضع تقديرات و تخمينات حول العائد. وبالتالي يمكن إعطاء تعريف لخطر المحفظة المالية بأنه عبارة عن درجة الانحراف والبعد عن العائد، أي أنه عبارة عن دالة لتقلب العوائد المتوقعة من جراء توظيف موارد مالية في محفظة استثمارية معينة .

ثانياً: أنواع المخاطر: يمكن لعائد المحفظة المالية أن يتعرض لعدة مخاطر يتم جمعها فيما يسمى بالمخاطر الكلية، هذه الأخيرة التي تنقسم بدورها إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة.

1- نفس المرجع السابق، ص 33، 34.

1-أسامة عبد الخالق الأنصاري ، إدارة البنوك التجارية و البنوك الإسلامية ، مصر ، بدون دار نشر ، 1994، ص 47.

2- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، الأردن، دار المناهج للنشر والتوزيع ، 2008، ص 73.

3-حمزة عبد الكريم محمد حماد، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية ،الأردن، دار النفائس، 2008، ص30-31

2-1-مخاطر منتظمة: وتسمى أيضا بمخاطر السوق غير القابلة للتنويع و المخاطر التي لا يمكن تجنبها، وتعرف المخاطرة المنتظمة بأنها ذلك الجزء من التغيرات الكلية في العائد التي تنتج من خلال العوامل المؤثرة على أسعار كافة الأوراق المالية، لذا فهي تتجاوز إطار المحفظة المالية لتصل إلى إطار السوق، ومن ثم فمصدرها ظروف عامة اقتصادية عامة كالكساد أو ظروف سياسية مثلا، مما يصعب على المستثمر التخلص منها أو التحكم فيها، إلا أنه من الممكن التقليل منها عن طريق تنويع وتوزيع الأوراق المالية، كالإستثمار في أسواق عالمية أي إقتناء أوراق مالية صادرة عن عدة دول وليس من سوق دولة معينة، هذا الأمر يتطلب من المستثمر أن يكون على دراية بظروف عدد كبير من الأسواق الدولية، أو أن تكون لديه إتصالات قوية مع سماسرة هذه الأسواق و مستشارين ماليين فيها، أو الاستثمار في صناعات وقطاعات مختلفة.

2-2-مخاطر غير منتظمة: يطلق عليها تسميات متعددة منها المخاطر التي يمكن تجنبها أو المخاطر القابلة للتنويع، المخاطر الخاصة، أو مخاطر الإستثمار في ورقة مالية أو شركة معينة، أو قطاع معين. *وتعرف المخاطر غير النظامية بأنها ذلك الجزء من المخاطر الكلية التي تكون فريدة وخاصة بشركة أو قطاع معين، وهذه المخاطر مستقلة عن محفظة السوق أي مرتبطة بتكوين محفظة أوراق مالية معينة. ويمكن للمستثمر التخلص من المخاطر المنتظمة بتنويع محفظة الأوراق المالية الخاصة به تنوعا قطاعيا، أو تنوعا في الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية، بحيث يتم الإستثمار في عدد مختلف من الأوراق المالية الصادرة عن عدة قطاعات، وفي نفس الوقت تنويع الأوراق داخل القطاع الواحد، وعدم الإقتصار على أوراق قطاع واحد أو شركة واحدة¹.

2-3-المخاطر الكلية: تعرف المخاطر الكلية بأنها التباين الكلي في معدل العائد على الإستثمار في محفظة الأوراق المالية أو في مجال إستثمائي آخر، كما تعرف بأنها حاصل جمع المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة.

ثالثا: مصادر الخطر: تنقسم مصادر الخطر حسب نوعها إلى مصادر الخطر المنتظم، ومصادر الخطر غير المنتظم.

1- سامي حطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الإستثمار، مقال بدعوة من هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، 2005، ص 18، 19.

3-1-1-3- مصادر الخطر المنتظم: وتشمل:

3-1-1-3-1-1-3 خطر سعر الفائدة: أي التقلبات الناجمة في عوائد الأوراق المالية نتيجة للتغيرات الحاصلة في مستويات معدلات الفائدة، وينتج هذا الخطر عندما تتغير أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة مما يؤدي إلى التأثير في عوائد كل الأوراق المالية، والسبب في ذلك أن قيمة الورقة المالية هي القيمة الحالية لدخل الورقة المالية، وحيث أن سعر الفائدة في السوق هو سعر الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية للأوراق المالية، فإن أسعار كافة الأوراق المالية تميل إلى التحرك في اتجاه معاكس للتغيرات الحادثة في مستوى أسعار الفائدة.

* إن هذا النوع من المخاطر يصيب كافة الاستثمارات بصرف النظر عن نوع وظروف الاستثمار ذاته، ويعتقد البعض أنه بالإمكان تفاديه بشرائهم للسندات قصيرة الأجل، بحيث لا تتعرض للتقلبات الشديدة في أسعارها السوقية، مقارنة بالأوراق المالية ذات آجال الإستحقاق الأطول، إلا أن الإستثمار في السندات قصيرة الأجل قد يتعرض لسلسلة من عمليات إعادة الإستثمار قصيرة الأجل بعوائد سوقية متغيرة باستمرار، وبهذا قد تتأثر العوائد نتيجة حدوث تغيرات في سعر الفائدة لا يمكن تفاديه بسهولة.

3-1-1-3-2-1-3 خطر القوة الشرائية: أي تعرض الأموال المستثمرة لانخفاض في قيمتها الحقيقية أي في قوتها الشرائية،

ويحدث هذا بسبب التضخم، ويصل هذا النوع من المخاطر إلى أقصاه إذا تعلق الأمر بالأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات. وقد يرى البعض إلى الأسهم العادية على أنها محمية من التضخم، أي أنها تحمي من يفتيتها من مخاطر القوى الشرائية غير أن هذا غير صحيح، ذلك أن الأسهم العادية قد تتأثر بدرجة أقل مقارنة بالسندات، إلا أنها لا تؤدي دائماً إلى زيادات حقيقية في القوى الشرائية أثناء التضخم، ومن ثم فإنها توفر تحوطاً جزئياً فقط من التضخم¹.

3-1-1-3-3-1-3 خطر السوق: يحدث نتيجة لتقلبات تطراً في سوق رأس المال أو نتيجة لأسباب إقتصادية، إجتماعية، أو

سياسية، ... في الدولة أو في دول أخرى، تربطها بالدولة المعنية علاقات عمل ويؤثر هذا النوع من المخاطر على وجه الخصوص على الأسهم العادية، أما السندات والأسهم الممتازة فهي أقل عرضة لأن قيمتها الحقيقية يمكن تقديرها بدقة أكبر مقارنة بقيمة الأسهم.

3-1-1-3-4-1-3 خطر الرفع المالي: يزيد الرفع المالي لأي إستثمار بزيادة التمويل بالديون مقارنة بحقوق الملكية، ويعتبر هذا الخطر مصدر من مصادر الخطر المنتظم إذا تعلق الأمر بتغيرات دورية في مبيعات الشركة أثناء دورة الأعمال، فنتيجة للمغالاة في الاعتماد على الديون يزيد التقلب في الأرباح، وهذه التقلبات الدورية في الأرباح تنعكس في صورة تقلبات منتظمة في أسعار الأسهم.

3-1-5-خطر الرفع التشغيلي: وينتج هذا الخطر نتيجة لإرتفاع التكاليف الثابتة الناجمة عن الإحتفاظ المستمر بالأصول الثابتة سواء زاد أو نقص مستوى المخرجات ، ويعتبر كمصدر للمخاطرة غير المنتظمة إذا تعلق الأمر .

بالتغيرات غير الدورية الممكن حدوثها أثناء دورة الأعمال، وبالتالي نتيجة لإرتفاع التكاليف الثابتة فإن هذا سيؤثر على العوائد و الأرباح الدورية، أي يؤدي إلى إحداث تقلبات منتظمة في أسعار الأسهم.

3-2-مصدر الخطر غير المنتظم: هناك عدة مصادر للمخاطرة غير المنتظمة، من بينها ما يلي:

3-2-1-خطر الرفع المالي: يمكن إعتبار خطر الرفع المالي مصدر للمخاطرة غير المنتظمة، في حالة ما إذا كانت تأثيرات الرافعة المالية على الخطر غير المرتبط بدورة العمل، كأن يحدث تراجع في مبيعات الشركة لسبب

غير منتظم و غير محتمل، يؤدي بدوره إلى إنخفاض أسعار أسهمها، وبما أن الشركة تعتمد على الديون في تمويلاتها مما يزيد الأمر تعقيدا، وعليه فإن الخطر في هذه الحالة يكون نتيجة خطر رفع مالي غير منتظم.

3-2-2-خطر الرفع التشغيلي: بدوره يمكن أن يكون كمصدر للمخاطرة غير المنتظمة، أي يمكن أن يؤثر على العوائد غير المنتظمة ، وهذا إذا تعلق الأمر بالتغيرات غير الدورية التي من الممكن أن تطرأ، ومن ثم التأثير في

عوائد حملة الأسهم و التي ينجم عنها مباشرة تغير في أسعار الأسهم، وكل هذا ينشأ مع إرتفاع التكاليف الثابتة نتيجة الإحتفاظ بالأصول الثابتة لمدة طويلة.

3-1-6-مخاطر الإدارة: ونقصد بها أخطاء الإدارة المحتمل أن يرتكبها أفراد فريق الإدارة والتي تؤدي إلى إحداث تأثيرات غير منتظمة في العوائد المستحقة للمستثمرين، ومن أخطاء الإدارة الشائعة عدم الإستعداد لمواجهة الأزمات و إنعدام البصيرة و الحكمة في التعامل مع الأزمات، وبالتالي تحدث تأثيرات غير منتظمة في العوائد المستحقة للمستثمرين.

3-1-7-خطر الصناعة: خطر مرتبط بالنشاط الاقتصادي الذي يمارسه المشروع أي بالصناعة التي يعمل فيها

المشروع كوجود صعوبة في توفير المواد الأولية، وجود خلافات بين العمال التأثيرات الخاصة بالقوانين الحكومية كالمعلقة بالرقابة على التلوث مثلا، وعليه يحدث ضررا كبيرا للأرباح والقيم السوقية لأسهم المنشآت المتضررة.

ونشير في الأخير إلى أن هناك أنواع أخرى من المخاطر كخطر الأعمال، خطر التمويل، خطر إصدار الأوراق المالية... الخ¹.

¹- نفس المرجع السابق، ص 36،37.

4-قياس خطر المحفظة المالية: إذا كانت مخاطر المحفظة المالية ما هي إلا محصلة مخاطر الاستثمارات الفردية، فإن الأمر يقتضي التعرض إلى طرق قياس خطر الأوراق المالية الفردية أولاً ثم التطرق لطرق قياس خطر المحفظة المالية.

4-1-قياس خطر الاستثمارات الفردية: هناك عدة مقاييس خاصة بالمخاطر غير أننا سنميز بين المخاطر التاريخية والمخاطر المتوقعة.

4-1-1-المخاطر التاريخية: في هذا الصدد نميز بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة.

أ -المخاطر المنتظمة: تقاس المخاطر المنتظمة عن طريق الانحراف المعياري، هذا الأخير الذي يقيس لنا مدى تشتت القيم عن وسطها الحسابي أي يقيس مدى تقلب العائد عن الوسط الحسابي لذلك العائد. ويحسب

$$\delta^2 = \sum (R_i - R)^2 / (n-1)$$

حيث:

R_i : عائد الورقة المالية:

R : الوسط الحسابي للعائد:

N : عدد السنوات التي تتوافر فيها البيانات عن العائد: .

وهو عبارة عن مربع الانحراف، كما يوجد مقياس آخر له دلالة هو التباين المعياري وهذا يعني انه يمكن التوصل لقيمة أي منهما بدلالة الآخر، أما عن دلالة هذا المقياس فهو صغير كلما دل ذلك على قلة المخاطر (δ) ، فكلما كان $\delta >$ ينحصر بين الصفر و الواحد أي 0، بالإضافة إلى هذين المقياسين هناك مقياس آخر نسبي يتم قياس المخاطر به يتمثل في معامل الاختلاف، ويتم حسابه وفق العلاقة التالية:

$$\text{معامل الاختلاف} = \frac{\text{الانحراف المعياري}}{\text{القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية}}$$

ويقيس معامل الاختلاف حجم المخاطر لكل % 1 متوسط العائد على الاستثمار، وكلما كان صغير دل ذلك على قلة المخاطر، مع العلم أن هذا المقياس يفضل استخدامه بدلاً عن الانحراف المعياري في الحالات التي يغطي فيها هذا الأخير نتائج مضللة.

ب -المخاطر غير المنتظمة: يعبر عن الانحراف المعياري للمحفظة المالية برقم مطلق وبما أن الأرقام المطلقة من الصعب تفسيرها، لذلك فقد تم استخدام مقياس بديل للخطر، وهذا المقياس هو ما يعرف بمعامل بيتا. ومعامل بيتا هو مقياس لدرجة تقلب عائد معين في علاقته بمتوسط عائد السوق أو عائد مجموعة) عينة من الأسهم الممثلة للسوق ككل، ومثل هذا السهم يميل عائده إلى الحركة صعودا ونزولا وبشكل يتوافق مع حركة عائد السوق ، ويمكن قياس حركة هذا السوق بواسطة بعض المؤشرات كمؤشر داوجونز الصناعي لعينة من 30 سهم ومؤشر ستاندر و بوز لعينة من 500 سهم، ويتم قياس معامل بيتا لأي ورقة مالية وفق المعادلة التالية:

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)} = \frac{\delta_i \delta_m}{\delta^2 m}$$

حيث:

β_i : معامل بيتا للسهم (i).

P_{im} : معامل الارتباط بين العائد السوقي وعائد السهم i .

δ_i : الانحراف المعياري للورقة

δ_m : الانحراف المعياري لعائد السوق .

$\delta^2 m$ تباين عائد السوق ويرمز له أيضا بالرمز : $\text{Var}(R_m)$

4-1-2-المخاطر المتوقعة: يتم حسابها وفقا لعدة طرق إلا أن أكثرها شيوعا هي الانحراف المعياري المتوقع، هذا الأخير الذي هو عبارة عن المتوسط المرجح للانحرافات المتوقعة عن العائد، و يحسب بالعلاقة التالية:

$$= \sum (R_i - R)^2 \cdot P_i \cdot p \cdot \delta$$

حيث:

P_i : إحتمال حدوث العائد R_i .

R_i العائد على الورقة المالية i .

R : متوسط العائد¹.

4-2-قياس خطر المحفظة المالية: إن خطر المحفظة المالية أو درجة التقلب في عائدها لا يتوقف على

مخاطر الأوراق المالية المشكلة لها، بل يتوقف أيضا على طبيعة الارتباط بين عوائد تلك الأوراق المالية.

وقد إعتد الإحصائيون على مقياسين لقياس درجة خطر محفظة الأوراق المالية و المتمثلان حيث يتم حساب تغاير "coefficient de corrélation" و معامل الارتباط ، "covariance" في التغاير (معدل

عائد ورقتين ماليتين بطريقتين كما يلي):

$$\text{Cov}(a,b) = \frac{(R_a - R_a)(R_b - R_b)}{N - 1}$$

¹ -نفس المرجع السابق، ص 39،40.

حيث:

(b) و (a) تباين عائد الورقتين الماليتين $Cov(a,b)$:

(a).عائد الورقة المالية: R

(b)عائد الورقة المالية: Rb

N : عدد السنوات¹

الفرع الثالث: التنويع يعتبر التنويع العامل الثالث الذي يحكم تكوين محفظة أوراق مالية ناجحة وذلك لأنه يساهم في تخفيض مخاطرها.

أولاً: تعريف التنويع: يقصد بالتنويع المتعلق بتشكيلة الأوراق المالية ذلك التنويع الذي ينجم عنه تخفيض المخاطر التي يتعرض لها العائد دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم ذلك العائد، كما يعتبر من أهم العوامل المعتمدة في السياسة الاستثمارية عموماً، إذ انه إذا لم يكن بالإمكان تجنب جميع المخاطر فانه على الأقل يمكن تجزئتها وحصرها في نسبة مقبولة.

إن مبدأ التنويع لا يعني مجرد تنويع الأوراق المالية فحسب، وإنما ينبغي أن يضمن توزيع المخاطر للأموال المستثمرة وذلك بتوزيع الاستثمارات على أكبر عدد ممكن من الأوراق المالية المتنوعة تنوعاً نوعياً وجغرافياً².

ثانياً: أسس التنويع: هناك عدة أسس للتنويع من أهمها تنويع جهة الإصدار، وتنويع تواريخ الاستحقاق.

2-1- تنويع جهة الإصدار: أي عدم الاقتصار على أوراق مالية صادرة عن شركة واحدة، وعدم الاقتصار على نوع واحد من الأوراق المالية، بالإضافة إلى التنويع الدولي، وفي هذا الصدد نميز بين التنويع الساذج وتنويع ماركويتز³.

2-1-1- التنويع الساذج البسيط: يقوم أسلوب التنويع الساذج أو البسيط على فكرة أساسية مفادها، أنه كلما زاد تنويع الأوراق المالية التي تضمها المحفظة المالية كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها، إلا أن المغالاة

وآرشر "EVANS" في التنويع يؤدي إلى إحداث آثار عكسية وهذا ما بينه كل من أفانز، حيث توصلنا إلى إلى الآثار التالية⁴:

-صعوبة إدارة المحفظة المالية. -تحمل تكاليف عالية نتيجة البحث الدائم عن استثمارات جديدة أكثر ضماناً.

¹-محمد صالح الحناوي ، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، مرجع سابق،ص 237.

²- مركز التعليم المفتوح، **نظرية إدارة المحافظ المالية**، جامعة بنها، مصر، ص 11، على الموقع الإلكتروني: [http://bu.edu.eg/olc/images/8th-11%20\(1\).pdf](http://bu.edu.eg/olc/images/8th-11%20(1).pdf)، تاريخ الزيارة:2012.12.23، على الساعة 10:30.

³-سارة بوزيد ، مرجع سابق، ص 43.

⁴-ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، مرجع سابق، ص 270.

-اتخاذ قرارات غير صائبة نتيجة كثرة الأوراق المالية. - ارتفاع متوسط تكاليف الشراء وذلك لأن زيادة التنويع يعني شراء كميات قليلة من كل نوع من الأوراق المالية، مما يؤدي إلى ارتفاع متوسط العمولات المدفوعة للمسامرة.

2-1-2-تنويع ماركويتز: إذا كان التنويع الساذج يقضي بالاختيار العشوائي للأوراق المالية فإن تنويع ماركويتز يقضي بضرورة الاختيار الدقيق لتلك الأوراق المالية، وبالتالي فهو يعتمد على فكرة أساسية تقوم على أساس أن خطر المحفظة المالية لا يتوقف على مخاطر الأوراق المكونة لها فحسب وإنما أيضا على الترابط بين عوائد هذه الأوراق¹.

2-2-تنويع تواريخ الاستحقاق: إن العلاقة بين أسعار الفائدة في السوق و بين القيمة السوقية لأوراق المالية تشير إلى أن تقلب أسعار الفائدة يترتب على تقلبات أكبر من قيمة السندات طويلة الأجل مقارنة بالسندات قصيرة الأجل، لذا فصاحب المحفظة تواجهه مشكلة توزيع مكونات المحفظة بين هذين النوعين من السندات، ولأجل ذلك

سنميز بين ثلاث أنواع من أساليب التنويع²:

2-2-1-الأسلوب الهجومي: أي قيام المستثمر بالتحول من السندات قصيرة الأجل إلى السندات طويلة الأجل وفقا للاتجاهات المتوقعة، فإذا أشارت التوقعات إلى ارتفاع أسعار الفائدة فإن المستثمر سيسارع لبيع السندات طويلة

الأجل ليعيد استثمار حصيلتها في شراء سندات قصيرة الأجل وإذا تحققت التنبؤات فسوف يستخدم عائد استثماراته الجديدة ولن ينتظر حتى حلول استحقاقها، والعكس صحيح.

2-2-2-تدرج تواريخ الاستحقاق: أي توزيع مكونات المحفظة المالية بين أوراق مالية ذات تواريخ استحقاق متدرجة، حيث يقوم بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي باستطاعته قبوله ثم يضع هيكل لتواريخ الاستحقاق يوزع على أساسه أوراقه المالية المقسمة إلى أجزاء متساوية، وبهذا يشكل محفظة تتكون من مجموعات أوراق مالية – وهذه الأوراق عبارة عن سندات -لا تستحق في نفس الوقت مما يؤدي إلى توفير مرونة في عملية التنويع.

2-2-3-التركيز على الأوراق قصيرة الأجل و طويلة الأجل:دون الاستثمار في الأوراق المالية المتوسطة الأجل، وهذا لأن الأوراق المالية قصيرة الأجل مخصصة لمواجهة طلبات السيولة، أما الأوراق طويلة الأجل فهي مخصصة لزيادة الأرباح، بينما الاستثمارات متوسطة الأجل فلا تسهم لا في السيولة ولا في الأرباح.

¹-منير ابراهيم هندي، **الفكر الحديث في الاستثمار**، منشأة المعارف للتوزيع، مصر ، الطبعة الثانية ، 2003 ، ص 82.

²-ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، أحمد زكريا صيام، مرجع سابق، ص 271، 272.

3-علاقة التنويع بالمخاطر الكلية: لقد سبق تقسيم المخاطر الكلية إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة، وعليه سيتم التعرف على العلاقة الموجودة بين التنويع وكلا من المخاطر المنتظمة و المخاطر غير المنتظمة.

3-1علاقة التنويع بالمخاطر المنتظمة: بما أن المخاطر المنتظمة هي المخاطر التي تصيب كافة الأوراق المالية بصرف النظر عن الجهة المصدرة لها، لذا فان من الصعب التخلص منها أو تخفيضها بتنويع مكونات المحفظة تنوعاً بسيطاً، إلا أنه من الممكن التخفيف منها وذلك عن طريق إتباع أسلوب ماركويتز، أي بتكوين محفظة أوراق مالية معامل الارتباط بينها سالب.

3-2-علاقة التنويع بالمخاطر غير المنتظمة: بما أن المخاطر غير المنتظمة تصيب شركة معينة أو قطاع معين أو نوع معين من الأوراق المالية، لذا فمن الممكن تجنبها عن طريق التنويع وعدم التركيز على إصدارات شركة واحدة أو نوع واحد من الأوراق المالية. هذا و تجدر الإشارة في الأخير إلى أن المحفظة المالية و تكوينها ما هي إلا مرحلة تمهيدية لمرحلة تابعة لها وهي إدارتها، هذه الأخيرة التي تنطلق من خلال عمليات البيع والشراء لمكونات المحفظة المالية¹.

¹-سارة بوزيد، مرجع سابق، ص43-45.

المطلب الثالث: الأحكام الفقهية للمحافظ المالية وضوابطها الشرعية والمخاطر التي تواجهها

عند النظر إلى أنواع هذه المحافظ واختلافها باختلاف هدف المستثمر نجد أن هذا الاختلاف يؤثر في اختيار مكونات المحفظة من الأوراق المالية ، فمن كان هدفه الدخل الثابت وإن كان قليلا مع عدم تحمل المخاطرة فإن السندات هي أفضل مكونات هذه المحفظة ، ومن كان هدفه الأرباح العالية والنمو السريع مع تحمل درجة كبيرة من المخاطرة فإن الأسهم والعملات أفضل مكونات هذه المحفظة ، باختلاف هدف المستثمر يؤثر في اختلاف مكونات المحفظة ، ولذا نجد أن بعضهم يقسم المحافظ بحسب الهدف كما سبق وبعضهم الآخر يقسمها بحسب المكونات كمحافظ الأسهم ومحافظ السندات .

الفرع الأول: الأحكام الفقهية لمحافظ السندات والأسهم

أولا: أحكام بناء محفظة السندات

عندما تريد الشركة أو المؤسسة توسيع نشاطها التجاري ، أو كان لديها مشاريع كبيرة تحتاج إلى مصادر جديدة من الأموال فإنها تفعل ذلك إما عن طريق طرح أسهم جديدة للاكتتاب أو عن طريق الاقتراض بواسطة السندات ، وقد تفضل بعض الشركات زيادة رأس مالها عن طريق السندات لأن زيادتها لرأس مالها عن طريق الأسهم يعني زيادة عدد المساهمين الجدد الذين سيزاحمون المساهمين القدامى على أرباح الشركة واتخاذ قراراتها ¹

والسندات أنواع كثيرة ومتجددة بين فترة وأخرى وتختلف باختلاف مصدرها وشكل الفائدة المحتسبة فيها ، إلا أن الإطار العام الذي يجمعها هو أنها عبارة عن ديون بفوائد معلومة مسبقا ، وهذه الفوائد هي عين ربا النسئة الذي لا خلاف في حرمة ² ، وقد ذهب غالبية العلماء المعاصرين إلى حرمة التعامل بالسندات ، وهو الظاهر من الأدلة وبهذا أيضا صدر قرار من المجمع الفقهي الإسلامي حول السندات ونص على الآتي ³:

"" إن مجمع الفقه الاسلامي الدولي المنعقد في دورة مؤتمره السادس بجدة في المملكة العربية السعودية من 17-23 شعبان 1410 الموافق 14-20 آذار (مارس) 1990م ، بعد إطلاعه على الأبحاث والتوصيات والنتائج المقدمة في ندوة 'الأسواق المالية ' المنعقدة في الرباط 20-24 ربيع الثاني 1410هـ الموافق ل 20-24 تشرين أول (أكتوبر) 1989م بالتعاون بين هذا المجمع والمعهد الاسلامي للبحوث والتدريب بالبنك الاسلامي للتنمية ، وباستضافة وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية بالمملكة المغربية ""

وبعد الاطلاع على أن السند شهادة يلتزم المصدر بموجبها أن يدفع لحاملها القيمة الاسمية عند الاستحقاق ، مع دفع فائدة متفق عليها منسوبة إلى القيمة الاسمية للسند ، أو ترتيب نفع مشروط سواء أكان جوائز توزيع بالقرعة أم مبلغا مقطوعا أم حسما ، قرر ما يلي :

¹ أحمد معجب العتيبي ، مرجع سابق ، ص 105 - 106

² محمد عثمان شبيب ، المعاملات المالية المعاصرة ، مرجع سابق ، ص 217

³ قرارات من المجمع الفقهي الاسلامي : <http://www.ikhwan.net/archive/showthread.php?t=63798> يوم 2013/12/03 على الساعة

- إن السندات التي تمثل التزاما بدفع مبلغا مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروط محرمة شرعا من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول ،لأنها قروض ربوية سواء أكانت الجهة المصدرة لها خاصة أو عامة ترتبط بالدولة ،ولا أثر لتسميتها شهادات أو صكوكا استثمارية أو ادخارية أو تسمية الفائدة الربوية الملتزمة بها ربحا أو ريعا أو عمولة أو عائدا .
- تحرم أيضا السندات ذات الكوبون الصفري باعتبارها قروضا يجري بيعها بأقل من قيمتها الاسمية، ويستفيد أصحابها من الفروق باعتبارها حسما لهذه السندات.
- كما تحرم أيضا السندات ذات الجوائز باعتبارها قروضا اشترط فيها نفع أو زيادة بالنسبة لمجموع المقرضين، أو لبعضهم لا على التعيين، فضلا عن شبهة القمار.
- من البدائل للسندات المحرمة - إصدار أو شراء أو تداول - السندات أو الصكوك القائمة على أساس المضاربة لمشروع أو نشاط استثماري معين ،بحيث لا يكون لمالكها فائدة أو نفع مقطوع ، وإنما تكون لهم نسبة من ربح هذا المشروع بقدر ما يملكون من هذه السندات أو الصكوك ولا ينالون هذا الربح إلا إذا تحقق فعلا ،ويمكن الاستفادة في هذا من الصيغة التي تم اعتمادها بالقرار رقم 05 للدورة الرابعة لهذا المجمع بشأن سندات المقارضة¹ .

وتجدر الإشارة إلي أنه قد ظهرت بدائل لهذه السندات أثبتت جدواها وأهميتها الاقتصادية وأعطت للصناعة المالية الإسلامية تميزا جديدا وملحوظا ألا وهي الصكوك الإسلامية وهي أنواع مختلفة فمنها صكوك المضاربة ومنها صك الإجارة ومنها صكوك السلم ومنها صكوك المشاركة وصكوك المرابحة كما بينا ذلك في المبحث الأول من هذا الفصل ،وقد يعبر عنها البعض بلفظ سندات بدلا من صكوك لكي لا يكون هناك لبس بينها وبين السندات المحرمة ،ولإيجاد تميز خاصة للصناعة المالية الإسلامية في مسمياتها ،إلا أن الصكوك الإسلامية تختلف عن السندات التي تمثل مديونية بفائدة ،فالسند عبارة عن دين في ذمة الشركة ولا يتعلق بموجوداتها ،والصك عبارة عن حصة شائعة في موجودات الشركة ،كما أن حامل السند يستحق القيمة الاسمية لسنده في مواعيد الاستحقاق المدونة فيه إضافة إلي الفائدة المحددة سلفا ، فمالك السند لا يشارك في تحمل مخاطر الاستثمار بخلاف مالك الصك الاسلامي فإنه يتأثر بنتيجة أعمال الشركة ،وليس هناك من شبه بين سندات المقارضة الحلال وهذه السندات الحرام إلا في طريقة جمع الأموال² .

ثانيا: أحكام بناء محفظة الأسهم

إن تقسيم رأس مال الشركة إلي حصص متساوية تسمى بالأسهم لا يتنافى مع مبادئ الشريعة ولا القواعد العامة للشركة ،إذ لا يوجد ما ينافي مقتضى الشركة بل هو من قبيل التنظيم للشركة ،وقد قرر الفقهاء أن

¹ مجلة مجمع الفقه الاسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الاسلامي ،العدد السادس ، جزء 2 ، ص 1725

² أحمد معجب العتيبي ،مرجع سابق ،ص 108

بيع الشريك لحصته جائز ،وهذا ينطبق على الأسهم إذ إنها تمثل حصصاً شائعة ،قال شيخ الإسلام ابن تيمية: يجوز بيع المشاع باتفاق المسلمين ،كما مضت بذلك سنة رسول الله ص¹ .

أم إذا كانت المحفظة مختلطة وهي تلك المحفظة التي تمزج في مكوناتها بين أسهم وسندات وعمليات بنسب مختلفة لكل ورقة ،وهذه الأوراق تختلف أحكامها الفقهية لاختلاف صفاتها فبعضها يمثل ديوناً وبعضها يمثل ملكية وبعضها سيولة ،وبما أن محفظة العميل له وحده ولا يشاركه أحد فيها ولا تتمتع بالشخصية الاعتبارية ،كما أن مكوناتها لا تتمزج بعضها مع بعض بحيث تكون شيئاً واحداً لا يمكن الفصل بينهما بل هي مكونات معلومة بنسبة معلومة لكل ورقة منها ،بالتالي يلتزم بأحكام الصرف عند بيع العملات التي في المحفظة بأحكام الدين عند بيع الأوراق التي تمثل ديوناً ،وأما عند بيع أسهم المحفظة فإن هذه الأسهم تمثل حصصاً شائعة في شركات متعددة ،وبالتالي يرتبط حكم بيعها بمكونات السهم نفسه في الشركة فإن كانت مكونات السهم بالشركة شيئاً واحداً كالأعيان أو النقود أو الديون فالحكم واضح لأن السهم سيمثل حصة شائعة في الأعيان فقط فيطبق عليه حكم بيع الأعيان ،وإن كان يمثل حصة شائعة فقط في الديون فيطبق عليه حكم بيع الدين ،وإن كان يمثل حصة شائعة في النقود فقط فيطبق عليه حكم بيع النقود ،لكن المشكلة لو كانت مكونات السهم مختلطة من أعيان ونقود وديون فما هو الحكم الذي سيطبق على بيع هذا السهم ؟ .

قد تحدث الفقهاء المعاصرون عن حكم تداول أسهم الشركات مع أنها قد تكون أموالها عبارة عن أعيان وديون ونقود ؟

وأجابوا عنها بأجوبة تدل على أصل الجواز إلا أنهم اختلفوا في المستند الذي استندوا به على الجواز فقد أفتى بهذه المسألة من المتأخرين العلامة محمد بن إبراهيم آل الشيخ مفتي الديار السعودية سابقاً -رحمه الله- مستنداً إلي مبدأ التبعية ،وهذا نص السؤال والفتوى :

الحمد لله وكفى ، وسلام على عباده الذين اصطفى وبعد:

" فقد ورد إلينا استفتاء عن هذه الشركات المساهمة (كشركة الكهرباء، والاسمنت والغاز) ونحوها مما يشترك فيه المساهمون ثم يرغب بعضهم بيع شيء من سهامهم بمثل قيمتها أو أقل أو أكثر حسب نجاح تلك الشركة وضده ،وذكر المستفتي أن الشركة عبارة عن رؤوس أموال بعضها نقد وبعضها ديون لها وعليها وبعضها قيم ممتلكات وأدوات مما لا يمكن ضبطه بالرؤية ولا بالوصف ،واستشكل السائل القائل بجواز بيع تلك السهام ،لأن المنصوص اشترط معرفة المتبايعين للمبيع ،كما أنه لا يجوز بيع الدين في الذم .

والجواب: الحمد لله ، لا يخفى أن الشريعة الإسلامية كفيلة ببيان كل ما يحتاج الناس إليه في معاشهم ومعادهم ، قال تعالى وَيَوْمَ نَبْعَثُ فِي كُلِّ أُمَّةٍ شَهِيدًا عَلَيْهِمْ مِّنْ أَنفُسِهِمْ^ط وَجِئْنَا بِكَ شَهِيدًا عَلَيَّ هَؤُلَاءِ^ج وَنَزَّلْنَا عَلَيْكَ الْكِتَابَ تَبَيِّنًا لِّكُلِّ شَيْءٍ وَهُدًى وَرَحْمَةً وَدُشْرَىٰ لِلْمُسْلِمِينَ^{٨٩}

النحل الآية 89 .

والكلام على هذا مبني على معرفة حكم عقد هذه الشركة ومساهمة الناس فيها ولا ريب في جواز ذلك ولا نعلم أصلا من أصول الشرع يمنعه وينافيه ، ولا أحد من العلماء نازع فيه .

إذا عرف هذا فإنه إذا كان للإنسان أسهم في أية شركة وأراد بيع أسهمه منها فلا مانع من بيعها ، بشرط معرفة الثمن ، وأن يكون أصل ما فيه الاشتراك معلوما ، وأن تكون أسهمه منها معلومة أيضا ، فإن قيل : إن فيها جهالة ، لعدم معرفة أعيان ممتلكات الشركة وصفاتها ؟

فيقال: إن العلم في كل شيء بحسبه ، فلا بد أن يطلع المشتري على ما يمكن الاطلاع عليه بلا حرج ولا مشقة ، ولا بد أن يكون هناك معرفة لحالة الشركة ونجاحها وأرباحها ، وهذا مما يتعذر علمه في الغالب ، لأن الشركة تصدر في كل سنة نشرات توضح فيها بيان أرباحها وخسارتها ، كما تبين ممتلكاتها من عقارات ومكائن وأرصدة كما هو معلوم من الواقع ، فالمعرفة الكلية ممكنة ولا بد ، وتتبع الجزئيات في مثل هذا فيه حرج ومشقة ، ومن القواعد المقررة أن المشقة تجلب التيسير ، وقد صرح الفقهاء رحمهم الله - باغتفار الجهالة في مسائل معروفة في أبواب متفرقة مثل جهالة أساس الحيطان ، وغير ذلك .

فإن قيل: إن في هذه الشركات نقودا ، وبيع النقد بنقد لا يصح إلا بشرطه ، فيقال: إن النقود هنا تابعة غير مقصودة ، وإذا كانت بهذه المثابة فليس لها حكم مستقل ، فانتهى محذور الربا .

فإن قيل : إن للشركة ديونا في ذمم الغير ، أو أن على تلك السهام المبيعة قسطا من الديون التي قد تكون على أصل الشركة ، وبيع الدين في الذمم لا يجوز إلا لمن هو عليه بشرط .

فيقال : وهذا أيضا من الأشياء التابعة التي لا تستقل بحكم بل هي تابعة لغيرها والقاعدة أنه يثبت تبعا ما لا يثبت استقلالا ويدل على ذلك حديث ابن عمر " من باع عبدا وله مال فماله للبائع إلا أن يشترطه المبتاع " رواه مسلم ، فعموم الحديث يتناول مال العبد الموجود والذي له في ذمم الناس ، ومما يوضح ما ذكر أن هذه الشركة ليس المقصود منها موجوداتها الحالية ، وليست زيادتها أو نقصها بحسب ممتلكاتها وإنما المقصود منها أمر وراء ذلك وهو نجاحها ومستقبلها وقوة الأمر في إنتاجها والحصول على أرباحها المستمرة غالبا وبما ذكر يتضح وجه القول بجواز بيعها على هذه الصفة . والله سبحانه أعلم^٢

^١ سورة النحل، آية 89

^٢ أحمد معجب العتيبي، مرجع سابق، ص 129-132.

فيلاحظ في فتوى الشيخ أنه بناها على قاعدة التبعية وهي " يثبت تبعا ما لا يثبت استقلالا" وأن الأصل والمقصد من الشركة المساهمة هو إنتاجها ونشاطها ثم الحصول على الأرباح، وتعتبر الديون والنقود تابعة لهذا المقصد.

الفرع الثاني: ضوابط بناء محفظة الأوراق المالية الإسلامية

من خلال ما تقدم من أحكام فقهية للمحافظ المالية ومكوناتها يمكننا أن نستخرج ضوابط شرعية لبناء محفظة أوراق مالية إسلامية وهي كالآتي:¹

1- لا بد في المحفظة المالية الإسلامية من استبعاد جميع الأوراق المالية التي تمثل مديونية بفائدة محددة سلفا كالسندات وأذونات الخزينة وشهادات الإيداع.

2- لا مانع من وجود السندات الإسلامية في المحفظة المالية كسندات المقارضة والمشاركة إذ إنها تختلف عن سندات المديونية وإن تشابهت في الاسم .

3- يجب أن تكون أسهم المحفظة لشركات نشاطها مباح غير محرم، وإلا فلا يجوز أن تكون في مكونات المحفظة وهذا بالاتفاق.

4- يجوز أن تكون أسهم المحفظة لشركات نشاطها مباح وتتعامل أحيانا بالحرام إن كانت الحاجة العامة والضرورة داعية لوجود مثل هذه الشركات، فإن انتفت الحاجة فلا يجوز أن تكون في مكونات المحفظة.

5- لا مانع من أن تكون العملات جزءا في بناء محفظة الأوراق الإسلامية بشرط مطابقتها لأحكام الصرف في الفقه الإسلامي.

وعلى هذا نجد أن محفظة الأوراق المالية الإسلامية أقل عددا من محفظة الأوراق المالية التقليدية وذلك لوجود ضوابط وأحكام تلتزم بها، وهذا لا يعني أن محفظة الأوراق التقليدية أجدى نفعاً ودخلاً من المحافظ الإسلامية لأن فلسفة المحفظة المثالية لا تعتمد على كثرة الأوراق المالية - وهو ما يعرف بالتنوع البسيط - وإنما تعتمد على العلاقة التي تربط بين أدوات الاستثمار المكونة للمحفظة فلو كانت العلاقة طردية فالمخاطرة تكون أكبر مما لو كانت العلاقة عكسية أو مستقلة - وهو ما يعرف بتنوع ماركويتز - وعلى هذا سنتظن المحفظة الإسلامية صغيرة من حيث المكونات لفترة زمنية ما إلي أن تنتشر المؤسسات المالية الإسلامية ويتوسع نشاطها، والمستقبل يبشر بخير وأن الصناعة المالية الإسلامية ستتفوق على الصناعة التقليدية من حيث البنوك والمؤسسات والمحافظ والصناديق بل حتى بصيغ التمويل والاستثمار.

¹ نفس المرجع، ص 144، 145

خلاصة الفصل الأول :

لقيام سوق أوراق مالية ضمن إطاره الإسلامي لا بد أن تكون له أدوات مالية قائمة وفق منظوره وتتماشى مع قواعده ،كما أن الممارسات غير الأخلاقية التي تميز سوق رأس المال التقليدي من بيع صوري وشراء بغرض الاحتكار واستغلال ثقة العملاء وتلاعب في الأسعار إلي غير ذلك ،يؤكد أهمية وضرورة إيجاد سوق رأس مال إسلامي ودعمه بالأدوات الاستثمارية الشرعية وتميزه بضوابط أخلاقية وخضوعه للرقابة الشرعية ،دون نكران الحاجة إلي الابتكار والإبداع من أجل أن يقوم بالدور الاقتصادي لتحقيق مصالح المسلمين الاقتصادية المتوافقة مع شريعتهم .

لقد أخذ سوق الأوراق المالية الإسلامية من نظيره الوضعي فكرة الأدوات، وقننها بقوانينه ووفق شريعته وجعل لها شروط:

1- أن يكون مصدرها أساس نشاطه موافقا للشريعة ولا يتعامل إلا بما توافق عليه الشريعة .

2- أن تكون قائمة على مبادئ الشريعة من عدل ومساواة والابتعاد عن ما هو مخالف له من غرر وجهالة وأكل أموال الناس بالباطل بامتياز أحدهم عن الآخر.

3- أباح تداولها باعتبارها جزء مشاع من المشروع على شروط:

• إذا كان المشروع قائما وبدأ الإنتاج فتباع بسعر السوق (العرض-الطلب)

• إذا كان المشروع مازال نقود فتباع على أساس قواعد الصرف.

4- كما أباح بيعها بالتقسيط في كل من السوقين الأول والثاني.

كما يتفق العلماء على أن السندات الربوية هي شهادات بديون على الجهة المصدرة حول السندات حيث كلها تجر نفعاً (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 أنه حكم مجمع عليه من قبل العلماء المسلمين، أما ما وجدته غير صالح له فحاول استبداله ووضع له البدائل الشرعية ،فكانت الصكوك بدل السندات واعتمدها في سوقه ،وهي قائمة في الأصل على العقود الشرعية مثل :صكوك المضاربة ،صكوك المرابحة ، صكوك المشاركة ،صكوك السلم ،صكوك الإستصناع ،صكوك الإجارة ..

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، كما 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 إلي أسهم الشركات القائمة على أنشطة محرمة والمتفق على حرمة إنشائها أو المساهمة فيها ،وإلي أسهم الشركات القائمة على أنشطة مباحة وهي ما اتفق على جواز المساهمة فيها وتداول أسهمها ،وإلي أسهم الشركات ذات الأنشطة المختلطة أي المشروعة من

حيث الأصل لكنها تتعامل في بعض معاملاتها بالأنشطة المحرمة أو تقتصر أو تودع بالفوائد وهي التي انقسم العلماء المعاصرون في حكم المساهمة فيها إلي رأيين الجواز والتحريم ولكل منهما حججه . أما بالنسبة للمستحدثات مما يجري في السوق الربوية ، فأغلب تلك المعاملات من عقود خيارات ومبادلات وعقود مستقبلية وأجلة كلها قائمة على الجهالة والمقامرة والميسر ومما لا يقبله الشرع ، فكان بطلانها لما هي قائمة عليه من باطل .

وكذلك بالنسبة للمحفظة الاستثمارية هي أداة حديثة من أدوات الاستثمار تقوم على أساس التنويع بين أصول المحفظة، وهي وسيلة ناجحة لمواجهة مخاطر الاستثمار الحديث عن طريق توزيع تلك المخاطر كما أن صفة المخاطرة في محفظة الأوراق الإسلامية أعلى منها في محفظة الأوراق التقليدية لأن الأخيرة تحتوي على السندات التي تمثل مديونية بفائدة معلومة سلفا مما يوفر لها عنصر أمان أكبر حيث تقل أو تكاد تنعدم المخاطرة معها ، وهذه السندات لا يجوز أن تكون في محفظة الأوراق المالية الإسلامية وبالتالي تفقد عنصر الأمان الذي تحتويه .

الفصل الثاني :

العلاقة بين العائد والمخاطرة في
سوق رأس المال – دراسة مقارنة-

الفصل الثاني:

العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق رأس المال -دراسة مقارنة-

تمهيد:

- المبحث الأول: العائد على الأصول المالية بين المفهوم الاستثماري التقليدي والمفهوم الاستثماري الإسلامي
- المبحث الثاني: المخاطر بين المفهوم الاستثماري التقليدي والمفهوم الاستثماري الإسلامي
- المبحث الثالث: قياس وعلاقة العائد والمخاطرة على الأوراق المالية في المحفظة ومن وجهة نظر إسلامية - دراسة مقارنة -
- خلاصة الفصل الثاني

تمهيد الفصل الثاني:

يختلف المستثمرون ومدراء الاستثمار باتجاههم في تفضيل المخاطرة، فهناك المجازف الذي لا يبالي بالخطر ويسعى لتحقيق العوائد فقط وهناك الشخص المتجنب للخطر الذي يرغب في عوائد قليلة مقابل تحمله درجة منخفضة من المخاطر، وهناك الشخص المعتدل والذي لا يقبل بأي مخاطرة إلا إذا كان يقابلها عائد متوقع مقبول يعوضه عن مقدار المخاطرة .

وتتعدد أشكال العوائد باختلاف أنواع الاستثمارات فقد تكون استثمارات حقيقية أو مالية وبالتالي قد تختلف طرق حسابه حسب الأصل المالي المستثمر فيه، وعموما هناك علاقة طردية بين العائد والمخاطرة، بحيث لا يتحمل المستثمر أي جزء من المخاطرة إلا إذا حصل على زيادة مقبولة في معدل العائد.

كما يعتبر الاستثمار في الأوراق المالية كغيره من الاستثمارات ذو وجهان، وجه يمثل العوائد التي يمكن تحقيقها والوجه الآخر يمثل المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر المالي عندما يربط أمواله بهذا الاستثمار، وتمثل محفظة الأوراق المالية أداة استثمارية مكونة من مجموعة الأوراق المالية، يهدف من تكوينها المستثمر المالي لتخفيض مخاطر الاستثمار عن طريق ما يدعى بتنوع الأوراق المالية المستثمرة بها وزيادة العائد من جراء احتفاظه بتلك الأوراق المالية، كما أن تسيير المحفظة في إطار العائد والمخاطرة يقتضي تجنب المخاطر محاولة لتعظيم العوائد، ولأي مستثمر مالي تفضيلات تعكس العلاقة بين العائد والمخاطرة العاملين الرئيسيان في تسيير وذلك بهدف اختيار المحفظة المثلى ذات الأداء الجيد ولقد ظهرت عدة نظريات ونماذج جاءت لتبرز العلاقة بين العائد والمخاطرة في محفظة الأوراق المالية كنظرية ماركوتز مثلا.... كل هذا بالنسبة للسوق المالية التقليدية، ومن هذا المنطلق يمكن إيجاد طرق ذات صبغة إسلامية تتناسب مع توجهات المجتمعات الإسلامية ولا تخالف الضوابط الشرعية، خصوصا وأن الطرق المستخدمة في الاقتصاد الرأسمالي لا تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية لما تتضمنه من مخالفات شرعية .

إن من أهم الأسباب التي تدعو المستثمر إلى تقييم المشروع ودراسة جدوى الاستثمار (عائد/مخاطرة) هو الرغبة في الاطمئنان على فرص نجاح المشروع والتعرف على مدى المخاطرة واحتمالات تعرض أمواله المستثمرة للخسارة، فالمستثمر (في الإسلام) ليس أقل حرصا على حماية أمواله من المستثمرين الآخرين، بل أن هدف حماية وصون الأموال أصلا من الأصول الإسلامية الخمسة التي تدور حولها مجمل أحكام الشريعة الإسلامية السمحة¹، وسنحاول في هذا الفصل الثاني من خلال مباحثه الثلاثة إبراز النقاط التالية :

¹ هذه الأصول هي: حفظ الدين، والنفس، والعقل، والمال، والنسل

المبحث الأول: دراسة حول العائد على الأصول المالية وذلك بين المفهوم الاستثماري التقليدي والإطار الاستثمار الإسلامي.

أما المبحث الثاني: نتكلم فيه عن المخاطر الاستثمارية المالية بين المفهوم التقليدي والمفهوم الإسلامي
أما المبحث الثالث والأخير نتكلم فيه عن: قياس وعلاقة العائد والمخاطرة على الأوراق المالية في المحفظة
ومن وجهة نظر إسلامية - دراسة مقارنة -

المبحث الأول: العائد على الأصول المالية بين المفهوم الاستثماري التقليدي والمفهوم الاستثماري الإسلامي

تستثمر مؤسسات الأعمال والأفراد مدخراتهم في مجالات الاستثمار المختلفة على أمل الحصول على مردود أو عائد على هذه الاستثمارات، فالمستثمر يتخلى عن منفعة أو مستوى إشباع معين كان بإمكانه تحقيقه من استهلاك حالي لبعض السلع والخدمات، على أمل الحصول على عائد أو مردود يمكنه من الحصول على منفعة أو مستوى إشباع أكبر من استهلاك مستقبلي . ويرتبط تحقيق العائد المتوقع بالحصول على تدفقات نقدية مستقبلية، ولكن تحقيق هذه التدفقات بالنسبة للقيمة والتوقيت مرهون بعوامل خارج سيطرة المستثمر، لذا يصبح من المستحيل افتراض أن احتمال تحقق هذه التدفقات هو 100%، ومتى انخفض احتمال تحقق التدفقات عن 100% تبرز المخاطرة والتي تزيد درجتها ارتفاعا كلما انخفض احتمال تحقق هذه التدفقات .

تتباين طرق حساب العوائد باختلاف أنواعها والمجالات المستثمرة فيها، وكلما ارتفعت مخاطر الاستثمار ارتفعت العوائد التي تقابلها.

المطلب الأول: المفاهيم الأساسية للعائد والعوامل المؤثرة فيه

لا يقبل المستثمر التنازل عن أمواله إلا إذا كان ينتج عنها عائد يقبل به ويعوضه عن كل المخاطر التي يتعرض لها المشروع، وتتنوع أشكال هذه العوائد حسب الأصل المالي الذي يملكه وحسب عوائد الاستثمار المقترحة أمامه، وعموما كلما ارتفعت المخاطرة لا يقبل المستثمر إلا بعائد متوقع يقابل درجة المخاطر المحتملة، وتتيح معرفة العائد المفاضلة بين مختلف عوائد أدوات الاستثمار المحتملة .

الفرع الأول: تعريف العائد

هناك عدة تعاريف للعائد نذكر منها :

"هو المردود الذي يحققه الاستثمار، ولكي يكون لهذا المردود معنى فإنه يجب نسبه إلي الأموال التي ولدته"¹

كما يمكن تعريفه على أنه: "قدرة الوحدة النقدية في المشروع على توليد أرباح صافية للمستثمرين، إذ يهدف ذلك القياس في تحديد كفاءة الإدارة، ويتم استخراجها عن طريق المعادلة التالية:²

العائد على الاستثمار = الربح الصافي

مجموع الأموال المستثمرة

¹ رمضان زياد، مرجع سابق، طبعة 3، 1998، ص 289

² أمين أحمد السيد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2005، ص 10

كما يمكن أن نعرفه بأنه " ثمن تحمل عنصر المخاطرة أو عدم التأكد" وكلما كان هناك طموح كبير لدى المستثمر في الحصول على عوائد فسيواجه بتحمل مخاطر أكبر، أيضا ترتفع درجة هذه المخاطرة بزيادة طول فترة الاستثمار، أي كلما زادت فترة استرجاع رأس المال المستثمر زادت درجة المخاطرة، والمخاطرة تظهر نتيجة ظروف عدم التأكد باحتمال تحقيق عوائد أم لا.¹

وهو أيضا "المكافئة التي يحصل عليها المستثمر تعويضا عن فترة الانتظار والمخاطر المحتملة لرأس المال المستثمر، يعبر عن هذه المكافئة بنسبة مؤوية من قيمة الاستثمار"

أو يعرف بأنه " الدينار المتحقق على كل دينار مستثمر خلال فترة زمنية معينة "².

يقصد به عادة صافي الربح بعد الضرائب بالمفهوم المحاسبي، أو صافي التدفق النقدي بعد الضرائب وقبل الاستهلاك بمفهوم التدفقات النقدية منسوبا إلي الأموال التي ولدته.³

"يعبر عن العائد بمقدار القيمة المضافة التي تحصل عليها المحفظة الاستثمارية، وهو مقدار التغير في ثروة المحفظة خلال فترة زمنية معينة"⁴

وهو عبارة عن الزيادة المحققة أو الزيادة المتوقعة للمبلغ المستثمر⁵

هو صافي الدخل الناتج عن عملية استثمار الأموال وعادة ما يكون العائد بشكل مبالغ مطلقة، ويعرف الاستثمار الفعال من عدمه من خلال معدلات العائد وليس العائد.⁶

ويعرف على أنه مقدار الزيادة والإضافة التي تحصل في الثروة نتيجة لهذا الاستثمار، ويمكن حساب العائد من خلال ذلك كما يلي:⁷

العائد = الثروة في نهاية الفترة - الثروة في بداية الفترة

ويقصد به كذلك الإيراد (الربح، الدخل) المتحصل عليه في شكل أرباح أسهم أو فائض القيمة المحقق أو المتوقع ومرتبطة بالمستقبل.

"هو صافي التدفق النقدي منسوب إلي الأموال التي ولدته، ويعرف على أنه صافي التدفق النقدي الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر خلال فترة زمنية معينة، ويتم التعبير عنه بشكل نسبي من خلال تكلفة الاستثمار في بداية تلك الفترة"⁸

¹ عبد القادر حوة، بناء المحافظ الاستثمارية وإدارة الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطرة، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2010، ص 101

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، عمان، دار البيازوري العلمية، 2009، ص 90

³ عمار بن نوار، أثر قرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية على العائد والمخاطرة، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة عمار تليجي، الأغواط، 2012، ص 65.

⁴ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحفظة الاستثمارية، مرجع سابق، ص 61-62

⁵ غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 73

⁶ محمد علي العامري، الإدارة المالية، الطبعة 1، عمان، دار المناهج للنشر والتوزيع، 2007، ص 413

⁷ محمد البشير مبيروك، محصول النعمان، إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية، الملتقى الدولي الثالث حول إستراتيجية إدارة المخاطر

الواقع والأفاق، 26/25، نوفمبر 2008، جامعة الشلف، ص 4

⁸ عمار بن نوار، مرجع سابق، ص 65

أما بالنسبة للشركات الاستثمارية وباعتبار أن العائد ماهو إلا صافي تدفق نقدي فلا بد من توضيح مفهوم صافي التدفق النقدي .

يعبر التدفق النقدي عن مجموع الدخول النقدية الجاهزة إلي صندوق الشركة أو حسابها الجاري أو خروجه منها، فما يدخل صندوق المؤسسة من نقد جاهز أو يدخل إلي حسابها الجاري في البنك هو تدفق نقدي إلي الداخل، والعكس في حالة التدفق النقدي إلي الخارج، وبناءاً على ما سبق ذكره فإن صافي التدفق النقدي هو الفرق بين ما يدخل لصندوق الشركة أو حسابها الجاري من نقد جاهز وبين ما، فإذا كانت التدفقات للداخل مساوية للخارج، فإن هذا يعني أن صافي التدفق هو صفر، أما إذا كانت التدفقات النقدية إلي الداخل أكبر منها إلي الخارج، فإن صافي التدفق موجب ويسمى هنا فائض، أما إذا كانت التدفقات إلي الداخل أقل من التدفقات النقدية إلي الخارج، فإن صافي التدفق يكون سالب، ويسمى عجز.¹

من خلال التعريفات السابقة يتبين لنا أن العائد يقاس في شكل مطلق بينما معدل العائد يكون في شكل نسبة مئوية، حيث تنسب الزيادة في الثروة إلي الأموال المستثمرة، إذ يتم أخذ عوائد الأوراق المالية بناءً على ثلاثة أشكال مهمة هي:

- توزيع الأرباح
- الفوائد
- الأرباح الرأسمالية

الفرع الثاني:العوامل المؤثرة على العائد

إن العوائد على أدوات الاستثمار سواء كانت في الأسواق النقدية أو في سوق رأس المال تتأثر بمجموعة كبيرة من العوامل أهمها:

- الزمن اللازم لحلول موعد الاستحقاق
- مخاطر الائتمان أو مخاطر عدم الوفاء
- قابلية الأداة للتسويق السريع
- قابلية الأداة للاستدعاء
- خضوع عوائد الأداة للضريبة
- حجم المخاطر المتعلقة بالعوائد

¹ محمد شفيق حسين طنيب، محمد إبراهيم عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، الطبعة 1، عمان، دار المستقبل، 2009، ص 105، 106

تعتبر هذه العوامل بصفة أساسية ذات تأثير واسع على أسعار وعوائد الأدوات التي يتعامل بها المستثمرون المتعاملون في السوق المالية، لذا من الضروري أن يعي المتعامل (المستثمر) تأثير كل عامل من هذه العوامل، لأنها قد تجنبه خسائر يمكن أن يقع فيها، وتوجهه للأدوات المالية ذات الأرباح المرتفعة، وفيما يلي بحث كل عامل من هذه العوامل¹

1- الزمن اللازم لحلول موعد الاستحقاق :

هناك علاقة طردية بين زمن حلول موعد استحقاق الأوراق المالية وعائد تلك الأوراق ، عادة كلما زاد زمن استحقاق تلك الأوراق أدى إلي ارتفاع العائد .

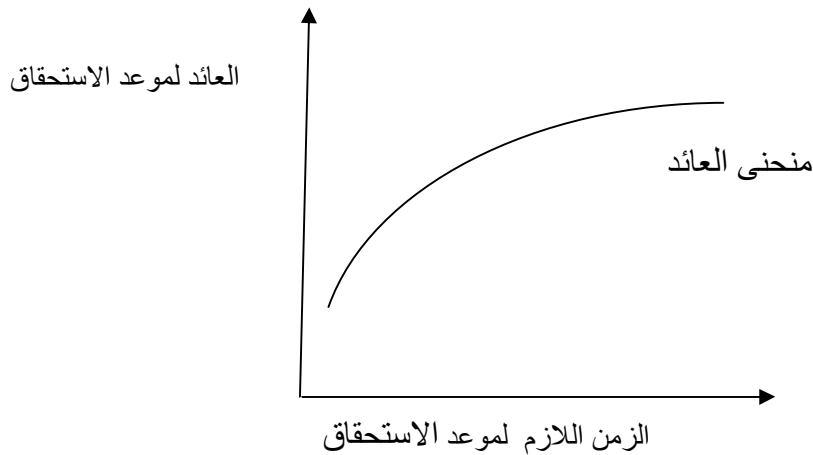
إن العلاقة بين العائد وموعد حلول استحقاقه يطلق عليها مصطلح هيكل أسعار الفائدة الزمني ويمكن تمثيلها بيانيا بما يعرف باسم "منحنى العائد".

ويكون منحنى العائد موجب من وجهة نظر المستثمر من خلال حصوله على عوائد أكبر إذا تم الاستثمار بأوراق مالية موعد حلول استحقاقها أطول.

أشكال منحنيات العوائد :

تتغير أشكال منحنيات العوائد تبعا لمراحل الدورة الاقتصادية فالحالة العادية يكون شكل المنحنى هو انحدار موجب أي يتجه للأعلى كما هو مبين في الشكل أدناه، والذي يعني أن العائدات طويلة الأجل (عائدات السندات) عادة ما تكون أكبر من العائدات قصيرة الأجل.²

شكل رقم : 04 منحنى عائد موجب الانحدار

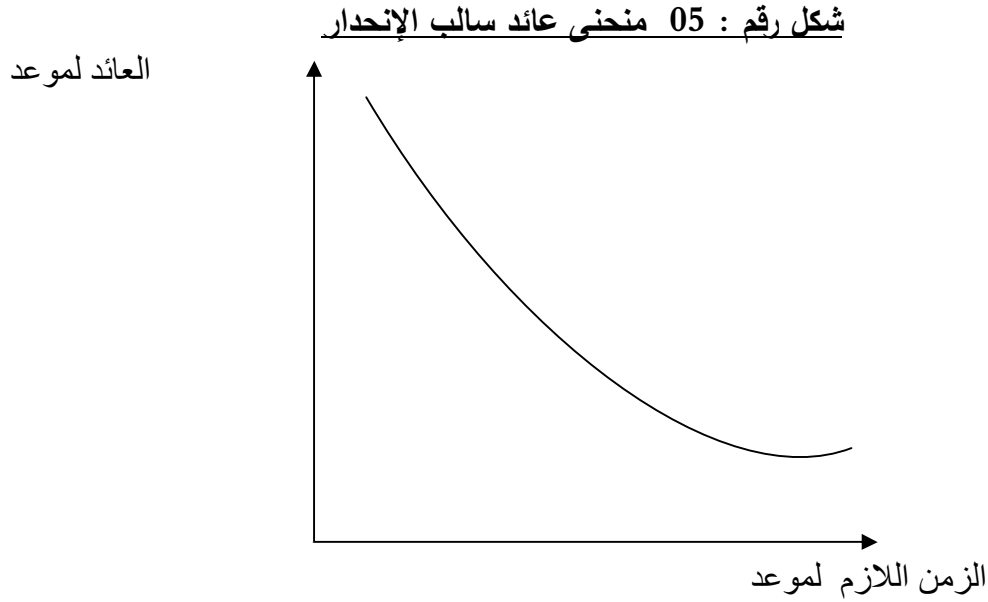


المصدر: زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص: 318.

¹ رمضان زياد، مرجع سابق، ص 316

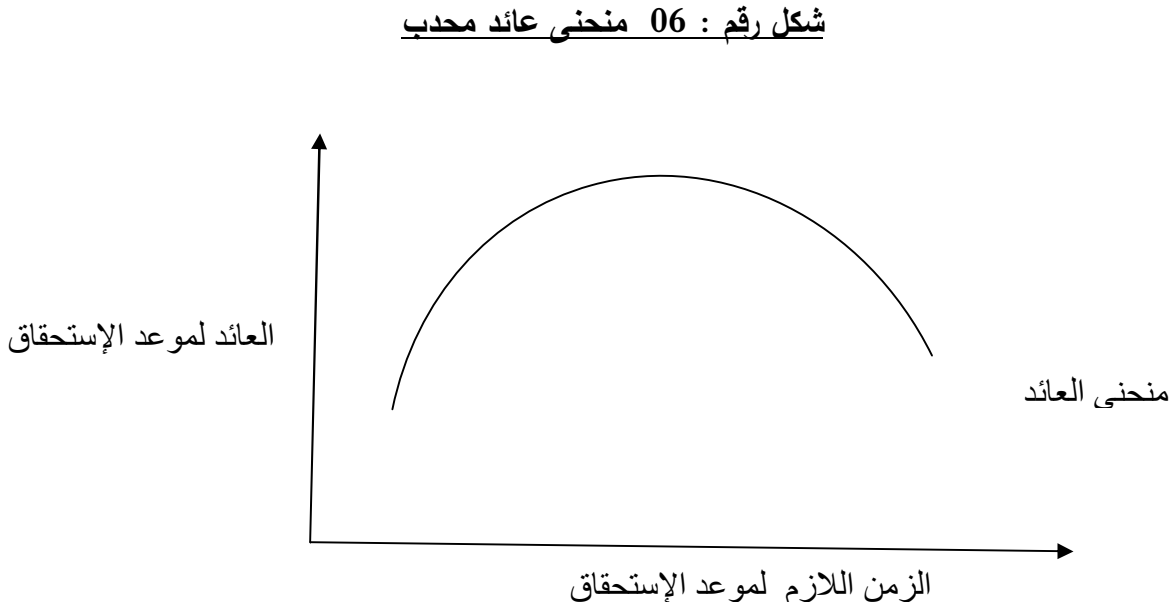
² بريان كويل، هيكل رأس مال الشركات، قسم الترجمة بدار الفاروق، الطبعة 1، عمان، دار الفاروق للنشر والتوزيع، 2006، ص 134

و يمكن أن يأخذ منحنى العائد إنحدارا سالبا في بعض الحالات خاصة عندما يرتفع الطلب على النقود بكميات تفوق عرضها Tight Money و عنها تكون أسعار الفائدة في أعلى مستوياتها أو قريبة من أعلى مستوياتها، و يكون شكله كالتالي:



المصدر: زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص: 318.

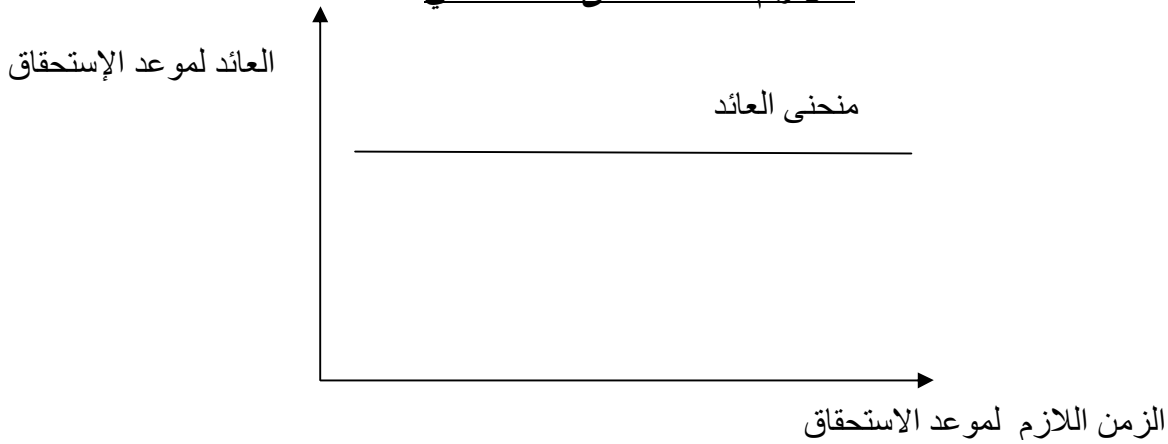
و في بعض حالات يكون هناك إرتفاع الطلب على النقود من قبل المستثمرين يقابله عدم كفاية العرض الذي يقابل الطلب، مما يظهر شكل آخر لمنحنى العائد الذي يأخذ شكل التحدب كما هو موضح في الشكل التالي:



المصدر: زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص ص: 319.

و يكون منحى العائد في حالات أخرى أفقيا كما يلي:

شكل رقم : 07 منحى العائد الأفقي



المصدر: زياد رمضان، مصدر سبق ذكره، ص: 319.

تفسير شكل منحى العائد¹:

توجد تفسيرات متعددة للعلاقة بين العائد و موعد الاستحقاق، و سنتطرق لأهم نظريتين تناولت هذه العلاقة:

أ - نظرية التوقعات Expectations Theory: يعتبر تفسير هذه النظرية من أصح التفسيرات لهيكل أسعار الفائدة في حالة الإنحدار الموجب.

و تنص هذه النظرية على أن توقعات المتعاملين في السوق لأسعار الفائدة في المستقبل هي التي تحدد أسعار الفائدة للأجل القصير و أسعارها للأجل الطويل.

فإذا توقع المستثمر بأن أسعار الفائدة في المستقبل ستكون أعلى مما هي عليه أسعار الفائدة الحالية نلاحظ أن منحى العائد سيتجه إلى الأعلى أي سيكون موجب الإنحدار، أما إذا شعر بأن أسعار الفائدة في المستقبل ستكون أدنى من الأسعار السائدة فسوف يتجه منحى العائد للأسفل و بالتالي سيكون عائد المنحى سالب الإنحدار.

و في حال شعور المستثمر أن أسعار الفائدة ستبقى على ما هي عليه فإن المنحى سيكون أفقيا.

¹- زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص: 319.

ب - نظرية الأسواق المجزئة Segmented Market Theory لتفسير أسعار الفائدة:¹

تقسم هذه النظرية الأسواق المالية حسب الأدوات المالية التي يتعامل بها المتعاملون سواء كانوا في المؤسسات المالية بإعتبارهم كمستثمرين أو في شركات الأعمال بإعتبارهم كمقترضين، كل منهم يرغب في التخصص في أدوات محددة يتم اختيارها حسب موعد استحقاقها، فالمستثمرون كالبانوك التجارية مثلا تستثمر غالبا في أدوات السوق النقدية وهي أدوات قصيرة الأجل، بينما تقوم شركات التأمين و صناديق الاستثمار بالاستثمار بالأدوات ذات الإستحقاق طويل الأجل و التي تعتبر أدوات سوق رأس المال مثل السندات. أما المقترضون كشركات الأعمال تقوم باستعمال مختلف الأدوات من خلال مصادر الأموال القصيرة الأجل لتمويل الاحتياجات التشغيلية و مصادر الأموال طويلة الأجل لتمويل التوسع في الأصول الثابتة.

إستعمالات منحى العائد:

يمكن الاستفادة من منحى العائد في مختلف القرارات التي يتخذها المديرين الماليين و من بينها:

- يصلح إستعمال منحى العائد في التنبؤ بأسعار الفائدة التي ستسود في المستقبل من وجهة نظر الذين يأخذون بنظرية التوقعات لتفسير شكل منحى العائد، فالمنحى الذي يكون انحداره موجب يدل بأن أسعار الفائدة سترتفع في المستقبل المنظور.

- يحدد المنحى أفضل توقيت لاستحقاق الورقة المالية بما يمكن للمصدر لها أو المشتري من اختيار زمن تعظيم عوائد هذه الأوراق، فالمنحى المحدب مثلا يدل على أنه سيرافق زيادة فترة الإستحقاق زيادة العائد لكن إذا ما امتد أجل الإستحقاق إلى فترة حدوث قمة المنحى لن تكون هناك عائد إذا ما إمتد أجل الإستحقاق لما بعد الوصول إلى قمة المنحى، ويكون من مصلحة مصدر الورقة أو المقترض بوجود زيادة فترة الإستحقاق في حالة تجاوزها فترة قمة المنحى.

كما يعتبر إستعمال منحى العائد في بعض الحالات كعدم كفاءة السوق أكثر تمثيل و مصداقية للتعرف على الأوراق الرخيصة و الغالية عكس الأسعار الحالية التي تكون عوائدها غير متماشية مع منحى العوائد السائد، فالتى يكون عائدها الحالي أعلى مما يدل عليه المنحى تكون رخيصة و يستحسن الاستثمار بها، لأنها ستجلب عوائد أكبر من منحى العائد و هذا ما يمكن قبوله، و التي تكون عوائدها أقل يكون سعرها مرتفع ذلك لأن هناك علاقة عكسية بين السعر و العائد.

¹- زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص:319.

1- مخاطر الائتمان أو مخاطر عدم الوفاء¹:

تتجلى مخاطر عدم الوفاء كلما إرتفع العائد لموعد الإستحقاق و التي تتمثل في الفوائد أو أقساط القرض في الأوقات المحددة، و يطلق على هذه العلاقة مصطلح هيكل مخاطر أسعار الفائدة. تأتي اذونات الخزينة و سندات الخزينة ذات مخاطر منخفضة لعدم الوفاء بها، باعتبارها مضمونة من طرف الدولة لذلك تكون مخاطرها تقترب من الصفر. و عادة ما تكون هناك مراتب تدرج عليها السندات حسب مخاطر عدم الوفاء حسب أعلاها و أقلها خطرا، بحيث تترتب من AAA و بعدها فئة AA و بعدها BA ثم BB و هكذا تتدرج الفئات حتى تصل إلى ما يسمى سندات سوق الخردة و هي سندات شديدة الخطورة عالية العوائد. ونلاحظ أنه كلما إبتعد ترتيب تقييم السهم عن الفئة AAA كلما ارتفعت مخاطر عدم الوفاء و قابله إرتفاع عائد موعد الإستحقاق للتعويض عن مخاطرها بارتباط قوي و سالب و هذا ما دلت عليه مختلف الدراسات.

2- القابلية للتسويق²:

إن سرعة تسهيل الورقة المالية إلى نقد جاهز دون أن يفقدها الكثير من قيمتها عامل مهم في اجتذاب المستثمرين لها لتوفر الأمان في التعامل بها و قلة المخاطرة، إلا أن الأمر يتطلب سوق ثانوي نشيط لتصريف هذه الأوراق المالية و توفير القابلية للتصريف، وتأتي اذونات الخزينة في المرتبة الأولى من حيث القابلية للتسويق لانخفاض مدة استحقاقها من جهة و توفر الأمان بها باعتبار أن الدولة هي المصدرة لهذه الورقة.

تأتي الأسهم المدرجة في بورصة الأوراق المالية النشطة سواء عدد الشركات المنخرطة أو حجم المعاملات في مقدمة الأسهم من حيث قابليتها للتسويق بالرغم من تغير الأسعار تبعا لعوامل العرض الطلب في السوق.

3- القابلية للاستدعاء³:

و هي إمكانية قيام مصدر الورقة المالية إعادة استدعاء الورقة من المقرض أو مشتري الورقة لإعادة تملكها بالنسبة للأسهم أو سداد قيمة السندات قبل موعد استحقاقها، و يتم وضع الشروط التي تنص على ذلك عند إصدار و كذلك أسعار استدعائها.

1- زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص:320.

2- زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص:321.

3- زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص:322.

إن القابلية للاستدعاء خاصة للأوراق ذات الإستحقاق الطويل تعطي الحق لمصدر الورقة في التحصيل الفوري لتلك الأوراق إذا رأت أن لديها احتياطا نقديا متجمدا و توقعت أن ذلك من مصلحة المؤسسة و يكسبها عوائد أعلى من أن تكون في يد مساهمين خارج المؤسسة. و يطلب المستثمر عادة مبلغا إضافيا على قيمة الورقة الاسمية إذا تم استدعاؤها قبل موعد استحقاقها و يسمى هذا المبلغ بعلاوة الاستدعاء خاصة إذا ما كانت أسعار الفائدة السائدة في السوق متدنية عن سعر الكوبون للورقة عند وقت استدعائها، بالتالي سيتكون سعر الاستدعاء يساوي القيمة الاسمية للورقة مضافا إليها علاوة الاستدعاء، و هذه الأخيرة عادة ما تكون نسبة مئوية من القيمة الاسمية للورقة، و تنخفض إلى الصفر كلما اقترب موعد الاستدعاء من موعد الإستحقاق.

4- خضوع عوائد الورقة للضرائب¹:

عندما تكون عوائد الأوراق المالية معفاة من الضرائب فإن هذه العوائد تكون عادة أقل مما لو كانت هذه العوائد غير معفاة.

5- حجم المخاطر المتعلقة بالعوائد²:

إن المشروع الذي تكون مخاطره كبيرة لا بد أن تكون عوائده أيضا كبيرة كي تتلائم مع مخاطره، لكي يرضى به المستثمرون.

الفرع الثالث : أهمية عائد الاستثمار في محفظة الأوراق المالية

أولا : أهمية عائد الاستثمار

تظهر أهمية حساب عائد الاستثمار بالنسبة للمستثمرين في مدى اختياره لأنسب المشاريع التي سيضع فيها أمواله وما الذي سيجنيه في مختلف المشاريع المتاحة أمامه، إذن كل مستثمر عندما يفكر في وضع أمواله في أي استثمار معين يأخذ العائد المتوقع للاستثمار بعين الاعتبار بالأساس، كما هو مهم لإدارة الشركات والمسيرين والقائمين عليها من خلال انعكاسه على قيمة المؤسسة في السوق، ويعتبر الأخير مقياس دقيق وسريع لمسار المؤسسة وتصحيحها في حالة الانحراف، ومدى التطور والانجازات المكتسبة، كذلك يعد معرفة عوائد الاستثمار مهمة لأصحاب القرار القائمين على إدارة الاقتصاد الوطني لأن كل قرار سواء كان سياسيا أو اقتصاديا سيتجلى أثره في السوق، وبالتالي سيعكس السوق للمسؤول مدى صحة قراره أو مدى تحقيقها لتأثيراتها المستهدفة في حالة الاقتصاد الوطني .

وتأخذ في العادة عوائد الاستثمار ثلاثة أشكال³:

¹- زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص:233.

²- زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص:324.

³عمار بن نوار، مرجع سبق ذكره، ص 66، 67.

أ- توزيعات الأرباح: إذا كانت هذه الأصول تمثل حقوقا في أموال ملكية مثل الأسهم، فحامل السهم شريك في الشركة التي أصدرت هذا السهم، لذلك فهو من مالكيها، وله الحق في الحصول على العوائد إذا ما حققت نتائج إيجابية وإذا ما قرر مجلس الإدارة توزيع هذه الأرباح .

ب- الفوائد : إذا كانت الأصول المالية تمثل أموال اقتراض مثل السندات ،فحامل السند مقرض للشركة التي أصدرت ذلك السند ،ومبلغ السند يعبر عن قيمة القرض والسند يعطي لحامله الحق في الحصول على فائدة يكون قد اتفق عليها مسبقا مع الشركة المقرضة .

ج- الأرباح الرأسمالية: التي تنتج عن إعادة بيع الأصول المالية، فحامل السند أو السهم إذا استطاع بيعه بمبلغ يزيد على المبلغ الذي اشتراه به يكون الفرق هو ربح رأسمالي¹

يساهم سوق الأوراق المالية الكفاء في إمكانية تحقيق العائد المتوقع على الاستثمار بالأوراق المالية باعتبار أن أسعارها في السوق مساوية للقيمة المحسوبة والمتوقعة بناء على المعلومات المتاحة لكافة المتعاملين في السوق وهي أسعار عادلة، إذن تتحقق كفاءة السوق إذا لم يكن هناك فرق بين السعر السوقي للأصل المالي وسعره الحقيقي.²

ثانيا: عائد الاستثمار في محفظة الأوراق المالية

يتم تقدير العائد الفعلي الذي حققه المستثمر من مسك المحفظة، عن طريق المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان النسبية للاستثمار³، فلو أن محفظة مستثمر ما تتكون من عدد الاستثمارات قدره n فإنه يمكن حساب معدل العائد على الأموال المستثمرة في تلك المحفظة باستخدام المعادلة التالية:⁴

$$R_p = \sum P_i R_i = P_1 R_1 + P_2 R_2 + P_3 R_3 + \dots + P_n R_n$$

حيث R_p : تمثل معدل العائد على الأموال المستثمرة في المحفظة.

P : تمثل وزن الاستثمار داخل المحفظة، حيث $\sum P = 1$.

R : معدل العائد الفعلي على الاستثمار الفردي لكل مكون من مكونات المحفظة.

n : تمثل عدد الاستثمارات المكونة للمحفظة.

¹ قاسم نايف علوان، مرجع سبق ذكره، ص 48

² عبد القادر حوة، مرجع سبق ذكره، ص 102

³ خروبي يوسف، تقدير العائد والمخاطرة للاستثمارات باستخدام نموذج توازن الأصول المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011/2012، ص 72

⁴ NOEL AMENC et VERONIQUE LE SOURD. GESTION QUANTATIVE DES PORTEFEUILLES D' ACTIONS .PARIS .ECONOMICA.1998. P21

كما يتمثل العائد المتوقع لمحفظة المستثمر في العائد المتوقع لكل مكون من مكوناتها، مرجح بأوزان مساهمتها برأس مال المحفظة وتحسب وفق الآتي :

$$E(Rp) = \sum PiE (R) -P1E (R1) + P2E (R2)+.....PnE(Rn)$$

حيث E(Rp): معدل العائد المتوقع على الاستثمار في المحفظة

R_n ← معدل العائد المتوقع على الاستثمار الفردي لكل مكونات المحفظة.

المطلب الثاني: أنواع العائد وطرق حسابه

الفرع الأول: أنواع العائد

من أن يحدد متخذ القرار بدقة عالية العائد المتوقع الحصول عليه لو كان يعمل في ظل التأكد التام ولأصبح اتخاذ القرار سهل ويسير، غير أن الواقع يشهد العديد من التقلبات وعدم التأكد بشأن المستقبل وظل كل هذا يصعب بل يستحيل على المستثمر أن يحدد بدقة حجم العائد المحقق، وإن كان يستطيع وضع إطار للتوزيع الاحتمالي لهذا العائد¹.

لا يقبل المستثمر الدخول في أي مشروع إلا إذا كان العائد المتوقع أكبر أو يساوي على الأقل العائد المطلوب، لما يعلمه أن هذا العائد كفيلاً بأن يعوضه عن تأجيله لاستهلاكه الحالي ويغطي له كافة المخاطر التي ينطوي عليها هذا الاستثمار .

يمكن التمييز بين عدة أنواع من العوائد وذلك حسب التصنيف، فهناك العائد الفعلي العائد المتوقع والعائد المطلوب والعائد على الأسهم والسندات.

1- العائد المتوقع:

"وهو الاحتمال غير الأكيد لحدوث هذا العائد، إذ يستحيل التأكد من وقوع ذلك العائد، فيتم تقديره عن طريق نسب احتمالية، وعليه لا يستطيع المستثمر معرفة معدل العائد الذي سيده الاستثمار في ورقة معينة وبالتالي فإنه يستطيع صياغة توزيع احتمالي بمعدلات العائد المحتملة² "

هو العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه مستقبلاً عند استثمار أمواله في مشروع معين³ يحدد العائد المتوقع اتجاه أو ميل العوائد على الاستثمار، وليس كل العوائد الممكنة وإنما أفضل خلاصة للعوائد المتوقعة التي تم قياسها.

¹ منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، الطبعة 03، الإسكندرية، دار المعرفة الجامعية، 2010، ص 37

² محمد مطر، فايز نيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة 01، عمان، الأردن، دار وائل للنشر، 2005، ص 32

³ قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 59

وأيضاً يعرف العائد المتوقع على أنه "قيمة الوسط للتوزيعات الاحتمالية للعوائد من الاستثمار، أو هو القيمة المتوقعة للعوائد المحتمل حدوثها عند الاستثمار في المشروع"¹ .
إذن يقصد به المتوسط الموزون لاحتمالات العوائد التي يمكن تحقيقها وفقاً لتوقعات متخذ القرار حسب الحالة الاقتصادية المطلوب التنبؤ بها لاستثمارات ذات المخاطر، ويعبر عنها بالمعادلة التالية:

$$E(r) = \sum R \cdot Pr$$

العائد المتوقع = مجموع (العائد المحتمل x احتمال حدوثه)
ويتضح من خلال صيغة العائد المتوقع أن متخذ القرار يعتمد على نظرية الاحتمالات في تحديد العائد المتوقع من الاستثمار والتي تنص على أن المستثمر يعتمد على توزيعات احتمالية تكون دالة لوصف العوائد الممكنة طبقاً لدرجة احتمال حدوثها² .
ويتم الحصول عليه في حالة ما إذا كان الاستثمار قائماً من خلال المتوسط الحسابي لسلسلة زمنية من العوائد الفعلية التي حصلت في الماضي، أما إذا الاستثمار جديد فإنه يتوصل للعائد المتوقع من خلال جمع نتيجة حاصل ضرب عائد كل حالة متوقعة باحتمال تحققها في المستقبل³ .

2- العائد المطلوب

هو ذلك العائد الذي يسعى ويرغب المستثمر في الحصول عليه كنتيجة لتضحية بأمواله الحالية وعادة ما يكون هذا العائد ملائماً لمستوى المخاطر القابلة له، أو التي يتعرض لها المشروع أو أداة الاستثمار، ويتكون هذا العائد المطلوب من جزئين هما العائد الخالي من المخاطر وبدل المخاطرة⁴
هو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه بالقدر الكاف الذي يعوض المخاطر التي يتعرض لها الأصل أو الأداة، إذن فالعائد المطلوب يمثل العائد الأدنى الذي يعرض المستثمر عن عملية تأجيل الاستهلاك ودرجة المخاطر المصاحبة للاستثمار⁵
هو أدنى عائد يطلب، أو الواجب تحقيقه لتحفيز المستثمر لشراء السهم، تعويضاً عن تأجيل الاستهلاك الحالي أو المخاطر التي قد يتعرض لها مستقبلاً .
كما يقصد به ذلك المعدل الذي يطلبه المستثمرين على الموجودات ذات المخاطرة، ويعكس هذا المعدل المبادلة بين العائد والمخاطرة⁶ .

¹ عبد القادر حوة، مرجع سبق ذكره، ص 103

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 94

³ فيصل محمود الشواربة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة 01، الأردن، دار وائل للنشر والتوزيع، 2008، ص 37

⁴ أمين أحمد السيد لطفي، مرجع سبق ذكره، ص 11

⁵ قاسم نايف علوان، مرجع سبق ذكره، ص 60

⁶ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، مرجع سبق ذكره، ص 48

العائد المطلوب = العائد الخالي من المخاطرة + بدل المخاطرة المنتظمة

يتكون العائد المطلوب من جزئين هما العائد الخالي من المخاطرة وبدل المخاطرة

أ- العائد الخالي من المخاطرة :

وهو ذلك العائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر لو أنه وجه أمواله إلى مجالات لا تتعرض للمخاطر نهائيا أي مجالات خالية من الخطر.

وهو عبارة عن المعدل الذي تكون عوائد تحققه على درجة عالية من اليقين ، أي أنه لا يتحمل أي درجة من درجات عدم التحقق¹ .

أو هو معدل الفائدة الذي يفترض اكتسابه من خلال الاستثمار في الأدوات المالية (أدوات الدين) والحصول على أقساط الفائدة²، وعادة ما يكون سعر الفائدة على الاستثمارات الحكومية قصيرة الأجل خاصة حولات الخزينة الأكثر شيوعا كمعدل تقريبي لمعدل العائد الخالي من المخاطرة، إذ يتساوى معدل العائد المحقق لهذه الاستثمارات مع معدل العائد المتوقع منها³ .

ب- بدل المخاطرة (علاوة المخاطرة):

وهو معدل العائد الذي يكفي لتعويض المستثمر عن الخطر الذي ينطوي عليه الاستثمار في الأوراق المالية أو هو المقدار من العائد الذي يطلبه المستثمر ثمنا للمخاطر المنتظمة التي يتوقعها عند اختياره لأحد الاستثمارات المتاحة ،وبصيغة أخرى هو عبارة عن العائد الإضافي لمعدل العائد الخالي من الخطر مقابل التضحية بالاستهلاك الحالي⁴

كلما زادت المخاطر يزداد معها معدل العائد المطلوب على الأموال المستثمرة ،نقصد بالمخاطر هنا هي المخاطر النظامية التي لا يمكن تجنبها بالتوزيع ،أما المخاطر غير المنتظمة يتحمل مسؤوليتها المستثمر ولا ينبغي له أن يطالب بتعويض كان بإمكانه أن يتجنبه ،وهذه المخاطر يمكن تقسيمها إلى مخاطر الأعمال (التقلبات في الإيرادات و التكاليف) ومخاطر التمويل (التقلبات في الأقساط والفوائد)، مخاطر السيولة (التقلبات في القدرة على السداد قصيرة الأجل) .

والجدير بالذكر أن السوق المالي يكون في حالة توازن عند تساوي العائد المطلوب مع العائد المتوقع لجميع الأوراق المالية في وقت واحد ،وهذا نادر الحدوث ،حيث في الغالب يكون هناك عدم التوازن لبعض الأوراق المالية مما يغري بعض المستثمرين بالتعامل ،وسوف يقبل المستثمر بالاستثمار بنوع من أنواع الاستثمارات المقترحة أمامه ،إذا كان معدل العائد المتوقع أعلى من العائد المطلوب ،والعكس إذا

¹ فيصل محمود الشواربة ،ص 39

² عبد القادر حوة ، مرجع سبق ذكره ،ص 104

³ محمد علي العامري ،الإدارة المالية ، مرجع سبق ذكره ،ص 418

⁴ يوسف خروبي ،مرجع سبق ذكره ،ص 52

كان معدل العائد المتوقع أقل أو يساوي معدل العائد المطلوب من الأصل فإن المستثمر في هذه الحالة يرفضه¹.

يعكس معدل العائد المطلوب المبادلة أو المقايضة بين العائد والمخاطرة ، ويعتبر نموذج تسعير الأصول الرأس مالية MODEF من أفضل النماذج تمثيلا للمبادلة بين العائد والمخاطرة وقياس العائد المطلوب ،والصيغة لنموذج MODEF كالتالي :

$$ع ط = ع خ + (ع س - ع خ) بيتا$$

حيث أن :

ع ط : معدل العائد المطلوب

ع خ :معدل العائد الخالي من المخاطرة (يقاس بالعائد عل الأوراق الحكومية)

ع س : معدل العائد المتوقع على محفظة السوق

بيتا : معامل بيتا للورقة المالية وهي مقياس للمخاطر السوقية من خلال نموذج MODEF ،يتضح أن العائد المطلوب على الموجودات المالية ذات المخاطرة يتكون من العائد الخالي من المخاطرة وهو عائد ظروف التأكد التام ،وعلاوة مخاطرة الورقة المالية ،وهي تمثل سعر المخاطرة الذي يحصل عليه المستثمر كعائد إضافي لقبوله مخاطر الاستثمار ،وبالتالي يقوم المستثمر بعملية المقارنة بين العائد المتوقع والعائد المطلوب لاختيار الأوراق المالية الأكثر جاذبية ،بحيث يشتري الأوراق المالية إذا كان العائد المتوقع تحقيقه أكبر من العائد المطلوب.²

3- العائد المحقق (العائد الفعلي) :

هو العائد لذي يحققه المستثمر جراء اقتنائه أو بيعه لأداة استثمارية، وبذلك فهي قد تكون عوائد إيرادية أو عوائد رأسمالية، أو مزيجا بينهما³ ،ويطلق عليه بالعائد التاريخي .

وهو العائد الذي يحققه المستثمر فعلا نتيجة حيازته أو بيعه لأداة من الأدوات الاستثمارية ،ويتكون معدل العائد الفعلي من العوائد الايرادية أو العوائد الرأسمالية أو يكون مزيجا بينهما ،وتعرف العوائد الايرادية بأنها مقدار الزيادة في الثروة التي حصلها المستثمر نتيجة احتفاظه بالسهم ،أما العوائد الرأسمالية فهي تنتج عن بيع الأصل المستثمر ،كما توفر مصادر دخل جارية بالإضافة للدخل الناتج من هذه الاستثمارات ،كما أنها لا تخضع للضرائب عند ارتفاع قيمة الأصل إلا في حالة البيع⁴

¹ عدنان تايه النعيمي ،أرشد فؤاد التميمي ،مرجع سبق ذكره ،ص 60

² نفس المرجع ،ص 95-97

³ زياد رمضان ،مرجع سبق ذكره ، 294

⁴ قاسم نايف علوان ،مرجع سبق ذكره ،ص 49 50

ويمكن أن يعرف بأنه نسبة صافي الدخل الناتج عن الاستثمار إلى مجموع الأموال المستثمرة، أي معدل العائد الفعلي الناتج عن الاستثمار، وفي الغالب يكون على شكل نسبة مئوية، كما يمكن أن يحسب شهريا أو ربع سنويا ولكن في المعتاد يتم حساب العائد المحقق السنوي .

ونميز بين معدل العائد المحقق لاستثمارات الشركة ومعدل العائد المحقق من لستثمارات الأموال في الأوراق المالية، فمعدل العائد المحقق على الاستثمار الذي تحققه المؤسسات يحسب بقسمة صافي دخل المؤسسة على مجموع أموالها المستثمرة بما فيها الممتلكة والمقترضة، وبعبارة أخرى معدل العائد السنوي المحقق للمؤسسة هو صافي الدخل السنوي مقسوم على مجموع موجوداتها¹، أما مقدار العائد المحقق من الأوراق المالية فهو الذي يحصل عليه المستثمر حين يقوم بعملية شراء الورقة المالية والتي يتوقع أن تكون أكثر جاذبية مقارنة بالأوراق المالية الأخرى بسعر معين ثم يحتفظ بتلك الورقة لفترة زمنية معينة، ثم يبيعها في سوق الأوراق المالية في الوقت الذي يعتقد أنه الزمن الأنسب لذلك²، وتتمثل العوائد المتحصل عليها من خلال هذه العملية فيما يلي :

- العوائد النقدية المتحصل عليها من طرف الجهة المصدرة في شكل فوائد أو توزيعات أرباح
- مبلغ التغير الذي طرأ على سعر الورقة المالية خلال فترة الاستثمار، من خلال طرح سعر شراء السهم من سعر بيعه والتي يتوقع أن تكون أكثر جاذبية مقارنة بالأوراق المالية الأخرى .

4- معدل العائد على الاستثمار في المحافظ الدولية :

إن قياس معدل العائد على الاستثمار في المحافظ الدولية يتميز بالتعقيد في أساليب حسابه مقارنة مع معدل العائد على الاستثمار المحقق في المحافظ المحلية، وذلك لأن قياس عوائد المحافظ الدولية يتطلب حساب أسعار صرف العملات الأجنبية ومعدلات التضخم في البلدان الأجنبية المستثمر فيها، في حين يمكن إهمال هذان العنصران عند قياس معدل العائد على الاستثمار في المحافظ المحلية³.

¹ محمد على العامري، مرجع سبق ذكره، ص 413

² عمار بن نوار، مرجع سبق ذكره، ص 77

³ عبد القادر حوة، مرجع سبق ذكره، ص 104-105

الفرع الثاني: طرق احتساب العائد

يعتبر معدل العائد مقياس واسع النطاق كأساس للاختيار بين البدائل من المشروعات الجديدة أو التوسعات المقترحة للمشاريع و الحكم على كفاءتها، و حتى في تمويل المشروعات من خلال مقارنة العوائد المتوقعة مع كلفة رأس المال لقبول المشروعات.

تقدم نسب الربحية مؤشرات هامة لإدارة المؤسسة عن مدى قدرتها في توليد الأرباح من المبيعات أو من الأموال المستثمرة، باعتبار أن الأرباح من أهم عوامل نمو المؤسسة و استمرارها. كما أنها تهم الملاك و المقرضين أيضا لتأثيرها المباشر على ثروة الملاك، و مدى مقدرة الأرباح على الوفاء بأصل القرض و الفوائد المترتبة عنه¹

يتم احتساب العائد من خلال استخدام الميزانيات العمومية و كشوفات الدخل، و يقاس العائد في الأسواق المالية باستخدام عدة مؤشرات وأهمها:

- العائد المحاسبي
- عائد السوق

أولا : العائد المحاسبي

هو ذلك الربح الذي يحققه المشروع والذي يظهر في القوائم المالية للمؤسسة، وهو في الحقيقية محصلة لعدة مصادر نذكر منها : الربح الدفترى، الربح الاحتكاري، الربح الإبتكاري، ربح عدم التأكد² وان العائد المحاسبي أو متوسط معدل العائد يعتمد عل البيانات المحاسبية في حساب صافي الدخل المحاسبي، وتسمى أيضا بأسلوب العائد على الاستثمار لأنها تقيس معدل الكفاءة للمشروع الاستثماري المقترح، وكذلك تبين كفاءة وفاعلية الإدارة في سياساتها وقراراتها المالية، ويفضل المشروع الذي يعطي أعلى متوسط لمعدل العائد، وتستخدم بعض المؤسسات متوسط العائد للسنوات السابقة أو كلفة رأس المال فيها كحد أدنى لقبول أي مشروع مقترح، ولا يقبل أي مشروع يعطي أقل من متوسط العائد المحدد فيها، ويمكن اعتماد نسب الربحية التي تشير إلى كفاءة الإدارة في تحقيق الأرباح، كما إن نسب الربحية تثير اهتمام المستثمرين والإدارة والمقترضين، فالمقترضون يشعرون بالأمان بالنسبة للمؤسسات التي تحقق أرباحا عالية³، وتحسب وتقاس بالمؤشرات الآتية :

1 - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، الطبعة 4، الإسكندرية، دار المكتب العربي الحديث، 1999، ص: 105.

² وليد ناجي الحياي، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي، الطبعة 1، الأردن، إثناء للنشر والتوزيع، 2009، ص 108

³ دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المعاصرة، الطبعة 2، عمان، دار الميسرة، 2009، ص 303

أ- العائد على الاستثمار:

وله عدة تسميات العائد على رأس المال أو العائد على إجمالي الأصول حيث يقيس هذا المعيار قدرة الدينار الواحد من مجموع الأصول وهي جميع المبالغ المستثمرة مطروح منها متراكمات استهلاكها من تحقيق أرباح بعد خصم الضريبة (صافي الربح) ويقاس العائد على الاستثمار من خلال المعادلة التالية:¹

$$\text{العائد على الاستثمار} = \text{صافي الربح بعد الضريبة} / \text{صافي الأصول} \times 100\%$$

حيث تعبر نتيجة المعادلة عن قدرة الدينار الواحد المستثمر في موجودات الشركة على تحقيق الربح الصافي المحاسبي، وهو أيضا مقياس لمدى كفاءة الشركة والعاملين فيها على إدارة واستغلال الموجودات لتوليد الأرباح.

ب-العائد على حق الملكية :

يدل هذا المقياس على قدرة الدينار الواحد من حقوق الملكية على توليد الأرباح الصافية بعد الضريبة ، حيث أن حقوق الملكية تمثل الأموال المكونة من : الأسهم العادية والأسهم الممتازة بالإضافة إلى الاحتياطات المختلفة مثل الاحتياطي الإجباري والاحتياطي الاختياري وأيضا الأرباح المحتجزة قصد إعادة استثمارها.²

أو هو مقياس لكفاءة المؤسسة في استغلال أموال أصحاب المشروع (حملة الأسهم العادية) في توليد الأرباح الصافية³، ويطلق على هذا المقياس أيضا بالعائد إلى أموال أصحاب المشروع أو العائد على القيمة الصافية ويتم حساب هذا العائد من خلال المعادلة:⁴

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = \text{صافي الربح بعد دفع الضرائب الخاص بحملة الأسهم العادية} / \text{حقوق}$$

$$\text{حملة الأسهم العادية} \times 100\%$$

ج -هامش الربح الصافي :

يستعان بهذه النسبة لتوضيح المقدار الذي يمكن أن ينخفض به الربح الصافي قبل أن تصل المؤسسة لحالة الخسائر ويأخذ صافي الربح بعد الضريبة قيمة سالبة⁵ .

¹ محمد شفيق حسن طنيب و محمد إبراهيم عبيدات، مرجع سبق ذكره، ص 107

² غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص 74

³ دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة 1، عمان، دار المناهج للنشر والتوزيع، 2006، ص 38

⁴ علي عباس، الإدارة المالية، عمان، إثراء للنشر والتوزيع، 2008، ص 14

⁵ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 107

يحسب صافي الربح المتوقع من خلال طرح (المبيعات + إيرادات النشاط العرضي) من (كلفة البضاعة المباعة + المصاريف التشغيلية + الفوائد + الخسائر الناجمة عن أنشطة المشروع غير الأساسية + الضرائب) إذن تأخذ نتيجة أعمال المشروع بعد الضرائب كافة عناصر الإيرادات والتكاليف و المصروفات المنفقة حتى الخسائر و الإيرادات المتحققة خارج النشاط الأساسي للمشروع .
وتعتبر هذه النسبة أكثر المقاييس مرجعية ويمكن قياس هذه النسبة من خلال قسمة صافي الربح إلي المبيعات كما يلي في المعادلة :

$$\text{نسبة هامش الربح} = \text{صافي الربح} / \text{المبيعات}$$

تحدد هذه النسبة سعر الوحدة الذي يمكن أن تبيع به المؤسسة، وإلى أي مدى يمكن أن ينخفض في هذا السعر قبل أن تبدأ في تحمل الخسائر
وللحكم على مدى كون هذه النسبة جيدة أم لا بالنسبة للمستثمر (المؤسسة)، يمكن مقارنتها مع نفس النسبة بالسنوات السابقة للمؤسسة أو مقارنتها مع نظيراتها من الشركات المماثلة¹ .

ثانيا : عائد السوق

1- عائد السندات :

يطلق على معدل عائد السندات بمعدل القسيمة، يمثل معدل فائدة تعاقدية يتعهد مصدر السند بدفعه خلال مدة صلاحية السند وتختلف عوائد السندات باختلاف الغرض من دراستها وهي على الأشكال التالية :
العائد الجاري والعائد لفترة الاقتناء والعائد لموعد الاستحقاق² .

أ- **العائد الجاري** : وهو العائد الأساسي والمحفز الذي من خلاله يطلب المستثمر شراء السندات، ويمثل مبلغ الفائدة الذي يتحصل عليه المستثمر سنويا لقاء اقتناء لعدد من السندات نسبة إلى سعرها في السوق ، فكلما ارتفعت نسبة هذا المعدل مقارنة بأسعار الفائدة السوقية ينعكس إيجابا على قيمته، ويحسب وفق الصيغة الرياضية التالية³ :

$$\text{العائد الجاري للسند} = \text{مبلغ الفائدة السنوي} / \text{معدل السند في السوق} \times 100\%$$

¹ دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره ، ص 108

² محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره ، ص 70

³ قاسم نايف علوان، مرجع سبق ذكره ، ص 53

ب- العائد لفترة الاقتناء :¹

وهو عبارة عن العائد المركب من العائد الرأسمالي للسند بالإضافة إلى الفائدة المحصلة عند السند في تاريخ قبل موعد استحقاقه ،نتيجة تنازل مالك السند عنه في تاريخ قبل ميعاد استحقاقه ،وتتحدد قيمة الأصل المالي للسند من خلال مقارنة معدل العائد (معدل القسيمة) نسبة إلي معدل الفائدة السوقي لأقرب فرصة بديلة ، فإذا تساوى معدل قسيمة السند مع معدل الفائدة الفرصي التجاري في السوق فإن السند يباع بالقيمة الاسمية ،أما إذا انخفض معدل القسيمة للسند عن معدل الفائدة الفرصي فهو يباع بخصم لقيمته الاسمية ،وفي حالة ما إذا كان معدل القسيمة للسند أكبر من معدل الفائدة الفرصي فإنه يتوقع بيعه بعلاوة على قيمته الاسمية ،ويمكن حساب العائد الذي حصل عليه خلال فترة اقتناؤه لهذا السند كما يلي :

$$\text{العائد لفترة الاقتناء} = \text{الفوائد} + (\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}) / \text{سعر الشراء} \times 100 \%$$

ج- العائد لموعد الاستحقاق:²

يحقق هذا العائد في حالة احتفاظ حامل السند للسند لغاية موعد استحقاقه ، وبالتالي يكون العائد الذي يحصل عليه حامل السند هو معدل الخصم الذي يجعل ثمن شرائه مساويا لسعره العادل ،ويحسب وفقا للصيغة الرياضية التالية :

$$\text{العائد لموعد الاستحقاق} = \text{مبلغ الفائدة} + (\text{القيمة الاسمية للسند} - \text{ثمن الشراء}) / \text{عدد السنوات}$$
$$\text{الباقية لموعد الاستحقاق} / \text{القيمة الاسمية للسند} + \text{ثمن الشراء} / 2] .$$

د- العائد لموعد الاستدعاء :

قد تشترط المؤسسة المصدرة للسندات أن يكون لها الحق إذا رغبت في استدعاء السندات أي إعادة شرائها منصوص عليه في عقد الإصدار ، ويحصل في مقابل ذلك الحق، على قيمة عند الاستدعاء تفوق القيمة الاسمية للسند، يطلق عليها علاوة الاستدعاء. ويحسب مقدار العائد الذي سيحصل عليه حامل السند من موعد شرائه له إلى أقرب موعد استدعاء منصوص عليه في عقد إصداره بالمعادلة الرياضية التالية:

¹ المرجع السابق، ص 53

² نفس المرجع ، ص 54

$$\text{العائد لموعد الاستدعاء} = [\text{مبلغ الفائدة} + (\text{سعر الاستدعاء} - \text{ثمن الشراء}) / \text{عدد السنوات الباقية لموعد الاستدعاء}] / [(\text{سعر الاستدعاء} + \text{ثمن الشراء}) / 2]$$

2- عوائد الأسهم العادية :

تتمثل مجموع العوائد التي يجنيها حامل السهم العادي في عائد التوزيعات والذي يكون في حالة تحقق أرباح بالنسبة للمؤسسة المصدرة للسهم وموافقة الجمعية العمومية على توزيع تلك الأرباح، إضافة إلى الأرباح الرأسمالية للسهم التي تنتج عن الفرق الايجابي بين القيمة السوقية عند البيع والقيمة السوقية عند الشراء. يقدم المستثمر على الشراء في سوق الأوراق المالية شريطة أن يكون معدل العائد المرغوب (الذي يطلبه المستثمر) أقل أو يساوي إلي معدل العائد المتوقع من السهم المعروض، والعكس صحيح في حالة بيعه للسهم، علما أن معدل العائد المتوقع يعبر عن التعويض لقاء تأجيل المستثمر استهلاكه الحالي وكذا المخاطر المرتبطة بهذا النوع من الاستثمار¹ ويمكن قياس عائد السهم العادي بأحد المقاييس التالية :

أ- العائد الجاري للسهم :

يعبر هذا المقياس عن قدرة الدينار الذي سيدفعه المستثمر ثمنا للسهم على توليد الربح، ويمكن استخراجها بالمعادلة التالية :

$$\text{الربح الجاري للسهم} = (\text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة} / \text{القيمة السوقية للسهم العادي}) \times 100\%$$

من خلال المعادلة السابقة نلاحظ أن هناك علاقة عكسية بين الربح الجاري للسهم والقيمة السوقية للسهم فإذا زادت القيمة السوقية للسهم هبط الربح الجاري له، والعكس من ذلك صحيح، ومن أهم العوامل التي تؤدي إلى عدم استقرار الأرباح وعدم ثبات قيمة السهم في السوق المالي نتيجة التقلبات في المعاملات اليومية (الطلب والعرض) في العناصر التالية :

- أسعار الفائدة على السندات تؤثر بشكل مباشر في الطلب على الأسهم للعلاقة العكسية التي تتميز بينهما، فإذا زادت فوائد السند قل الطلب على الأسهم وعلى قيمتها السوقية²

¹ محمود محمد داغر، مرجع سبق ذكره، ص 94

² محمد شفيق حسين طنيب ومحمد ابراهيم عبيدات، مرجع سبق ذكره، ص 111

- قد يكون للإشاعات فرصة لتضخيم التوقعات سواء الايجابية أو السلبية ،مما يؤدي إلي التأثير على ارتفاع أسعار الأسهم أو نقصها بصورة مبالغ فيها .
- كما تتأثر أسعار الأسهم بالحالة الاقتصادية التي يمر بها السوق رواجاً كان أم كساد¹

ت-عائد فترة الاحتفاظ :

يقيس هذا المعيار العائد المحقق لحامل السهم أو المستثمر الذي لديه محفظة مالية خلال فترة الاحتفاظ بهذه الأوراق المالية².

ويتكون هذا العائد من جزئين رئيسيين هما :

- الأرباح الرأسمالية وتمثل الفرق بين تكلفة الشراء وسعر البيع.
- التدفقات النقدية الجارية وتمثل التوزيعات النقدية للأرباح ،ويمكن قياس عائد فترة الاحتفاظ وفق المعادلة التالية :

$$\text{عائد فترة الاحتفاظ} = \left[\frac{\text{التدفقات النقدية الجارية} + (\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء})}{\text{تكلفة الشراء}} \right] \times 100\%$$

ث-نصيب السهم من الأرباح المحققة³:

وهو مقياس هام جداً للمستثمر باعتباره مؤشر على عوائد السهم بشكل عام ،وتسعى المؤسسات للزيادة من هذا المعدل لأنه من أهم العوامل التي يأخذها في الحسبان المستثمرين المحتملين لشراء أسهم المؤسسة ،ويمكن استخراج نصيب السهم من الأرباح المحققة (قبل توزيعها) من خلال المعادلة التالية :

$$\text{نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة} = \left(\frac{\text{صافي الربح الخاص بحملة الأسهم العادية}}{\text{عدد الأسهم}} \right) \times 100\%$$

د-نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة :

يحسب هذا المقياس ما سيحصل عليه المساهم من نقود (أرباح) لقاء وجود هذا السهم في محفظته⁴ ، أو هو المقياس الذي يبين نصيب ما يحصل عليه المساهم عن كل سهم يملكه ، ويمكن حسابه بالمعادلة :

¹ علي عباس ، مرجع سبق ذكره ،ص 146

² غازي فلاح المومني ، مرجع سبق ذكره ،ص 75

³ علي عباس ،مرجع سبق ذكره ،ص 143

⁴ قاسم نايف علوان ، مرجع سبق ذكره ،ص 58

نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة = الأرباح المعدة للتوزيع على المساهمين العاديين / عدد الأسهم العادية

وأيضاً يمكن استخدام المعادلة التالية للحصول على نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة :

نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة = القيمة الاسمية للسهم x نسبة التوزيع المعلن عنها

ومن المعلوم أنه ليس من الضروري أن تقوم المؤسسة بتوزيع كل الأرباح المحققة لأنه قد يكون هناك احتياطي إجباري و احتياطي اختياري، لهذا في الغالب ينخفض نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة عن نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة¹.

¹ محمد شفيق حسين طنيب ومحمد ابراهيم عبيدات، مرجع سبق ذكره، ص 110

المطلب الثالث: العائد في المفهوم الاقتصادي الإسلامي

يتميز النظام الاقتصادي الإسلامي انه ينطلق من العقيدة الإسلامية ونظرتها الكلية إلي مصالح الفرد والمجتمع، وانه نظام يصلح لكل زمان ومكان، وعلى الرغم من أن النظام الاقتصادي الإسلامي ساد المجتمعات الإسلامية فترة زمنية طويلة ، إلا أن القوانين الاقتصادية الإسلامية واستنباطها وصياغتها في إطار نظرية اقتصادية لم يظهر إلا في العصر الحديث ، الذي دعت الحاجة فيه إلى تفعيل دور الفقهاء والاقتصاديين المسلمين لتطوير الآليات والأدوات الاقتصادية بما يتفق وأحكام الشريعة الإسلامية، مما يتطلب إيجاد أساليب تساعد المؤسسات في تقييم المشروعات الاقتصادية ضمن أحكام الشريعة الإسلامية، حيث يهيم هذا المطلب بإيجاد معايير ومؤشرات مالية يمكن الاعتماد عليها من طرف المستثمر المسلم .

الفرع الأول: محددات وضوابط العائد المالي في الإسلام

يهدف سلوك الفرد المسلم، اقتصاديا أو اجتماعيا أو سياسيا، إلى تحقيق الهدف من وجوده وهو تحقيق عبوديته لله ، لذلك لا يوجد فصل بين الشعائر التعبدية والسلوك الاقتصادي، فالسعي لكسب الرزق سلوك اقتصادي فطري يعتبر عبادة إذا انضبط بالضوابط الشرعية ، والزكاة شعيرة تعبدية ، تعتبر أداة اقتصادية تؤدي إلى تحقيق هدف إعادة توزيع الدخل، وهو هدف اقتصادي، و هذا ينطبق على النشاط الائتماني ، إذ يعتبر الائتمان حاجة اقتصادية لكل المجتمعات يتم عن طريقه تجميع المدخرات المالية في القطاعات المختلفة وتوظيفها واستثمارها في نشاطات اقتصادية تؤدي إلى توليد الدخل وزيادة الناتج وهذا يحقق وظيفة الاستخلاف وتنفيذ أمر الله في السعي في مناكب الأرض إذا انضبط النشاط الائتماني بالضوابط والمحددات والحدود الشرعية .

يتضمن الائتمان المدائينات ، التي قد تكون ناتجة عن قروض نقدية ،حيث يقدم نقد حال مقابل نقد مؤجل ، فإذا كان المؤجل يساوي الحال كان قرضا حسنا ، أما إذا كان النقد المؤجل أكثر من الحال ، كان قرضا ربويا ، وقد يكون الائتمان ناتجا عن العمليات التجارية ، كالبيع الآجل والمرابحة والتأجير ويضع الإسلام عدة ضوابط على الائتمان منها : تحريم الربا ،والغرر الفاحش ، والغش ، والتدليس والاحتكار، والتجارة المحرمة¹.

¹ عبد الرحيم عبد الحميد الساعتي ، نحو نموذج لمعدل العائد في الاقتصاد الإسلامي ،مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ،جامعة الملك عبد العزيز ،جدة ،السعودية ،العدد 2 ،2008 ، ص 8

أولاً : نظرية العائد في الاقتصاد الإسلامي

الاقتصاد الإسلامي كأى اقتصاد آخر يوجد به القطاع العائلي و قطاع الأعمال و القطاع الحكومي و القطاع الخارجي ، و سلوك وحداته المختلفة تشترك مع الوحدات في النظم الاقتصادية الأخرى في الدوافع الفطرية و الحوافز و الأهداف التي أقرها الإسلام لكل البشر ، مثل حب المال و حب جمعه و الإكثار منه إذ يقول الله في محكم كتابه : **زُيِّنَ لِلنَّاسِ حُبُّ الشَّهَوَاتِ مِنَ النِّسَاءِ وَالْبَنِينَ وَالْقَنَاطِيرِ الْمُقَنْطَرَةِ مِنَ الذَّهَبِ وَالْفِضَّةِ وَالْخَيْلِ الْمَسُومَةِ وَالْأَنْعَمِ وَالْحَرْثِ ۗ ذَٰلِكَ مَتَاعُ الْحَيَاةِ الدُّنْيَا ۗ وَاللَّهُ عِنْدَهُ حُسْنُ الْمَآبِ** ﴿١٤٠﴾ آل عمران الآية 14 .¹ ، **وَيُحِبُّونَ الْمَالَ حُبًّا جَمًّا** ﴿٢٠١﴾ الفجر الآية 20² ، **أَلْهَيْكُمْ التَّكَاثُرُ** ﴿١٠١﴾ التكاثر الآية 101³.

والإسلام دين الفطرة أقر تلك الدوافع الفطرية ، ولكنه وضع الضوابط التي تؤدي إلي استخدامها فيما خلقت له ، لذلك اختلف الاقتصاد الإسلامي بمذهبه ونظامه وأهدافه عن الاقتصاديات الأخرى في أن السلوك الاقتصادي وحداته تتكامل مع سلوكها الاجتماعي والسياسي والأخلاقي لتحقيق الوظيفة التي خلق الإنسان لأجلها وهو التعبد بممارسة وظيفة الاستخلاف و عمارة الأرض بالضوابط الشرعية .
ولبناء نظرية للعائد في الاقتصاد الإسلامي ، ينبغي أن تحدد العلاقات السلوكية التي تؤثر على هذا العائد بناء على النصوص الشرعية ذات العلاقة ، ولا يشترط في هذه العلاقات أن تكون مختلفة عن تلك التي تحدها النظريات المعاصرة ، إذ قد تكون علاقة تعبر عن الدوافع الفطرية التي يشترك جميع البشر فيها ، والعائد جائز بناء على القاعدة الفقهية العامة (كل ما انتفع به جاز أخذ البذل عنه)⁴ .

¹ سورة آل عمران ، الآية 14

² سورة الفجر ، الآية 20

³ سورة التكاثر ، الآية 1

⁴ عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي ، نحو نموذج لمعدل العائد في الاقتصاد الإسلامي ، مرجع سبق ذكره ، ص 9

ثانيا : معدل العائد الإسلامي في الأدبيات المعاصرة

هناك إجماع على تحريم الفائدة باعتبارها الربا المحرم في القرآن والسنة ، ولم يكن التحريم لمبررات اقتصادية ، لكن المفكرين المسلمين اجتهدوا في تعليل هذا التحريم ومنطقية تطبيقه وآثاره الاقتصادية ، وفي البديل الذي يمكن أن يقوم بدوره سواء على مستوى التحليل الكلي أو الجزئي ، فعلى المستوى الكلي نفى شابرا (chabra 1985) الآثار السلبية لإلغاء الفائدة على الاقتصاد اللاربيوي ، وقد استنتج في تحليله أن إلغاء الفائدة في الاقتصاد سوف لن يؤثر على التخصيص الأمثل للموارد ، وذلك لأن تكلفة رأس المال في الاقتصاد الإسلامي سوف لا تكون صفرا ، إذ إن نسبة مشاركة رأس المال في الأرباح في التمويل بأسلوب المشاركة أو المضاربة تمثل تكلفة تستقطع من عوائد الاستثمار ، كما أن سعر الفائدة ليست الوسيلة الوحيدة لتخصيص الموارد ، كما استنتج أن إلغاء الفائدة سوف لن يؤثر على الادخار والتراكم الرأسمالي ، لأن الدراسات أثبتت ضعف العلاقة بين الفائدة والادخار ، كما نفي تأثير هذا على الاستقرار الاقتصادي ، بل أكد أن عدم استقرار الاقتصاد سببه عدم استقرار أسعار الفائدة ، كما أن إلغاءه سوف لن يؤثر على النمو الاقتصادي أو على الودائع المصرفية¹

كما أن عدد من الكتاب المسلمون ركزوا في تفسيرهم لحرمة الربا على غياب نظرية مرضية لسعر الفائدة ، وانتقدوا مقولات أن الفائدة هي مكافأة للمدخرات وأن الفائدة تمثل إنتاجية رأس المال وأن الفائدة تنشأ بسبب الفرق بين القيم الحاضرة والآجلة للسلع الرأسمالية²

نجد مما سبق أن بديل سعر الفائدة في النظام الإسلامي قد يكون نسبة توزيع الأرباح في صيغ المضاربة أو العائد على رأس المال أو الأرباح المتوقعة ، ولكن كل الدراسات السابقة لم توضح معدل العائد المقترح في شكل نظرية متكاملة أو بناء على نموذج يتفاعل فيه القطاع النقدي والحقيقي في تحديد معدل العائد . والإضافة في هذا الفرع هو بناء نظرية لمعدل العائد في اقتصاد إسلامي ، يتم فيها تحليل العلاقات السلوكية لقطاع الادخار والاستثمار والقطاع النقدي والمالي ، وبناء نموذج كلي يتحدد فيه معدل العائد في الاقتصاد الإسلامي بناء على السلوك الادخاري والاستثماري ومبادلة الخطر بالعائد للوحدات في الاقتصاد ، كما يتم فيه تحليل كيفية توازن هذا العائد ، ضمن نموذج إسلامي له أدواته وعلاقاته السلوكية التي يتم بموجبها تحديد معدل العائد الذي يكون بديلا للفائدة .

¹ نفس المرجع ، ص 10

² نفس المرجع ، ص 12

ثالثا : نموذج معدل العائد الإسلامي

يخلو النظام المالي الإسلامي من أدوات الاستثمار ذات الفوائد، مثل السندات الحكومية التي تعتبر العوائد عليها خالية من المخاطر، وبالتالي تكون الأدوات الاستثمارية في سوق المال ذات مخاطر، ولكن حجم المخاطر فيها متفاوتة، وهذا يتفق مع القاعدة الإسلامية في الاستثمار (الغنم بالغرم)، ويمكن التمييز بين نوعين من الأصول المالية في النموذج المقترح: أصول مبنية على المشاركات وهي أقرب للأسهم وتكون غالبا عالية المخاطر ومنخفضة السيولة، وأصول مبنية على عقود البيوع الآجلة، وهي غالبا ذات مخاطر منخفضة وسيولة مرتفعة، ولكن بدرجات متفاوتة .

• افتراضات النموذج:¹

للتبسيط يقوم النموذج على الافتراضات التالية :

- إن المدخر في عرضه لمدخراته، أو عرضه للتمويل، يتأثر بالعائد المتوقع، بالإضافة إلى المخاطر المتوقعة المصاحبة للعائد.
- يوظف المدخر ادخارا ته في محفظة استثمارية مكونة من مزيج متنوع من الأصول الموظفة في توظيفات بأسلوب المشاركات وعقود البيوع الآجلة .
- يمكن تمثيل الطلب على التمويل بدالة سلسلة مستمرة، ويمكن هذا الافتراض أن يكون واقعا إذا كانت هنالك سوق مالية يمكن فيها تصكيك عقود التمويل وبيعها في شكل أوراق مالية .
- المدخر يكره المخاطر، لذلك يتوقع عائد أعلى في حالة زيادة المخاطر، أي أن عرض التمويل دالة متزايدة في المخاطر.
- يقاس العائد المتوقع على الادخار بمجموع العوائد المتوقعة منقطة بالاحتمالات المصاحبة لكل منها، علما أن مجموع تلك الاحتمالات يجب أن تكون واحدا صحيحا .
- تقاس المخاطر المتوقعة بالجذر التربيعي لمجموع تباين الأصول، أي انحرافها المعياري
- إن قرار الادخار والاستثمار يكون لفترة زمنية واحدة .
- إن التوقعات لعرض التمويل ولطالبه تكون متجانسة
- إن سوق رأس المال تسودها المنافسة الكاملة، التي تعني عدم وجود احتكار وعدم وجود تكلفة للمعاملات المالية.

¹ عبد الرحيم عبد الحميد الساعتي، مرجع سبق ذكره، ص 14

الفرع الثاني: أنواع العائد وأسباب استحقاقه في الاقتصاد الإسلامي

إذا كنا قد حددنا عناصر الإنتاج في الاقتصاد الإسلامي بعنصرين اثنين هما العمل ورأس المال لأن تحديد أنواع العائد يتطلب تحديد عناصر الإنتاج ، فإن العائد لا يمكن أن يكون إلا ربحاً أو أجراً ويمكن أن نضيف نوعاً ثالثاً وهو الجُعالة وإن كان تطبيقها صعباً في عملية تمويل أو عملية إنتاجية حقيقية كما سنرى في هذا الفرع

أولاً: الربح

يعرف الربح لغة بأنه النماء في التجارة ، جاء في لسان العرب " الرِّيحُ والرَّيحُ و الرِّبَاحُ : النماء في التجرة "

1

ويعرف الربح اقتصادياً بأنه ما يستحقه عنصر التنظيم لقاء تحمله لمخاطر النتائج المترتبة على عدم التأكد من ظروف المستقبل واتجاهات الأثمان والتكاليف واحتمالات الربح والخسارة ، ويساوي هذا الربح الفرق بين ثمن بيع السلعة التي تنتجها وحدته الإنتاجية وتكاليف إنتاجها المدفوعة لعناصر الإنتاج الأخرى² ويعرف الربح في الفقه الإسلامي بأنه نوع من نماء المال الناتج عن استخدام هذا المال في نشاط استثماري ، وأن هذا النشاط الاستثماري ملحوظ فيه عنصر تقليب رأس المال من حال إلى حال ، كما هو الحال عند الإتجار بالمال حيث تصبح النقود عروضاً ثم تعود نقوداً أكثر بالربح أو أقل بالخسارة (إذا حصلت خسارة بالفعل)³

ويعتبر الربح الهدف النهائي للمنتجين بحيث كلما تحقق لهم الربح المنشود دفعهم ذلك إلى التوسع في نشاطهم ، وبما أنه يمثل الفرق بين ثمن بيع السلعة وتكلفتها فقد سعى المفكر الإسلامي إلى وضع ضوابط في تحديد هذا الفرق أو الهامش وهي:⁴

- أن يكون هامش الربح معقولاً حتى لا يؤدي إلى ارتفاع الأسعار ويقلل من سرعة دوران رأس المال ويرى بعض الفقهاء بآلاً تزيد نسبة الربح عن ثلث الثمن (ثلث التكلفة) . يولا يرى الإمام الغزالي وجوب ذلك بل يراه من باب الإحسان في المعاملة .
- أن يتلاءم هامش الربح مع درجة المخاطرة .
- أن يتماشى هامش الربح مع العرف التجاري .
- ألا يتضمن هامش الربح فوائد ربوية أو إيرادات منهي عنها

¹ ابن منظور، لسان العرب، مرجع سبق ذكره، مادة ربح ، ص 422

² سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية، ص 64

³ سامي حسن حمود ، تطوير الأعمال المصرفية بما يتفق والشريعة الإسلامية ، الطبعة 3، القاهرة ، دار التراث ، 1991 ، ص 254

⁴ سليمان ناصر ، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية، ص 65

أما عن أسباب استحقاق الربح إذا أردنا أن نربط بينه وبين عناصر الإنتاج المذكورة سابقا (العمل ورأس المال) ،فيرى المالكية والشافعية وزفر الحنفي وابن حزم الظاهري بأنه يستحق بالمال فقط في الشركة (أي مقابل رأس المال فقط) مع أن هؤلاء جميعا قالوا باستحقاق الربح بالعمل في المضاربة لأنهم لا يرونها نوعا من الشركة ،ولذلك لا يجوز الاتفاق على توزيع للربح يختلف عن حصص رأس المال عند هؤلاء الأئمة¹ .

أما عند فقهاء الحنفية وعند الحنابلة فيستحق الربح بالمال أو بالعمل أو بالضمان ، فالربح الذي هو الزيادة الصافية في المال ، يستحقه مالك المال نتيجة لزيادة طبيعية في ماله لم يدخل في تحقيقها عمل كنمو الكلاء أو الزرع في المزرعة أو تكاثر الإبل لوحدها ،أو نتيجة لعوامل اجتماعية أو اقتصادية أو سياسية أو غير ذلك كأن ترتفع قيمة ما يملكه الإنسان نتيجة لتغير السوق فيبيعه ويحقق بذلك ربحا ،وكذلك قد يحصل الربح نتيجة إضافة جهد بشري على الشيء المملوك .

ومن جهة أخرى يمكن أن يستحق الربح صاحب العمل كالشريك المضارب في المضاربة أو المزارع في المزارعة أو العامل في المساقاة أو المساهم بالعمل مع المال في شركة العنان ، وكذلك فإن الربح يستحق بالضمان كما هو الحال في شركة الوجوه إذ يستحق الشريك الربح بنسبة الالتزام بقيمة المشتريات نسبية، أي بنسبة ما يضمنه للغير بوجهته من ثمن السلعة المشتراة ، وكما هو الحال أيضا في شركة الأعمال أو الأبدان إذ يستحق الشريك المال لمجرد تقبله للعمل وضمان إنجازه ولو لم يقدم العمل فعلا ، وكذلك ضمان المضارب للمال -شرطا أو تعديا- فإنه يستحق الربح كله بضمانه ،ويقصد بالضمان هنا تحمل المخاطر أما الضمان وحده كعقد مستقل فلا يعد سببا لاستحقاق الربح أو الأجر لأن الضمان في هذه الحالة يعني الكفالة والكفالة من عقود التبرع عند جمهور الفقهاء.²

ثانيا: الأجر

يعرف الأجر لغة بأنه الجزاء على العمل³ ، أم الأجر في اصطلاح فقد وردت له عدة تعاريف ولعل أشملها هو : " الأجر عوض مالي مقابل بمنفعة مشروعة ،وهذه المنفعة إما أن تكون مستفادة من خدمة أشخاص أو تكون واردة على أشياء قابلة لأن ينتفع بها مع بقاء عينها"⁴

¹ منذر قحف ،مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي ، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية ، جدة ،السعودية ، 1412هـ

1991م ، ص 34

² سليمان ناصر ، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية، ص 66

³ ابن منظور، لسان العرب ، مرجع سبق ذكره ، جزء 4 ، مادة أجر ، ص 10

⁴ سامي حسن حمود ، مرجع سبق ذكره ، 245

يحكم علاقة العامل بصاحب العمل في الفقه الإسلامي عقد عمل، والتكيف الفقهي له " عقد بيع منفعة " مثل عقد الإجارة الذي أجازته الفقهاء، وهذا العقد يقوم على الأركان الأساسية الآتية:

- الإيجاب والقبول: من كل من العامل وصاحب العمل
- موضوع العقد: بيع منفعة جهد عضلي، أو ذهني أو هما معا
- صيغة العقد : يقول صاحب العمل للعامل أريد أن أستأجرك ، وتوضع الشروط التي يتفقان عليها في إطار أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية .¹

ولقد ورد نموذج عقد العمل في القرآن الكريم في قصة سيدنا موسى وسيدنا شعيب عليهما السلام : " قَالَتْ إِحَدَلُهُمَا يَتَأَبَتِ اسْتَعْجِرُهُ ^ط إِنَّ خَيْرَ مَنِ اسْتَعْجَرَتِ الْقَوِيُّ الْأَمِينُ ﴿٦١﴾ قَالَ إِنِّي أُرِيدُ أَنْ أُنكِحَكَ إِحْدَى ابْنَتَيَّ هَاتَيْنِ عَلَى أَنْ تَأْجُرَنِي ثَمَنِي حِجَجٍ ^ط فَإِنْ أَتَمَمْتَ عَشْرًا فَمِنْ عِنْدِكَ وَمَا أُرِيدُ أَنْ أُشِقَّ عَلَيْكَ ^ع سَتَجِدُنِي إِنْ شَاءَ اللَّهُ مِنَ الصَّالِحِينَ ﴿٦٢﴾ قَالَ ذَلِكَ بَيْنِي وَبَيْنَكَ أَيَّمَا الْأَجَلَيْنِ قَضَيْتُ فَلَا عُدْوَانَ عَلَيَّ ^ط وَاللَّهُ عَلَيَّ مَا نَقُولُ وَكِيلٌ ﴿٦٣﴾ * فَلَمَّا قَضَى مُوسَى الْأَجَلَ وَسَارَ بِأَهْلِهِ آنَسَ مِنْ جَانِبِ الطُّورِ نَارًا قَالَ لِأَهْلِهِ امْكُثُوا إِنِّي آنَسْتُ نَارًا لَعَلِّي آتِيكُمْ مِنْهَا بِخَبَرٍ أَوْ جَذْوَةٍ مِنَ النَّارِ لَعَلَّكُمْ تَصْطَلُونَ ﴿٦٤﴾ القصص الآية 29-26 .²

من هذا النموذج نستنبط أساسيات عقد العمل في الإسلام وهي على النحو التالي:

- تركية بنت سيدنا شعيب لسيدنا موسى عليه السلام للعمل على أساس الأمانة والكفاءة .
- الإيجاب من سيدنا شعيب عليه السلام لاستئجار سيدنا موسى عليه السلام .
- القبول من سيدنا موسى عليه السلام للعمل .
- نطاق العمل: رعي و رعاية الأغنام.
- مقابل العمل: قيمة الصداق ما يعادل العمل ثمان سنوات وزيادتها إلي عشر يكون فضل من سيدنا موسى بالإضافة إلى المسكن والطعام والملبس وغير ذلك من الحاجات الأصلية للحياة الكريمة لسيدنا موسى عليه السلام

¹ حسين حسين شحاتة، الضوابط الشرعية والأسس الاقتصادية لتحديد الحد الأدنى للأجر، سلسلة دراسات في الاقتصاد الإسلامي ، متاح على العنوان: (www.darelmashora.com) ، تاريخ التحميل السبت 2014/01/18 ، ساعة 17:50 . ص 2 .
² سورة القصص ، الآية 26 29

- الوفاء بالعقد : وهذا مستنبط من الآية الكريمة " ﴿ فَلَمَّا قَضَىٰ مُوسَى الْأَجَلَ وَسَارَ بِأَهْلِهِ ۚ

ءَأَنسَ مِنْ جَانِبِ الطُّورِ نَارًا قَالَ لِأَهْلِهِ امْكُثُوا إِنِّي آنَسْتُ نَارًا لَعَلِّي آتِيكُمْ مِنْهَا

بِخَبْرٍ أَوْ جَذْوَةٍ مِنَ النَّارِ لَعَلَّكُمْ تَصْطَلُونَ ﴿٢٩﴾ القصص الآية 29 .¹

وقد أولى الإسلام عناية كبرى للأجر في كيفية تحديده وتوقيته وكل ما يتعلق به نظرا لكونه يدخل في أغلب العلاقات التعاقدية في المجتمع ، يقول رسول الله صلى الله عليه وسلم " من استأجر أجيرا فليسلم له أجره " ² ، ويقول أيضا على لسان المولى عز وجل " ثلاثة أنا خصمهم يوم القيامة : رجل أعطى بي ثم غدر ، ورجل باع حرا فأكل ثمنه ، ورجل استأجر أجيرا فاستوفي منه ولم يعطه أجره " ³ ، ويشترط في الأجر ما يشترط في الثمن بصفة عامة من كونه: مالا مباحا، منقعا به شرعا، مقدورا على تسليمه، معلوما، مملوكا للمستأجر .

كما يشترط في المنفعة المقابلة للأجر أن يتوفر فيها : القدرة على التسليم ، أن لا يترتب عنها هلاك العين ، أن تكون مباحة ، منقومة وأن تكون معلومة ⁴ .

أما المعطيات التي تجب مراعاتها عند تحديد الأجر فهي:

- ظروف العمل وطبيعة ومستوى مسؤوليته .
 - مؤهلات العامل ومدى خبرته ومستوى كفاءته.
 - مستوى تكاليف المعيشة في مكان العمل والإقامة .
 - الشروط التي تتطلبها الوظيفة أو العمل.
 - كمية الأموال والموارد المتاحة لدفع الأجور.
 - أوقات الراحة والعطل والعلاوات والمكافآت وأوقات العمل الإضافية.
- ولقد وضع الفقهاء الضوابط التي تحكم الأجر من أهمها :⁵

- أن يعرف العامل أجره ويدون ويوثق ذلك بأي أسلوب أو وسيلة تجنبا للغرر والجهالة، ولقد نهى رسول الله صلى الله عليه وسلم عن استئجار الأجير حتى يبين له أجره.

¹ سورة القصص ، الآية 29

² رواه البخاري ومسلم

³ رواه البخاري ومسلم وابن ماجه

⁴ سليمان ناصر ، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره ، ص 67

⁵ حسين حسين شحاتة ، الضوابط الشرعية والأسس الاقتصادية لتحديد الحد الأدنى للأجر ، مرجع سبق ذكره ، ص 3-4

- أن يكون تحديد الأجر بالتراضي التام بين العامل وصاحب العمل ، لا إذعان فيه ولا استغلال فهو عقد بيع منفعة ، يطبق عليه قول الله تبارك وتعالى : **يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ** ^ج **أُحِلَّتْ لَكُمْ هَيْمَةُ الْأَنْعَمِ إِلَّا مَا يُتْلَىٰ عَلَيْكُمْ غَيْرِ مُحْلِي الصَّيْدِ وَأَنْتُمْ حُرْمٌ إِنَّ اللَّهَ تَحْكُمُ مَا يُرِيدُ** المائدة الآية 01 .¹

- أن يكون الحد الأدنى للأجر متناسب مع تكلفة الكفاية ، أي يكفي العامل وأسرته تكاليف الحاجات الأصلية للمعيشة : من طعام وشراب وملبس ومأوى وعلاج وتعليم ، وهذه من مسئولية الدولة بالتعاون مع أصحاب الأعمال في إطار القاعدة الفقهية " لا ضرر ولا ضرار " ، ودليل ذلك هو حديث رسول الله صلى الله عليه وسلم " من ولى لنا عملا وليس له منزل فليتخذ منزلا أو ليست له زوجة فليتزوج ، أو ليس له خادم فليتخذ خادما ، أو ليست له دابة فليتخذ دابة ، ومن أصاب شيئا سوى ذلك فهو غلول " (رواه أبو داود) ، وكان في صدر الدولة الإسلامية تحدد أجور الجند (على سبيل المثال) على أساس الكفاية للجندي ولأسرته ولمن يعولهم ، وهذا ينطبق على سائر الأنشطة والقطاع الخاص بالتعاون مع الدولة ، فإذا كان الأجر الفعلي دون الكفاية يأخذ تمام الأجر من بيت مال المسلمين .

- مع الأخذ في الاعتبار معيار الكفاية ، والذي يمثل الحد الأدنى للأجر ، يجب أن يتأثر الأجر بالجهد المبذول ، وكذلك بالخبرات والقدرات والطاقات ، وطبيعة العمل ومخاطره ، وكذلك بالوقت المبذول ، (فلا جهد بلا كسب) ، والغاية من ذلك تحفيز العامل على العمل والإبداع والابتكار ، يقول الله تبارك وتعالى : **" فَمَنْ يَعْمَلْ مِثْقَالَ ذَرَّةٍ خَيْرًا يَرَهُ** ^ج **وَمَنْ يَعْمَلْ مِثْقَالَ ذَرَّةٍ شَرًّا يَرَهُ** الزلزلة الآية 07-08 .²

- حرمة أن يأخذ العامل شيئا غير المتفق عليه من صاحب العمل بدون طيب نفس منه وإلا يعتبر غلولا

(حراما) ، يقول رسول الله صلى الله عليه وسلم "....ومن استعملناه على عمل فزرقناه رزقا فما أخذ بعد ذلك فهو غلول (سحت) " رواه أبو داود ، ويقول رسول الله صلى الله عليه وسلم " لعن الله الراشي والمرتشي و الرائش بينهما " رواه أحمد .

¹ سورة المائدة ، آية 01
² سورة الزلزلة الآية 07-08 .

- حرمة أكل أجر العامل ظلما ، ودليل ذلك قول الله تبارك وتعالى : " وَيَنْقَوْمِرِ أَوْفُوا أَلْمِكِّيَالَ وَالْمِيرَانَ بِالْقِسْطِ وَلَا تَبْخُسُوا النَّاسَ أَشْيَاءَهُمْ وَلَا تَعَثُوا فِي الْأَرْضِ مُمْسِدِينَ ﴿٨٥﴾ هود الآية 85 .¹ ،

- ولقد ورد في الحديث القدسي عن رب العزة سبحانه أنه قال : " ثلاثة أنا خصمهم يوم القيامة ، ومن كنت خصمه خصمته ، رجل أعطى بي ثم غدر ، ورجل باع حرا فأكل ثمنه ، ورجل استأجر أجيرا فاستوفى منه ولم يعطه أجره " (رواه مسلم وأحمد) ، ولقد حرم الإسلام الاعتداء على أموال الغير ، ويدخل فيهم العمال ، فيقول صلى الله عليه وسلم : " كل المسلم على المسلم حرام ، دمه وماله وعرضه " (رواه البخاري ومسلم) .

- تأمين العامل في حالات العجز أو الشيخوخة أو الأزمات أو الكوارث أو المحن ، وهذا كله يدخل في نطاق التكافل الاجتماعي والتعاون مسئولية ولي الأمر ، ودليل ذلك قول رسول الله صلى الله عليه وسلم " كلكم راع وكلكم مسئول عن رعيته ، فالإمام راع وهو مسئول عن رعيته ، والرجل راع في أهل بيته وهو مسئول ، والمرأة راعية على بيت زوجها وهي مسئولة ، والعبد راع على مال سيده وهو مسئول ، ألا فكلكم راع وكلكم مسئول عن رعيته " (رواه البخاري ومسلم) .

ثالثا : الجعالة

تعريف الجعالة لغة هو كما جاء في لسان العرب : والجُعَلُ والجُعَالُ والجُعِيلَةُ والجُعَالَةُ والجُعَالَةُ والجُعَالَةُ كل ذلك ما جعله له عمله .²

أما تعريف الجعالة في اصطلاح الفقهاء فيقول ابن رشد (الحفيد) : " الجعل هو الإجارة على منفعة مذنون حصولها مثل مشاركة الطبيب على البرء والمعلم على الحذاق والناشد على وجود العبد الآبق ، وقد اختلف العلماء في منعه وجوازه فقال مالك يجوز ذلك في اليسير بشرطين أحدهما : أن لا يضرب لذلك أجلا والثاني أن يكون الثمن معلوما ، وقال أبو حنيفة لا يجوز وللشافعي قولان .³ أما ابن رشد (الجد)

فيقول عن الجعالة : أن يجعل الرجل للرجل جعلا على عمل يعمله إن أكمل العمل ، وإن لم يكمله لم يكن له شيء وذهب عناؤه باطلا ، وقد استدل جمهور الفقهاء على جواز الجعالة بقوله تعالى : قَالُوا

نَفَقْدُ صُوعَ الْمَلِكِ وَلَمَن جَاءَ بِهِ حَمْلٌ بَعِيرٍ وَأَنَا بِهِ زَعِيمٌ ﴿٧٢﴾ يوسف الآية 72 .⁴

¹ سورة هود ، آية 85

² ابن منظور ، لسان العرب ، مرجع سبق ذكره ، جزء 11 ، مادة جعل ، 111

³ سليمان ناصر ، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية ، مرجع سبق ذكره ، ص 71

⁴ سورة يوسف ، آية 72 .

ويستنتج من تعريفات الجعالة أن شروطها هي¹:

- أن تكون معلومة المقدار كالإجارة إذ أن ما لا يجوز بيعه لا يجوز أن يكون ثمنًا للإجارة أو الجعالة .
- ألا تستحق إلا بتمام العمل ،فإن تم إنجاز بعض العمل فلا يستحق المجعول له مقابلًا على هذا الجزء من العمل .
- أن تكون فيما ينتفع به الجاعل وإلا كانت من باب أكل أموال الناس بالباطل كمن جعل لرجل جعلًا على أن يرقى إلي موضع من الجبل، و أن تكون المنفعة مشروعة أي في عمل غير محرم.
- أن تكون معوضة غير ناشئة عن محل العمل وإنما بسببه ، فتخرج المغارسة والقراض (المضاربة) لأنها بعوض ناشئ عن محل العمل .

ويستنتج أيضا من تعريف الجعالة وشروطها أن هناك فرقا بين الجعالة والإجارة يتمثل في الأوجه الآتية²:

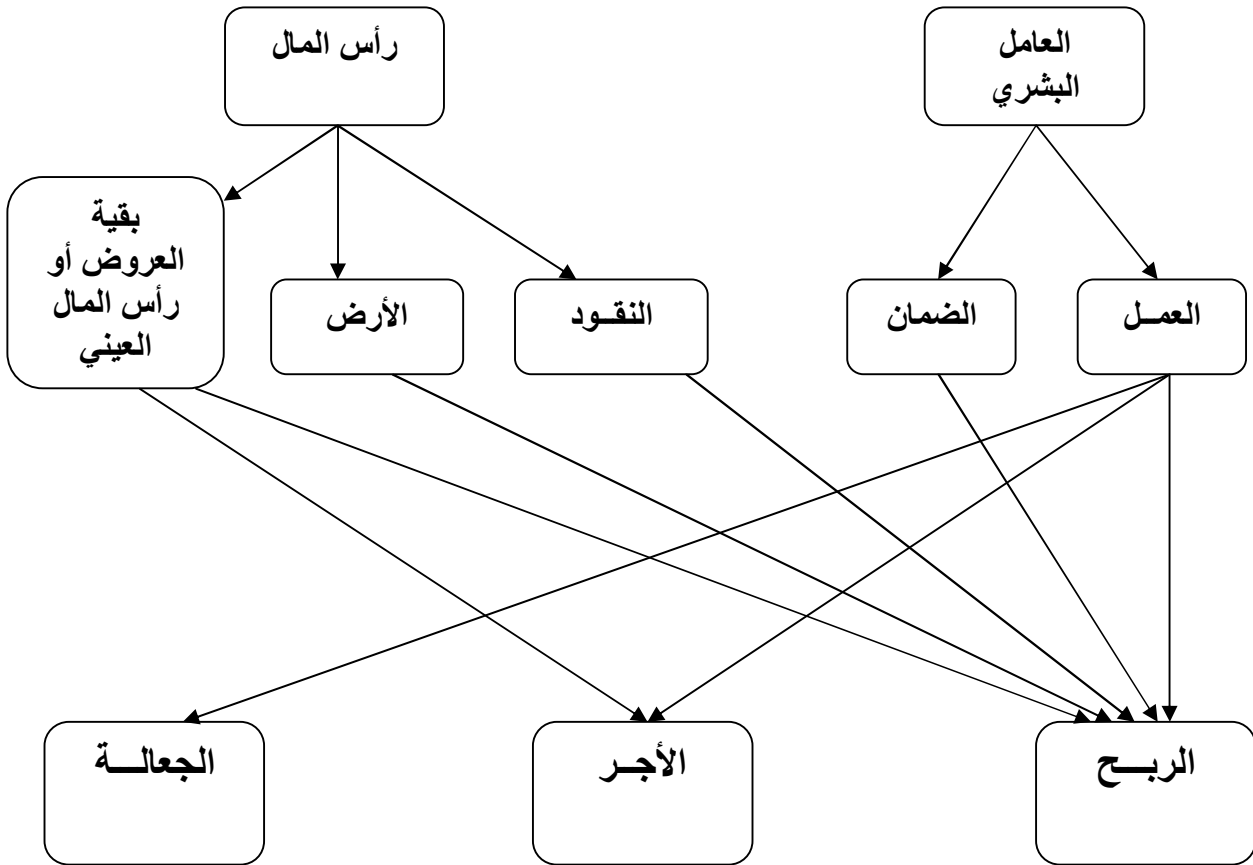
- 1- في الجعالة يتم الاتفاق بين صاحب المصلحة والعامل على بذل عمل من جانبه يؤدي إلي تحقيق نتيجة محددة ، أما في الإجارة فإن الالتزام بعمل لا يعني تحقيق غاية كما في الجعالة ولكنه التزام ببذل عناية فقط وإن لم تتحقق النتيجة .
- 2- إن المنفعة لا تحصل للجاعل إلا بتمام العمل كرد البعير الأبق ، بخلاف الإجارة فإنه يحصل على المنفعة بمقدار ما أنجز من العمل ، لذلك فإن الأجير في الإجارة يستحق بعض الأجر إذا قام ببعض العمل أما في الجعالة فلا يستحق شيئا إلا بتمام العمل .
- 3- إن العمل في الجعالة قد يكون معلوما أو غير معلوم كحفر بئر حتى يخرج منها الماء ،بخلاف الإجارة فلا بد أن يكون العمل فيها معلوما
- 4- الإجارة عقد بين طرفين معينين ، بينما الجعالة تتعقد بطرف واحد ، كما أن الطرف الثاني قد يكون غير محدد .
- 5- في الإجارة محل العقد منفعة الأدمي أو غيره ،بينما في الجعالة منفعة الأدمي فقط .

ومن خلال ما تقدم يتبين لنا أن الجعالة غير الإجارة وأنه من الممكن استعمالها في مجالات لا يمكن استعمال الإجارة فيها ، أما عن سبب استحقاق الجعالة فيبدو من طبيعتها وشروطها أنها لا تستحق إلا بالعمل والعمل المشروط بتحقيق نتيجة ،وهذا العمل لا يمكن أن يقوم به إلا الإنسان أي الشخص الطبيعي ويمكن أن يكون شخصا معنويا كمؤسسة أو هيئة....الخ.

¹ سليمان ناصر، مرجع سبق ذكره، ص 71- 72
² نفس المرجع ، ص 72

يندرج استعمال الجعالة في التطبيقات العملية المتعلقة بالنشاط الاقتصادي ، ذلك لأننا رأينا في شروطها أن تكون غير متعلقة بمحل العمل وإنما بسببه وأن تكون مشروطة بتحقيق نتيجة ، فكان من الصعب اعتبارها عائداً من عوائد التمويل ، ولكننا اعتبرناها كذلك لوجود شبه بينها وبين الإجارة ، ولأن استحقاقها يكون بسبب عنصر من عناصر الإنتاج وهو العمل .

الشكل رقم : 08 العلاقة بين عناصر الإنتاج وأنواع العائد في الاقتصاد الإسلامي



المصدر : سليمان ناصر ، مرجع سبق ذكره، ص 74

الفرع الثالث : أهمية العائدات في أسواق المال الإسلامية

تعتبر المفاهيم الاجتماعية للعائدات في أسواق المال الإسلامية المقترحة أساسا للتعاملات المالية من هذه المفاهيم : المشاركة لا القرض كهدف للحصول على العائدات والزيادة في الاستثمارات ، والأجر أو العمولة مقابل العمل أو الخدمة ، وهذا دليل على أن مفهوم الربحية أو تحقيق العائدات في أسواق المال الإسلامية يجمع بين المفهوم الاقتصادي (المادي) والمفهوم الاجتماعي ، كما أن الأخذ بمقياس العائدات الاجتماعية من قبل المؤسسات المالية الإسلامية يعني تطبيق مبادئ محاسبية تتلاءم وهذا المفهوم جنبا إلى جنب مع تطبيق مفاهيم القياس المحاسبي التاريخي وفقا للمبادئ المحاسبية المقبولة عموما ،التي يجري العمل فيها في أسواق المال الربوية ، فمثلا عن مبدئي تحقيق الإيراد ومقابلة المصاريف بالإيرادات هما من المبادئ المحاسبية المقبولة عموما في كل من أسواق المال الربوية وأسواق المال الإسلامية على حد سواء ،ونظرا لأن أسواق المال الإسلامية المقترحة خصوصية تتعلق بأحكام الشريعة الإسلامية الأمر الذي يستدعي إعادة النظر في طرق قياس العائدات والتقييم المحاسبي وبشكل خاص ما يتعلق بعائدات المشاركات و المرابحات وغيرها من العمليات المستجدة على الفكر المحاسبي السائد في أسواق المال الربوية .

نقترح ثلاثة مبادئ تتلائم وآلية عمل أسواق المال الإسلامية وهي:¹

1. مبدأ الرزق الحلال
2. مبدأ تشغيل وتنمية رأس المال
3. مبدأ الفعل المادي في التعامل مع الغير

إن تلك المبادئ المذكورة أعلاه تتلائم والمفاهيم الاجتماعية للعائدات في التعاملات المالية لأسواق المال الإسلامية .

- فمبدأ الرزق الحلال وما يتفرع عنه من فرض الزكاة لفئة معينة من المجتمع، لها الحق بذلك يساهم في قياس الأداء الاجتماعي والاقتصادي للشركات والمؤسسات المالية ضمن إطار التعاملات في السوق المالي الإسلامي

- ومبدأ تشغيل رأس المال يعني اعتبار رأس المال أساسا للتبادلات التجارية وتداول الثروة بين الفئات المختلفة للمجتمع إلى العقلانية والكفاية في استخدام الموارد المتاحة أو ما يعرف اليوم بالكفاية .

- وفيما يتعلق بمبدأ الفعل المادي في التعاملات المالية مع الغير فيتمثل في تقديم سلعة معينة أو خدمة معينة كأساس للتعامل .

¹ حازم بدر الخطيب ، دور وأهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية ، العدد 11 ،مجلة العلوم الانسانية ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، ماي 2007 ،ص 179

ومن المحاولات الجادة لإنشاء سوق مالي إسلامي المحاولة التي قام بها السودان ، يعتبر السودان أول دولة عربية تقوم بإنشاء سوق مالية للأسهم في عام 1995 ، وسميت هذه السوق بسوق الخرطوم للأسهم وتم فيها المعاملات وفق أحكام الشريعة الإسلامية حيث يتم التعامل بها بالأسهم والصكوك وعقود التأجير والأوراق المالية والتجارية التي تعتبر عائداتها مقبولة إسلامياً أي خالية من الربا¹ ويخضع التعامل في هذه السوق لأحكام المعاوضات الإسلامية التي يشترط فيها مبدأ الحلول أي التسليم الفوري و دفع كامل المبلغ في الحالات التي نصت عليها هذه الأحكام ، حيث لن تتعامل هذه السوق بالعقود المستقبلية للحيلولة دون الانغماس في المضاربات المحرمة في سوق رأس المال الإسلامي .

علاوة على ما سبق ، فقد جرت تجارب عديدة لبعض الدول العربية في مجال إنشاء صناديق استثمار إسلامية يتم إدارتها من قبل مصارف إسلامية تهدف إلي استثمار أموال عملائها بالطرق التي تتفق مع الشريعة الإسلامية للحصول على الرزق الحلال ، إضافة على أن مثل هذه الصناديق تقوم بتوزيع الأوراق المالية الموجودة في محافظها المالية ، وبالتالي يؤدي إلي توزيع المخاطر على عدد أكبر من الأوراق وتخفيض الخطر على المحفظة المالية إلى أدنى حد ممكن ومن الأمثلة على تلك الدول العربية : صندوق المستثمر الدولي في لندن بدعم من الحكومة الكويتية ، وشركة التوفيق للاستثمار ، وشركة الأمين للأوراق المالية في البحرين من خلال مجموعة البركة الإسلامية ، والمصرف السعودي البريطاني الذي أنشأ صندوق التضامن للاستثمار في تجارة السلع والأحجار الكريمة وفقاً لعقد المراجعة² .

¹ Ahmed O B. **contribution of Islamic banking to economic development** .the case of Sudan. Ph d .dissertation .university of durham. Uk .1990

² حازم بدر الخطيب ، دور وأهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية ، مرجع سبق ذكره ، ص 181

المبحث الثاني: المخاطر بين المفهوم الاستثماري التقليدي والمفهوم الاستثماري الإسلامي

تعتبر المخاطر جزءاً لا يتجزأ من النشاط الإنساني مهما كانت طبيعتها ، وهي في النشاط المالي والاقتصادي أشد تأثيراً وأكثر وضوحاً ، فقد استمرت المخاطر تتزايد مع التنوع الذي عرفته الأسواق المالية وأنشطتها الاقتصادية ، بل وأصبحت صفة ملازمة للاقتصاديات المعاصرة وهذا التلازم بين النشاط الاقتصادي والمخاطرة يجعل التخلص من المخاطرة بشكل نهائي أمر غير ممكن ، فالمخاطرة هي حالة عدم التأكد من حتمية الحصول على العائد أو من حجمه أو من زمنه أو من انتظامه أو من جميع هذه الأمور مجتمعة ، وتنشأ المخاطرة في الاستثمار لأن احتمال تحقق العائد مرهون بعوامل خارج نطاق سيطرة المستثمر ، ومدى انخفاض احتمال تحقق تلك العوائد عن 100% تظهر المخاطرة . ولهذا تناولنا في هذا المبحث ماهية المخاطرة وأنواعها وكيفية قياس المخاطرة، وكل ما سبق كذلك في ميزان الشرع من خلال النظرة الإسلامية للمخاطر .

المطلب الأول: مفهوم المخاطرة

يعتبر مفهوم المخاطر موضوع عدد من العلوم الاجتماعية ، منها علم الإحصاء وعلم الاقتصاد وعلم الإدارة والمالية والتأمين ، إذ ينظر كل علم من هاته العلوم إلي المخاطر بخصوصيته التي ينفرد بها عن الآخر . فالمخاطرة تنشأ من احتمال عدم تحقق العائد المتوقع على الاستثمار ، أو بعبارة أخرى احتمال الحصول على عائد فعلي أقل من العائد المتوقع نتيجة فشل الأرباح الموزعة أو الفوائد ، أو سعر الورقة المالية ، أو كليهما معا في الوصول إلي المستوى المتوقع ، والعوامل التي تؤدي إلي حدوث هذا التباين بين العوائد المحققة والعوائد المتوقعة تكون مصدر هذه المخاطرة .

أولاً : تعريف المخاطرة

الخطر لغة : مصدر خطر وهو الإشراف على الهلاك وخوف التلف ، والجمع أخطار ، ويقال : هذا أمر خطر أي متردد بين أن يوجد وأن لا يوجد ، والمخاطرة المراهنة وخاطرته على مال راهنته عليه وزنا ومعنى .

ولا يخرج الخطر في الاصطلاح عن المعنى اللغوي

والخطر عند الاقتصاديين : هو احتمال خسارة أو مكسب في أي استثمار

وعقود المخاطرة هي ما يتردد بين الوجود والعدم ، وحصول الربح أو عدمه عن طريق ظهور رقم معين مثلا كالرهان والقمار .¹

تعرف مخاطرة الاستثمار (سواء كانت مشروعات أو أوراق مالية) بأنها احتمال تحقيق مردود أو عائد أو تدفق نقدي أقل من المردود أو العائد المتوقع ، فكلما زاد احتمال تحقيق مردودات أو عائد أو تدفقات نقدية أقل من المتوقع أو سالبة كلما ارتفعت المخاطرة .

المخاطر هي احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المتوقع على الاستثمار ، وهي الفشل في تحقيق العائد ويمكن قياس المخاطر بمقدار الانحراف المعياري للتدفقات النقدية الفعلية عن التدفقات النقدية المتوقعة من خلال معرفة درجة التشتت عن متوسط العوائد ،وتصل المخاطرة صفرا في السندات الحكومية باعتبارها أوراق مالية خالية من المخاطر مقارنة مع الاستثمار في أسهم شركات مساهمة ، ويعرف ويبستر المخاطر بأنها فرصة تتكبد أذى أو تلف أو ضرر أو خسارة²

يمكن تحديد معنى المخاطر بأنها حالات تظهر في الأحداث التي لا يمكن التنبؤ بها في المستقبل بدرجة معينة من الاحتمالات ، وتعني المخاطر في الاستثمارات احتمالية عدم تحقيق عائد أو ربما احتمال توقع خسائر رأسمالية وهي من المبادئ المعروفة في الاستثمار بحيث تكون مرافقة للعائد ، وعرفت بأنها حالة عدم انتظام العوائد ، فتذبذب هذه العوائد في قيمتها أو في نسبتها إلي رأس المال المستثمر هو الذي يشكل عنصر المخاطر .

وعرفها السبائخي بأنها وجود فكرة ما عن احتمال حصول نتائج مختلفة لدى الشخص الذي يقوم بتقييم المشروع ولو أن قليلا من الاستثمارات تحدث في عالم بدون مخاطر ،وبالتالي فإن المخاطر المتعلقة بأي استثمار تعود إلى ظروف عدم التأكد الخاصة بنتائج هذا الاستثمار ، وإن لكل استثمار درجة معينة من المخاطر وأن ما يسعى إليه المستثمر العادي هو تحقيق أعلى عائد ممكن عند مستوى مقبول لديه من المخاطر يتحدد وفق طبيعة المستثمر وعمره ،وخبرته في مجال الاستثمار³

إن فكرة عدم معرفة النتيجة سلفا (أو عدم تأكد) موجودة ضمنا في جميع تعريفات المخاطرة ، لذا يمكن تعريف المخاطرة بأنها " ظرف أو وضع في العالم الواقعي يوجد فيه تعرض لوضع معاكس ،وبشكل أكثر تحديدا يقصد بالمخاطرة حالة يكون فيها إمكانية أن يحدث انحراف معاكس عن النتيجة المرغوبة المتوقعة أو المأمولة⁴ .

¹ أحمد معجب العتيبي ، مرجع سبق ذكره ، ص 146

² بن نوار عمار ، مرجع سبق ذكره ، ص 86

³ قاسم نايف علوان ، مرجع سبق ذكره ، ص 64

⁴ طارق عبد العال حماد ، المشتقات المالية إدارة المخاطر ، مرجع سبق ذكره ، ص 16

كما يمكن أن نجمع بعض التعاريف المتعلقة بالمخاطر كما يلي :

" تعني عدم انتظام العوائد ودرجة عدم التأكد والخوف من وقوع خسائر في الاستثمار وذبذبة العوائد من حيث الارتفاع والانخفاض"¹.

" تعرف على أنها وضعية ما لمجموعة أحداث متتابعة أو متزامنة احتمال حدوثها غير مؤكد وحدثها يصيب أهداف المستثمر"².

" هي إمكانية تحقق العائد أو ربما احتمال وقوع الخسائر الرأس مالية، وعن المبادئ المعروفة في الاستثمار فإن المخاطر تكون مرافقة للعائد حتى أن البعض يقول أن العائد هو ثمن المخاطرة"³.

وتعرف المخاطرة على أنها " تتضمن الانحراف عن المسار الذي يوصل إلى نتيجة متوقعة أو مأمولة "⁴.

من خلال ما سبق يمكن أن نعرف المخاطرة على أنها الانحراف عن المسار المتوقع أو عدم انتظام العوائد أو مجموعة الأوضاع المتزامنة والمتتابعة تتميز بأنها غير مؤكدة.

ثانيا : المخاطرة وعدم التأكد

نشير إلى ما يميز المخاطرة عن الخطر والمجازفة ، غالبا ما يستخدم مصطلح الخطر والمجازفة بالتبادل مع بعضهما البعض ومع مصطلح المخاطرة ، ومع ذلك لكي تتوخ الدقة ، من المهم أن نفرق بين هذه المصطلحات ، فالخطر هو السبب في الخسارة ، فنقول خطر الحريق أو العاصفة أو السرقة ، فكل واحد من هؤلاء يسبب في الخسارة الحادثة .

أما المجازفة فهي حالة قد تخلق أو تزيد من فرصة نشوء خسارة من خطر ما ،ويمكن تصنيفها إلى مجازفة مادية والتي تزيد من إمكانية حدوث خسارة نتيجة الخطر الحريق مثلا ، أو مجازفة أخلاقية والتي تكون ناتجة عن نزعات شريرة لدى الشخص كالغش والاحتيال ، وقد تكون معنوية والتي تنتج عن اللامبالاة اتجاه حدوث الخسارة وعدم القصد ، أما القانونية فهي الأحكام التي تسنها الهيئات التشريعية وتقضي بها المحاكم ،كهدم المباني المتضررة وإزالة الأنقاض عن خسائر الممتلكات وبالتالي يزداد التعرض للخسارة⁵.

سبق أن أشرنا إلى المخاطر على أنها تعني عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية ، كما يمكن أن ينظر إليها على أنها مقياس نسبي لمدى تقلب العائد أو التدفقات النقدية الذي سيتم الحصول عليه مستقبلا ، وهنا يبدو وجود خلط بين مفهوم المخاطر ومفهوم عدم التأكد ، بل وعادة ما يستخدم المصطلحين ليعنيان شيئا واحدا وهو ما يعد استخدام غير دقيق .

¹ غازي فلاح المؤمني ، إدارة المحافظ الاستثمارية ، مرجع سبق ذكره ،ص 79

² Bernard Barthélémy. Gestion des risques .édition d'organistion .paris .2000.p 13

³ طاهر حردان ، مبادئ الاستثمار ، عمان الأردن ، دار المستقبل ،1997 ، ص 95

⁴ Vaughan Emmett and another. Fundamentals of risk and insurance .johnwiley and sons 1999 .page 7

⁵ طارق عبد العال حماد ،مرجع سبق ذكره ،ص 22

فالمعنى الأكثر شيوعاً لعدم التأكد في حالة ذهنية تتميز بالشك بناء على انعدام المعرفة بما سيحدث أو لا يحدث في المستقبل، إذن هو رد فعل سيكولوجي لغياب معرفة المستقبل.

يتمثل الفرق بين المخاطر وعدم التأكد في مدى معرفة متخذ القرار باحتمالات تحقق التدفق النقدي ، فالمخاطر تصف موقف ما يتوفر فيه لنتخذ القرار معلومات تاريخية كافية تساعده في وضع احتمالات متعددة أي توزيع احتمالي بشأن التدفقات النقدية المستقبلية على أساس البيانات التاريخية التي يمكن الحصول عليها .

أما عدم التأكد فإنه يصف موقفاً لا يتوافر فيها لمتخذ القرار معلومات تاريخية للاعتماد عليها في وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية ، ومن ثم عليه أن يضع توقعات للصورة التي يمكن أن يكون عليها التوزيع الاحتمالي ، ويطلق عليها التوزيع الاحتمالي الشخصي¹ .

كما يختلف المستثمر ومدراء الاستثمار باتجاهاتهم في تفضيل المخاطرة ، والمهم في ذلك هو أي مستوى مقبول من المخاطرة ، والإجابة على ذلك يتطلب تحديد ثلاث سلوكيات أساسية لتفضيل المخاطرة :

أ- المتجنب للمخاطرة :

هذا السلوك ينطبق على المستثمر أو المدير المالي الذي يرغب بعائد متوقع أكبر للتعويض عند المخاطرة المحتملة لذا فإن قانون تناقص المنفعة الحدية ينطبق على هذا السلوك ، أي تحقيق منفعة حدية متناقصة كلما زاد العائد على الاستثمار .

ب- لا يكثر للمخاطرة :

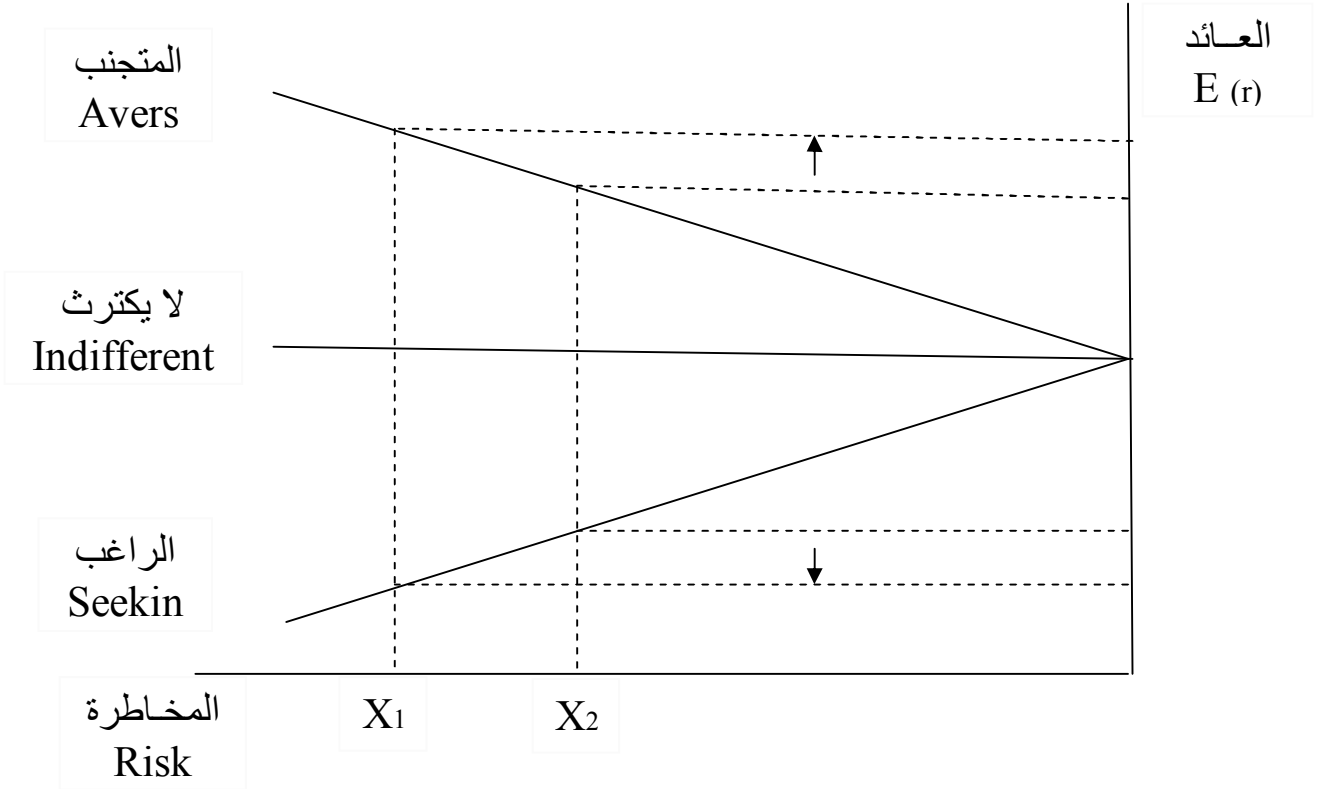
يتمس سلوك الاستثمار تجاه المخاطرة بالجمود فهو ينظر إلى التغيير في العائد المتوقع مع الرغبة في ثبات المخاطرة ، ومثل هذا السلوك افتراضي لأنه في الواقع العملي العلاقة طردية بين العائد والمخاطرة تلغي هذا المفهوم .

ج- الباحث عن المخاطرة :

سلوك المستثمر هنا يوصف بالمغامر ويبيدي اهتماماً متناقصاً بالمغامرة كلما توقع عائداً أكبر ، لذلك ينطبق على هذا السلوك قانون تزايد المنفعة الحدية ، أي أن الإشباع المتحقق من الدينار الثاني من العائد يفوق الدينار الأول و يقل عن الدينار الثالث وهكذا² . ومع ذلك في ظل افتراض تطبيق افتراضات النظرية المالية فإن هذا السلوك يوصف بكونه استثنائي.

¹ منير ابراهيم هندي ، الفكر الحديث في الاستثمار ، مرجع سبق ذكره ، ص 42
² حمزة محمود الزبيدي ، الإدارة المالية المتقدمة ، الطبعة 2 ، الأردن ، الوراق للنشر والتوزيع ، 2008 ، ص 360

شكل : 09 أنواع سلوك المستثمر إتجاه المخاطرة



المصدر ، حمزة محمود الزبيدي ، الإدارة المالية المتقدمة ، ص 361

ثالثاً: تصنيفات المخاطر

تعرف تصنيفات المخاطرة على أنها مجموعات المخاطر التي تساعد على التنظيم والتحديد والتقييم والقياس والمراقبة المتعلقة طوال فترة التعرض للمخاطرة ويمكن أن نصنف المخاطر إلي عدة تصنيفات وفقاً لعدة معايير نذكر منها:

1- تصنيف المخاطر حسب شكلها:

* مخاطر المال والأعمال :

يمكن التمييز بين مخاطر الأعمال والمخاطر المالية والناجمة عن التقلبات في المتغيرات المالية، إذ تكون هذه المخاطر عادة مصاحبة لنظام الاستدانة (الرافعة المالية) ، وتتصف مخاطر الأعمال بأنها مرتبطة بالمؤسسة بعينها أو بنوع معين من الأصول ، أما المخاطر المالية فتتصل بأحوال النشاط والسوق ككل أو الاقتصاد عامة .

* المخاطر البحتة والمخاطر المضاربية :

المخاطر المضاربية وجهة تحمل إمكانية حدوث إما خسارة أو مكسب ، ففي موقف المقامرة باعتباره مثالا للمخاطرة المضاربية تكون المخاطرة معتمدة على أمل تحقيق مكسب أو ربحا . أما المخاطر البحتة فليس هناك إمكانية تحقيق أرباح باعتبارها فئة من المخاطر التي تكون فيها الخسارة هي النتيجة الوحيدة الممكنة ، وترتبط المخاطر البحتة بأحداث أو عوامل خارجية عن السيطرة باعتبار أن التعرض لها يكون عادة من إدراك ويتم معالجة هذه المخاطر عن طريق التأمين¹

* المخاطر الاستاتيكية والمخاطر الديناميكية :

يقصد بالمخاطر الديناميكية تلك المخاطر الناشئة من حدوث تقلبات في الاقتصاد ، وتنشأ من مجموعتين من العوامل : الأولى عبارة عن عوامل البيئة الخارجية مثل المنافسين ، المستهلكون والعوامل الأخرى التي يمكن أن تحدث الخسائر وتشكل أساس المخاطر المضاربية ، مثل قرارات الإدارة داخل المؤسسة في كيفية التمويل وتسويق المنتجات وغيرها .

أما المخاطر الاستاتيكية فإنها تنشأ من أسباب ناتجة عن التغيرات في الاقتصاد مثل المخاطر الطبيعية وعم نزاهة الأفراد الآخرين ، كما تتضمن الخسائر التي ستحصل حتى لو لم تحدث تغيرات في الاقتصاد ، فإذا أمكن لنا أن نثبت الناتج والدخل وأذواق المستهلكين والمستوى التكنولوجي فإن بعض الأفراد سيتأثرون بالرغم من ذلك خسارة مالية² .

¹ بلعزوز بن علي ، مداخلة بعنوان إستراتيجية التحوط وإدارة المخاطر ، الملتقى الدولي الثالث حول إستراتيجية إدارة المخاطر الواقع والأفاق ، 25 -

26 نوفمبر 2008 ، جامعة الشلف ، ص 16

² طارق عبد العال حماد ، المشتقات المالية - إدارة المخاطر ، مرجع سبق ذكره ، ص 25

* المخاطر القابلة للقياس والمخاطر غير قابلة للقياس:

يعتبر قياس وإدارة المخاطر من الأمور الصعبة، فنجد مثلا مخاطر أسعار الفائدة ومخاطر أسعار الصرف يمكن قياسها، بينما هناك بعض المخاطر يصعب قياسها مثل المخاطر القانونية...¹.

* المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية :

تطراً المخاطر النظامية نتيجة التقلبات التي تطراً على البنية الاقتصادية والاجتماعية والسياسية التي تمس السوق ككل ، إذ تتميز بأنها غير قابلة للتوزيع ، أما المخاطر غير النظامية أو المخاطر الخاصة ، فهي التي يمكن القضاء عليها عن طريق التنوع ، كما تتفرد بها نشاطات معينة مثل الأخطاء الإدارية ، دعاوي قضائية والتي تسبب في تقلبات عوائد المؤسسة ، ومن أمثلتها : مخاطر النشاط ، مخاطر السيولة ، المخاطر المالية ، مخاطر أسعار الفائدة ، مخاطر أسعار الصرف...الخ².

2- تصنيف المخاطر حسب طبيعتها :

* المخاطر السياسية:

تتمثل في المخاطر الناجمة عن عدم الاستقرار السياسي والقرارات السياسية لمختلف الحكومات والذي يميز الكثير من الأنظمة السياسية ، كالتغير في الحكومات والانقلابات³

* المخاطر الاقتصادية:

ترتبط هذه المخاطر بالنشاط الاقتصادي أو بالتركيبية الاقتصادية للنظام الاقتصادي العالمي أو لأنظمة الدول ، مثل إلغاء الحواجز الجمركية وفتح الأسواق .

* المخاطر القانونية :

تمثل تلك التغيرات الفجائية التي تحدث في التشريعات و القوانين المختلفة المنظمة لعمل المؤسسة أو السوق ككل.

¹ Louis esch. Rebert kieffer et theery lopez . **asset et risk management** .edition debook .1 er edition. Paris .2003.p 28.29

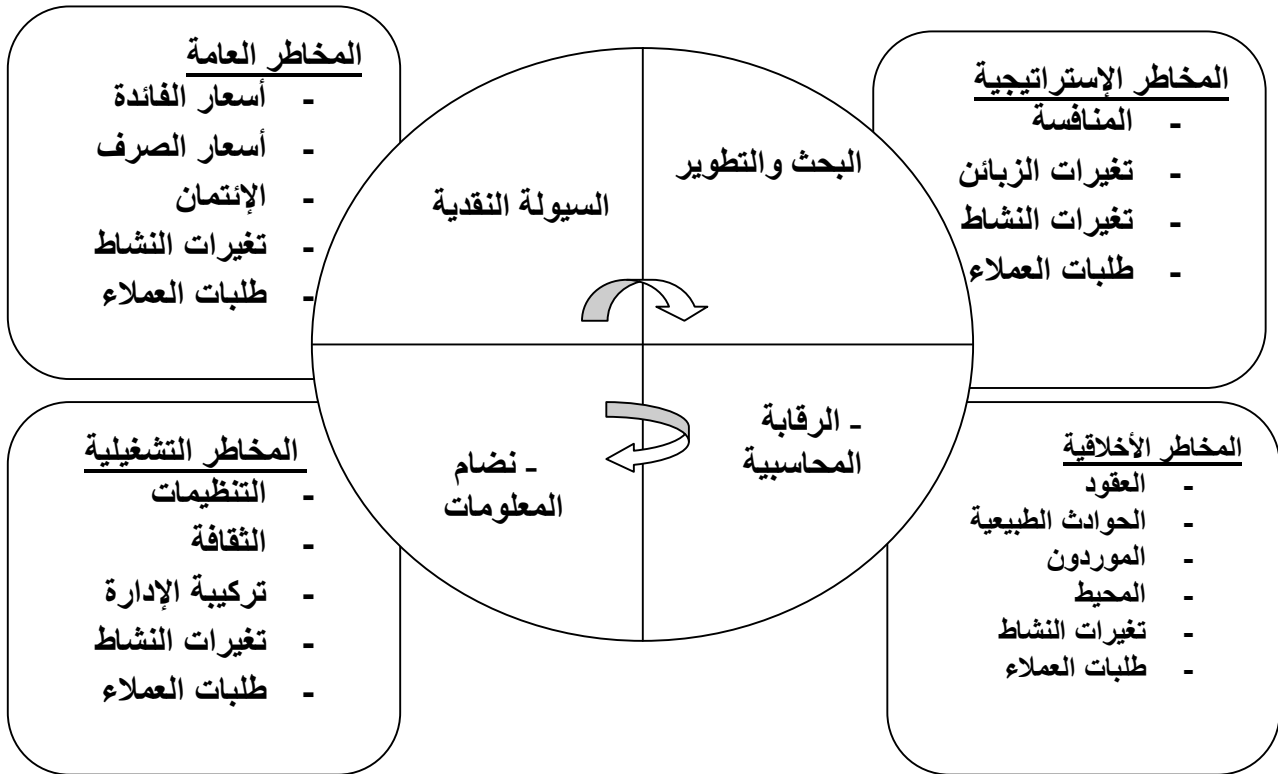
² منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره ، 1999، ص 197

³ رضا بن عاشور ، إدارة الأخطار الكبرى ، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير ، جامعة الجزائر ، 2008 ، ص 53

رابعاً : المسببات الرئيسية للمخاطر

يمكن أن تنتج المخاطر التي تواجه أي مستثمر أو أنشطة من عوامل خارجية أو داخلية خاصة بالمؤسسة ويلخص الشكل التالي أمثلة لأهم المخاطر الناتجة عن هذه العوامل كما يوضح أن بعض المخاطر ناتجة عن عوامل داخلية وخارجية معا ، وبالتالي تظهر متداخلة في الرسم ¹ .

الشكل رقم : 10 أهم مسببات المخاطر



المصدر: خروبي يوسف، مرجع سبق ذكره ، ص 59

¹ بلعوز بن علي ، مرجع سبق ذكره ، ص 5

كما نلاحظ في الشكل رقم 10 أن أهم مسببات للمخاطر قد تكون إما مخاطر إستراتيجية كالمنافسة ، أو مخاطر عامة كالمخاطر الناتجة عن تقلبات سعر الصرف ، أو مخاطر أخلاقية أو تشغيلية ، كما قد تكون ناتجة عن عدم أمثلية البحث والتطوير .

المطلب الثاني: أنواع المخاطر

يواجه أي مستثمر عند قيامه بالاستثمار في أي مشروع بمجموعة من المخاطر التي تؤثر في تدفقاته النقدية والمالية ، وعند تحديد التقديرات النقدية والمالية المتوقعة للمشروع يجب أن يؤخذ في الحسبان عناصر خطر وعدم التأكد التي تشوب هذه التدفقات ، وثمة مجموعتان من المخاطر التي تواجه أي مشروع مقترح وهي :

أولاً: المخاطر العامة أو المنتظمة

هي ذلك الجزء من المخاطر التي يتعرض لها الأصل الاستثماري والتي تسببها عوامل تؤثر على السوق ككل ، لذلك يطلق عليها أيضا مصطلح مخاطر السوق ، وهذه المخاطر لا يمكن إزالتها أو التقليل منها عن طريق تنويع الاستثمارات لأنها تتعلق بنظام السوق ككل وليس بشركة معينة أو صناعة معينة فهي تؤثر على جميع الشركات وفي نفس الوقت ¹ .

ويتضح مما سبق أن المخاطر المنتظمة هي المخاطر التي تؤثر على الشركات العاملة في السوق ككل دون استثناء و بالتالي فهي مخاطر عامة شاملة لجميع الاستثمارات ، وتتأثر المخاطر المنتظمة بالعديد من العوامل نذكر منها :

1- مخاطر أسعار الفائدة :

هي التغيرات التي تحدث في العائد على ورقة مالية نتيجة لتغيرات في أسعار الفائدة ، باعتبار العلاقة بين أسعار هاته الأوراق وأسعار الفائدة عكسية ، وتحصل هذه المخاطر عندما تكون عوائد الاستحقاقات أقل من تكلفة الموارد وتنخفض بابتعاد تكاليف الموارد عن مردودية تلك الاستخدامات ، كما يمس خطر سعر الفائدة جميع المتعاملين في البنوك سواء كانوا مقرضين أو مقترضين ²

¹ حمزة محمود الزبيدي ، مرجع سبق ذكره ، ص 361

² Sylvie de coussergues **la gestion de la banque** . edition dounud .2 eme edition .paris .1996. p p 202.205 .

إذا هي التغيرات التي تحدث في العوائد نتيجة تحركات أسعار الفائدة ، فإذا ما ارتفعت أسعار الفائدة في السوق بعد تنفيذ الاقتراح الاستثماري ، فسوف يرتفع الحد الأدنى لمعدل العائد المطلوب على الاستثمار عما كان عليه قبل اتخاذ قرار قبول الاقتراح الاستثماري ، وهذا يعني أن جزءاً من أموال الشركة أصبح غارقاً في استثمارات ينتج عنها عائد يقل عن العائد السائد في السوق ، والعكس صحيح¹ . علاوة على ذلك فإن درجة تأثير أسعار الفائدة يختلف باختلاف الفترة الزمنية فالأوراق المالية التي يكون موعد استحقاقها لفترات أطول تتأثر بتغير أسعار الفائدة أكثر من الأوراق المالية التي يكون موعد استحقاقها لفترات زمنية أقصر .

ويتضح مما سبق أن سعر الفائدة له تأثير معاكس على أسعار الأوراق المالية و الاستثمارات الأخرى ، فارتفاع سعر الفائدة يؤدي دائماً إلى انخفاض أسعار الأسهم والسندات ، لأن المستثمر العادي في هذه الحالة سوف يفضل بيع الأوراق المالية التي يمتلكها ووضع ثمنها كوديعة في أحد المصارف مثلاً مما سيدر عليه عائداً أعلى مما يحققه الاستثمار في الأوراق المالية .

2- مخاطر التضخم:

وهي المخاطر الناجمة عن الارتفاع الكبير في الأسعار دون أن يقابله إنتاج حقيقي ، ففي حالة التضخم يتأثر العائد الحقيقي حتى لو كان العائد الاسمي مضمون مثل حالة السندات الحكومية .

كذلك هو عبارة عن هبوط القوة الشرائية للنواتج من الاستثمار نتيجة الارتفاع المتسارع في مستوى الأسعار في الاقتصاد ككل ، ويعرف التضخم أحياناً بمخاطر القوة الشرائية للنقود ، وذلك لأنه يعمل على تآكل القوة الشرائية للعملة وخفض معدل العائد الحقيقي على الاستثمارات² .

وبالتالي فإن التضخم هو التغير في القوة الشرائية للعملة ، فإذا كان معدل التضخم مرتفعاً فإن هذا يدل على انخفاض القوة الشرائية للعملة ، وينتج عن هذا تغير العوائد المتوقعة نتيجة لارتفاع معدلات التضخم ، فالقوة الشرائية للنقود التي تم شراء استثمار بها اليوم تختلف عن القوة الشرائية لنفس الكمية من النقود بعد سنة أو سنتين لو ارتفعت معدلات التضخم ، وعادة تكون الاستثمارات ذات الدخل الثابت كالسندات مثلاً أكثر تأثر بانخفاض القوة الشرائية للنقود من غيرها من الاستثمارات ، فإذا ارتفعت معدلات التضخم فإن القيمة الحقيقية لعوائد الاستثمار في السند تنخفض مما يؤدي إلى انخفاض المعدل الحقيقي للعائد على الاستثمار عن المعدل الاسمي لهذا العائد³ .

¹ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق ، ص 362

² نفس المرجع ، ص 363

³ محمد مطر ، فايز تيم ، إدارة المحافظ الاستثمارية ، مرجع سبق ذكره ، ص 43

3- مخاطر السوق :

وهي لتقلبات والتذبذبات التي تطرأ على العوائد نتيجة للتغيرات في السوق ككل كالحروب أو الركود الاقتصادي¹ ، تؤثر حركة السوق على عوائد الاستثمار ذلك نتيجة للمخاطر التي تصيب الشركات بصفة عامة كالمضاربة في الأوراق المالية والتغيرات السياسية و الحروب وغيرها ، وهذه العوامل تؤثر في سلوك المستثمر حيث ينتقل هذا الأسلوب إلى التعامل مع السوق مما يجعل الأسعار تتغير ، وهذا التغير في الأسعار يحمل معه مخاطر محددة مصدرها عدم التأكد بالنسبة لمستوى الأسعار في المستقبل ، فقد تتعرض السوق إلي فترات انخفاض للأسعار تستمر لأسابيع وأشهر أو ربما سنوات و أحيانا يتعرض السوق إلى ارتفاع في الأسعار أيضا قد يكون لفترات قصيرة أو طويلة².

4- مخاطر تغير المناخ العام :

ويقصد به احتمال وقوع بعض الأحداث المهمة محليا أو عالميا ، مثال ذلك إجراء تغييرات جوهرية في النظام الاقتصادي للدولة ذاتها أو لدول أخرى تربطها علاقة وثيقة أو اتفاقيات تجارية ، أو وفاة إحدى الشخصيات المحلية أو العالمية ذات الوزن السياسي ، فهذه الأحداث قد تؤثر على الحالة الاقتصادية للدولة ، وبالتالي تؤثر على التدفقات النقدية والمالية للاستثمارات في كافة الشركات العاملة فيها³.

5- مخاطر سعر الصرف :

وهي المخاطر الناجمة عن التقلبات في أسعار الصرف والتطور غير متوقع فيها ، إذ تبرز من خلال المبادلات والصفقات على السلع والعملات الأجنبية وما يقابلها من العملة المحلية ، حيث تظهر هاته المخاطر على امتداد فترة انجاز الصفقة وفترة التسوية⁴.

ثانيا : المخاطر غير منتظمة

ويقصد بالمخاطر غير المنتظمة ذلك الجزء من المخاطر الكلية الذي يمكن إرجاعه إلي ظروف المشروع أو الصناعة التي ينتمي إليها ، وتؤدي هذه المخاطر شأنها شأن المخاطر العامة إلي تقلب التدفقات النقدية والمالية للمشروع ، غير أنه نظرا لأن المخاطر غير المنتظمة ترتبط بظروف الشركة والصناعة يستطيع المستثمر تجنبها بوسائل عديدة أهمها تنويع الاستثمارات ، وتعتبر كل من مخاطر النشاط ومخاطر التمويل أهم أنواع المخاطر غير المنتظمة .

¹ Erik banks e Richard Dunn . **practical risk management** .an executive guide to avoiding surprises and losses.

John ziley e sons ltd .England. 2003. p 15

² سيد سالم عرفة ، إدارة المخاطر الاستثمارية ، الطبعة 1، عمان ، دار الراجحة للنشر و التوزيع ، 2009 ، ص 31

³ قاسم نايف علوان ، مرجع سبق ذكره ، ص 63

⁴ M Jura. **Technique financière internationale**. dounud .paris .1999.p 147 .

1- مخاطر النشاط :

تعتبر هذه المخاطر دالة للعديد من الظروف التشغيلية التي قد تواجه الشركة ، إذ يؤثر أي تغير في هذه الظروف على الدخل التشغيلي للشركة ومن ثم على التدفقات لها ، وتنقسم مخاطر النشاط إلى : مخاطر داخلية ترتبط بكفاءة أداء الشركة في إطار بيئتها التشغيلية ، ومخاطر خارجية ترتبط بالظروف التشغيلية المفروضة على الشركة من عوامل خارجية لا يمكن للشركة أن تتحكم فيها كالدورات التجارية (الكساد و الراج ...)¹ .

* مصادر داخلية :

سوء الإدارة : إن القرارات الخاطئة التي تتسبب فيها إدارة الشركة تؤدي إلي حدوث آثار سلبية على نتائج أعمال الشركة وبلتالي على العائد على الاستثمار ، فاتخاذ قرارات خاطئة نتيجة لمعلومات غير دقيقة قد يؤثر على أرباح الشركة ، وأيضا الاختلاف بين المصالح والأهداف فيما بين المستثمرين والإدارة يعد من أحد أسباب التغيرات في العوائد ، كما تؤثر المشاكل التي تنتج من موظفي الشركة (كإضرابات العمال) على العائد المحقق .

* مصادر خارجية:

الظروف الصناعية : وهي تنشأ من ظروف خاصة تقع على نوع معين من الصناعات كظهور اختراعات جديدة ، وظهور منافسين جدد ، أو عدم قدرة الشركة على منافسة الشركات الأخرى ، وكذا صعوبة توفير المواد الخام ، وهو ما يترك أثره على التدفقات للشركة .

الدورات التجارية الخاصة : ويقصد بها احتمال تقلب الحالة الاقتصادية الخاصة بالشركة مع كساد إلي رواج ، ثم من رواج إلي كساد ، أو صناعة معينة ، وتؤثر هذه التقلبات تأثيرا ملحوظا على صافي التدفقات المتوقعة للاقتراح الاستثماري .

2- مخاطر التمويل:

وترتبط هذه المخاطر بأسلوب تمويل المشروع وبمقدرة المشروع على سداد التزامه ، ويمكن تخفيض هذه المخاطر من خلال تخفيض درجة اعتماد المشروع على الاقتراض ، إذ من شأن تخفيض الاقتراض أن تقلل من المخاطر المالية التي يواجهها المشروع ، بينما يؤدي تزايد الاعتماد على الاقتراض في تمويل المشاريع (ارتفاع الرفع المالي) إلي عدد من المخاطر أهمها :

¹ عاطف وليد أندراوس ، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات ، الاسكندرية ، دار الفكر الجامعي ، 2007 ، ص 221

- زيادة تقلب عوائد المشروع
- تغير توقعات المساهمين بشأن عوائد المشروع
- خطر الإفلاس في حالة عدم قدرة الشركة على سداد وخدمة الديون¹

ويتضح مما سبق بأن المخاطر غير المنتظمة هي المخاطر غير المفسرة من خلال حركة السوق ، لذلك لا توجد مخاطر منتظمة بالنسبة للسوق ككل ، كما لا توجد مخاطرة غير منتظمة تقريبا في المحفظة المالية ذات التنوع الكبير ، ونتيجة لذلك فإن المخاطر غير المنتظمة يمكن القضاء عليها عن طريق تنويع الاستثمارات من حيث أدوات الاستثمار كالأسهم والسندات والعقار أو من حيث القطاعات الممكن الاستثمار فيها كالاستثمار في الأسهم أو في قطاع المصارف أو التأمين أو الخدمات أو الصناعة أو من حيث الاستثمار في أدوات محلية أو أجنبية.²

كما يوجد أنواع أخرى من المخاطر نذكر منها :

* مخاطر السيولة:

هي احتمال مواجهة مصاعب في توفير الأموال والسيولة اللازمة لمقابلة الالتزامات المطلوبة ومدى صعوبة بيع وشراء الأوراق المالية في الأسواق الثانوية³

* مخاطر الائتمان:

وتعرف على أنها المخاطر التي تنشأ عن احتمال عدم وفاء أحد الأطراف بالتزاماته وفقا للشروط المتفق عليها⁴

* مخاطر الملائمة:

يمكن لهاته الخسائر أن تنشأ وتتضاعف عندما يطالب الطرف المقابل بتعويض مالي نتيجة معاملة معينة ، وذلك بسبب قضايا الملاءة والمعاملات المالية .

¹ عاطف وليد أندراوس ،مرجع سبق ذكره ، ص 222

² بن نوار عمار ، مرجع سبق ذكره ، ص 93

³ M Jura .Technique financière internationale .Dounud .paris .1999. p 147

⁴ يوسف خروبي ،مرجع سبق ذكره ،ص 58

* مخاطر العمليات (التشغيل):

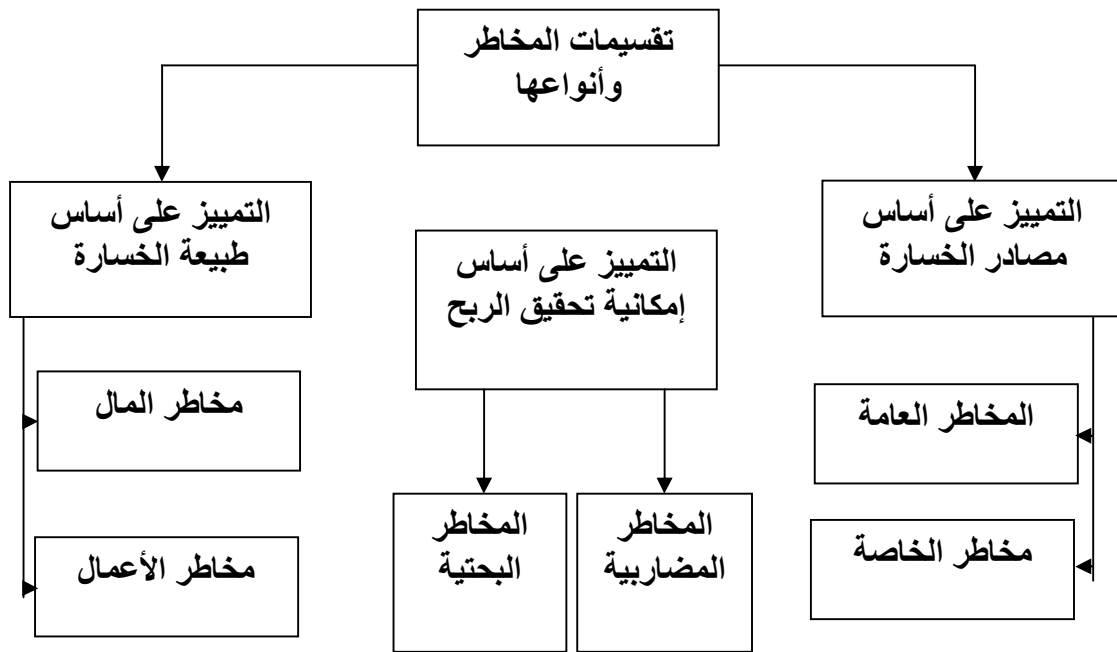
وتظهر بسبب الفشل الناتج عن الخسارة في إجراءات الرقابة والنشاط الداخلي ، إذ لا يتضمن عادة فرصة للربح ، كما أن عدم ظهور خسائر للعمليات لا يعني عدم وجود أي تغيير ، فمن المهم للإدارة العليا التأكد من وجود برنامج لتقويم وتحليل مخاطر العمليات كالاختيال المالي ، الاختلاس ، التزوير ، السرقة والجرائم الالكترونية .

* مخاطر النماذج :

تتطوي النماذج والطرق التي تستخدمها المؤسسة في قياس المخاطر وإدارتها على احتمالات الخطأ ، مما ينتج عنه مخاطر أخرى تجعل البيئة التي تعمل فيها المؤسسة أكثر مخاطرة وتعقيد بسبب حالة عدم التأكد

1 .

الشكل رقم : 11 تقسيمات المخاطر وأنواعها



المصدر: بلعوز بن علي، مرجع سابق، ص 09.

من خلال الشكل رقم : 11 أعلاه نلاحظ أنه يمكن التمييز بين المخاطر على أساس إمكانية تحقيق الربح إلى مخاطر مضاربة وأخرى بحثية ، كما يمكن التمييز على أساس طبيعة الخسارة إلى مخاطر المال والأعمال ، أما التمييز على أساس الخسارة فيمكن تقسيمها إلى مخاطر عامة وأخرى خاصة

المطلب الثالث: كيفية قياس المخاطر (قياس الخطر)

هناك عدة طرق لقياس المخاطرة منها الرياضية أو الإحصائية نذكر المدى، الانحراف المعياري، ومعامل الاختلاف، ومعامل بيتا.

أولاً: المدى

يتمثل المدى في الفرق بين القيمة الكبرى والقيمة الصغرى للتدفقات النقدية أو المالية ، ويعتبر أبسط مقاييس التشتت ومن ثم درجة الخطر ، بحيث كلما ارتفع الفارق بين القيمتين (المدى) أدى ذلك لتشتت أكبر للتدفقات عن قيمتها المتوسطة ، ومن ثم زيادة حجم المخاطر التي ينطوي عليها الاقتراح بالاستثمار¹

يعاب على أسلوب المدى باعتباره مقياس للمخاطر أنه لا يستخدم كافة القيم المتاحة التي تأخذ التدفقات حيث يقتصر على استخدام قيمتين فقط : أعلى قيمة وأقل قيمة .
كما يتجاهل أسلوب المدى احتمالات تحقق التدفقات ، الأمر الذي يترك مجال كبير للشك حول درجة دقته كمقياس للخطر².

ثانياً: الانحراف المعياري

يتجاوز هذا المقياس عيوب المقياس السابق في احتسابه لكافة المعلومات الخاصة بالتدفقات وكذا احتمالات تحققها .

ويقيس الانحراف المعياري درجة انحراف القيم عن وسطها الحسابي ، إذن يقيس درجة انحراف وتباين التدفقات (العوائد) المحتملة عن القيمة المتوسطة لها ، والتي كان يتوقع الحصول عليها ، وكلما كانت درجة الانحراف المعياري صغيرة دل ذلك على انخفاض درجة الخطورة المصاحبة للمقترح الاستثماري ، والعكس عند ارتفاع درجة الانحراف المعياري .

يقيس الانحراف المعياري مدى انحراف القيم عن وسطها الحسابي أي تقلب العائد على الاستثمار عن الوسط الحسابي لذلك العائد وتوضح المعادلة التالية كيفية قياس المخاطرة باستخدام هذا المقياس:

$$\delta = \sqrt{\sum_{i=1}^n (C_i - \bar{C})^2}$$

¹ عاطف وليم اندراوس ، مرجع سبق ذكره ، ص 226
² نفس المرجع ، ص 227

حيث:

- ق س: قيمة التدفق (العائد) المرتبط بالحالة الاقتصادية أي العائد المحتمل
ق م: القيمة المتوقعة أو المتوسطة (الوسط الحسابي) للعوائد أي القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة.
ح س: إحتمال تحقق الظروف الاقتصادية. أي إحتمال العائد س¹.

ثالثا : معامل الاختلاف

أثبت الانحراف المعياري أنه مقياس جيد للمخاطر لكن في حالة تساوي القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية أو المالية لمختلف الاقتراحات الاستثمارية ، فيتم اختيار المشروعات التي تتميز بانخفاض الانحراف المعياري لتدفقاتها ، إلا أنه في حال اختلاف القيم المتوقعة للتدفقات بين البدائل الاستثمارية لا يعتبر اختيار البديل الذي يتصف بانخفاض انحرافه هو المقياس ، فمثلا لو خيرنا بين استثمارين بديلين قيمة انحرافهما المعياري على التوالي 3000 و 3500 فيما تبلغ القيمة المتوقعة للتدفقات (العائد المتوقع) 2000 و 6000 وحدة نقدية على التوالي أيضا ، إذا لا يمكن هنا اختيار البديل الأول بحجة أن انحرافه المعياري أقل و نتجاهل فرق القيمة النقدية أو المالية المتوقعة (العائد المتوقع) التي هي في صالح البديل الثاني ، ومن خلال ما سبق وجب علينا الاحتكام لمقياس جديد يسمح لنا بالحكم على درجة الخطر بين البدائل المختلفة .

يكون الانحراف المعياري مقياسا مناسباً للمخاطر عند المقارنة بين مشروعين (أو ساهمين) تكون القيمة المتوقعة بينهما متساوية ، ولكن عندما تختلف القيم المتوقعة للمشاريع ، يكون معامل الاختلاف هو مقياس المخاطرة المناسب حيث يبين درجة المخاطرة لوحدة من العائد ، ويقاس معامل الاختلاف بالعلاقة الآتية²:

$$\frac{\delta}{ق م} = \text{معامل الاختلاف}$$

δ: الانحراف المعياري

ق م : القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة (القيمة المتوقعة للتدفقات)

¹ نفس المرجع ص 227، 228
² يوسف خروبي، مرجع سبق ذكره، ص 60

رابعاً: معامل بيتا "BETA"

يمثل معامل B مقياس للمخاطرة غير قابلة للتوزيع (مخاطر السوق) والتي تنشأ بسبب عوامل مشتركة تصيب الاقتصاد الوطني ككل .

يوضح هذا المعامل مدى استجابة تقلب عائد الورقة المالية للمؤسسة للتغيرات الحاصلة في عوائد محفظة السوق (وهذا الأخير المتوسط الحسابي لعوائد جميع الشركات الموجودة في السوق ، وعملياً هذا مستحيل لصعوبة حصر عدد الشركات في الاقتصاد الوطني لذا يؤثر بالاستعانة بمؤشر السوق) .

أي أن هذا المعامل يقيس درجة حساسية تقلب العائد عند أي مستوى للتقلبات في عائد سوق المال ، باعتبار أن هذا السوق يمثل مجمل التغيرات لعوائد المؤسسات داخل الاقتصاد الوطني المنخرطة في السوق ، ومنه تعتبر محفظة سوق المال ذات الموجودات من الأوراق وما تتعرض له من مخاطر مؤشر يعكس العوامل الاقتصادية السائدة .

يمثل معامل بيتا طبيعة الموجود الاستثماري للمؤسسة مقارنة بالسوق ، فمثلاً إذا كان معامل بيتا للأصل الاستثماري يساوي 1 واحد ، فهذا يعني بأن تغير عائد الشركة يكون مطابقاً للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق ، وبالتالي تطابق مخاطر الشركة مع مخاطر السوق ، أما إذا كان المعامل أكبر من الواحد الصحيح فإن هكذا موجودات توصف بكونها استثمارات هجومية لأنها تتحرك بمعدل أسرع من معدل التغير في محفظة السوق (مؤشر السوق) ، وقد يكون باتجاه السوق عندما يكون المعامل موجب ، أو باتجاه معاكس للسوق عندما يكون المعامل سالب ، ولكون التغير أكبر من الواحد الصحيح فإن مخاطر الشركة أكبر من مخاطر السوق ، أما المعامل الأقل من الواحد الصحيح فإنه يؤثر للطبيعة الدفاعية للموجود الاستثماري كونه يتحرك بمعدل أقل سرعة من محفظة السوق ، وباتجاه السوق إذا كان المعامل موجب أو بعكسه إذا كان سالباً ، ولكون التغير أقل من الواحد الصحيح تكون مخاطر الشركة أقل من مخاطر السوق .¹

كما يعد معامل بيتا من أهم المقاييس المستخدمة في حساب المخاطر النظامية فهو يقيس حساسية الورقة نتيجة التغير في عائد محفظة الأوراق المالية ، إذ يصنف هذا المقياس الأوراق المالية إلى أوراق ذات طبيعة هجومية إذا كان معامل بيتا أكبر من الواحد أي مخاطرها ستكون أقل من مخاطر السوق ، ولحساب معامل بيتا يجب توفر معلومات عن معدلات العائد لأسهم شركة معينة أو محفظة معينة لفترات تاريخية سابقة ، وكذلك معلومات عن معدلات العائد لأسهم السوق عن الفترة نفسها ويقاس معامل بيتا وفق الصيغة الآتية :

¹ عدنان تايه النعيمي ، أرشد فؤاد التميمي ، مرجع سبق ذكره ، ص 107

$$\beta = \frac{cov (Rm)}{\delta^2 Rm}$$

حيث أن:

(Rm) وعائد محفظة السوق (Ri) تمثل التباين المشترك بين عائد الاستثمار $-cov (Ri Rm)$ - في حين $\delta^2 Rm$ يمثل تباين معدل العائد لمحفظة السوق.

-يحدد التباين المشترك مدى تحرك متغيران عشوائيان مع بعضهما بنفس الاتجاه. لذا يمكن التعبير عن هذا التباين بمفهوم معامل الارتباط، و عليه فإن معامل بيتا هو دالة إلى معامل الارتباط بين المتغيرين و الانحرافات المعيارية لهما، و تقع درجة الارتباط بين (+1) و هو ارتباط موجب طردي تام، (-1) و هو ارتباط سالب عكسي تام، لذا يحسب معامل بيتا وفق ما يلي:

$$Cov (Ri Rm) = Pim \delta i \delta m$$

إذ أن Pim معامل الارتباط بين عائد الورقة المالية و عائد السوق

$$\beta = \frac{Pim \delta i \delta m}{\delta^2 m}$$

و بما أن $\delta^2 m$ هي مربع δm ، لذا يمكن إعادة كتابة معادلة معامل بيتا وفق الآتي:¹

$$\beta = \frac{Pim \delta i}{\delta m}$$

ولمعامل بيتا العديد من الاستعمالات نذكر منها :

- استعماله في عملية المبادلة بين المخاطر والعوائد عند الاستثمار بالأسهم أو السندات باستخدام نموذج تسعير الأصول المالية .
- التحكم في مخاطر المحفظة عن طريق تعديل محتوياتها .
- يساعد في تحديد الأوراق المالية شديدة التأثير للتغيرات الحاصلة في السوق من غيرها من الأصول المالية .²

¹ - عدنان تايه النعيمي و أرشد فواد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص ص:108-109.

² قاسم نايف علوان ، مرجع سبق ذكره ، ص 69

المطلب الرابع: المخاطر التي تواجهها المحافظ المالية الاستثمارية الإسلامية مقارنة بالمحافظ التقليدية

لبيان مفهوم مخاطر الاستثمار (إسلاميا) لابد من تعريف هذين اللفظين لغة واصطلاحا ، وذلك بالتفصيل الآتي :

أ- في اللغة :

مأخوذة من الخطر - بفتحيتين - وهو أصل لمعنيين هما:

المعنى الأول: ارتفاع القدرة والمكانة والشرف والمنزلة، يقال: رجل خطير، أي ذو شأن، وله قدر، وأمر خطير، أي رفيع.

ومنه ما رواه أسامة ابن زيد رضي الله عنه، قال: قال رسول الله صلى الله عليه وسلم ذات يوم لأصحابه: " ألا مشمر للجنة؟ فإن الجنة لا خطر لها ". أي: لا عوض لها ولا مثل.

المعنى الثاني: اضطراب الحركة، ومنه الاهتزاز ، يقال : رمح خطّار ، أي :نو اهتزاز شديد ،وخطر الرمح يخطر أي :اهتز .

- ومنه التبختر، يقال خطر يخطر إذا تبختر، ومنه ما جاء: ".....خرج ملكهم مرحب يخطر بسيفه " : أي يهزه معجبا بنفسه متعرضا للمبارزة ، أو أنه كان يخطر في مشيه ، أي يتمايل ويمشي مشية المعجب وسيفه في يده ، وسمى الأسد : الخطار لتبختره وإعجابه أو لاهتزازه في مشيه
- ومنه الإشراف على الهلاك، وخوف التلف، يقال: خاطر بنفسه يخاطر، وخاطر بقومه كذلك إذا أشفى بها وبهم على خطر هلك أو نيل ملك أو فعل ما يكون الخوف فيه أغلب، وهو على خطر عظيم: أي إشراف على شفا هلكة ،وقد جاء عن ابن عباس رضي الله عنه عن النبي صلى الله عليه وسلم أنه قال : " ما العمل في أيام أفضل منها في هذه ؟ قالوا : ولا الجهاد ؟ قال : ولا الجهاد ، إلا رجل خرج يخاطر بنفسه وماله ، فلم يرجع بشيء " ، ومعنى خرج يخاطر بنفسه أي : يلقيها في الهلكة بالجهاد .

- ومن جملة دلالات الخطر :الخاطر ،وهو اسم لما يتحرك في القلب من رأي أو معنى ، يقال خطر ببالي أمر ، وعلّى بالي كذلك ،وكل هذه الاستعمالات للفظ الخطر تدل على معنى الاهتزاز ،والاضطراب ،والحركة¹ .

¹ عادل عبد الفضيل عيد ، الاحتياط ضد مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية ، الإسكندرية ، دار الفكر الجامعي ، 2011، ص 25 . 26

ب- في اصطلاح الفقهاء :

لا يخرج المعنى الاصطلاحي للمخاطر عند الفقهاء عن المعنى اللغوي . قال ابن عابدين¹ : "الخطر هو :الإشراف على الهلاك" ، وبهذا المعنى قال غير واحد من أهل العلم .، وقال العدوي² عن الخطر والغرر : هما لفظان مترادفان بمعنى واحد ، وهو ما جهلت عينه ، وقيل :ما تردد بين السلامة والعطب ، وقال ابن تيمية ، وابن القيم : "المخاطرة مخاطرتان : مخاطرة التجارة ، وهو أن يشتري السلعة بقصد أن يبيعها ويربح ويتوكل على الله في ذلك ، والخطر الثاني :الميسر الذي يتضمن أكل المال بالباطل ، فهذا الذي حرمه الله تعالى ورسوله " .

لا يوجد في كلام الفقهاء القدامى ما يمكن اعتباره إشارة إلى هذا المفهوم ،ولا يعني ذلك أن المعاملات المالية التجارية في القديم لم تكن تتضمن المخاطر المعروفة ، كخطر تغير الأسعار والمخاطرة الائتمانية وتعرض الاستثمارات للخسارة ، لأن الخطر موجود في كل عقد يتضمن عملا يتم في المستقبل ،ولا ريب أن هذا كان معروفا عندهم ،ولذلك عرفوا عقد الشركة ، وعقد المضاربة ، وعرفوا السلم الخ وكل هذه عقود يترتب عليها نقل أو تشتيت المخاطر ،إلا أن الأوضاع الاقتصادية التي كانت سائدة عندئذ ،ومنهج النظر في العقود لم يكن يعطي هذا المفهوم الأهمية التي يلقاها اليوم في المعاملات المالية المعاصرة ، ولعل مرد ذلك هو افتقار القدامى إلى طرق قياس المخاطر ، فمعلوم أن أهمية دراسة المخاطر لم تصبح ظاهرة إلا بعد تطور طرق قياس الخطر ، إذ أمكن عندئذ تصنيف العقود بحسب مقدار الخطر الكائن ، وإدخال مقاييس الخطر ضمن عملية اتخاذ القرارات .

ومع أن هذا المفهوم للخطر هو مصطلح جديد ليس له أصل يقاس عليه في كلام الفقهاء القدامى ، إلا أن الباحثين في الاقتصاد الإسلامي بصفة عامة والمصرفية الإسلامية بصفة خاصة كثيرا ما يستدلون بما روته عائشة رضي الله عنها : " أن رجلا اشترى عبدا فاستغله ، ثم وجد به عيبا ، فرده ،فقال : يا رسول الله ، إنه قد استغل غلامي ، فقال رسول الله صلى الله عليه وسلم : الخراج بالضمان " ،وبقاعدة : الغنم بالغرم .

(ومعناها: أن من ينال نفع شيء يتحمل ضرره)، على أن فكرة العلاقة بين العائد والمخاطرة معروفة في الفقه الإسلامي.³

¹ ابن عابدين : هو محمد أمين بن عمر بن عبد العزيز عابدين ، دمشقي (1198 - 1252 هـ) . كان فقيه الديار الشامية، وإمام الحنفية في عصره صاحب " رد المحتار على الدر المختار "، المشهور بحاشية ابن عابدين، خمس مجلدات.

² العدوي : هو علي بن أحمد العدوي الصعدي (1112 - 1189 هـ) ولد في صعيد مصر ،فقيه مالكي محقق ،درس بالأزهر ، أخذ عنه البناني والدردير والدسوقي وغيرهم .

³ عادل عبد الفضيل عيد ، مرجع سبق ذكره ، ص 30 . 31

الفرع الأول: اختلاف المخاطر عند الفقهاء عن المخاطر في الدراسات المالية

الخطر في المفهوم المالي هو تلك القوى التي تؤدي إلى انحراف المسار بحيث لا توصل العلاقة التعاقدية إلى الهدف المتوخى أو النتيجة المأمولة ، وهذه القوى ليس لها علاقة مباشرة بصيغة العقد وإنما هي متصلة بالظروف المحيطة بالعلاقة التعاقدية التي تتولد عن العقد ، مثل : تغير المناخ الاقتصادي أو تعرض أحد الطرفين لمصاعب مالية ... الخ¹

أما الخطر في المفهوم الفقهي فهو متعلق بالعقد، ويشير إلى عدم التيقن الذي تولده العلاقة التعاقدية، فالعقود في الشريعة الإسلامية يجب أن تكون واضحة في بيان الحقوق والالتزامات المتولدة منها ، فإذا شابها الغموض أو عدم الوضوح انقلبت إلى عقود خطيرة ، بصرف النظر عن الظروف الخارجية المحيطة بالمتعاقدين ، فإن هذه لا تدخل في مفهوم الخطر بمعناه الفقهي .
يتضح مما سبق أن الخطر في لغة الفقهاء يختلف عن الخطر في مفهوم الدراسات المالية ، فهو عند الفقهاء وصف لنوع من العقود تتضمن صيغته حقوقاً والتزامات احتمالية لطرفيه ، أما في مفهوم الدراسات المالية فهو متعلق بالقوى التي تحكم الوصول إلى الغرض النهائي من العقد ، أو الحالة التي تتضمن احتمال الانحراف عن الطريق الذي يوصل إلى النتيجة المأمولة .

العلاقة بين المخاطر وما يشتبه بها :

أ- الخطر والغرر:

كل جهالة دخلت العقد وأدت إلى خطر لا تعلم عاقبته ، أو جعلت العقد متردداً بين أمرين أغلبهما أخوفهما ، كانت من الغرر الذي نهت الشريعة الإسلامية عنه .
والشبه بين الغرر الذي جاءت الشريعة بمنع العقود المشتملة عليه ، وبين المخاطرة في المفهوم المالي المعاصر موجود ، فيرى الحنفية وبعض المالكية وبعض الشافعية أن الغرر والخطر لفظان مترادفان بمعنى واحد ، وهو ما جهلت عينه ، ويرى بعض المالكية أنهما متباينان فالخطر : ما لم يتيقن وجوده ، كما لو قال : بمعني فرسك بما أريح غدا ، والغرر : ما يتيقن وجوده ، ويشك في تمامه ، كبيع الثمار قبل بدو صلاحها .

¹ نفس المرجع ، ص 36

ويظهر الفرق بين الخطر و الغرر في الآتي¹:

1- أن الغرر إنما هو خلل في الصيغة التعاقدية ، يتولد عنه مخاطرة ، لكن المخاطرة بحد ذاتها لا تؤدي إلي فساد العقد ، أما الخطر بمفهومه المالي فهو أمر يتعلق بالملابسات المحيطة بالعمليات المترتبة على العقد والتي ربما فوتت حصول الغرض الذي يرمي إليه من يتعرض لهذا الخطر .
بنا على ذلك يمكن القول بأن الغرر معنى مختلف عن الخطر في المفهوم المالي وإن كان بينهما شبه ، فالغرر إنما يعنى بالعلاقة التعاقدية ، وقد يوجد أو لا يوجد اعتمادا على صيغة العقد ، بينما الخطر يتعلق بالظروف المحيطة بالعقد.

2- أن الغرر مفهوم ساكن ، ولذلك إذا انعقد العقد على غير غرر ، لم يدخله الغرر بعد ذلك ، بينما الخطر بمعناه المالي ، مفهوم متحرك ولذلك تزيد المخاطر بتغير الظروف .

ب - الخطر والمكروه:

المكروه هو الأمر غير محبوب الوقوع ، أما الخطر فهو احتمال وقوعه ، فالخسارة في الاستثمار هي مكروه الذي يسعى المستثمرون إلي تفاديه ، أما الخطر فهو احتمال تحقق هذا الذي يخشى وقوعه ، كما أن الموت هو المكروه ، أما الخطر فهو احتمال وقوع الموت .

ج- الخطر والخسارة:

الشك في النتائج هو قوام مفهوم الخطر ، والمخاطرة هي الدخول في نطاق الخطر ، والمخاطرة تأتي دائما من عدم معرفة النتيجة التي ستقع من بين عدة نتائج مختلفة ، وهذا هو المركز الأساسي في التمييز بين الخطر و الخسارة ، حيث يقوم هذا الشك فيما سيقع من النتائج نكون في حالة خطر ، أما عند اليقين المسبق بأن النتيجة السيئة ستقع ، فليس ثمة مخاطرة بل هي خسارة محضة ، فالمخاطرة هي احتمال الخسارة ، وعليه فإن تأكد الخسارة خارج مفهوم المخاطرة .

د - الخطر وعدم التيقن:

لمفهوم المخاطرة علاقة بمفهوم عدم التيقن ، ذلك أن المخاطرة هي احتمال وقوع أمر غير متيقن الوقوع أما الأمور اليقينية فلا يكتنفها الخطر ، كما أن وجود الخطر يولد عدم التيقن ، فالتعرض للخسارة في التجارة مخاطرة ، ولكن إذا وقعت فإنها لم تعد عندئذ مخاطرة ، بل صارت أمرا يقينا ، وانخفاض القيمة السوقية لأصل رأسمالي هو مخاطرة ، ولكن انخفاض قيمته نتيجة الهلاك بسبب الاستعمال ومرور الوقت ليس مخاطرة ، لأنه أمر متيقن لا محتمل .

¹ نفس المرجع ، ص 40

والفرق في المفهوم الاقتصادي بين الخطر وعدم التيقن هو أن الخطر ما كان ممكنا قياس احتمالات وقوع المكروهات فيه ، أما عدم التيقن فهو الحال الذي لا يكون ممكنا ، أو لا يكون مجديا قياس هذه الاحتمالات .

الفرع الثاني: قياس المخاطرة¹

الواقع أن مفهوم المخاطرة لا قيمة له من الناحية العلمية إذا لم يكن قابلا للقياس ، كما أن الناس يفرقون أيضا بين مخاطرة عالية وأخرى متدنية ، لأن احتمال وقوع المكروه يكون بدرجات مختلفة ، وبما أن الخطر قليل وكثير ، ففيه درجات بين القليل و الكثير ، وهكذا احتاج الأمر إلي معايير لقياس المخاطر وتصنيفها بطريقة تمكن من التعرف على درجاتها بشكل واضح ، ومقارنة المخاطر المتضمنة في القرارات المختلفة مع بعضها البعض ، ومع العائد المتوقع من الاستثمار ، وهناك طرق متعددة لتصنيف المخاطر وقياسها ، تقوم بها مؤسسات متخصصة ، كما تتبنى البنوك وشركات التأمين مقاييسها ، وعندما تكون فرص الاستثمار عالية المخاطرة ، فإن ذلك لا يعني عدم إقبال الناس عليها ، إذا أمكن قياسها ، وقابلها أرباح مجزية بالقدر الذي يرون أنه ملائم لمستوى تلك المخاطر ، لكن الناس لا يقبلون على فرص يكتنف قياس المخاطرة فيها الغموض وعدم الوضوح فلا يعرف هل هي عالية المخاطرة أم متدنية ، هذا الغموض نفسه يضحى مخاطرة ، ومن ثم فإن كل استثمار لا يكون قياس المخاطرة فيه واضحا يعد ذا مخاطرة عالية .

وجذور محاولات الإنسان لقياس المخاطرة قديمة تعود إلي القرن السابع عشر عندما اكتشف الرياضي المشهور باسكال نظرية الاحتمالات ، وهو يحاول حل لغز المقامرة ، ثم قانون الأعداد الكبيرة الذي مكن من استخدام المعلومات المتوفرة عن الأمس لتوقع ما يستحدث في الغد ، والتوزيع الطبيعي في الإحصاء ومعامل الارتباط ثم انتهت إلي هاري "ماركوبيتز" الذي أثبت في سنة 1959 م أن الإنسان يمكن عن طريق التنوع تقليل المخاطر في الاستثمار في السوق المالية .

لقد بدأ ماركوبيتز دراسته بفرضية أن تكون المحفظة الاستثمارية يمكن أن يعتمد على متوسط عائد الاستثمار وعلى الانحراف المعياري لذلك العائد .

¹ عادل عبد الفضيل عيد ، مرجع سبق ذكره ، ص 103 - 104

وبما أن متوسط العائد هو عبارة عن المعدل المثقل لكل أصل تحتويه المحفظة ، فإن المخاطرة بالنسبة للمحفظة ستكون أقل كلما كان الارتباط بين الأصول التي تحتويها أقل ما يمكن ، وهي الفكرة التي أطلق عليها : مبدأ التنوع ، بناء على ذلك فإنه يمكن القول بأن المخاطرة التي يتضمنها امتلاك أصل من الأصول في محفظة استثمارية تتكون من عنصرين : أحدهما يمكن جعله ينخفض إلي حد الاختفاء من خلال عملية التنوع التي سبق الإشارة إليها ، والعنصر الثاني لا بد أن يتحملة المستثمر ، ولذلك فإن نظرية تكوين المحفظة الاستثمارية هي في الواقع الخيار بين تعظيم العائد ، وفي نفس الوقت تخفيض المخاطرة ، ومن جهة أخرى فقد أصبح معامل الارتباط بين الأدوات الاستثمارية (صيغ الاستثمار) عنصرا مؤثرا في تكوين المحفظة ، لا يقل في أهميته عن الأصول المستثمرة فيها ، ولم يعد ممكنا النظر إلي هذه الأدوات بمعزل عن بعضها البعض ، وتكتسب كل أداة أهميتها من مقدار ما تسهم به في العائد الكلي للمحفظة .

ولذلك فإن تطبيق نظرية ماركوويتز يحتاج إلى دراية تامة بالمتوسطات ، والانحرافات المعمارية ، وبمعدلات الارتباط لجميع الأصول التي يمكن أن تتكون منها المحفظة ، ثم جاءت النقلة الأخرى على يد شارب 1964 م ، عندما أثبت أن المستثمر إنما يحصل على عائد مقابل عنصر المخاطرة الذي لا يمكن إلغاؤه بالتنوع ، إذ لماذا يتوقع الإنسان أن يحصل على عائد عن مخاطرة لا يحتاج إلى تحملها ، وبإمكانه التخلص منها ، ولذلك فإنه إذا أخفق في أعمال مبدأ التنوع كما ينبغي ، فإنه يحمل نفسه مخاطرة لا عائد من وراء تحملها .

الفرع الثالث: أنواع المخاطر التي تواجهها المحافظ المالية الإسلامية

ما من عمل تجاري إلا ويواجه مخاطر عديدة تختلف باختلاف نشاط العمل التجاري ، فبعض الأعمال مخاطرها كبيرة وبعضها مخاطرها قليلة ، كما أن المخاطر قد تكون ناتجة من طبيعة العمل وقد تكون من خارج العمل ، وهناك مخاطر عامة تواجه أي عمل تجاري ، ومخاطر خاصة تواجه بعض الأنشطة التجارية والاستثمارية ، ولذا ظهر مؤخرا إدارات خاصة في المؤسسات المالية التقليدية منها والإسلامية لمواجهة هذه المخاطر لأنه من غير الممكن إلغاء المخاطر وإنما محاولة السيطرة على تلك المخاطر وإدارتها ، وتختلف مواجهة المخاطر في المؤسسات التقليدية عنها في المؤسسات المالية الإسلامية وذلك لاختلاف طبيعة العمل وصيغ التمويل لكل مؤسسة ، فنجد أن المؤسسات التقليدية تواجه مخاطر الاستثمار عن طريق المديونيات وضمان الفائدة (القرض والإقراض بفائدة) مما يزيل المخاطرة ويوفر عنصر الأمان لدى المؤسسة والعملاء .

وأما المؤسسات المالية الإسلامية فلكونها لا تتعامل بالقرض والإقراض بالفائدة لحرمة شرعا فقد جعلها ذلك تسعى لإيجاد بديل إسلامي لها ، وقد وجدت صيغة صكوك المقارضة كبديل لها ، ومخاطر هذه الصكوك تبدو في طبيعة المشروع وفي خبرة وأمانة وقوة الذين يقومون بدور المضارب . وتعد المخاطر من بين العناصر التي تأخذ دوما بوصفها عنصرا مهما وحاسما عند اتخاذ القرارات المالية ، وتأتي المخاطر عن طريق عدم التأكد من النتائج ، إذا ما عرف المستثمر كيف يقيس المخاطر المالية بشكل صحيح فإنه يستطيع أن يقيم الأصول الخطرة ، وبالتالي يقوده هذا إلي توزيع أفضل لموارده الاستثمارية .

فالمحافظ المالية تواجه مخاطر عامة ومخاطر خاصة ، وتعتبر المحافظ التقليدية أكثر عرضة لمخاطر الاستثمار من المحافظ المالية الإسلامية وذلك لقلّة نوعية الأوراق المالية المكونة لمحفظة الأوراق الإسلامية ، إلا أن هناك مخاطر تواجهها كل من المحافظ الإسلامية ، ومخاطر تنفرد بها المحافظ التقليدية ، ومخاطر تنفرد بها الإسلامية .

أ- مخاطر تشترك فيها المحافظ التقليدية والإسلامية:

1- مخاطر التضخم:

والتضخم هو الانخفاض في القوة الشرائية للعملة نتيجة للزيادة المستمرة في المستوى العام لأسعار الأصول الذي يؤدي إلى تآكل القوة الشرائية للعملة ، مما ينعكس سلبا على الاستثمارات لانخفاض قيمة العائد وهذا يدفع المستثمر إلى تصفية استثماراته في السندات وتوجيهها إلى أوراق مالية أكثر ربحية لتغطية نسبة ارتفاع التضخم.

وخواء الاستثمار في الأوراق المالية يوصون ، لتخفيف مشكلة التضخم ، بالاستثمار في الأسهم والعقارات بدلا من السندات ، ونخلص من هذا بأن مخاطر التضخم تقل جدا محفظة الأوراق المالية الإسلامية.¹

2- مخاطر السوق :

يتأثر السوق بمخاطر عديدة كقلة البائعين والمشتريين ومخاطر المضاربة السوقية والتغيرات السياسية والحروب وغيرها مما يؤثر في سلوك المستثمر في السوق ، وبالتالي يسبب حالة من الركود في تداول الأوراق المالية وهذه المخاطر تتعرض لها كل من المحافظ التقليدية والإسلامية .

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، الطبعة 01، منشأة المعارف للتوزيع، مصر، 2003، ص 249

3- مخاطر الإدارة:

ويعبر عنها بمخاطر التشغيل وهي المخاطر التي تنتج عن الأخطاء البشرية والتسرع في القرارات دون دراسة متأنية، وكذلك المخاطر الفنية التي قد تكون بسبب الأعطال التي تطال أجهزة الاتصالات والحاسب الآلي وتوقف الأنظمة وعدم الالتزام بالضوابط الرقابية. وهذه المخاطر تتال المحافظ التقليدية والإسلامية على سواء إلا أنها تكون بشكل أكبر في المحافظ الإسلامية وذلك لعدم توافر الموارد البشرية المؤهلة تأهيلا كاملا للقيام بأعمال المحفظة المالية الإسلامية، كما أن برامج الحاسب الآلي المتوفرة حاليا لا تتناسب الصناعة المالية الإسلامية.¹

4- مخاطر أخلاقية:

وهي المخاطر المتعلقة بأمانة المدير وحرصه على مال العميل والسعي له بما ينمي أموال محفظته ويدر عليها دخلا مجزيا فلا يخون هذه الأمانة ، ولذلك يحرص العميل في إدارة المحافظ على اختيار المدير الكفو والذي تتمثل فيه الأمانة والحرص والذكاء .²

ب - مخاطر تواجهها المحافظ الإسلامية فقط :

1- مخاطر شرعية:

وهذه المخاطر تتعرض لها محفظة الأوراق المالية الإسلامية دون المحفظة التقليدية لعدم التزامها بالشرعية ، والمخاطر الشرعية تنعكس في عدم الاعتراف بالدخل من بعض العمليات المخالفة للشرعية ، كما أن اختلاف الآراء والفتاوى الشرعية في المؤسسات والشركات التي ستساهم فيها المحفظة يخلق جوا من البلبلة بين العملاء وبالتالي يؤثر في وضع المحفظة الإسلامية³

2- مخاطر الصرف:

فالصرف له ضوابطه الشرعية المعروفة ، فمشكلة تغيير أسعار الصرف في محفظة العملات الإسلامية تكمن في أنه إذا اشترى صاحب المحفظة العملة فإنه لا يجوز له أن يبيعها حتى يتحقق القبض الفعلي لا الحكمي ، وأثناء هذه المدة قد تنخفض قيمة العملة عن يوم الشراء .

¹ أحمد معجب العتيبي ،مرجع سبق ذكره ، ص 152

² نفس المرجع ، ص 152

³ أسامة عبد الرزاق ،التحديات والحلول الخاصة للمصارف الإسلامية (ورقة عمل) ، مقدمة للمؤتمر السادس للمؤسسات المالية الإسلامية ، الكويت

2006 ، ص 6

3- مخاطر الصكوك الإسلامية :

تعتبر مخاطر الصكوك الإسلامية أقل من مخاطر بقية أدوات الملكية الأخرى كالأسهم مثلا، لأنه يمكن التنبؤ بدقة بعوائد الورقة المالية، فصكوك الإجارة مثلا يمكن التنبؤ بمخاطرها من خلال معرفة مصروفات وإيرادات العين المؤجرة.

وبناء على هذا نجد أن المخاطر التي تواجهها المحافظ التقليدية والمحافظ الإسلامية متقاربة، وهذا فيما يتعلق بالأوراق المالية، أما فيما يتعلق بصيغ التمويل فإن المخاطر التي تواجه الصناعة الإسلامية كالتي تواجه الصناعة التقليدية، بل وتزيد عليها كمخاطر المضاربة والمشاركة والمرابحة¹

¹ أحمد معجب العتيبي ، ص 155

المبحث الثالث: قياس وعلاقة العائد والمخاطرة على الأوراق المالية في المحفظة المالية ومن وجهة نظر إسلامية - دراسة مقارنة -

العائد على الاستثمار ، ومخاطرة الاستثمار مفهومان مرتبطان لا يمكن تفسير أحدهما بمعزل عن الآخر ، فالعائد على الاستثمار هو بمثابة المقابل الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه في المستقبل مقابل الأموال التي يدفعها من أجل حيازة أداة الاستثمار ، أو بمعنى آخر يمثل العائد على الاستثمار المكافأة التي يمني المستثمر نفسه بالحصول عليها مقابل تخليه عن منفعة أو إشباع حاضر على أمل الحصول على منفعة أو إشباع في المستقبل .

أما المخاطرة فتنشأ عن ظاهرة حالة عدم التأكد المحيطة باحتمالات تحقق أو عدم تحقق العائد المتوقع على الاستثمار "ذلك لأن الأهداف التي يسعى إليها المستثمر ، يرتبط مدى تحققها عادة بتدفقات نقدية مستقبلية ينتظر الحصول عليها من استثماره ، ولأن احتمال تحقق هذه التدفقات مرهون بعوامل خارج نطاق سيطرة المستثمر ، لذا يصبح من المستحيل افتراض تحقق هذه التدفقات 100 % ، و متى انخفض احتمال تحقق هذه التدفقات النقدية التي يتوقعها المستثمر عن درجة 100 % تبرز المخاطرة والتي تزيد درجتها ارتفاعا كلما انخفضت احتمالات تحقق هذه التدفقات والعكس بالعكس ¹.

المطلب الأول: العلاقة بين العائد والمخاطرة في السوق المالي التقليدي

باعتبار أن الهدف الرئيسي الذي تسعى الإدارة المالية لتحقيقه هو تعظيم ثروة الملاك، والتي تأتي من تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية، طالما لا يتعارض ذلك مع مصالح باقي الأطراف المعنية. وتعظيم هذه الثروة هو محصلة القرارات المالية سواء كانت قرارات الاستثمار أو قرارات التمويل، وتؤثر هذه القرارات المالية على ثروة الملاك أي قيمة المؤسسة من خلال تأثيرها على حجم العائد متوقع الحصول عليه ، وأيضا بتأثيرها على حجم المخاطر التي تتعرض لها من جراء تلك القرارات.

¹ محمد مطر ، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية ، الطبعة 05 ، عمان الأردن ، دار وائل للنشر ، 2009 ، ص 22

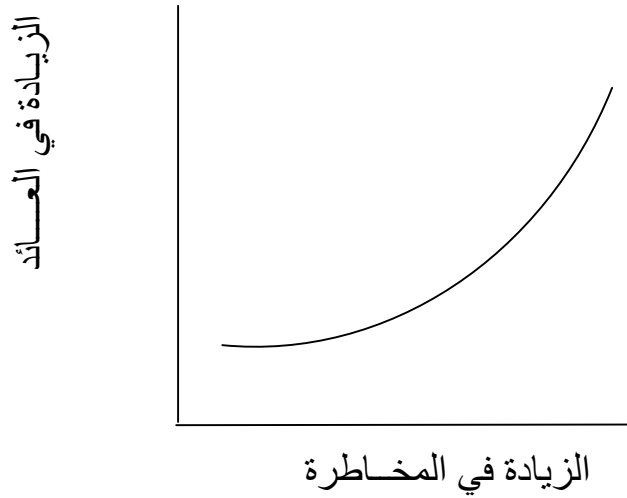
الفرع الأول: تفسير نظرية المنفعة للعلاقة بين العائد والمخاطرة¹

يعتبر قانون المنفعة من بين الأساليب التي قدمت تفسير جيد للعلاقة بين العائد والمخاطرة في ظل السلوك المختلف للمستثمرين وكيفية اختيار الأوراق المالية الأفضل وتحديد المحافظ المثلى ، فالمستثمر يحقق عائد فإنه يحقق منفعة ويلبي إشباع من إشباعاته .

كما أن نظرية المحفظة التي تقوم على العلاقة بين العائد والمخاطرة بنيت على فرضية المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار، وينص هذا الافتراض على أنه يوجد لكل مستثمر منحنى منفعة معين يبين ميل وسلوك المستثمر اتجاه عائد الاستثمار والمخاطر المترتبة عليه.

يمكن الاستفادة من هذه المنحنيات في إيجاد العلاقة بين العوائد والمخاطر، والتي تظهر مدى تقبل المستثمر في تحمل المخاطرة مقابل عائد مقبول، حيث يكون منحنى السواء بالنسبة للمستثمر على النحو التالي:

الشكل رقم 12 منحنى العلاقة بين العائد والمخاطرة



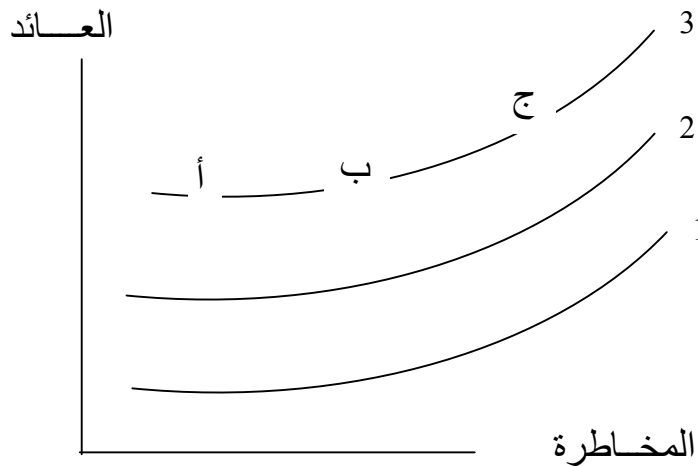
المصدر : غازي فلاح المومني ، مرجع سبق ذكره ، ص 102

¹ غازي فلاح المومني ، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة ، مرجع سبق ذكره ، ص 99

يشير المنحنى أعلاه عن العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة ، بحيث لا يتحمل المستثمر أي جزء من المخاطرة إلا إذا حصل على زيادة مقبولة في معدل العائد ، وتتوقف درجة العوائد والمخاطر على نوعية وطبيعة المستثمر ومقدار الإشباع الذي يرغب تحقيقه .

وطبعا لرسم خريطة السواء بالنسبة للمستثمر لا بد من وضع جدول المنافع الذي يوضح رغبة المستثمر في تحمل زيادة المخاطرة مقابل زيادة في معدل العائد، ومنه يمكن رسم منحنى السواء والذي هو عبارة عن الخط الذي يصل النقاط التي يكون فيها تخوفه من مخاطر المشروع والعوائد المتوقعة متساوية ، وإن كل النقاط المتواجدة على نفس المنحنى تعطي نفس المنفعة للمستثمر ، وعليه يمكن رسم مجموعة من منحنيات السواء والتي تسمى بخريطة السواء ، بينما كل منحنى من خريطة السواء يعطي إشباعا متباينة ، بحيث كلما ابتعد المنحنى عن نقطة الأصل يعطي أكبر إشباع في حين كلما اقترب المنحنى من نقطة الأصل يعطي إشباع أقل كما هو مبين في خريطة السواء أدناه :

الشكل رقم 13. منحنى علاقة العائد مع المنفعة



المصدر : غازي فلاح المومني ، مرجع سبق ذكره ، ص 109

نلاحظ من الشكل أن المنحنى الثالث يعتبر من أعلى العوائد و أعلى المخاطر وهو ما على المستثمر أن يختاره لأنه يعطي المستثمر أكبر كمية من الرضى ويجلب له أكبر التوقعات من العوائد ، وأن النقاط أ ، ب ، ج في المنحنى الثالث تعطي المستثمر الإشباع نفسه من تحمل المخاطر وتوقع العوائد .

الفرع الثاني: المبادلة بين العائد والمخاطرة

لابد لأي قرار مالي سواء كان قرار الاستثمار أو قرار التمويل أن يتحمل قدر من العوائد والمخاطر ، ويختلف حجمها حسب درجة قبول المستثمر للمخاطر ، ومن أهم العوامل التي تتحكم في هذه القرارات مايلي :

- نوعية المستثمر (متحفظ أو مقامر)
- أهداف المستثمر من العملية
- حجم الأموال المتاحة
- حجم المحفظة الاستثمارية .

ولاتخاذ القرار لابد من القيام بعملية المبادلة بين العائد والمخاطرة واختيار نوع الاستثمار أو أموال التمويل واللذان يعتمدان على توقعات المستثمرين عن المستقبل، وبالتالي تتقدم عملية التوقع على اتخاذ القرار (اختيار البديل) مما يؤكد صعوبة تحديد القرارات¹ .

يفضل المدير المالي عند اتخاذه للقرارات المالية اختيار العوائد الكبيرة على العوائد القليلة في حال ثبات العوامل الأخرى من بينها المخاطرة، الأخرى (مثل الضرائب، تكلفة المعاملات، وبعض القواعد القانونية التي تحدد أنواع كميات الاستثمار المسموح بها أو تصريح لمستثمرين معينين محددين).

وكذلك يفضل المشاريع الاستثمارية ومصادر التمويل ذات المخاطر المتدنية على المخاطر الكبيرة، لذلك فإن القرارات المفضلة للمدير المالي هي القرارات ذات العوائد العالية والمخاطر المنخفضة² .

ويوصف عادة المستثمرين بأنهم يتخوفون من المخاطر ، وهذا لا يعني أن المستثمرين لا يقبلون بالمشاريع ذات المخاطر العالية إلا إذا كانت عوائدها مرتفعة أو تم تعويضه بعائد مقبول لكي يتحمل مخاطر إضافية مما يعني أن العلاقة بين العائد والمخاطرة هي في الواقع علاقة طردية ، معنى ذلك أننا يجب أن نتوقع أن يتجه المستثمرون نحو الخطر إلا في حالة رغبتهم في الحصول على عائد مرتفع ، أي لا يوجد عائد مرتفع لا تقابله خطورة مرتفعة³ .

¹ قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار ، مرجع سبق ذكره ، ص 71

² محمد شفيق حسين وآخرون ، الإدارة المالية في القطاع الخاص ، مرجع سبق ذكره ، ص 104

³ محمد صالح الحناوي وآخرون ، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر ، الإسكندرية ، المكتب الجامعي الحديث ، 2007 ، ص 63

وعلى المستثمر أن يحدد توليفة الموازنة لديه بين العائد والمخاطرة من خلال تقديره للعائد المتوقع الحصول عليه والذي يخلق لديه الرضا وفقا لدرجة الخطر المقبولة من قبله ، لذا يعتبر العائد من أهم العوامل التي تدخل في عملية اتخاذ القرارات المالية المختلفة لأنه يظهر معدل الزيادة في الثروة التي يطمح إليها المستثمر والعائد المقبول هو الذي لا يقل على الأقل عن مستوى العوائد التي تتحقق من مختلف المشاريع المماثلة وطبعاً تتعرض لنفس درجة الخطر باعتبار أن العائد ضروري لمحافظة الشركة أو المؤسسة على قيمتها السوقية وزيادة ثروة الملاك¹ .

وبناء على ما سبق يمكن القول بأن جميع المستثمرين يرغبون في تعظيم العائد ولكنهم يختلفون فيما بينهم فيما يخص بمستوى الخطر المقبول².

نشير إلى أن العلاقة بين العائد والمخاطرة هي علاقة تعويضية أو توازنية ، ذلك أنه كلما ارتفعت المخاطر المترتبة عن القرار المالي لا بد من تعويضهم من ناحيتين من أجل الإقبال على تلك المخاطر :

- تأجيلهم لاستهلاكهم الحالي إلى استهلاك مستقبلي .
- قبولهم للمخاطرة³ .

من الملاحظ أن العائد المطلوب في مجال الاستثمار في الأصول الثابتة مرتفع لما ينطوي عليه اقتراح استثماري كبير من المخاطر .

أما الاستثمار في الأصول المتداولة كالمخزونات مثلاً، نجد أن قرار تخفيض مستوى المخزون يترتب عليه وفورات في الموارد المالية والتي يمكن استثمارها في مجالات أخرى تدر عائد إضافي ، إلا أن هذا التصرف قد يزيد من مخاطر نفاذ المخزون والذي ينعكس بالسلب في تلبية طلبات العملاء في الأوقات المحددة .

إن العلاقة التعويضية بين العائد والمخاطرة تلزم متخذ القرار المالي أن يراعي التوازن بين العائد المتوقع بعد تنفيذ القرار وبين المخاطر المترتبة عليه ، واختيار المستوى الملائم من التركيبتين الذي يحقق تعظيم الملاك ، وهذه القرارات المالية سواء كانت بشأن الاستثمارات أو مصادر التمويل تكون من اختصاص الإدارة العليا نظراً لتأثر تلك القرارات على القطاعات المختلفة للمؤسسة ، بناء على الاقتراحات التي يعرضها المدير المالي على مجلس الإدارة⁴ .

ويشير الشكل الموالي إلى أنواع الأصول المالية المختلفة التي يمكن أن يفاضل بينهما المستثمر انطلاقاً من المقايضة بين العائد والمخاطرة.

¹ دريد كامل آل شبيب ، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة ، مرجع سبق ذكره ، ص 153

² محمد صالح الحناوي وآخرون ، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر ، ص 65

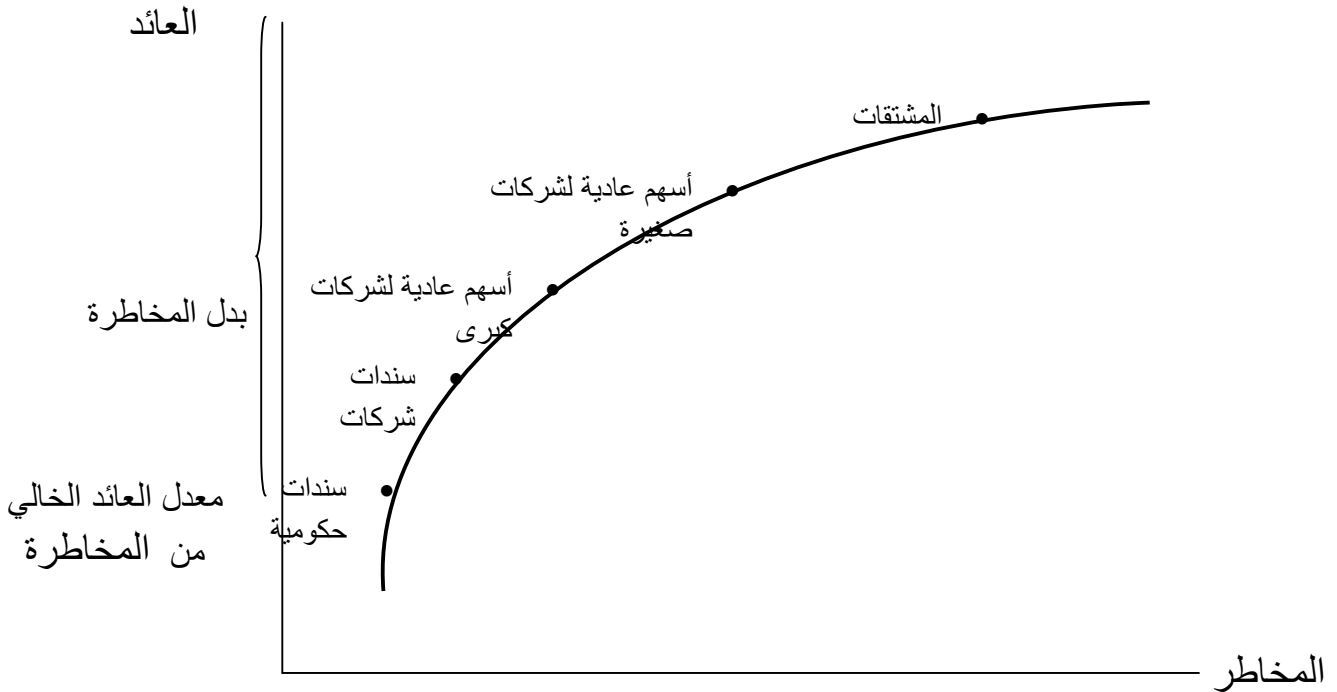
³ فايز سليم حداد ، الإدارة المالية ، الطبعة 2 ، عمان ، دار الحامد للنشر و التوزيع ، 2009 ، ص 127

⁴ منير ابراهيم هندي ، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر ، مرجع سبق ذكره ، ص 30

إذا أردنا تصنيف تلك الأصول المالية من حيث درجة المخاطرة المترتبة عن الاستثمار فيها ، نجد أن أدوات الخزينة هي الأقل مخاطرة ، بينما السهم الصادر عن شركة المساهمة هو أعلاه من حيث المخاطرة ، ويبقى السند في المرتبة الوسطى من المخاطر بين المصدرين السابقين ، لهذا نجد أن عوائد أدوات الخزينة قليلة أو متدنية والسبب هو انخفاض درجة المخاطرة باعتبار أن الدولة تضمنه وفترة استحقاقه قصيرة نسبيا . أما السهم فإن عائدته مرتفع لأن المخاطرة عالية ، وريحه غير مضمون خاصة في المؤسسات الصغرى مقارنة مع المؤسسات الكبرى ، أما السند فإن عوائده متوسطة لأن مخاطره أيضا متوسطة ، كذلك يختلف في درجة مخاطره إذا ما كان صادر عن شركة أو حكومة ¹ .

والشكل التالي يبين العلاقة بين العائد والمخاطرة :

شكل رقم 14 منحنى المبادلة بين العائد والمخاطرة



المصدر : قاسم نايف علوان ، إدارة الاستثمار ، مرجع سبق ذكره ، ص 70

¹ محمد شفيق وآخرون ، مرجع سبق ذكره ، ص 104

يظهر من خلال الشكل أن المنحنى يعبر عن المبادلة بين العائد والمخاطرة بكل نوع من أنواع الأصول المالية ،حيث يمكن للمستثمر أن يفاضل بين النقاط المتواجدة على هذا المنحنى ليحدد عندها العائد المتوقع من الاستثمار والخطر المقابل له ، والمستثمر الرشيد يقبل تحمل مزيد من المخاطر إلا في حالة ما تم تعويضه عن هذه المخاطر بعائد مقبول، لهذا يتجه ميل هذا المنحنى إلى الأعلى بشكل دائم على محوري المعلم ، فالمحور الرأسي يعبر عن العائد المتوقع ، والمحور الأفقي يعبر عن المخاطر .

يستخلص مما ذكر أن العلاقة بين العائد والمخاطرة هي في الواقع علاقة طردية¹ ،حيث تشير النقطة أسفل المنحنى إلي الأصول الخالية من المخاطر مثل : أدونات الخزينة وهم ما يعرف بالعائد الخالي من المخاطر ، فلو قبل المستثمر الاستثمار في أدونات الخزينة فمعنى ذلك أنه يقبل بعائد قليل مقابل مخاطر معدومة ، أما إذا ما انتقل المستثمر إلى نقطة أخرى أعلى ولتكن السندات المصدرة من الشركات أو الاتجاه إلى الأعلى أكثر إلي الأسهم حتى نصل إلي المشتقات والتي تعد من أكثر الأوراق المالية خطورة لارتباط عوائدها بالمستقبل و بظروف غير مؤكدة ، والتي تحقق أعلى عوائد في نفس الوقت ، لذا فكلما زاد طلب المستثمر لعائد أكبر تزداد المخاطر المصاحبة لهذا العائد.²

¹ قاسم نايف علوان ، مرجع سبق ذكره ،ص 70

² بن نوار عمار، أثر قرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية على العائد والمخاطرة ، مرجع سبق ذكره ، ص 106

المطلب الثاني: قياس العائد والمخاطرة للأصول المالية المكونة للمحفظة المالية

تقتضي دراسة الأسهم والسندات ضرورة تحديد العائد المتوقع، ثم تحديد المخاطر الناجمة من هذا الاستثمار، والتي تتمثل في التقلبات المتوقعة في هذا العائد. ويتم دراسة العائد المتوقع عن طريق حساب المتوسط المرجح، ثم دراسة درجة المخاطرة عن طريق حساب التباين حول هذا المتوسط، ثم حساب الانحراف المعياري كمقياس لهذه المخاطرة. وقد يقوم البعض في ضوء ذلك باستبعاد تلك الورقة التي يوجد بديل أفضل منها ، كأن نستبعد ورقة تحقق عائد معين عند مستوى مخاطرة معينة وذلك ما توصلنا إلى ورقة أخرى تحقق عائد أعلى عند نفس مستوى المخاطرة أو تحقق نفس العائد عند مستوى مخاطرة أقل. ولا يتوقف الأمر على حساب العائد والمخاطر الخاصة بكل ورقة ، وإنما يقتضى الأمر أيضا ضرورة حساب العائد والمخاطر الخاصة بمحفظة مكونة من مجموعة من الأوراق المالية .

الفرع الأول: العائد والمخاطرة الخاص بورقة مالية ما

أولاً: حساب العائد الخاص بالاستثمار في ورقة مالية ما : ¹

إن العائد الذي تحققه الورقة المالية لا يكون مؤكد الحدوث، وإنما عادة ما يتغير العائد من سنة إلى أخرى، ولذا يتم حساب متوسط العائد في السنوات المختلفة السابقة ثم اتخاذ هذا المتوسط كأساس لحساب العائد المتوقع نتيجة اقتناء هذه الورقة. ويتم التعبير عن هذا المتوسط كما يلي :

$$R_{ij} = \frac{D_{ij}}{P_{ij-1}} + \frac{P_{ij} - P_{ij-1}}{P_{ij-1}}$$

$$\bar{R}_j = 1/M \sum_{j=1}^M R_{ij}$$

حيث:

D_{ij} توزيعات الأرباح الخاصة بالورقة ، في السنة j .

P_{ij} سعر الورقة i في السنة j .

R_{ij} العائد المحقق للورقة i في السنة j ، حيث M ، ... ، 2 ، 1 ، j .

¹ حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، الطبعة 1، بدون دار ولا بلد النشر، 1999، ص 236-237

متوسط العائد الخاص بالورقة i ، كما قد يتوافر معلومات كافية عن العائد المتوقع من اقتناء الورقة المالية في ظل الظروف المختلفة ، كظروف الرواج وظروف الكساد ، أو العائد المتوقع في ظل درجات الحرارة المختلفة كما هو الحال بالنسبة للشركات الزراعية والتي يتوقف العائد المحقق فيها على الظروف الجوية السائدة . ويتم تلخيص هذه المعلومات أو التعبير عنها في شكل توزيعات احتمالية كما يلي:¹

| Return العائد | probability الاحتمال | Event الحدث |
|---------------|----------------------|-------------|
| 12 | 1/3 | 1 |
| 9 | 1/3 | 2 |
| 6 | 1/3 | 3 |

ويتم حساب متوسط العائد في هذه الحالة كما يلي : -

$$\bar{R}_j = 1/3 \times 12 + 1/3 \times 9 + 1/3 \times 6 = 9$$

ويتم التعبير عن ذلك رياضيا كما يلي :

$$\bar{R}_j = \sum_{j=1}^M P_{ij} R_{ij}$$

حيث:

\bar{R}_j = متوسط العائد المتوقع من اقتناء الورقة i .

R_{ij} = العائد المتوقع من الورقة i في ظل الظروف j ، حيث $J = 1, 2, \dots, M$.

P_{ij} = الاحتمال الخاص بحدوث الظروف j بالنسبة للورقة i .

ثانيا: حساب المخاطر الخاصة بالورقة المالية :¹

يتم حساب المخاطر الخاصة بالاستثمار في أصل ما (ورقة مالية) عن طريق محاولة قياس مدى انحراف الإيرادات المحققة عن المتوسط أو القيمة المتوقعة لهذه الإيرادات ويتم ذلك عن طريق حساب التباين كما يلي :

$$\sigma_i^2 = \sum_{j=1}^M (R_{ij} - \bar{R}_j)^2$$

أو يتم التعبير بشكل أكثر شمولاً كما يلي :

$$\sigma_i^2 = \sum_{j=1}^M P_{ij} (R_{ij} - \bar{R}_j)^2$$

ويكون الانحراف المعياري σ_i ، والذي يتم حسابه بأخذ الجذر التربيعي للتباين ، هو بمثابة مقياس لمخاطر هذه الورقة المالية ، أي أن :

$$\sigma_i = \sqrt{\sigma_i^2}$$

وعلى هذا الأساس يقوم المستثمر باختيار ورقة مالية ما إذا ما حققت هذه الورقة عائداً أعلى لنفس درجة المخاطرة ، أو إذ حققت هذه الورقة مخاطر أقل لنفس العائد المتوقع ، فإذا كان العائد المتوقع ، فإذا كان العائد المتوقع والمخاطر الخاصة بالاستثمار في مجموعة من الأوراق كما يلي :

| i | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
|-------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| \bar{R}_j | 9 | 10 | 12 | 12 | 9 | 15 |
| σ_i | 4.4 | 4.3 | 4.9 | 5 | 4.3 | 5.1 |

André Farber. Marie Paule Laurent .kim Oosterlinck .Hugues Pirotte. **Finance "Synthèse de cours et exercices ¹ Corrigés"**. Pearson Education France.2004. p 61

فإننا نجد أن الورقة الثانية أفضل من الورقة الأولى إذ تحقق عائد أفضل ومخاطرة أقل ، كما أنها أفضل من الورقة الخامسة إذ تحقق عائد أعلى لنفس درجة المخاطرة ، كما أن الورقة (3) أفضل من الورقة (4) إذ تحقق نفس العائد بدرجة مخاطرة أقل .

وعلى هذا الأساس إذا رغب المستثمر في شراء ورقة مالية واحدة فقط ، فإنه يمكن استبعاد كل من الورقة ، (5) ، (4) ، (1) ويبقى على كل من الورقة ، (2) ، (3) ، (6)، حيث يصعب تحديد أفضل هذه الأوراق إذ تحقق الورقة (3) عائد أعلى من الورقة (2) ولكن مقابل درجة أعلى من المخاطرة ، كما أن الورقة (6) تحقق عائد أعلى ولكن مقابل درجة مخاطرة أعلى وبالتالي تفضيل ورقة على الأخرى يتوقف على متخذ القرار ومدى رغبته في تحقيق عائد أعلى حتى ولو أدى الأمر إلى تحمل مخاطر أعلى في نفس الوقت .

الفرع الثاني: مخاطر المحفظة ليست بالضرورة هي المتوسط لمخاطر الأوراق المالية الداخلة في تكوين المحفظة:¹

سوف نبين في هذه الفقرة أن حساب العائد والمخاطر الخاصة بورقة مالية يختلف عن حساب العائد والمخاطر للمحفظة إذ يعتقد البعض أن عائد ومخاطر المحفظة ما هو إلا متوسط العائد والمخاطر للأوراق المالية المكونة لهذه المحفظة ، ورغم صحة ذلك بالنسبة لعائد المحفظة ، إلا أنه غير صحيح بالمرّة بالنسبة لمخاطر المحفظة . ويمكن توضيح ذلك بمثال كما يلي :

نفرض أن لدينا خمسة أصول وكان العائد المتوقع من اقتناء كل من الأصل الأول والثاني والثالث والخامس يتوقف على كل حالة من حالات السوق Market condition (جيد G ، متوسط A ، سيء p) أما العائد المحقق من اقتناء الأصل الرابع فيتوقف على كمية الأمطار وليس على حالة السوق ويمكن بيان ذلك فيما يلي:²

| | Asset (1) R1j M.C | Asset (2) R2j M.C | Asset(3) R3j M.C | Asset (4) R4j R.F | Asset (5) R5j M.C |
|--------------|----------------------|----------------------|---------------------|----------------------|----------------------|
| | G15 | 16 G | 1 G | 16 G | 16 G |
| | 9 A | 10 A | 10 A | 10 A | 10 A |
| | 3 P | 4 P | 19 P | 4 P | 4 P |
| \bar{R}_j | 9 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| σ_i^2 | 24 | 24 | 54 | 24 | 24 |
| σ_i | 4.9 | 4.9 | 7.35 | 4.9 | 4.9 |

¹ حسين عطا غنيم ، مرجع سبق ذكره ، ص 241
² نفس المرجع ، ص 241

ولقد تم حساب المتوسط والانحراف المعياري في الحالات السابقة وذلك تحت افتراض تساوي الاحتمالات الخاصة بكل حدث من الأحداث الثلاثة.

وهنا نلاحظ أن الورقة (2) أفضل من كل من الورقة (1) والورقة (3) فيتم استبعادهما، وبالتالي يتم الاختيار من بين الأصول (2) ، (4) ، (5) إلا أن جميعها تحقق نفس العائد ونفس المخاطرة . ونشير هنا إلى أن الخيارات المتاحة أمام المستثمر لا تتمثل فقط في اختيار أحد الأصول (1) أو (2) أو (3) أو (4) أو (5)، وإنما يمكن للمستثمر أن يوزع استثماراته على أكثر من أصل من هذه الأصول الخمسة.

وقد يبدو منطقيا في هذه الحالة أيضا أنه من المفضل استبعاد كل من الأصل (1) ، (3) على أن يقتصر التنويع على الأصول الثلاثة الأخرى المتبقية . إلا أن هذا التفكير الذي يبدو منطقيا وسليما ، هو تفكير خاطئ يؤدي على العكس إلى نتائج قد تكون سيئة، ويمكن توضيح ذلك من دراسة الحالات التالية :

أولا: حساب العائد والمخاطرة في حالة استثمار 60% في الأصل (2) ، 40% في الأصل (3)

يمكن حساب العائد لهذه المحفظة في كل حالة من حالات السوق الثلاثة كما يلي :

$$G = 16 \times 60 / 100 + 1 \times 40 / 100 = 9.6 + 0.4 = 10$$

$$A = 10 \times 60 / 100 + 10 \times 40 / 100 = 6 + 4 = 10$$

$$P = 4 \times 60 / 100 + 19 \times 40 / 100 = 2.4 + 7.6 = 10$$

$$\bar{R}_p = \sum_{j=1}^3 P_{pj} R_{pj}$$

كما يمكن حساب الخاصة بهذه المحفظة كما يلي :

$$\sigma_p = \sqrt{\sigma_p^2} = \sqrt{\sum_{i=1}^3 P_{pi} (R_{pi} - \bar{R}_p)^2}$$

$$= 1/3 \times 10 + 1/3 \times 10 + 1/3 \times 10 = 10 \sigma_p^2$$

$$\sigma_p = 0$$

ونلاحظ هنا أنه رغم تفوق الورقة (2) على الورقة (3) ، إلا أن تكوين محفظة من كل من الورقة (3) ، (2) أدى إلى تحقيق نفس العائد مع انعدام المخاطرة تماما .

وترجع هذه النتيجة الهامة السابقة إلى الاتجاه العكسي لحركة الإيراد لكل من الورقتين ، إذ نجد أنه في حالة السوق الجيدة تتجه إيرادات الورقة الثانية إلى الزيادة وعلى العكس من ذلك تتجه إيرادات الورقة الثالثة إلى الانخفاض ، أما في الحالة السيئة للسوق نجد أن إيرادات الورقة الثانية تتجه إلى الانخفاض في الوقت الذي تزداد فيه إيرادات الورقة الثالثة ، أي أنه يمكن القول :

" إذا كانت هناك ورقتين وكانت الإيرادات الجيدة والسيئة لكل ورقة تتحقق في الاتجاه المعاكس للورقة الأخرى ، فإنه يمكن للمستثمر في هذه الحالة إيجاد محفظة أو توليفة من الأصلين خالية المخاطر أي تحقق دائما نفس العائد " .

ثانيا: أحسب العائد والمخاطرة في حالة استثمار 50 % في كل من الأصلين (5)،(2)

يمكن حساب عائد المحفظة كما يلي :

$$G = 16 \times 50 / 100 + 16 \times 50 / 100 = 16$$

$$A = 10 \times 50 / 100 + 10 \times 50 / 100 = 10$$

$$P = 4 \times 50 / 100 + 4 \times 50 / 100 = 4$$

$$\bar{R}_p = 1/3 (16) + 1/3 (10) + 1/3 (4) = 10$$

وتكون مخاطر المحفظة كما يلي :

$$= 1/3(16-10)^2 + 1/3(10-10)^2 + 1/3(4-10)^2 = 24 \sigma_p^2$$

$$\sigma_p = 4.9$$

أي أن تكوين محفظة من الأصلين (5) ، (2) لم يحقق أي تقليل في المخاطر التي يتحملها المستثمر .
أي أنه يمكن القول :

" إذا كانت هناك ورقتين وكانت الإيرادات الخاصة بكل ورقة متطابقة تماما مع إيرادات الورقة الأخرى فإن قيام المستثمر بتكوين محفظة من هذين الأصلين لن يؤدي إلى تقليل المخاطر " .

ثالثاً: أحسب العائد والمخاطرة في حالة استثمار 50 % من كل من الأصل (2) ، (4)

هنا يواجه المستثمر تسع حالات مختلفة بدلا من ثلاثة حالات فقط كما هو الحال بالنسبة لكل ورقة. وفيما يلي يمكن لنا حساب كل حالة من هذه الحالات التسعة واحتمال حدوث كل حالة والإيراد المتوقع الخاص بها كما يلي :

| j | P_{pj} | R_{pj} |
|-----|----------|--|
| G,G | 1/9 | $(16 \times 0.5 + 16 \times 0.5) = 16$ |
| G,A | 1/9 | $(16 \times 0.5 + 10 \times 0.5) = 13$ |
| G,P | 1/9 | $(16 \times 0.5 + 4 \times 0.5) = 10$ |
| A,G | 1/9 | $(10 \times 0.5 + 16 \times 0.5) = 13$ |
| A,A | 1/9 | $(10 \times 0.5 + 10 \times 0.5) = 10$ |
| A,P | 1/9 | $(10 \times 0.5 + 4 \times 0.5) = 7$ |
| P,G | 1/9 | $(4 \times 0.5 + 16 \times 0.5) = 10$ |
| P,A | 1/9 | $(4 \times 0.5 + 10 \times 0.5) = 7$ |
| P,P | 1/9 | $(4 \times 0.5 + 4 \times 0.5) = 4$ |

$$\begin{aligned} &= 16 \times 1/9 + 13 \times 2/9 + 10 \times 3/9 + 7 \times 2/9 + 4 \times 1/9 = 10 \bar{R}_p \\ &= 1/9(16-10)^2 + 2/9(13-10)^2 + 3/9(10-10)^2 + 2/9(7-10)^2 + 1/9(4-10)^2 = 12 \sigma_p^2 \\ &\sigma_p = 3.46 \end{aligned}$$

أي أنه يمكن بذلك تكوين محفظة تحقق نفس العائد بمخاطر أقل من أي من مخاطر الورقة الأولى أو مخاطر الورقة الثانية ، أي تتفوق المحفظة على مكوناتها من الورقة الأولى أو الثانية . ويرجع تفسير ذلك إلى أن استقلالية الظروف المؤثرة في العائد الخاص بالورقة الثانية عنه بالنسبة للورقة الرابعة يؤدي إلى تقليل الاحتمال الخاص بتحقيق أكبر عائد وهو 16 وكذا الاحتمال الخاص بتحقيق أقل عائد وهو 4 ، مع ظهور الفرصة لتحقيق عوائد قريبة من المتوسط مثل 13 ، 7 الأمر الذي يؤدي إلى تقليل درجة التشتت ومن ثم تحقيق درجة أقل من المخاطر عن تلك التي يمكن أن يحققها المستثمر لو اقتصر على شراء أي من الورقتين الثانية أو الرابعة . ويمكن التعبير عن هذه الحالة بأنه :

" إذا كانت هناك ورقتين وكانت إيرادات كل ورقة تخضع لظروف مستقلة تماما عن ظروف الورقة الثانية ، فإن المحفظة المكونة من هاتين الورقتين تحقق عائد أقل تشتتاً وبالتالي أقل مخاطرة من أي من الورقتين المكونتين لهذه المحفظة " .

ومن العرض السابق يمكن ملاحظة " أن عائد المحفظة هو متوسط عوائد مكونات هذه المحفظة وذلك على عكس الحال بالنسبة لمخاطر المحفظة التي تختلف تماما عن متوسط المخاطر لمكونات هذه المحفظة " .
أي أن :

$$\sigma_p \neq X_1\sigma_1 + X_2\sigma_2, X_1 + X_2 = 1, 0 \leq X_1, X_2 \leq 1$$

ولا شك أن هذا العرض السابق يتطلب ضرورة بيان كيفية حساب العائد والمخاطرة الخاصة بمحفظة الأوراق المالية بشكل أكثر تفصيلا وأكثر دقة وذلك كما سوف يلي.

الفرع الثالث: حساب العائد لمحفظة أوراق مالية مكونة من أصلين فقط: ¹

إن العائد من اقتناء محفظة ما يتحدد في ضوء العائد المتوقع من الأوراق المالية المكونة لهذه المحفظة، وذلك كما يلي:

$$R_{pj} = \sum_{i=1}^2 X_i R_{ij}$$

حيث :

R_{pj} = هو عائد المحفظة P في ظل الظروف j .

R_{ij} = هو عائد الورقة المالية i في ظل نفس الظروف j .

X_i = نسبة الأموال المستثمرة في المحفظة i علما بأن :

$$0 < X_i < 1, \quad \sum_{i=1}^2 X_i = 1$$

وبذلك تكون القيمة المتوقعة للإيرادات الخاصة بهذه المحفظة كما يلي:

¹ André Farber. Marie Paule Laurent .kim Oosterlinck .Hugues Pirotte. **Finance "Synthèse de cours et exercices Corrigés"**.p 72

$$\begin{aligned}\bar{R}_p &= E(R_{pj}) = \sum_{j=1}^M P_j R_{pj} \\ &= \sum_{j=1}^M P_j \sum_{i=1}^2 X_i R_{ij} \\ &= \sum_{j=1}^M P_j \sum_{i=1}^2 X_i R_{ij} (*) \\ &= \sum_{i=1}^2 X_i \bar{R}_j\end{aligned}$$

$$\bar{R}_p = E(R_p) = \sum_{i=1}^2 X_i \bar{R}_i$$

الفرع الرابع: حساب المخاطر الخاصة بمحفظة أوراق مالية مكونة من أصلين

يمكن التعبير عن تباين محفظة أوراق مالية ما، كما يلي:¹

$$\sigma_{pj}^2 = E(R_{pj} - \bar{R}_p)^2$$

وهنا للتعبير عن تباين المحفظة بدلالة الأوراق المالية المكونة لهذه المحفظة، يتم التعبير عن المعادلة

السابقة بدلالة هذه الأوراق المكونة لها وذلك كما يلي :

$$\begin{aligned}\sigma_p^2 &= E(X_1 R_{1j} + X_2 R_{2j}) - (X_1 \bar{R}_1 + X_2 \bar{R}_2)^2 \\ &= E(X_1 (R_{1j} - \bar{R}_1) + X_2 (R_{2j} - \bar{R}_2))^2\end{aligned}$$

وحيث أننا نعلم أن

$$(a + b)^2 = a^2 + b^2 + 2ab$$

كان معنى ذلك أن :

$$\begin{aligned}\left(X_1^2 (R_{1j} - \bar{R}_1)^2 + X_2^2 (R_{2j} - \bar{R}_2)^2 + 2X_1 X_2 (R_{1j} - \bar{R}_1)(R_{2j} - \bar{R}_2) \right) E \sigma_p^2 &= \\ &= X_1^2 \sigma_1^2 + X_2^2 \sigma_2^2 + 2X_1 X_2 E((R_{1j} - \bar{R}_1)(R_{2j} - \bar{R}_2))\end{aligned}$$

¹ حسين عطا غنيم ، مرجع سبق ذكره ، ص 246

ويتبين مما سبق أن تباين المحفظة يتوقف على تباين الورقة الأولى مضروباً في المقدار X_1^2 ، مضافاً إليه تباين الورقة الثانية مضروباً في المقدار X_2^2 ، مضافاً إليها مقدار ثالث يسمى بالتغاير بين الورقة (1) والورقة (2) مضروباً في المقدار $2X_1X_2$.

نلاحظ هنا أن المقدارين الأول والثاني يأخذان قيماً موجبة دائماً ، إلا أن المقدار الثالث قد يأخذ قيماً سالبة إذا كان الانحراف في الورقة الأولى في ظل الظروف السوقية مخالفاً للانحراف في الورقة الثانية في ظل نفس الظروف z . ويتم التعبير عن التباين بين الورقة (1) والورقة (2) بالرمز r_{12} ، وعلى هذا الأساس يتم التعبير عن مخاطر المحفظة كما يلي :

$$[X_1^2\sigma_1^2 + X_2^2\sigma_2^2 + 2X_1X_2\sigma_{12}]^{1/2}$$

حيث

$$\begin{aligned}\sigma_{12} &= E\left((R_{1j} - \bar{R}_1)(R_{2j} - \bar{R}_2)\right) \\ &= \sum_{j=1}^M P_j \left((R_{1j} - \bar{R}_1)(R_{2j} - \bar{R}_2)\right)\end{aligned}$$

كما أنه يمكن ترميز التباين وذلك باستخراج مؤشر جديد يسمى بمعامل الارتباط بين الورقة (1) والورقة (2) ذلك كما يلي :

$$r_{ik} = \frac{\sigma_{ik}}{\sigma_i \sigma_k} , -1 \leq r_{ik} \leq 1$$

ويكون معامل الارتباط (-1) إذا كان هناك حركة عكسية تامة لإيرادات كل من الورقتين ، أي إذا كانت الإيرادات الجيدة والسيئة لكل ورقة تتحقق في الاتجاه المعاكس للورقة الأخرى . ويكون الارتباط (+1) إذا كانت حركة الإيرادات الخاصة بالورقة الأولى متطابقة تماماً وفي نفس الاتجاه لحركة الإيرادات في الورقة الثانية ، وفي غير هاتين الحالتين السابقتين يكون معامل الارتباط r_{ik} ما بين (-1) ، (+1) .

أي يكون $-1 \leq r_{ik} \leq 1$

وعلى هذا الأساس يتم التعبير عن مخاطر المحفظة σ_p كما يلي :

$$\sigma_p = [X_1^2\sigma_1^2 + X_2^2\sigma_2^2 + 2X_1X_2r_{12}\sigma_1\sigma_2]^{1/2}$$

وعلى هذا الأساس يلزم لحساب المخاطر الخاصة بمحفظة الأوراق المالية ، ضرورة حساب ، التباين والمخاطر الخاصة بكل ورقة $\sigma_1^2, \sigma_2^2, \sigma_2, \sigma_1$ وكذا حساب الارتباط r_{12} بين الورقة (1) والورقة (2) حتى يمكن حساب المخاطر الخاصة بهذه المحفظة .

وبطبيعة الحال يلزم الأمر توفير كافة هذه البيانات الخاصة بالتغيرات أو الارتباط بين كل ورقتين مختلفتين ، فإذا كان عدد الورق المتاح في سوق الأوراق المالية 50 ورقة ، كان معنى ذلك أن عدد التغيرات المطلوب تكوينها كما يلي :

$$\binom{50}{2} = \frac{50!}{2! \times 48!} = \frac{50 \times 49}{2} = 1225$$

وبطبيعة الحال يمكن لمتخذ القرار تكوين المحفظة من أي عدد من الأوراق وليس فقط من ورقتين كما يمكن تغيير نسب الاستثمار في كل ورقة من أوراق المحفظة، وبالتالي يصبح لدينا عدد لا نهائي من المحافظ التي يمكن تكوينها.

الفرع الخامس حساب العائد والمخاطر لمحفظة الأوراق المالية (الحالة العامة) :

من السهل تعميم معادلة رقم (8) للحالة العامة، حيث يمكن للمحفظة أن تحتوي على أي عدد من الأوراق المالية وليكن N القيم 2 أو 3 أو 4... الخ. ويكون بذلك العائد المتوقع للمحفظة في هذه الحالة العامة كما يلي:¹

$$\bar{R}_p = E(R_{pj}) = \sum_{j=1}^N X_j \bar{R}_j$$

ويمكن بالمثل تعميم معادلة رقم (9) وحساب تباين المحفظة في حالة وجود N من الأوراق المالية حيث $N > 2$ ، إلا أننا سوف نبين σ_p^2 في حالة $N = 3$ أولاً وذلك كما يلي :

$$\begin{aligned} \sigma_p^2 &= E(R_{pj} - \bar{R}_p)^2 \\ &= \left((X_1 R_{1j} + X_2 R_{2j} + X_3 R_{3j}) - (X_1 \bar{R}_1 + X_2 \bar{R}_2 + X_3 \bar{R}_3) \right)^2 \\ &= E \left(X_1 (R_{1j} - \bar{R}_1) + X_2 (R_{2j} - \bar{R}_2) + X_3 (R_{3j} - \bar{R}_3) \right)^2 \\ \sigma_p^2 &= E \left(X_1^2 (R_{1j} - \bar{R}_1)^2 + X_2^2 (R_{2j} - \bar{R}_2)^2 + X_3^2 (R_{3j} - \bar{R}_3)^2 + 2X_1 X_2 (R_{1j} - \bar{R}_1)(R_{2j} - \bar{R}_2) \right. \\ &\quad \left. + 2X_1 X_3 (R_{1j} - \bar{R}_1)(R_{3j} - \bar{R}_3) + 2X_2 X_3 (R_{2j} - \bar{R}_2)(R_{3j} - \bar{R}_3) \right) \end{aligned}$$

$$= X_1^2 \sigma_1^2 + X_2^2 \sigma_2^2 + X_3^2 \sigma_3^2 + 2X_1 X_2 \sigma_{12} + 2X_1 X_3 \sigma_{13} + 2X_2 X_3 \sigma_{23}$$

$$\sigma_p^2 = \sum_{j=1}^3 X_j^2 \sigma_j^2 + \sum_{i=1}^3 \sum_{\substack{k=1 \\ k \neq i}}^3 X_i X_k \sigma_{ik}$$

أو يمكن كتابة معادلة (14) السابقة كما يلي :

$$\sigma_p^2 = \sum_{j=1}^3 X_j^2 \sigma_j^2 + 2 \sum_{i=1}^3 \sum_{k=i+1}^3 X_i X_k \sigma_{ik}$$

¹ حسين عطا غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 251

وبالمثل يمكن بيان المعادلة العامة لتباين محفظة الأوراق المالية المكونة من N ورقة مالية كما يلي:

$$\sigma_p^2 = \sum_{j=1}^N X_j^2 \sigma_j^2 + \sum_{i=1}^N \sum_{\substack{k=1 \\ k \neq i}}^N X_i X_k \sigma_{ik}$$

كما يمكن كتابة المعادلة كما يلي :

$$\begin{aligned} &= \sum_{j=1}^N X_j^2 \sigma_j^2 + \sum_{i=1}^N \sum_{k=i+1}^N X_i X_k \sigma_{ik} \\ &\quad \text{أو} \\ &= \sum_{j=1}^N X_j^2 \sigma_j^2 + \sum_{i=1}^N \sum_{k=i+1}^N X_i X_k \sigma_{ik} \end{aligned}$$

المطلب الثالث: العلاقة بين العائد والمخاطرة من وجهة نظر إسلامية

يعتبر النظام الاقتصادي الإسلامي واحدا من الأنظمة الاقتصادية التي عرفت المجتمعات البشرية على مر العصور، ويتميز النظام الاقتصادي الإسلامي أنه ينطلق من العقيدة الإسلامية ونظرتها الكلية إلي مصالح الفرد والمجتمع، وأنه نظام يصلح لكل زمان و مكان.

إن من أهم الأسباب التي تدعو المستثمر إلي تقييم المشروع (العائد /مخاطرة) ودراسة جدوى الاستثمار هو الرغبة في الاطمئنان على فرص نجاح المشروع والتعرف على مدى المخاطرة واحتمالات تعرض أمواله المستثمرة للخسارة وبذلك يشكل هدف حماية الأموال المستثمرة والمحافظة عليها أحد الأسباب الموجبة لدراسات الجدوى وتقييم الاستثمار ،ويعتبر هذا الهدف أساسيا بالنسبة للتقييم من المنظور الإسلامي ،فالمستثمر (في الإسلام) ليس أقل حرصا على حماية أمواله من المستثمرين الآخرين ، بل أن هدف حماية وصون الأموال أصلا من الأصول الإسلامية الخمسة التي تدور حولها مجمل أحكام الشريعة الإسلامية السمحة¹

الفرع الأول: أبعاد المعاملات المالية في الإسلام

في النظام المالي الإسلامي تأخذ المعاملات المالية - سواء كانت في شكل إنفاق استهلاكي ،استثماري ادخاري أو إقراض - أبعاد زمنية وإنسانية وقيمية تختلف عن تلك التي عهدناها في الأنظمة المالية التقليدية ، ويرجع هذا الاختلاف في هذه الأبعاد إلي كون النظام المالي الإسلامي يستمد فلسفته وقواعده تسييره من مصادر الشريعة التي تكسبه هذه الخاصية أي "إسلاميته" ،ولما كانت فلسفة الإسلام في المعاملات المالية تتجاوز الأطر الوضعية المتعارف عليها في مختلف النماذج المالية ، فإنه لا بد علينا من الناحية المنهجية والموضوعية - من أخذ هذه الأبعاد الزمنية والإنسانية والقيمية كمتغيرات أساسية من أجل استيعاب وتفسير النظام المالي في إطاره

" الإسلامي " ليعتبر عن غيره من الأنظمة المالية كما ينبغي ملاحظة أن هذه الأبعاد ترتبط أساسا بالفعل أو الأداء المالي للفرد المسلم ، وأن الوحدات الاقتصادية ماهي إلا آليات تنظيمية ترتبط فيما بينها بجمع أداء الأفراد.

وسنحاول إبراز هذه الأبعاد في النقاط التالية:²

¹ هذه الأصول هي : حفظ الدين والنفس والعقل والمال والنسل .

² محمد بوحديدة ، النظام المالي الإسلامي ،مرجع سبق ذكره ، ص 174

أ- الأبعاد الزمانية :

أن الأداء (الفعل) المالي للفرد يترتب عنه جزاء عاجل في الدنيا وجزاء آجل في الآخرة ، فمهما كانت طبيعة هذا الفعل المالي : دخل أو استهلاك أو استثمار ، أو ادخار ، أو إنفاق أو اكتناز ...الخ فإنه يترتب عنه تحصيل نتائج ايجابية أو سلبية تمتد آثارها من حياة الفرد في الدنيا وتلحقه كذلك في الآخرة ،وتتحدد نتيجة هذا الأداء المالي للفرد بحسب اقترابه أو ابتعاده عن السنن الشرعية و/أو الكونية ، على اعتبار أن أصل الملك لله وأن الإنسان مستخلف فيه ، : " ءَامِنُوا بِاللَّهِ وَرَسُولِهِ وَأَنْفِقُوا مِمَّا جَعَلَكُمْ مُسْتَخْلَفِينَ فِيهِ فَالَّذِينَ ءَامَنُوا مِنْكُمْ وَأَنْفَقُوا هُمْ أَجْرٌ كَبِيرٌ¹ الحديد الآية 07 .

ومن ثم فهو في يد العبد بمنزلة المال في يد النائب أو الوكيل ، يتصرف فيه حسب تعليمات موكله ، ويصرفه فيما حدده له من مصارف² ، فالدافع الإنساني من وراء الأداء المالي يفسر في النظام المالي الإسلامي بهذين البعدين الزمنيين الممتدين ، قال عليه الصلاة والسلام " لا تزول قدما عبد يوم القيامة حتى يسأل عن عمره فيم أفناه ، وذكر منهاوعن ماله من أين اكتسبه وفيما أنفقه" رواه الترمذي في سننه وقال حديث حسن صحيح.

ولكن الزمن ليس من الموارد الاقتصادية المستقلة، فلا يباع منفصلاً، ولكنه إذا تجسد في عمل أو مال أو حق أو دين كان له أثر في زيادة الإنتاج، وكانت له حصة إضافية من الربح أو الناتج³ ، ومن ثم استدرك هذا المفهوم للزمن في الثورة الصناعية الحديثة ، واعتبر معياراً أساسياً في التنظيم الصناعي في القرن العشرين بما أسهم به تايلور من تقسيم العمل بتقسيم الزمن⁴ .

ب - الأبعاد الإنسانية:

وهي تتجلى من خلال ما يلعبه المكون الإنساني من دور محوري تدور حوله كل أنظمة الحياة في الإسلام على غرار النظام المالي الإسلامي ، فالفعل المالي والمعاملاتي في هذا النظام يهتم بالفرد مهما كان مستواه من الموارد المالية ، فمن زادت موارده عن حاجاته فهو غني ، ولكنه مبتلى بالنظر إلي مسؤوليته الاجتماعية تجاه إخوانه الفقراء ، ومن ثم " مسؤول عن حسن استغلال موارده ، وحسن توزيع هذه الموارد على حاجاته وحاجات عياله ، وحسن استغلال الفائض في أعمال الاستثمار الدنيوي (الإنتاج) أو الأخروي (الصدقات)⁵ .

¹ سورة الحديد، آية 07

² رفيق يونس المصري ، أصول الاقتصاد الإسلامي ، الطبعة 03، بيروت ، الدار الشامية ، 1999 ، ص 15

³ نفس المرجع ، ص 99

⁴ Malek Ben nabi . Le problème de la culture .Edition el borhane .Alger .édition 2006. p 62

⁵ رفيق يونس المصري ، مشكلات المصارف الإسلامية ، مداخلة في الندوة 38 المنعقدة بجدة أيام 10-14 أبريل 1993 ، بمقر البنك الإسلامي للتنمية ، تحت عنوان قضايا معاصرة في النقود والبنوك والمساهمة في الشركات ، ص 294

ومن زادت حاجاته الضرورية عن موارده فهو فقير مبتلى أيضا يتصرف فيما أتيح له من موارد بعمليات اقتصادية تقوم على الاختيار و التقويت أو التضحية ، ولو مؤقتا .

ويمكن استجلاء أبعاد الإنسانية في النظام المالي الإسلامي من خلال تشريعاته الهادفة إلي تضيق الفوارق بين شرائح المجتمع الواحد ،فإخراج بعض الأموال عن نطاق الملكية الخاصة ، كما شرع سياسة عادلة لتوزيع الأموال السلطانية ،وأحاط الأموال التي أباح امتلاكها بقيود عديدة ، فأوجب الزكاة فيها ، وفرض حقوقا أخرى في المال سوى الزكاة عند الضرورة ، كما حث على الصدقات ، وسن نظام الإرث¹ ، كما حث ورغب في القرض الحسن (أي استرجاعه بعد أجل مسمى وبدون مقابل) لفئات أخرى من المجتمع تعثرها بعض الظروف الاستثنائية العابرة .

ج - الأبعاد القيمية :

فنهاها في النظام المالي الإسلامي من خلال ما تهدف إليه السلوكات والتصرفات المالية للوحدات الاقتصادية إلي تحقيق مقاصد الشريعة المستقرة شرعا وهي :حفظ الدين ،حفظ العقل ،حفظ المال ،حفظ النسل ،حفظ العرض فكل سلوك مالي من ادخار أو استهلاك أو استثمار أو غيره ،تقوم به مختلف الوحدات الاقتصادية ،حتى وإن كان يحقق لها أقصى منفعة ، وكان مخلا بإحدى هذه الكليات أو جميعها فإنه لا يعتبر في الشريعة من السلوكات المالية المعتمدة في النظام المالي الإسلامي ، وبترتب عن هذا التصنيف تحديد المنفعة والحرية الشخصية في إطار المصلحة العامة والنظام العام.

ويسمح هذا التفسير بإدخال فروض أساسية جديدة على محفزات السلوك الإنساني التي حصرها الاقتصاديون النيوكلاسيك -في تفسيرهم لنظرية سلوك المستهلك أو نظرية الإنتاج - في الأناية والمصلحة الذاتية والتي منها اشتقت على سبيل المثال نماذج دالة المنفعة الذاتية للمستهلك وهدف الربح الذاتي للمنتج

2 .

الفرع الثاني: تفسير النظرية الاقتصادية الإسلامية للعلاقة بين العائد والمخاطرة

تخرج النظرية الاقتصادية الإسلامية عن النظرية الاقتصادية التقليدية في تقسيمها لعناصر الإنتاج إلى أربعة والتي على أساسها بنيت قواعد توزيع العوائد على هذه العناصر، إذ تعتبر النظرية الاقتصادية الإسلامية أن عناصر الإنتاج يمكن تعريفها في إطار واحد من الوظائف التالية³:

¹ رفيق يونس المصري ، أصول الاقتصاد الإسلامي ،مرجع سبق ذكره ،ص 15

² محمد بوحديدة ، النظام المالي الإسلامي ، مرجع سبق ذكره ، ص 175 -176

³ محمد أنس الزرقا ، نظم التوزيع الإسلامية ، مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي ، مجلة 2 ، العدد 1 ، 1984 ، ص 12-13

- أن تقدم عناصر الإنتاج خدمة إنتاجية محددة تستحق عليها الحصول على عائد أو مكافأة (أي أجر) ، وهذه عناصر إنتاج أجيبة أو استعمالية إذ يدفع لها أجره مقابل الاستفادة من خدماتها ، وهي تحل فقط - في النظام المالي الإسلامي - لعناصر الإنتاج التي لا تفتنى (أي لا تستهلك) في العملية الإنتاجية، فجميع الأصول الرأسمالية وكذلك رأس المال البشري تقع ضمن هذه المجموعة ، ومن أمثلتها أجره العامل ، وإيجار العقارات والآلات والحيوانات للنقل أو للاستغلال في الزراعة والآلات والمعدات والمجوهرات والأسهم والسنداتوما شاكلها ، واستنادا لذلك لا يتقبل النظام المالي الإسلامي استئجار المال النقدي ولا يحق لصاحبه الحصول على أي أجره أو إيجار (أو ما يصطلح عليه بالفائدة في التنظيمات البنكية الربوية) دون أن يتحمل في مقابل ذلك أية مخاطرة .

- أن يختار الإنسان تحميل ما يملك من عناصر الإنتاج المخاطر التنظيمية للمشروع مقابل الحصول على الربح (الذي قد يكون موجبا أو سالبا) بدلا من الأجر أو الإيجار الثابت ، وهذه تعرف بعناصر الإنتاج التنظيمية وهي توليفة من الموارد البشرية وغير البشرية التي يمكنها تحمل مخاطر تنفيذ المشروع أو المشاركة في مشروع اقتصادي إنتاجي ، ومن أمثلتها عقود المضاربات والمشاركات في الأرباح والخسائر ، والربح (العائد) هو مكافأة للمنظم على اكتشافه للفرصة الإنتاجية المربحة وتحمل المخاطر المتصلة بتنفيذ المشروع ، ولما كان دفع الأجره على المال غير مشروع في النظام المالي الإسلامي ، فإنه فتح أمامه (المال) مجال لتحقيق الربح إذا ما قام بالوظيفة التي تبرر الحصول على الربح .

* أن النظام المالي الإسلامي - وهو أحد أهم مكونات النظام المالي - مؤسس على فكرة المشاركة في الأرباح والخسائر بين البنوك وبين المودعين وفق قواعد متفق عليها مسبقا بين الطرفين عادة ما تبني هذه القواعد على أساس مفهوم المضاربة ، أو القراض ، الذي يشير إلى معاملات يجري فيها توزيع الأرباح والخسائر بين رب المال (والذي له عائد على رأس المال المستثمر) ، والعامل /المدير (والذي يستحق عائدا على التنظيم) ، بنسب معينة متفق عليها بين الطرفين ، لكن لا بد من الإشارة إلى أن هناك فرقا بين العائدين إذ العائد على التنظيم قد يكون موجبا أو صفرا ، أما العائد على رأس المال فقد يكون موجبا أو صفرا أو سالبا (خسارة) ¹ .

¹ محمد بوحديدة ، مرجع سبق ذكره ، ص 224

* من الصيغ التمويلية الإسلامية الأخرى - زيادة عن المضاربة والمشاركة - التي تندرج تحت أسلوب المشاركة في الأرباح والخسائر نجد : المزارعة والمساقاة والاستثمار المباشر

* إن المخاطرة التي يبدي طرفا المضاربة استعدادا لتحملها هي المسوغ لحصولهما على الربح في حالة تحققه (أو خسارة) وكما هي القاعدة "الخراج بالضمان"، فالمكسب لقاء المغرم والمخاطرة¹، مما يعني أن النتائج المتوصل إليها من ربح أو خسارة هي نتائج غير متيقنة بل محتملة، فهي تعد بذلك "مسلمة" في النظام المالي الإسلامي بحيث بنيت عليها الأحكام الشرعية المتعلقة بالمعاملات المالية .

* يقتضي كذلك مفهوم المخاطرة في صيغ التمويل الإسلامي أن الحق في العائد على أي أصل مالي مرتبط جوهريا بمسؤولية خسارة هذا الأصل ، ومن هنا فالتمويل الإسلامي يمنع فصل الحق في العائد عن المسؤولية التي تتبع الملكية ، وبهذه الطريقة فإن التمويل الإسلامي يحول دون تحويل انتقال المخاطر لطرف واحد في العقد ويحث على المشاركة فيها.

* مهما تكن مصادر تمويل رأس المال في النظام المالي الإسلامي (تمويل ذاتي ، بالأسهم ، التمويل المصرفي) فإنه يتوقع من استثماره في مشروع إنتاجي من تحقيق عائد إيجابي ، ولن تستطيع المؤسسة الاستمرار في عملها إذا لم يتحقق هذا التوقع ، فهناك معدل ايجابي متوقع من العائد على رأس المال النقدي متكافئ مع معدل العائد المتحقق في سوق الأسهم العامة ، والمتحقق على الأموال المقدمة على أساس حصة ربح (وهي حصة المنظم أو المدير) ، ولا بد للمنظم من اعتبار هذا العائد المتوقع على أنه تكلفة لرأس المال النقدي ، حتى يكون بإمكانه تحقيق توقعات الملاك الذين يقومون بتوفير رأس المال النقدي².

* يقوم الوسطاء الماليون في النظام المالي الإسلامي بطرح الإحتياجات التمويلية لقطاع الأعمال في مجموعة متباينة من الأدوات المالية كي تتناسب ظروف وحدات الفئات ، ومجموع هذه الأدوات لا يخرج تصنيفها عن أحدي أصناف العقود لا ثالث لهما : إما في شكل عقود أمانة أو عقود ضمان ، فأما عقود الأمانة فتقتصر فيها مسؤولية الوسيط على المخاطر المترتبة على تقصيره أو تعديه في عمله ، أما عقود الضمان فيتحمل فيها الوسيط كافة المخاطر التي تتعرض لها السلعة أو الأداة المالية موضوع الوساطة سواء قصر الوسيط أم لم يقصر³.

¹ عبد الجبار حمد عبيد السبهاني ، ملاحظات في فقه الصيرفة الإسلامية ، مجلة الاقتصاد الإسلامي ، جامعة الملك عبد العزيز بجدة ، المجلد 16 العدد

1 ، 2003، ص 10

² محمد نجاته الله صديقي ، تدريس الاقتصاد الجزئي من منظور إسلامي ، مجلة الاقتصاد الإسلامي ، جامعة الملك عبد العزيز بجدة ، المجلد 01

1989، ص 151

³ محمد بوحديدة ، مرجع سبق ذكره ، ص 225

الفرع الثالث: بعض القواعد الفقهية المتعلقة بالعلاقة بين العائد والمخاطرة في الاقتصاد الإسلامي

القاعدة الأولى: " لا ضرر ولا ضرار "

والضرر إلحاق مفسدة بالغير والضرر مقابلة الضرر بالضرر ، وهذه القاعدة من أركان الشريعة ، وتشهد لها نصوص كثيرة في الكتاب والسنة ، وهي أساس لمنع الفعل الضار ، وترتيب نتائجه في التعويض المالي والعقوبة ، كما أنها سند لمبدأ الاستصلاح في جلب المصالح ودرء المفساد ، وهي عدة الفقهاء وعمدتهم وميزانهم في طريق تقرير الأحكام الشرعية للحوادث ، وعلى هذه القاعدة بنى الفقهاء أحكاماً لا تحصى من شتى الأبواب ، فقرروا أنه مثلاً : لو انتهت مدة إجازة الأرض الزراعية قبل أن يستحصد الزرع تبقى في يد المستأجر بأجر المثل حتى يستحصد ، منعاً لضرر المستأجر بقلع الزرع قبل أوانه ، ولو باع شيئاً مما يسرع إليه الفساد كالفاوكة مثلاً ، وغاب المشتري قبل نقد الثمن وقبض المبيع ، وخيف فساد ، فلبائع أن يفسخ البيع ويبيع من غيره ، دفعاً للضرر .

فهذه القاعدة وما يتفرغ عنها إعتدتها بعض من الخبراء الاقتصاديين المسلمين للإستدلال على حجية تأييد ربط الحقوق والالتزامات الآجلة بتغير الأسعار لأن فيها "حماية كل من الطرفين ضد وقوع الضرر أصلاً" ¹.

وقد تفرع عن هذه القاعدة الكلية قواعد أخرى:

- الضرر يدفع بقدر الإمكان
- الضرر يزال
- الضرر لا يزال بمنثله
- الضرر الأشد يزال بالضرر الأخف
- يختار أهون الشرين ، وهذه القواعد قد اعتمدها بعض الباحثين المعاصرين للاستدلال على مشروعية استخدام عقود الآجال والمستقبليات الإسلامية للتحوط من مختلف أنواع المخاطر وضرورة إدارتها وفق ما تقتضيه هذه القواعد ، ولما كانت المخاطر حوادث غير مرغوبة وغير سارة فيمكن اعتبارها من باب الضرر الذي يجب تجنبه ، فإذا لم يكن استبعادها وجب تخفيضها عبر إدارة المخاطر ².

¹ منذر قحف ، ربط الحقوق والالتزامات الآجلة بتغير الأسعار ، وقائع ندوة رقم 19 المنعقدة بمقر البنك الإسلامي للتنمية بجدة ، 25-28 أبريل 1987 ، ص 81

² عبد الرحيم عبد الحميد الساعتي ، مستقبليات مقترحة متوافقة مع الشريعة ، مجلة الاقتصاد الإسلامي ، جامعة الملك عبد العزيز ، جدة ، مجلد 15 ، 2003 ، ص 35 ،

القاعدة الثانية: " الخراج بالضمان "

فخراج الشيء هو الغلة التي تحصل منه كمنافع الشيء ، وأجرة الدابة ، والضمان كما تبين أعلاه .ومعنى القاعدة : أن استحقاق الخراج سببه تحمل الضمان ، أي تحمل تبعه الهلاك ، فمنافع الشيء وغلته يستحقها من يكون هو المتحمل لخسارة هلاك ذلك الشيء لو هلك ، فيكون استحقاق الثمرة في مقابل تحمل الخسارة¹.

القاعدة الثالثة: "الغرم بالغرم"

إن من المبادئ الأساسية للنظام الاقتصادي الإسلامي مبدأ "الغرم بالغرم" وهو مبدأ يقرر العدل في المعاملات، إذ لا يصح أن يضمن الإنسان لنفسه مغنماً ويلقى الغرم على عاتق غيره، وتتضح هذه القاعدة عند تطبيقها في المعاملات الشرعية، ويتجلى الظلم في أنظمة المعاملات غير الإسلامية عندما يعيش المدخرون على عوائد مدخراتهم دون أن يخاطروا باستثمارها، بحيث لا يقدمون أي عمل فينالون مغنماً دون مغرم.

إن مبدأ المخاطرة في الاستثمار يقيم تلازماً منطقياً أساسه العدل بين العمل والجزاء وبين الحقوق والالتزامات وبين المغانم والمغارم، فاستحقاق الربح في أي عملية استثمارية إنما منشؤه العمل بالمخاطر الذي يحقق نماء ذا قيمة اقتصادية، والعمل بالمخاطر كذلك يتميز باستعداد المستثمر لتحمل نتائج الاستثمار ربحاً أو خسارة ولولا هذا الاستعداد لتحمل عبء المخاطرة لما قام الاستثمار من الأصل وبالتالي لما نشأ الربح، فالاستعداد لتحمل المخاطرة شرط ضروري للسلامة الشرعية كي يطيب الربح في أي عملية استثمارية².

ويستند مبدأ المخاطرة في الاستثمار إلى مبدأ عام وهو العدل وذلك بإقامة التوازن بين أطراف التعاقد على ضوء القواعد الفقهية التي تجعل الخراج لمتحمل الضمان وتجعل الغرم على مستحق الغرم، ويقوم مبدأ المخاطرة على درء مناقضة العدل في المعاملات المالية بدليل أن سلبها يعد مظهرًا من مظاهر الظلم ويعد إخلالاً لميزان العدل فلا يجتمع مغنمان لطرف (ضمان سلامة رأس المال، وضمان العائد)، بينما يستحق الطرف الآخر مغرمين (خسران الجهد، وجبران رأس المال للطرف الأول)، لذلك يمكن القول بأن الحكمة التشريعية لمبدأ المخاطرة هي تحقيق المصلحة أو باستنادها إلى روح الشريعة ومقاصدها فقد نص الشارع على أن الخراج بالضمان .

¹ محمد بوحديدة ، ص 203

² عدنان عبد الله عويضية ، نظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي – دراسة تأصيلية تطبيقية، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة اليرموك – اربد – الأردن، 2006، ص 32-33.

" الغنم بالغرم " ومعناها كذلك أن من ينال نفع شيء يتحمل ضرره ،وهذه عكس قاعدة الخراج بالضمان ،فتفيد أن الضمان بالخراج : أي أن التكاليف والخسارة التي تحصل من الشيء تكون على من يستفيد منه شرعا ،فنفقة رد العارية إلي المعير يلتزم بها المستعير ،بخلاف رد الوديعة ،فإن كلفته على المالك المودع ،لأن الإيداع لمصلحته ،واستنادا لهذه القاعدة صيغت الكثير من الأدوات المالية الإسلامية التي تستند إلي مفهوم المخاطرة القائم هو الآخر على هذه القاعدة (الغنم بالغرم) أي إن العائد يستحق للطرف الذي يقع عليه خطر الهلاك ¹ .

القاعدة الرابعة: "النعمة بقدر النعمة، والنقمة بقدر النعمة" جمعت هذه القاعدة القاعدتين السابقتين ² .

¹ محمد بوحديدة ،مرجع سبق ذكره ، ص 203
² نفس المرجع ، ص 203

خلاصة الفصل الثاني :

لا يستطيع المستثمر أن يتنبأ بنتائج قراراته في عالم الأعمال عموماً بدقة كاملة ، لأنه لا يعلم ما سيحدث في المستقبل ، لكنه ليس في حالة جهل كامل عما يمكن أن يحدث ، فهو يستطيع بناء خلفيته وخبرته وتقديره الشخصي للأمور ، مما يعني أن هناك حالة معرفة جزئية بالمستقبل ، ومن هنا يطلب المستثمر عائد مناسب يعوضه عن تأجيل الاستهلاك الحالي أو المخاطر التي قد يتعرض لها مستقبلاً ، ويزداد العائد المطلوب عموماً بزيادة عمر الاستثمار لإرتفاع التقلبات في التدفقات النقدية .

وتظهر المخاطرة من احتمال عدم تحقق العائد المتوقع على الاستثمار أو تدفق نقدي أقل من المردود أو العائد المتوقع ، فكلما زاد احتمال تحقيق مردودات أو عائد أو تدفقات نقدية أقل من المتوقع أو سالبة كلما إرتفعت المخاطرة ، حيث تنقسم هذه الأخيرة إلى نظامية ، والتي تؤثر على الشركات العاملة في السوق ككل دون استثناء وبالتالي فهي مخاطر عامة شاملة لجميع الاستثمارات لا يمكن تنافيتها بتوزيع الاستثمارات ، ومخاطر غير نظامية التي ترجع لظروف المؤسسة أو الصناعة التي تنتمي إليها ويمكن تجنبها بوسائل عديدة أهمها التنوع ، وكنتيجة حتمية لطبيعة الفرد سواء كان مستثمراً أو مضارباً وميله نحو الرغبة في تحقيق أهدافه كتضحيتته بأمواله الحالية للحصول عليها مع فوائد مستقبلاً ، ظهر مفهوم العائد وقد تعلق هذا الأخير بالمخاطر الناتجة عن الانتظار أو تكلفة الوقت ، فظهرت نظرية المحفظة لتجسيد مفهوم العائد والمخاطرة والعلاقة بينهما ، واستخدام العلاقة (عائد / مخاطرة) كما جاء بها ماركويتز ، واستمدت هذه النظرية مفهومها من العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة وامتداداً لهذه النظرية ظهر نموذج توازن الأصول المالية ليدلنا على كيفية وضع تسعير للأصول المالية . فعندما تتساوى العوائد سوف يتم اختيار الأوراق المالية الأقل مخاطر وهكذا ، وتوالت الإضافات خلال الفترة اللاحقة لفترة السبعينات من القرن العشرين وخاصة بعد التطورات الاقتصادية وارتفاع قيمة الفوائض المالية لدى الشركات والبنوك وصناديق التوفير وتم إنشاء شركات الاستثمارات المالية التي تدير الأموال من خلال صناديق أو محافظ بهدف استغلال هذه الأموال الاستغلال الأفضل ،

لكن الباحث في مبادئ الاقتصاد الإسلامي يجد مبدأً عظيماً لدينا نحن المسلمين منذ 14 أربعة عشرة قرناً هو مبدأ "الغنم بالغرم" ويعنى المشاركة في الربح والخسارة وكذلك كلما زاد العائد زادت درجة المخاطرة ، والذي فسر هذه العلاقة (عائد / مخاطرة) وفق الحدود الشرعية التي يجب على المستثمر المسلم التقيد بها ، "الغنم بالغرم" ومعناها كذلك أن من ينال نفع شيء يتحمل ضرره ، وهذه عكس قاعدة الخراج بالضمان ، فقيد أن الضمان بالخراج : أي أن التكاليف والخسارة التي تحصل من الشيء تكون على من يستفيد منه شرعاً ، فنفقة رد العارية إلى المعير يلتزم بها المستعير ، بخلاف رد الوديعة ، فإن كلفته على المالك المودع ، لأن الإيداع لمصلحته ، واستناداً لهذه القاعدة صيغت الكثير من الأدوات المالية الإسلامية التي تستند إلى مفهوم المخاطرة القائم هو الآخر على هذه القاعدة (الغنم بالغرم) ، وهو مبدأ يقرر العدل في المعاملات ،

إذ لا يصح أن يضمن الإنسان لنفسه مغنماً ويلقى الغرم على عاتق غيره، وتتضح هذه القاعدة عند تطبيقها في المعاملات الشرعية، ويتجلى الظلم في أنظمة المعاملات غير الإسلامية عندما يعيش المدخرون على عوائد مدخراتهم دون أن يخاطروا باستثمارها، بحيث لا يقدمون أي عمل فينالون مغنماً دون مغرم. فلا تقتصر أحكام الشريعة على مجرد حفظ المال من الضياع أو السرقة أو الإسراف أو التبذير بل تعدت ذلك إلى حفظ المال عن طريق إنمائه وصيانة طرق كسبه وإنفاقه ، فمن أهم الأسباب التي تدعو المستثمر إلى تقييم المشروع ودراسة جدوى الاستثمار (العائد/ المخاطرة) هو الرغبة في الاطمئنان على فرص نجاح المشروع والتعرف على مدى المخاطرة واحتمالات تعرض أمواله المستثمرة للخسارة ،وبذلك يشكل هدف حماية الأموال المستثمرة والمحافظة عليها أحد الأسباب الموجبة لدراسات الجدوى وتقييم الاستثمار ،ويعتبر هذا الهدف أساسياً بالنسبة للتقييم من المنظور الإسلامي، فالمستثمر في الإسلام ليس أقل حرصاً على حماية أمواله من المستثمرين الآخرين .

الفصل الثالث :

دراسة حالة حول العلاقة بين العائد والمخاطرة على
أدوات الاستثمار

في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

الفصل الثالث:

دراسة حالة حول العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

تمهيد

- المبحث الأول: سوق الأوراق المالية في ماليزيا
- المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
- المبحث الثالث: دراسة العلاقة (عائد/مخاطرة) في اختيار المحفظة المالية المثلى في السوق

المالي الماليزي

- خلاصة الفصل الثالث

تمهيد الفصل الثالث:

ماليزيا بلد صغير بمساحته وكبير بطموحاته وإنجازاته ،عانى طويلا من مرارة الاستعمار منذ القرن السادس عشر إلي غاية القرن العشرين ومع هذا حافظ على هويته بكل اعتزاز ،بالأمس القريب لم تكن ماليزيا تعرف بالصناعات الحديثة وهاهي اليوم تتنافس مع الدول الصناعية الكبرى بل وتتفوق على بعضها في مجال الصادرات المصنعة عالية التقنية ، اقتصاديا بلغت ماليزيا المرتبة الثامنة عشر عالما وهاهي اليوم تسعى لتصبح في سنة 2020 ،رابع قوة اقتصادية في آسيا بعد الصين واليابان والهند ، فعلى مدار العقود الثلاثة السابقة ،كانت ماليزيا في مقدمة الجهود العالمية المبذولة من أجل تأسيس سوق رأس مال إسلامي ذو فعالية وقابلية للتطبيق ، بحيث يمكن من توفير احتياجات المسلمين ،ويعمل على جعل منتجاته وخدماته مستقطبة وجاذبة لكل المستثمرين والمنتجين بغض النظر عن أجناسهم ودياناتهم ،حيث يلعب سوق رأس المال الإسلامي دورا أساسيا في المساهمة في الازدهار والنمو الاقتصادي لدولة ماليزيا.

وبعبارة أخرى سوق رأس المال الإسلامي ينبغي أن يكون بعيدا تمام البعد عن أية نشاطات حرمها الإسلام ،كالربا الميسر والغرر ، لأنها مستوحاة من مقاصد الشريعة الإسلامية ،وتهدف هذه التحريمات بشكل أساسي إلي نشر العدالة بحماية مصالح كل الأطراف المشتركة في نشاطات السوق الاقتصادية .

وتتعدد الأدوات التي يتم تداولها في هذه السوق وأهمها أدوات الملكية الشرعية، والصكوك الاستثمارية الإسلامية، حيث تمتلك ماليزيا أكبر سوق في العالم للصكوك بواقع ثلثي القيمة.

وبما أن سوق رأس المال الإسلامي وكنموذج السوق المالي في ماليزيا بعيد كل البعد عن أية نشاطات حرمها الإسلام ، فهو طبعا يعمل بمبادئ الاقتصاد الإسلامي ومن هذه المبادئ " مبدأ الغنم بالغرم " في تحديد العلاقة بين العائد والمخاطرة على الأدوات المالية التي يرغب المستثمر المسلم أن يستثمر أمواله فيها .

ومن أجل توضيح واقع عمل سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، تم تقسيم هذا الفصل إلي المباحث التالية:

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية في ماليزيا

أما المبحث الثاني فهو بعنوان: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا أما المبحث الثالث والأخير يتناول فيه : دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة لاختيار المحفظة المالية المثلى في سوق رأس المال الماليزي

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

إن سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا هو السوق الذي تتوافر فيه فرص استثمار وتمويل متوسطة وطويلة الأجل، حيث الأدوات المالية والخدمات المتوفرة فيه تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وتقوم على أساس اجتناب التعامل بالربا والميسر والغرر في معاملاته.

يسعى هذا السوق لتقديم البديل الشرعي لسوق رأس المال التقليدي بعد التوعية الدينية لجمهور المستثمرين المسلمين عن الحاجة إلي وجود التمويل والاستثمار المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، فأصبح هذا السوق موازيا لسوق رأس المال التقليدي، ومكملا للنظام المصرفي الإسلامي في توسيع وتعميق التعامل بالمعاملات المالية الإسلامية .

ولضمان التزام أنشطة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بأحكام الشريعة يجب أن يكون هناك جهة رقابية شرعية للقيام بدورها في تطوير هذا السوق، وذلك بالعمل على ابتكار صياغة الأدوات المالية الشرعية وتطهر بعض الأدوات المالية القائمة من الشوائب المخالفة لأحكام الشريعة، لرفع مستوى الثقة بين مشاركي السوق لاسيما المستثمرين المسلمين .

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

سنتناول في هذا المطلب تعريف هذه السوق المالية والتطور التاريخي لها وكذلك أسباب التطور وأخير الوظائف التي تقوم بها السوق المالية الماليزية من خلال الفروع التالية:

الفرع الأول: تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

قد عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية أنها " السوق التي تتوفر فيها فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل، والمنتجات والخدمات المتوفرة فيها تلتزم التزاما تاما بأحكام الشريعة الإسلامية، إذ يجب أن تكون خالية من الأنشطة المحرمة شرعا مثل التعامل بالربا والمقامرة والغرر وما إلي ذلك "

وبعبارة أخرى هي السوق التي تتم النشاطات فيها بطريقة لا تتعارض مع مبادئ الإسلام، وهذا ما يمثل تأكيد العزم والنية على استسقاء صفات سوق الأوراق المالية من الشريعة الإسلامية، أين تكون السوق حرة أو خالية من جميع النشاطات والعناصر المحرمة مثل الربا والميسر والغرر.¹

¹ بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 178

كذلك لا يختلف مفهوم سوق رأس المال الماليزي عن المفهوم الشائع لسوق رأس المال ، فسوق رأس المال في ماليزيا يتكون من سوق رأس المال التقليدي وسوق رأس المال الإسلامي للأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل ،فهو لا يقتصر على السوق المنظم (السوق المنظم في ماليزيا يشمل كلا من البورصة الماليزية للأوراق المالية والبورصة الماليزية للمشتقات) ، بل يشمل أيضا السوق غير المنظم لاسيما سوق السندات ،ويعد من أهم الروافد لسد الاحتياجات في الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل للمشاريع التنموية الماليزية ، وميدان للمنافسة بين الشركات للحصول على رؤوس الأموال بهدف التطوير إلي الأفضل .¹

وتتنوع الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق فتشمل سندات الحكومة الماليزية والشركات الخاصة، وأسهم الشركات المساهمة، وشهادات صناديق الاستثمار، وعقود المستقبلات للسلع والخدمات المالية، وعقود الخيارات وغيرها .²

الفرع الثاني : نبذة تاريخية عن نشأة سوق رأس المال الماليزي

بدأت صناعة التعامل بالأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية العاملة في مجال الصناعات المطاطية والتعدينية ،وفي عام 1930م ، أسست جمعية سماسرة بورصة سنغافورة "Singapore stock brokers" كأول جمعية منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية .

لكن ظهور سوق رأس المال في ماليزيا بالبعد الحقيقي كان أوائل الستينات، وتمت عملية تطوير هذا السوق تدريجيا، وبعد هذا السوق قطاعا جديدا مقارنة بقطاع العمل المصرفي في تمويل الأنشطة الاقتصادية والذي بدأ نشاطه في أوائل الستينات³ ، وذلك بتأسيس هيئة صندوق الحجاج في نوفمبر 1962 م ، حيث يدير هذا الصندوق أموال الحجاج بشكل متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية ، أما عن أول بداية حقيقية لتطوير نظام العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا فتعود إلي عام 1983 م مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي والذي بدأ سريانه في 07 أبريل 1983 م وتم بموجبه استحداث مجموعة من الخدمات والمنتجات المصرفية وفق مبادئ الشريعة الإسلامية⁴ .

¹ نبيل خليل طه سمور ،سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا" ،رسالة

ماجستير في إدارة الأعمال ،الجامعة الإسلامية ، غزة ، 1428هـ ، 2007 م ،ص 84

² [http://staf.uum.edu.my/visite le 09/02/2014 a 00.h04de nuit](http://staf.uum.edu.my/visite%20le%2009/02/2014%20a%2000.h04de%20nuit)

³ نبيل خليل طه سمور ،مرجع سبق ذكره، ص 84

⁴ بن الضيف محمد عدنان ، مرجع سبق ذكره ، ص 178

وجاء مع ذلك تأسيس أول بنك إسلامي ماليزي وهو " بنك إسلام ماليزيا برهارد" (Bank islam malaysia berhard) الذي انشأ بمبادرة حكومية وبدأ البنك عملياته في 01 جويلية 1983م بفرع وحيد في العاصمة كوالالمبور ،الذي استمر طيلة عشر سنوات تقريبا ،يمثل بمفرده محور العمل المصرفي الإسلامي هناك ¹ ، إلا أن بداية نمو سوق رأس المال كانت في أوائل التسعينات لسد احتياجات القطاع العام من خلال إصدار الأوراق المالية الخاصة بالحكومة الماليزية ومن ذلك الحين ،أصبح القطاع العام قطاعا أساسيا لتطوير الاقتصاد القومي .²

أما بالنسبة لتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية فيعود إلي أوائل التسعينات من القرن الماضي حيث أصدرت الشركة الخاصة (شيل.أم. دي .أس) الخاصة المحدودة الصكوك الإسلامية الأولى في السوق المحلية في عام 1990م ،وقد أدى ذلك إلي إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى مما أدى إلي تعميق سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا واتساعها ³ ،حيث بلغت نسبة الأسهم الموافقة للشرعية الإسلامية في بداية 2012 م 88.66 % من إجمالي الأسهم المسجلة في السوق ⁴ ، وتطور سوق رأس المال في ماليزيا تطورا ملحوظا بعد عام 1993م بتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية ،وبورصة كوالالمبور للأسهم التي أسست في عام 1994 ،أعيد تسميتها فيما بعد بورصة كوالالمبور للأسهم المحدودة (kuala lumpur Exchange stocks) ،وبعد تاريخ 20 أبريل 2004م عرفت باسم " البورصة الماليزية " "Bursa Malaysia" التي تتداول فيها الأوراق المالية ، لاسيما الأسهم وما يتعلق بها ، وسوق المشتقات ،وسوق السندات ،بجانب تقديم بعض المعاملات المالية الجديدة مثل شهادات الشراء من الأسهم الموجودة وشهادات الشراء من الأسهم الجديدة ،ليصبح هذا السوق مصدرا رئيسا لتمويل المشروعات ذات رؤوس الأموال الكبيرة للتكوين الرأسمالي الذي كان يحصل عليه القطاع العام والخاص .⁵

ولتدعيم هذا السوق التزمت الحكومة الماليزية باعتماد الخطة الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي وتحت رعاية وزير المالية الماليزية في تاريخ 22 فيفري 2001م، وتضمنت الخطة ستة أهداف رئيسية ⁶.

¹ أسامة محمد أحمد الفولي ، تقييم التجربة الماليزية في إقامة أول سوق نقدي إسلامي ، مجلة المال والصناعة ، العدد 17 ، 1999 ، ص 24

² نبيل خليل طه سمور ، ص 85

³ بن الضيف محمد عدنان ، ص 179

⁴ نصبة مسعوده، مرجع سبق ذكره، ص 283

⁵ نبيل خليل طه سمور ، ص 85

⁶ الخطة الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي تضمنت الأهداف الرئيسية التالية : (1) اعتبار سوق رأس المال مصدرا للحصول على الموارد التمويلية للشركات الماليزية ،(2) تشجيع إدارة الاستثمار الفعالة والبيئة الاستثمارية الأمثل للمستثمرين ،(3) توفير المكانة التنافسية والكفاءة لمؤسسات السوق ،(4) لتطوير بيئة حسنة وتنافسية لخدمات الوساطة ،(5) توفير أنظمة الرقابة الفاعلة والمنتظمة ،(6) اعتبار ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي (تقرير هيئة الأوراق المالية الماليزية 2001 ،ص 16)

الفرع الثالث: وظائف السوق الإسلامي للأوراق المالية في ماليزيا

تقوم سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا بوظائف كبيرة تتمثل فيما يلي:¹

1- تلبية حاجة المستثمرين المسلمين:

تتيح سوق رأس المال الإسلامي فرصة الاستثمارات الممتازة للمستثمرين المسلمين في القطاعات التي لا تتعامل بالمحرمات الشرعية، وبإيجاد جهة رقابية شرعية لضمان التزام أنشطة هذه السوق بأحكام الشريعة الإسلامية التي يمكن أن تزيد ثقتهم بهذه السوق، بجانب حماية حقوقهم من خلال إعداد التشريعات والقوانين التي لا تتعارض مع أحكام الشريعة من الجهات الرقابية .

2- تلبية حاجة الجهات المصدرة:

تتيح السوق الفرصة للجهات المصدرة لإصدار الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لا سيما الأسهم العادية والصكوك الإسلامية القابلة للتداول في هذه السوق، وقد تم إصدار هذه الأدوات المالية والتداول بها بناء على القرارات الصادرة عن اللجنة الاستثمارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، والتعليمات على عرض الصكوك الإسلامية الصادرة عن هذه الهيئة وذلك كله لأجل زيادة الثقة بين الجهات المصدرة لإصدار الأدوات المالية الشرعية، وحماية حقوقها في كافة الأمور المتعلقة بإصدار الأدوات المالية الشرعية والتداول بها في السوق .

3- عمل الجهة الرقابية العليا :

أصبحت هيئة الأوراق المالية الماليزية جهة رقابية رئيسية، وهي مسؤولة عن تطوير وتدعيم سوق رأس المال الإسلامية في المستوى المحلي والعالمي، بالتعاون مع مشاركي السوق وبذلك طرحت الهيئة هدفا في الخطط الرئيسية لسوق رأس المال الماليزية لكون ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامية ولتحقيق هذا الهدف فالهيئة قامت بالترويج للأدوات المالية الإسلامية، المتداولة في السوق المحلية إلي المستوى العالمي من خلال الندوات والدورات وغيرها، ويمكن لهذا أن يجذب المستثمرين الأجانب لتوظيف أموالهم في المشاريع المحلية .

¹ سحاسورياني صفر الدين جعفر ، مرجع سبق ذكره ، ص 41 ، 42

4- تدعيم الاقتصاد الماليزي ونموه :

تساهم سوق رأس المال الإسلامية في التنمية الاقتصادية الماليزية لاسيما في المشاريع التنموية للقطاعين العام والخاص، وهذا من خلال تعبئة الأموال الفائضة لأصحاب الأموال، وتوجيهها إلى استثمارات نافعة ومتوافقة مع أحكام الشريعة¹ حيث قدرت رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا ب 1275.07 مليار رنجت ماليزي مع بداية 2012م²، إن رغبة المستثمرين في توظيف أموالهم في المشاريع الاستثمارية الإسلامية تتمثل في الحصول على العوائد والأرباح المشروعة في الإسلام، وليس على عنصر الفائدة المحرمة شرعا، وتساعد هذه السوق على جذب رؤوس الأموال الأجنبية لتوظيفها في المشاريع المحلية التي لا تتعامل بالمعاملات المحرمة شرعا، وهذه الحالة قد أدت إلى تطوير النظام المالي الإسلامي في ماليزيا والنمو الاقتصادي الماليزي وارتفاعه نحو الأفضل والدال على ذلك هو تطور رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية مقارنة بالسوق الربوية

جدول رقم : 03 تطور رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية مقارنة بالسوق الربوية في ماليزيا للفترة بين 2006 إلى بداية 2012

| نسبة رسملة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة إلى إجمالي السوق | رسملة السوق الإجمالي (وحدة مليار) (نجت ماليزي) | رسملة سوق الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة (وحدة مليار) (نجت ماليزي) | نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة إلى إجمالي الأسهم المدرجة في السوق الماليزي | عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة | السنوات |
|---|--|---|--|---------------------------------|---------|
| 63.59% | 741.25 | 471.47 | 85.33% | 876 | 2006 |
| 63.7% | 988.81 | 630.60 | 86 % | 875 | 2007 |
| 64.06% | 903.75 | 590.075 | 85.50% | 848 | 2008 |
| 63.48% | 847.92 | 539.86 | 87.5% | 849 | 2009 |
| 62.20% | 1132.70 | 703 | 88% | 846 | 2010 |
| 60.89% | 1275.07 | 776.09 | 88.66% | 846 | 2011 |
| / | / | / | 88.52% | 817 | 2012 |

المصدر : Quarterly bulletin of malaysian islamic capital market by the securities commission 2006-2007-2008-2009-2010-2011-2012

ما يمكن ملاحظته هو التطور المستمر في عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الفترة 2006-2011، في مقابل الانخفاض والتراجع في عدد الأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في نفس الفترة .

¹ بن الصيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص 181
² نصبة مسعودة، مرجع سبق ذكره، ص 283

الفرع الرابع : أسباب تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

تعود أسباب تطور السوق المالي الإسلامي الماليزي لعدة أسباب منها ¹:

1- تأسيس أول صندوق استثمار مالي إسلامي في 1993م تحت إسم (Arabe malaysia

. (tabung Ittikal

2- إنشاء أول شركة سمسة إسلامية تحت إسم BIMB سنة 1994م

3- تكوين قسم سوق المال الإسلامي سنة 1994م

4- إنشاء أول إصدار عالمي للصكوك الماليزية سنة 2001م وهو إصدار الصكوك العالمية

للإجارة ناهيك عن الإصدارات المحلية.

¹ بن الضيف محمد عدنان ، مرجع سبق ذكره ، ص 179

المطلب الثاني: الخصائص المميزة لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

الإسلام منهج شامل للحياة ليس فيما يتعلق بأمور العبادة فحسب، وإنما في جميع المجالات، ومن هذا المنطلق بات من الضروري إقامة سوق رأس المال الإسلامي، لتحقيق مصالح المسلمين الاقتصادية المتوافقة مع شريعتهم، ويختلف هذا السوق اختلافا تاما عن سوق رأس المال التقليدي في جوانب متنوعة أهمها:

1- الإشراف والرقابة الشرعية :

وتعد هذه الخاصية إحدى الفوارق الجوهرية بين هذا السوق والسوق التقليدي في ماليزيا، حيث يخضع سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية، وهذا للتأكد من مطابقة هذه الأنشطة لأحكام الشريعة وضوابطها التزاما تاما، ولكن هذه اللجنة لا تتدخل مباشرة في أعمال هذا السوق، حيث يتم الحصول على المعلومات المتعلقة بالسوق من قبل الإدارة المختصة، باعتبارها الإدارة المسؤولة عن دراسة وتحليل أنشطة السوق وعرضها للمناقشة واتخاذ القرارات والفتاوى المناسبة¹

2- العمليات والخدمات المقدمة خالية من أي محظور شرعي

وتعد هذه الخاصية الميزة الرئيسية التي يتميز بها سوق رأس المال الإسلامي عن السوق التقليدي، وأهم معالمها هي (إسقاط الفائدة الربوية من كل عملياتها أخذًا أو إعطاء) لاسيما في تعاملات الأوراق المالية بالفائدة إلى جانب عناصر محرمة أخرى مثل الغرر، والميسر، وغيرها . وعلى المستثمرين المسلمين أن يتأكدوا من أن الشركات المساهمة المدرجة في البورصة الماليزية لا تتعامل بالعناصر المحرمة شرعا، وإنما تعمل في دائرة المباح، حيث يتم استبعاد المصارف الربوية وشركات الخمر والتأكد أن الجهات المصدرة للصكوك الإسلامية ملتزمة بالأسس والضوابط الشرعية المقررة من اللجنة الشرعية².

3- اعتماد أدوات مالية متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية:

يقوم سوق رأس المال الإسلامي بدراسة بعض الأدوات المالية التقليدية وفقا لأحكام الشريعة مثل الأسهم العادية، وعقود الشراء من الأسهم الموجودة، وعقود الشراء من الأسهم المشتقة، وعقود المستقبلات، ويقوم بتفعيل الأدوات المالية الشرعية لاسيما الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا، والأدوات المالية المتداولة في هذا السوق يتم إقرارها من اللجنة الاستشارية الشرعية سواء ما يتعلق بإصدارها أو تداولها .

¹ نبيل خليل طه سمور ،مرجع سبق ذكره ،ص 104

² بن الضيف محمد عدنان ، مرجع سبق ذكره ،ص 180 - 181 و نبيل خليل طه سمور ، ص 104 - 105

- وإنه لقبول الأدوات المالية يجب أن تتضمن عدة خطوات تتمثل فيما يلي:¹
- * فحص التقارير الرسمية للحسابات المالية واستخلاص المعلومات المالية المناسبة.
 - * مراجعة نشاطات الشركة وهذا يسمح بمعرفة ما إذا كانت نشاطاتها موافقة للشريعة.
 - * جدولة نتائج المجلس الاستشاري الشرعي.
 - * جمع النتائج ووضع قائمة الاصدارات المصادق عليها شرعا

4- الالتزام بالقوانين والتشريعات المختلفة الصادرة عن الجهات المختصة :

وتعد هيئة الأوراق المالية الماليزية المسئولة عن إصدار القوانين ودراسة الأدوات المالية في هذا السوق ومن القوانين الصادرة عن هذه الهيئة: "التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية"، والتعليمات والضوابط لشركات السمسرة الإسلامية وغيرها .

أما السندات التقليدية في ماليزيا فتخضع للتعليمات الخاصة بعرض سندات المديونية. كما أن السوق الأولية للصكوك الإسلامية تخضع لهذه الهيئة، أما السوق الثانوية للصكوك الإسلامية فتخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي وفقا لنظام التحويل الإلكتروني الآني للأموال والأوراق كما توفر الجهات المعنية معلومات شاملة عن مختلف الجوانب المتعلقة بأي معاملة لاسيما المعلومات التي تؤثر على سعر الأدوات المالية المتداولة في السوق.²

ووفقا للبيانات والمعلومات المنشورة حول سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، فإن أداء الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في ماليزيا يفوق أداء الأدوات المالية التقليدية المدرجة في البورصة الماليزية، وتنتج المعدلات اتجاها تصاعديا ففي عام 2001 كانت بمعدل 78% وتصل إلي 88.66% حتى بداية العام 2012م.³

¹ Mohamed akram laaldin. **shariah approved securities screening process in Malaysia** .the 15th annual scientific meeting the capital market –bursa- U A E university .15-17 /2006 .p 11

² نبيل خليل سمور ، ص 105

³ نصبة مسعودة، مرجع سبق ذكره، ص 283

المطلب الثالث: ضوابط سوق الأوراق المالية ودور هيئة الرقابة في السوق المالية الماليزية

سنتكلم في هذا المطلب عن ضوابط الإصدار وضوابط المعاملات التي يقوم عليها سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، ومن جهة أخرى وبما أننا نتكلم عن مؤسسة إسلامية فلا بد أن تكون لها هيئة رقابية شرعية فالحديث عن سوق الأوراق المالية في ماليزيا يدفعنا إلي البحث عن دور هيئة الرقابة الشرعية في المحافظة على شرعية أدواتها وتعاملاتها .

الفرع الأول: ضوابط إصدار الأوراق المالية

في اجتماع اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية الخامس في 23 أوت 1993م، قررت أربعة معايير أساسية لتحليل وتقييم الأوراق المالية المدرجة في البورصة الماليزية بعد الرجوع إلي القرآن الكريم، والسنة النبوية الشريفة، وعموم الشريعة ومبادئها، ومن هذه المعايير ما يلي¹ :

1- معايير تقييم الأوراق المالية المدرجة في البورصة الماليزية : ومنها

المعيار الأول: أن يكون النشاط الأساسي للشركة خاليا من المعاملات الربوية، بعكس ما هو معمول به في المؤسسات المالية التقليدية، التي تشتمل على البنوك التجارية، وبنوك الاستثمار أو البنوك التجارية غير الإسلامية، وشركات التمويل وغيرها، فلا يجوز للمسلمين شراء أسهمها باعتبارها خارجة عن القائمة (قائمة الشركات المقبولة في السوق الإسلامية)

المعيار الثاني: إذا كان النشاط الرئيسي للشركة هو التعامل بالقمار، أو الميسر، وما أشبه ذلك مثل الكازينوات CASINOS، فيحرم للمستثمرين المسلمين شراء أسهمها .

المعيار الثالث: إذا كانت من بين الشركات التي تتكون عمالياتها من الغرر كشركة التأمين التقليدية (التأمين التجاري أو التأمين ذو القسط الثابت)، فيحرم للمستثمرين المسلمين شراء أسهمها .

المعيار الرابع: إذا كانت من بين الشركات التي تتضمن أنشطتها إنتاج سلع وخدمات وتوزيعها من خلال طرق محرمة شرعا، فهي لا تجوز للمستثمرين المسلمين الاستثمار فيها وهي تتضمن:

- المشاركة في صنع المشروبات الكحولية، وإنتاجها، وتسويقها
- تجهيز لحوم الخنزير في توزيعها للأسواق .
- توفير الخدمات اللا أخلاقية كالدعارة، والحانات، والخمارات وغيرها.

¹ بن الضيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص 185

فيحرم على المستثمرين المسلمين شراء أسهمها ،ونفس الحكم ينطبق أيضا على الشركات التي تتعامل بالمعاملات غير المشروعة كشركة المباني التي تقوم مثلا ببناء محل القمار ،والخمارة وغيرها فتشطب مثل هذه الشركات من قائمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة .

2- خطوات استخلاص الأوراق المالية الشرعية:¹

الخطوة الأولى: استخلاص المعلومات المالية: وهي خطوة تتضمن التعرف على مصدر الدخل ونشاطات الشركة حيث تقوم اللجنة الاستشارية الشرعية بجمع المعلومات على الشركات من عدة مصادر مثل التقارير المالية السنوية للشركات ومن خلال تحقيقها حول التسيير .

الخطوة الثانية: النظر إلي نشاطات الشركة : إن اللجنة الاستشارية الشرعية طبقت معايير عامة في التركيز على النشاطات للشركات المدرجة في البورصة الماليزية ،إذ فرضت عدة شروط على نشاطات الشركة كلها تصب في قالب واحد وهو أن تكون هذه النشاطات مطاوعة للشريعة وذلك من أجل قبول إدراج أوراقها المالية ،وبذلك فإن نشاطات الشركة تكون غير مطاوعة للشريعة إذا كانت تندرج تحت إحدى النشاطات التالية :

- الخدمات المالية القائمة على الربا
- القمار والميسر
- صناعة أو بيع المنتجات غير الحلال
- صناعة التأمين التقليدي
- نشاطات التسلية غير المسموح بها شرعا
- صناعة أو بيع منتجات تعتمد على التبغ
- سمسة أو تجارة أسهم لمؤسسات غير مطاوعة شرعا.

الخطوة الثالثة: وضع مؤشرات أو معايير اجتهادية للشركات التي أصلا عملها في الحلال ولكن لها معاملات حرام وتتضمن هذه المؤشرات مايلي²:

- **معيار أو مؤشر 5%:** وهذا المؤشر أو المعيار يستخدم لقياس المستوى المختلط بين مساهمة المستثمرين في أنشطة مشروعة وأخرى محرمة شرعا، مثل تعامل الشركات بالربا والقمار والخمر ولحم الخنزير.

¹ Mohamed Akram laaldin .p 12
² بن الضيف محمد عدنان ،مرجع سبق ذكره ، ص 186

- **معيار أو مؤشر 10% :** هذا المؤشر أو المعيار يستخدم لقياس المستوى المختلط بين مساهمة المستثمرين في الأنشطة المشروعة والأنشطة التي تتضمن عنصر عموم البلوى مثل المساهمة في أسعار الفائدة في حساب الإيداع الثابت من المصارف التقليدية والنشاطات المتعلقة بالتبغ .
- **معيار أو مؤشر 25%:** يستخدم هذا المؤشر أو المعيار لقياس المستوى المختلط لمساهمة المستثمرين في الأنشطة المتوافقة مع أحكام الشريعة بصورة عامة ومع تحقيق المصلحة العامة ،وهي التي تحتوي على عنصر المصلحة للشعب بالرغم من احتوائها على عنصر مخالف للشريعة ،أي هناك عناصر أخرى تؤثر على منزلة الشريعة في هذه الأنشطة ، ومنها أنشطة وعمليات الفنادق والمصارف وغيرها لأن هذه الأنشطة قد تتضمن أنشطة أخرى غير مشروعة.

وبالتالي إن كل المشاركات ذات النشاطات غير المسموحة في الشركات المعنية سوف تقارن مع المؤشرات السابقة فإذا كانت النشاطات والمداخل تندرج تحت ما هو محرم مثل الربا والميسر والخمر يجب أن لا يتجاوز 5% من المداخل العامة وكذلك الأمر بالنسبة إلى مؤشر 10% و 25% .
وبناء على هذه الضوابط والمؤشرات السابقة فإن اللجنة الاستشارية الشرعية قد طرحت معايير للشركات المختلطة بين الأنشطة المشروعة والمحرمة شرعا ومنها مايلي :¹

- أ- أن تكون الأنشطة الرئيسية للشركة قائمة وفقا لمبادئ الشريعة المذكورة في ضوابط المعايير كما سبق شرحها وأن تكون العناصر المحرمة المستخدمة في أنشطتها قليلة جدا.
- ب- أن تكون الشركة ذات سمعة حسنة من وجهة نظر المجتمع
- ت- أن تكون أنشطتها الرئيسية تستجيب للمصلحة العامة .
- ث- أن تكون نسبة الحرام قليلة في عمل الشركة.

فقد جاء جواز الاستثمار في شركات المساهمة ذات الأعمال المشروعة في الأصل إلا أنها تتعامل بأمر محرمة شرعا أحيانا من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية وقد جاء هذا بحجة أن مساهمة المسلمين في الشركات المختلطة حيث تكون نسبة الأنشطة المشروعة أغلب من الأنشطة المحرمة شرعا ،تؤدي إلى تطوير الاقتصاد الماليزي .

¹ سحاسورياني صفر الدين جعفر ،مرجع سبق ذكره ، ص 78

الفرع الثاني: ضوابط المعاملات في السوق المالي الإسلامي الماليزي

من أجل دعم الإطار التنظيمي والرقابي فيما يتعلق بمعاملات سوق الأوراق المالية الإسلامية أصدرت التعليمات والتشريعات والإرشادات اللازمة لذلك:

أولاً: التعليمات على صناديق الاستثمار

أصدرت هيئة الأوراق المالية الماليزية التعليمات على صناديق الاستثمار في عام 2002م، وهي تقديم المعلومات والإجراءات المعنية بهذه الصناديق لتوجيه المستثمرين قبل الاستثمار فيها، هذه التعليمات لحماية حقوق المستثمرين، وفي هذه التعليمات طرحت بندين فيما يتعلق بإدارة صناديق الاستثمار وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية في ماليزيا هما¹:

1- **البند رقم 18** : المتطلب الإضافي لنظام إدارة الصندوق والذي ينص على أن يلتزم

الصندوق بمبادئ الشريعة في المعاملات الإسلامية القائمة فيه، وهذا البند قد طبق بالفعل في 01 جانفي 2003م .

2- **البند رقم 19**: تقوم إدارة الصندوق فيما يتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية بإجراءات

التسجيل وتعيين المستشارين الشرعيين للمناقشة والمراجعة فيما يتعلق بالمعاملات فيها، هذا البند قد طبق بالفعل في 10 جويلية 2002م .

ثانياً: التعليمات على عرض الصكوك

وقد أصدرت هذه التعليمات لتوجيه المتعاملين في هذه السوق، في إجراءات إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا، وتوفير معلومات عن التشريعات والقوانين المتعلقة بها، وركزت هذه التعليمات أيضاً على تعيين المستشار الشرعي المستقل ودوره فيما يتعلق بالصكوك الإسلامية، وينبغي للجهات المصدرة والمستثمرين الراغبين في إصدار الصكوك الإسلامية والتداول بها مراجعة هذه التعليمات، وإتباع التوجيهات فيها لاسيما فيما يتعلق بالاستثمار في الصكوك الإسلامية.

كما تعد الرقابة الشرعية من الوظائف التي ظهرت مع ظهور قسم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لهيئة الأوراق المالية الماليزية، لأن بعض الأنشطة في هذه السوق تحتاج إلي الاجتهاد لذلك كانت الحاجة داعية لإيجاد هذه الرقابة.

¹ بن الصيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص 189

الفرع الثالث: هيئة الأوراق المالية الماليزية

إن هيئة الأوراق المالية الماليزية هي الجهة العليا لسوق الأوراق المالية بصفة عامة في ماليزيا فهي الجهة الرقابية¹ ، حيث قامت الحكومة الماليزية بإنشاء هذه الهيئة في 01 مارس 1993م بموجب قانون هيئة الأوراق المالية لعام 1993م ، وأسندت لها الوظائف التالية :

- تسجيل نشرة الاكتتاب لكافة الشركات المدرجة في قائمة البورصة الماليزية للأوراق المالية .
- السماح بإصدار سندات الشركات
- الرقابة والإشراف وتحديد العقود المستقبلية والخيارات
- الرقابة على الاندماجات للشركات في ماليزيا
- مراقبة صناديق الاستثمار
- مراقبة أنشطة البورصات وبيت المقاصة
- تقديم الاعتماد ومراقبة الأشخاص المعتمدين .

ومن أهدافها:²

- 1- تأكيد حماية مناسبة للمستثمرين
- 2- تطوير النظام وجعله مرنا
- 3- تشجيع المنافسة بين وسطاء السوق
- 4- تعزيز شفافية السوق
- 5- دعم وحدة السوق

إن الرقابة الشرعية تنتسب إلي اللجنة الاستشارية الشرعية ،وهي عبارة عن أهم الأجهزة المستحدثة في هيئة الأوراق المالية الماليزية لمعاونتها في تحقيق أهدافها في بناء مكونات سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا ،وهي الأساس الذي يعتمد عليه العديد من مشاركي السوق لاسيما المستثمرين المسلمين لمعرفة مدى التزام سوق رأس المال الإسلامية بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية ،كما تعد إحدى السمات الأساسية المميزة لسوق رأس المال الإسلامية عن السوق التقليدية في ماليزيا .³

¹http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=5&ved=0CEwQFjAE&url=http%3A%2F%2Fwww.kantakji.com%2Fmedia%2F7333%2Fb130.pdf&ei=RoT6UqPBI4Kq4ASyxYEG&usq=AFQjCNHLI-Ls7F_sTba9o2yCrI6TcHNZIA&bvm=bv.61190604,d.bGE. Visite le 11/02/2014 21h 22

²http://www.google.dz/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=0CC8QFjAB&url=http%3A%2F%2Fwww.sc.com.my%2Fwp-content%2Fuploads%2Feng%2Fhtml%2Fresources%2Fdiscussion%2Fuum_seminar.pdf&ei=Pon6Utr6AuGG4ATm1IH4Bg&usq=AFQjCNFfewG2Bo8LTKXeD4nk3CCc0ElmPrQ&bvm=bv.61190604,d.bGE visite le 11/02/2014 a 21h 46

³ بن الضيف محمد عدنان ، مرجع سبق ذكره ،ص 183

الفرع الرابع: لجان الرقابة في السوق المالية الإسلامية الماليزية

وفي هذا الإطار قامت هيئة الأوراق المالية في ماليزيا بتأسيس :

- قسم سوق رأس المال الإسلامي
- اللجنة الاستشارية الشرعية.¹

أولاً: قسم سوق رأس المال الإسلامي :

وقد تم إنشاء هذا القسم في عام 1994م وهو يمثل جهة الإدارة لهذه الهيئة في عمل الدراسة فيما يتعلق بأنشطة سوق الأوراق المالية الإسلامية والأدوات المالية فيها ،وهو يضم الكوادر المؤهلة والمعروفة في الأوساط الإسلامية لاسيما المتخصصين في فقه المعاملات المالية الحديثة .

الوظائف الأساسية التي يقوم بها قسم سوق رأس المال الإسلامي:

- الاهتمام بالبحوث والدراسات الخاصة بإصدار الأدوات المالية الإسلامية .
- يعتبر مسئولاً مسؤولة كاملة عن إصدار القوانين الجديدة المتعلقة بسوق الأوراق المالية الإسلامية .
- القيام بتعديل القوانين السابقة التي تخالف مبادئ الشريعة الإسلامية ليكن ممكن تنفيذها في هذا السوق.
- دراسة وتقييم الأسهم الصادرة عن الشركات المساهمة المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية وتقديم الدراسة إلي اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية.

ثانياً: اللجنة الاستشارية الشرعية

لقد بذلت هيئة الأوراق المالية الماليزية جهداً لدراسة أنشطة سوق رأس المال الإسلامي ، وقد قامت عدة اجتماعات ولقاءات فقهية بين العلماء المحليين والدوليين في الجامعات الماليزية ومجلس الإفتاء وجمعية العلماء الماليزيين بالتعاون مع المركز الإسلامي الماليزي وغيرهم ، وقد خلصت هذه الاجتماعات إلى إنشاء اللجنة الشرعية الخاصة في 10 أكتوبر 1994م التي تعرف باللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية .

¹ سحاسورياني صفر الدين جعفر ،مرجع سبق ذكره ، ص 62- 64

على الرغم من أن اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية، تعتبر لجنة غير رسمية إلا أنها حققت بعد مرور عام واحد فقط من تأسيسها ، النجاح المرجو منها في دراسة أسس تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا وتبعاً لذلك اعتبرت هيئة الأوراق المالية الماليزية أن هذه اللجنة تلعب دوراً هاماً في هذا السوق ، وفي هذه الحالة يحتاج الأمر إلي السعي بخطوات فعالة وكفاءة كبيرة نحو توسيع دورها لكي تصبح لجنة رسمية ومنظمة ،لذا حلت اللجنة الاستشارية الشرعية محل اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في 16ماي 1996م لبدء مسؤوليتها الرسمية .

ومنذ ذلك التاريخ أصبحت اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية لجنة رقابة شرعية وطنية رئيسية فيما يتعلق بأنشطة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا وهي تقوم بالوظائف التالية:¹

1- الرقابة:

تمتلك هذه اللجنة السلطة المطلقة في مراقبة أنشطة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا والتأكد من أن معاملاتها تتم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية ،وتعمل هذه اللجنة بالتعاون مع جهة الإدارة لهيئة الأوراق المالية الماليزية على إبداء الرأي الشرعي في تطوير موارد الأموال الإسلامية وأدواتها وفقاً للشريعة الإسلامية .

2- مركز للاستشارة والمراجعة:

وتعتبر هذه اللجنة مركزاً للاستشارة والمراجعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية في كافة الأمور المتعلقة بتطوير رأس المال الإسلامي في ماليزيا بصورة شاملة ،وتساعد الأطراف ذات العلاقة بهذه السوق في إبداء الرأي الشرعي للأمور المرتبطة بهذه السوق إن طلب منها ذلك ،مثل تقديم الاستشارات القانونية والتدقيقية ،وهذه اللجنة أيضاً مسؤولة عن إبداء النصيحة مباشرة للمستثمرين المسلمين لاسيما مساعدتهم على اتخاذ القرارات الاستثمارية بالإبقاء أو الخروج من التعاملات في الشركات المدرجة في البورصة الماليزية للأوراق المالية ، ودورها الآخر يتمثل في وضع توجيهات أساسية فيما يتعلق بتعاملات الأوراق المالية غير المشروعة ،والسماح بممارسة مبادئ الشريعة وضوابطها في إصدار الصكوك الإسلامية .

3- الجهة الوحيدة في إصدار القرارات:

وذلك فيما يتعلق بكافة القضايا الشرعية المتعلقة بسوق الأوراق المالية الإسلامية ،لتوجيه جمهور المسلمين ،وذلك بغرض التأكد من ثبات القرارات الشرعية وخلوها من مخالفة الآراء الشرعية للفقهاء الماليزيين .

¹ المرجع السابق ،ص 66- 77

4- الرد على الأسئلة والاستفسارات الفقهية:

وترد هذه اللجنة طوال العام على الأسئلة المطروحة والاستفسارات الفقهية التي لها علاقة بسوق الأوراق المالية الإسلامي ، لاسيما معاملات هذه السوق والأحكام المتعلقة بها من منظور شرعي ، إن هذه الأسئلة والاستفسارات توجه إليها من طرف إدارة هيئة الأوراق المالية الماليزية ، سائر الباحثين أو الموظفين فيها ، وشركات المساهمة ، والمستثمرين والحكومة الماليزية نفسها ، وجمهور المسلمين ، ليعرفوا جميعا مدى التزام هذا السوق بأحكام الشريعة الإسلامية .

5- توعية العاملين والمتعاملين:

تقوم هذه اللجنة بالتوعية والتعريف ما النظام المالي الإسلامي في ماليزيا ، لاسيما المتعاملين والعاملين فيه ، وذلك بعقد الدورات التدريبية المكثفة والندوات والمؤتمرات في المراحل المختلفة للاستفادة من البحوث والدراسات والمناقشات فيها ، وتتيح الفرصة للخبراء الشرعيين والمفكرين الاقتصاديين لتبادل المعرفة والخبرات في كل القضايا المعاصرة المتعلقة بالمنتجات المالية الإسلامية والقوانين الشرعية ، بجانب إمكانية ممارسة أسس الشريعة في المعاملات والأدوات المالية الإسلامية في السوق المالية الإسلامية في ماليزيا ، ويكون ذلك من خلال توضيح عملية إصدار الأدوات المالية الشرعية والتداول بها ، وتشجيع المستثمرين المسلمين المحليين للاستثمار فيها .

هذه وظائف اللجنة الاستشارية الشرعية بصورتها العامة أما من جهة الأدوات فاعتمدت اللجنة اتجاهين أساسيين هما:

أ- **دراسة وتحليل الأدوات المالية التقليدية وفقا لأحكام الشريعة:** واتخذت اللجنة هذا الاتجاه من خلال تحليل وتقييم بعض الأدوات المالية القائمة في سوق رأس المال التقليدي ، والتي لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية بشروط معينة ، وعلى سبيل المثال نذكر منها الأسهم العادية ، وشهادات الشراء من الأسهم الموجودة والجديدة ، وعقود المستقبلات لزيت النخيل الخام ، لذلك كانت هناك ضرورة لتقليل التعامل بالأدوات المالية التقليدية وزيادة الأدوات المالية وفقا لأحكام الشريعة.

ب- **تفعيل الأدوات المالية الشرعية :** ويكون ذلك عن طريق تشكيل الأدوات المالية الإسلامية ، والتي لا يتعامل بها في سوق الأوراق المالية التقليدية التقليدي في ماليزيا ، إنما يتم تداولها في سوق مستقلة أي سوق الأوراق المالية الإسلامية ، وتلعب اللجنة الاستشارية الشرعية دورا عظيما في دراسة الأدوات المالية الشرعية بالتعاون مع جهة الإدارة لهيئة الأوراق المالية الماليزية (قسم سوق رأس المال الإسلامي) .

المبحث الثاني : الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

تتنوع الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بين أدوات الملكية المتمثلة في الأسهم العادية وشهادات الشراء من الأسهم الموجودة وشهادات الشراء من الأسهم الجديدة وصناديق الاستثمار الإسلامية والصكوك الاستثمارية الإسلامية المتنوعة منها صكوك البيع بثمن أجل ،المرابحة ،الإجارة ،الإستصناع ،المضاربة ،وصكوك المشاركة ولكل منها تقديرها الشرعي .
كما أن من مقومات السوق أدواتها فان صلحت واعتدلت وضبطت بالشريعة دعت إلي صلاح واعتدال السوق وقيامها على أصول الشريعة ،لذا تعتبر الأدوات المالية الإسلامية ركيزة من خلالها نرى بوضوح حال السوق وشرعتها .

المطلب الأول: أدوات الملكية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

تتنوع أدوات الملكية الموافقة مع أحكام الشريعة والمتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا إلي الأسهم العادية، وشهادات الشراء من الأسهم الموجودة، وشهادات الاكتتاب القابلة للتحويل أو شهادات الشراء من الأسهم الجديدة.

الفرع الأول: الأسهم العادية

إن سوق رأس المال الإسلامي هي من دون شك وسيلة هامة في قطاع الخدمات المالية الإسلامية ككل، وتعتبر الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية ،حيث تعتبر الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة إحدى الأدوات المالية الأقرب للتطبيق والقبول في ماليزيا، ويتم إدراجها في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية لأوراق المالية ،ويمكن للمستثمرين المسلمين الاستثمار فيها .

أولاً: الأسهم العادية المدرجة والمتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

تعتبر الأسهم العادية والمدرجة في القائمة الرئيسية لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، من أقرب الأدوات المالية توافقا مع أحكام الشريعة، وهي عبارة عن أسهم للشركات المسموح بها من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية ،ويمكن للمستثمرين المسلمين الاستثمار فيها ، وتخضع قائمة هذه الأسهم إلي المراقبة والفحص من وقت لآخر ،وتتم عملية الفحص بشكل دوري مرتين سنويا شهري أفريل وأكتوبر فأأي تغيير في أنشطة الشركات يؤثر في استمرار الاستثمار فيها إذا أصبحت أنشطتها الرئيسية تحتوي على عمليات محرمة شرعا.¹

¹ نصبة مسعودة ، مرجع سبق ذكره ،ص 279

فقد قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية بطرح الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في قائمة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ، وسمحت بتداولها والاستثمار فيها لأول مرة في جوان 1997، ونتيح الفرصة للمستثمرين المسلمين الاستثمار في أي قطاع ، وبلغ عدد الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة في ذلك الحين 371 ورقة بنسبة تفوق النصف 57% تقريبا من مجموع الأوراق المالية المدرجة فيها¹.

مما تقدم يتضح أن الرأي القاضي بجواز الاستثمار في الشركات المساهمة في ماليزيا التي تعتبر أنشطتها الرئيسية مباحة ، ولكن أنشطتها الفرعية مختلطة بعناصر محرمة شرعا طالما كانت تقوم على معايير وضوابط أقرتها اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية وضوابط شرعية إضافية أقرب إلي منهج التشريع الإسلامي القائم على التيسير ورفع الحرج ويتمشى مع متطلبات تغيير الواقع باتجاه الإسلام لضمان المصلحة العامة لدى المستثمرين المسلمين المحليين والأجانب في إيجاد فرص الاستثمار الأكثر توسعا في ماليزيا، وهذا لوجود حرج للشركات في تجنب العناصر المحرمة شرعا في البيئة الاقتصادية المتقدمة في ماليزيا ، وهذا لا يعني عدم الحاجة إلي البدائل الشرعية ، والسعي لإيجادها لأن الهدف من وراء شراء أسهم هذه الشركات تغييرها نحو الحلال المحض .

مع ضرورة الاحتياط في هذه المسألة ، فالمسؤولون القادرون في الشركة وفي غيرها آثمون ، إذا كان هناك مجال للتغيير ولا يقومو بذلك ، ولا يعتبر هذا الاجتهاد مسوغا للمساهم الانتفاع بالمال الحرام الذي دخل في عوائد الشركة ولو كانت بنسبة ضئيلة ، بل ينبغي تقديرها والتخلص منها عن طريق إعطائها للجهات الخيرية العامة ، إن هذا الجواز لا يتعدى الضرورة ، وإباحة المحظور للضرورة لا تعني إباحته مطلقا ولكن يجوز التعامل بها ، ولكن بضوابط شرعية بناء على القواعد الفقهية ونصوص الفقهاء المبنية على عموم الشريعة ومبادئها².

¹ سحاسورياني صفر الدين جعفر ،مرجع سبق ذكره ،ص 70

² نصبة مسعودة ،مرجع سبق ذكره ، ص 282

ثانيا: تطور الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي للفترة بين 2001 إلى 2012¹

الجدول رقم : 04 تطور الأسهم الموافقة لل شريعة الإسلامية مقارنة مع العدد الإجمالي للأسهم المدرجة في البورصة الماليزية للفترة 2001 إلى 2012/12/31.

| 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 | 2004 | 2003 | 2002 | 2001 | الأسهم المدرجة في بورصة ماليزيا |
|--------|--------|------|--------|--------|--------|-------|------|------|------|------|------|---------------------------------------|
| 817 | 839 | 846 | 849 | 848 | 875 | 886 | 857 | 787 | 722 | 684 | 640 | عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة |
| 106 | 107 | 115 | 104 | 123 | 122 | 143 | 154 | 162 | 169 | 171 | 180 | عدد الأسهم غير المتوافقة مع الشريعة |
| 923 | 946 | 961 | 953 | 971 | 997 | 1029 | 1011 | 949 | 891 | 855 | 820 | عدد الأسهم الكلية المدرجة |
| %88.52 | %88.66 | %88 | %87.75 | %87.35 | %87.76 | %86.1 | %85 | %83 | %81 | %80 | %78 | نسبة الأسهم الإسلامية |

المصدر:

Quarterly bulletin of malaysian islamic capital market by the securities Commission 2001 au 31/12/2012.

كما ذكر تقرير أعدته شركة بيتك للأبحاث المحدودة، التابعة لمجموعة "بيت التمويل الكويتي"² ، أن سوق رأس المال الإسلامي ساهم إلي حد كبير في تطوير سوق رأس المال العام ،ويبقى مصدرا بديلا هاما لزيادة رأس المال ، وكما في ماي 2012 ، هناك حوالي 825 شركة متوافقة مع الشريعة الإسلامية مدرجة في بورصة ماليزيا ، وهو ما يمثل 89% من مجموع الأوراق المالية المدرجة بقيمة سوقية بمبلغ 931 مليار رينغيت ماليزي أو 65 % من إجمالي رسملة السوق .
وذلك مقارنة بعام 2011: 839 شركة ،تمثل حوالي 90% بقيمة 806 مليار رينغيت ماليزي .

¹http://www.academia.edu/3431178/MACROECONOMIC_VARIABLES_AND_TWELVE_MALAYSIAN_SHARIAH-COMPLIANT_SECURITIES_A_PANEL_CO-INTEGRATION_ANALYSIS . Visite le 15/02/2014 a 19h50.

²http://www.zawya.com/ar/story . visite le 16/02/2014 a 18h04

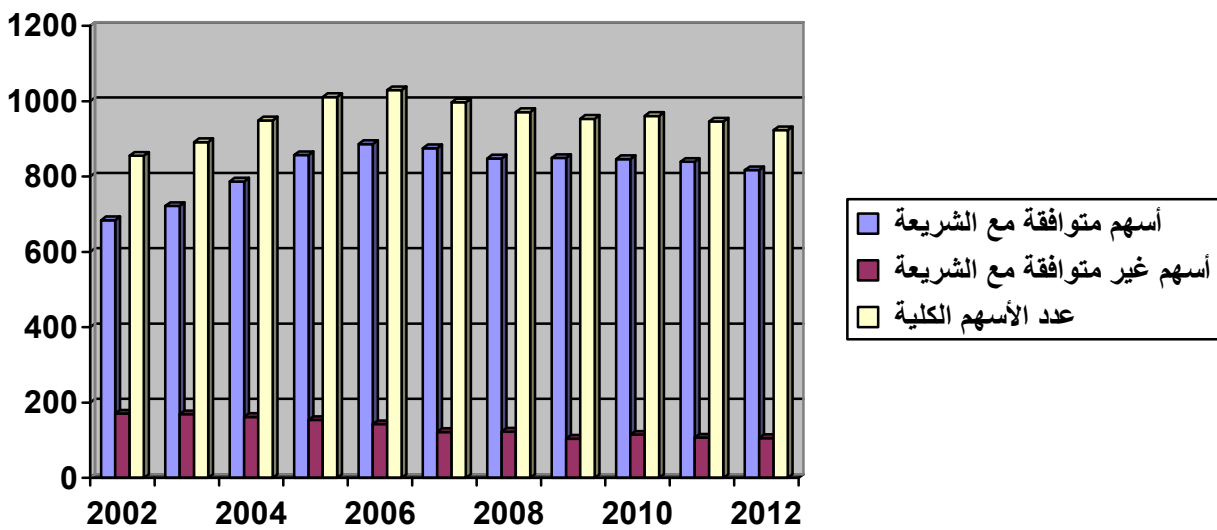
/ماليزيا_خطوات تحفيزية جديدة على طريق قيادة التمويل الإسلامي في العالم 2

http://www.zawya.com/ar/story/%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%B2%D9%8A%D8%A7_%D8%AE%D8%B7%D9%88%D8%A7%D8%AA_%D8%AA%D8%AD%D9%81%D9%8A%D8%B2%D9%8A%D8%A9_%D8%AC%D8%AF%D9%8A%D8%AF%D8%A9_%D8%B9%D9%84%D9%89_%D8%B7%D8%B1%D9%8A%D9%82_%D9%82%D9%8A%D8%A7%D8%AF%D8%A9_%D8%A7%D9%84%D8%AA%D9%85%D9%88%D9%8A%D9%84_%D8%A7%D9%84%D8%A5%D8%B3%D9%84%D8%A7%D9%85%D9%8A_%D9%81/%D9%8A_%D8%A7%D9%84%D8%B9%D8%A7%D9%84%D9%85-ZAWYA20121105082314?showall=true

تحليل معطيات الجدول:

- ما يمكن ملاحظته هو التطور المستمر في عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الفترة من 2001- 2012 ، في مقابل الانخفاض والتراجع في عدد الأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في نفس الفترة.
- عدد الأسهم الكلية المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في تطور والسبب راجع للزيادة السنوية الواضحة في عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.
- نسبة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الفترة 2001- 2012 إلى إجمالي الأسهم المدرجة في تطور مستمر.
- يرجع سبب كون الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في السوق الماليزية أعلى من الأسهم غير المتوافقة ،إلى انتشار التوعية بين الشركات المساهمة في ماليزيا لممارسة أنشطة مشروعة أكثر من أنشطة محرمة شرعا في كافة عملياتها ،وهذا يؤدي إلى ارتفاع مستوى ثقافة المستثمرين المسلمين للاستثمار ، بالإضافة إلى توجيه الأغلبية المسلمة في ماليزيا إلى التعامل مع الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة وإلي صناديق الاستثمار الإسلامية ،حيث يمكن إدراك ذلك من خلال نمو صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا وحجم التدفقات فيها ¹.

شكل رقم 15: تطور عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة إلى إجمالي الأسهم المدرجة في سوق رأس المال الماليزي للفترة بين 2001-2012



المصدر: من إعداد الطالب بناء على الجدول السابق

¹ سحاسورياني صفر الدين جعفر ،مرجع سبق ذكره ،ص 88

الفرع الثاني:شهادات الشراء من الأسهم الموجودة " call warrants " :

يعنى هذا الفرع بتعريف شهادات الشراء من الأسهم الموجودة المدرجة والمتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وأهم خصائصها وقرار اللجنة الاستشارية الشرعية فيما يخص شرعية هذه الشهادات.

أولاً: تعريف شهادات الشراء من الأسهم الموجودة

وهى إحدى الوسائل التي تلجأ إليها الشركة لتحفيز المستثمرين للاستثمار في الأسهم العادية ، وهي عبارة عن شهادة تعطي لصاحبها الحق وليس الالتزام في شراء عدد معين من الأسهم العادية الموجودة في سوق رأس المال الماليزي أو عدم شرائه في فترة زمنية معينة وبسعر معين ¹.

ثانياً: الخصائص الأساسية لشهادات الشراء من الأسهم الموجودة

ومن الخصائص الأساسية لهذه الشهادات ما يلي:²

- **الموجودات الأصلية:** أن تكون الشهادات لها علاقة بالموجودات المحددة مثل الأسهم الصادرة عن الشركة ، وتسمى هذه الأسهم بالموجودات الأصلية ، وهذه الشهادات تعطي لحاملها الحق وليس الالتزام في شراء كمية الأسهم العادية بثمن محدد ويتم الاتفاق عليه مسبقاً في فترة محددة.
- **سعر التنفيذ:** وهو السعر الذي على أساسه تنفذ هذه الشهادات ، وعادة ما يكون سعر التنفيذ هو سعر السوق للموجودات الأصلية مثل الأسهم في تاريخ التعاقد، فهو السعر الذي يمكن أن يشتري به حامل الأسهم في حالة خيار الشراء أو يبيع بها الأسهم في حالة خيار البيع إذ يستطيع الاختيار لتنفيذ الشهادات ،ويحدد سعر تنفيذها في فترة إصدار الشهادات ذاتها .
- **فترة التنفيذ:** إن فترة صلاحية هذه الشهادات محدودة ، وبعد هذه الفترة فإن هذه الشهادات ليس لها قيمة مالية وغير قابلة للاسترداد.

¹ نصبة مسعودة، مرجع سبق ذكره، ص 285

² Securities commission of Malaysia .annual report 2009. p3

ثالثا: قرار اللجنة الاستشارية الشرعية بشأن شهادات الشراء من الأسهم الموجودة

اعتبرت اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في اجتماعها الرابع في 26 جوان 1995 بأن شهادات الشراء من الأسهم الموجودة تعتبر إحدى الأدوات المالية القابلة للتداول في السوق الماليزي من منظور إسلامي بشرط أن تكون الأسهم الأصلية هي الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة ، وإن لم تستند إلي هذه الأسهم فلا تعتبر أداة مالية ، وتم اعتماد التعامل بها بعد الدراسة المتعمقة ، والاطلاع على حقيقة شهادات الشراء من الأسهم الموجودة ، وتم إصدار القرار بجواز التعامل بها في السوق لأنها متوافقة مع أحكام الشريعة ، وذلك وفقا للعوامل التالية:¹

- إن هذه الشهادات تحقق النظرة الإسلامية للمال من حيث حق التملك وهو مجرد الإمكان والصلاحية للملك شرعا، والحق المالي وهي التي تتعلق بالأموال ومنافعها ، ويمكن أن يسمح التداول بها في عملية البيع حسب شروط البيع وأركانه والآداب التي لا تتنافى مع أحكام الشريعة.
 - العرف المعمول به حاليا أن هذه الشهادات لها قيمة مالية في فترة معينة وقابلة للتداول بها ، كما أنها شهادات معترف بها من الحكومة الماليزية ، حيث تسمح لحاملها بحق شراء شيء معين في فترة محددة وذلك حسب قيمته الاسمية ، ويسمح بتداولها في السوق الماليزي .
 - فترة التنفيذ لهذه الشهادات سعرها محدد و معلوم ، لذا فهي ليست مجهولا قدرا وصفة ، وإذا بيعت في السوق الثانوية يتحدد سعرها حسب العرض والطلب من قبل البائع والمشتري ، وفي هذه الحالة ينتقي عنصر الغرر .
 - يكون انتقال الملكية تاما إذا جرت هذه الشهادات من البائع إلي المشتري ، فلا حاجة إلي قبض حقيقي عيني " الأسهم " في هذا الشأن .
 - شراء هذه الشهادات ليس مظنة شراء حق الخيار الذي منح بمقتضى عقد البيع ، وإنما العقد منح المشتري حق شراء مجموعة من أسهم الشركة الموجودة في فترة معينة ، وله الاختيار في شراء الأسهم أم عدمها وليس الالتزام به.
- و الجدير بالذكر ، أن هذه الشهادات موجودة في وقت العقد لأنها تستند إلي الأسهم العادية القائمة والمتداولة في سوق رأس المال الماليزي ، وكل ما يتعلق بالمال (في هذه الحالة هو الأسهم) فله قيمة مالية ، ولكن إذا كانت الشهادات لا تستند إلي الأسهم ، فهي لا تعتبر مالا بل تعد حقا مجردا ولا يجوز التعامل بها من منظور شرعي .

¹ نسبة مسعودة ، مرجع سبق ذكره ، ص 286

الفرع الثالث: شهادات الشراء من الأسهم الجديدة

يخص هذا الفرع بتعريف شهادات الشراء من الأسهم الجديدة المدرجة والمتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وأهم خصائصها وقرار اللجنة الاستشارية الشرعية فيما يخص شرعية هذه الشهادات.

أولاً: تعريف شهادات الشراء من الأسهم الجديدة

وهي شهادة يقوم المستثمر بشرائها تكفل له حق الشراء لعدد محدد من أسهم جديدة للشركة في تاريخ لاحق ولا تلزمه بذلك ، تصدر من الشركة بسعر محدد مسبقاً بصرف النظر عن السعر السوقي وقت تنفيذ هذه العملية فيما يسمى بسعر التنفيذ في فترة معينة ، ليس لها قيمة مالية بعد الفترة المحددة ، وتعرف بشهادات الاكتتاب القابلة للتحويل لأنها قابلة للتحويل إلى الأسهم العادية إذا اختار حاملها الاكتتاب في الأسهم الجديدة في فترة التنفيذ المحددة.¹

ثانياً: الفرق بين شهادات الشراء من الأسهم الجديدة وشهادات الشراء من الأسهم الموجودة

إن شهادات الشراء من الأسهم الجديدة قريبة من شهادات الشراء من الأسهم الموجودة إلا أنهما تختلفان في الأمور التالية:²

1- الجهة المصدرة: إن الجهة المصدرة لشهادات الشراء من الأسهم الموجودة هي شركات الوساطة المالية، في حين الجهة المصدرة لشهادات الاكتتاب القابلة للتداول هي الشركات المدرجة في سوق رأس المال الماليزي.

2- الأسهم الأصلية: تعتبر الأسهم الأصلية في إصدار شهادات الشراء من الأسهم الموجودة أسهما قائمة في سوق رأس المال وليس إصدارات جديدة من شركات الوساطة المالية (لكن هذه الشهادات يجب أن تستوفي المتطلبات من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية) ، بينما الأسهم الأصلية في إصدار شهادات الاكتتاب القابلة للتداول هي الأسهم الجديدة التي ستصدر من قبل الشركات ذاتها .

3- مدة الاستحقاق: إن مدة الاستحقاق لشهادات الشراء من الأسهم الموجودة هي سنتين على الأكثر وأما شهادات الاكتتاب القابلة للتداول لها مدة استحقاق تصل إلى عشرة سنوات .

¹ المرجع السابق ،ص 287

² نورليامت سعيد جعفر ، مرجع سبق ذكره ،ص 112

4- عائد الشركة: إن إصدار شهادات الشراء من الأسهم الموجودة لا يؤدي إلي زيادة رأس مال الشركة أو سيولة الأسهم فيها لأنها تصدر من قبل الوساطة المالية ، بينما إصدار شهادات الاكتتاب القابلة للتداول يكون بهدف الحصول على سيولة من الأسهم الجديدة أو زيادة رأس مال الشركة.

ثالثاً: قرار اللجنة الاستشارية الشرعية حول شهادات الشراء من الأسهم الجديدة

لقد قررت اللجنة في اجتماعها السادس بتاريخ 05 أكتوبر 1995 ، بأن شهادات الاكتتاب القابلة للتحويل لإحدى الأدوات المالية القابلة للتداول في السوق الماليزي من منظور شرعي ، وتقوم خصائصها على أساس النظرة الإسلامية للمال (كما هو الحال في شهادات الشراء من الأسهم الموجودة) ، ولا تدخل في إطار بيع المعدوم ، فارتباط هذه الشهادات بمسألة بيع المعدوم متعلقة بكمية الأسهم التي ستصدرها الشركة واكتتاب حامل الشهادات بهذه الأسهم فقط ، لذا فإن الاجتماع قرر أن بيع المعدوم لم يثبت خلال التعامل في هذه الشهادات بل تعتبر بيع الموجود ، وفقاً لما يلي :

- من حيث خصائص شهادات الاكتتاب القابلة للتحويل: يجب أن تكون معلومة من حيث كميتها وصفتها ومقدارها ونوعها وثمرتها.
- من حيث جهة الشركة المصدرة للأسهم الجديدة ومن حيث فترة الإصدار: أن تقوم الشركة بإصدار هذه الأسهم في فترة زمنية معينة.

إن علة تحريم بيع المعدوم هو الغرر ، وبذلك إذا كان حدث بيع المعدوم بدون عنصر الغرر حيث المعقود عليه موجود بالتأكيد والقدرة على التسليم في فترة محددة ، ومعلوم الصفة والمقدار والتمن ، فإنه يبيع جائز شرعاً.

وبناء على هذه الفكرة ، فإن شهادات الاكتتاب القابلة للتحويل لا تعتبر شيئاً غير موجود ولا تتعلق ببيع المعدوم .

وحسب التجربة الماليزية ، عادة تصدر السندات التي تشمل عليها شهادات الاكتتاب القابلة للتحويل معاً ، وتصبح الجهة مصدرة للسندات والأسهم الجديدة في نفس الوقت ، وهي نوع من أنواع السندات الصادرة من الشركات الخاصة المدرجة في البورصة الماليزية ، وتعرض الجهة المصدرة هذه السندات بقيمة اسمية للمكتتب الأول "الدائن" ، وبالتالي يفصل المكتتب شهادات الاكتتاب القابلة للتداول عن السندات وبييعها إلي حملة الأسهم أو للجهة المصدرة في السوق الثانوية ، والسندات من هذا النوع والتي تم فصلها عن الشهادات لها سعر فائدة منخفضة ويتم بيعها للمستثمرين في السوق الثانوية بسعر الخصم للحصول على معدل العائد المناسب¹.

¹ نبيل خليل طه سمور ، مرجع سبق ذكره ، ص 178

والملاحظ أن هذه الشهادات مرتبطة بشئ محرم شرعا " السندات التقليدية " مع أنها ليست حراما في ذاتها وبناءا على ذلك فقد قررت اللجنة الاستشارية الشرعية بأنها حرام لغيرها وليست لذاتها ،وحرمت التعامل بهذه الشهادات إذا كانت لا تتفصل عن السندات عند التعامل بها ، أما إذا كانت هذه الشهادات تتداول بشكل منفصل عن السندات فيجوز التعامل بها في السوق من منظور شرعي .

في التجربة الماليزية ، غالبا ما تباع هذه الشهادات بشكل مستقل عن السندات في السوق ، وليست لها علاقة بالسندات الصادرة معها في وقت إصدار السندات وبعد انفصالها من السندات ، فيسمح التداول بها حسب العرض والطلب من البائع والمشتري في السوق الثانوية (في البورصة الماليزية للأوراق المالية) فأصبح حينئذ جائزا للمسلمين شراؤها ، وإذا أصدرت هذه الشهادات بالأدوات المالية الإسلامية في وقت إصدارها ، فليست فيها إشكال في جواز التعامل بها .

استنادا لما سبق فإن قرار اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية والذي يقضى بجواز التعامل بالسندات التي تشتمل عليها شهادات الاكتتاب القابلة للتداول معا ، ولكن بشرط أن يكون انفصال بين السندات وهذه الشهادات من المكتتبين بعد إصدارها من الجهة المصدرة ، لأن هذه الشهادات فقط يجوز التداول بها من منظور شرعي طالما كانت الأسهم الأصلية لهذه الشهادات متوافقة مع أحكام الشريعة ، وتعتبر هذه الشهادات مالا كما سبق بيانها، بينما السندات حرام التداول بها لذاتها لأنها تدخل في مسألة الربا المحرم ، لذا يجوز للمستثمرين المسلمين التعامل بهذه الأداة وشهادات الشراء من الأسهم الموجودة في السوق الماليزي ما دامت وفقا للشروط التي تم بيانها ، توفر الأمان والحماية للمستثمرين بحيث تعمل على التقليل من المخاطر من تقلبات أسعار الأسهم في السوق الماليزي .¹

¹ نصبة مسعودة، مرجع سبق ذكره ، 290

المطلب الثاني:الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

تقوم سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا على مجموعة من الصكوك ، منها ما ابتدأ بها العمل ومنها ما هو حديث العمل به في هذه السوق.

وفي التجربة الماليزية، تعرف الصكوك الاستثمارية الإسلامية بأنها الصكوك التي يتم إصدارها وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية المسموح بها من اللجنة الاستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية الماليزية ، ويتم إصدار الصكوك الإسلامية من الشركات الخاصة والتعامل بها تحت رقابة هذه اللجنة، وصكوك إسلامية حكومية خاضعة لرقابة البنك المركزي الماليزي .

ويمكن تصنيف الصكوك الاستثمارية الإسلامية حسب الجهات المصدرة كما يلي:

أ- الصكوك الإسلامية الحكومية:

الصكوك الحكومية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية التي أصدرتها الحكومة الماليزية بمثابة شهادات الاستثمار الحكومي ، وتم إصدارها في أوائل عام 1983 ، وتعتبر هذه الشهادات أولى الشهادات دون فائدة صادرة عن الحكومة الماليزية ، وتعرف بالإصدارات الاستثمارية الحكومية وهي شهادات استثمارية تم تطويرها والغرض من إصدار هذه الشهادات هو حصول الحكومة على الأموال اللازمة لتمويل إنفاقها على المشاريع التنموية ، وقيمة العائد على هذه الشهادات لا يحدد مقدما ، وهذا يعطي البنك الإسلامي الماليزي وكافة المؤسسات المالية الأخرى في النظام المالي والمصرفي الماليزي القدرة على استثمار أموالهم في المجالات الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية ، وتصل مدة استحقاقها من سنة إلى خمس سنوات ، وحاليا يقوم البنك المركزي الماليزي بطرح الإصدارات الاستثمارية الحكومية الجديدة المستندة إلى الربح وفقا لمبدأ البيع بالثمن الآجل كأداة إضافية ، وهذه الطريقة ساهمت في تطوير إصدارات صكوك الحكومة الماليزية وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية في السوق الماليزي¹.

ب-الصكوك الإسلامية للشركات: (الشركات الخاصة)

الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات "كانت معروفة سابقا بالصكوك الخاصة بالمديونية الإسلامية" عبارة عن إحدى الأدوات المالية الاستثمارية متوسطة أو طويلة الأجل التي أصدرتها الشركات الخاصة ، وطرحت فكرة هذه الصكوك في ماليزيا عام 1990، وتعد هذه الصكوك أحد أشكال التعاملات البارزة في السوق ، وحاليا تصدر هذه الصكوك وفقا لمبادئ البيع بالثمن الآجل ، والمرابحة والاستصناع والإجارة والمضاربة والمشاركة .

¹ Securities commission of Malaysia. Annual report ex 2006.p 18 and. bank Negara Malaysia. annual report .2009

الفرع الأول: صكوك البيع بئمن آجل (المرابحة)

معظم الصكوك الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا قائمة على عقود المداينات مثل صكوك البيع بالئمن الآجل وصكوك المرابحة.

أولاً: تعريف صكوك البيع بئمن آجل

من الناحية التطبيقية تعرف صكوك البيع بالئمن الآجل والمرابحة بأنها " الوثائق أو الشهادات الممثلة لقيمة الأصول الصادرة عن جهة معينة لإثبات المديونية لجهات أخرى وإصدارها قائم على أساس البيع بالئمن الآجل والذي يعرف بأنه ' العقد الذي يشير إلي بيع المبيع (تشير إلي الموجودات) بئمن مؤجل ويزيد عن ثمنه نقدا وتسليمه حالا ووقت معلوم لدفع القيمة المتفق عليها مسبقا بين المتعاقدين ، وفي هذا التعريف نجد أن بنية هذه الصكوك قائمة على أساس أنها أدوات دين لبيع بئمن آجل /المرابحة.

ثانياً: الفرق بين صكوك البيع بئمن آجل وبيع المرابحة

إن تعريف المرابحة متقارب من تعريف البيع بئمن آجل حيث تمثل " زيادة معلومة سواء أكانت منسوبة إلي رأس المال أو محددة بمبلغ معين ، ويتم التسديد للشراء على دفعة واحدة أو بالتقسيط والذي سيكون محدد في الاتفاق بين المتعاقدين ،والاختلاف الأساسي بين الصكوك البيع بالئمن الآجل والمرابحة هي من حيث آجال الاستثمار ومدة الاستحقاق لتلك الصكوك ، فصكوك البيع بالئمن الآجل هي للاستثمارات طويلة الأجل "خمس سنوات فأكثر " وأما صكوك المرابحة فهي للاستثمارات متوسطة الأجل ومن سنة إلي خمس سنوات ، وقصيرة الأجل من ثلاثة أشهر إلي سنة¹

ثالثاً: التقدير الشرعي لصكوك البيع بئمن آجل /المرابحة في السوق المالي الإسلامي الماليزي²

بما أن آلية قيام هذه الصكوك قائمة على عملية بيع العينة المتمثل في شراء الأصول من الجهة المصدرة بئمن نقدي وإعادة بيعها لها بئمن أعلى من المشتري به وآجل وهذا هو أصل بيع العينة ، جاءت موافقة كل من اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية في اجتماعها بتاريخ 29 جانفي 1997م ، واللجنة الاستشارية الشرعية للبنك المركزي الماليزي على القرار الذي يقضي بجواز بيع العينة في الأدوات المالية الإسلامية القابلة للتداول في ماليزيا لا سيما في إصدار صكوك البيع بالئمن الآجل والمرابحة .

¹ سحاسورياني صفر الدين جعفر ، مرجع سبق ذكره ، ص 94

² بن الضيف محمد عدنان ، مرجع سبق ذكره ، ص 194

وكانت حججها قائمة على النقاط التالية:

1- تطبيق بيع العينة لتحقيق المصلحة العامة في التغلب على مسألة نقص السيولة .

2- الاعتماد على قوله تعالى : " الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي

يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَٰلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ

وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِّن رَّبِّهِ فَانْتَهَىٰ فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ

عَادَ فَأُولَٰئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ ﴿٢٧٥﴾ البقرة الآية 275¹

3- اللجوء إلي هذا البيع في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، وهذا من أجل رفع الضرر الأكبر

وهو الربا المحرم شرعا، وبناء على هذه القاعدة فإن هذا البيع أفضل من عمل عناصر أخرى

محرمة شرعا.

كما وافقت اللجنة الاستشارية الشرعية الوطنية للبنك المركزي الماليزي على قرار اللجنة الاستشارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية الذي يقضي بجواز ممارسة بيع العينة في الأدوات المالية الإسلامية القابلة للتداول في ماليزيا لاسيما في إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة.

إن قرار هاتين اللجنتين في ماليزيا حول بيع العينة يختلف اختلافا تاما عن قرار مجمع الفقه الإسلامي لأنه يعتبر هذا البيع صورة واضحة للتحايل على مقاصد الشريعة الإسلامية ، لذا قرر مجمع الفقه الإسلامي لرابطة العالم الإسلامي في دورته الخامسة عشر المنعقد في مكة المكرمة بتاريخ 11 رجب 1419هـ الموافق ل 31 أكتوبر 1988م ، بعدم جواز هذا البيع في موضوع حكم بيع التورق ، فلا يجب اللجوء إلي مثل هذا التحايل لأنه يفتح باب الربا من حيث تم إغلاقه ، أما من حيث تداول هذه الصكوك وبالنظر إلي هذه الأخيرة فإن بيعها يعتبر من قبيل بيع الدين لغير المدين .

أما اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية فقد جاء في اجتماعها الثاني بتاريخ 21 أوت 1996م بأنه يجوز بيع الدين للمدين نفسه أو لغيره ، وهو يعتبر إحدى قواعد تشكيل وتنظيم الأدوات المالية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ، وفي اجتماع آخر لها ، عقدته قبل الاجتماع المذكور سابقا أكدت فيه اللجنة بأن العلة في تحريم بيع الدين من بعض الفقهاء كان لأسباب معينة منها: مخاطر تمس المشتري عندما لا يقدر البائع على تسليم المبيع، والغرر، والربا، وعدم التقابض.

¹ سورة البقرة، الآية رقم 275

ومن حجج هذه اللجنة على جواز بيع الدين في توسيع وتعميق سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ما يلي¹:

يجوز بيع الدين بئمن حال لأنه لم يوجد نص على حرمة هذا البيع إلا الحديث المتعلق ببيع الكالئ بالكالئ، وهو ما فسره العلماء ببيع الدين بالدين أما هنا القبض حالاً. وبناء على هذا الدليل، فقد جاء قرار اللجنة بأن إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا على أساس بيع الدين بئمن حال جائز، هو مختلف عن بيع الكالئ بالكالئ..

إن القرار الصادر عن اللجنة الاستشارية الشرعية استند إلى آراء بعض الفقهاء التي تبيح بيع الدين بشروط معينة (المذهب المالكي)، وعلى هذا الأساس قام سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا الذي يرى أن هذه الشروط تنضبط أو تتحقق عليه ، في حالة وجود نظام للرقابة منظم وفعال وذلك بهدف ضمان المصلحة العامة وحماية حقوق المتعاملين ، مسايرة في ذلك لأهداف اللجنة. ومن جهة أخرى فإن اللجنة ترى أن هذه الصكوك تباع حالاً لا آجلاً وبقيمتها الاسمية ، هذا ما ينفي انطباق الكالئ بالكالئ عليها.

جدول رقم : 05 تطور إصدار صكوك البيع بئمن آجل /المرابحة في ماليزيا خلال الفترة (2001-2012)

| السنوات | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|-------------------------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|-------|------|
| النسبة المئوية لصكوك البيع بئمن آجل | 77 | 67 | 40.80 | 56.88 | 36.30 | 16 | 4.86 | 2.97 | 0 | 0.34 | 8.33 | - |
| النسبة % لصكوك المرابحة | 23 | 33 | 12.7 | 38.27 | 33.5 | 11.33 | 11.62 | 5.62 | 0.6 | 2.75 | 11 | 55 |
| النسبة % الإجمالية | 100 | 100 | 53.5 | 95.15 | 69.8 | 27.33 | 16.48 | 8.59 | 0.6 | 3.07 | 19.33 | 55 |

المصدر:

Quarterly bulletin of malaysian islamic capital market by the securities Commission 2001 au 31/12/2012. (p 62 report annual 2012)

¹ سحاسورياني صفر الدين جعفر ،ص 110 ص 112

لقد سيطرت صكوك البيع بثمن أجل وصكوك المرابحة على سوق الصكوك الماليزية وذلك لسهولة إصدارها وقدرتها على خلق السيولة للمصدرين، إلي أن تم صكوك الاستصناع وذلك سنة 2003، ثم تعاود الارتفاع سنة 2004 وذلك لاعتمادها في مشاريع شبكة التنمية المستدامة الماليزية ، ليعاود هذين الإصدارين الانخفاض ابتداء من سنتي 2005 و 2006¹، وهما سنتا إصدار صكوك المشاركة والمضاربة، وهذا نتيجة عزوف المصدرين عن هذه الصكوك . ثم ليعاود الصعود خلال السنتين الأخيرتين 2011 و2012 لانتعاش السوق المالي الإسلامي الماليزي .

الفرع الثاني: صكوك الإجارة

نتناول في هذا الفرع تعريف صكوك الإجارة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، ثم التطرق إلي تطور صكوك الإجارة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة (2001-2012).

أولاً: تعريف صكوك الإجارة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

تعرف صكوك الإجارة في التجربة الماليزية بصكوك ملكية الموجودات المؤجرة، وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك العين المؤجرة، أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك ، وتتيح لحاملها فرصة للحصول على دخل الإيجار وعائد رأس المال من العين المؤجرة ،بالإضافة إلي تحمل مخاطر الخسارة والضرر على العين المؤجرة ، وإصدار هذه الصكوك بفرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك ، وقد قررت اللجنة الاستشارية الشرعية بأن صكوك الإجارة هي الصكوك الإسلامية المبنية على عقد الإجارة²، بالإضافة إلي تحمل مخاطر الخسارة والضرر على العين المؤجرة ، وإصدار هذه الصكوك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها .

ثانياً: التقدير الشرعي لصكوك الإجارة المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

إن عملية إصدار صكوك الإجارة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا تتم وفقاً للمعايير اللازمة لصكوك الاستثمار الشرعية المعتمدة من هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية ، وتم اعتمادها أيضاً من اللجنة الاستشارية الشرعية ، ويسمح بالتعامل في إصدار وتداول صكوك الإجارة في ماليزيا³ .

¹ Securities commission Malaysia .annual report ex 2005.2006

² بن الضيف محمد عدنان ،مرجع سبق ذكره ،ص 200
³ نبيل خليل طه سمور ، مرجع سبق ذكره ،ص 177

كما يمكن تطور إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا في الفترة من (2001-2012) في الجدول التالي :

جدول رقم : 06 تطور إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا خلال الفترة (2001-2012)

| السنوات | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---------------------------|------|------|------|------|------|-------|-------|------|------|-------|-------|------|
| النسبة %الصكوك الإجارة | - | - | - | 2.05 | 2.9 | 13.33 | 21.72 | 13.5 | 6.7 | 55.37 | 22.33 | 9.0 |

المصدر:

**Quarterly bulletin of malaysian islamic capital market by the securities
Commission 2001 au 31/12/2012. (p 62 report annual 2012)**

لقد تميز إصدار صكوك الإجارة بالنمو المستمر إبتداءا من سنة 2004 والتي تعتبر أول سنة لإصدار هذه الصكوك بنسبة 2.05 % إلى غاية 2007 لكن بنسب ضئيلة نوعا ما ، ثم بدأ التراجع في إصدار صكوك الإجارة سنتي 2008 و 2009 ، ليعاود الإصدار في النمو ويبلغ أعلى مستوياته سنة 2010 حيث تزامنت هذه السنة مع مشاريع شبكة التنمية المستدامة في ماليزيا .

الفرع الثالث : صكوك الإستصناع

يتطرق هذا الفرع إلى تعريف صكوك الإستصناع في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ، ثم التقدير الشرعي لها ومن ثم تطورها في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الفترة 2001 - 2012 .

أولاً: تعريف صكوك الاستصناع في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

هي الوثائق أو الشهادات التي تمثل بها قيمة الأصول ويتم إصدارها على أساس بيع الاستصناع لإثبات المديونية من قبل الجهة المصدرة (المستصنع) للجهة الممولة ،¹ تعتبر صكوك الاستصناع إحدى منتجات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ،وتقوم على أساس التمويل ،وهي الوثائق أو الشهادات التي تمثل بها الأصول ويتم إصدارها على أساس بيع الاستصناع لإثبات المديونية من قبل الجهة المصدرة ،ولا يوجد تعريف دقيق لهذه الصكوك لأن " التعليمات على عرض الصكوك الإسلامية " الصادرة من الهيئة قد ركزت على تعريف الاستصناع فقط ، وهو عبارة عن شراء العين حيث يطلب المشتري من البائع أو المقاول لصنعه أو بنائه الذي سينجز في المستقبل ، وفقاً لمواصفات معينة تم الاتفاق بشأنها وبسعر وتاريخ تسليم محددين ، وفي بيع الاستصناع لا يشترط الدفع المسبق عند العقد ، بل يمكن تأخر الدفع أو الأقساط بحسب مراحل تصنيع المشروع الكامل ، ولا يشترط في بيع الاستصناع أن يكون المستصنع هو الذي يقوم بنفسه بتنفيذ العمل المطلوب ، إذ بإمكانه أن يعهد بذلك العمل أو بجزء منه إلى جهات أخرى تنفذ تحت إشرافه ومسؤوليته²

وقد جاء في هذا التعريف تعريف كل من الاستصناع والاستصناع الموازي وحتى عملية تقسيط الدين الذي أقره المجمع الفقهي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامية في قرار 65 (7/3) .

وأول إصدار لصكوك الاستصناع في ماليزيا كان سنة 2003م من طرف شركة SKS Power Sdn بقيمة 5.6 مليار رينغت ماليزي ومدة استحقاق هذه الصكوك من خمس إلى تسع سنوات³.

ثانياً : التقدير الشرعي لصكوك الاستصناع في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا⁴

- من خلال تعريف صكوك الاستصناع المتبعة في ماليزيا بأنها الوثائق التي تمثل بها قيمة الأصول ويتم إصدارها على أساس بيع الاستصناع لإثبات المديونية من قبل الجهة المصدرة ، نجد أنها تختلف عن تعريف صكوك الاستصناع والذي بموجبه تعتبر هذه الصكوك وثائق تمثل ملكية جزئية من رأس مال عملية الاستصناع ، حيث يكون هذا رأس مال الاستصناع مقسم إلى أجزاء كل جزء يعبر عنه بصك وليس إثبات دين من عملية ناتجة عن استصناع .
- إذا هي عبارة عن شهادات إثبات دين صادر من الجهة المصدرة إلى الجهة الممولة ، وهو لإثبات دين الأصول المباعة على بيع بثمن آجل /مرايحة، المصنوعة وفق آلية الاستصناع .

¹ سحاسورياني صفر الدين جعفر ، مرجع سبق ذكره ،ص 114

² نصبة مسعودة ، مرجع سبق ذكره ، ص 303

³ بن الضيف محمد عدنان ، مرجع سبق ذكره ، ص 197

⁴ نصبة مسعودة، مرجع سبق ذكره، ص 305

- بنية صكوك الاستصناع في ماليزيا تنقسم إلي قسمين وهما :
- أ - القسم الأول هو عملية استصناع مواز تكون فيها الجهة الممولة مستصنع أول والجهة المصدرة صانعا أول ومستصنعا ثاني والمقاول صانعا نهائي .
- ب - القسم الثاني هو بيع بثمن اجل للأصل من الجهة الممولة إلي الجهة المصدرة وينتج عن هذا دين يغطي بإصدار صكوك من الجهة المصدرة إلي الجهة الممولة لضمان الدين.
- إذا الصكوك هذه ناتجة عن عملية بيع بثمن أجل .
- من ناحية تداولها فإنها تداول دين غير مضمون بثوته، فإذا حكمنا بحكم المالكية القاضي بتداول الدين بشروط فإننا لا نرى شروطه تتحقق لوجود الغرر فيه وذلك بطرح التساؤل هل سينجح إتمام الصنع أم لا ؟ ، لهذا لا يمكن تداول هذه الصكوك حتى وإن كانت هناك رقابة من الهيئة، ومن هذا المنطلق فإن تداول هذه الصكوك غير متوافقة مع الشريعة¹.

فاستخدام صكوك الاستصناع حسب التجربة الماليزية لا يوفر خصائص صكوك الاستصناع في تعريف المعايير الشرعية بأنها " وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة ، ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك" .

إن إصدار وتداول صكوك الاستصناع في التجربة الماليزية غير متوافق مع الشريعة الإسلامية ولا يقوم على أساس شرعي ، لأنه يشتمل على بيع الدين والذي حرمه كثير من العلماء ، كما يقوم على مبدأ تصكيك الدين النقدي المحرم شرعا .

جدول رقم : 07 تطور إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا خلال الفترة 2001-2012

| السنوات | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|----------|------|------|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|
| النسبة % | - | - | 46.5 | 2.8 | 14.5 | 3 | 18.57 | 2.25 | 0.01 | 4.96 | 6.66 | 7 |

المصدر:

Quarterly bulletin of malaysian islamique capital market by the securities
Commission 2001 au 31/12/2012. (p 62 report annual 2012)

¹ سحاسورياني صفر الدين جعفر ، مرجع سبق ذكره ، ص 118

إن أعلى نسبة إصدار لصكوك الاستصناع كانت في أول سنة إصدار لها وهي سنة 2003 بنسبة 46.5 % من الصكوك إجمالاً ، وذلك بقيمة 5.6 مليار رينغت ماليزي ، والتي تعتبر من أكبر الإصدارات في ماليزيا ، ثم انخفض الإصدار في السنة الموالية ليعاود الارتفاع سنة 2005 وذلك نتيجة التعديل الضريبي ، حيث أعلن وزير المالية الماليزي على عدة تدابير ضريبية لتشجيع استخدام التمويل الإسلامي في المعاملات وذلك بخفض الضريبة المدفوعة عند انتقال الأصول وهذا ما يحدث في صكوك الاستصناع والبيع بثمن أجل والمرابحة¹ ، ثم عاود الانخفاض في الإصدار سنة 2006 لأخذ صكوك المشاركة أغلبية الإصدار في هذه السنة والسنوات الموالية ، لترتفع نسبة الإصدار سنة 2007 لكنها تبقى أقل مقارنة بأعلى نسبة إصدار في أول سنة وهي 2003 ، لتبقى نسبة الإصدار في تذبذب لكن بنسب منخفضة إلى غاية سنة 2012 .

الفرع الرابع: صكوك المضاربة

سنتناول في هذا الفرع تعريف وكيفية إصدار صكوك المضاربة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ، وكذلك التقدير الشرعي لها ثم تطورها في السوق المالي الماليزي خلال الفترة 2001-2012.

أولاً: تعريف صكوك المضاربة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

لم يعطى لها تعريفاً صريحاً ما عدا التعريف الموجود لعقد المضاربة الشرعية في تعليمات عرض الأوراق المالية الإسلامية لشهر جويلية 2004 الصادر من هيئة الأوراق المالية الماليزية ، وأول إصدار لصكوك المضاربة من طرف PG Municipal Assete Bhd بقيمة 80.00 مليون رينغت ماليزي²

ثانياً: آلية إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا³

ويتم إصدارها وفق الخطوات التالية:

- تقوم البلدية بإنشاء هيئة خاصة بالمشروع وتقوم هذه الأخيرة بإصدار صكوك مضاربة بقيمة 80 مليون رينغت ماليزي ويقوم حملت الصكوك (جهة المكتتب الأول) بالتسديد نقداً حيث يعتبر هنا حملت الصكوك (رب المال الأول) وتكون الهيئة الخاصة (مضارب أول) والعقد بينهما مضاربة أولى.
- تقوم هذه الهيئة بالمضاربة بهذا المال فتصبح (رب مال ثاني) مع جهة محلية وتكون هذه الجهة المحلية في مقام مضارب ثاني والعقد هنا مضاربة ثنائية.

¹ نصبة مسعودة، ص 307

² Securities commission annual report 2005. p p 2-22

³ بن الضيف محمد عدنان ،مرجع سبق ذكره ،ص 206

- بعد الانتهاء تقسم الهيئة المحلية (مضارب ثاني) بينهما وبين الهيئة الخاصة بالمشروع (رب مال ثاني) وذلك بعد اقتطاع الضرائب من طرف مصلحة الضرائب.
- تقوم الهيئة الخاصة بالمشروع باعتبارها (مضارب أول) بتقسيم الأرباح بينها وبين حملت الصكوك.

ثالثا: التقدير الشرعي لصكوك المضاربة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

بالنظر لآلية عمل صكوك المضاربة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا نجد أنها تتوافق وصكوك المضاربة الشرعية، التي تم التفصيل فيها سابقا.

جدول رقم : 08 تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة 2001-2012

| السنوات | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| النسبة % | - | - | - | - | 0.2 | 2.66 | 2.5 | 3.27 | 1.6 | 7.53 | 6.33 | 2 |

المصدر:

Quarterly bulletin of malaysian islamique capital market by the securities Commission 2001 au 31/12/2012. (p 62 report annual 2012)

إن أول إصدار لصكوك المضاربة كان سنة 2005، ثم واصل هذا الإصدار في النمو وذلك لقيام اللجنة الاستشارية الشرعية على الاعتماد على هذا النوع من الصكوك القائمة على مقاسمة الربح والمخاطرة.

الفرع الخامس: صكوك المشاركة

يعنى هذا الفرع بتعريف صكوك المشاركة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ، وآلية إصدارها في هذه السوق ، و التقدير الشرعي لها ثم تطورها في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة 2001-2012.

أولا: تعريف صكوك المشاركة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

لم نجد لها تعريفا صريحا لدى هيئة الأوراق المالية الماليزية حيث تم الاكتفاء على مستواها بوضع تعريف للمشاركة كعقد استثمار وذلك في تعليمات عرض الأوراق المالية الإسلامية في جويلية 2004¹ ، كانت أول إصدار لصكوك المشاركة سنة 2005 من طرف Musyarkah one capital Bhd بقيمة 2.50 مليار رينغت ماليزي.²

¹ نصبة مسعودة ، مرجع سبق ذكره ، ص 310
² نفس المرجع ، ص 310

ثانيا :آلية إصدار صكوك المشاركة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

يتم إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا وفق الخطوات التالية:¹

- تقوم الشركة بإصدار الصكوك ويقوم حملت الصكوك بتسديد القيمة المكتتب بها والمقدرة ب 87% من قيمة المشروع ،وتقوم الشركة المصدرة بدفع 13% الباقية من قيمة المشروع ،وبذلك يتشكل رأس مال المشاركة.
- دفع رأس مال المشاركة إلي الوصي
- مساعدة الشركة للوصي في إدارة المشروع.
- إنهاء المشروع، ويقوم الوصي بتقسيم الأرباح بين الشركة والمستثمرين (حملة الصكوك) كل حسب نسبة مساهمته، ويكون هذا بعد سنتين من بدء المشروع.
- دفع أجرة الوصي من طرف الشركة .

ثالثا: التقدير الشرعي لصكوك المشاركة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

بالنظر لآلية عمل صكوك المشاركة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا نجد أنها تتوافق وصكوك المشاركة الشرعية، التي تم التفصيل فيها سابقا، حيث حثت اللجنة الاستشارية الشرعية الماليزية على استعمالها.

جدول رقم : 09 تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة 2001-2012

| السنوات | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|----------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| النسبة % | - | - | - | - | 12.6 | 53.66 | 40.66 | 72.45 | 90.95 | 29.03 | 45.33 | 19 |

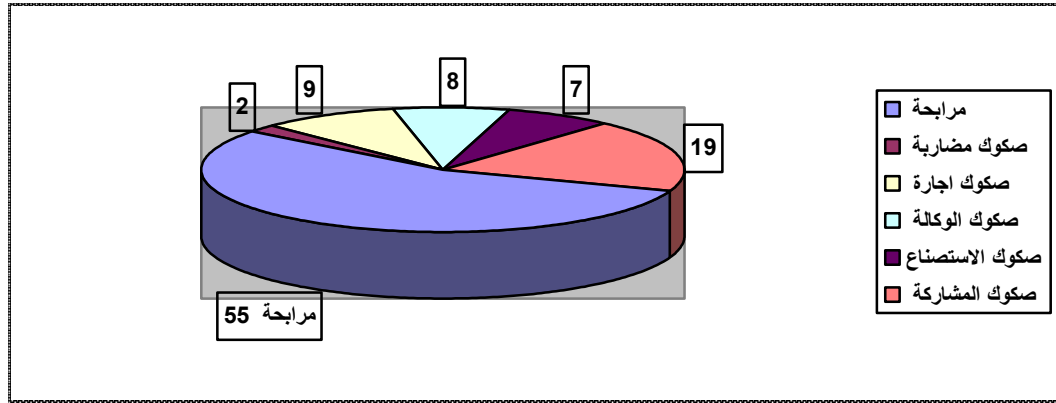
المصدر:

Quarterly bulletin of malaysian islamique capital market by the securities Commission 2001 au 31/12/2012. (p 62 report annual 2012)

¹ بن الضيف محمد عدنان ، مرجع سبق ذكره ، ص 203-204

لقد كان أول إصدار لصكوك المشاركة سنة 2005 وذلك بنسبة 12.60% من مجموع الصكوك ، وما يمكن ملاحظته هو الإقبال الشديد على إصدار صكوك المشاركة على حساب بقية الصكوك إبتداء من سنة 2006 التي نمت فيها نسبة إصدار هذه الصكوك بشكل كبير ، مقارنة بسنة 2005، حيث بلغت نسبة الزيادة في الإصدار بين هاتين السنتين 41.06% ،إلي أن بلغت ذروتها سنة 2009 بنسبة إصدار راوحت 90.05% من مجموع الصكوك الإسلامية المطروحة في السوق وذلك لدور إرشادات هيئة الأوراق المالية للمستثمرين والمصدرين .

شكل رقم 16: التمثيل البياني لنسبة الصكوك الإسلامية في السوق المالي الماليزي لسنة 2012



من إعداد الطالب بناء على المعطيات السابقة في الجداول

ينظر إلى ماليزيا على أنها تسير على منهج قيادة التمويل الإسلامي على مستوى العالم، قيادة مصدرها القوانين المتطورة والتطبيقات الرائدة وتستند إلى رأس المال الإسلامي ، ف 89% من الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية ، هذا يعنى عمليا 825 شركة مدرجة بقيمة سوقية تبلغ 931 مليار رينغت ماليزي ، أي أكثر من 310 مليارات دولار ، ويمثل 65% من رأس مال السوق وفق إحصائيات عام 2012.

ولا تزال ماليزيا تحتل المرتبة الأولى من حيث التطور والريادة في سوق الصكوك عالميا وتمثل نسبة سوق الصكوك الماليزية بنسبة 68% من مجموع إصدارات الصكوك العالمية. ولا تزال بورصة ماليزيا تحتل مقدمة ريادة قائمة وجهة الإصدارات في حين يتجاوز نمو القطاع المالي الإسلامي 20% سنويا.

وكشفت ماليزيا في سبتمبر الماضي النقاب عن عدد من التحفيزات الرئيسية بالنسبة لقطاع التمويل الإسلامي خلال تقدير لميزانية البلاد لعام 2013 ، ومن بين هذه المحفزات الخصم المقترح للازدواج الضريبي لفترة أربعة سنوات اعتبارا من السنة الضريبية 2012 وحتى 2015 وكذلك على المصاريف المترتبة على عاتق عملية إصدار الصكوك للقطاع الزراعي.¹

يبدو أن ماليزيا مصممة على البقاء في الصدارة للصناعة المالية على مستوى العالم، فهي اليوم تمتلك أكبر سوق لإصدار الصكوك، وجاء ذلك بفضل الدعم الحكومي وخاصة من خلال توفير البنية التنظيمية والتشريعية.

¹ زيارة يوم 2014/02/21 الساعة 19:22 http://www.youtube.com/watch?v=uHsEtLm8U8Y-22h19

المطلب الثالث: المشتقات والمؤشرات في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

تتنوع عقود المعاملات وإجراءات التعامل في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بين المشتقات والمؤشرات التي تتباين في التقدير الشرعي لها من طرف اللجنة الاستشارية لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

الفرع الأول: المشتقات في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

يتم تداول المشتقات في بورصة خاصة بها، وهي بورصة المشتقات الماليزية وهي تخضع لقانون صناعة المستقبلات لعام 1993م.

أولاً: التقدير الشرعي لتداول عقود المستقبلات

إن اللجنة الاستشارية الشرعية المنبثقة عن هيئة الأوراق المالية الماليزية ، تتكفل بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي بالتقدير الشرعي للمستقبلات ، إذ إن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية في اجتماعها الحادي عشر ، الذي انعقد في 26 نوفمبر 1997م قررت بأن عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام وعقود المستقبلات لنواة زيت النخيل الخام جائز التعامل فيها شرعا وهي متوافقة مع الشريعة¹

واعتمدت اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية في إيجازها لعقود المستقبلات لزيت النخيل الخام وعقود المستقبلات لنواة زيت النخيل الخام على النقاط التالية:²

- 1- حقيقة التعامل في عقود المستقبلات تكيف على أنها من قبيل بيع الموصوف في الذمة بصيغ البيع لذلك يجوز تأجيل المبيع والتمن إلى المستقبل ومن هنا كان رأيهم أنه ليس من بيع الدين بالدين .
- 2- عقود المستقبلات على السلع أيضا ليست من بيع ما ليس عند المتعاملين لأن السلعة في الحقيقة موجودة في المخازن كما حددتها البورصة في ماليزيا، حيث توجد ثلاثة مخازن متخصصة لتسليم السلعة وهي Port Kelang و Penang و Pasir Gudang Johor حسب اختيار البائع كما كتب في مواصفات العقد.
- 3- من أساسيات العقود النمطية حيث تحدد كل الأمور المؤدية إلى الغرر من كمية السلعة ونوعها والسعر ووقت التسليم وكل هذه الأمور مكتوبة بدقة ووضوح في العقد بالإضافة إلى إشراف السوق والقانون لضمان عدم حدوث الغش أو الخداع كل ذلك ينفي الغرر.

¹ نصبة مسعودة ، مرجع سبق ذكره ،ص 2010 - بن الضيف محمد عدنان ،ص 209

² نورليامت سعيد جعفر ،مرجع سبق ذكره ، ص 105-120

- 4- عقود المستقبلات على السلع لا تتضمن عنصر الربا المحرم شرعا على عكس عقود المستقبلات على السندات والعملات الأجنبية المحرمة شرعا ، لقيامها على التعامل بالربا .
- 5- أما من ناحية أنها مقامرة ومضاربة ، فإن المضاربة تحرم إذا صاحبها ممارسات غير أخلاقية كالكذب والإشاعات والاحتكار وتقديم المعلومات المضلّة ، كما أن المستثمرين إذا كانوا يشترون ويبيعون عقود المستقبلات لغرض المقامرة فهذا لا يجوز شرعا، ولكن إذا قام المستثمرون ببيع أو شراء هذه العقود من أجل التحوط من تقلبات الأسعار ويتحقق ذلك بتسليم السلعة في مدة الاستحقاق فهي جائزة ، على أساس أنها بيع موصوف في الذمة بصيغة البيع بتأجيل الثمن .
- 6- أما من ناحية أنه قبل القبض فإنهم يحتجون برأي المالكية الذي يرى فيه أنه يصح للمشتري أن يتصرف في المبيع قبل قبضه سواء كان المبيع منقولاً أو غير منقول وقصر المنع على بيع الطعام قبل قبضه وذلك لغلبة تغير الطعام بخلاف ما سواه وأجازه في غير الطعام لأنه بمجرد العقد يكون المبيع في ضمان المشتري فهو في حكم المقبوض .
- 7- أما من ناحية التسوية النقدية فتجوز لأن القيمة النقدية مفيدة للمستثمر ، فهدفه من إبرام عقود المستقبلات هو التحوط وهذه الحالة لا تجعل عقود المستقبلات للسلع من الغرر باعتبار أن الشريعة تجيز التسليم والتسوية بقيمتها من النقود بشرط الاتفاق بين طرفي العقد.

ثانيا: الرد على الحجج التي ساقته اللجنة الاستشارية الشرعية في إيجازها لعقود المستقبلات

- حقيقة بيع الموصوف في الذمة:

تعريف بيع الموصوف في الذمة : وهو بيع على أساس الإخبار بهيئة المبيع وصفته من غير رؤيته صورته:¹

أ- إذا وقع بلفظ البيع:

- إذا كان الثمن حالا واستوفى بقية شروط السلم فهو مجاز
- إذا كان الثمن مؤجلا فهو بيع الكالئ بالكالئ وقد أقر الإجماع على منعه.

ب- إذا وقع بلفظ السلم:

- انعقاد السلم على أن المبيع والثمن حالان ، فهو السلم الحال وهو محل خلاف
- إذا كان الثمن حالا فهو السلم المؤجل وهو جائز بالإجماع
- إذا كان الثمن مؤجلا فهو بيع الكالئ بالكالئ وقد أقر الإجماع على منعه.

¹ نصبة مسعودة، مرجع سبق ذكره، ص 316

نصل مما سبق إلى أن تأخر الثمن والمثمن سواء كانت الصيغة بلفظ البيع أو بلفظ السلم فانه من باب الكالئ بالكالئ وهو ممنوع شرعا بالإجماع كما سلف.

- إنه من شروط بيع الموصوف في الذمة ، أن العين لا تكون معدومة أو غير مملوكة ووجودها في المخازن المسماة ليس دليلا للملكية ، إضافة إلى قيام البائع بالتحوط إذ لم نقل للمقامرة وهذا يؤكد عدم ملكيته للسلعة .

- إن نقطة البيع قبل القبض التي هي أحد أبواب حجتهم تدل على عدم الملكية للسلعة المبيعة.

- أما من ناحية التسوية النقدية فهي من باب القمار المحرم شرعا.

بالنسبة لعقود المستقبلات المالية، قررت اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية في اجتماعها الثالث عشر الذي انعقد في 19 مارس 1998 ، بأن عقود المستقبلات لمؤشر كوالالمبور المركب ، وعقود المستقبلات لمعدل الاقتراض بين بنوك كوالالمبور غير جائزة شرعا ، لأن عقود المستقبلات لمؤشر كوالالمبور المركب يتكون من الأسهم التي لا توافق عليها اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية.

أما عقود الخيار فان اللجنة الاستشارية الشرعية لا تجيزها وتعتبرها غير جائزة وغير متوافقة مع الشريعة الإسلامية¹.

الفرع الثاني: المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

المؤشر الشرعي في ماليزيا يعرف بأنه مؤشر لمعرفة حركة أسعار جميع الأسهم العادية ، المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة ، ويتم قياس أدائها الاستثماري ، ويحتسب باستخدام المتوسط المتحرك لأسعار الأسهم لهذه الشركات ، فعندما يصعد مثلا مؤشر الشريعة من مستوى 115 نقطة إلى 120 نقطة ، يعني هذا أن متوسط أسعار أسهم الشركات المدرجة فيه قد ارتفعت ب 5 نقاط ، والنقطة هنا تعنى مقدار التغير بوحدة واحدة في سعر السهم صعودا أو هبوطا ، ويوجد نوعان من مؤشرات الشريعة في البورصة الماليزية هما:²

¹ نورليامت سعيد جعفر ، مرجع سبق ذكره ، ص 176
² سحاسورياني صفر الدين جعفر ، مرجع سبق ذكره ، ص 47-48

أ- المؤشر الإسلامي الماليزي لرشيد حسين المحدودة -داو جونز (Dow Jones –Rachid hussain)
(Berhad islamic Malaysia Index)

فقد بدأ عام 1992م من قبل شركة رشيد حسين المحدودة وهو أحد البنوك المشهورة في ماليزيا في الوقت الحالي ، ولكنه طرح رسميا في 10 ماي 1996م ، وهو يسمى بالمؤشر الشرعي رشيد حسين المحدودة في ذلك الحين ، ومنذ شهر جانفي 1998م أصبح المؤشر خاضعا لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية ،ولجنة الشريعة لرشيد حسين المحدودة بذاتها ، وهذا المؤشر يعبر عن بيئة إسلامية في أنشطة الشركات المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية ، وفي الوقت الحالي صار يعرف بالمؤشر الإسلامي الماليزي لرشيد حسين المحدودة -داو جونز ، لأنه يخضع لمعايير دو جونز لتقييم أداء الشركات المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة والمرخص بها من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية وكما قد سبق بيانه فإن مؤشر داو جونز الإسلامي يعتمد على نسب تبيح دخول عنصر الربا ولكن بنسبة 10% من أموال التشغيل ولقد جاء التفصيل في عدم جوازها.

ب- المؤشر الشرعي كوالالمبور : لقد طرح المؤشر الشرعي كوالالمبور (Kuala Lumpur shariah Index –KLSI) بتاريخ 17 أبريل 1999م ، وفي ذلك الحين عرف بالمؤشر الشرعي لبورصة كوالالمبور للأوراق المالية وجاء لتلبية الطلب من قبل المستثمرين المحليين والأجانب ، الراغبين بالاستثمار في الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية ،وهذا المؤشر يعتبر دليلا على الوضع العام للبورصة الماليزية في إطار الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة ، ويمكن أن يكون مفيدا للمستثمرين عند استخدامه كمقياس لتقييم أداء الأسهم لأنهم يستطيعون بواسطته عمل التخطيط الأمثل لمستقبل استثماراتهم لذا تحتاج الشركات التي يقاس أداؤها حسب المؤشر الشرعي كوالالمبور إلي النظر من حيث أنشطتها إذ لا تستثمر أموالها في صناعة الكحوليات أو التبغ أو منتجات يدخل فيها لحم الخنزير ، كما لا تتعامل مع البنوك الربوية .

وقررت اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية ، في اجتماعها الثامن عشر المنعقد بتاريخ 19 مارس 1998م بجواز التداول بمؤشر الأسهم (مؤشر كوالالمبور للشريعة) طالما كان متوافقا مع الشريعة بحيث يكون المؤشر متكونا من الأسهم المتوافقة مع الشريعة ،وحجتهم في جواز تداول هذه العقود كانت كما يلي:¹

- إن مميزات العقد ليست مشابهة للمقامرة والجهالة والغرر ،وذلك لأن التداول في الكمية والتسعير واضح ولا يوجد فيه غموض ويحدد السعر في السوق بالاعتماد على العرض والطلب.

¹ بن الصيف محمد عدنان ،مرجع سبق ذكره ، ص 212-2013

- إن في تداول العقود مصلحة خاصة للمستثمرين ومصلحة النظام الاقتصادي عامة ،اعتبارا من أن هذه العقود تعد من بين الأدوات المالية التي يستخدمها المستثمرون للتحوط.
- العرف الاقتصادي وهو التقاليد المعروفة التي اعترف بها الناس المحليون في حياتهم اليومية سواء بالفعل أو الكلام ، إن عقود المستقبلات للمؤشر هي من الأدوات المالية المستخدمة للتحوط ولتحويل الخطر فمن حيث المبدأ إن عقود المستقبلات للمؤشرات هي من العرف ،هذا الأخير الذي لا يخالف مبادئ الشريعة إذ أنه يحمل قائمة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

المبحث الثالث: دراسة العلاقة (عائد/مخاطرة) في اختيار الأصل المالي الذي يحقق أكبر عائد وأقل مخاطرة في السوق المالي الإسلامي في ماليزيا بتطبيق برنامج SPSS

يسعى المستثمر بصورة عامة إلى تعظيم منفعته التي تعتمد أساسا على العائد والخطر المتوقعين من الاستثمار، بعبارة أخرى يهدف المستثمر لتعظيم العائد عند مستوى معين من الخطر أو تدنيه الخطر عند مستوى معين من العائد.

إن محافظ الاستثمار التي تحقق هذا الهدف تسمى بالمحافظ المثلى وبسبب الأهمية الكبيرة لمثل هذه المحافظ للمستثمرين، ركزت النظرية الحديثة للمحفظة في جزء كبير منها على تطوير نماذج لاشتقاق المحافظ المثلى من البدائل الاستثمارية المختلفة وذلك لمساعدة المستثمر في اتخاذ قراراته الاستثمارية. ولاتخاذ القرار السليم القائم على أسس علمية يجب تبني بعض الأساليب الكمية وكذا بعض برامج الإعلام الآلي المستعملة في الدول المتقدمة حيث استخدمنا في هذا المبحث برنامج SPSS.

المطلب الأول: تعريف البرنامج الإحصائي SPSS

برنامج حاسوب بالإنجليزية SPSS والحروف هي اختصارات (Statistical Package for the Social Sciences) ومعناها الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية. أول نسخة من البرنامج ظهرت عام 1968 يعتبر البرنامج من أكثر البرامج استخداما لتحليل المعلومات الإحصائية في علم الاجتماع. يستخدم اليوم بكثرة من قبل الباحثين في مجال التسويق والمال والحكومة والتربية ويستخدم أيضا لتحليل الاستبيانات وفي إدارة المعلومات وتوثيق المعلومات. نوافذ البرنامج للبرنامج ثلاثة نوافذ أساسية:

- نافذة المعطيات Data view وهي تعرض البيانات
- نافذة المتحولات Variable view تعرض المتحولات وخصائصها وهي ترتبط بالنافذة السابقة.
- نافذة النتائج وهي مستقلة وتسمى SPSS Viewer وتعرض النتائج (الجدول - الرسوم - نتائج التحليل الإحصائية).¹

¹ <http://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A5%D8%B3.%D8%A8%D9%8A.%D8%A5%D8%B3.%D8%A5%D8%B3>

نافذة المعطيات: Data View تعرض البيانات

عرض الحالات ضمن الصفوف.

عرض المتحولات ضمن الأعمدة.

عرض البيانات ضم الخلايا.

الزر Value Labels يظهر القيم الرقمية (المخزنة في البرنامج) أو الكود المرافق لها المسمى Labels

نافذة المتحولات Variable view

تعرض خصائص المتحولات. يتم التبديل بين نافذتي المعطيات والمتحولات بضغط أحد إشارتي Tab
توجدان في القسم السفلي الأيسر للبرنامج.

من خصائص المتحولات والواردة في نافذة المتحولات: اسم المتحول Name

ما يميز المتحول وله الصفات التالية:

- الطول الأقصى للاسم ثمانية رموز.

- الرموز المستخدمة هي فقط الأحرف اللاتينية، الأرقام، إشارة _ Underscore

- يجب أن يبدأ الاسم بحرف.

- لا يجوز وجود فاصل بين رموز الاسم.

- تستخدم فقط الأحرف الصغيرة في الاسم.

- لا يجوز تكرار الاسم أكثر من مرة واحدة في نفس البرنامج.

علامة الاسم Label بما أن الاسم محدود الإمكانيات (شرحت سابقاً) فإن هذه الصفة تعطي شرح تفصيلي
عن الاسم وهي تقبل جميع الرموز (ومنها العربية) وتعطي شرح وافي عن المتحول. بطول أقصى 255
حرف.

Measure يدل على نوع المتحول (... , Ordinal, Scale)

Type يدل على نمط البيانات وطريقة تنسيقها (طريقة عرضها). الأنماط الممكنة:

- الرقمي Numeric لعرض القيم الرقمية.

- نمط التاريخ Date لعرض البيانات من نمط قيم التاريخ والزمن.

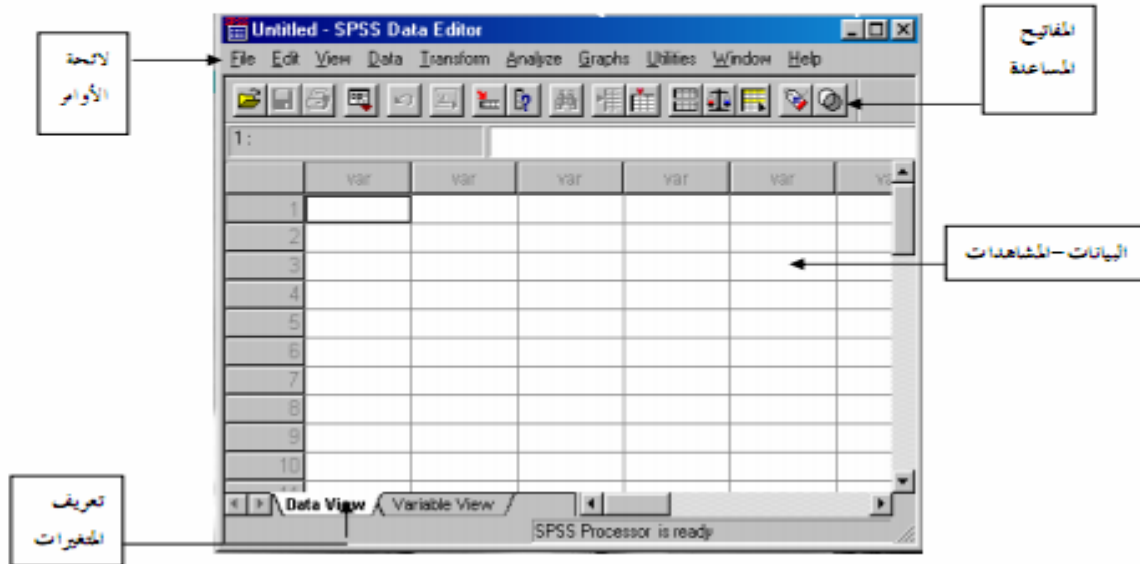
- نمط البيانات المالية dollar أو custom currency

- نمط البيانات الحرفية String ويحدد العدد الأقصى للرموز من خلال Character

يتم الوصول لنافذة التنسيق بنقر مربع عليه ثلاثة نقاط ضمن عمود type الذي يدل على نمط المتحول.

Values تستخدم لكتابة وتعديل الترميز

نضع القيمة الرقمية (الكود) في الحقل Value والقيمة الموافقة في الحقل Value Label وننقر Add
لنضيفها.



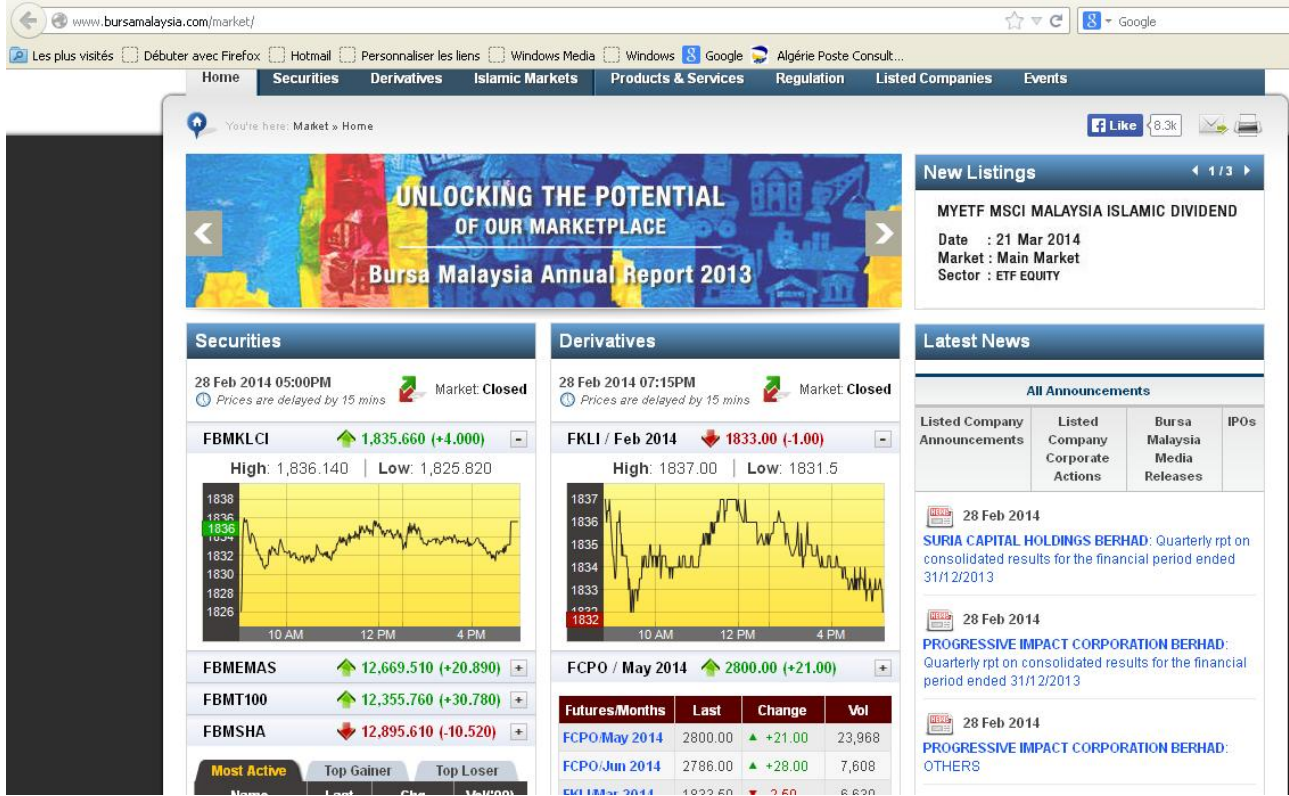
waleed_alfarra.sav [DataSet1] - SPSS Data Editor

| | Name | Type | Width | Decimals | Label | Values | Missing | Columns | Align | Measure |
|----|-------------|---------|-------|----------|-----------------|--------------------|---------|---------|-------|---------|
| 1 | المسطل | Numeric | 8 | 2 | المسطل | None | None | 8 | Right | Scale |
| 2 | النوع | Numeric | 8 | 2 | النوع | {1.00, ذكر, ...} | None | 8 | Right | Nominal |
| 3 | التطويع | Numeric | 8 | 2 | مستوى التطويع | {1.00, ثانوي, ...} | None | 8 | Right | Ordinal |
| 4 | ١م | Numeric | 8 | 2 | موضوع البرنامج | None | None | 8 | Right | Scale |
| 5 | ٢م | Numeric | 8 | 2 | يتميز البرنامج | None | None | 8 | Right | Scale |
| 6 | ٣م | Numeric | 8 | 2 | يتميز البرنامج | None | None | 8 | Right | Scale |
| 7 | ٤م | Numeric | 8 | 2 | سوق نشرة البر | None | None | 8 | Right | Scale |
| 8 | ٥م | Numeric | 8 | 2 | البرنامج سيقل ا | None | None | 8 | Right | Scale |
| 9 | ٦م | Numeric | 8 | 2 | البرنامج سيقل ا | None | None | 8 | Right | Scale |
| 10 | اسم المتغير | Numeric | 8 | 2 | وصف المتغير | None | None | 8 | Right | Scale |
| 11 | | Numeric | 8 | 2 | | None | None | 8 | Right | Scale |

Arabic annotations with red arrows pointing to specific cells in the table:

- ↑ (row 1, column 2): نوع المتغير
- ↑ (row 2, column 2): العرض
- ↑ (row 2, column 4): عدد المنازل العشرية
- ↑ (row 2, column 5): القيمة (الكود)
- ↑ (row 2, column 7): مقدار القندا
- ↑ (row 2, column 9): الأعمدة
- ↑ (row 2, column 10): المحاذاة
- ↑ (row 2, column 11): تدرج المقياس

المطلب الثاني: اختيار الأصل المالي (الإسلامي) الذي يحقق أكبر عائد وأقل مخاطرة في السوق المالي الإسلامي الماليزي
قمنا بزيارة موقع بورصة ماليزيا site web :



أثناء عملية البحث تحصلنا على الجدول التالي الذي يمثل مجموعة من الأسهم التي تتماشى (وفق الشريعة الإسلامية) وهي تمثل الأسهم التي حققت الأرباح في الآونة الأخيرة .
استعملنا هذا الجدول في الحصول على العائد وذلك عن طريق الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء ثم قمنا بتحديد نسبة هذا الفرق مقارنة بسعر الشراء والذي يمثل معدل (نسبة) العائد المحقق خلال الفترات 2013/12/31 و 2014/01/31 و 2014/02/28 . ثم قمنا بحساب الخطر والذي يمثل الانحراف المعياري بالنسبة لمجموع معدل العوائد الثلاثة السابقة ، ثم قمنا بمقابلة كل متوسط عائد أصل مالي للخطر الذي يقابله وذلك للتأكد بأن كل ما زاد العائد زاد الخطر الذي يقابله .

شكل رقم : 17 يمثل 30 سهم (وفق الشريعة الإسلامية) للشركات المدرجة في السوق المالي الماليزي¹

| Equities | | 2014 Holiday Calendar | | BURSA STATION | | | | | | | | | | |
|--|--------|--|-----|---------------|-------|---------------------|---------|------------|---------------|--------|--------|----------------|--------|--------|
| Trading Hours 1st Session : 0900 - 1230, 2nd Session : 1430 - 1700 <small>Prices displayed on this website are delayed by 15 minutes. To access real-time data, please contact your stockbroker, our Information Services Vendors or subscribe to BursaStation.</small> | | Streaming Live Data Dynamic TA Charts TA Market Scanner 120 Technical Indicators Fundamentals Click for more info | | | | | | | | | | | | |
| Prices | | | | | | | | | | | | | | |
| Top Gainers Counters (Shariah Compliant) | | | | | | | | | | | | | | |
| Updated at 28 Feb 2014 05:00PM Page: 1 / 28 | | | | | | | | | | | | | | |
| Top Stocks: | | Top Gainers | | Alphabetical: | | - Select Alphabet - | | Search Now | | | | | | |
| Market: | | - Select Market - | | Sector: | | - Select Sector - | | | | | | | | |
| Shariah Compliant: | | <input checked="" type="checkbox"/> | | | | | | | | | | | | |
| No | Code | Name | Rem | Last Done | Ref | Chg | % Chg | Vol ('00) | Buy Vol ('00) | Buy | Sell | Sell Vol ('00) | High | Low |
| 1 | 6599 | AFON [S] | s | 14.440 | 13.48 | +0.960 | +7.12 | 7,701 | 910 | 14.400 | 14.440 | 344 | 14.800 | 14.200 |
| 2 | 5216 | DSONIC [S] | s | 3.600 | 3.34 | +0.260 | +7.78 | 144,515 | 755 | 3.600 | 3.610 | 112 | 3.610 | 3.360 |
| 3 | 5015 | APM [S] | s | 6.300 | 6.12 | +0.180 | +2.94 | 523 | 20 | 6.120 | 6.300 | 20 | 6.300 | 6.140 |
| 4 | 2852 | CMSB [S] | s | 7.680 | 7.52 | +0.160 | +2.13 | 15,141 | 20 | 7.630 | 7.680 | 29 | 7.680 | 7.490 |
| 5 | 9474 | BRAHIMS [S] | s | 2.410 | 2.25 | +0.160 | +7.11 | 52,312 | 310 | 2.400 | 2.410 | 63 | 2.460 | 2.270 |
| 6 | 6033 | PETGAS [S] | s | 23.680 | 23.48 | +0.120 | +0.51 | 9,802 | 392 | 23.580 | 23.600 | 1,293 | 23.660 | 23.280 |
| 7 | 5285 | QL [S] | s | 3.150 | 3.03 | +0.120 | +3.96 | 10,890 | 2 | 3.130 | 3.150 | 204 | 3.150 | 3.030 |
| 8 | 5285 | MUDAJA [S] | s | 2.800 | 2.68 | +0.120 | +4.48 | 29,718 | 200 | 2.790 | 2.800 | 245 | 2.800 | 2.660 |
| 9 | 5258 | BIMB [S] | s | 4.000 | 3.9 | +0.100 | +2.56 | 26,221 | 803 | 3.990 | 4.000 | 2,526 | 4.040 | 3.930 |
| 10 | 7148 | CCMDBIO [S] | s | 2.780 | 2.7 | +0.080 | +2.96 | 1,000 | 40 | 2.750 | 2.780 | 73 | 2.780 | 2.710 |
| 11 | 5215 | IJMLAND [S] | s | 2.640 | 2.56 | +0.080 | +3.12 | 5,668 | 998 | 2.630 | 2.640 | 265 | 2.660 | 2.570 |
| 12 | 5686 | MINTYE [S] | s | 1.410 | 1.33 | +0.080 | +6.02 | 16 | 10 | 1.320 | 1.410 | 10 | 1.410 | 1.410 |
| 13 | 5681 | PETDAG [S] | s | 30.660 | 30.58 | +0.080 | +0.26 | 7,245 | 28 | 30.400 | 30.660 | 194 | 30.660 | 30.360 |
| 14 | 5148 | UEMS [S] | s | 2.200 | 2.12 | +0.080 | +3.77 | 52,578 | 63 | 2.190 | 2.200 | 5,446 | 2.200 | 2.110 |
| 15 | 4863 | TM [S] | s | 5.670 | 5.59 | +0.080 | +1.43 | 157,056 | 79 | 5.670 | 5.680 | 5 | 5.740 | 5.590 |
| 16 | 7277 | DIALOG [S] | s | 3.390 | 3.31 | +0.080 | +2.42 | 105,993 | 246 | 3.370 | 3.390 | 5,755 | 3.390 | 3.310 |
| 17 | 5878 | KPJ [S] | s | 3.370 | 3.3 | +0.070 | +2.12 | 1,381 | 79 | 3.330 | 3.370 | 77 | 3.370 | 3.320 |
| 18 | 6645 | LITRAK [S] | s | 3.930 | 3.86 | +0.070 | +1.81 | 11 | 40 | 3.860 | 3.930 | 40 | 3.930 | 3.860 |
| 19 | 7006 | LATITUD [S] | s | 2.610 | 2.54 | +0.070 | +2.76 | 16,555 | 305 | 2.610 | 2.620 | 10 | 2.710 | 2.600 |
| 20 | 6947 | DIGI [S] | s | 5.150 | 5.09 | +0.060 | +1.18 | 188,429 | 2,314 | 5.130 | 5.150 | 6,513 | 5.150 | 5.080 |
| 21 | 3816 | MISC [S] | s | 6.350 | 6.29 | +0.060 | +0.95 | 45,608 | 245 | 6.320 | 6.350 | 1,100 | 6.490 | 6.180 |
| 22 | 9083 | JETSON [S] | s | 0.880 | 0.82 | +0.060 | +7.32 | 158,782 | 2,150 | 0.875 | 0.880 | 203 | 0.910 | 0.840 |
| 23 | 7216 | KAWAN [S] | s | 1.900 | 1.85 | +0.050 | +2.70 | 750 | 150 | 1.860 | 1.900 | 5 | 1.900 | 1.860 |
| 24 | 5132 | DELEUM [S] | s | 5.100 | 5.05 | +0.050 | +0.99 | 489 | 40 | 4.860 | 5.100 | 15 | 5.100 | 4.850 |
| 25 | 5211 | SUNWAY [S] | s | 2.910 | 2.86 | +0.050 | +1.75 | 29,447 | 1,626 | 2.880 | 2.910 | 7,690 | 2.980 | 2.850 |
| 26 | 5134 | SAB [S] | s | 3.940 | 3.89 | +0.050 | +1.29 | 1,064 | 15 | 3.800 | 3.940 | 9 | 3.940 | 3.780 |
| 27 | 5576 | MINHO [S] | s | 0.770 | 0.72 | +0.050 | +6.94 | 3,654 | 229 | 0.760 | 0.770 | 317 | 0.770 | 0.745 |
| 28 | 7022 | GTRONIC [S] | s | 3.300 | 3.25 | +0.050 | +1.54 | 13,608 | 18 | 3.290 | 3.300 | 1,016 | 3.350 | 3.280 |
| 29 | 7501 | HARNLEN [S] | s | 1.230 | 1.18 | +0.050 | +4.24 | 2,723 | 6 | 1.220 | 1.230 | 67 | 1.250 | 1.210 |
| 30 | 0141WA | WINTONI-WA [S] | - | 0.050 | 0.005 | +0.045 | +900.00 | 74,575 | 65,615 | 0.050 | 0.055 | 17,060 | 0.060 | 0.050 |

Page: 1 / 28

Legend

I refers to Order entry forbidden
S refers to Suspended
[x] refers to Exclude dividend
[S] refers to Shariah Compliant stocks

A refers to Order entry authorized
R refers to Reserved
[c] refers to Cum dividend

G refers to Frozen
s refers to Short selling available
[Space] refers to instrument open, or not provided

السهم وفق الشريعة الإسلامية يتداول في البورصة الماليزية سعر التداول (سعر الشراء - سعر البيع)

ديسمبر 2013 :

| N° | code | Nam | déc-13 | | | | P 1 |
|----|--------|----------------|-----------|-----------|--------|----------|---------|
| | | | Buy | Sell | R 1 | Taux R 1 | 1/3 |
| 1 | 6599 | AEON [S] | 14 440,00 | 14 450,00 | 10,00 | 0,00069 | 0,33333 |
| 2 | 5216 | DSONIC [S] | 3 605,00 | 3 610,00 | 5,00 | 0,00139 | 0,33333 |
| 3 | 5015 | APM [S] | 6 100,00 | 6 130,00 | 30,00 | 0,00492 | 0,33333 |
| 4 | 2852 | CMSB [S] | 6 990,00 | 7 020,00 | 30,00 | 0,00429 | 0,33333 |
| 5 | 9474 | BRAHIMS [S] | 2 000,00 | 2 003,00 | 3,00 | 0,00150 | 0,33333 |
| 6 | 6033 | PETGAS [S] | 22 990,00 | 23 015,00 | 25,00 | 0,00109 | 0,33333 |
| 7 | 7084 | QL [S] | 3 025,00 | 3 030,00 | 5,00 | 0,00165 | 0,33333 |
| 8 | 5085 | MUDAJYA [S] | 2 053,00 | 2 061,00 | 8,00 | 0,00390 | 0,33333 |
| 9 | 5258 | BIMB [S] | 3 904,00 | 3 907,00 | 3,00 | 0,00077 | 0,33333 |
| 10 | 7148 | CCMDBIO [S] | 2 747,00 | 2 763,00 | 16,00 | 0,00582 | 0,33333 |
| 11 | 5215 | IJMLAND [S] | 2 595,00 | 2 602,00 | 7,00 | 0,00270 | 0,33333 |
| 12 | 5886 | MINTYE [S] | 1 299,00 | 1 320,00 | 21,00 | 0,01617 | 0,33333 |
| 13 | 5681 | PETDAG [S] | 29 990,00 | 30 120,00 | 130,00 | 0,00433 | 0,33333 |
| 14 | 5148 | UEMS [S] | 2 185,00 | 2 191,00 | 6,00 | 0,00275 | 0,33333 |
| 15 | 4863 | TM [S] | 5 600,00 | 5 603,00 | 3,00 | 0,00054 | 0,33333 |
| 16 | 7277 | DIALOG [S] | 3 250,00 | 3 320,00 | 70,00 | 0,02154 | 0,33333 |
| 17 | 5878 | KPJ [S] | 3 120,00 | 3 145,00 | 25,00 | 0,00801 | 0,33333 |
| 18 | 6645 | LITRAK [S] | 3 660,00 | 3 690,00 | 30,00 | 0,00820 | 0,33333 |
| 19 | 7006 | LATITUD [S] | 2 590,00 | 2 595,00 | 5,00 | 0,00193 | 0,33333 |
| 20 | 6947 | DIGI [S] | 5 001,00 | 5 010,00 | 9,00 | 0,00180 | 0,33333 |
| 21 | 3816 | MISC [S] | 5 990,00 | 6 010,00 | 20,00 | 0,00334 | 0,33333 |
| 22 | 9083 | JETSON [S] | - | - | - | #DIV/0! | 0,33333 |
| 23 | 7216 | KAWAN [S] | 1 790,00 | 1 810,00 | 20,00 | 0,01117 | 0,33333 |
| 24 | 5132 | DELEUM [S] | 4 750,00 | 4 900,00 | 150,00 | 0,03158 | 0,33333 |
| 25 | 5211 | SUNWAY [S] | 2 560,00 | 2 575,00 | 15,00 | 0,00586 | 0,33333 |
| 26 | 5134 | SAB [S] | 3 780,00 | 3 880,00 | 100,00 | 0,02646 | 0,33333 |
| 27 | 5576 | MINHO [S] | - | - | - | #DIV/0! | 0,33333 |
| 28 | 7022 | GTRONIC [S] | 3 290,00 | 3 330,00 | 40,00 | 0,01216 | 0,33333 |
| 29 | 7501 | HARNLEN [S] | 1 020,00 | 1 035,00 | 15,00 | 0,01471 | 0,33333 |
| 30 | 0141WA | WINTONI-WA [S] | - | - | - | #DIV/0! | 0,33333 |

جانفي / فيفري 2014 :

| janv-14 | | | | P 2 | févr-14 | | | | P 3 |
|-----------|-----------|---------|----------|---------|-----------|-----------|--------|----------|---------|
| Buy | Sell | R 2 | Taux R 2 | 1/3 | Buy | Sell | R 3 | Taux R 3 | 1/3 |
| 14 450,00 | 14 467,12 | 17,12 | 0,00118 | 0,33333 | 14 400,00 | 14 440,00 | 40,00 | 0,00278 | 0,33333 |
| 3 610,00 | 3 625,78 | 15,78 | 0,00437 | 0,33333 | 3 600,00 | 3 610,00 | 10,00 | 0,00278 | 0,33333 |
| 6 130,00 | 6 299,94 | 169,94 | 0,02772 | 0,33333 | 6 120,00 | 6 300,00 | 180,00 | 0,02941 | 0,33333 |
| 7 020,00 | 7 045,00 | 25,00 | 0,00356 | 0,33333 | 7 630,00 | 7 680,00 | 50,00 | 0,00655 | 0,33333 |
| 2 003,00 | 2 009,50 | 6,50 | 0,00325 | 0,33333 | 2 400,00 | 2 410,00 | 10,00 | 0,00417 | 0,33333 |
| 23 015,00 | 23 045,00 | 30,00 | 0,00130 | 0,33333 | 23 580,00 | 23 600,00 | 20,00 | 0,00085 | 0,33333 |
| 3 030,00 | 3 043,00 | 13,00 | 0,00429 | 0,33333 | 3 130,00 | 3 150,00 | 20,00 | 0,00639 | 0,33333 |
| 2 061,00 | 2 070,00 | 9,00 | 0,00437 | 0,33333 | 2 790,00 | 2 800,00 | 10,00 | 0,00358 | 0,33333 |
| 3 907,00 | 3 907,00 | - | - | 0,33333 | 3 990,00 | 4 000,00 | 10,00 | 0,00251 | 0,33333 |
| 2 763,00 | 2 790,00 | 27,00 | 0,00977 | 0,33333 | 2 750,00 | 2 780,00 | 30,00 | 0,01091 | 0,33333 |
| 2 602,00 | 2 610,00 | 8,00 | 0,00307 | 0,33333 | 2 630,00 | 2 640,00 | 10,00 | 0,00380 | 0,33333 |
| 1 320,00 | 1 405,00 | 85,00 | 0,06439 | 0,33333 | 1 320,00 | 1 410,00 | 90,00 | 0,06818 | 0,33333 |
| 30 120,00 | 30 250,00 | 130,00 | 0,00432 | 0,33333 | 30 400,00 | 30 660,00 | 260,00 | 0,00855 | 0,33333 |
| 2 191,00 | 2 200,00 | 9,00 | 0,00411 | 0,33333 | 2 190,00 | 2 200,00 | 10,00 | 0,00457 | 0,33333 |
| 5 603,00 | 5 610,00 | 7,00 | 0,00125 | 0,33333 | 5 670,00 | 5 680,00 | 10,00 | 0,00176 | 0,33333 |
| 3 320,00 | 3 339,00 | 19,00 | 0,00572 | 0,33333 | 3 370,00 | 3 390,00 | 20,00 | 0,00593 | 0,33333 |
| 3 145,00 | 3 180,00 | 35,00 | 0,01113 | 0,33333 | 3 330,00 | 3 370,00 | 40,00 | 0,01201 | 0,33333 |
| 3 690,00 | 3 750,00 | 60,00 | 0,01626 | 0,33333 | 3 860,00 | 3 930,00 | 70,00 | 0,01813 | 0,33333 |
| 2 595,00 | 2 610,00 | 15,00 | 0,00578 | 0,33333 | 2 610,00 | 2 620,00 | 10,00 | 0,00383 | 0,33333 |
| 5 010,00 | 5 023,50 | 13,50 | 0,00269 | 0,33333 | 5 130,00 | 5 150,00 | 20,00 | 0,00390 | 0,33333 |
| 6 010,00 | 6 025,00 | 15,00 | 0,00250 | 0,33333 | 6 320,00 | 6 350,00 | 30,00 | 0,00475 | 0,33333 |
| - | | - | #DIV/0! | 0,33333 | 0,88 | 0,88 | 0,01 | 0,00571 | 0,33333 |
| 1 810,00 | 1 850,25 | 40,25 | 0,02224 | 0,33333 | 1 860,00 | 1 900,00 | 40,00 | 0,02151 | 0,33333 |
| 4 900,00 | 5 100,75 | 200,75 | 0,04097 | 0,33333 | 4 860,00 | 5 100,00 | 240,00 | 0,04938 | 0,33333 |
| 2 575,00 | 2 550,41 | - 24,59 | -0,00955 | 0,33333 | 2 880,00 | 2 910,00 | 30,00 | 0,01042 | 0,33333 |
| 3 880,00 | 4 010,25 | 130,25 | 0,03357 | 0,33333 | 3 800,00 | 3 940,00 | 140,00 | 0,03684 | 0,33333 |
| - | | - | #DIV/0! | 0,33333 | 0,76 | 0,77 | 0,01 | 0,01316 | 0,33333 |
| 3 330,00 | 3 340,75 | 10,75 | 0,00323 | 0,33333 | 3 290,00 | 3 300,00 | 10,00 | 0,00304 | 0,33333 |
| 1 035,00 | 1 047,25 | 12,25 | 0,01184 | 0,33333 | 1 220,00 | 1 230,00 | 10,00 | 0,00820 | 0,33333 |
| - | | - | #DIV/0! | 0,33333 | 0,05 | 0,06 | 0,01 | 0,10000 | 0,33333 |

حساب المتوسط الحسابي للعائد \bar{R} ، وحساب التباين وحساب الانحراف المعياري (المخاطر) :

| ex 2014 | | المتوسط R | R 1 | | | R 2 | | |
|---------|--------|--------------|------------|-------------|---------------|------------|-------------|---------------|
| High | Low | | (Rij - Rj) | PUISS 2 | (Rij - Rj)*P1 | (Rij - Rj) | PUISS 2 | (Rij - Rj)*P2 |
| 14.800 | 14.200 | 0,00155 | - 0,00086 | 7,38174E-07 | 2,46058E-07 | 0,00037 | 1,34627E-07 | 4,48758E-08 |
| 3.610 | 3.360 | 0,00285 | - 0,00146 | 2,12678E-06 | 7,08926E-07 | 0,00153 | 2,32831E-06 | 7,76104E-07 |
| 6.300 | 6.140 | 0,02068 | - 0,01577 | 2,48571E-04 | 8,28569E-05 | 0,00704 | 4,95407E-05 | 1,65136E-05 |
| 7.680 | 7.490 | 0,00480 | - 0,00051 | 2,60319E-07 | 8,67728E-08 | 0,00124 | 1,53960E-06 | 5,13200E-07 |
| 2.460 | 2.270 | 0,00297 | - 0,00147 | 2,16266E-06 | 7,20888E-07 | 0,00027 | 7,53682E-08 | 2,51227E-08 |
| 23.660 | 23.280 | 0,00108 | 0,00001 | 5,97245E-11 | 1,99082E-11 | 0,00022 | 5,00849E-08 | 1,66950E-08 |
| 3.150 | 3.030 | 0,00411 | - 0,00246 | 6,04245E-06 | 2,01415E-06 | 0,00018 | 3,21831E-08 | 1,07277E-08 |
| 2.800 | 2.660 | 0,00395 | - 0,00005 | 2,75865E-09 | 9,19551E-10 | 0,00042 | 1,74350E-07 | 5,81168E-08 |
| 4.040 | 3.930 | 0,00109 | - 0,00032 | 1,04411E-07 | 3,48036E-08 | 0,00109 | 1,19152E-06 | 3,97175E-07 |
| 2.780 | 2.710 | 0,00884 | - 0,00301 | 9,06413E-06 | 3,02138E-06 | 0,00094 | 8,77561E-07 | 2,92520E-07 |
| 2.660 | 2.570 | 0,00319 | - 0,00049 | 2,43986E-07 | 8,13288E-08 | 0,00012 | 1,36625E-08 | 4,55418E-09 |
| 1.410 | 1.410 | 0,04958 | - 0,03341 | 1,11652E-03 | 3,72174E-04 | 0,01481 | 2,19433E-04 | 7,31442E-05 |
| 30.660 | 30.360 | 0,00573 | - 0,00140 | 1,95920E-06 | 6,53067E-07 | 0,00142 | 2,01193E-06 | 6,70642E-07 |
| 2.200 | 2.110 | 0,00381 | - 0,00106 | 1,12497E-06 | 3,74989E-07 | 0,00030 | 9,06454E-08 | 3,02151E-08 |
| 5.740 | 5.590 | 0,00118 | - 0,00065 | 4,18855E-07 | 1,39618E-07 | 0,00007 | 4,41245E-09 | 1,47082E-09 |
| 3.390 | 3.310 | 0,01107 | 0,01047 | 1,09686E-04 | 3,65620E-05 | 0,00534 | 2,85419E-05 | 9,51398E-06 |
| 3.370 | 3.320 | 0,01038 | - 0,00237 | 5,62503E-06 | 1,87501E-06 | 0,00074 | 5,53893E-07 | 1,84631E-07 |
| 3.930 | 3.860 | 0,01420 | - 0,00600 | 3,60057E-05 | 1,20019E-05 | 0,00206 | 4,25582E-06 | 1,41861E-06 |
| 2.710 | 2.600 | 0,00385 | - 0,00192 | 3,67458E-06 | 1,22486E-06 | 0,00193 | 3,73620E-06 | 1,24540E-06 |
| 5.150 | 5.080 | 0,00280 | - 0,00100 | 9,95981E-07 | 3,31994E-07 | 0,00010 | 1,06127E-08 | 3,53757E-09 |
| 6.490 | 6.180 | 0,00353 | - 0,00019 | 3,54543E-08 | 1,18181E-08 | 0,00103 | 1,06368E-06 | 3,54562E-07 |
| 0.910 | 0.840 | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! |
| 1.900 | 1.860 | 0,01831 | - 0,00713 | 5,08682E-05 | 1,69561E-05 | 0,00393 | 1,54621E-05 | 5,15405E-06 |
| 5.100 | 4.850 | 0,04064 | - 0,00906 | 8,21694E-05 | 2,73898E-05 | 0,00033 | 1,06083E-07 | 3,53610E-08 |
| 2.980 | 2.850 | 0,00224 | 0,00362 | 1,30841E-05 | 4,36138E-06 | 0,01179 | 1,39044E-04 | 4,63480E-05 |
| 3.940 | 3.780 | 0,03229 | - 0,00583 | 3,40342E-05 | 1,13447E-05 | 0,00128 | 1,64014E-06 | 5,46715E-07 |
| 0.770 | 0.745 | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! |
| 3.350 | 3.280 | 0,00614 | 0,00602 | 3,61937E-05 | 1,20646E-05 | 0,00291 | 8,48967E-06 | 2,82989E-06 |
| 1.250 | 1.210 | 0,01158 | 0,00313 | 9,77457E-06 | 3,25819E-06 | 0,00026 | 6,56887E-08 | 2,18962E-08 |
| 0.060 | 0.050 | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! |

| N° | code | Nam | R 3 | | | التباين | الانحراف المعياري (الخطر) |
|----|--------|----------------|------------|-------------|---------------|-------------|------------------------------|
| | | | (Rij - Rj) | PUISSANCE 2 | (Rij - Rj)*P3 | variance | l'écart type |
| 1 | 6599 | AEON [S] | 0,00123 | 1,50329E-06 | 5,01096E-07 | 7,92030E-07 | 8,89961E-04 |
| 2 | 5216 | DSOINIC [S] | - 0,00007 | 4,56067E-09 | 1,52022E-09 | 1,48655E-06 | 1,21924E-03 |
| 3 | 5015 | APM [S] | 0,00873 | 7,61711E-05 | 2,53904E-05 | 1,24761E-04 | 1,11696E-02 |
| 4 | 2852 | CMSB [S] | 0,00175 | 3,06607E-06 | 1,02202E-06 | 1,62200E-06 | 1,27358E-03 |
| 5 | 9474 | BRAHIMS [S] | 0,00120 | 1,43058E-06 | 4,76859E-07 | 1,22287E-06 | 1,10583E-03 |
| 6 | 6033 | PETGAS [S] | - 0,00023 | 5,36037E-08 | 1,78679E-08 | 3,45828E-08 | 1,85964E-04 |
| 7 | 7084 | QL [S] | 0,00228 | 5,19267E-06 | 1,73089E-06 | 3,75577E-06 | 1,93798E-03 |
| 8 | 5085 | MUDAJYA [S] | - 0,00037 | 1,33247E-07 | 4,44156E-08 | 1,03452E-07 | 3,21640E-04 |
| 9 | 5258 | BIMB [S] | 0,00141 | 2,00137E-06 | 6,67122E-07 | 1,09910E-06 | 1,04838E-03 |
| 10 | 7148 | CCMDBIO [S] | 0,00207 | 4,30100E-06 | 1,43367E-06 | 4,74756E-06 | 2,17889E-03 |
| 11 | 5215 | IJMLAND [S] | 0,00061 | 3,73121E-07 | 1,24374E-07 | 2,10257E-07 | 4,58538E-04 |
| 12 | 5886 | MINTYE [S] | 0,01860 | 3,46002E-04 | 1,15334E-04 | 5,60652E-04 | 2,36781E-02 |
| 13 | 5681 | PETDAG [S] | 0,00282 | 7,94191E-06 | 2,64730E-06 | 3,97101E-06 | 1,99274E-03 |
| 14 | 5148 | UEMS [S] | 0,00076 | 5,76947E-07 | 1,92316E-07 | 5,97520E-07 | 7,72994E-04 |
| 15 | 4863 | TM [S] | 0,00058 | 3,37287E-07 | 1,12429E-07 | 2,53518E-07 | 5,03506E-04 |
| 16 | 7277 | DIALOG [S] | - 0,00513 | 2,63235E-05 | 8,77449E-06 | 5,48504E-05 | 7,40611E-03 |
| 17 | 5878 | KPJ [S] | 0,00163 | 2,64868E-06 | 8,82893E-07 | 2,94254E-06 | 1,71538E-03 |
| 18 | 6645 | LITRAK [S] | 0,00394 | 1,55040E-05 | 5,16801E-06 | 1,85885E-05 | 4,31144E-03 |
| 19 | 7006 | LATITUD [S] | - 0,00002 | 2,56144E-10 | 8,53813E-11 | 2,47035E-06 | 1,57173E-03 |
| 20 | 6947 | DIGI [S] | 0,00110 | 1,21222E-06 | 4,04072E-07 | 7,39603E-07 | 8,60002E-04 |
| 21 | 3816 | MISC [S] | 0,00122 | 1,48753E-06 | 4,95844E-07 | 8,62224E-07 | 9,28560E-04 |
| 22 | 9083 | JETSON [S] | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! |
| 23 | 7216 | KAWAN [S] | 0,00320 | 1,02400E-05 | 3,41333E-06 | 2,55234E-05 | 5,05207E-03 |
| 24 | 5132 | DELEUM [S] | 0,00874 | 7,63707E-05 | 2,54569E-05 | 5,28821E-05 | 7,27201E-03 |
| 25 | 5211 | SUNWAY [S] | 0,00817 | 6,68223E-05 | 2,22741E-05 | 7,29835E-05 | 8,54304E-03 |
| 26 | 5134 | SAB [S] | 0,00455 | 2,07316E-05 | 6,91054E-06 | 1,88020E-05 | 4,33612E-03 |
| 27 | 5576 | MINHO [S] | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! |
| 28 | 7022 | GTRONIC [S] | - 0,00310 | 9,62500E-06 | 3,20833E-06 | 1,81028E-05 | 4,25474E-03 |
| 29 | 7501 | HARNLEN [S] | - 0,00338 | 1,14429E-05 | 3,81429E-06 | 7,09437E-06 | 2,66353E-03 |
| 30 | 0141WA | WINTONI-WA [S] | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! |

جدول رقم : 10 من إعداد الطالب بناء على معلومات بورصة ماليزيا

جدول رقم : 11 ترتيب الأصول المالية (الأسهم) من أكبر عائد إلى أقل عائد

| N° | Code | Nam | R | l'écart type |
|----|------|-------------|---------|--------------|
| 12 | 5886 | MINTYE [S] | 0,04958 | 0,023678098 |
| 24 | 5132 | DELEUM [S] | 0,04064 | 0,007272006 |
| 26 | 5134 | SAB [S] | 0,03229 | 0,004336124 |
| 3 | 5015 | APM [S] | 0,02068 | 0,01116964 |
| 23 | 7216 | KAWAN [S] | 0,01831 | 0,005052072 |
| 18 | 6645 | LITRAK [S] | 0,01420 | 0,004311442 |
| 29 | 7501 | HARNLEN [S] | 0,01158 | 0,002663527 |
| 16 | 7277 | DIALOG [S] | 0,01107 | 0,007406108 |
| 17 | 5878 | KPJ [S] | 0,01038 | 0,001715382 |
| 10 | 7148 | CCMDBIO [S] | 0,00884 | 0,002178891 |
| 28 | 7022 | GTRONIC [S] | 0,00614 | 0,004254739 |
| 13 | 5681 | PETDAG [S] | 0,00573 | 0,00199274 |
| 4 | 2852 | CMSB [S] | 0,00480 | 0,001273576 |
| 7 | 7084 | QL [S] | 0,00411 | 0,001937981 |
| 8 | 5085 | MUDAJYA [S] | 0,00395 | 0,00032164 |
| 19 | 7006 | LATITUD [S] | 0,00385 | 0,001571733 |
| 14 | 5148 | UEMS [S] | 0,00381 | 0,000772994 |
| 21 | 3816 | MISC [S] | 0,00353 | 0,00092856 |
| 11 | 5215 | IJMLAND [S] | 0,00319 | 0,000458538 |
| 5 | 9474 | BRAHIMS [S] | 0,00297 | 0,001105834 |
| 2 | 5216 | DSONIC [S] | 0,00285 | 0,001219242 |
| 20 | 6947 | DIGI [S] | 0,00280 | 0,000860002 |
| 25 | 5211 | SUNWAY [S] | 0,00224 | 0,008543036 |
| 1 | 6599 | AEON [S] | 0,00155 | 0,000889961 |
| 15 | 4863 | TM [S] | 0,00118 | 0,000503506 |
| 9 | 5258 | BIMB [S] | 0,00109 | 0,00104838 |
| 6 | 6033 | PETGAS [S] | 0,00108 | 0,000185964 |

جدول من إعداد الطالب بناء على المعلومات السابقة .

نلاحظ من هذا الجدول أن الأصل المالي للشركة **MINTYE [S]** التي تمثل رقم 12 في الجدول تحقق أكبر عائد مقارنة بالعوائد الأخرى .

جدول رقم : 12 ترتيب الأصول المالية (الأسهم) من أقل مخاطر إلى أكبر مخاطر

| N° | code | Nam | R | l'écart type |
|----|------|-------------|---------|--------------|
| 6 | 6033 | PETGAS [S] | 0,00108 | 0,000185964 |
| 8 | 5085 | MUDAJYA [S] | 0,00395 | 0,00032164 |
| 11 | 5215 | IJMLAND [S] | 0,00319 | 0,000458538 |
| 15 | 4863 | TM [S] | 0,00118 | 0,000503506 |
| 14 | 5148 | UEMS [S] | 0,00381 | 0,000772994 |
| 20 | 6947 | DIGI [S] | 0,00280 | 0,000860002 |
| 1 | 6599 | AEON [S] | 0,00155 | 0,000889961 |
| 21 | 3816 | MISC [S] | 0,00353 | 0,00092856 |
| 9 | 5258 | BIMB [S] | 0,00109 | 0,00104838 |
| 5 | 9474 | BRAHIMS [S] | 0,00297 | 0,001105834 |
| 2 | 5216 | DSONIC [S] | 0,00285 | 0,001219242 |
| 4 | 2852 | CMSB [S] | 0,00480 | 0,001273576 |
| 19 | 7006 | LATITUD [S] | 0,00385 | 0,001571733 |
| 17 | 5878 | KPJ [S] | 0,01038 | 0,001715382 |
| 7 | 7084 | QL [S] | 0,00411 | 0,001937981 |
| 13 | 5681 | PETDAG [S] | 0,00573 | 0,00199274 |
| 10 | 7148 | CCMDBIO [S] | 0,00884 | 0,002178891 |
| 29 | 7501 | HARNLEN [S] | 0,01158 | 0,002663527 |
| 28 | 7022 | GTRONIC [S] | 0,00614 | 0,004254739 |
| 18 | 6645 | LITRAK [S] | 0,01420 | 0,004311442 |
| 26 | 5134 | SAB [S] | 0,03229 | 0,004336124 |
| 23 | 7216 | KAWAN [S] | 0,01831 | 0,005052072 |
| 24 | 5132 | DELEUM [S] | 0,04064 | 0,007272006 |
| 16 | 7277 | DIALOG [S] | 0,01107 | 0,007406108 |
| 25 | 5211 | SUNWAY [S] | 0,00224 | 0,008543036 |
| 3 | 5015 | APM [S] | 0,02068 | 0,01116964 |
| 12 | 5886 | MINTYE [S] | 0,04958 | 0,023678098 |

جدول من إعداد الطالب بناء على المعلومات السابقة .

نلاحظ من خلال الجدول أن نسبة أعلى المخاطر تتمثل في الأصل المالي للشركة **MINTYE [S]** المدرجة تحت رقم : 12 والتي لها أكبر عائد حسب هذه الدراسة ومنه بدراسة العلاقة بين العائد و المخاطر نجد أن الشركة **MINTYE [S]** لها أكبر عائد وبمقابل ذلك لها أكبر مخاطر .

ومنه بمقارنة (عائد/مخاطرة) في سوق رأس مال الإسلامي على (الأصل المالي الاسلامي) يمكن تحديد الأصل الذي ترغب في الاستثمار فيه وهنا يمكن الاستثمار في الأصل للشركة **MINTYE [S]** الذي يحقق أكبر عائد .

ويمكن تطبيق هذا النموذج على أي بورصة أوراق مالية سواء كانت إسلامية أو تقليدية واختيار مجموع الأصول المالية لتكوين المحفظة المالية المراد الاستثمار فيها حسب ميول المستثمر (يحب المخاطرة وتحقيق أكبر عائد ممكن) أو العكس.

كذلك يمكن القول أن العلاقة بين العائد والمخاطرة في السوق المالي التقليدي هي علاقة طردية أي كلما زاد العائد زادت درجة المخاطرة وكذلك في السوق المالية الإسلامي لكن وفق المبادئ الإسلامية .

ومن خلال حساب معامل الارتباط برنامج spss

| Corrélations | | |
|--------------|------------------------|--------|
| | | |
| | | y |
| y | Corrélation de Pearson | 1 |
| | Sig. (bilatérale) | ,791** |
| | N | ,000 |
| | | 27 |
| | | 27 |
| | | x |
| x | Corrélation de Pearson | ,791** |
| | Sig. (bilatérale) | 1 |
| | N | ,000 |
| | | 27 |
| | | 27 |

** . La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

نلاحظ من خلال نتائج الجدول أن قيمة معامل الارتباط بين المتغيرين العائد والمخاطرة قدر ب 79.1%، وهذا يدل على وجود علاقة طردية وقوية بين العائد والمخاطرة لأفضل 30 سهم وفق الشريعة الإسلامية في السوق المالي في ماليزيا.

خلاصة الفصل الثالث:

لقد اجتهدت الحكومة الماليزية في إنشاء أحد أهم قواعد الاقتصاد الإسلامي ألا وهي سوق الأوراق المالية الإسلامية، وهذا لما لها من وظائف وأهمية في الاقتصاد ككل، لأن هذه السوق أنشئت تحت رعاية السلطات الماليزية .

كما ينظر إلى ماليزيا على أنها تسير على منهج قيادة التمويل الإسلامي على مستوى العالم، قيادة مصدرها القوانين المتطورة والتطبيقات الرائدة وتستند إلي رأس المال الإسلامي ، ف 89% من الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية ، هذا يعني عمليا 825 شركة مدرجة بقيمة سوقية تبلغ 931 مليار رينغت ماليزي ، أي أكثر من 310 مليارات دولار ، ويمثل 65% من رأس مال السوق وفق إحصائيات عام 2012.

ولا تزال ماليزيا تحتل المرتبة الأولى من حيث التطور والريادة في سوق الصكوك عالميا وتمثل نسبة سوق الصكوك الماليزية بنسبة 68 % من مجموع إصدارات الصكوك العالمية.

ولا تزال بورصة ماليزيا تحتل مقدمة ريادة قائمة وجهة الإصدارات في حين يتجاوز نمو القطاع المالي الإسلامي 20% سنويا.

وكشفت ماليزيا في سبتمبر الماضي النقاب عن عدد من التحفيزات الرئيسية بالنسبة لقطاع التمويل الإسلامي خلال تقدير لميزانية البلاد لعام 2013 ، ومن بين هذه المحفزات الخصم المقترح للاندواج الضريبي لفترة أربعة سنوات اعتبارا من السنة الضريبية 2012 وحتى 2015 وكذلك على المصاريف المترتبة على عاتق عملية إصدار الصكوك للقطاع الزراعي.

يبدو أن ماليزيا مصممة على البقاء في الصدارة للصناعة المالية على مستوى العالم، فهي اليوم تمتلك أكبر سوق لإصدار الصكوك، وجاء ذلك بفضل الدعم الحكومي وخاصة من خلال توفير البنية التنظيمية والتشريعية.

ويعتبر النموذج المقترح الذي قدمناه كتجربة بسيطة لمستثمر مسلم يريد الاستثمار في السوق المالي الإسلامي الماليزي ، فقمنا بجمع معلومات على حوالي ثلاثين سهم لشركات مختلفة (مدرجة في البورصة الماليزية) وحساب العائد لها لمدة ثلاثة أشهر ومن خلال هذا الأخير معدل العائد قمنا بحساب معدل المخاطر كذلك ، ومن خلال العمليات الإحصائية المستعملة وهي مشروحة في الجزء النظري وصلنا إلي نتيجة مفادها أن العلاقة بين العائد والمخاطرة في السوق المالي الإسلامي علي الأصل المالي (السهم وفق الشريعة الإسلامية) هي علاقة طردية ، كلما زاد العائد زادت المخاطرة ولكن وفق مبدأ إسلامي " مبدأ الغنم بالغرم .

أي أنه يمكن تطبيق التقنيات الإحصائية على الأدوات المالية الإسلامية لمعرفة نسبة العائد للاستثمار فيها والمخاطر التي تقابلها من خلال العلاقة (عائد /مخاطرة)، وذلك من أجل تكوين محفظة مالية إسلامية مثلى مبنية على أساس علمي إسلامي صحيح .

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة:

إن أهم ما يميز أسواق الأوراق المالية في إطارها الإسلامي عن نظيرتها أي الأسواق المالية التقليدية (الوضعية) ، هي تلك الضوابط والأسس المنبثقة من الشريعة الإسلامية ، فالسوق المالية الإسلامية لها مقومات مضبوطة بالشريعة وأدوات مستمدة آلياتها من عقود الاستثمار الشرعية ، أما نظيرتها فلها قوانين وضعية مستمدة من قانون المصالح الدنيوية .

فالتشريع الإسلامي لم يكن يوماً منعزلاً عن الحياة رغم كل مظاهر التجديد والتحديث ، وظل قادراً على مواجهة تحديات العصر وتفجير الكثير من الطاقات المؤثرة في الحياة ، وظل الإسلام دوماً وأبداً وسيظل دستوراً للحياة ، ولن يكون حبيساً في الزوايا أو يبقى مجرد نصوص في بطون الكتب ليس له صدق في حياتنا بل نريد أن نراه واقعا عمليا في متاجرنا وأسواقنا ميزانا وافية وقولا صادقا وسلعا غير مغشوشة وتجارة لن تبور ، فذلك هو الدين القيم الذي لا يضيق بالجديد في الأدوات أو العقود أو المعاملات ولا يتكرر له مادام هذا الجديد يلبي حاجة للأمة ويحقق مقصدا مشروعاً من مقاصدها .

لذلك فإن كل مستحدث من المعاملات يفسح له الإسلام مكاناً في مجتمعه ويرعاه بين مبادئه وأحكامه إلا أن يكون هذا المستحدث قد جاء على غير سنة الحياة نتيجة لهوى طائش، فإن الإسلام حينئذ يردّه لتعارضه مع مبادئه الأساسية.

فالمستثمر المسلم كغيره من المستثمرين يجب أن يكون بحوزته رصيد من المعلومات، وقدر كاف من الدراية بمحددات ومبادئ الشريعة الإسلامية في المجال الاقتصادي المراد الاستثمار فيه.

ويعد معالجة ودراسة إشكالية البحث، تم التوصل إلي مجموعة من النتائج واقتراح جملة من التوصيات.

أولاً: نتائج اختبار فرضيات البحث

1. نصت الفرضية الأولى على أن الفقه الإسلامي يزخر بآراء اقتصادية هامة ،تحتاج من الاقتصاديين البحث والكشف والتتقيب عنها وتكييفها مع الاقتصاد المعاصر ،والبحث في الموضوع أثبت صحة هذه الفرضية ،حيث أننا تطرقنا لعدة آراء وأفكار اقتصادية إسلامية رغم اختلاف الحكم فيها تصب في خدمة الصالح العام والأمة الإسلامية .

2. نصت الفرضية الثانية على تنوع الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال التقليدي بين أدوات مقبولة شرعا ، وأخرى بحاجة إلي تطوير بما يتفق والضوابط الشرعية بالإضافة إلي استحداث أدوات مالية جديدة ، والفرضية صحيحة حيث أن الأسهم العادية كأداة استثمار تقليدية تتماشى وفق مبادئ الشريعة الإسلامية وتصلح للاستثمار في السوق المالي الإسلامي ،أما السندات فهي محرمة من جانب الشريعة الإسلامية لاحتوائها على عنصر سعر الفائدة المحرم شرعا ، أما بالنسبة للمشتقات المالية فهي كذلك محرمة ، أما الأدوات المستحدثة فتتمثل في الصكوك الإسلامية بأنواعها المختلفة.

3. نصت الفرضية الثالثة على أن حساب العائد والمخاطرة الخاصة بالأداة المالية (الورقة المالية) يختلف عن حساب العائد والمخاطرة للمحفظة، إذ يعتقد البعض أن عائد ومخاطر المحفظة ما هو إلا متوسط العائد والخطر للأداة المالية المكونة لهذه المحفظة والفرضية صحيحة، رغم صحة ذلك بالنسبة لعائد المحفظة، إلا أنه غير صحيح بالمرّة بالنسبة لمخاطر المحفظة كما وضحنا ذلك في (الفصل الثاني من المبحث الثالث في المطلب الثاني).

4. نصت الفرضية الرابعة على أن المستثمر المسلم يعتمد في دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق رأس المال الإسلامي على مبدأ "الغنم بالغرم" على عكس المستثمر الآخر الذي يعتمد على نظريات الاستثمار في المحفظة المالية، والفرضية صحيحة لاعتماد المستثمر المسلم على مبدأ "الغنم بالغرم" و "لا ضرر ولا ضرار" و "الخراج بالضمان" و "النعمة بقدر النعمة والنعمة بقدر النعمة".

5. نصت الفرضية الخامسة على أنه يمكن حساب كل من العائد والمخاطر المتعلقة بالأداة المالية في البورصة الماليزية عن طريق تطبيق الأدوات الإحصائية (المتوسط الحسابي، التباين، الانحراف المعياري) والفرضية صحيحة، حيث بعد تحديد العائد لعملية بيع ثلاثين سهم (أداة مالية وفق الشريعة الإسلامية) عن طريق المتوسط الحسابي، وبعد تحديد العائد لعدة فترات متتالية قمنا بحساب الخطر لكل أداة مالية عن طريق جذر التباين (الانحراف المعياري) والذي يمثل نسبة تباين العائد عن متوسطه، كل ما سبق قمنا بتطبيقه على أداة مالية إسلامية في سوق مالية إسلامية (ماليزيا) فوجدنا السهم الذي يملك أكبر عائد هو نفسه الذي يملك أكبر مخاطر تماشياً مع مبدأ "الغنم بالغرم".

كما يمكن تطبيق هذه الأدوات الإحصائية على جميع الأدوات المالية الأخرى أو الصكوك الإسلامية المهم أن تكون تتماشى وفق مبدأ الشريعة وذلك لمعرفة العلاقة (عائد/مخاطرة) على كل أصل مالي نريد الاستثمار فيه.

ثانياً: النتائج

من خلال هذه الدراسة تم الوقوف على جملة من النتائج يمكن تصنيفها إلى صنفين: نتائج خاصة بالدراسة النظرية ونتائج خاصة بالدراسة التطبيقية.

نتائج الدراسة النظرية :

- 1- إن الممارسات غير الأخلاقية التي تميز سوق رأس المال التقليدي من بيع صوري وشراء بغرض الاحتكار واستغلال ثقة العملاء وتلاعب في الأسعار إلي غير ذلك ،يؤكد أهمية وضرورة إيجاد سوق رأس مال إسلامي ودعمه بالأدوات الاستثمارية الشرعية وتميزه بضوابط أخلاقية وخضوعه للرقابة الشرعية ، دون نكران الحاجة إلي الابتكار والإبداع من أجل أن يقوم بالدور الاقتصادي المأمول منه ، لتحقيق مصالح المسلمين الاقتصادية المتوافقة مع شريعتهم .
- 2- تتمتع سوق الأوراق المالية الإسلامية بأدوات إسلامية متنوعة ،تقضي بها الحوائج المرجوة والقائمة في الأصل على أساسها، وتعد شركة المساهمة جائزة شرعا وهذا الجواز مقيد بمدى مشروعية نشاط الشركة وإتباعها طريق الكسب الحلال ،لأنه يتحقق فيها معنى الشركة فالشركاء يقدمون أسهمهم حصصا في رأس المال فيشتركون في رأس المال ويقتسمون الأرباح ويتحملون الخسائر .
- 3- من جهة الأسهم منها ما هو على اتفاق في جوازها ،ومنها ما هو على خلاف ولذلك تم وضع أسس قبول الأسهم وجعلها شرعية من بينها قيام مصدرها على أسس شرعية ، وأنها لا غرر فيها ولا جهالة.
- 4- السهم في حقيقته الشرعية هو جزء من رأس مال الشركة المصدرة له ،فهو يمثل حصة شائعة في ممتلكات هذه الشركة من أثمان وأعيان ومنافع وديون وعلى ذلك فان محل التصرفات الواردة على السهم هو هذه الحصة الشائعة في موجودات الشركة .
- 5- إن حقيقة تحريم السندات قائم على اشتراط رد المبلغ الأصلي المقرض مضافا إليه زيادة على أي وجها كانت.
- 6- لا يمكن جعل المشتقات المالية بصورتها الحالية من الأدوات المالية الإسلامية وذلك لقيامها على محرمات شرعية من الربا والغرر وأكل أموال الناس بالباطل .
- 7- يتحصل أي مستثمر في الأدوات المالية (الأسهم) على عوائد إضافية عن رأس المال الأصلي لقاء مشاركته في الاستثمار وتحمله درجة معينة من المخاطر .
- 8- يمكن للمستثمر تحمل المخاطر النظامية عندما يكون هناك عائد يعوضه عن تحمل هاته المخاطر .
- 9- تصرفات المستثمر تبنى على العلاقة ما بين العائد المتوقع والمخاطر النظامية والتي يمكن السيطرة عليها.
- 10- المخاطر غير النظامية يمكن السيطرة عليها عن طريق التنويع .
- 11- هناك علاقة طردية بين العائد والمخاطرة من خلال تقديره للعائد المتوقع الحصول عليه والذي يخلق لديه الرضا وفقا لدرجة الخطر المقبولة لديه .

12- تتحدد العوائد عن طريق المعطيات والتنبؤ، أما المخاطر أحسن قياس لها هو الانحراف المعياري.

13- تعتمد العلاقة بين العائد والمخاطرة على أداة الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي على عدة مبادئ منها " الغنم بالغرم " و " لا ضرر ولا ضرار " و " الخراج بالضمان " و " النعمة بقدر النعمة والنعمة بقدر النعمة " وهي علاقة طردية أي كلما زاد العائد زادت درجة المخاطرة .

14- العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في السوق المالي لا تختلف في كلى السوقين (التقليدي-الإسلامي) فالعلاقة طردية ، فالاختلاف يكمن في نقطتين أساسيتين :

أ- الأدوات المالية المراد الاستثمار فيها (أدوات مالية تقليدية أو أدوات مالية إسلامية)
ب- المبدأ المطبق من قبل المستثمر في اختيار قرار الاستثمار في الأداة وفق مبدأ " الغنم بالغرم " أو وفق مبادئ نظرية المحفظة المالية.

نتائج الدراسة التطبيقية :

1- إن سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا يعتبر سوق يقوم على تشريعات وتعليمات لا يعتمد عليها السوق الوضعي.

2- قام سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا على أساس تقديم البديل الشرعي لسوق رأس المال التقليدي في ماليزيا ، وذلك بتوفير الخدمات المالية الإسلامية إلي متعاملي السوق من المؤسسات المالية، والشركات الخاصة وجمهور المستثمرين المسلمين الراغبين في الحصول على التمويل والاستثمار المتوافق مع مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية ،إلا أن هذا البديل لا يتمتع باستقلالية عن نظيره التقليدي بحكم خضوعه لرقابة وإشراف هيئة الأوراق المالية الماليزية ووزارة المالية الماليزية.

3- تعتبر الأسهم العادية والمدرجة في القائمة الرئيسية لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ،من أقرب الأدوات المالية توافقا مع أحكام الشريعة ،وهي عبارة عن أسهم للشركات المسموح بها من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية ،ويمكن للمستثمرين المسلمين الاستثمار فيها ،وتخضع قائمة هذه الأسهم إلي المراقبة والفحص من وقت لآخر ،وتتم عملية الفحص بشكل دوري مرتين في السنة ، فأى تغيير في أنشطة الشركات يؤثر في استمرار الاستثمار فيها إذا أصبحت أنشطتها الرئيسية تحتوي على عمليات محرمة شرعا.

4- إن عملية إصدار وتداول كل من صكوك الإجارة وصكوك المضاربة وصكوك المشاركة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ، تتم وفقا للمعايير الشرعية المعتمدة من هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية ، وتم اعتمادها أيضا من اللجنة الاستشارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية.

5- ينظر إلى ماليزيا على أنها تسير على منهج قيادة التمويل الإسلامي على مستوى العالم، قيادة مصدرها القوانين المتطورة والتطبيقات الرائدة وتستند إلى رأس المال الإسلامي ، ف 89% من الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية ، هذا يعنى عمليا 825 شركة مدرجة بقيمة سوقية تبلغ 931 مليار رينغت ماليزي ، أي أكثر من 310 مليارات دولار ، ويمثل 65% من رأس مال السوق وفق إحصائيات عام 2012. و لا تزال ماليزيا تحتل المرتبة الأولى من حيث التطور والريادة في سوق الصكوك عالميا وتمثل نسبة سوق الصكوك الماليزية بنسبة 68 % من مجموع إصدارات الصكوك العالمية.

6- يعتبر النموذج المقترح الذي قدمناه كتجربة بسيطة لمستثمر مسلم يريد الاستثمار في السوق المالي الإسلامي الماليزي ، فقمنا بجمع معلومات عن حوالي ثلاثين سهما لشركات مختلفة (مدرجة في البورصة الماليزية) وحساب العائد لها لمدة ثلاثة أشهر ومن خلال هذا الأخير معدل العائد المتوسط الحسابي) قمنا بحساب معدل المخاطر

(الانحراف المعياري) ، ومن خلال العمليات الإحصائية المستعملة وهي مشروحة في الجزء النظري وصلنا إلى نتيجة مفادها أن العلاقة بين العائد والمخاطرة في السوق المالي الإسلامي علي الأصل المالي (السهم وفق الشريعة الإسلامية) هي علاقة طردية ، كلما زاد العائد زادت المخاطرة ولكن وفق مبدأ إسلامي " مبدأ الغنم بالغرم .

7- يمكن تطبيق التقنيات الإحصائية على الأدوات المالية الإسلامية لمعرفة نسبة العائد للاستثمار فيها والمخاطر التي تقابلها من خلال العلاقة (عائد/مخاطرة)، وذلك من أجل تكوين محفظة مالية إسلامية مثلى مبنية على أساس علمي إسلامي صحيح .

ثالثا: التوصيات

1- العمل على أن تكون سوق الأوراق المالية الإسلامية سوقا مستقلة عن نظيرتها، وذلك بأدواتها وعملياتها ووسطائها وهيئات ولجان الرقابة فيها، ولا مانع من أن تكون هناك هيئة عليا للرقابة على السوقين معا.

2- إن الصكوك الاستثمارية الإسلامية بضوابطها الشرعية والاقتصادية، عبارة عن منتج لازال بحاجة ماسة إلى الدعم والمتابعة والمراقبة من أجل المحافظة على سلامته الشرعية وحقيقة دوره المنفق مع الأصول والمقاصد الشرعية.

3- ضرورة إنشاء معاهد تعليمية متخصصة ومراكز تدريب وعقد مؤتمرات وحلقات نقاش لتأهيل الكوادر البشرية اللازمة للعمل في سوق رأس المال الإسلامي ، بما يتناسب مع معطيات النمو في صناعة المال الإسلامي ، والاحتياج المتنامي لأعضاء الهيئات الشرعية ، مع مراعاة اعتماد التخصصية في المجالات المتعددة للمؤسسات المالية الإسلامية .

- 4- ضرورة إعداد كوادر بشرية مؤهلة في مجال الإدارة المالية وتعميق أصحاب اتخاذ القرار بالاستثمار في الأدوات المالية الإسلامية في الشركة بالمداخل العلمية والكمية الجديدة، والإحصائية والبرامج الخطية... في اتخاذ القرار مع توفير التدريب اللازم لهم بما يكفل عوائد أكبر والوصول إلي الربحية العالية باستغلال البرامج المعدة لذلك أحسن استغلال.
- 5- إجراء المزيد من الدراسات على العلاقة بين العائد والمخاطرة على الأدوات المالية الإسلامية في الأسواق المالية الإسلامية العربية الأخرى وذلك لمحاولة لوضع نموذج (برنامج) ،تحدد فيه مدخلات النموذج من أي معطيات في السوق المالي لتتم عملية المعالجة فالمخرجات لتساعد المستثمر المسلم أو غير المسلم (على حسب الأدوات المالية المراد الاستثمار فيها) على اتخاذ قرار الاستثمار .

رابعاً: أفاق البحث

إن البحث في مجال "دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في السوق المالي الإسلامي " لا يزال واسعاً إذ يمكن الخوض في مواضيع كثيرة يصلح أن تزيح الكثير من الغموض في هذا المجال الواسع والتي نذكر منها:

- البحث في كيفية المساهمة لإزالة العقبات التي تواجه الأسواق المالية الإسلامية في الدول الإسلامية والعربية، أو في كيفية تحول الأسواق من طابعها الوضعي إلي إطارها الإسلامي.
- توجيه الدارسين للعلوم الاقتصادية لإجراء الدراسات والبحوث في مجال المعاملات الاقتصادية الإسلامية وتقييمها من الناحية الشرعية للاستفادة منها بما يتوافق والشرع الحنيف.
- البحث في مجال الدراسات الإحصائية و الكمية والنمذجة وتطبيقها على الأدوات المالية الإسلامية للمساعدة في اتخاذ القرارات الاستثمارية لإعطاء السوق المالي الإسلامي مزيداً من الروح والعملية البراقماتية .

وصلى الله على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه وسلم أجمعين، وآخر دعوانا أن الحمد لله رب العالمين

قائمة

المصادر والمراجع

قائمة المصادر و المراجع:

أولاً : المصادر

- القرآن الكريم.
- الأحاديث النبوية .

ثانيا المراجع :

أ - الكتب :

| | |
|----|--|
| 1 | ابن منظور، لسان العرب، القاهرة، دار المعرف، 1981، المجلد الثاني، جزء 14، باب الدال |
| 2 | أبو بكر جابر الجزائري، منهاج المسلم كتاب عقائد وآداب وأخلاق وعبادات ومعاملات، درارية الجزائر، دار الكتاب الحديث |
| 3 | أحمد الشرياصي، المعجم الاقتصادي الإسلامي، دار الجيل، 1981، حرف العين |
| 4 | أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، عنابة الجزائر، دار العلوم للنشر والتوزيع، 2008. |
| 5 | أحمد فريد مصطفى، تطور التاريخ الاقتصادي الإسلامي والوضعي، اسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة، 2007. |
| 6 | أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، طبعة 1، الإسكندرية مصر، دار الفكر الجامعي، 2006 |
| 7 | أحمد محي الدين أحمد، الأدوات الاستثمارية الإسلامية ودورها في تنشيط التداول بالبورصات العربية، لبنان، اتحاد المصارف العربية |
| 8 | أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، الطبعة 01، الأردن، دار النفائس للنشر والتوزيع، 2007 |
| 9 | إدوارد بورودزيكيس، ترجمة أحمد المغربي، إدارة المخاطر والأزمات والأمن، طبعة 1، القاهرة، دار الفجر للنشر والتوزيع، 2008 |
| 10 | أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، طبعة 1، عمان، دار المسيرة، 2004 |
| 11 | أسامة السيد عبد السميع، الإعجاز الاقتصادي في القرآن الكريم، الإسكندرية مصر، دار الفكر الجامعي، 2009. |
| 12 | أسامة عبد الخالق الأنصاري، إدارة البنوك التجارية و البنوك الإسلامية، مصر، بدون دار نشر، 1994 |
| 13 | أسامة محمد أحمد الفولي، تقييم التجربة الماليزية في إقامة أول سوق نقدي إسلامي، مجلة المال والصناعة، العدد 17، 1999 |
| 14 | إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، مصر، الدار الجامعية |
| 15 | أشرف محمد دواية، نحو سوق مالي إسلامي، طبعة 01، مصر، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، 2006 |
| 16 | أشرف محمد دواية، الاستثمار والمضاربة في الأسهم والسندات من منظور إسلامي، القاهرة مصر، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع، 2008. |
| 17 | السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار، في البورصة والأوراق المالية، مصر، دار الأمين، 2006 |
| 18 | الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، طبعة 4، بن عكنون الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، 2005. |
| 19 | أمين أحمد السيد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2005 |
| 20 | برايان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، طبعة 1، اعداد قسم الترجمة بدار الفاروق، مصر، دار الفاروق للنشر، 2006 |
| 21 | بريان كويل، هيكل رأس مال الشركات، قسم الترجمة بدار الفاروق، الطبعة 1، عمان، دار الفاروق للنشر والتوزيع، 2006 |
| 22 | بلعروز بن علي، مداخلة بعنوان إستراتيجية التحوط وإدارة المخاطر، الملتقى الدولي الثالث حول إستراتيجية إدارة المخاطر الواقع والأفاق، 25-26 نوفمبر 2008 |
| 23 | بلعروز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، طبعة 2، بن عكنون، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، 2006 |
| 24 | بلعروز بن علي، محمدي الطيب أحمد، دليلك في الاقتصاد، الجزائر، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، 2008. |
| 25 | جمال جويدان الجميل، الأسواق المالية والنقدية، طبعة 02، عمان، دار الصفا للنشر والتوزيع |
| 26 | حسين بني هاني، الأسواق المالية طبيعتها وتنظيمها أدواتها، عمان، بدون ذكر دار النشر، 2002 |
| 27 | حسين حسين شحاتة، الضوابط الشرعية والأسس الاقتصادية لتحديد الحد الأدنى للأجر، سلسلة دراسات في الاقتصاد الإسلامي، متاح على العنوان: (www.darelmashora.com)، تاريخ التحميل السبت 2014/01/18، ساعة 17:50 |
| 28 | حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، الطبعة 1، بدون دار ولا بلد النشر، 1999 |
| 29 | حمزة عبد الكريم محمد حماد، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية، طبعة 1، عمان الأردن، دار النفائس للنشر والتوزيع، 2008. |
| 30 | حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة 2، الأردن، الوراق للنشر والتوزيع، 2008 |
| 31 | خالد وهيب الراوي، الاستثمار مفاهيم، تحليل، استراتيجية - الطبعة 01، عمان، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، 1999 |

دراسة العلاقة بين العائد و المخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي _ دراسة حالة ماليزيا _

| | |
|----|---|
| 32 | خلف بن سليمان بن صالح بن سليمان النمري، شركات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي، إسكندرية مصر، مؤسسة شباب الجامعة، 2000 |
| 33 | دريد كامل آل شبيب ، مقدمة في الإدارة المعاصرة ، الطبعة 2، عمان ،دار الميسرة ،2009 |
| 34 | دريد كامل آل شبيب ،إدارة المحافظ الاستثمارية ،الأردن ،دار الميسرة ،2010 |
| 35 | دريد كامل آل شبيب ،الاستثمار والتحليل الاستثماري ،عمان الأردن ، إدارة المحافظ الاستثمارية، عمان، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2010. |
| 36 | دريد كامل آل شبيب ،مبادئ الإدارة المالية ، الطبعة 1، عمان ، دار المناهج للنشر والتوزيع ،2006 |
| 37 | رفيق يونس المصري ، أصول الاقتصاد الإسلامي ، الطبعة 03، بيروت ، دار الشامية ، 1999 |
| 38 | رمضان زياد ، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ، طبعة 4 ، عمان ،دار وائل للنشر ، 2007 |
| 39 | رمضان زياد ،مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ،طبعة (1)،دار النشر والتوزيع، 1988. |
| 40 | زكريا سلامة عيسى الشطناوي ، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور إسلامي ،الأردن ،دار النفائس للنشر والتوزيع |
| 41 | سامي حسن حمود ، تطوير الأعمال المصرفية بما يتفق والشريعة الإسلامية ، الطبعة 3، القاهرة ،دار التراث ، 1991 |
| 42 | سامي حطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، مقال بدعوة من هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، 2005 |
| 43 | سعد الدين محمد المكي، المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الإسلام، طبعة 1، بيروت، المكتب الإسلامي، 2002 |
| 44 | سعد عبد الحميد مطاوع ، الأسواق المالية المعاصرة ،مصر ،مكتبة أم القرى ،2001 |
| 45 | سعيد سيف النصر ،دور البنوك في استثمار أموال العملاء، مصر ،مؤسسة شباب الجامعة |
| 46 | سعيدة تلي ،التبؤ بالمرادوية لتسيير المحفظة المالية دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة تونس ، مذكرة ماجستير في علوم التسيير ،تخصص مالية المؤسسة ،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية ،جامعة قاصدي مرباح ،ورقلة 2008-2009 |
| 47 | سليمان ناصر ، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية ، طبعة 1، القرارة ،غرداية ، الجزائر ،المطبعة العربية ، 1423هـ -2002م |
| 48 | سمير عبد الحميد رضوان ،المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ، الطبعة 01 ، مصر ،دار النشر للجامعات ، 2005 |
| 49 | سيد سالم عرفة،إدارة المخاطر الاستثمارية ،طبعة1، عمان الأردن ،دار الرابحة للنشر والتوزيع،2009 |
| 50 | سيف الدين إبراهيم تاج الدين ،نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم ،المجلد 03 العدد 01 ،المملكة العربية السعودية ، مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي ،1405هـ -1985م |
| 51 | شعبان محمد إسلام البرويري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ،طبعة(1)،دمشق ،دار الفكر ،2002 |
| 52 | صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، طبعة 1، مصر الإسكندرية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، 2000 |
| 53 | ضياء مجيد الموسوي ،البورصات -أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات ،طبعة (1)،1998. |
| 54 | طارق عبد العال حماد ، المشتقات المالية المفاهيم إدارة المخاطر المحاسبية ،مصر ،الدار الجامعية ،2003 |
| 55 | طارق عبد العال حماد ،إدارة المخاطر،الإسكندرية مصر ،الدار الجامعية ،2007 |
| 56 | طارق عبد العال حماد ،دليل المستثمر إلي بورصة الأوراق المالية ، مصر ، الدار الجامعية ،2005 |
| 57 | ظاهر حردان ، مبادئ الاستثمار ، عمان الأردن ، دار المستقبل ،1997 |
| 58 | عادل عبد الفضيل عيد ، الاحتياط ضد مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية ، الإسكندرية ، دار الفكر الجامعي ،2011 |
| 59 | عاطف وليد أندراوس ، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات ، الإسكندرية ، دار الفكر الجامعي ، 2007 |
| 60 | عبد الأول عابدين محمد بسبوني ،مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة -دراسة فقهية -مقارنة، طبعة 01 ،الإسكندرية ،دار الفكر الجامعي ،2008 |
| 61 | عبد الجبار حمد عبيد السبهاني ، ملاحظات في فقه الصيرفة الإسلامية ، مجلة الاقتصاد الإسلامي ، جامعة الملك عبد العزيز بجدة ، المجلد 16 العدد 1 ،2003 |
| 62 | عبد الرحمان عبد العزيز النفيسة ،الاستثمارات الشرعية والأحكام النظامية -دراسة تطبيقية مقارنة - ط1 ، الأردن ،دار النفائس ،1430، 2010 |
| 63 | عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي ، مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة ، مجلة الاقتصاد الإسلامي ، جامعة الملك عبد العزيز ،جدة ، مجلد 15 ، 2003 |
| 64 | عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي ، نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية ،مجلة الدراسات الاقتصادية ،جدة ،جامعة الملك عبد العزيز ،العدد 11 ، 1999 |
| 65 | عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي ، نحو نموذج لمعدل العائد في الاقتصاد الإسلامي ،مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ،جامعة الملك عبد العزيز ،جدة ،السعودية ،العدد 2 ،2008 |
| 66 | عبد الستار إبراهيم رحيم الهيبي ،السياسة السعرية في المذهب الاقتصادي الإسلامي ،طبعة 1 ،عمان الأردن ،مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع ،2006 |
| 67 | عبد العزيز الخياط ، الشركات في ضوء الإسلام الجزء 01، عمان ،المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية ،مؤسسة آل البيت ، 1989، ص 200. |
| 68 | عبد الغفار حنفي ،الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ،الإسكندرية مصر ،الدار الجامعية ،2003/2004 |
| 69 | عبد الغفار حنفي ،رسمية قرياقص ،أسواق المال بورصات مصارف شركات تأمين شركات استثمار ،الإسكندرية ، دار الجامعة الجديدة ، 2003 |

دراسة العلاقة بين العائد و المخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي _ دراسة حالة ماليزيا _

| | |
|-----|---|
| 70 | عبد الغفار حنفي ،سمية قريفاص ،أسواق المال ،مصر، الإسكندرية ، دار الجامعة الجديدة للنشر، 2003 |
| 71 | عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مصر الإسكندرية، الدار الجامعية، 2004/2003 |
| 72 | عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية ،الطبعة1،بيروت ،مؤسسة الرسالة ناشرون،2008 |
| 73 | عبد الله المصلح ،صلاح الصاوي،مالا يسع التاجر جهله ،طبعة 1 ،سوريا ،مؤسسة ناشرون الرسالة، 2005 |
| 74 | عبد الله بن محمد بن عبد الله العمراني ،العقود المالية المركبة ،طبعة1،السعودية،كنوز اشبيليا ،2006 |
| 75 | عبد المجيد قدي ،أسس البحث العلمي في العلوم الاقتصادية والإدارية -الرسائل والأطروحات-، طبعة1،الجزائر،دار الأبحاث للترجمة والنشر والتوزيع ،أفريل 2009 |
| 76 | عبد المجيد قدي ،السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية ،طبعة 3، الجزائر ،ديوان المطبوعات الجامعية، 2006 |
| 77 | عبد النافع عبد الله الزراري ،غازي توفيق فرح ،الأسواق المالية ،طبعة 1 ، عمان ، دار وائل للنشر ، 2001 |
| 78 | عدنان تايه النعيمي ،أرشد فؤاد التميمي ، الإدارة المالية المتقدمة ، عمان ، دار اليازوري العلمية، 2009 |
| 79 | عصام حسين ،أسواق الأوراق المالية (البورصة) ،الأردن ، دار أسامة، 2008 |
| 80 | عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، طبعة1، عمان الأردن، دار أسامة للنشر والتوزيع،2007. |
| 81 | عصام فهد العريبي، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، طبعة 1،سوريا دمشق، دار الرضا للنشر، 2002. |
| 82 | عطية فياض، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، طبعة(1) ،دار النشر للجامعات ،مصر 1998 |
| 83 | علي أحمد السالوس ، موسوعة القضايا الفقهية المعاصرة والاقتصاد الإسلامي ، جزء 2، الدوحة ، دار الثقافة ، 1998 |
| 84 | علي عباس ،الإدارة المالية ،عمان ،إثراء للنشر والتوزيع ،2008 |
| 85 | عمار عمورة ، الوجيز في شرح القانون التجاري الجزائري ، الجزائر ، دار المعرفة، 2000 |
| 86 | غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة،، الأردن، دار المناهج للنشر والتوزيع ، 2008 |
| 87 | غالب عوض الرفاعي،عبد الحفيظ بلعربي،اقتصاديات النقود والبنوك، جزء1،طبعة1،عمان الأردن، دار وائل للنشر والتوزيع،2002 |
| 88 | فايز سليم حداد ، الإدارة المالية ، الطبعة 2 ، عمان ، دار الحامد للنشر و التوزيع ، 2009 |
| 89 | فتح الله النشار ، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة، 2006 |
| 90 | فليح حسن خلف ،الأسواق المالية والنقدية ،طبعة1، الأردن ، عالم الكتب الحديث ،2006 |
| 91 | فيصل محمود الشاورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، الطبعة 01، الأردن ،دار وائل للنشر والتوزيع ، 2008 |
| 92 | قاسم نايف علوان ،إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق ،دار الثقافة ،بدون دار نشر ،2009 |
| 93 | قيصر عبد الكريم الهيتي ،أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية ، الطبعة 01 ،دمشق ، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع ،2006 |
| 94 | مايكل بيكيت ،كيف تعمل البورصة دليل المستثمر الصغير ، طبعة 1 ، مصر ، إعداد قسم الترجمة بدار الفاروق ، دار الفاروق للنشر والتوزيع ، 2006 |
| 95 | مبارك بن سليمان ، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ،طبعة(2)، الرياض ،كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع ،2005 |
| 96 | مبارك بن سليمان ،أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ،جزء 1، طبعة 1 ، الرياض ، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع ،2005 |
| 97 | مبارك بن سليمان ،الأسواق المالية من منظور إسلامي (مذكرة تدريسية) ،طبعة 01،جدة ،جامعة الملك عبد العزيز ،مركز النشر العلمي،2010 |
| 98 | محمد الحناوي، وآخرون،الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر ،الإسكندرية مصر ،دار الفكر الجامعي2007 |
| 99 | محمد الشريف إيمان،محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية ،جزء 3 ،الجزائر ،ديوان المطبوعات الجامعية ،2003. |
| 100 | محمد الطاهر قادري ،مدارس الفكر في الاقتصاد السياسي، طبعة 1،الجلفة الجزائر،دار الأوراسية للطباعة والنشر،2009 |
| 101 | محمد أنس الزرقا ،نظم التوزيع الإسلامية ، مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي ، مجلة 2 ، العدد 1، 1984 |
| 102 | محمد بوحديدة ،النظام المالي الإسلامي التجارب التحديات والآفاق،طبعة 1،المحمدية ،الجزائر ،كليك للنشر ،2011 |
| 103 | محمد شفيق حسين طنيب ،محمد إبراهيم عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص ، الطبعة1 ، عمان ،دار المستقبل ،2009 |
| 104 | محمد صالح الحناوي ،جلال ابراهيم العبد ،بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق ، مصر ، الدار الجامعية ،2005 |
| 105 | محمد صالح الحناوي و آخرون ، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر ، الإسكندرية ، المكتب الجامعي الحديث ، 2007 |
| 106 | محمد صالح القرشي ،المالية الدولية ،طبعة 1، الأردن، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع،2008. |
| 107 | محمد عثمان شبير ،المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، طبعة 04 ،الأردن ،دار النفائس ،2001 |
| 108 | محمد على العامري ،الإدارة المالية ،الطبعة 1 ، عمان ،دار المناهج للنشر والتوزيع ،2007 |
| 109 | محمد مطر ،إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية ، الطبعة 03، الأردن ، دار وائل للنشر ،2004 |
| 110 | محمد مطر ، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية طبعة 5، عمان الأردن ،دار وائل للنشر والتوزيع ،2009 |

دراسة العلاقة بين العائد و المخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي _ دراسة حالة ماليزيا _

| | |
|-----|--|
| 111 | محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة 01، عمان، الأردن، دار وائل للنشر، 2005 |
| 112 | محمود حسين الوادي، وآخرون، دراسات الجدوى الاقتصادية والمالية، طبعة 1، عمان الأردن، دار صفاء للنشر والتوزيع، 2010 . |
| 113 | محمود فهد مهيدات، عقود الخيارات المالية المعاصرة بين المجيزين والماتيين، دائرة الإفتاء العام الأردنية |
| 114 | محمود محمد الداغر، الأسواق المالية - مؤسسات أوراق بورصات، الطبعة الأولى، الأردن، عمان، دار الشروق للنشر، 2005 |
| 115 | مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبية، الطبعة 01، القاهرة، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، 1997 |
| 116 | مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، مصر، الشركة العربية المتحدة للتوزيع والتوريدات، 2008 |
| 117 | مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، جزء 1، طبعة 4، بين عكنون الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، 2008. |
| 118 | مصطفى حسين سلمان، وآخرون، المعاملات المالية في الإسلام، عمان الأردن، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 1410 هـ - 1990 م |
| 119 | معد على الجارحي، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام - الإدارة المالية في الإسلام، جزء 1، عمان، المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية، مؤسسة آل البيت، 1989 |
| 120 | منذر قحف، مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية، جدة، السعودية، 1412 هـ، 1991 م |
| 121 | منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مصر، منشأة المعارف، 1999 |
| 122 | منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، الطبعة 4، الإسكندرية، دار المكتب العربي الحديث، 1999 |
| 123 | منير إبراهيم هندي، الأسواق و المنشآت إدارة المالية، منشأة المعارف للتوزيع، مصر، 1999 |
| 124 | منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، الطبعة 03، الإسكندرية، دار المعرفة الجامعية، 2010 |
| 125 | منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، الطبعة 01، منشأة المعارف للتوزيع، مصر، 2003 |
| 126 | موسى مطر شقيري، نوري موسى، ياسر المومني، المالية الدولية، عمان، دار الصفاء للنشر والتوزيع |
| 127 | ناصر دادي عدون، تقنيات ومراقبة التفسير الرياضيات المالية، الجزائر، دار المحمدية العامة |
| 128 | ناصر دادي عدون، الرياضيات المالية، الجزائر، دار المحمدية العامة |
| 129 | ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، أساسيات الاستثمار، طبعة 1، عمان، دار وائل للنشر والطباعة، 2003 |
| 130 | ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، أحمد زكريا صيام، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، عمان، دار وائل للنشر والطباعة، 1999 |
| 131 | هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، طبعة 1، الأردن، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، 2007 |
| 132 | هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، طبعة 01، الأردن، دار صفا للنشر والتوزيع، 2003 |
| 133 | وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، جزء 2، طبعة 1، لبنان، دار المنهل اللبناني، 2003. |
| 134 | وليد ناجي الحياي، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي، الطبعة 1، الأردن، إثراء للنشر والتوزيع، 2009 |
| 135 | وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، طبعة 1، سوريا، دار الفكر، 2002 |
| 136 | وهبة الزحيلي، بيع الدين في الشريعة الإسلامية، سلسلة أبحاث مركز الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، مركز النشر العلمي، الجامعة السعودية |
| 137 | ياسر عجيل النشمي، أبجديات التجارة الإسلامية العالمية، الطبعة 1، الكويت، مكتبة المعرف المتحدة، 2006 |
| 138 | يسري عبد الرحمان، قضايا اقتصادية معاصرة، مصر، الدار الجامعية، 2001 |

ب - المؤتمرات والملتقيات :

| | |
|---|--|
| 1 | أسامة عبد الرزاق، التحديات والحلول الخاصة للمصارف الإسلامية (ورقة عمل)، مقدمة للمؤتمر السادس للمؤسسات المالية الإسلامية، الكويت 2006 |
| 2 | إضاءات، المشتقات المالية، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، العدد 2، ديسمبر 2009 - يناير 2010، الكويت |

دراسة العلاقة بين العائد و المخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي _ دراسة حالة ماليزيا _

| | |
|----|--|
| 3 | جمال العمارة ،رايس حدة ، تحديات السوق المالي الاسلامي ، بحث مقدم للملتقى الدولي حول السياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات ،دراسة حالة الجزائر والدول النامية ،بسكرة ، الجزائر ،يومي 21-22 نوفمبر 2006 |
| 4 | حازم بدر الخطيب ، دور وأهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية ،العدد 11 ،مجلة العلوم الانسانية ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، ماي 2007 |
| 5 | سليمان ناصر ،السوق المالي الاسلامي كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الاسلامي ، بحث مقدم للدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية ، جامعة سطيف ،الجزائر ، أيام 25-28 ، ماي 2003 |
| 6 | عصام أبو النصر ، الحكم الشرعي في تملك الأسهم وكيفية تطهير أسهم الشركات التي أختلط فيها الحلال بالحرام ، بحث مقدم للمؤتمر السنوي العلمي الخامس عشر ،سوق الأوراق المالية والبورصات ، كلية الشريعة والقانون ، جامعة الامارات العربية المتحدة ، يومي 15-17/05/2006 |
| 7 | علي محي الدين القره داغي ،الاستثمار في الأسهم ، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد 7 |
| 8 | علي محي الدين القره داغي ،الاستثمار في الأسهم ،مجلة المجمع الفقهي الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي ،العدد 9 ، السنة السابعة، طبعة2، مكة المكرمة السعودية، 2004. |
| 9 | مجلة الاقتصاد الإسلامي ،العدد :سبعة وسبعون ،ربيع الثاني 1408 هـ ، ديسمبر 1987م |
| 10 | مجلة مجمع الفقه الاسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الاسلامي ،العدد السادس ، جزء 2 |
| 11 | محمد نجاة الله صديقي ، تدريس الاقتصاد الجزئي من منظور إسلامي ، مجلة الاقتصاد الاسلامي ، جامعة الملك عبد العزيز بجدة ، المجلد 01 ، 1989 |
| 12 | محي الدين القره داغي ، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي ،مجلة مجمع الفقه الإسلامي |
| 13 | مركز التعليم المفتوح، نظرية إدارة المحافظ المالية، جامعة بنها، مصر، ص 11، على الموقع الالكتروني: http://bu.edu.eg/olc/images/8th-10%20(1).pdf ، تاريخ الزيارة:2012.12.23، على الساعة 10:30 |
| 14 | مفتاح صالح ،أدوات السوق النقدية في الجزائر،مجلة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، مجلة علمية دورية محكمة،جامعة الأزهر ، السنة الحادي عشر ،العدد31، 2007 |
| 15 | منذر قحف ،الإجارة المنتهية بالتمليك وصكوك الأعيان المؤجرة ، بحث مقدم لدورة المجمع الفقه الاسلامي الدولي الثاني عشر ،المنعقدة في مدينة الرياض السعودية ، أيام 21-27/09/2000م |
| 16 | منذر قحف ، ربط الحقوق والالتزامات الآجلة بتغير الأسعار ،وقائع ندوة رقم 19 المنعقدة بمقر البنك الإسلامي للتنمية بجدة ، 25-28 أبريل 1987 |
| 17 | نادية أمين محمد علي ، صكوك الاستثمار الشرعية خصائص وأنواع ،بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوي 14 "المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل" ، كلية الشريعة والقانون جامعة الامارات العربية المتحدة ،يومي 15-17 ماي 2005 |
| 18 | وليد خالد الشايجي ،عبد الله يوسف الحجي ،صكوك الاستثمار الشرعية ،مداخلة مقدمة الى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر ،بعنوان المؤسسات المالية الإسلامية ، معالم الواقع وآفاق المستقبل ،كلية الشريعة والقانون ، جامعة دبي ،يومي 15-17 ماي 2005 |
| 19 | ياسين محمد أحمد ، الأسهم الجائزة والمحظورة ودورها في إحداث نهضة اقتصادية شاملة ومعاصرة ، بحث مقدم للمؤتمر العالمي 15 ،سوق الأوراق المالية والبورصات ، كلية الشريعة والحياة ، جامعة الامارات المتحدة ، يومي 15-17/05/2006 |
| 20 | أبوبكر ،صفية أحمد، الصكوك الإسلامية ،بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الاسلامية بين الواقع والمأمول ، دائرة الشؤون الاسلامية والعمل الخيري بدبي ،من 31ماي إلي 3جوان 2009. |
| 21 | أحمد بن عبد العزيز الحداد ،الأسهم والسندات -تصور وأحكام ،بحث مقدم للمؤتمر السنوي العلمي الخامس عشر ،سوق الأوراق المالية والبورصات ،جامعة الإمارات العربية المتحدة ،كلية الشريعة والقانون ،2006 ،15-17 ماي 2006 |
| 22 | جمال العمارة ،رايس حدة، تحديات السوق المالي الإسلامي، بحث مقدم للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات ،بسكرة الجزائر ،يومي 21-22نوفمبر 2006 |
| 23 | رفيق يونس المصري ، مشكلات المصارف الإسلامية ، مداخلة في الندوة 38 المنعقدة بجدة أيام 10-14 أبريل 1993 ،بمقر البنك الإسلامي للتنمية ، تحت عنوان قضايا معاصرة في النقود والبنوك والمساهمة في الشركات |
| 24 | زيد ابراهيم مقداد ،الضوابط الشرعية لاستثمار الأموال، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول،الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، الجامعة الإسلامية ،غزة يومي 8-9 ماي 2005 |
| 25 | زيدان محمد ،مانع فاطمة، آلية التسعير بين الضوابط الشرعية والوضعية في المعاملات التجارية ،مداخلة مقدمة للملتقى الدولي :الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل ،المنعقد بجامعة غرداية الجزائر ،يومي 23-24 فيفري 2011 |
| 26 | كمال خطاب ،نحو سوق مالية إسلامية ، مداخلة مقدمة للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي ،الذي تنظمه كلية الشريعة جامعة أم القرى ،مكة المكرمة ،مارس 2003 |
| 27 | محمد البشير مبيروك ،محصول النعمان ،إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية ،الملتقى الدولي الثالث حول إستراتيجية إدارة المخاطر الواقع والآفاق ،26/25 نوفمبر 2008 |
| 28 | نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية ، إضاءات ، المشتقات المالية ،العدد الثاني ،الكويت ،معهد الدراسات المصرفية ،ديسمبر 2009-يناير 2010 |

دراسة العلاقة بين العائد و المخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي _ دراسة حالة ماليزيا _

| | |
|----|---|
| 29 | يوسف بن عبد الله الشبلي ، قضايا معاصرة في الزكاة ،زكاة الديون التجارية والأسهم المملوكة للشركات القابضة ،طبعة 01،بحوث ندوة البركة 31 للاقتصاد الإسلامي، جدة السعودية ، يومي 07-08 رمضان 1431 هـ 2010م |
|----|---|

ج - الرسائل والأطروحات :

| | |
|----|---|
| 1 | أحمد بن محمد الخليل ،الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي ، طبعة 2 ،أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه ،السعودية ،دار ابن الجوزي ،1426هـ ،رسالة منشورة |
| 2 | أنور مصباح سويهر ،شركات استثمار الأموال من منظور إسلامي ،رسالة أعدت لنيل درجة الماجستير في الدراسات الإسلامية ، طبعة 01 ،لبنان ،مؤسسة الرسالة للنشر ،2004 |
| 3 | بن الصيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية من وجهة نظر إسلامية، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر بسكرة ،2007/2008. غير منشورة. |
| 4 | خروبي يوسف ،تقدير العائد والمخاطرة للاستثمارات باستخدام نموذج توازن الأصول المالية ،رسالة ماجستير غير منشورة ،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ،جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، 2011/2012 |
| 5 | رضا بن عاشور ، إدارة الأخطار الكبرى ، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير ، جامعة الجزائر ،2008 |
| 6 | سارة بوزيد ،إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري ،مذكرة ماجستير في علوم التسيير ،تخصص إدارة مالية ،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ،جامعة منتوري ،قسنطينة ،2006-2007 |
| 7 | سحاسورياني صفر الدين جعفر ،سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاتها ،رسالة ضمن متطلبات الحصول على درجة الماجستير ، جامعة اليرموك ،كلية الشريعة والدراسات الإسلامية ،قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية،2006-2007 ، غير منشورة |
| 8 | سماري ابتسام ، أثر تداول المشتقات المالية على أداء السوق المالي -دراسة حالة السوق المالي الفرنسي -، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ،جامعة فرحات عباس سطيف الجزائر ،2005/2006 |
| 9 | صالح كامل ، محاضرات في الاقتصاد الإسلامي والأسواق المالية ، دمشق ،المنار للنشر والتوزيع ، 2003 |
| 10 | عبد القادر حوة ،بناء المحافظ الاستثمارية وإدارة الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطرة ،رسالة ماجستير غير منشورة ،كلية العلوم الاقتصادية ،جامعة الجزائر 3 ،2010 |
| 11 | عبد محمود السميرات ، التحوط في التمويل الإسلامي -دراسة مقارنة - ،رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في الاقتصاد والمصارف الإسلامية ،قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية ،كلية الشريعة والدراسات الإسلامية ،جامعة اليرموك ،2009 |
| 12 | عجة الجيلاني، عقد المضاربة في المصارف الإسلامية، مذكرة الماجستير في قانون الأعمال غير منشورة معهد الحقوق و العلوم الإدارية بن عكنون الجزائر،1996،1995 |
| 13 | عدنان عبد الله عويضية ، نظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي - دراسة تأصيلية تطبيقية، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة اليرموك - اربد - الأردن،2006 |
| 14 | عديلة مريم ،استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار والمحافظ المالية، أطروحة دكتورا في العلوم الاقتصادية ،تخصص نقود ومالية ،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ،جامعة باجي مختار ،عناية ،2009-2010 |
| 15 | عمار بن نوار ،أثر قرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية على العائد والمخاطرة ،رسالة ماجستير ،غير منشورة ،كلية العلوم الاقتصادية ،جامعة عمار ثلجي ،الأغواط ،2012 |
| 16 | محمود فهد أحمد العموري ،عقود الخيارات من منظور الاقتصاد الإسلامي ،رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه فلسفة في الاقتصاد والمصارف الإسلامية ،قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية ،كلية الشريعة والدراسات الإسلامية ،جامعة اليرموك ،2008 |
| 17 | نبيل خليل طه سمور ،سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا" ،رسالة ماجستير في إدارة الأعمال ،الجامعة الإسلامية ، غزة ، 1428 هـ ، 2007 م |
| 18 | نصبة مسعودة ،نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال ،أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وتمويل،جامعة محمد خيضر ،بسكرة ،2012/2013، غير منشورة |
| 19 | نورليامت سعيد جعفر ،سوق المشتقات المالية تقدير اقتصادي وشرعي ،رسالة ضمن متطلبات الحصول على درجة الماجستير ،جامعة اليرموك ،كلية الشريعة والدراسات الإسلامية ،قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية ،2006/2007 غير منشورة |
| 20 | وليد أحمد صافي ،الأسواق المالية العربية الواقع والآفاق،أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية،سنة2002/2003، جامعة الجزائر ،غير منشورة. |

المراجع باللغة الأجنبية :

| | |
|----|--|
| 1 | Ahmed O B. contribution of Islamic banking to economic development .the case of Sudan. Ph d .dissertation .university of durham. Uk .1990 |
| 2 | André Farber. Marie Paule Laurent .kim Oosterlinck .Hugues Pirotte. Finance "Synthèse de cours et exercices Corrigés" . Pearson Education France.2004 |
| 3 | Bernard barthélémy. Gestion des risques .édition d'organistion .paris .2000 |
| 4 | Erik banks e Richard Dunn . practical risk management .an executive guide to avoiding surprises and losses. John ziley e sons ltd .England. 2003 |
| 5 | Joseph Antoine .marie claire capiau huart .traduction vers l'arabe amel leila serbis. Dictionnaire des marchés financiers eurl pages bleues internationales .Belgique .édition 2010 |
| 6 | joseph Antoine .Marie-Claire .Capiiau-huart. DICTONNAIRE DES MARCHES FINANCIERS. Belgique. Pages bleues .édition 2010 |
| 7 | Librairie larousse. PETIT LAROUSSE. Dictionnaire encyclopédique pour tous. Paris. 1980 |
| 8 | Louis esch. Rebert kieffer et theery lopez . asset et risk management .edition debook .1 er edition. Paris .2003 |
| 9 | M Jura. Technique financière internationale . dounud .paris .1999 |
| 10 | Malek Ben nabi . Le problème de la culture .Edition el borhane .Alger .édition 2006 |
| 11 | Mohamed akram laaldin . shariah approved securities screening process in Malaysia .the 15th annual scientific meeting the capital market –bursa- U A E university .15-17 /2006 |
| 12 | NOEL AMENC et VERONIQUE LE SOURD .GESTION QUONTATIVE DES PORTEFEUILLES D' ACTIONS .PARIS .ECONOMICA.1998 |
| 13 | Securities commission of Malaysia. Annual report ex 2006.p 18 and. bank Negara Malaysia. annual report .2009 |
| 14 | Sylvie de coussergues la gestion de la banque . edition dounud .2 eme edition .paris .1996 |
| 15 | Vaughan Emmett and another. Fundamentals of risk and insurance .johnwiley and sons 1999 |
| 16 | Zubair lQbal and abbas mirakhor . islamic banking .international monetary fund . Washington .1987 |

Web sites :

| | |
|----|--|
| 1 | http:// www.aleqt.com/2011/05/08/article_535749.html |
| 2 | http:// www.qqoifi.com |
| 3 | http:// www.klse.com.my/website/bm/about_us/the_organisationhistory.html Bursa Malaysia Berhad |
| 4 | http:// www.kqntqkji.co:/figh/files:/qrket/135.com |
| 5 | http:// www.islqmfeah.com/Nezs/Nezsltem.aspxNewsItemID=3_834 |
| 6 | http:// www.klse.com |
| 7 | http:// www.mdex.com.my |
| 8 | http:// www.min.com.my/bm/html/penerbitan.html |
| 9 | http:// www.sc.com.my |
| 10 | http:// www.bnm.gov.my/files/publication/msb/2006/5/ |
| 11 | http:// www.kantakji.com mohamed akram laldin , The guidelines in the of islamic Securities in Malaysia |