

د. هشام أحمد عبد الحي

صَبَّاحُ الْيَوْمِ الْأَسْتَمْتَرُ الْإِسْلَامِيُّ

دراسة فقهية تطبيقية



صناديق الاستثمار الإسلامي
دراسة فقهية تطبيقية

أطروحة نالت درجة الدكتوراه
بتقدير ممتاز

إشراف
أ. د. محمد رواس قلعه جي

إعداد
د. هشام أحمد عبد الحي

1429 . 1430 هـ

2008 . 2009 م

المقدمة

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على أشرف المرسلين محمد وعلى آله وصحبه أجمعين
وبعد :

لقد كانت تجربة الصناديق في بلاد الغرب ثمرة تطوير لعمليات الاستثمار عبر قرون عديدة أدت نتيجة الممارسة إلى تطوير أسلوب الاستثمار وأدواته وآلياته وصارت عملية الاكتتاب، والاشتراك بتملك ما يقابل المبلغ المدفوع من الأعيان أو المنافع حيثما توافر مجال الاستثمار محلياً وعالمياً ميسراً وساحة استثماره واسعة، لذلك تعتبر الصناديق الاستثمارية من أحدث أدوات صيغ الاستثمار الذي أبدعته المؤسسات الاستثمارية الغربية، وتبوأ ذلك الريادة في مجال الاستثمار المعاصر، وأوصلت مجتمعاتها إلى درجة راقية من الرخاء والتقدم والازدهار.

وبما أن الاستثمار ليس بالأمر الجديد في حياة الأمم والأفراد، وإنما هو نشاط مرتبط بدرجات متفاوتة حسب ارتقاء الأفراد والجماعات، ومن الملاحظ بأنه بقدر مواكبة الاستثمار لتطورات كل عصر نراه أقدر على النهوض بالمجتمع إلى المستوى الأفضل، ومالم يكن هناك مواكبة لتطورات العصر فسيكون الفارق كما هو بين راكب الدابة وراكب الطائرة .

لذا رأت المصارف والمؤسسات الاستثمارية الإسلامية من مصلحتها الاستفادة من التجارب العالمية الناجحة حفاظاً على أموال المسلمين وتميئتها وذلك اهتداءً بقوله ﷺ: "الحكمة ضالة المؤمن فحيثما وجدها فهو أحق بها"⁽¹⁾ وقوله ﷺ "المؤمن القوي خير وأحب إلى الله من المؤمن الضعيف" ⁽²⁾ ومعلوم أن الأمة تكون على مستوى عال من العزة والقوة والريادة إذا تضافر لديها الإيمان الصحيح والاقتصاد القوي، ونظراً لما يشوب الاستثمار في الصناديق والسندات التقليدية من مخالفات لأحكام الشريعة الإسلامية بسبب استمداد أحكامها من الفلسفة الغربية التي لا تميز بين الحلال والحرام، كان لزاماً على مؤسسات الاستثمار الإسلامي باعتبارها هي المعنية بتقوية الجانب الاقتصادي في الأمة، وهي المعنية بالدرجة الأولى بالاستفادة من تجارب الأمم الأخرى في مجال الاستثمار - كان لزاماً عليها لدى اعتماد هذا الأسلوب من الاستثمار

(1) سنن الترمذي، 2687، سنن ابن ماجه، 4169، صحيح ابن حبان، 2362، مسند الشهاب القضاي، 1159

(2) صحيح الإمام مسلم، 2664، مسند الإمام أحمد، 8573، سنن ابن ماجه، 4168، صحيح ابن حبان، 5722، السنن الكبرى

للبيهقي، 20753، مسند أبي يعلى، 6251 .



بتخليصه من الشوائب والمخالفات الشرعية ، ولذلك بذلت هيئات الفتوى جهوداً حثيثة فيما يتعلق بالضوابط والأحكام الشرعية لممارسة الاستثمار من خلال الصناديق، وصار لكل مؤسسة استثمارية هيئة للفتوى والرقابة الشرعية، واستعانت بخبراء متخصصين في شتى الجوانب الاقتصادية، والفنية والفقهية، ولم ينقض على تجربة الصناديق الاستثمارية الإسلامية سوى فترة وجيزة حتى شقت طريقها للتداول في أسواق المال العالمية وأثبتت نجاحاً ملحوظاً استأثر باهتمام المستثمرين لما حققته من عوائد مجزية وذلك بسبب قيامها على أسس علمية تبدأ من الأسلوب المتميز في تجميع رأس المال وذلك بفسح المجال لأصحاب المدخرات الصغيرة والمتوسطة والكبيرة في المشاركة مع بيان الحد الأدنى من المال، والحد الأعلى للمشاركة ، ثم استثمار هذه الأموال وفق دراسة محكمة مستخدمة طريقة التنوع في مجالات الاستثمار والاختيار المناسب للتوزيع الجغرافي للملائم للاستثمار آخذة بعين الاعتبار المخاطر السياسية ومخاطر تقلبات أسعار النقد والأسواق أضف إلى ذلك أنه بسبب توزيع نفقات إدارة الاستثمار على أموال العدد الكبير من المستثمرين كانت التكلفة التي تلحق الوحدة الاستثمارية ضئيلة ، فنتج عن ذلك عوائد أفضل من عوائد الودائع البنكية أضف إلى ذلك تميزها بتسهيل عملية الاشتراك في الصندوق ، وبالقدرة الفائقة على توفير السيولة النقدية لدى رغبة المستثمر بإنهاء مشاركته في الصندوق ببيع حصته للآخرين أو الاسترداد للقيمة المعلنة دورياً للوحدات الاستثمارية لأن الجهة المنشئة للصندوق تكون على استعداد دائم لإعادة شراء الوحدات ويكون ذلك من أرباح الصناديق غالباً ، ولكون الصناديق الإسلامية تقوم على أساس المشاركة والتداول بأصول حقيقية وتتحاشى الربا والغرر والجهالة والمحرمات في جميع عقودها وأنشطتها المالية والاستثمارية استأثرت باهتمام المسلمين الذين وجدوا في هذا الاستثمار الكسب الحلال والعوائد الأفضل وذلك لاعتمادها على أسس تنظيمية وفنية وقانونية وشرعية، لأن من المتطلبات القانونية لإنشاء الصناديق أن تكون تحت إشراف البنوك المركزية وهيئات الفتوى، وأن تكون المؤسسة القائمة بذلك متخصصة ومحترفة، وبذلك أضحت محل ثقة المستثمرين وطمأنينتهم وملبية لتطلعاتهم في تنمية ثروتهم في بيئة إيجابية ناجحة تقوم على الخبرة التخصصية والضوابط الرقابية. ونظراً لكون تجربة الصناديق تجربة غربية ناجحة في كثير من جوانبها لذلك قامت مؤسسات استثمارية إسلامية

بترجمة فلسفتها وأساليب تطبيقاتها، ولكن لدى ممارسة المصارف والشركات الإسلامية لها وجدوا أن أساليب، وأدوات وصيغ الاستثمار المستخدمة من خلال أنشطة الصناديق ذات جوانب تعاقدية متراكبة، وبالتالي عندما عرضت على هيئات الفتوى تعددت التخريجات الفقهية لدى تكييف الجوانب العديدة مع شتى القواعد الفقهية وزادت المسألة تعقيداً أن أنشطة الصناديق وفق قواعد الاستثمار الحديثة تستند إلى دراسات علمية ونتائج لتجارب متراكمة توصلت إلى معايير في إدارة الاستثمار، وإدارة المخاطر، وضمانات مبتكرة، واقتطاع مخصصات واحتياطات لاحتمالات مستقبلية وغير ذلك من المسائل الكثيرة المتعلقة بصناديق الاستثمار مما يتطلب إلى تخريجات فقهية ونجم عن ذلك تعدد الفتاوى في المسألة الواحدة، لذلك تناولت في هذه الأطروحة الفتاوى المنشورة التي استقصيتها من قرارات الجامع الفقهية والمعايير الشرعية هيئة المحاسبة والمراجعة وتوصيات الندوات والمؤتمرات الفقهية، إضافة إلى شتى الفتاوى الصادرة عن هيئات الفتوى للمصارف وشركات الاستثمار الإسلامية، واستعرضت الآراء الفقهية لكل مسألة مع بيان الراجح منها وذلك بعد استعراض الجوانب التنظيمية والفنية والقانونية للصناديق وما يتعلق بجوانبها العديدة، وذلك انطلاقاً من القاعدة الأصولية (بأن الحكم على الشيء فرع عن تصوره)

سبب اختياري للموضوع :

لاحظت بأن صناديق الاستثمار أضحى هي الرافد الحديث لسوق رأس المال وهي التي يمكن من خلالها خروج قطاع البنوك من العمل المصرفي التقليدي إلى دور أوسع وأكثر شمولاً يواكب التغيرات، ومما زاد في أهمية هذا الموضوع مناداة مؤسسات الاقتصاد الغربية للتوجه لدراسة الأسس التي تقوم عليها المؤسسات المالية الإسلامية لأن تأثيرها بالأزمة الاقتصادية العالمية كان محدوداً، ولقد طرحت في السوق المالية صناديق استثمارية كثيرة وليس هناك من المصادر والمراجع والمؤلفات المعاصرة مؤلفاً يشمل الجوانب التنظيمية والفنية والقانونية والشرعية، إنما هناك مقالات وبحوث مقتضبة منشورة وفتاوى للهيئات الشرعية، وتوصيات المؤتمرات، والندوات، وقرارات الجامع الفقهية كل ذلك شكّل لدي حافزاً لأتناول موضوع هذه الأطروحة لتكون بعنوان :



صناديق الاستثمار الإسلامي (دراسة تطبيقية فقهية)

أهداف الدراسة:

إنّ تجربة الاستثمار في الصناديق تجربة عالمية تطورت وارتقت عبر قرون ولكن كثيراً من جوانبها مستمد من المفاهيم والقوانين الغربية، ومن هنا كان استفادة المؤسسات الاستثمارية الإسلامية من هذه التجربة يستلزم دراسة متأنية تشتمل جميع جوانب هذا النشاط الاقتصادي الذي يعتبر مدار اهتمام المؤسسات الاستثمارية والمستثمرين ولقد صدرت من المجامع الفقهية ومن هيئات الفتوى اجتهادات عديدة وكل منها تناول بعض الجوانب، ولكن الموضوع يستدعي النهوض لإعداد دراسة متكاملة فقهية وفنية وقانونية تغطي جميع جوانب الصناديق الاستثمارية ودراسة ما صدر من اجتهادات كلّ من هيئات الفتوى وغيرها لاستكمال ما ينبغي استكماله وفق أسس بحثٍ علميٍّ شامل .

الدراسات السابقة: قامت المصارف الإسلامية للاستفادة من هذه التجربة بترجمة الفلسفة وآليات التطبيق من اللغات الأجنبية إلى العربية، وطلبت من هيئات الفتوى والمجامع الفقهية تخريج أحكام لهذا النشاط الاقتصادي يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية وبالتالي فإن هذا المنتج الاستثماري الذي بدأ التعامل به وصار يتعاظم بشكل واضح خلال السنوات الخمس الماضية، تكاد الدراسات له تنحصر في ندوات، ومؤتمرات، ومجامع فقهية، وهيئات فتوى صدرت عنها دراسات ومقالات وفتاوى وتوصيات يمكن اعتبارها هي الدراسات السابقة مما يستوجب إعداد دراسة متكاملة شاملة تدلل للمتوجهين لأسلمة نشاطهم الاستثمارية أسباب التحول ببدائل معاصرة أثبتت نجاحها من خلال تجربة واقعية لممارسات المصارف والمؤسسات التي تعمل على الاستثمار وفق أحكام الشريعة الإسلامية .

آليات البحث وأدواته:

وصفي تحليلي يعتمد على دراسة البحوث الصادرة عن المجامع والمؤتمرات والندوات ونشرات الاكتتاب، والنظام التأسيسي المتعلق بالصناديق الاستثمارية وعلى التخريج الفقهي الصادر عن هيئات الفتوى والمجامع الفقهية والمتابعة الميدانية من بداية الإصدار ولغاية التصفية النهائية لحالات عملية.

الخطة الإجمالية لأطروحة

الاستثمار في الصناديق الاستثمارية الإسلامية

ويتألف من خمسة فصول ، وكل فصل من أربعة مباحث وهي الآتي :

الفصل الأول : الاستثمار أهميته ، وضوابطه وأحكامه الشرعية (أربعة مباحث)

الفصل الثاني الصناديق الاستثمارية . أهميتها . مزاياها . جوانبها التنظيمية (أربعة مباحث)

الفصل الثالث : تقسيمات الصناديق وجوانبها الفنية (أربعة مباحث)

الفصل الرابع : الجوانب الفقهية في الصناديق (أربعة مباحث)

الفصل الخامس : الرقابة الشرعية على الصناديق (أربعة مباحث)

✍ ختام الأطروحة

✍ النتائج التي توصلت لها الدراسة والتوصيات

- فهرس الموضوعات .
- ثبت المراجع والمصادر والدوريات



الفصل الأول
الاستثمار-أهميته
ضوابطه الشرعية وأحكامه

المبحث الأول الاستثمار، تعريفه وفرقه عن التمويل والادخار

أ (التمهيد :

الاستثمار : لغةً مشتق من الثمر، وهو مصدر لفعل استثمر يستثمر وهو طلب الحصول على الثمرة، وثمره الشيء ما تولد عنه، أو نفعه المقصود منه. وثمر الرجل ماله : أي أحسن القيام عليه ونمائه، وثمر الشجر يثمر ثموراً : أي طلع ثمره، وأثمر الرجل ماله : إذا نمّاه وكثره، ومنه قولهم : ثمر الله مالك تثيراً : أي كثره ونمّاه.⁽¹⁾

وعليه فالاستثمار لغةً : يراد به طلب الثمر، وأما استثمار المال، فيراد به طلب ثمر المال الذي هو نمائه ونتاجه، ولم يكن مصطلح " الاستثمار متداولاً لدى الفقهاء سابقاً وإنما كانوا يستخدمون مصطلحات أخرى تفيد هذا المعنى منها : لفظ (التثمين) ويقصدون من التثمين تكثير المال وتنميته بسائر الطرق المشروعة، أو لفظ (التنمية) أو (الاستنماء) وهو طلب النماء.

وهذه المصطلحات الثلاثة كثيرة الوجود عند حديثهم عن سبل تنمية المال وزيادته وإليك بعض نماذج من استخداماتهم للدلالة على معنى الاستثمار:

ففي باب (المضاربة) أو (القراض) أورد الكاساني من الحنفية عبارة الاستنماء فقال: "المقصود من عقد المضاربة هو (استنماء) المال" ⁽²⁾ ، وأما الفقيه المالكي الإمام الدردير فقد أورد في معرض حديثه عن حكم المضاربة عبارة التنمية فقال: " القراض جائز لأنَّ الضرورة دعت إليه لحاجة الناس إلى التصرف في أموالهم ،، وليس كل واحد يقدر على (التنمية) بنفسه" ⁽³⁾

(1) لسان العرب، لابن منظور، جمال الدين محمد بن مكرم، 4/104، دار صادر، بيروت، 1385/1955 ؛ جواهر القاموس محمد بن عبد الرزاق الزبيدي، 3/78، المطبعة الخيرية، مصر، 1306 هـ، مختار الصحاح، فخر الدين الرازي، ص 86، دار الفكر، بيروت، 1981؛ المعجم الوسيط، إبراهيم مصطفى ومجموعة، مادة ثمر، 1/100، دارالأمواج، ط2، بيروت، 1990/1410، بصائر ذوي التمييز، محمد بن يعقوب الفيروز آبادي، 2/339، مطبعة المجلس الأعلى للشؤون الإسلامية، القاهرة، 1383 هـ الكشاف، محمود بن عمر الزمخشري، 1/500، دار ابن خزيمة، الرياض، 1994/1414، معجم المصطلحات الاقتصادية في لغة الفقهاء، د. نزيه حماد، 49/1، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، الولايات المتحدة الأمريكية 1993 م .

(2) بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، للكاساني، علاء الدين بن مسعود، 6/88، دار الكتاب العربي، بيروت، 1982/1402 .

(3) الشرح الصغير على أقرب المسالك إلى مذهب مالك، محمد بن أحمد الدردير، 2/227، دار المعارف، القاهرة، 1986/1406.



وأما الفقيه الشافعي الإمام الشيرازي فقد استخدم في كتابه المهذب لفظ النماء، فقال :
"الأثمان في المقارضة لا يتوصل إلى (نمائها) إلا بالعمل، فجازت المعاملة عليها ببعض
النماء الخارج منها " (1) ، وعقد القرطبي في تفسيره الجامع لأحكام القرآن فصلاً عن "حفظ
الأموال وتميمتها" (2)

وعلى ضوء معاني المصطلحات الثلاثة التي استخدمها الفقهاء يمكن استعراض ما ورد

من تعريفات للاستثمار لدى الفقهاء المعاصرين فيما يلي:

أ) تعريف الاستثمار من منظور إسلامي :

التعريف الأول:

الاستثمار هو تعبير عن الطرق والوسائل المشروعة التي يستخدمها الفرد أو
الجماعة من أجل الحصول على نماء المال وزيادته (3) .

التعريف الثاني:

الاستثمار بأنه عملية توظيف لرأس المال المتاح القائم بغية الحصول على الأرباح
لإيجاد أصول رأسمالية جديدة (4)، يوجه فيها الفرد أمواله، بطرق مشروعة يعود نفعها على
الفرد والمجتمع (5) .

التعريف الثالث للاستثمار:

هو توظيف الفرد، أو الجماعة للمال الزائد عن الحاجة الضرورية بشكل مباشر (6) أو
غير مباشر (7) في نشاط اقتصادي لا يتعارض مع مبادئ الشرع ومقاصده العامة وذلك
بغية الحصول على عائد منه يستعين به الفرد أو الجماعة على القيام بمهمة الخلافة
وعمارة الأرض (8) وهو التعريف الأشمل .

(1) المهذب في الفقه الشافعي، الشيرازي، إبراهيم بن علي، 159/1، مطبعة الباي الحلبي، القاهرة، 1959/1379 .

(2) الجامع لأحكام القرآن، محمد بن أحمد القرطبي، 417/4، دار إحياء التراث العربي، بيروت، 1385 / 1965 .

(3) الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، د. سيد الهواري، 192/5، الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، القاهرة، 1983/1403 .

(4) الأصول الرأسمالية عند الاقتصاديين هي: أصول ملموسة يتم الاحتفاظ بها كالمباني والمركبات والمعدات المعمرة، وأدوات لإنتاج
السلع أو تقديم الخدمات، ومدة استخدامها أكثر من سنة مالية، وتبلغ قيمة كل منها خمسة آلاف دولار فأكثر .

انظر المعايير المحاسبية الدولية ، 7515 / 12 ، *International Accounting Standards (IASs) doc* .

(5) المال وطرق استثماره في الإسلام، شوقي عبده الساهي، 183، مطبعة الجيش، القاهرة، 1984 / 1414 .

(6) الاستثمار المباشر : تقوم به المؤسسة بنفسها، أو الفرد بنفسه .

(7) الاستثمار غير المباشر : هو القيام بنشاطات لصالح المؤسسة أو الفرد بواسطة شركات أو جهات أخرى وفق اتفاقيات مبرمة.

(8) الاستثمار، أحكامه وضوابطه في الفقه الإسلامي، د. قطب سانو، ص20، دار الفانوس، عمان، الأردن، 2000/1420 .

(ب) تعريف الاستثمار في الاقتصاد التقليدي :

أما مفهوم الاستثمار في الاقتصاد التقليدي فهو " شراء أي شكل من أشكال الملكية ويكون في شراء سلع رأسمالية (capital goods)، أو شراء أسهم (أي حصص من ملكية شيء) أو وضع المدخرات لدى أفراد أو مؤسسات تقوم بتوظيفها " (1)

ومن خلال مقارنة هذه التعريفات نلاحظ أنّ "مفهوم الاقتصاد التقليدي للاستثمار يهمل جانب القيم الشرعية والاجتماعية في حين مفهوم الاستثمار في المذهب الاقتصادي الإسلامي محكوم بضوابط ومعايير شرعية واجتماعية وتلاحظ ذلك بوضوح لدى استعراض التعريفات الثلاثة السابقة لمفهوم الاستثمار من منظور إسلامي.

(ج) الفرق بين الاستثمار (investment) والتمويل (financing).

عند الوقوف على تحديد مفهوم الاستثمار في الاقتصاد التقليدي تجد بأنهم لا يعتبرون بيع وشراء الممتلكات - سواء كانت محلات تجارية أو عقارات - استثماراً وإنما الاستثمار عندهم هو كل عملية فيها زيادة أو إضافة جديدة في ثروة المجتمع عما كانت عليه، مثل إقامة المصانع والمزارع والمباني والطرق والجسور وغيرها من المشروعات التي تضيف زيادة ونمواً للرصيد الاقتصادي للمجتمع.

وبناءً على ذلك لا يعتبرون التصرفات المتعلقة بانتقال الملكية من شخص إلى آخر زيادة عما كانت عليه ثروة المجتمع ، فلا يدرجونها في الاستثمار، ويقولون أنّ نقل ملكية مبنى أو متجر أو منشأة من شخص إلى آخر لا يترتب عليه إضافة جديدة إلى أصول المجتمع حيث إنّه لم يطرأ على ثروة المجتمع أي زيادة ، ويعتبرون دفع الأموال لمثل هذه العمليات تمويلاً حيث يعرفون التمويل بأنّه: توفير الأموال اللازمة للدفع للأفراد أو الشركات لتلبية احتياجاتهم أو مشروعاتهم غير مشترط فيها أن تكون لزيادة أو إضافة في ثروة المجتمع (2) .

والجدير بالتنويه أنّ الاقتصاديين يستخدمون عبارة مرادفة للاستثمار فقد يستخدمون

عبارة " الاستثمار " أو عبارة " توظيف الأموال " .

(1) توظيف الأموال مصطلح عند الاقتصاديين يعني "استخدام الأموال في عمليات الاستثمار " معجم الأعمال والاقتصاد الإنجليزي، ص 479، ترجمة دار العلم للملايين، بيروت، 1970.

(2) معجم الأعمال والاقتصاد الإنجليزي، ص 480 وما بعده المرجع نفسه



د) الفرق بين الاستثمار والادخار:

الاستثمار: هو توظيف الأموال للحصول على الأرباح
أما الادخار: فهو الفرق بين الدخل والاستهلاك⁽¹⁾ فمن كان دخله الشهري ألف
ومصروفاته تسعمائة فيسمى الباقي - وهو مائة - ادخاراً .

ومن هنا تتضح العلاقة بجلاء بين الاستثمار والادخار إذ الاستثمار هو استخدام
الادخارات لتنميتها وللحصول على الأرباح⁽²⁾ .

(1) منهج الادخار والاستثمار في الاقتصاد الإسلامي، د. رفعت السيد العوضي، ص 66، 67، الاتحاد الدولي للبنوك،
القاهرة، 1980 / 1400، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية، د. أحمد محيي الدين، ص 18-19،
مطبوعات بنك البركة الإسلامي، البحرين، 1987/1407.
(2) الادخار والاستثمار، تأليف بيار وماري براديل ص10، ترجمة نهاد رضا، مطبعة الأنوار، بيروت، 1966 / 1386.

المبحث الثاني أهمية الاستثمار وأهدافه

(أ) أهمية الاستثمار:

يعتبر الاستثمار وسيلة هامة لغرس السعادة في النفوس لما ينتج عنه من تأمين لحاجات أفراد المجتمع وانتشاهم من بؤر الحرمان والبؤس والضنك، لذلك كان من واجب المجتمع المسلم أن يتطلع إلى حياة توفر سائر احتياجاتهم لعيش كريم ينعم أفرادها بالعدالة الاجتماعية، والاستقرار، والسعادة، ولا يتأتى ذلك إلا من خلال التفاني، والاجتهاد في توليد الإنتاج وزيادته، وهذا يتطلب مراعاة حسن التخطيط والمفاضلة بين أساليب الاستثمار، والمفاضلة بين مجالات الاستثمار، وذلك لأنّ تنمية ثروات المجتمع، واستغلال موارده الطبيعية عبر الوسائل المعينة على ذلك يقتضي تضافر جهود أفراد المجتمع على العمل الدؤوب في تنمية ثرواته، وحسن التصرف في موارده تنمية وثماراً.

لذلك حث الإسلام على الاستثمار، وتنمية الثروة، وكان ترغيبه في ذلك إما مباشرة من خلال الآيات والأحاديث التي تدعو للكسب والعمل في حفظ المال وتكثيره. أو من خلال الدعوة للإنفاق والبذل فيما يتعدى نفعه للآخرين، فالإنفاق لا يتاح إلا من خلال اقتناء المال وتنميته ويشمل الإنفاق ما ينفقه الإنسان على نفسه وعياله أو على المحتاجين والمجتمع، والآيات تحث على تنمية الإنسان ماله ومن ذلك قوله تعالى: ﴿فَإِذَا قُضِيَتِ الصَّلَاةُ فَانْتَشِرُوا فِي الْأَرْضِ وَابْتَغُوا مِن فَضْلِ اللَّهِ سُبْحَانَ اللَّهِ﴾ سورة الجمعة، 10 ويقول القرطبي في الجامع لأحكام القرآن: عند قوله تعالى " إذا تداينتم بدين فاكتبوه " وأشهدوا إذا تبايعتم " وقوله تعالى " فرهان مقبوضة " قال يعتبر الأمر بالكتابة، والإشهاد، والرهن نصاً قاطعاً على مراعاة حفظ الأموال وتنميتها " (1)

ولقد حرّم الله الاكتناز في قوله تعالى " والذين يكنزون الذهب والفضة ولا ينفقونها في سبيل الله فبشرهم بعذاب أليم " سورة التوبة، 35 والاكتناز يعني مطلق الاحتفاظ بالثروة دون استثمارها، وهو تصرف يحول دون تحقيق مقصد الحفاظ على تنمية المال وزيادته لأنّه يقوم على حجب المال وتعطيله عن المشاركة في النشاط الاقتصادي، مما ينتج عنه زيادة وارتفاع

(1) الجامع لأحكام القرآن، للقرطبي، محمد بن أحمد تفسیر آیتی المدابنة، سورة البقرة، 282-283، ج3، ص417.



نسب البطالة في المجتمع، وذلك لأنَّ حجب المال عن التنمية والثمار في حقيقته حجب لبعض الأفراد من المشاركة في الحياة الاقتصادية، فبقدر ما يدفع بالمال في أوجه النشاط الاقتصادي، بقدر ما تنجو المجتمعات من البطالة وضالة الإنتاج، ولا يخفي ما فيهما من شر ووبال وخطورة على استقرار المجتمع وصفائه، ولم يقتصر التشريع على تحريم الاكتناز وإنما حرم الوسائل والأساليب الموهومة والتي تبدو في ظاهرها كأشياء وسائل وأساليب لتنمية المال وزيادته عن طريق الأساليب الربوية المتمثلة بالفائدة الربوية والتي لا تعدو أن تكون تنمية جزئية لأموال شردمة ضئيلة من المجتمع، ويقابلها ظاهرة زيادة البطالة، والتضخم (*inflation*) " (1) وكذلك الاحتكار (2) الذي قال فيه ﷺ " لا يحتكر إلا خاطئ، والمحتكر ملعون" (3) وقال ﷺ "من دخل في شيء من أسعار المسلمين ليغليه عليهم، فإنه حقاً على الله تبارك وتعالى أن يقعه بعظم من النار يوم القيامة" (4) وذلك لأن المحتكر يريد أن يوسع ثروته بالتضييق على خلق الله، وأن يبني قصوره على حساب احتياجاتهم الأساسية، ويسلب منهم أموالهم ليزيد في رصيده الألو، والملايين من النقود، لذلك تعتبر الشريعة الربا والاحتكار من وسائل الاستثمار المحرمة، لأنَّ ضررها يعود على مجمل حياة أفراد المجتمع مما يفضي إلى شيوع الجرائم وعدم التوازن والاستقرار في المجتمعات (5) .

(1) التضخم (*inflation*): لا يوجد اتفاق بين الاقتصاديين على تعريف التضخم، وإنما اتفقوا على أن من آثاره الزيادة في أسعار السلع والخدمات وتضاؤل القيمة الشرائية للنقود، وأن من أسباب حدوثه زيادة الطلب على معدلات الإنتاج، ورفع الرواتب، وارتفاع التكلفة التشغيلية، والمواسم الزراعية السيئة أو الكوارث أو الحصار الاقتصادي وأبرز أسبابه النظام الربوي القائم على التوسع في الإقراض الربوي وبيع الديون وهو ما يسمى عند الاقتصاديين بخلق النقود عن طريق بيع الأوراق المالية (السندات) وخصم الأوراق التجارية، وإجراء عمليات التداول فيها في الأسواق المالية، والتسهيلات المصرفية، ولذلك شددت الشريعة الإسلامية في تحريمه، انظر بحث المصادر الداخلية والخارجية للتضخم، مجلة الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، الرياض 1999/1419.

(2) الاحتكار: هو إمساك السلع في وقت الغلاء ليرفع احتكر سعرها بشكل فاحش عند اشتداد حاجة المجتمع إليه، وللفقهاء آراء في المواد الاحتكارية فمنهم من قصرها على أقوات الناس، ومنهم من قال بأنها تشتمل على سائر السلع التي يلحق الناس بحبسها الضرر انظر: ابن عابدين، 282/5، الدسوقي، 70/4، مغني المحتاج، 361/2، القليوبي، 90/3، المغني، 262/5.

أما الاحتكار عند الاقتصاديين: هو السيطرة الكاملة على عرض سلعة، أو خدمة ما في سوق معلومة للتحكم بسعرها.

(3) صحيح الإمام مسلم، 1605، سنن الترمذي، 1267، سنن أبي داود، 3447، سنن ابن ماجه، 2154، السنن الكبرى للبيهقي 11328، سنن الدارمي، 2448، المستدرک على الصحيحين للحاكم، 2164، المصنف، لعبد الرزاق، 14893.

(4) مسند الإمام أحمد، 19802، المستدرک على الصحيحين للحاكم، 9176، السنن الكبرى للبيهقي، 11327، المصنف

لعبد الرزاق، 10072، قال المنذري: رواه ثقات ولكن فيه راو لم أعرفه.

(5) الاستثمار، أحكامه وضوابطه في الفقه الإسلامي، د. قطب سانو، ص20، مرجع سابق.

وتحقيقاً لاستثمار حقيقي شريف حرّمت الشريعة الربا، والاحتكار والغش، ورغبت بالاستثمار والاكْتساب ومزاولة ما يكثر المال لكلٍ قادر على العمل سواء كان رجلاً أو امرأة فقد قال ﷺ لمن سأله عن خروجها وهي معتدة لرعاية نخلها: " لا عليك أن تجدي نخلك فتأكلي وتصدقي " (1)

والجدير بالتنويه أن الحِص على الاستثمار لا يقتصر على مَنْ عنده مال ، وإنما يتناول الذي لا تتوافر لديه الأموال إذ فتحت الشريعة له المجال لاستثمار مال غيره بما ينتفع به رب المال، والعامل الخبير بثمره، وذلك عن طريق المضاربة (القراض)، وهو باب أساسي من أبواب الفقه، ولم يقتصر التأكيد على زيادة المال وتنميته بالمضاربة (2) بل يشمل الوكالة بالاستثمار، والتجارة والمشاركات بأنواعها، والبيع، والسلم (3)، والاستصناع (4) والإجارة والمقاولات، وبما يشمل القطاعات المتعددة في مجال الصناعة والزراعة والثروة الحيوانية، والنقل، والمواصلات، وهكذا فإنَّ الاستثمار يشمل كل تلك الوجوه. (5)

(1) صحيح الإمام مسلم، 1483، مسند الإمام أحمد 14035، موطأ الإمام مالك، 558، سنن أبي داود، 2297، سنن ابن ماجه 2024، المستدرک على الصحيحين للحاكم، 2831، مسند أبي يعلى، 2192 .
 (2) المضاربة هو عقد مشاركة بين طرف يقدم رأس مال المضاربة ، وطرف يقوم بالنشاط الاقتصادي بخبرته وعمله .
 (3) السلم هو عقد على بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن حال مقبوض .
 (4) الاستصناع : هو عقد على صناعة شيء نحو عمارة عقار ، أو استصلاح أراضي ، أو صناعة آلة ...
 (5) الاستثمار الناجح، د. عيد مسعود الجهني، ص 16، مكتبة الرياض، الرياض، 1998/1418، الاستثمار والتمويل بالمشاركة في البنوك الإسلامية، د. سيد الهواري، 22/12، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1996/1416.



ب) أهداف الاستثمار :

لقد استخلف الله عز وجل الإنسان في الأرض من أجل عمارتها وبنائها والاستفادة من مواردها وتنميتها واستثمارها بما يحقق النفع له ولجتمعه قال تعالى ﴿ وهو الذي جعلكم خلائف الأرض ﴾ سورة فاطر، 39 وبما أن الاستثمار يقوم على العمل والمال أما العمل فحكمه في الإسلام عبادة لقوله ﷺ " طلب الحلال واجب على كل مسلم وفي رواية العمل فريضة بعد الفريضة" (1) وأما المال فهو محور النشاط الاقتصادي، وحث الإسلام على استثماره وتنميته في المجالات التي تقرها الشريعة، وفيما يحقق المصلحة العامة ومصلحة الفرد. قال تعالى: ﴿وَابْتَغِ فِيمَا آتَاكَ اللَّهُ الدَّارَ الْآخِرَةَ وَلَا تَنْسَ نَصِيبَكَ مِنَ الدُّنْيَا وَأَحْسِنَ كَمَا أَحْسَنَ اللَّهُ إِلَيْكَ وَلَا تَبْغِ الْفَسَادَ فِي الْأَرْضِ إِنَّ اللَّهَ لَا يُحِبُّ الْمُفْسِدِينَ﴾ سورة القصص، 77

وتتلخص الأهداف التي يرمي التشريع الإسلامي إلى تحقيقها من الاستثمار بالآتي :

1- الحفاظ على المال وتنميته :

لأن أساس تحقيق التقدم الاقتصادي والاجتماعي لأي مجتمع من المجتمعات يرتكز على كيفية محافظة هذه المجتمعات على ثرواتها وكيفية تنمية هذه الثروات، وهي حقيقة عني الشارع الحكيم بتحقيقها من خلال حثه على الاستثمار، وبيان التدابير التي تجعل الاستثمار يحقق هذا المقصد، وأهم هذه التدابير تحريم الربا والاحتكار، والميسر، والإسراف، والتبذير، والتقتير .

إن الإسلام من خلال هذه التدابير يختلف اختلافاً جوهرياً عن الأنظمة التقليدية التي تركز فقط على تنمية الثروة دون أن تعير أي اهتمام للوسيلة التي تحقق ذلك .

2- تحقيق الربح، بأكبر نسبة ممكنة بما يزيد أصل المال:

وهو مقتضى لفظ الاستثمار ومعناه، وهذا من الدعاء المشروع للمؤمن بأن يسأل الله البسطة في الرزق، والبركة فيه، ومن المعلوم من الدين بأن يشفع المؤمن الدعاء بالسعي إلى ذلك بالأسباب المشروعة.

(1) المعجم الكبير للطبراني، 5271، شعب الإيمان للبيهقي، 5271، مسند الشهاب القضاعي، 9205، ابن عساکر، 8546.

3 . تحقيق تداول الثروة :

حيث يهدف الشارع من خلال الاستثمار إشراك أكبر عدد ممكن من أفراد المجتمع للاستفادة من هذا المال مصداقاً لقوله تعالى :

﴿كيلا يكون دولةً بين الأغنياء منكم﴾ سورة الحشر، 7 .

ومن الوسائل التي تضمن تحقيق هذا المقصد الاستثمار في الصناديق حيث تمتاز باشتراك أكبر عدد ممكن من المستثمرين، والفترة المحدودة لتصفية الأصول وتحويلها إلى سيولة نقدية . ومن مزايا هذا الاستثمار توافر السيولة خلال عمر الصندوق لإمكان استرداد الأموال والحصول عليها كلما دعت الحاجة ، كما سيتضح ذلك في الفصول التالية مما يساعد على تأدية المال لوظيفته على الوجه الأمثل لأنه كما قد تهمل تلك الوظائف المتاحة بكنز المال قد تهمل بربطه دائماً بالاستثمار مما يحول دون إنفاقه (1) .

لذا يعتبر هذا الأسلوب في الاستثمار يحقق مقصد تيسير تسهيل (2) الأصول إلى نقود متداولة وذلك عن طريق إصدار وثائق ملكية مقسمة بقيم صغيرة متساوية القيمة يسهل بيعها في سوق المال للحصول على النقود ، وبالتالي يتيح فرصة أكبر لتسهيل دفع الزكاة وتيسير عملية التكافل الاجتماعي .

4- القضاء على التخلف وتحقيق النمو الاقتصادي :

يسعى الإسلام من خلال تشديده على ضرورة الاستثمار إلى القضاء على التخلف عن ركب الحضارة للأمم المتقدمة ولتحقيق النمو الاقتصادي وفق ما يتماشى مع مقاصد الشريعة الإسلامية ويمكن لتحقيق ذلك استنباط الطرق التالية :

(أ) ضرورة الاستغلال الأمثل للموارد .

(ب) اعتبار الأنشطة الاقتصادية الضرورية للمجتمع فرض كفاية يجب القيام بها لحاجة المجتمع إليها .

(1) وذلك حال كون الاستثمار في تجارة بيع الأراضي والعقارات ونحوها وبيعها عن طريق المبادلة بأراض وعقارات ، فما لم يحصل التاجر على النقود لا يمكنه تأدية الزكاة لذلك كان الاستثمار من خلال الأسهم والصكوك يسهل عملية تحويل الأصول العقارية ونحوها إلى سيولة نقدية . انظر الاستثمار الناجح، د. عيد مسعود الجهني، ص16، مرجع سابق

(2) المقصود بالأصول هي الأراضي والمصانع والمزارع والعقارات وقد تكون قيمتها بالملايين ، ولكن بواسطة تقسيم قيمتها إلى وحدات متساوية القيمة كل وحدة بعشرة دنانير مثلاً، فيمكن بيع ما يملكه المستثمر من وحدات في سوق المال سهلاً وميسراً .



- ت) صيغ التمويل الشرعية التي تكفل مشاركة رأس المال في أي نشاط إنتاجي .
- ث) وجوب توجيه المدخرات نحو الاستثمار المشروع وتحريم الاكتناز .
- ج) ضمان حد الكفاية للفرد، وضرورة توفير مشروعات البنية الأساسية بما يحقق تنمية العنصر البشري الذي يعد أساس التنمية .
- د) تحقيق الرفاهية الشاملة للفرد والمجتمع، وهذا مطلب شرعي للمؤمن بطلب السعادة في الدارين الدنيا والآخرة ويتخذ لذلك الأسباب اللازمة .
- ويراعي المسلم لبلوغ ذلك في استثماراته مايلي:
- 1- وجوب مراعاة أحكام الشريعة الإسلامية بالاعتبار في منهج الاستثمار، فهناك في موضوع الاستثمار التزام عقائدي، ومنهاج عملي، وسلوك أخلاقي.
- 2- حصر الاستثمار في السلع الحلال واجتناب الأنشطة المحرمة وبهذا يفترق الاقتصاد الإسلامي عن الاقتصاد التقليدي حيث يجعل المعيار في نجاح الاستثمار هو تعظيم الربح واستمراريته، وليس الحل أو الحرمة (1)
- 3- مراعاة الأولويات في إدارة النشاط الاقتصادي، فمشاريع الأساسيات الضرورية للمجتمع مقدمة على المشاريع الترفيهية والكماليات .
- 4- تحقيق فرص العمل لأفراد المجتمع، ومنع البطالة بما يباعد بينهم وبين العوز، ويوفر لهم الأمن والاطمئنان ، ولئن كان هذا الأمر من اهتمامات الاقتصاد الوضعي أيضاً إلا أن الاهتمام به في الاستثمار الإسلامي يعتبر من التعاون على البر والتقوى وفيه حفظ لكرامة الإنسان لكيلا يضطر العاطل عن العمل إلى المسألة .
- 5 - أداء حق الله في المال المستثمر، بالزكاة، والصدقات، انطلاقاً من أن المال لله، والناس مستخلفون فيه .

(1) عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية، د. أحمد محيي الدين، 12 . 15، مرجع سابق، الاستثمار والتمويل، د. سيد الهواري، ص 12 - 22، مرجع سابق .

المبحث الثالث الحكم التكليفي للاستثمار

يعتبر الاستثمار بشق أساليبه من بيع أو إجارة أو مشاركة ونحو ذلك من النشاطات التي تتطلبها حياة المجتمعات.

وللفقهاء آراء في بيان الحكم التكليفي للاستثمار بيانها فيما يلي:
الرأي الأول:

" ذهب جمهور الفقهاء إلى أن تنمية المال، ولو كان كثيراً وثيراً يسد حاجة الإنسان ويزيد بآن حكمه الإباحة وهذا يعني: التخيير بين الفعل والترك .
الرأي الثاني :

ذهب آخرون إلى أن حكم الاستثمار الندب وهذا يعني: الطلب على غير وجه الإلزام، وإنما مجرد تحصيل الأجر، وتحقيق الرغائب، وليس لدرء الوزر ولأن دوام الإنفاق لا يحصل إلا باستثمار أصل المال"⁽¹⁾. ومحصلة القول لفقهاء الرأي الأول والثاني الذين قالوا بالإباحة، أو الندب، فإنهم لا يرون وجوب الاستثمار إلا لدى حاجة الإنسان لإعالة الإنسان نفسه لكيلا يسأل الناس، وكذلك لإعالة من تجب عليه نفقتهم، لأن تضييع الشخص من يعولهم هو من حالات الإثم⁽²⁾، لقوله ﷺ "كفي بالمرء إثماً أن يضيع من يقوت"⁽³⁾
الرأي الثالث :

ذهب فقهاء معاصرون⁽⁴⁾ إلى وجوب الاستثمار مطلقاً مستتبطين ذلك من قوله تعالى:
﴿والذين يكنزون الذهب والفضة ولا ينفقونها في سبيل الله فبشرهم بعذاب أليم﴾ التوبة: 34.

(1) حاشية القليوبي على شرح المنهاج، القليوبي شهاب الدين، 95/4، مطبعة الباي الحلبي، القاهرة، د.ت، حاشية ابن عابدين، رد المختار على الدر المختار، محمد أمين، بن عمر بن عبد العزيز الدمشقي، 44/2، دارا لفكر، بيروت، 1979/1399، المغني على مختصر أبي القاسم عمر الخرقى، لابن قدامة، موفق الدين عبد الله بن أحمد، 521/5، دارالكتاب العربي، بيروت، 1972/1392، جواهر الإكليل، شرح مختصر خليل، صالح عبد السميع الآبي، 136/1، دار إحياء الكتب العربية، القاهرة، د.ت .

(2) الجامع لأحكام القرآن، للقرطبي، 419/3، مرجع سابق ، الأسهم والسندات من منظور إسلامي، د. عبد العزيز الحياط، 12-9، مكتبة دار السلام، القاهرة، 1989/1409 .

(3) صحيح الإمام مسلم، 996، مسند الإمام أحمد، 6534، سنن أبي داود، 1692. صحيح ابن حبان، 4241 .

(4) الاستثمار أحكامه وضوابطه، د. قطب مصطفى، 43-48، مرجع سابق، الأنشطة المصرفية وكما لها في السنة المحمدية، د. حسن صالح العناني، ص، 64، دار الفكر العربي، القاهرة، 1997/1417 .



فقالوا بأن هذه الآية دليل على وجوب الاستثمار، لأنَّ إيتاء الزكاة مرهون ببقاء الاستثمار فالمال الذي لا يستثمر يتآكل ويزول، وقالوا أنَّ إيجاب الاستثمار أنجع وسيلة لديمومة هذه الفريضة في الواقع، ولأنَّ مآل الاستنكاف والامتناع عن الاستثمار يضر بمصارف الزكاة مما يترتب عليه إضرار بالمجتمع، وبالتالي فليس حكم الاستثمار عندهم هو الندب أو الإباحة وإنما الوجوب اعتداداً بما يؤول إليه ذلك الحكم وما يحققه من مقاصد الشريعة في دوام تنمية المال وديمومة تداوله وتحقيق الرفاهية للفرد والمجتمع. وأنَّ المجتمع الذي يرى أن الاستثمار واجب لا يمكن أن ينقطع فيه حبل الزكوات الذي يتأتى غالباً من استثمار المال الزائد عن الحاجات الضرورية .

واستدلوا أيضاً بقوله ﷺ " من باع داراً أو عقاراً، فلم يجعل ثمنها في مثله كان قميناً أن لا يبارك له فيه " (1) وقالوا هذا يدلُّ على الوجوب، لأنَّه لاعتقاب شرعاً إلا على ترك واجب، ولأنَّ حجب المال وتعطيله عن أوجه الاستثمار يؤدي إلى إخراج المال عن وظيفته الأساسية كما قالوا لا يشترط لوجوب الاستثمار أن يكون عند المرء أموال طائلة وإنما يكفي أن يكون عند المرء أصل زائد على استهلاكه واستدلوا بحديث رجل من الأنصار أتى النبي ﷺ يسأله فقال : أما في بيتك شيء ؟ قال بلى، حلسٌ نلبس بعضه، ونبسط بعضه، وقعبٌ نشرب فيه من الماء، قال ائتني بهما، فأتاه بهما، فأخذهما رسول الله ﷺ بيده وقال : من يشتري هذين؟ فقال رجل: أنا أخذهما بدرهمين، فأعطاهما إياه، وأخذ الدرهمين، وأعطاهما الأنصاري، وقال اشتر بأحدهما طعاماً فانبذه إلى أهلك ، واشتر بالآخر قدوماً فأتني به، فأتاه به، فشدَّ فيه رسول الله ﷺ عوداً بيده، ثمَّ قال له : اذهب، فاحتطب، وبع، ولا أرينك خمسة عشر يوماً، فذهب الرجل يحتطب، ويبيع، فجاء وقد أصاب عشرة دراهم، فاشترى ببعضها ثوباً، وببعضها طعاماً، فقال رسول الله ﷺ : هذا خير لك من أن تجيء المسألة نكتة في وجهك يوم القيامة، إنَّ المسألة لا تصح إلا لثلاثة : لذي فقر مدقع، أو لذي غرم مفطع، أو لذي دم موجه " (2) ، وقالوا في هذا الحديث تحميل للحاكم مسؤولية تفقد أحوال الرعية للتحقق من مدى قيامهم بواجب استثمار أموالهم بحيث يزجر المتقاعس، ويرشد مَنْ عنده مال

(1) مسند الإمام أحمد، 17990، سنن أبي داود، 2415، سنن ابن ماجه، 2481، سنن البيهقي، 5462 .

(2) مسند الإمام أحمد، 11724، سنن الترمذي، 653، سنن أبي داود، 1641، سنن ابن ماجه، 2198 ،

إلى من يعينه على استثمار ما عنده بمضاربة، أو مشاركة .
واستدلوا على وجوب الاستثمار أيضا بقوله ﷺ "من ولي يتيماً له مال، فليتجر له، ولا يتركه حتى تأكله الصدقة" (1) فقوله ﷺ فليتجر قالوا: اللام للأمر وتفيد الوجوب ما لم تكن هناك قرينة مانعة من إرادة ذلك، وقالوا أن الحديث يدل على أن العزوف عن استثمار مال اليتيم يؤدي إلى فناءه وزواله، ويلحق الضرر باليتيم عندما يكبر، قالوا ويقاس على مال اليتيم كل مال مطلقاً بجامع تعرض كل مال للتآكل إذا لم يستثمر أو ينم (2) .
ولأن فريضة الزكاة مرهون بوجوب الاستثمار.

واستدلوا بحديث عمر بن الخطاب ؓ قال: قال رسول الله ﷺ: "من أحيا أرضاً ميتة فهي له، وليس لحتجر حق بعد ثلاث سنين" (3) وبفعل عمر ؓ لما رأى بلالاً بن الحارث الذي أقطع الرسول ﷺ العقيق ولم يقم باستثمارها قال له عمر ؓ: "إن رسول الله ﷺ لم يقطعك هذه الأرض لتحجزها على الناس، وإنما أقطعك لتعمل، فخذ منها ما قدرت على عمارته، ورد الباقي" (4). فالشاهد في هذا لو لم يكن الاستثمار واجباً لما كان له لينتزع ملكية الأرض الموات من صاحبها المستنكف عن استثمارها .

وخلاصة القول :

إن القول بالوجوب أوجه وأقرب لمقاصد الشريعة لما فيه من تلبية احتياجات المجتمع، والحفاظ على عزة الأمة، ولاسيما على ضوء التطور العالمي المعاصر في شتى الميادين الاقتصادية وغيرها مما يستوجب استنهاض جميع القوى المالية والإنتاجية والبشرية لتحافظ الأمة على عزتها وكرامتها، لأنه لا مكانة كريمة لأمة متخلفة في اقتصادها في عالمنا المعاصر، ويدهي أن تعطيل المال عن أوجه الاستثمار ينتج عنه فقر صاحبه، وفقر المجتمع الذي يعيش فيه، وأن نفع الاستثمار يعود على الفرد والمجتمع، وفي استدامة تنمية وديمومة المال صلاح للمال الذي استخلفنا الله فيه، وصلاح لأحوال المجتمع.

(1) موطأ الإمام مالك، 329، سنن الترمذي، 636، سنن البيهقي، 6043 .

(2) الأنشطة المصرفية وكمالاتها في السنة النبوية، د. حسن العناني ، ص. 64، مرجع سابق، الخلى ، علي بن أحمد بن حزم ، 5/ 306،

دار الكتب العلمية، بيروت، 1988/1408، الأموال لأبي عبيد، القاسم بن سلام ص 548، دار الشروق، القاهرة، 1989/1409

(3) مسند الإمام أحمد ، 8344، موطأ الإمام مالك، 1424، سنن أبي داود ، 3073، سنن الدارمي، 2509،

(4) الأموال، لأبي عبيد، القاسم بن سلام، 167، المرجع نفسه .



المبحث الرابع القواعد الحاكمة في الاستثمار الإسلامي

أولاً . النقود لا تنتج النقود ولا تؤتي ربحاً مشروعاً مالم تقترن بنشاط اقتصادي كتجارة، أو إجارة، أو مضاربة، أو خدمة، أو شركة، أو بيع، أو أي عقد استثماري بضوابط شرعية .
التوضيح :

لقد اعتبر الإسلام النقود مقياساً لتقييم السلع والخدمات⁽¹⁾، وأنها لا تؤتي ربحاً مشروعاً مالم تقترن بنشاط اقتصادي كبيع أو إجارة أو خدمة أو مشاركة أو أي عقد استثماري بضوابط شرعية، واعتبر إقراض النقود واشترط أخذ زيادة عليها هي الربا الحرم، وتسميته المعاصرة "الفائدة" وهي مأخوذة من الكلمة الإنكليزية (Interest) ولقد أعلن الله الحرب على المتعاملين بالربا بصريح قوله تعالى ﴿ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ ﴾ فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ وَإِن تَبَتُّمْ فَلَكُمْ رُؤُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ ﴿ سورة البقرة: 278 - 279 وبصريح قوله ﷺ (لعن الله آكل الربا وموكله وكتابه وشاهديه وقال هم سواء)⁽²⁾ وقوله ﷺ (درهم ربا يأكله الرجل وهو يعلم أشد عند الله من ستة وثلاثين زنية)⁽³⁾

لذلك كان طريق تنمية النقود بأن تقترن بنشاط اقتصادي وبعقود مستقرة لا تسمح بربا الديون ، وهذا مانصت عليه هيئة المعايير الشرعية في الفقرة (أ) من الحكمة التشريعية (إن النقود لا تنمى إلا بإضافة العمل إليها، ولا تجوز إيجارها ممن ينميها لأن ذلك يؤدي إلى ربا الديون)⁽⁴⁾ .

(1) تعتبر النقود من خلال استقراء النصوص الشرعية أداة للقياس فقد حرمت الشريعة مبادلة القمح بالقمح، والتمر بالتمر وغيرها من المواد الربوية لدى التفاضل في الكيل أو الوزن ولم تجزئه إلا استناداً إلى مقياس القيمة بالنقود، وكذلك لم تجز الشريعة بدء المشاركة في المضاربة إلا بالنقود، أو بتقويم موجوداتها بالنقود، ولا يتم توزيع ربح إلا بناء على أساس معرفة الرأسمال بالنقد، أو التقويم الحكمي بالنقد كما أن الشريعة لا تجيز بيع النقود بالأجل ولا تأجيرها ، ويجرم تنمية النقود إلا من خلال اقتراطها بنشاط اقتصادي، انظر المعايير الشرعية ، ص 247 هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ، البحرين ، 2002 / 1423 .

(2) صحيح الإمام البخاري، 5945، صحيح الإمام مسلم، 4069، مسند الإمام أحمد، 3717، سنن الترمذي 2234 السنن الكبرى للنسائي، 5014، سنن ابن ماجه، 2268، سنن الدارمي، 2268.

(3) مسند الإمام أحمد، 7 / 334، مصنف عبد الرزاق، 8 / 314 ، سنن الدار قطني، 3 / 16 .

(4) المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ص 247، البحرين ، 1423 هـ / 2002 .

ثانياً - العائد الربحي يخضع للقاعدة الفقهية " الغنم بالغرم " " الخراج بالضمان "

التوضيح : معنى الخراج: هو النماء والربح والعائد كنتيجة للاستثمار، ويقابل العائد الضمان وهو تحمُّل ما يترتب على النشاط المستثمر فيه من خسارة أو تلف، أو استهلاك أو هلاك فلا يجوز في الشركة - على سبيل المثال - أن يشترط الشريك الحصول على عائد دون أن يشارك في الخسارة، كما لا يجوز في الإجارة الحصول على الأجرة مع اشتراط ألا يتحمَّل المؤجر الصيانة الأساسية أو الاستهلاك، أو التلف للعين المؤجرة، وهكذا فإنَّ الضمان يكون وفق ما يناسب مقتضيات كل عقد، ودليله من السنَّة " قضى رسول الله ﷺ "أن الخراج بالضمان ونهى عن ربح مالم يضمن " (1) ومن الحديث استنبط الفقهاء القاعدة الفقهية " الغنم بالغرم " (2) .

وهذا خلاف القروض على أساس الفائدة الربوية حيث يكون رأس مال المقرض مضمون، والفائدة مضمونة، والفائدة محددة مسبقاً على رأس المال، وهذا يعني حصول خراج أي عائد دون مشاركة في خسارة، وعليه يكون العائد غير جائز، ولا يحلُّ أخذه .
ثالثاً - تحاشي الربا في جميع المعاملات .

وأبرز أنواع الربا الشائعة هي القروض بفائدة سواء كانت القروض للأغراض العقارية أو التجارية، أو الصناعية، أو الزراعية، أو للاستهلاك الشخصي، وتتخلص بأنَّها إقراض نقود مع اشتراط زيادة حتمية سواء نجحت التنمية الاقتصادية المكافئة، أم لا لذلك أنكر الله تعالى على الذين لا يفرقون بين الربا، وبين البيوع والتجارات، فقال سبحانه ﴿الذين يأكلون الربا لا يقومون إلا كما يقوم الذي يتخبطه الشيطان من المس ذلك بأنهم قالوا إنما البيع مثل الربا، وأحلَّ الله البيع وحرم الربا﴾ (سورة البقرة، 275)

أما تعريف الربا: فهو بيع الأثمان ببعضها بالأجل، أو بيعها بزيادة إذا كانت من جنس واحد، أو بيع الأقوات ببعضها بالأجل، أو بيعها بزيادة إذا كانت من جنس واحد (3) .

(1) مسند أحمد 24806، الترمذي 1207، أبو داود 3046، سنن ابن ماجه 2234، النسائي، 4414، البيهقي ، 10885، الدارقطني، 213 المصنف، لعبد الرزاق الصنعاني، 14777، ابن حبان، 4928، أبو يعلى، 4537، الحاكم، 3181 وقال صحيح على شرط مسلم وأورده الطحاوي بطرق عديدة وتقبله الفقهاء بالقبول، انظر معاني الآثار للطحاوي، 21/4.

(2) شرح القواعد الفقهية، الزرقا، أحمد بن محمد، تنسيق د. عبد الستار أبو غدة، ص 67، دار القلم، دمشق، 1409/ 1989

(3) البدائع، للكاساني 3196/7، المجموع للنووي، 68/1، المغني لابن قدامة، 3/4، مطالب أولي النهي، 157/3



وعلة التحريم في الربا عند الحنفية والحنابلة : الكيل فيما يكال ، والوزن فيما يوزن ، وعند المالكية والشافعية: علة الربا في الذهب والفضة والنقود : الثمنية ، وأما علة الربا في المطعومات هي عند المالكية : الاقتيات والادخار ، وعند الشافعية : هي المطعومات ، ولا يشترط عندهم أن تكون مما يقتات ويدخر (1) .

رابعاً الاستثمار يكون في المجالات المشروعة، ولا يجوز أن يكون في النشاطات المحرمة التوضيح :

كل مانصت الشريعة على تحريمه فلا يجوز التعامل به كالاختكار، والقمار، والزني والربا، والخمور، والملاهي المحرمة والنشاطات المتعلقة بها وغير ذلك من المحرمات المعلومة في الشريعة ولو كانت أرباحها عالية . قال الله تعالى ﴿ قل رأيتم ما أنزل الله لكم من رزق فجعلتم منه حراماً وحلالاً، قل آله أذن لكم أم على الله تفترون ﴾ (سورة يونس، 59) تبين الآية أنّ كلّ ما خلقه الله من خيرات في هذه الأرض خلقه من أجل الإنسان، فلا يجوز له أن يجعل حصوله على الرزق وفق هواه بطرق نهى الله عن سلوكها (2)

وفي هذا بيان لمن يرى أحياناً أنّ عائد الربا يساوي عائد البيع، فعليه ألا ينخدع بعبارة أنّ النتيجة واحدة من حيث العائد، لأنّ الحاكم في عقيدة المؤمن، التزام ما شرع الله تعالى فالله سبحانه وتعالى يقول : ﴿ وأحلّ الله البيع وحرم الربا ﴾ (سورة البقرة، 275)

فليست العبرة بكون العائد متساو - فيما لو صادف ذلك - إذ يجب أن تكون الوسيلة

(1) تقسم الشريعة الأموال الربوية إلى مجموعتين مستقلتين أما المجموعة الأولى: فهي الذهب والفضة والنقود والحكم الشرعي فيها لا يجوز بيع بعضها ببعض بالأجل وإنما يجب البيع الفوري وتفاض البدلين وتأجيل أحدهما يعتبر من الربا ، كما لا يجوز إقراضها بشرط الزيادة وهذا يسمى ربا القروض . أما المجموعة الثانية: فهي المواد التي ينموها الناس ويدخرونها كالقمح والرز والسكر والشاي والتمر فهذه يشترط عند المبادلة في الجنس الواحد منها التساوي في الوزن أو الكيل وقيضها وعدم التأجيل ، وعند اختلاف الجنس نحو بيع القمح بالرز فلا يجب التساوي في الكيل أو الوزن ، وإنما يجب قيضها وعدم التأجيل ، ولكن لو لم يكن بيع المواد التمويينية ببعضها مقايضة (أي بيع سلعة بسلعة) وإنما كان بيعها بالنقود فلا يوجد هناك ربا وعندئذ يجوز البيع بقبض السلعة وتأجيل الثمن ، أو قبض الثمن وتأجيل السلعة ، انظر بدائع الصنائع ، للكاساني، 3196/7، وحاشية ابن عابدين ، 177/ 4، الاختيار لتعليل المختار ، الموصلي ، 2/ 30 ، الدر المختار ، للحصكفي علاء الدين 2/ 255، والعناية شرح الهداية ، للبابرتي، محمد بن محمود ، 3/ 7، والمجموع لحيي الدين النووي ، 68/ 10 ، ومعني المحتاج للخطيب الشربيني ، 21/2 ، والقوانين الفقهية، لابن جزي الكلبي ، 255-252، والمعني، لابن قدامة، 3/4 - 8 ، ومطالب أولي النهى ، للرحبياني، مصطفى السيوطي، 157/3 .

(2) تيسير الكريم الرحمن في تفسير كلام المنان، السعدي ، عبد الرحمن بن ناصر، ص 485 جمعية إحياء التراث الإسلامي ، الكويت 1997/1418 .

مشروعة، والنتيجة مشروعة، فقد أحلَّ الله الربح عن طريق البيع والتجارة، وحرمه عن طريق الربا، وكذلك أحلَّ الله النكاح، وحرَّم السفاح .
خامساً - الالتزام بالعقود السليمة وتحاشي كل ما يفسد العقد شرعاً، أو يبطله .
التوضيح :

تكون العقود باطلة أو فاسدة إذا احتوت شروطاً تتنافى مع مقتضاها، أو إذا أغفلت توضيح أمور أساسية في العقد من شأن الجهالة فيها أن تفضي إلى نزاع، كما يجب ألا تكون العقود مبنية على تدليس أو غش، أو غرر، والغرر : هو الدخول في عقد لا تعرف عاقبته أيكون، أم لا يكون! فقد " نهى رسول الله ﷺ عن بيع الغرر " (1)
وأمثلة ذلك:

تعليق البيع على أمرٍ مستقبلي لا يعرف إن كان سيتمُّ العقد أم لا، أو أن تكون هناك جهالة بذات المبيع، أو بجنسه، أو بنوعه، أو بصفته، أو بمقداره، أو بأجله، أو بعدم القدرة على تسليمه، ففي هذه الأحوال ونحوها يؤثر الغرر في العقد ويجعله باطلاً. (2)
هذه الضوابط الشرعية التي سبق عرضها هي التي تميز الاستثمار الإسلامي عن الاستثمارات التقليدية المنتشرة في العالم .

والجدير بالذكر في هذا الصدد أن الأمة الإسلامية عاشت حوالي أربعة عشر قرناً لا تعرف التعامل بالفائدة كنظام ربوي، وذلكم لأن من مسلمات عقيدة المسلمين حرمة الربا، ولم يجز التعامل وفق نظام الفائدة في بلاد المسلمين إلا عندما دخل هذا النظام أقطار المسلمين مع جيوش الاحتلال الأوربي، ومع سيطرة النفوذ الاقتصادي والمالي للدول الأجنبية في القرن العشرين على دول المسلمين .

(1) صحيح الإمام مسلم 2783، مسند الإمام أحمد، 8667، موطأ الإمام مالك، 1345، سنن أبي داود، 3376، السنن الكبرى للنسائي، 4442، مصنف عبد الرزاق، 14507، السنن الكبرى للبيهقي، 22241، سنن الدارقطني، 47 .
(2) انظر الميسوس، للسرخسي، محمد بن أحمد، 13/194، دار المعرفة، بيروت، 1398/1988، وحاشية ابن عابدين، 4/147 مرجع سابق، المنتقى شرح موطأ الإمام مالك، الباجي، سليمان بن خلف، 1/41، مطبعة السعادة، القاهرة، 1332هـ، والفروق للقراقي، شهاب الدين، أحمد بن إدريس، تحقيق د محمد حجي، 3/265، إحياء الكتب العربية، القاهرة 1346 هـ، والمجموع، للنووي، 9/208، مرجع سابق، الغرر وأثره في العقود، الضيرير الصديق محمد الأمين، ص 64 - 165، مطبوعات بنك البركة الإسلامي، البحرين، 1404/1984 .



وإنما يعتمد الاستثمار الإسلامي على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة وتحاشي المخطورات الشرعية في التعاملات، وبذلك تكون الأرباح الحاصلة متكافئة مع الدور الفعلي الذي أداه المال في التنمية الاقتصادية، بخلاف نظام الفائدة الذي يعتبر زيادة حتمية على رأس المال سواء نجحت التنمية الاقتصادية المكافئة، أم أخفقت مما يجعلها ورماً خبيثاً في الأموال يسهم فيما يسمى بالتآكل النقدي - أي تضائل القيمة الشرائية للنقد مع الزمن القادم- لذلك تعتبر الفائدة ورماً خبيثاً لا يمكن معالجته إلا باستئصال نظام الفائدة في جميع المعاملات .

ومن هنا فإنَّ الاستثمار الإسلامي بأخذه بمبدأ الخراج بالضمان وتحاشي الربا والمحرمات يكفل النهوض الحقيقي بالاقتصاد ومواجهة الأزمات بصلافة، ويتوافق مع عقيدة الأمة، ويعتبر النظام الاقتصادي الأمثل المنقذ للبشرية .

إنَّ وجود معيار الحلال والحرام ينبع من مقاصد وأهداف الشريعة الإسلامية التي جاءت لإصلاح حياة الفرد والمجتمع وتحقيق السعادة له في حياته وسلامة مصيره في الحياة الآخرة .

والأهداف العليا للشريعة الإسلامية تتمثل في حفظ أمور أساسية خمسة هي: الحفاظ على الدين، والنفس، والعقل، والنسل، والمال، ولقد اشتملت الشريعة على معايير مستنبطة من القرآن والسنة تحل له الطيبات، وتحرم عليهم الخبائث ، ولا يكون الاستثمار في الصناديق الاستثمارية إسلامياً ما لم يلتزم بقاعدتي الحلال والحرام . وبما أن دائرة المحرمات في الشريعة ضيقة، ودائرة الحلال هي الأساس، فإنه لمعرفة مجالات الاستثمار المشروعة تكفي الإشارة إلى المجالات المحرمة ليبقى كل ما هو خارج عن هذا الإطار المحرم في دائرة الحلال أو العفو، كما جاء في قوله ﷺ : « ما أحلَّ الله تعالى في كتابه فهو حلال، وما حرَّم فهو حرام وما سكت عنه فهو عفو، فاقبلوا من الله عافيته، فإنَّ الله لم يكن لينسى شيئاً (1) .

ومن الجدير بالبيان أن إثم الحرام لا يقتصر على فاعله المباشر وحده، بل يشمل كل من شارك فيه بجهد مادي أو معنوي.

ولذلك يحرم كل نشاط استثماري في مراحل الإنتاج أو التسويق أو الاستهلاك

(1) سنن أبي داود، 3800، السنن الكبرى للبيهقي، 20282، المستدرک علی الصحیحین للحاکم، 7113، سنن الدارقطني، 12، المعجم الكبير للطبراني 7949، مسند البزار (البحر الزخار)، 794 .

يساهم بطريق مباشر أو غير مباشر في إنتاج وتسويق واستهلاك المحرم، لأنَّ كلَّ إعانةٍ على الحرام فهي محرمة لقوله تعالى: ﴿وَلَا تَعَاوَنُوا عَلَى الْإِثْمِ وَالْعُدْوَانِ﴾. سورة المائدة، 2

كما أنه لا جدوى من التحايل بتسمية الشيء بغير اسمه كتسمية الخمر بالمشروبات الروحية مع بقاء حقيقته، والحرام هو الحرام مهما حسنت نية فاعله، فقد يرتفع عنه الإثم عند الضرورة أو الخطأ، لكن المنع من التصرف يبقى قائماً، إذ لا بد من سلامة الغاية، وطهارة الوسيلة.

ويمكن هنا بيان الأنشطة الاستثمارية المحرمة فيما يلي :

- التعامل الربوي، كالإنشاء أو الإسهام في المصارف المتعاملة بالربا إقراضاً، أو اقتراضاً بالفائدة وذلك بإيداع الأموال لديها، أو اقتراضها منها، أو التوظيف المالي في السندات، أو صرف العملات بالأجل.
- التأمين التقليدي، وإعادة التأمين التقليدي.
- التعامل بالمسكرات صناعةً، أو تداولاً، أو تناولاً.
- التعامل بالمخدرات صناعةً، أو تداولاً، أو تناولاً.
- القمار، وإن اتخذ مسميات أخرى، كاليانصيب والمراهنات الرياضية أو تقمص أغراض خيرية وإنسانية ويشمل ذلك تنظيم أماكن للقمار، أو تأجير مبانٍ لذلك.
- الخنزير والذبائح المحرمة، والميتة.
- البغاء، والملاهي، والمراقص وما يتعلق بها من أفلام، أو مجلات، أو قنوات فضائية ونحوها.
- صناعة التماثيل، أو الأدوات المعبرة عن الديانات المختلفة، أو الحرفة.
- التعامل وفق صور ممنوعة في البيع والعقود الأخرى، باشتغالها على الجهالة أو الغرر أو الربا أو الشروط الفاسدة (1).

(1) من أمثلة العقود الممنوعة : بيع سلعة بالأجل بمائة وعشرين ، وبشترتها منه نفس البائع بمائة نقداً ، ومن أمثلة الجهالة في العقود إجراء عقد مضاربة دون معلومية نسبة الربح لكل من المتعاقدين ، ومن أمثلة الغرر : بيع السمك في الماء ، وكذلك بيع البعير الشارد لأنه لا يدري هل سيعثر عليه أم لا . ومن أمثلة الشروط الفاسدة اشتراط غرامة مالية لدى تأخر المدين بسداد الدين ، ومن الشروط الباطلة بيع عقار واشتراط عدم تأجيره .



الفصل الثاني

الصناديق الاستثمارية أهميتها ومزاياها وجوانبها التنظيمية

ويشتمل على أربعة مباحث في بيان كل من :

المبحث الأول: تعريف الصناديق الاستثمارية ونبذة تاريخية عنها.

المبحث الثاني: مبررات ظهورها، وأهميتها في المنظور الإسلامي الاقتصادي

المبحث الثالث: مزايا الاستثمار في الصناديق ومشتقاتها والخصائص العامة لها.

المبحث الرابع: الجوانب التنظيمية للصناديق، ودور الحماية القانونية لها

المبحث الأول الصناديق الاستثمارية ماهيتها. تعريفها. تاريخها

تمهيد

تعد صناديق الاستثمار من أهم صيغ تعبئة المدخرات على الساحة الاقتصادية المعاصرة، وما نقرأه في كل يوم عن انتقال رؤوس الأموال الضخمة لغرض الاستثمار بين أسواق العالم، ما هو إلا شاهد على أهمية هذه الصناديق .
إن صناديق الاستثمار مهمة للمسلمين اليوم فهي يمكن أن تكون أداة ووسيلة لتحقيق التكافل الاقتصادي بين المسلمين، وذلك بتسهيل نقل المدخرات من دول ذات الفوائض المالي إلى دول العجز المالي، وأن تكون توطئة لأسلمة البنوك، وجزءاً من برامج لتوطيد دعائم العمل المصرفي اللاربوي في أي بلد من بلاد المسلمين. وفي دول الخليج تسوق البنوك والمؤسسات الاستثمارية ما يزيد عن مائتي صندوق استثماري أكبرها جميعاً وأكثرها ربحاً هي الصناديق الإسلامية.

لذا يجدر ابتداءً التعريف بالصناديق، وتقديم نبذة تاريخية عنها، وتوضيح مبررات ظهورها، وأهميتها، ومشتقات الصناديق ، وإليك بيان ذلك فيما يلي :
أولاً : تعريف الصناديق :

أ) تعريف الصناديق الاستثمارية في اليابان :

الصناديق الاستثمارية هي نظام يسمح للمستثمرين من أفراد و شركات للاشتراك سويًا في برنامج استثماري يدار من قبل مستشاري استثمار متخصصين لتحقيق أعلى نسبة ممكنة من العوائد وبأقل درجة ممكنة من المخاطر" (1)

ب) تعريف الصناديق الاستثمارية في الولايات المتحدة الأمريكية:

" الصناديق الاستثمارية هي شركة تقوم بالاستثمارات نيابة عن الأفراد والمؤسسات ذات الأهداف المالية المتجانسة " (2)

(1) الودائع الاستثمارية في اليابان ، ص 1-2، مؤسسة نيهومباشي كايايا ، اليابان ، طوكيو ، 1989

(2) الصناديق المشتركة ، معهد شركات الاستثمار ، ص 6، واشنطن، إن دبليو 1600 ، U.S.A واشنطن ، 1988 م

ج) تعريف مؤسسة النقد السعودية لصناديق الاستثمار :



الصندوق الاستثماري " هو برنامج استثمار مشترك ينشئه البنك المحلي بموافقة مسبقة من مؤسسة النقد العربي السعودي بهدف إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعيا في نتائج أعمال البرنامج ، وتتم إدارته من قبل البنك مقابل أتعاب محددة " (2).

وفي واقع التعاملات لدى المؤسسات المالية يمكن توضيح مفهوم ونشاطات صناديق الاستثمار بأنها أوعية تجتمع فيها المدخرات الصغيرة لتكوّن حجماً من الأموال يمكن أن يستفيد من ميزات التنويع والذي يؤدي إلى تقليل مخاطر الاستثمار.

وتؤسس هذه الصناديق على صفة شركة استثمار (Investment Company) تشرف عليها جهات حكومية متخصصة لغرض الرقابة والتوجيه.

وتقوم هذه الصناديق بجمع الاشتراكات عن طريق إصدار وحدات استثمارية متساوية القيمة عند الإصدار شبيهة بالأسهم (3).

ويكون لصندوق الاستثمار ذمة مالية مستقلة (شخصية اعتبارية) (4) حيث يهدف إلى تجميع الأموال واستثمارها في مجالات محددة، وتدير الصندوق شركة استثمار تمتلك تشكيلة من الأوراق المالية، وذلك من خلال قيام جهة تسمى (الكفيل SPONSOR) بشراء تشكيلة من الأوراق المالية (السندات غالباً)، أما بالنسبة لصناديق الاستثمار الإسلامي فتكون السندات لعمليات التأجير أو المرابحات أو الاستصناع الموازي أو السلم الموازي

(2) الأنظمة و التعليمات النقدية والمصرفية، ص 74، مطبوعات مؤسسة النقد السعودي، الرياض، 1414 / 1994 ،

(3) صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، د. منير هندي، ص 7، منشأة المعارف، الإسكندرية ،

1994 / 1414.

(4) الشخصية الاعتبارية : هي مؤسسة لها هدف مشترك ، ويعطيها القانون الحق في ممارسة كافة أنواع التصرفات القانونية في التعامل، وفي اكتساب الحقوق وتحمل الالتزامات، و يكون لها ذمة مالية مستقلة شأنها في ذلك شأن الأشخاص الطبيعيين ، فالصندوق يمتلك ويبيع ويشترى ويمثله مدير الصندوق أمام القضاء ، وأمام الآخرين ، ومسئولية كل شريك في حدود أسهمه ، وفي الحالة التي يترتب فيها على الصندوق التزامات مالية تزيد على أسهم المشاركين في الصندوق لا يمكن الحجز على أموال الشركاء التي خارج الصندوق من ممتلكاتهم الخاصة لأنّ المسؤولية محدودة بمبالغ المشاركة التي اكتسب بها المشارك ولا تتعدى إلى أمواله الخاصة الأخرى .

وغيرها، وهذه العمليات تقوم بها جهة الإصدار ثم تقوم جهة أخرى اسمها (TRUSTEE الأمين) فتتولى إصدار شهادات مع الجهة التي تتعهد بتغطية الإصدار، كما تقوم جهة أخرى بالاسترداد والتعهد بإعادة الشراء، كما أنّ ثمة جهة أخرى تقوم بالتسويق لشهادات الإصدار⁽¹⁾، وسيأتي توضيح ذلك في المبحث الرابع من هذا الفصل وعنوانه "الجوانب التنظيمية للصناديق" وبما أنّ الصندوق من متطلباته قيام جهات مختلفة، لذلك فإنّ الشكل القانوني لتلك الجهات المختلفة يسمى اتحاداً، ولا يسمى شركة، ويسمى ما يباع للمستثمر من حصة في الصندوق (وحدة UNIT) وليس سهماً عادياً كما هو الحال في أسهم السندات التي تصدرها منشأة معينة، والسبب في قيام مفهوم الوحدات أنّ المستثمرين الذين يملكون مدخرات محدودة وجدوا أنّ الاستثمار في أسهم سندات تصدرها منشأة معينة مردودها ضئيل، ولدى ظهور الصناديق التي تقوم على التنوع في الاستثمارات كانت الحماية لديها ضد تقلبات القيمة السوقية ضئيلة، ومن هنا صار المستثمرون يفضلون الاكتتاب في وحدات الصناديق الاستثمارية لأنّ أنشطتها متعددة وأرباحها أكثر⁽²⁾

والجدير بالتنويه بأنّ هناك العديد من صناديق الاستثمار التي تديرها شركات استثمار عالمية معروفة مثل *Putnam* و *Vanguard* و *Merrill Lynch* و *Idelity* وغيرها منذ عقود عديدة وانتقلت إلى دول الخليج قبل بضع سنوات، وتدير الصناديق الاستثمارية البنوك المحلية أو شركات الاستثمار بالتعاون مع مستشاري استثمار دوليين متخصصين في الأسواق المالية العالمية، وتقوم الشركات الاستثمارية الكبيرة عادة بإصدار نشرات دورية توضح أداء الصناديق التي تديرها والتوقعات المحتملة لتحركات الأسواق المالية ويقوم نظام الصندوق الاستثماري سواء كان تأسيسه كصندوق مستقل بذاته، أو كصندوق فرعي ينتمي إلى صندوق رئيسي، فإنّه يعتبر كأنه شركة استثمار مستقلة بذاتها ولقد لاقت تجربة الصناديق الاستثمارية إقبالاً منقطع النظير وذلك لأنّ الصندوق هو مجموع

(1) الصناديق الاستثمارية الإسلامية، د. عز الدين خوجة، ص 24، مطبوعات مجموعة دلة البركة، جدة، 1994/1414 .

(2) الاستثمار في الأسهم والوحدات الاستثمارية، د. عبد الستار أبو غدة، ص 25 ، بحث مقدم لجمع الفقه الإسلامي، الدورة التاسعة، المنعقدة في ذي القعدة / أبريل نيسان، 1995/1415 .



أموال مجموع أموال أعداد كثيرة من المستثمرين يؤدي إلى توافر رأس مال جماعي كبير يساعد على تنويع مجالات الاستثمار، والتوزيع الجغرافي الواسع، وتقليل المخاطر، وأثبت هذا الأسلوب من الاستثمار تحقيق ربحية أعلى، وأمان أفضل .

أضف إلى ذلك أن الحكومات وجدت أن نشاطات الصناديق الاستثمارية ذات فوائد اقتصادية على صعيد الناتج القومي، لذلك وضعت تقنيات للصناديق تجعل هذا النشاط يخضع لتعليمات ورقابة البنك المركزي، فضلاً عما تتمتع به الصناديق بأن أسسها التي قامت عليها، والرقابة التي تخضع لها تستوجب التنظيم الدقيق، وتوزع المسؤوليات على جهات متناسقة ومتعددة من شأنها أن تكفل سير عملية الاستثمار وفق خطة استثمارية لا يستطيع مزاولو الاستثمار فيها إلا الخبراء والمتخصصون (1) .

مما سبق ومن واقع الحال لدى المؤسسات المالية يمكن استخلاص تعريف الصناديق الاستثمارية الإسلامية بمايلي :

د) تعريف الصندوق الاستثماري الإسلامي :

هو وعاء مالي تكونه مؤسسة مالية متخصصة، وللصندوق ذمة مالية مستقلة يهدف إلى تجميع الأموال لتقوم بإدارته شركة استثمار متخصصة للاستثمار في مجالات متنوعة تتمثل بصكوك الإجارة، والمراجحات، والاستصناع الموازي، والسلم الموازي، والمزارعة وغيرها من النشاطات المشروعة تهدف إلى تحقيق أرباح عالية من خلال التنويع والتوزيع الجغرافي لتقليل المخاطر وتحقيق عائد مجز .

(1) إدارة الاستثمارات ، الإطار النظري والتطبيقات العملية ، د. محمد مطر ، ص65 ، مرجع سابق .

ثانياً: نبذه تاريخية عن الصناديق (1) :

مرت صناديق الاستثمار في مراحل عديدة حتى وصلت إلى ما هي عليه الآن فقد ظهر أول صندوق استثماري في العالم في هولندا عام 1822م ، ولقد كان أول نشأة لصناديق الاستثمار في بريطانيا سنة 1860م، وعرفت آنذاك بصناديق الأسهم والسندات إلا أن البداية الحقيقية للصناديق بمفاهيمها الحالية بدأت في الولايات المتحدة عام 1924م عند إنشاء أول صندوق فيها يحمل اسم *Masahotes Investment Trust* الذي اتخذ بوسطن مقراً له، وتأسس كوسيلة استثمارية لمجموعة الأساتذة بجامعة هارفارد، وقد بلغت أصول الصندوق حتى عام 1995م أكثر من بليون (2) دولار أمريكي، وتنامى حجم الصناديق الاستثمارية في الولايات المتحدة الأمريكية فوصل إلى أكثر من اثنين ونصف تريليون دولار أمريكي (3)، وزاد عدد الصناديق الاستثمارية على 5000 صندوق استثماري .

أما في دول الخليج فقد كان أول صندوق استثماري في السعودية وقام به البنك الأهلي التجاري في عام 1979م، وكان صندوقاً استثمارياً قصير الأجل بالدولار الأمريكي، ولم يكن وفق الضوابط الشرعية، لأنَّ البنك آنذاك كان ربوياً، يتعامل وفق نظام الفائدة ولكنه قد تحول الآن إلى مصرف إسلامي ، ثم تطور الوضع في السنوات العشر الأخيرة حتى بلغت الصناديق الاستثمارية في نهاية عام 1998م، في السعودية فقط مائة وأربعة عشر صندوقاً استثمارياً، ومبالغ الاستثمار فيها أكثر من أربعة وعشرين بليون ريال، وعدد المستثمرين فيها يزيد عن سبعين ألف مستثمر، ثم تنامت الصناديق الاستثمارية بشكل مضطرب حتى بلغت إصدارات الصناديق الاستثمارية الإسلامية في منطقة الخليج، وبعض الدول العربية حتى الربع الأول لعام 2006م، أربعة عشر مليار دولار ، وبلغ متوسط النمو فيها في دول الخليج فقط حوالي خمسة وأربعين في المائة سنوياً منذ عام 2001 حتى عام 2005.

(1) موسوعة أعمال البنوك من الناحيتين القانونية والعملية، د. محيي الدين علم الدين إسماعيل، 525/2، دار العلوم، القاهرة، 1413 / 1993 .

(2) البليون : في مصطلح الأرقام الأمريكي تسعة أصفار .

(3) التريليون : في مصطلح الأرقام الأمريكي اثنا عشر صفراً .



المبحث الثاني مبررات ظهور الصناديق الاستثمارية وأهميتها

أ) مبررات ظهور الصناديق الاستثمارية (1) :

إنّ فكرة ظهور الصناديق الاستثمارية الإسلامية وانتشارها ونموها نابع من نفس الفكرة التي أدت لظهور المصرف الإسلامي، إلا أنّ الصندوق يعتمد في استثماراته لأموال الآخرين بأنّ ميزانيته مستقلة تماماً عن ميزانية المصرف لأنّ الصناديق غير مضمونة على المصرف، وما عدا ذلك فإنّ فلسفة تأسيس كلّ منهما واحدة، لأنّ العلاقات التعاقدية بين أطراف هذه الصناديق تعتمد على علاقة الصندوق بأرباب الأموال بعقود المضاربة، أو الوكالة بالاستثمار وفق الضوابط والأحكام الشرعية، وبذلك كان للبنوك الإسلامية فضل الريادة في توطيد هذا الاتجاه، وذلك على خلاف البنوك التقليدية التي تقوم عادةً على أساس الفائدة سواء في حالة الاقتراض، أو الإقراض، وبذلك غيرت البنوك الإسلامية مسيرة الوساطة المالية القائمة على نظام الفائدة الربوية لتقوم على أساس عقد المضاربة أو الوكالة بالاستثمار، وبالتالي لا ينطبق على المصرف الإسلامي وصف المقترض من أرباب الأموال، ولا توجد علاقة مديونية بين المصرف ومصادر أمواله، بل يجعل المصرف في مكان مدير الأموال، ويتولد دخل المصرف بصفة أساسية من قدرته على إدارة هذه الأموال، وتوجيهها نحو أفضل أنواع الاستخدامات، من حيث الربح، والمخاطرة. وبذلك يكون مشاركاً مع أصحاب الحسابات الاستثمارية، ولا يكون أحد الطرفين له زيادة حتمية في كل الأحوال، ومعروف وفق القوانين السائدة أن هذا الأسلوب من الاستثمار في الصناديق تكون فيه أموال الصندوق خارج نطاق ميزانية البنك المصدر للصكوك، لأنها غير مضمونة على البنك، ثمّ إنّ إنشاء بنك إسلامي في بلد اليوم يحتاج إلى سن قانون جديد إذا لم يكن القانون موجوداً أو إصدار قانون خاص، وهذا أمر يخضع لإجراءات قانونية ودراسات الجهات المتعددة ليتسنى الحصول على الموافقات النهائية ومن ثمّ صدور القانون، وقد لا تتم الموافقة عليه لطبيعته المختلفة عن النظام المالي العام في الدولة، ولحاجته إلى أنظمة ومؤسسات مرافقة غير متوفرة، إلا أنّ إنشاء

(1) المؤتمر العالمي للصناديق الاستثمارية الإسلامية المنعقد في البحرين في شهر سبتمبر، 2006، مطبوعات المؤتمر، البحرين، 2006 /1426.

صندوق استثماري هو أمر أيسر بكثير في ظل القوانين المنظمة لهذه الصناديق في أي مكان من العالم ، لأن تلك القوانين صدرت بناءً على أن الغرض الأساسي من الصناديق هو تلبية تفضيلات ورغبات المستثمرين الذين لا يجدون ما يرضيهم في البنوك التجارية، ولما كان هدف المجتمعات الإسلامية هو في النهاية رفع بلوى الربا عن مجتمعاتها، فبأي وسيلة تحقق الهدف فهذا أمر حسن، وإنجاز لا يستهان به، ومن هنا صارت الصناديق الاستثمارية بالغة الأهمية من المنظور الإسلامي في مرحلة التطور الاقتصادي المعاصر.

(ب) بيان أهمية الصناديق الاستثمارية من المنظور الإسلامي :

تعتبر صناديق الاستثمار أدوات استثمارية توفر للأشخاص الذين لا يملكون القدرة على إدارة استثماراتهم بصورة مباشرة الفرصة للمشاركة في الأسواق العالمية والمحلية ، وفكرة هذه الصناديق تتلخص في قيام عدد كبير من المستثمرين بتجميع مواردهم وإدارتها بواسطة مؤسسات مالية لتحقيق المزايا التي لا يمكن لهم تحقيقها منفردين .

ومن هنا برزت أهمية هذه الصناديق الاستثمارية لكونها توفر لملايين المدخرين الفرصة الأفضل، وتصدر غالبية صناديق الاستثمار تقارير نصف سنوية ونهائية حول نشاطاتها وتشتمل على عدد من الحسابات المختلفة لمساعدة المستثمر في تقييم استثماره وإعطائه فكرة عن أداء الصندوق ، ولقد اكتسبت الصناديق الاستثمارية الإسلامية أهميتها من خلال عدة أمور يمكن إيجازها فيما يلي (1) :

1) البنوك الإسلامية نمت وتزايد عددها في أقل من ثلاثة عقود حتى بلغت ما يزيد عن المائتين لعام 2006، ولكن لو نظرنا إلى القطاعات المصرفية في بلاد المسلمين لوجدناها تتكون من آلاف البنوك التي تعمل بالفائدة ، ولذلك فإن أي مشروع يستهدف رفع بلوى الربا عن المجتمعات المسلمة يجب أن يأخذ باعتباره أنه ما لم يكن لهذه الآلاف المؤلفة من البنوك القائمة على الربا - والتي ترتبط بها مصالح ملايين المسلمين - ما لم يكن هناك ما يشجع البنوك الربوية على التحول إلى الاستثمار الإسلامي فلن تتوجه إلى التحول.

(1) المؤتمر العالمي للصناديق الاستثمارية الإسلامية المنعقد في البحرين في شهر سبتمبر، 2006، مطبوعات المؤتمر، البحرين ، 2006 / 1426.



ومن هنا كان للصناديق الاستثمارية أهمية بالغة في هذا المجال لأنها تمثل أول تذوق للبنك الربوي للعمل المصرفي الإسلامي يستطيع من خلاله إنشاء صندوق استثماري يمكنه من اختبار حقيقة الادعاء السائد من أن المسلمين دائماً يفضلون الحلال عن الحرام. ولممارسة هذه التجربة سيضطر البنك التقليدي التعرف على طبيعة المعاملات المنضبطة شرعياً وهكذا تتضاءل المخافة التي كانت بينه وبين فكرة العمل المصرفي اللاربوي، لأنَّ الناس أعداء ما جهلوا، وهذا ما حدث فعلاً، فإن كثيراً من البنوك الربوية بدأت بتجربة الصناديق الاستثمارية الإسلامية، وأسفرت عن نتائج إيجابية أسهمت في تنامي قناعة بعض المؤسسات التقليدية للتحويل إلى المصرفية والاستثمارات وفق الضوابط الشرعية.

2) تتميز الصناديق الاستثمارية عن النوافذ في البنوك التقليدية أن ميزانية البنك التقليدي الذي له نوافذ إسلامية، ميزانيته مختلطة لتعذر استقلالية ميزانية البنك عن نوافذه الإسلامية، بخلاف الصناديق الاستثمارية فإنَّ لها ميزانية وحسابات مستقلة تماماً عن البنك، وذلك لأنَّ القوانين تمنع الاختلاط بين أموال البنك، وأموال الصندوق مع العلم أن الصندوق شركة مالية لا تكاد تختلف عن البنك .

3) كما تكتسب الصناديق الاستثمارية أهميتها بسبب قدرتها على نقل الرساميل بين المجتمعات الإسلامية، وأنَّ ما حدث فعلاً من انتقال الرساميل بهذه الضخامة التي حدثت لغرض الاستثمار في العقدين الماضيين إنما كان يعزى سببه الأساسي إلى صيغة الاستثمار في الصناديق الاستثمارية. يدل على ذلك إحصاءات الاستثمارات الأجنبية في دول شرق آسيا والصين حيث قاربت الأربعمائة مليار دولار، وقد جرى استقطابها من ملايين المستثمرين عن طريق صناديق الاستثمار المتنوعة والمتخصصة.

وليس هذا هو الملفت للنظر بل العجيب أن نجد أموال المسلمين تذهب أولاً إلى مدراء الصناديق في أمريكا وأوروبا لتجري إعادة استثمارها في مناطق العالم بما فيها بلاد المسلمين، ولكن بصفة غير مباشرة .

ومن هنا تعتبر الصناديق ذات أهمية بالغة لقدرتها على نقل رؤوس الأموال بين المجتمعات الإسلامية مباشرة، ولئن أثبتت تجربة الصناديق الاستثمارية لدى الدول الغربية نجاحاً ملموساً

وارتقت التجربة إلى ما وصلت عليه الآن من ضوابط تحقق العائد الأكثر والأمان الذي يجذب المستثمرين إلى هذا الأسلوب من الاستثمار، لذا كان حرياً بالمؤسسات المالية الإسلامية الاهتمام بموضوع اعتماد الاستثمار من خلال الصناديق وتوفير آلية للاستثمار وفق ضوابط شرعية تحقيقاً لمصالح المستثمرين على الشكل الأفضل، وبالتالي حفاظاً على مقصد من مقاصد الشريعة الإسلامية وهو الحفاظ على ثروات الأمة وتنميتها .



ج) الأهمية الاقتصادية لصناديق الاستثمار

يصف الاقتصاديون رأس المال بأنه جبان، ولذلك يتوجه إلى الأماكن التي يتوفر فيها الأمان وإمكانية تحقيق الأرباح، فالمستثمر دائماً يعيش في حالة ترقب ويبحث عن الفرص التي تنمي هذه الأموال في بيئة مستقرة، وعند عدم توفر المناخ الملائم للاستثمار فإنه لا يتردد في سحب استثماراته والهروب بها إلى أسواق أخرى، وهذا ما يعرف بهجرة رأس المال، وهو شبيه إلى حد ما بالطيور المهاجرة التي تبحث عن البيئة المناسبة لتكاثرها على مدار فصول السنة الأربعة، وتعاني العديد من الدول النامية والدول العربية والخليجية من هجرة الأموال للخارج وتظهر التوقعات من مصادر اقتصادية مختلفة حجم رؤوس الأموال العربية المستثمرة في الخارج ما بين 350-500 بليون دولار أمريكي أغلبيتها تخص دول الخليج العربي، هذا إضافة إلى التحويلات من العاملين في دول الخليج إلى بلادهم والتي تمثل مبالغ تصل إلى أكثر من ثلث العائدات من النفط في بعض هذه الدول سنويا .

وقد بدأت بعض البنوك ومؤسسات الاستثمار الخارجية في توجيه منتجات خاصة للمغتربين في الدول الخليجية بغرض التحويل والاستثمار معاً واجتذاب تلك المدخرات، في حين أن البنوك المحلية لم تبذل أي مجهودات في استقطاب وتدوير جزء من تلك التحويلات للمقيمين الراغبين في تلك الخدمات .

وقد تكون صناديق الاستثمار أحد القنوات المناسبة والتي جاءت في الوقت المناسب وذلك لاستقطاب بعض الأموال المستثمرة في الخارج سواء كان ذلك من قبل أفراد وشركات القطاع الخاص من المواطنين أو من المقيمين في دول الخليج، ويمكن إبراز أهمية تلك الصناديق وأوجه الاستفادة منها في أربعة اتجاهات على النحو التالي⁽¹⁾:

أ- استفادة المستثمرين .

ب- استفادة المصارف وشركات الاستثمار المعتمدة .

ج- استفادة الاقتصاد الوطني

د- تنشيط وتطوير السوق النقدية والمالية .

(1) الصناديق المشتركة في السعودية، ورقة عمل، جاسم عبد الكريم، ص 8-9، مطبوعات المؤتمر، الرياض، 1417 / 1997 .

وتوضيح ذلك فيما يلي (1) :

أ- استفادة المستثمرين من صناديق الاستثمار.

أثبت الاستثمار من خلال الصناديق الاستثمارية كفاءة عالية في توفير الفرص الاستثمارية المناسبة لتشغيل أموال مختلف شرائح المستثمرين من ذوي المدخرات الصغيرة والمتوسطة والكبيرة، وبشكل يحقق طموحاتهم في الحصول على أرباح تفوق ودائع البنوك مع توفير حد أدنى من الحماية لأموالهم من المخاطر الاستثمارية، وذلك لأنّ القيام بمتطلبات الصندوق يحتاج إلى محترفين متخصصين، وإلى جهات متعددة لتأسيسه وإدارته، ووجهة تتعهد بحسن مسيرته، تداوياً، وتجارياً من بداية تأسيس الصندوق وحتى تصفيته، وللصندوق ميزانية مستقلة، وأمواله الضخمة لمشاركين قد يزيد عددهم عن عشرات الآلاف، مما يخفض النفقات الإدارية، فتضحي التكلفة ضئيلة بالقياس مع المبالغ المستثمرة، مع توفير الحماية للمستثمر بسبب تعليمات وإشراف الجهات الرقابية التي رأت في الصناديق تنشيطاً كبيراً للاقتصاد الوطني ، وفيما يلي أهم فوائد الصناديق للمستثمرين:

- 1- توفير إمكانية أكبر للمستثمرين للاستفادة من التنوع الاستثماري والتقليل من مخاطر الاستثمار، إذ تقوم تلك الصناديق بتوزيع الاستثمارات على عدد كبير من الأدوات الاستثمارية وعدد كبير من المنشآت التي يتم اختيارها وانتقاؤها بشكل فني دقيق.
- 2- الصناديق أكثر قدرة من المستثمر العادي في انتقاء الاستثمارات المناسبة وتوقيت البيع والشراء وفقاً للظروف المناسبة، وبالتالي فهي قادرة على زيادة العائد على الاستثمار.
- 3- تؤدي تلك الصناديق إلى تفرغ المستثمرين لأعمالهم اليومية ، وتعفيهم من تحمّل عناء إدارة الاستثمارات.

(1) الصناديق المشتركة في السعودية، ورقة عمل، جاسم عبد الكريم، ص 8-9، مطبوعات المؤتمر، الرياض، 1417 / 1997.



4- للصناديق القدرة على تجميع المدخرات وتوجيهها نحو فرص استثمارية جيدة، يصعب على الأفراد أو المؤسسات الصغيرة القيام بها، لأنَّ الصناديق بموجب المبالغ الضخمة المدفوعة لديها القدرة على الدخول في مشاريع كبيرة ذات عائد مجز، ولا يستطيع القيام بمتطلبات ذلك إلا خبراء متخصصون، وتنظيم يقوم على أساس توزيع مهام القيام بجوانب الصندوق على جهات متعددة، وكل منها مسؤولة عن عملها، ومراقبة على الجهة الأخرى، وتخضع هذه الجهات لتعليمات، وإشراف الجهات الرقابية وهو البنك المركزي لحماية المستثمرين، وحفاظاً على تنشيط الاقتصاد الوطني .

ب- استفادة البنوك وشركات الاستثمار المعتمدة من صناديق الاستثمار

بما أنَّ استخراج رخصة لإنشاء صندوق استثماري لا يكون إلا المؤسسة مالية مقبولة من البنك المركزي وبالتالي فإنَّ قيام البنوك المحلية، وشركات الاستثمار المعتمدة بتأسيس صناديق الاستثمار المختلفة يحقق لها فوائد عديدة تلخص بما يلي:

1- جذب و تجميع مدخرات الأفراد لديها:

إنَّ البنوك وشركات الاستثمار المعتمدة، هي موضع ثقة العملاء والمستثمرين، وبتأسيسها لتلك الصناديق فإنها تتيح الفرصة أمام المستثمرين بكافة فئاتهم لتشغيل مدخراتهم التي قد تكون جامدة لعدم إمكانية المستثمر الفرد من استثمارها، ومن ثمَّ يمكن للبنوك وشركات الاستثمار توجيه الأموال المجمعة من المستثمرين إلى الأدوات الاستثمارية المناسبة، وبالتالي تحقيق عوائد مجزية .

2- تمكين البنوك وشركات الاستثمار من الدخول في استثمارات متنوعة ومواكبة لتطورات الاستثمار في المجال المحلي والعالمي ، لأنَّه بموجب السماح للبنوك وشركات الاستثمار بتأسيس صناديق استثمارية فتح المجال أمامها لاستقطاب أموال المستثمرين، ومكنها من تحصيل مبالغ كبيرة بغرض الاستثمار في فرص استثمارية متنوعة وكبيرة لدرجة تعجز معها قدرة أفراد أو مؤسسات صغيرة عن منافسة الصناديق، ومن هنا استأثرت بفرض كان من نتائجها الأرباح المتميزة التي أسفرت عنها تجربة الصناديق .

3- تحقيق عمولات الاستثمار:

تقوم البنوك عادةً بإدارة تلك الصناديق مقابل عمولات معينة، و قد تكون تلك العمولات محددة، أو في صورة نسبة معينة من إجمالي الأصول، أو نسبة من الأرباح التي تتحقق من استثمارات أموال الصناديق، وخلال السنوات القليلة الماضية أسفر الاستثمار من خلال تلك الصناديق عن تحقيق عوائد جيدة للبنوك.

4- الإعلان والترويج للبنوك ولشركات الاستثمار ولنشاطاتها:

إعلان البنك أو شركات الاستثمار عن تأسيس صندوق معين هو في حد ذاته دعاية وإعلان يخدم سمعة البنك أو الشركة المؤسسة ويروج لنشاطاتها، وبالتالي يعتبر عاملاً مهماً في زيادة الإقبال عليها، ويتيح لها فرصة الجذب والتعامل مع عدد كبير من العملاء بشكل يزيد من نشاطاتها، ويحقق لها عوائد، ومنافع كثيرة.

ج- استفادة الاقتصاد الوطني (1) :

كان لزيادة عدد صناديق الاستثمار وانتشارها في مختلف فروع البنوك الخليجية وشركات الاستثمار وشمول نشاطها مختلف القطاعات الاقتصادية انعكاسات إيجابية على الاقتصاد الوطني وفيما يلي بيان لأوجه تلك الاستفادة:

1- الصناديق أداة لتحريك الاستثمارات الجامدة:

لأنَّ مصدر التمويل لتلك الصناديق في معظمه من مدخرات أفراد القطاع الخاص، والتي قد تكون مجمدة في استثمارات ذات منفعة محدودة للاقتصاد، وأثبتت تجربة الصناديق دورها الفعال في تحريك تلك الأموال نحو الاستثمارات المناسبة في مختلف القطاعات الاقتصادية .

(1) الصناديق المشتركة في السعودية، ورقة عمل، جاسم عبد الكريم، ص 8-9، مطبوعات المؤتمر، الرياض، 1417 / 1997.



2- تساهم صناديق الاستثمار بالعملة المحلية في تنمية السوق المالية المحلية، وتفعيل دورها لخدمة قطاعات الاقتصاد المختلفة لأنّ تقديم البنوك المحلية لخدمات صناديق الاستثمار لجمهور المستثمرين يقلل من الاعتماد على البنوك وشركات الاستثمار الخارجية التي تقدم نفس الخدمات.

3- تسهم الاستثمارات الخارجية للصناديق في دعم الميزان التجاري للدولة .

4- تساعد الصناديق على تنويع استثمارات القطاع الخاص ، وبالتالي تحقيق عوائد مستقرة على مدخرات ذلك القطاع، والذي يعتبر القاعدة الأساسية لأي اقتصاد⁽¹⁾ .

(1) الصناديق المشتركة في السعودية، ورقة عمل، جاسم عبد الكريم، ص 8-9، مطبوعات المؤتمر، الرياض، 1417 / 1997.

المبحث الثالث

مزايا الاستثمار في الصناديق ومشتقاتها والخصائص العامة لها

أولاً (مزايا الاستثمار في الصناديق :

تعتبر عملية الاستثمار في الصناديق بالشكل المؤسسي المنظم من الأساليب المالية الحديثة التي لاقت رواجاً كبيراً في العالم كله، وفي الدول العربية والإسلامية بشكل خاص، فقد تعددت الأساليب والأدوات المحققة لهذا الغرض، وانتشر استخدام مصطلحات مثل صناديق الاستثمار، والمحافظ الاستثمارية، والإصدارات وغيرها .

ولقد نجحت هذه الأدوات المختلفة في استقطاب عدد كبير من المستثمرين مما أدى إلى نمو سريع ومتزايد لها. ويعود سبب انتشار هذه الأدوات المستحدثة إلى قدرتها ونجاحها في مواجهة أكبر التهديدات والتحديات التي تواجه عموم المستثمرين، وبالذات التحدي المتمثل في رغبة هؤلاء المستثمرين تحقيق أكبر عائد ممكن بأقل نسبة من المخاطر، ومن المتعارف عليه أن تقليل مخاطر الاستثمار يتطلب التنويع في الاستثمار، لأنه كلما تنوعت وتعددت مجالات الاستثمار كلما قلت المخاطر، وتأتي القاعدة الذهبية المعروفة في هذا الإطار (لا تضع كل بيضك في سلة واحدة)، فالاستثمار المنفرد في مجال واحد تكون مخاطره حتمًا أعلى من الاستثمار المتعدد والمتنوع الذي يتميز بإمكانية تغطية خسارة أحد الاستثمارات بأرباح غيرها خلافاً للاستثمار المنفرد الذي قد يهدد المستثمر ويفقده القدرة على مواجهة حالة الخسارة.

وكذلك هدف تعظيم الربح يحتاج لتحقيقه أن تتوفر لدى هذا المستثمر العادي قدرة مالية كبيرة، ودراية ومعرفة بالأسواق تمكنه من الإدارة الحكيمة لأمواله، ولكن الإمكانيات المادية للمستثمر العادي تبقى دائماً محدودة لاقتران المجالات الاستثمارية الكبيرة المدرة للأرباح، كما أن وضعه الشخصي قد لا يمكنه من الإدارة الحكيمة الواعية سواء بسبب عدم درايته ومعرفته للأسواق، أو بسبب عدم توفر الوقت الكامل المناسب.

ومن هنا تأتي أهمية الاستثمار المشترك، فالمال المتواضع والقليل المتوافر لدى عدد كبير من المستثمرين يصبح أموالاً ضخمة إذا ما تم تجميعها، وكما يقول المثل "في الاتحاد قوة"



وبالتالي يتحقق الاستثمار الأمثل لهذه الأموال المشتركة، حيث يجب توظيفها في مجالات متنوعة ومتعددة وفي قطاعات مختلفة ويراعى غالباً أن يكون توزيع الاستثمار في مناطق جغرافية مختلفة، أضيف إلى ذلك أنه لا يمكن القيام بهذه المهام إلا من جهة متخصصة ذات خبرة استثمارية وكفاءة في إدارة الأموال، لأن نتائج أعمالها وفق ما هو محدد للصناديق يوجب اعتماد السياسة الاستثمارية التالية :

(1) التقليل من مخاطر الاستثمار وتوزيع تلك المخاطر من خلال تعدد المنافذ والمجالات.

(2) تحقيق ربحية عالية نتيجة توافر الحجم الكبير من المدخرات، وتوظيفها وفق أسس استثمارية عالمية .

(3) توافر القدرة على اختيار مجالات الاستثمار ومتابعتها بواسطة خبراء متخصصين.

و لقد ساعد ذلك على انتشار صناديق الاستثمار بهذا الشكل السريع حيث أسفرت عن تحقيق العديد من المزايا التي جعلتها أكثر جاذبية للمستثمرين من الأدوات الاستثمارية الأخرى، ومن أهم هذه المزايا ما يلي (1) :

أولاً: إدارة الأصول بواسطة خبراء متخصصين:

وهذا يهيئ الفرصة لمن لديهم مدخرات ولا يمتلكون الخبرة الكافية لتشغيلها بأن يعهدوا بتلك المدخرات لفئة من الخبراء المحترفين في هذا المجال .

(1) ملاءمته لشتى شرائح المستثمرين :

حيث إنّ الوحدات الاستثمارية ذات فئات مختلفة، فمنها الفئات الصغيرة والكبيرة، وهي بذلك تتناسب مع قدرات شتى شرائح المستثمرين .

(1) إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، د. محمد مطر، ط2، ص78، مؤسسة الوراق، عمّان الأردن، 1999/1419، واقع وآفاق صناديق الاستثمار السعودية، عباد المهلكي ص25، مرجع سابق .

3 (التوازن بين المخاطرة والعائد:

ليس بمقدور المستثمر الفرد تخصيص أمواله في استثمارات متنوعة بطريقة تؤدي إلى تحقيق التوازن بين المخاطرة والعائد إذا كانت تلك الأموال صغيرة الحجم. ولذلك توفر صناديق الاستثمار التي تجتمع فيها الأموال الكثيرة الفرصة له في الاستفادة من محاسن التنوع لأن عملية التنوع تؤدي إلى قدر كبير من الاستقرار في العائد، والحماية لرأس المال، لأن توزيع الأموال على استثمارات ذات مدد مختلفة ودرجات متنوعة من المخاطر من حيث نوعية الاستثمار، والموقع الجغرافي، يحقق عوائد تميزه عملياً عما سواه من أساليب الاستثمار .

4 (تخفيض التكلفة وتعظيم العائد:

إن المبدأ الاستثماري الأساسي لصناديق الاستثمار هو توظيف الأموال في أدوات استثمارية مناسبة ومتنوعة تساهم إلى حد كبير حركة السوق صعوداً وهبوطاً ويشمل ذلك التنوع بين القطاعات المختلفة صناعية أو زراعية أو تجارية و غيرها وكذلك التنوع بين أنواع الأدوات الاستثمارية وأيضاً التنوع بين مصادر تلك الأدوات، ونظراً لضخامة أموال الصناديق فإنه عندما يتم توزيع التكلفة على الوحدات الاستثمارية يكون ما يلحق الوحدة الاستثمارية ضئيلاً جداً، ومن هنا كان من مسلمات عمل مدراء الصناديق أنهم لا يقومون باتخاذ قراراتهم الهامة لاستثمارات الصندوق من بين العديد من الأدوات الاستثمارية إلا بعد إجراء تحليلات مالية، واقتصادية مبنية على دراسة جدوى أنواع الاستثمارات، والاتجاهات الاقتصادية، وظروف السوق، وأسعار العوائد، والتضخم وغير ذلك والهدف من ذلك تقديم أرقام للعوائد المتوقعة تشجع على الاكتتاب، وبعد ممارسة النشاط تقدم عوائد فعلية مقارنة للتوقعات أو تزيد، وبناءً على ثقة المستثمرين بهذه التجارب يفضلون التوجه إلى الاستثمار في الصناديق، وهذا ما جعل الصناديق في تنام مضطرد، فكسبت ثقة جمهور المستثمرين عملياً بسبب النتائج الإيجابية.

ولاغرو في ذلك لأنها خلاصة التجربة في مجال الاستثمار، ولأن من مسلمات هذا النشاط بأنه لايمكن إقامته إلا وفق أسس ومعايير عملية، وأن يقوم على أساس خبرة وتخصص الأطراف الأساسية الواجب توافرها للقيام بنشاط الصندوق، واختيار سياسة التنوع التي تحتاج إلى توفير موارد مالية كبيرة لا تتحقق إلا بمثل هذه الصناديق، مع تعليمات وإشراف من الجهات الرقابية واستخدام مؤشرات الأداء العالمية .



5) الإدارة المتخصصة :

" من مسلمات الصندوق الاستثماري توظيف المهارات العالية من المتخصصين ذوي الخبرات الطويلة والقدرات المتميزة في مجال إدارة الأموال نظراً للحجم الكبير للصندوق. وهذا المستوى من الإدارة ليس بمقدور صغار المدخرين الحصول عليه إلا من خلال الصناديق الاستثمارية التي تعبئ مدخراتهم الصغيرة حتى تصبح ذات حجم كبير يمكن معها الإنفاق على مثل ذلك المستوى من الخبرات .

6) سهولة الاشتراك والاسترداد:

من مزايا هذه الصناديق أن إدارة الصندوق تقف على استعداد دائم لإعادة شراء الوحدات التي بيعت على المستثمرين، كما أن الاشتراك غير مقيد في حده الأقصى إذ يمكن للمستثمر إضافة أي مبالغ جديدة للاشتراك وفي الفترات التي يراها مناسبة

7) إمكانية استخدام محتويات الصندوق كضمان لتسهيلات ائتمانية

(الرافعة) (*leverage*):

من الميزات التي تستفيد منها الصناديق الاستثمارية ولا تتوفر للأفراد ذوي المدخرات القليلة هي مسألة اقتراض الصندوق للأموال لرفع قدرته على الاستثمار وهو ما يسمى بالرافعة (*leverage*) حيث يستطيع أن يقترض من البنوك بضمان الصندوق فيستكمل ما يتطلبه أي مشروع استثماري، وهذا ما تلجأ إليه الصناديق التقليدية باعتبار أن سعر الفائدة على القرض هو أقل في أغلب الأحوال من العائد على الاستثمار وبذلك يحقق الصندوق أرباحاً إضافية للمستثمرين " (1) فالمستثمر الذي ساهم بمبلغ ألف دولار على سبيل المثال سوف يحصل على عائد استثماري كما لو كان استثمر مبلغ 1500 دولار مثلاً.

(1) الإدارة العلمية للمصارف التجارية وفلسفة العمل المصرفي المعاصر، صلاح الدين السيسي، ص246، دار الوسام، بيروت 1998/ 1418.

وهذه من الميزات التي تتحقق من خلال صيغة الصندوق الاستثماري. ومعلوم أن الاقتراض بفائدة لا يجوز ولا يمكن التعامل على أساسه في الصناديق الإسلامية لذلك فهي تلجأ إلى بديل مقبول من الناحية الشرعية ينهض بغرض الصندوق ضمن دائرة المباح وذلك عن طريق بديل شرعي عن الاقتراض بفائدة وذلك عن طريق التورق⁽¹⁾.

ثانياً : مشتقات الصناديق الاستثمارية

تعتبر كل من (المحافظ الاستثمارية) أو (الإصدارات) أدوات استثمارية مشتقة من الصناديق من حيث كونها تعتمد على توظيف الأموال في أي بنك أو شركة استثمار. وباعتبار أن مصطلح الصناديق، والمحافظ، والإصدارات يتردد استخدامه في الأسواق المالية، ونشاطاته الاستثمارية متشابهة لذا يجدر توضيح مفهوم كل منها فيما يلي⁽²⁾ :

1) الصندوق الاستثماري :

هو وعاء للاستثمار له ذمة مالية مستقلة يهدف إلى تجميع الأموال واستثمارها في مجالات محددة وتدير الصندوق شركة استثمار تمتلك تشكيلة من الأوراق المالية التقليدية. أو الصكوك بالنسبة للصناديق الإسلامية " صكوك التأجير، وصكوك المراجحات، وصكوك الاستصناع الموازي، وصكوك السلم الموازي وغيرها، وهذا الوعاء المالي تكونه مؤسسة مالية متخصصة وذات دراية بقصد تجميع مدخرات الأفراد، ومن ثم توجيهها للاستثمار في مجالات مختلفة، تحقق للمستثمرين فيها عائداً مجزياً وضمن مستويات معقولة من المخاطرة عن طريق الاستفادة من مزايا التنوع في الاستثمارات والتوزيع الجغرافي .

كما أن الصناديق الاستثمارية يمتلكها أفراد كثيرون، فقد يصل عدد المالكين لأصول الصندوق في أحيان كثيرة إلى آلاف بل مئات الآلاف من المستثمرين، وتكون استثمارات الصندوق في الغالب في استثمارات متوسطة الأجل ، أو طويلة الأجل.

(1) التورق هو شراء سلعة بثمن مؤجل في الذمة، ثم بيعها نقداً بهدف الحصول على النقود، انظر عملية التورق ، ص 167 .
 (2) إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، د. محمد مطر، ص 77، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، د. منير هندي ص 12، والإدارة العلمية للمصارف التجارية، صلاح الدين السيسي، ص 244، والأنظمة والتعليمات النقدية والمصرفية، إصدار مؤسسة النقد العربي السعودي، ص 74، مراجع سابقة .
 (2) المحفظة الاستثمارية :



هي وعاء مالي لمؤسسة، أو مستثمر كبير يعهد لمؤسسة متخصصة في إدارة واستثمار الأموال في مجالات مختلفة، تحقق للجهة المستثمرة - فرداً أو مؤسسة - عائداً مجزياً، وضمن مستويات معقولة من المخاطرة عن طريق الاستفادة من مزايا التنوع في الاستثمارات، وتكون مدة الاستثمار فيه متوسط أو طويل الأجل .

والجدير بالملاحظة : أن الفرق بين الصندوق والمحفظة، أن الصندوق هو تجميع أموال لمستثمرين قد يصل عددهم إلى آلاف المشتركين، أما المحفظة فهي أموال لجهة واحدة قد تكون مؤسسة، أو فرداً وذلك لاستثمار مبالغ كبيرة .

(3) الإصدارات :

" هي وعاء مالي يعهد لمؤسسة متخصصة باستثمار الأموال مثل الصندوق الاستثماري ويختلف عنه بأن فترة الاستثمار قصيرة الأجل (لبضعة شهور)، وتتفاوت المدة بين إصدار وآخر. وتقع تصفية الإصدار تلقائياً عند انتهاء المدة المحددة، فإذا تخلّفت بعض الأنشطة فإنها تباع إلى إصدار آخر جديد، أو تشتريها الشركة الراعية للإصدار وفقاً لضوابط الشراء الشرعية بحسب نوع الموجودات عند الشراء " (1) .

والخلاصة أن الإصدارات لا تختلف عن الصناديق الاستثمارية من حيث إن كلا منهما يمثل ذمة مالية مستقلة، تهدف إلى تجميع الأموال، واستثمارها في مجالات محددة، ويقوم على أساس تجزئة رأس المال الإجمالي للإصدار أو للصندوق للاكتتاب فيه من قبل المشاركين وتعتبر صكوك أو شهادات الوحدات هي وثائق تمثل ملكية حصة شائعة في الموجودات الكلية للإصدار، أو الصندوق، ويكون للمشارك جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك في الملك الشائع من بيع، وهبة، ورهن، وإرث وغيرها، بما لا يمس حقوق بقية المشاركين.

(1) دليل زكاة المشاركات في الصناديق والإصدارات، د. عز الدين خوجة، تحقيق د. عبد الستار أبو غدة، مطبوعات دلة البركة 1995/1415.

ثالثاً: الخصائص العامة لصناديق الاستثمار (1)

" تشترك صناديق الاستثمار في عدد من الخصائص والملامح العامة من أهمها:

الخاصية الأولى: صندوق الاستثمار بنيان اتحادي

من السمات العامة في الصناديق الاستثمارية أنها تتألف من اتحاد مجموعة من

الشركات لتكون هيكلاً تنظيمياً متكاملًا .

الخاصية الثانية : استقلالية صندوق الاستثمار:

تشترك صناديق الاستثمار في أن لكل منها ذمة مالية مستقلة عن الجهة التي أنشأتها،

ولذلك فإن البنك المنشئ يلزم بإعداد ميزانية للصندوق خارج ميزانية البنك، إلا أن ثمة

اتجاهين في التعبير القانوني عن هذا التكوين الجديد.

الاتجاه الأول:

لا يعتبر الصندوق كياناً قائماً بذاته، حتى وإن كانت حساباته وميزانيته منفصلة عن

جهة التأسيس، وهذا الاتجاه يقوم على مبدأ العقد، بمعنى أن يظل الصندوق تنظيمياً عقدياً بين

البنك والمستثمرين، وقد تبني هذا الاتجاه المقرر السعودي الذي لم يعتبر للصناديق شخصية

مستقلة عن البنك الذي قام بإنشائها، وإنما هي "مجرد اتفاقية تعاقدية ثنائية بين الطرفين:

البنك باعتباره منشئاً للصندوق ومديراً له في آن واحد، والمستثمرون، وبناءً عليه فلا تثبت

ملكية أصول الصندوق للصندوق ذاته؛ لانعدام شخصيته المعنوية، وإنما تثبت للمستثمرين

فيه على أساس جماعي (2)

وأما الاتجاه الثاني:

يكون فيه الصندوق الاستثماري على شكل " شركة استثمارية" بكيان قانوني، وشخصية

معنوية منفصلة تماماً عن جهة التأسيس، ويكون لشركة صندوق الاستثمار ذمة مالية مستقلة

عن الشركة الأم، ولها مجلس إدارة يتم تعيين أعضائه أو معظمهم من قبل الجهة

(1) إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، د. محمد مطر، ص79، ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها، د. زينب سلامة،

ص84، دليل زكاة المشاركات في الصناديق والإصدارات، د. عز الدين خوجة، ص41 - 45، مراجع سابقة، الأوراق المالية وأسواق

رأس المال، د. منير هندي، ص87، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1415 / 1995، مجلة الإدارة العامة، معهد الإدارة العامة،

الرياض، العدد، 2004 / 1/29.

(2) الأنظمة والتعليمات النقدية والمصرفية، مؤسسة النقد العربي السعودي، ص72، مرجع سابق .



المنشأة، ويتولى مجلس إدارة شركة صندوق الاستثمار تعيين الجهة التي سيتم استخراجها لتتولى إدارة الاستثمار (مدير الاستثمار)، وهذا الاتجاه هو المعمول به في معظم الدول (1) الخاصة الثالثة: الملكية الجماعية لأصول الصندوق: تعتبر الأصول المكونة للصندوق مملوكة بشكل جماعي للمستثمرين أي أن لكل منهم حصة مشاعة من صافي تلك الأصول بمقدار صكوكه وبالتالي تحولت نقوده إلى حصة شائعة في مكونات الصندوق وصار حقه منحصراً في استغلال المال المشترك والحصول على نصيب من الأرباح الناشئة عن هذا الاستغلال، وله أن يبيع حصته لآخرين وعندما تنتهي فترة الصندوق يتم تصفية أموال الصندوق، وتتم القسمة بنسبة ما يملك من وحدات، وهذا أمر معلوم لكل مشارك لأن نشره الاكتتاب تنص بأن الصندوق الاستثماري مقسم إلى وحدات متساوية القيمة، تسمى كل منها: "وحدة استثمارية"، ومجموع تلك الوحدات هي الأصول الصافية للصندوق (2).

إن خاصية الملكية الجماعية للمستثمرين تفرض أن ينظر إلى هؤلاء المالكين باعتبارهم جماعة، ولا ينظر إلى أي واحد بصفته الفردية مع الصندوق، وبالتالي فليس لمدير الصندوق أن يمايز بين المستثمرين، أو أن يستثني بعضهم من بعض الالتزامات، أو أن يمنحه شيئاً من الصلاحيات إلا وفق ما يقره النظام الأساسي للصندوق، وهذا ما عليه القوانين المنظمة للصناديق في معظم الدول ومنها دول الخليج حيث تنص الأنظمة والتعليمات المصرفية على مايلي: "تعتبر أصول الصندوق ملكاً للمستثمرين ولا يحق للبنك الذي يدير الصندوق ادعاء ملكيتها، ويعتبر صافي أصول الصندوق ملكاً لجميع المستثمرين على أساس جماعي، ويقوم المصفي في حالة التصفية بتوزيع صافي الأصول فيما بين المستثمرين كل حسب نصيبه" (3) لذا يجدر التعرف إلى مايتعلق بالصناديق وإليك عرض ذلك فيمايلي:

- (1) أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال - الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، د. منير هندي، ص 47 - 49، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999/1419، والمادة: 21 من القانون التجاري الكويتي، والمادة 35 من القانون المصري رقم 1992/95م بشأن سوق المال المصري، وانظر قانون قطر للصناديق، رقم 25 / 2002، المادة (7)، وقواعد تنظيم صناديق الاستثمار، مؤسسة النقد العربي السعودي لسنة 1413، (رابعاً: أ/1)، وقانون الشركات التجارية الإماراتي المعدل، 15 / 1998، المادة (104)، وقانون صناديق الاستثمار المشترك الأردني، 76 / 2002، المادة (95)، قانون الأوراق المالية العماني، 76 / 2002، المادة (38).
- (2) ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها، د. زينب سلامة، ص 83، مرجع سابق.
- (3) الأنظمة والتعليمات النقدية والمصرفية، مؤسسة النقد العربي السعودي، ص 79، مرجع سابق.

المبحث الرابع

الجوانب التنظيمية للصناديق ودور الحماية القانونية لها

المطلب الأول : أركان نشوء الصندوق الاستثماري والأطراف المكونة لتنظيمه :
(أ) أركان نشوء الصندوق :

يعتمد وجود الصندوق الاستثماري على ركنين أساسيين هما :

الأول : المستثمرون:

وهم المالكون لوحدة الاستثمار في الصندوق والذين يملكون حصص مشاعة في

أصول الصندوق .

الثاني : مجلس الإدارة:

ويتم انتخابه من قبل مالكي الوحدات، وهو مسئول عن الإشراف العام على

الصندوق، ومن واجباته مراقبة أداء كل من شركة توظيف الأموال أو مستشار الاستثمار،

ومجلس الإدارة الحق في تجديد أو رفض التعاقد مع مستشار الصندوق سنويا .

ب) الأطراف المكونة لتنظيم الصندوق :

يخضع الصندوق الاستثماري إلى مجموعة متطلبات تنظيمية متعارف عليها دولياً وتنص

عليها الجهات الرقابية والإشرافية وهي توفير العناصر التالية (1):

أولاً: مؤسس الصندوق:

يتولى إنشاء الصندوق عادة شركة مالية متخصصة في الاستثمارات سواء أكانت بنكاً أو

شركة استثمارية .

ثانياً: مدير الصندوق " مدير الاستثمار "

تلزم القوانين المصرفية الجهة المنشئة للصندوق بأن تعهد بإدارته إلى شركة مستقلة

ذات خبرة ودراية في هذا المجال، ويطلق على هذه الشركة اسم " مدير الاستثمار " وهذه

الشركة مهمتها توظيف وإدارة أموال صناديق الاستثمار بصفتها مسؤولة عن إدارة أموال

(1) إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، د. محمد مطر، ص77، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، د. منير هندي، 73، الإدارة العلمية للمصارف التجارية وفلسفة العمل المصرفي المعاصر، صلاح الدين السيدي، ص245، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال . الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، د. منير هندي، ص141، مراجع سابقة، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، د. منى قاسم، ص245، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 1995 / 1415 .



عملائها على أن تكون الإدارة المسؤولة عن هذه الصناديق مستقلة عن الإدارة المسؤولة عن استثمار الأموال الأخرى الخاصة بالبنك كما تتميز شركات الإدارة بأن غرضها يكاد ينحصر في جميع الدول في إدارة مال الصندوق الذي تنشئه، ويمكنها إدارة أكثر من صندوق استثماري بشرط مسك حسابات منفصلة لكل وعاء. وبذلك تعتبر هذه الجهة هي المخولة بإدارة الصندوق أو الصناديق وتوجيه الاستثمار وفقاً لأحكام نظام كل صندوق، وقرارات جهة الإشراف، والقوانين السائدة. كما أنها هي التي تمثل الصندوق قانوناً في علاقتها مع الغير وأمام القضاء، ومن الأعمال التي تقوم بها ما يلي :

1) إعداد دراسة اقتصادية لنشاط معين أو مشروع أو مشاريع معينة بحيث تبين جدوى الاستثمار في ذلك المجال، وقد يكون هذا المجال الاستثمار في أسهم الشركات، وفي العقارات، أو في قطاع تجاري أو صناعي أو في بلد معين أو غيرها من المجالات التي تتحقق فيها الجدوى الاقتصادية والمالية.

2) إعداد نظام إدارة الصندوق ونشرة الاكتتاب، وتتضمن هذه الوثائق تحديداً لأغراض الصندوق وطبيعة نشاطه وأهدافه الاستثمارية، ودرجة مخاطر الاستثمار، كما تبين مختلف حقوق والتزامات الجهة المصدرة والمستثمرين، وكل ما يتعلق بكيفية الاكتتاب وشروطها، وتقييم أصول الصندوق وتوزيع أرباحه أو خسائره، وضوابط الاسترداد ومواعيدها، ومختلف العلاقات المترتبة على إنشاء الصندوق وكيفية احتساب الأتعاب والعمولات، وشروط تصفية الصندوق والطريقة التي تتم بها.

3) الحصول على موافقة جهة الإشراف على إنشاء الصندوق: وذلك بتقديم الطلب متضمناً المعلومات والمستندات المطلوبة، ولا سيما:

أ) نسخة من نظام الصندوق الذي سيكوّن التعاقد بين الجهة المصدرة والمستثمرين. وكذلك نسخة من الكتيبات والنشرات الدعائية التي ستطرح على جمهور المستثمرين.

ب) البيانات الخاصة بالمدير المسئول عن الصندوق، وأي اتفاقية مبرمة مع الجهات التي لها علاقة مع الصندوق، ولا سيما الأمين على الصندوق، متعهد تغطية الاكتتاب، ومتعهد إعادة شراء الوحدات، والموزعون، ومدير الاستثمار، ومستشار الاستثمار - إن اقتضت مصلحة الصندوق ذلك - وكذلك المحاسب القانوني .

ج) بيان الأتعاب والعمولات التي ستحصل عليها جهة الإصدار وباقي الجهات ذات العلاقة بالصندوق .

4) بعد إبرام التعاقدات اللازمة مع الأطراف الأخرى التي يساهم كل منها في أحد الجوانب المتعلقة بعمل الصندوق، وبعد الحصول على الترخيص من جهة الإشراف، تبدأ شركة الإدارة في تقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى وحدات أو حصص مشاركة أوصكوك متساوية القيمة الاسمية بحيث يكون امتلاكها عبارة عن المشاركة في ملكية حصة من رأس مال الصندوق.

أما شروط إدارة الاستثمار فتؤكد الجهات الرقابية على ضرورة أن يتوفر في المسؤولين عن إدارة الصناديق التأهيل المناسب، والخبرة اللازمة، ومشهود لهم بالأمانة والنزاهة⁽¹⁾، وأما حقوق المدير وسلطاته، فتتمثل في اتخاذ جميع القرارات المتعلقة بإدارة الصندوق، ومن ذلك: وضع خطط الاستثمار، والنهوض بالنشاط اللازم لتحقيق هذا الغرض وإصدار الأوامر إلى أمين الاستثمار بتنفيذ بيع وشراء الأوراق المالية المكونة لمحفظة الصندوق دون أدنى تدخل من جانب المستثمرين، وتقييم الوحدة الاستثمارية وأصول الصندوق، ومقدار السيولة التي يلزم الاحتفاظ بها، والأرباح القابلة للتوزيع إلى غير ذلك مما له علاقة بالسياسة الاستثمارية في الصندوق.

وأما الواجبات والمسئوليات المناطة بمدير الصندوق فمن أهمها⁽²⁾ (أ) أن يكون نشاطه موجهاً لحساب المستثمرين وأن ينحصر في نطاق مصلحتهم المحضة.

(ب) الاحتفاظ بحسابات وسجلات مستقلة للصناديق خارج ميزانية البنك.

(ج) الاحتفاظ بنسبة كافية من السيولة لمواجهة طلبات استرداد القيمة.

(د) الحرص على تنويع مكونات المحفظة وفق المعايير المثلى للاستثمار، وبالتالي تصنع اللوائح والأنظمة حدوداً علياً للنسب التي يحق لمدير الصندوق امتلاكها من أوراق منشأة واحدة، وذلك بهدف تقليل المخاطر، ومنع سيطرتها على الشركات الأخرى .

(1) قواعد تنظيم صناديق الاستثمار السعودي، ص 71، وانظر المادة (164) قانون سوق رأس المال المصري، والقانون التجاري

الكويتي، المواد 63-72، وقانون الشركات الإماراتي، المادة (97)، وقانون الصناديق الأردني، المادة (103)

(2) ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها في، د. زينب سلامة، ص 95، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، د. منير هندي

ص 158، مراجع سابقة .



هـ) يتحمل مدير الصندوق المسؤولية الكاملة تجاه المستثمرين والسلطات الرقابية، فإذا أحل بتلك المسؤولية فإنه يتحمل تبعات ذلك، وصور الإخلال التي يقع فيها مدير الصناديق عديدة يأتي في مقدمتها سوء توزيع الاستثمار في الأوراق المالية بما يتعارض مع سياسة توزيع المخاطر، أو إبرام صفقات لاعتبارات شخصية، أو القيام بأعمال المضاربة بتجاوزات غير مشروعة، أو ارتكاب الغش والتدليس مهما كانت درجة هذا التدليس، حتى إن مجرد السكوت عن أية بيانات أو معلومات يوجب نظام الصندوق تبيئها، يعتبر غشاً يتحمل مسؤوليته، ويعتبر التزام المدير في هذا الخصوص هو التزام ببذل عناية الشخص الحريص المحترف المتخصص، ولا يعذر إلا في حالة طرء ظروف القاهرة، لأنه أحياناً نتيجة الاستثمار قد تتوقف على اعتبارات خارجية كالحالة الاقتصادية وعوامل العرض والطلب وغيرها مما هو خارج عن قدرة المدير، وعليه فإن العناية المطلوبة من مدير الصندوق وفقاً للاتجاهات الحديثة في المسؤولية الاستثمارية هي عناية الشخص المحترف، وهذا الوصف يشدد عليه في التزاماته وفي معيار مساءلته، لأنه تاجر محترف ومتخصص ينتظر منه ما لا ينتظر من شخص عادي، ولو كان حريصاً، لأنه مهياً لخدمة أعلى وأكثر دقةً وتميزاً، ولأن مدير الاستثمار من شروطه أن يكون مؤسسة استثمارية لديها إمكانيات مادية وفيرة، وعناصر بشرية متخصصة⁽¹⁾.

ثالثاً: أمين الاستثمار:

أمين الاستثمار مؤسسة مالية - وفي الغالب تكون مصرفاً - يكون من مهامها حفظ الأصول التي تتكون منها محفظة الاستثمار، وتنفيذ التعليمات الصادرة من مدير الصندوق بشأن الصكوك المالية المودعة لديه من بيع وشراء واستبدال وغير ذلك، كما يعهد إليه بتسوية العلاقات المالية التي تنشأ بين مدير الاستثمار والمستثمرين. ومن المهام الرئيسة المنوطة بأمين الاستثمار مراقبة مدير الصندوق ومتابعته في تنفيذ السياسة الاستثمارية المثلى. ويتقاضى أمين الاستثمار عمولة تؤخذ على شكل نسبة مئوية من القيمة

(1) ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها، د. زينب سلامة، ص104، مرجع سابق. إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، د. محمد مطر، ص، 81، مرجع سابق.

السوقية لصافي أصول الصندوق ، وتتجه معظم الأنظمة إلى إلزام الصندوق بأن يكون الأمين جهة مستقلة عن المدير، مع مراعاة أن تكون أموال الصندوق وحقوقه مفرزة عن أعمال المصرف الخاصة به، وأن يفرد للصندوق حسابات مستقلة عن أي أنشطة أخرى أو ودائع مصرفية لا علاقة لها بالصندوق.

رابعاً: مستشار الاستثمار:

وهو شركة أو هيئة مالية متخصصة في مجال الاستثمار والتحليل المالي، وهذه الشركة تشترط وجودها قوانين بعض الدول للتعاون مع مدير الصندوق، ودورها يتمثل في إسداء النصيحة لشركة توظيف أموال الصندوق في المجالات الأكثر جدوى، والمساعدة في اتخاذ القرارات الخاصة بالبيع والشراء لأصول الصندوق، وتتقاسم مع مدير الصندوق أتعاب الإدارة.

ولكن هناك قوانين دول أخرى تسمح بأن يقوم بهذا الدور الشركة المديرة للصندوق بحيث تستفيد بالكامل من أتعاب الإدارة دون إشراك طرف آخر معها في ذلك (1) .

خامساً: وكيل البيع:

وهو مؤسسة مالية (بنك أو شركة استثمار) يعهد إليها بتوزيع شهادات الاستثمار التي يصدرها الصندوق، وتسويقها على المكتتبين في بداية الصندوق بالسعر الوارد بنشرة الاكتتاب، أي أن مهمته هي إيجاد السوق الأولى (2) لشهادة الاستثمار، وقد تتجاوز مهمة الوكيل ذلك بضمان تصريف جميع أو بعض الكمية المقرر إصدارها، أو يقوم بشرائها ثم بيعها على المكتتبين، وفي هذه الحالة يخرج عن كونه مجرد وكيل إلى كونه كفيلاً .

وفي الدول التي تكون سوق أوراقها المالية صغيرة - كما هو الحال في معظم الدول العربية - تتولى الجهة المنشئة توزيع شهاداتها بنفسها.

(1) كيف تعمل الصناديق المشتركة، مؤسسة نيويورك المالية، ص 8-9، أنجلو وود 7632، نيويورك، 1997

(2) يقصد بالسوق الأولى: السوق الذي تطرح فيه الأوراق المالية لأول مرة تمييزاً له عن السوق الثانوي الذي يتم فيه تداول الورقة المالية (البورصة)



أ) شركة تسويق وحدات الصندوق :

تقوم بعض الشركات المديرة للصناديق وخاصة تلك التي لا تملك شبكة فروع كبيرة أو مكاتب تمثيل في بعض الدول بإيكال عملية التسويق لوحدة الصناديق الاستثمارية لشركات ومؤسسات متخصصة في نشاط التسويق المحلي والعالمي وتمتلك قاعدة بيانات واسعة، وعلاقات ذات كفاءة تسويقية محترفة، وتتقاضى شركة التسويق رسوم مبيعات تصل في المتوسط خمسة بالمائة من مبلغ الاشتراك في الصندوق .

ب) وكيل التحويل (شركة تسجيل الوحدات) :

وتقوم بالأعمال ذات العلاقة بالاشتراك والاسترداد لوحدة الصندوق كما أنها تحتفظ بسجل بأسماء مالكي الوحدات وتتولى عملية الاحتساب لصافي قيمة الأصول اليومية كما تمارس أيضا الأعمال ذات العلاقة بتوزيع الإرباح، وفي الغالب فإن تلك الأعمال يتم إيكالها إلى بنك، أو شركة إيداع.

المطلب الثاني : إمكانية متابعة أداء الاستثمار:

تعلن أسعار الوحدات للصناديق الاستثمارية عادةً بشكل دوري أسبوعياً في الصحف المحلية، ويومياً لدى البنك مدير الصندوق، لذا فإن معرفة أي تحرك في أسعار وحدات صناديق الاستثمار يمكن ملاحظته ومتابعته بشكل مستمر، وتتخصص الكثير من الصحف في إعطاء القارئ تحليلات مالية مختلفة عن أداء الصناديق وعن توقعات الأداء المستقبلي، ويمكن للمستثمرين مقارنة أداء الصناديق بمؤشرات⁽¹⁾ الأسواق المالية المعلنة ومعرفة مدى نجاح إدارة كل صندوق في تحقيق معدلات الأداء المتوقعة.

(1) المؤشر : هو المتوسط الربحي للصناديق الناجحة، فقد يكون على سبيل المثال في السوق مائتا صندوق فيتم اختيار خمسين صندوقاً أرباحها متميزة، ويؤخذ المتوسط الربحي للوحدة، ويسمى هذا بالمؤشر، واستناداً إليه يتم مقارنة أرباح وحدات كل صندوق في السوق فيقارن المستثمر بينها، وهذا يجعل المستثمر يتوجه إلى الصناديق الأكثر نجاحاً، مما يحفز مدراء الصناديق للمنافسة للوصول إلى معدلات أعلى من المؤشر .

المطلب الثالث : الاسترداد والتداول :

لما كان عنصر السيولة يعد أهم عناصر الجذب في الصناديق الاستثمارية فقد صممت لتوفر للمستثمرين طرقاً فعالة في تحقيق هذا المطلب وتعتمد الصناديق المفتوحة على ما يسمى بالاسترداد حيث يمكن للمشاركين استرداد أموالهم بصفة دورية، ويقوم عمل الصناديق الاستثمارية المفتوحة على حرص المدير على الاحتفاظ بقدر من السيولة يمكنه من شراء وحدات أولئك المستثمرين الذين يرغبون في استرداد أموالهم في يوم التسعير، ويعتمد حجم هذه السيولة على خبرة المدير (التي هي مؤسسة مالية) وعلى عمر الصندوق، والظروف، والبيئة الاقتصادية التي يعمل فيها الصندوق، وبناءً على خبرة المدير (المؤسسة المالية) ونشاطاتها التسويقية تحاول بقدر الإمكان الاحتفاظ بالحد الأدنى من السيولة، لأن جزءاً كبيراً من عمليات الاسترداد في يوم التسعير سيتم تغطيته من الأموال الجديدة التي يقدمها الراغبون في الدخول، وفي كثير من الأحيان يحرص المدير على توزيع مدد الاستثمار بطريقة تتحقق معها قدر من السيولة في كل يوم تسعير دون الحاجة إلى تعطيل الأموال خلال مدة الصندوق حتى ولو كانت مدة قصيرة لأسبوع أو نحوه. ومع ذلك فإن المدير يواجه أحياناً حجماً من الاسترداد يزيد عن السيولة الموجودة في الصندوق وعن حجم الأموال الجديدة المستثمرة فيه. لذلك فإنّ صناديق الاستثمار تحتاط لهذا الموضوع من خلال إعدادها لنظامها الأساسي فتتص على مايلي :

1- أن لا تلتزم في حالة عدم توفر السيولة برد كامل مبلغ الاستثمار بل جزءاً منه وذلك لمن يأتي أولاً، وعلى الآخرين الانتظار لمدة يتم الإعلان عنها في نشرة الاكتتاب بمدة قد تكون أسبوعاً أو أقل أو أكثر .

2- أحياناً يتفق الصندوق مع أحد المؤسسات الكبيرة التي تقدم له مقابل رسوم محددة التزاماً بتوفير السيولة له عند الحاجة إليها، أو الالتزام بشراء الوحدات التي لا يستطيع الصندوق استردادها لعدم توفر السيولة عنده، ويتم ذلك في صناديق الاستثمار الإسلامية وفق ضوابط وبدائل شرعية تفصيلها يأتي في الفصل الخامس من هذه الأطروحة المبحث الثالث بعنوان " التعهد بإعادة الشراء (الاسترداد) .



المطلب الرابع : الرسوم والاحتياطات :

يتطلب نشوء الصندوق إلى نفقات عديدة يتم اقتضاؤها إما مستقلة أو تحميلها على الوحدات الاستثمارية كما يتطلب حسن سير استمرارية الصندوق القيام بالتحفظ على بعض المبالغ لدى الصندوق تحسباً لتلافي مخاطر متوقعة وتوضيح ذلك فيما يلي:

أولاً : أنواع الرسوم في الصناديق :

أ) الرسوم على المشتركين :

عمليات توظيف أموال الصناديق في مجالات الاستثمار تحتاج إلى تكلفة يتم حسابها، ويتم بعد ذلك توزيع التكلفة على الوحدات، فيلحق كل وحدة تكلفة ضئيلة، وعلى سبيل المثال، عند الإعلان بأن الاكتاب للوحدة الاستثمارية بدينار واحد، وبلغت التكلفة على الوحدة ثلاثة فلوس فثمة أربعة أساليب يتبعها مدراء الصناديق وتكون مدونة في نشرة الاكتاب وبيانها فيما يلي:

الأسلوب الأول :

تبنى بعض الصناديق المفتوحة ذات الوحدات المتداولة طريقة فرض الرسوم ابتداءً عند الاشتراك وتسمى (*Load - Funds*)

الأسلوب الثاني : وتكون بفرض الرسوم عند الخروج من الصندوق.

الأسلوب الثالث : ربط هذه الرسوم بمدة بقاء المستثمر في الصندوق بحيث تتناقص تلك الرسوم بقدر ما تطول هذه المدة .

الأسلوب الرابع : إذا كان مصدر الصندوق يقوم بنفسه بتسويقه فلا يفرض في العادة رسوماً على الدخول أو الخروج وتسمى هذه الصناديق (*No-Load Funds*) .

ب) رسوم الإدارة:

يحصل المدير في كل أنواع الصناديق على رسوم مقابل إدارته، ويقطع أجره بالنسبة المتفق عليها. وتتراوح أجور الإدارة غالباً بين واحد بالمائة إلى خمسة بالمائة من القيمة الصافية لأصول الصندوق. وبالتالي فإنَّ أجور المدير تزداد كلما كبر حجم أصول الصندوق وهذا إذا كان عمل مدير الصندوق على أساس عقد الوكالة بالاستثمار، وينص عقد الوكالة وقت استحقاق الأجرة فقد تكون في نهاية كل ربع سنة، أو على حسب الاتفاق.

فإذا اعتبرنا المدير وكياً عن المستثمرين فهي وكالة بأجر فلزم أن يكون الأجر معلوماً مقدماً لصحة الوكالة ، وأما إن كانت إدارة الاستثمار على أساس المضاربة فلا يأخذ نسبته المتفق عليها من الربح إلا في نهاية عقد المضاربة .
ثانياً : الاحتياطات:

تحتفظ الصناديق عادة باحتياطات تقنطعها من الأرباح الغرض منها تحقيق الاستقرار في ما يدفعه الصندوق من أرباح للمشاركين فيه ، وتعويض الخسائر التي قد تحصل في بعض الأوقات . وتستمر هذه الاحتياطات في التراكم في الصندوق ، وتعد جزءاً من الأموال فيه بحيث يستحقها أولئك الذين كانوا يملكون وحداته عند انتهاء مدته إن كان له مدة .
والجدير بالتنويه أن خبراء الاستثمار في الصناديق يهتمون لدى التوزيع الجغرافي للاستثمار التعرف على الدول ذات القوانين المشجعة على الاستثمار حيث توفر العديد من الأنظمة في الدول المتقدمة مزايا ضريبية للاستثمار طويل المدى فتعفي من الضرائب ، أو توضع عليها ضرائب ضئيلة جداً ، وبذلك يمكن تشغيل الأموال في صناديق تتمتع بمزايا الإعفاء ، أو ضالة الضرائب في الدول التي يتوافر فيها مجالات استثمار واسعة والتي يمكن التعرف عليها بالإطلاع على أنظمة الضرائب في تلك الدول .

المطلب الخامس :

دور الحماية القانونية والإشراف على الصناديق والمحافظ والإصدارات:

نظراً لحجم الأموال المدارة في الصناديق ، والمحافظ ، والإصدارات ، واشتراك العديد من المستثمرين في هذه البرامج الاستثمارية ، وحرصاً من الجهات الإشرافية في العديد من الدول لحماية أموال المستثمرين ، فقد تم تنظيمها وفقاً لتشريعات محددة توفر حداً أدنى من الحماية لصغار المستثمرين ، وذلك بناءً على قوانين وتعليمات وإشراف من الجهات الرقابية التي تضع سياسة للاستثمار ، وضوابط للحفاظ على أموال المستثمرين من التلاعب ، ولتقليل المخاطر ما أمكن ، وذلك لتحاشي عملية جمع الأموال وتشغيلها دون ضوابط ، ولا تعليمات ، ولا إشراف من البنك المركزي الأمر الذي يؤدي إلى ضياع أموال المستثمرين ، ويدلُّ



على ذلك التجارب التي حصلت دون إشراف البنك المركزي ودون ضوابط مما تسبب بإلحاق أضرار كبيرة للمستثمرين وهو ما تعرف عليه في مصر بشركات توظيف الأموال، كشركة السعد، وشركة الريان ، وغيرهما، وكذلك في سوريا شركة أمينو، وشركة كالأس، وغيرهما، وكذلك ما حصل في دولة ألبانيا بسبب قيام شركات بنشاطات دون ضوابط ولا تعليمات، ولا إشراف من الجهات الرقابية والإشرافية، وكذلك صندوق (MMM) الروسي الذي ألحق خسائر كبيرة للمستثمرين فيه وضياح أموالهم، فكانت النتيجة حدوث انهيار لصناديق استثمار تسببت في أزمة سياسية واقتصادية في البلاد.

لذلك قامت كل من الحكومات السابقة وغيرها إلى اتخاذ الإجراءات الضرورية لتصفية الشركات التي لا تتماشى مع التعليمات الخاصة بحماية المستثمرين، وإخضاعها لتعليمات البنوك المركزية وإشراف الجهات الرقابية، ووضعها ضمن الأطر النظامية التي تكفل تشجيع المدخرات والاستثمار على أسس منضبطة سليمة⁽¹⁾

ومن هنا فإنَّ إعطاء الأموال لمؤسسات فردية - يملكها فرد واحد . فيه مجازفة كبيرة بأموال المستثمرين وخاصة إذا كانت تلك المؤسسات الفردية لا تخضع لأي جهة رقابية ولا توفر حداً أدنى من الإفصاح عن مراكزها المالية للمستثمرين، والمحللين، وجهات الإشراف، ولا تخضع حساباتها لأي نوع من التدقيق، والمراجعة. وعليه فإنَّ تنظيم صناديق الاستثمار في كلِّ من دول الخليج وغيرها التي وضعت قوانين للصناديق قد أخذت بالحسبان التعليمات اللازمة لحماية أموال المستثمرين، وعملت على توفير بيئة مناسبة لإيجاد هذه النوعية من الخدمات الاستثمارية، حيث تمَّ قصر إدارتها على البنوك، وشركات الاستثمار المعتمدة لما يتوفر لديها من إمكانيات مالية وفنية تؤهلها للقيام بخدمة المستثمرين في تلك الصناديق .

(1) انظر قانون إنشاء الصناديق من مادة 1 - 99 فإنها تبين خضوع الصندوق لرقابة البنك المركزي وتعليماته وأنَّ هناك من الضوابط والتعليمات ما يطمئن المستثمرين الحفاظ على حقوقهم وأموالهم .

الفصل الثالث

تقسيمات الصناديق وجوانبها الفنية

ويشتمل على أربعة مباحث في بيان كل من :

المبحث الأول : أنواع الصناديق

المبحث الثاني : تصنيف الصناديق

المبحث الثالث : آلية الاستثمار في الصناديق

المبحث الرابع : الجوانب الفنية في الصناديق



المبحث الأول أنواع الصناديق

لقد أخذت عملية الصناديق الاستثمارية شكلين مختلفين، يتفق كل منهما من حيث الغرض، وهو تكوين وإدارة وعاء استثماري وفقاً لمبدأ توزيع المخاطر. ولكن بينها اختلاف من حيث آلية العمل ومرونته ونتائجه. وبيان كل من الشكلين فيما يلي (1):
الشكل الأول:

هو عبارة عن استثمار جماعي من خلال شركة يتم تأسيسها وفقاً لنظام الشركات العادي (شركة مساهمة عامة)، فتكون لها شخصية معنوية وذمة مالية مستقلة، وهو ما يسمى بالشكل النظامي للاستثمار. ولكن هذا الأسلوب النظامي يشكو من سلبية، وهي عدم السهولة لانضمام أو انسحاب المساهمين في أي وقت، ويندرج ضمن هذا النوع:

1) صناديق الاستثمار المغلقة ذات رؤوس الأموال المحددة :

(Closed end investment fund)

2) وكذلك صناديق الاستثمار ذات رأس المال الثابت (SICAF)

Société d'Investissement à Capital Fixe

ومن خصائص هذا النوع من الصناديق مايلي:

أ) إمكانية طرح عدد محدد من الوحدات بحيث يقفل باب الاشتراك في الصندوق بانتهاء الاكتتاب فيها.

ب) لا تلتزم إدارة الصندوق بشراء الحصص أو الأسهم التي تصدرها إلا في حالات خاصة يكون منصوصاً عليها في نشرة الاكتتاب. فلا يستطيع أي مستثمر جديد دخول هذا الصندوق بعد غلق الاكتتاب ويظل المستثمر في الصندوق مالگًا لوثائق هذا الصندوق ما لم يجد له مشترياً عن طريق البورصة.

والشكل الثاني: يقوم على صيغة تعاقدية مستقلة بين مختلف الأطراف المتداخلة في عملية الاستثمار المشترك. فلا يتم في هذا الشكل تأسيس شركة أو وحدة قانونية "نظامية" لغرض الاستثمار المشترك بل يقتصر الأمر على إدارة أموال الاستثمار المشتركة من خلال وحدة مستقلة إدارياً ومحاسبياً عن الجهة التي تنشئه، و تقوم على أساس الإدارة المتخصصة

(1) أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال. الأوراق المالية وصناديق الاستثمار. د. منير إبراهيم هندي 96-98، مرجع سابق .

التي تعتمد سياسة تنويع الاستثمارات، وتوزيعها في مواقع جغرافية عديدة ودراسة ومتابعة جميع العناصر التي من شأنها تقليل المخاطر، بما يحقق أرباحاً متميزة كما يؤمن حرية وسهولة تداول حصص المستثمرين دون الحاجة لأي إجراءات تقليدية معقدة. وترتكز فكرة استثمار الأموال المجمعة في عدد من الصكوك، ويؤخذ متوسط أسعار تلك الصكوك التي يتكون منها الصندوق يومياً أو في يوم محدد من الأسبوع حسب آخر سعر معلن لها في السوق المالي، ويكون المتوسط هو سعر الصك الذي يصدره الصندوق، والذي يتم على أساسه التحاسب مع من يرغب في التخارج أو الدخول في الصندوق. وهكذا يمكن لأي مستثمر التخارج في أي وقت يريده، ويندرج ضمن هذا النوع صناديق استثمار البنوك وشركات الاستثمار، وفي هذه الصناديق يحق للصندوق عرض وحدات وحصص جديدة على المستثمرين، وبيعها باستمرار للجمهور، فيزداد رأس مال الصندوق بحسب ما يتم طرحه من وحدات، كما يلتزم الصندوق بشراء الحصص أو الوحدات التي سبق أن أصدرها، ولا يتم تداول تلك الوحدات في سوق الأوراق المالية، وبذلك ينقص رأس مال الصندوق بحسب الوحدات المستردة. لذا يلزم تحديد سعر معلن للاسترداد دورياً، كما يجب احتفاظ الجهة المصدرة بالسيولة الكافية لمواجهة طلبات الاسترداد.

وبما أن الصندوق هو استثمار جماعي له ذمة مالية مستقلة عن الجهة التي تصدره وعن باقي الأطراف المتداخلة في إنشائه وبالتالي يترتب على هذا أن تتحدد الحقوق والالتزامات بين ثلاثة أطراف هي :

- (1) المدير : وهو الذي يتولى تكوين وإدارة مال الاستثمار.
- (2) الأمين : وهو الذي يتولى حفظ مال الاستثمار وتحريكه وفقاً لأوامر المدير، وضوابط الجهات الرقابية .
- (3) المستفيدون : وهم أصحاب الحصص (المستثمرون).

وهذه الصناديق اشتهرت تسميتها بصناديق الاستثمار، وصدر بشأنها عدد من القوانين واللوائح التنظيمية في دول الخليج ومعظم الدول العربية وغيرها، وتقوم بإصدار شهادات تتميز بمرونتها في توفير السيولة والتداول، والدخول للمكتسبين والخروج وفق ترتيبات مدروسة، وإدارة خبيرة متخصصة، جعلت الإقبال عليها منقطع النظير .



المبحث الثاني تصنيف الصناديق

درجت الأعراف التجارية في الأسواق المالية الغربية على تصنيف الصناديق وفق اعتبارات عديدة بيّناها فيما يلي:

أولاً: تصنيف الصناديق من حيث مكوناتها: وتسميتها مستمد من نوع نشاطها وهي:

1- صناديق الاستثمار في سوق راس المال:

Investment Funds in the capital market which invest money in the financial market

وهي تلك التي تستثمر الأموال في أدوات السوق المالية والتي من أهمها سندات التنمية الحكومية والأسهم وسندات الشركات.

2- صناديق الاستثمار في سوق الصرف الأجنبي والمعادن الثمينة.

Investment funds in the foreign exchange and heavy metals markets.

3 - صناديق الاستثمار في الأصول العقارية. *Investment Funds in the RE assets.*

4- صناديق الاستثمار في سوق عقود الأجل والخيارات.

Investment Funds in the forward and options contracts market

5 - صناديق الاستثمار في وحدات صناديق الاستثمار الأخرى.

Investment Funds in the units of other investment funds

ثانياً: من حيث موقع استثمارات الصندوق:

1- صناديق تركز استثماراتها في أدوات الاستثمار المحلية في دولة معينة.

2- صناديق تستثمر على المستوى الإقليمي كالأستثمار في أسواق دول الخليج العربي أو الاستثمار في أسواق شرق آسيا ... الخ.

3- صناديق توظف أموالها في أكثر من دولة في الأسواق المالية العالمية.

ثالثاً: من حيث نوعية الأدوات الاستثمارية المكونة للصندوق، وتنقسم إلى قسمين وهما:

القسم الأول: صناديق الاستثمار الحقيقية

ويعتبر الاستثمار حقيقياً متى وفر للمستثمر الحق في حيازة أصل حقيقي، كالعقار والسلع والمعادن ونحوها، ويقصد بالأصل الحقيقي: كل أصل له قيمة اقتصادية في حد ذاته، فالعقار

مثلاً أصل، وكذلك السهم، لكن يعتبر الأول أصلاً حقيقياً، ويعتبر الثاني أصلاً مالياً، وذلك

لأنَّ السهم لا يرتب لحامله حق حيازة أصل حقيقي، وإنما تستمد قيمته من قيمة الأصول الحقيقية في الشركة مصدرة السهم.

ويطلق على الاستثمارات الحقيقية: الاستثمارات المباشرة، وتتنوع صناديق الاستثمار الحقيقية إلى أنواع كثيرة بحسب الأصل المستثمر فيها، ومن الأمثلة عليها: (1)

1. صناديق الاستثمار العقارية، وهي المتخصصة في العقارات بيعاً وشراءً وتأجيراً.
2. صناديق المراجحة بالسلع والبضائع، وهي التي تستثمر في سلع معينة، وغالباً ما تكون هذه السلع من السلع المتداولة في أسواق المال العالمية كالقطن والنفط والقمح والرز والسكر وغيرها .

3. صناديق الاستثمار في سوق الصرف الأجنبي (بيع العملات) والمعادن الثمينة .

القسم الثاني: صناديق الاستثمارات المالية:

وتشمل الاستثمارات المالية: الاستثمار في سوق الأوراق المالية، حيث يترتب على عملية الاستثمار فيها حيازة المستثمر لأسهم، أو سندات، أو شهادات إيداع.. الخ. وتنقسم هذه الصناديق وفقاً لنوع الورقة المالية المستثمر بها إلى نوعين (2):
النوع الأول: صناديق الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال. وتشتمل هذه الصناديق على الأوراق المالية طويلة الأجل، ومن أهم هذه الصناديق:

1- صناديق الأسهم: وتهدف هذه الصناديق إلى بناء تشكيلة من الأسهم في بلد معين، أو منطقة محددة، أو في قطاع معين، كصناديق الأسهم السعودية، والأوروبية، واليابانية، أو الأسهم الزراعية، أو الصناعية، أو غيرها (3)
2. صناديق السندات:

وهي تلك الصناديق التي تقتصر على الاستثمار في السندات فقط، وهي غير جائزة لأنها سندات بفائدة ربوية.

(1) أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، د. منير هندي، ص101، مرجع سابق، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، د. مني قاسم، ص168، مرجع سابق .

(2) إدارة الاستثمارات، د. محمد مطر، ص64 - 73، مرجع سابق، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات د. حسني خريوش ود. عبد المعطي أرشيد، ود. محفوظ جودة، ص32، دار زهران، عمان الأردن، 1998/1418 .

(3) واقع وآفاق صناديق الاستثمار، عياد المهلكي، ص19، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2000 /1420



3- الصناديق المتوازنة:

وتشتمل هذه الصناديق على مزيج من أسهم عادية، وأوراق مالية ذات دخل ثابت محدد، مثل السندات التي تصدرها الحكومة، ومنشآت الأعمال، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية (1)

النوع الثاني : صناديق الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد: والمعروفة بصناديق سوق النقد، فهي صناديق مكونة من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل، لا تتجاوز مدتها غالباً سنة، ويتم تداولها في سوق النقد، وهي السوق التي تنشئها المصارف التجارية فيما بينها وغيرها من المؤسسات المالية، ومن أمثلتها: شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول، وأذونات الخزينة، والكمبيالات والقبولات البنكية (2)

رابعاً: تصنيفها من حيث القابلية لدخول أعضاء جدد:

تنقسم الصناديق الاستثمارية وفقاً لقبليتها للتوسع في رأس المال، وزيادة عدد المستثمرين، إلى النوعين الآتين:
أ- صناديق الاستثمار المفتوحة:

وهي تلك الصناديق ذات رؤوس الأموال المتغيرة، والتي تزداد وحداتها بإنشاء وحدات جديدة، أو تنقص باسترداد المستثمرين لبعض أو كل وحداتهم. أي أن هذه الصناديق تقوم على حرية دخول وخروج المستثمرين فيها، ومن ثم ليس لها رأس مال محدد، أو عمر زمني محدد، وإنما يتم الاشتراك والاسترداد منها بصفة دورية يومياً أو أسبوعياً أو شهرياً أو طبقاً لما تنص عليه اتفاقية الصندوق (3) وعلى عكس صناديق الاستثمار المغلقة، فإن وحدات الصناديق المفتوحة غير قابلة للتداول بين الأفراد بل تقف إدارة الصندوق نفسها على استعداد دائم لإعادة شراء ما سبق أن

(1) أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، د. منير هندي، ص123، مرجع سابق .

(2) أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، د. منير هندي، ص11، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1419 / 1999 الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة، د. محمد محمود حبش، ص84، دار الفكر، دمشق، 1998/1418.

(3) إدارة الاستثمارات، د. محمد مطر، ص81، مرجع سابق، الأنظمة والتعليمات النقدية والمصرفية السعودي، ص76، ومجلس الخدمات المالية الإسلامية، بند (أ) ص5، وقانون الصناديق الأردني، المادة (96) .

أصدرته من وحدات، أو لإصدار المزيد منها لتلبية احتياجات المستثمرين، وبالتالي فليس لوحادات الصناديق المفتوحة قيمة سوقية مقومة بالعرض والطلب، إذ لا مجال للمساومة فيها، وإنما تتحدد قيمتها بقسمة قيمة الأصول الصافية للصندوق على عدد الوحدات. ويتم تحديد قيمة الأصول الصافية على أساس القيمة السوقية للأوراق المالية المكونة للصندوق وقت إجراء الحساب، وتشكل الصناديق المفتوحة ما نسبته خمسة وتسعون بالمائة من الصناديق الاستثمارية العالمية في الوقت الحاضر" (1)

ب- صناديق الاستثمار المغلقة (2) :

يراد بالصناديق المغلقة تلك الصناديق التي يكون عدد الوحدات فيها ثابتاً لا يتغير، ويكون لها هدف معين، وأجل محدد، تنتهي بانتهائه، ويتم إنشاؤها من خلال فتح باب الاكتتاب لفترة محددة لجمع رأس المال المطلوب للصندوق، ثم إنه يغلق بعد ذلك، فلا يحق لإدارة الصندوق بعد انتهاء مرحلة الاكتتاب أن تطرح وحدات جديدة وعلى عكس الصناديق المفتوحة لا تلتزم إدارة الصناديق المغلقة بإعادة شراء وحداتها إذا ما رغب حاملها في التخلص منها، لذا فإن وحدات هذه الصناديق تكون قابلة للتداول بين الأفراد المستثمرين أنفسهم، ولتحقيق ذلك يتم تسجيل وحدات الصندوق في سوق الأوراق المالية بحيث يمكن تداولها بيعاً وشراءً، وفي بعض الأحيان تنظم إدارة الصندوق سوقاً ثانوية داخلية يتم من خلالها تداول الوحدات بين الراغبين في الدخول والراغبين في الخروج .

وعلى ذلك فإن القيمة السوقية للوحدة الاستثمارية في الصناديق المغلقة لا تتحدد بالقيمة الصافية لأصول الصندوق، وإنما بقيمتها البيعية التي قد تكون أقل أو أكثر من القيمة الحقيقية، وقد تستعين إدارة الصندوق في بعض الأحيان بقيمة صافي الموجودات في تحديد قيمتها السوقية، وتصنف معظم صناديق الاستثمار المغلقة على أنها استثمارات متوسطة أو طويلة الأجل، يتراوح عمرها بين ثلاث إلى خمس سنوات، أو أكثر من ذلك، كما أنها في الغالب توجه استثماراتها في الأصول ذات السيولة المنخفضة .

(1) إدارة الاستثمارات، د. محمد مطر، ص 81، مرجع سابق، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، د. منير هندي، ص 19، مراجع سابقة .

(2) ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها، د. زينب سلامة، ص 89، مرجع سابق .



خامساً: تصنيفها وفقاً لأغراض المستثمرين:

تصنيف صناديق من حيث الهدف من الاستثمار إلى ثلاثة أنواع⁽¹⁾

أ- صناديق النمو:

ويقصد منها تحقيق مكاسب رأسمالية تؤدي إلى نمو رأس مال الصندوق، أي أنه لا يكون الهدف منها الحصول على عائد منتظم وإنما الاستفادة من التقلبات الحادثة في القيمة السوقية للأدوات الاستثمارية المكونة لها، وعلى الرغم من كون هذه الصناديق ذات مخاطر مرتفعة ولكن قيمة السهم السوقية غالباً تكون في ارتفاع مضطرد .

ب - صناديق الدخل:

وتستهدف هذه الصناديق الحصول على عائد دوري للمستثمرين، لذا تشتمل تشكيلاتها عادة على السندات، أو أسهم منشآت كبيرة ومستقرة، وتوزع الجانب الأكبر من الأرباح المتولدة.

ج - صناديق الدخل والنمو:

وهي صناديق تجمع بين أهداف النوعين السابقين، وتتكون من تشكيلة من الأسهم العادية، والأوراق المالية ذات العائد الثابت، (الصناديق المتوازنة)⁽²⁾ سادساً: تصنيفها من حيث الضمان: تنقسم صناديق الاستثمار من حيث ضمان رأس المال إلى قسمين:

أ- صناديق الاستثمار المضمونة:

وفيها يلتزم المدير بضمان سلامة رأس المال المستثمر، أو نسبة منه، أو سلامته مع نسبة محددة من العائد، خلال الدورة الواحدة للصندوق، متحماً بذلك وحده مخاطر الخسارة التي قد تصيب رأس المال، وذلك مقابل حصوله على عمولة أعلى من النسبة المعتادة إذا ما تجاوزت نسبة العائد المحقق من الصندوق رقماً معيناً يطلق عليه عادة مصطلح "نقطة القطع" ⁽³⁾

(1) الإدارة العلمية للمصارف التجارية، صلاح الدين السيسي، ص 248، مرجع سابق .

(2) الإدارة العلمية للمصارف التجارية، صلاح الدين السيسي، ص 248، مرجع سابق .

(3) صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، د. منير هندي، ص 39، مرجع سابق .

ب- صناديق الاستثمار غير المضمونة:

ويقصد بها تلك الصناديق التي يكون مستوى المخاطرة بالنسبة للمستثمر فيها مطلقاً بلا حدود، وهذه تشبه الاستثمار على أساس المضاربة المطلقة حيث يكون المساهم فيها ليس معرضاً لخسارة العائد فقط، بل وحتى رأس المال أو بعضه. ومعظم الصناديق الاستثمارية من هذا النوع الثاني.

والجدير بالتنويه بأنه ما لم تنص اتفاقية الاكتتاب في الصندوق على الضمان ، فالأصل في هذه الصناديق أن يتحمل المساهم الخسائر (1)

(1) إدارة الاستثمارات، د. محمد مطر، ص 82، مرجع سابق .



المبحث الثالث

آلية الاستثمار في الصناديق الاستثمارية

يمر الاستثمار في المحافظ الاستثمارية بسلسلة من الإجراءات والمراحل لتحقيق الهدف منه، بدءاً من قرار اختيار الصندوق الأمثل، وحتى انتهاء الصندوق وتصفيته: وفيما يلي بيان تسلسلي بالآلية والمراحل التي يمر بها الاستثمار بالصندوق وأهم عوامل ومتطلبات كل مرحلة:

1- اختيار الصندوق:

تحرص البنوك والمؤسسات الاستثمارية الإسلامية على طرح أنواع متعددة من الصناديق الاستثمارية لتتوافق مع أكبر قدر من رغبات المستثمرين، ويتأثر اختيار المستثمرين لأيٍّ من الصناديق على عاملين أساسيين: (1)

العامل الأول: مدى موافقتها لمبادئ الشريعة الإسلامية:

وفي هذا الصدد نجد أن البنوك - حتى البنوك التقليدية - تتنافس فيما بينهما، في اختيار تشكيلة الصندوق متلائمة مع أحكام الشريعة، بحيث يتجنب الاستثمار في السندات، أو سوق النقد، أو أسهم الشركات ذات الأنشطة المحرمة، أو ضمان رأس مال المستثمر. العامل المؤثر الثاني: مدى قدرة الصندوق على تحقيق التوازن بين المخاطر والعائدات

2. الاشتراك في الصندوق:

وفقاً للأحكام والقوانين فإن البنك المؤسس للصندوق يلتزم بإصدار اتفاقية تتضمن وصفاً عاماً للصندوق المكتتب فيه، من حيث نوعه، وكيفية إدارته، ودرجة المخاطرة فيه، وكيفية تقييم الوحدات الاستثمارية، ومدى قابليتها للاسترداد، وعملة الصندوق.. الخ (2)

وتتضمن اتفاقية الاشتراك سعر الوحدة الاستثمارية عند بداية الصندوق، والحد الأدنى من عدد الوحدات التي يلتزم الاكتتاب بها للاشتراك، والحد الأدنى من الوحدات التي يلزم الاحتفاظ بها مدة الاشتراك في الصندوق.

(1) الصناديق الاستثمارية الإسلامية، د. عز الدين خوجة، ص 36، مرجع سابق .

(2) الأنظمة والتعليمات النقدية والمصرفية السعودي، ص 78، والقطري، المادة (4)، والإماراتي، المادة (77)، والأردني المادة (91/ج)، وقانون سوق رأس المال المصري، الباب الأول المادة (5)، والعماني، المادة (35)، مراجع سابقة .

وفي صناديق الاستثمار المغلقة تحدد فترة معينة للاكتتاب تنتهي قبل البدء باستثمار الأموال فعلياً، ولا تقبل الاشتراكات بعد ذلك.

بينما في صناديق الاستثمار المفتوحة يكون الاشتراك مفتوحاً طيلة عمر الصندوق، إلا أن مدير الصندوق يحدد أياماً معينة في الأسبوع تسمى "أيام الاشتراك" أو "التقييم" يتم فيها تقييم موجودات الصندوق، وبدء سريان استثمار أموال المستثمرين الجدد.

3- شهادات الاستثمار: تصدر إدارة الصندوق شهادات للمستثمرين يسجل في كل شهادة عدد الوحدات التي يملكها المستثمر في الصندوق، وتسمى هذه الصكوك "شهادات الاستثمار" وهي على نوعين⁽¹⁾:

أ) شهادات الوحدة الاستثمارية: وتصدرها عامة الصناديق، وتتضمن إثبات ملكية الوحدة، بصرف النظر عن القيمة التي ستؤول إليها .

ب) شهادات القيمة الاسمية: وهي لا تشكل إلا نسبة ضئيلة جداً، مما تصدره الصناديق من الشهادات، وتصدرها صناديق الاستثمار المضمونة، وتتضمن إثبات ملكية الوحدة مع ضمان قيمتها الاسمية، وهي القيمة المدونة عليها.

4- تنويع الاستثمار: من الإجراءات اللازمة في إدارة الصناديق الاستثمارية أن تشكل الأصول المكونة لها من أنواع متعددة من الأوراق المالية، وهذه ضرورة تقتضيها السياسة المثلى للاستثمار.

لذلك قد " تشمل الإصدارات من دول أجنبية، كالأسهم الأوروبية أو أسهم جنوب شرق آسيا وغيرها، ومنها ما يقتصر على الإصدارات المتداولة في دولة واحدة، ومنها ما يتخصص في شركات من قطاع معين، كأسهم الشركات الصناعية، أو شركات النقل، ونحو ذلك . ومن الحوافز الترغيبية التي تلجأ إليها بعض البنوك التي تؤسس عدداً من الصناديق أن تتيح للمستثمر إمكانية تشكيل محفظة خاصة به تسمى ((محفظة شخصية)) بحيث تتكون من وحدات من صناديق شتى بحسب رغبة المستثمر".⁽²⁾

(1) أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، د. منير هندي، ص151، مرجع سابق .

(2) الإدارة العلمية للمصارف التجارية، صلاح الدين السيسى، ص248، مرجع سابق .



5 - قيم الوحدات الاستثمارية : للوحدة الاستثمارية ثلاث قيم مختلفة بيانها فيما يلي (1)

الأولى: قيمة الإصدار: وهي القيمة التي تصدر بها الوحدة عند الاكتتاب المبدئي.
الثانية: القيمة الحقيقية:

وهي صافي قيمة الأصول المكونة للصندوق وفق القيمة السوقية للأوراق المالية التي يشتمل عليها الصندوق وقت إجراء الحساب مخصوصاً منها أي التزامات أو أتعاب إدارية أو مصروفات مستحقة على الصندوق .

الثالثة: القيمة السوقية:

أ) القيمة السوقية للصناديق المغلقة :

هي القيمة التي تباع بها الوحدة في السوق المالي، متأثرة بالعرض والطلب وغير ذلك من اعتبارات السوق.

ب) القيمة السوقية في الصناديق المفتوحة:

هي القيمة المحددة بقسمة الأصول الصافية للصندوق على عدد الوحدات وقد تتفاوت قيمة الصك بين يوم وآخر لأنه ليس لها رأس مال محدد ، ومسموح فيها دخول وخروج المستثمرين ، ولكن لا يسمح ببيع أو شراء الوحدة الاستثمارية إلا من مدير الصندوق ، وهو المتعهد بالشراء وفق نشرة الاكتتاب .

6- الرسوم والمصاريف الإدارية:

أ- رسوم الإصدار: وهي رسوم بنسبة معينة من صافي قيمة الاشتراك (1) ، ويدفعها المستثمر مرة واحدة في بداية اشتراكه ،

ب- رسوم الإدارة: وهي رسوم للمدير بنسبة معينة من صافي قيمة الأصول مقابل إدارته للصندوق.

(1) إدارة الاستثمارات ، د. محمد مطر، ص 83، مرجع سابق، الأنظمة والتعليمات النقدية والمصرفية، مؤسسة النقد العربي السعودي، ص 79، مرجع سابق .

(2) ومثال ذلك :قيمة المشروع للصندوق مليون دينار ، وتمّ تقسيمه إلى وحدات متساوية مليون وحدة استثمارية ، وقيمة الوحدة دينار واحد ، هناك مصاريف دراسة جدوى + نفقات استخراج الموافقات بمبلغ عشرة آلاف دينار .
يضاف إلى صافي قيمة الاشتراك لكل وحدة عشرة فلوس ، ويكون ما يدفعه المشارك عند الاكتتاب لألف وحدة مثلاً
1000د.ك + 10 د.ك رسوم = 1010 د.ك ألف وعشرة دنانير .

ج- رسوم الأداء:

رسوم إضافية يقطعها المدير إذا زادت أرباح الصندوق عن نسبة معينة.

د- رسوم الاسترداد: وهي الرسوم التي يدفعها المستثمر إذا ما رغب في بيع وحدته الاستثمارية على الصندوق.

ملاحظة: من مزايا الاستثمار في الصناديق الاستثمارية أن الالتزامات المالية المترتبة عليها لا تشكل إلا نسبة ضئيلة من الأصول المستثمرة فيها، وسبب ذلك أن هذه الالتزامات لا تعدو كونها مصاريف إدارية، وهي محدودة بنسبة معينة من الأصول القائمة.

7- انتهاء الصندوق وتصفيته:

ينتهي عمر الصندوق بانتهاء الفترة الزمنية المحددة له في نشرة الاكتتاب، وإذا لم يكن له نهاية محددة فإنه يظل باقياً حتى يقرر مدير الصندوق إنهاؤه في الوقت الذي يراه. وعند انتهاء الصندوق يتم تصفية أصوله وتأدية التزاماته، وتوزيع ما يتبقى من حصيلة هذه التصفية على المستثمرين بنسبة ما يتبقى لكل مشارك من وحدات (1)

(1) أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، د. منير هندي، ص157، مرجع سابق.



المبحث الرابع

الجوانب الفنية في الصناديق

بعد الانتهاء من دراسة للجدوى ووضع النظام الأساسي وبيانات نشرة الإصدار وحصول الموافقة بالترخيص من الجهات الرقابية لإنشاء الصندوق الاستثماري عند ذلك تبدأ المرحلة الأولى وما بعدها وبيان ذلك فيما يلي :

أولاً - مرحلة طرح الاكتتاب، وإجراءات الاكتتاب:
يكون طرح الإصدار لجمهور المستثمرين، بعرض جميع المستندات والبيانات المتعلقة بالإصدار، ودعوة المكتتبين للاشتراك في الصندوق. ويتحدد لكل إصدار تاريخ بداية الاكتتاب ونهايته، وعادة لا تقل فترة الاكتتاب عن خمسة عشر يوماً ونجدها في الواقع العملي تصل أحياناً إلى شهر أو أكثر بحسب نوعية الصندوق وطبيعته وحجمه.
وقد حددت قوانين إنشاء الصناديق الاستثمارية بالتعليمات التالية (1) :

أ) إجراءات الاكتتاب:

- 1- يجري الاشتراك في الصندوق لدى البنك أو الجهة التي تتلقى طلبات الاشتراك وتودع الأموال التي يتم تلقيها في حساب خاص يفتح باسم الصندوق، وتسلم هذه الأموال إلى أمين الاستثمار بعد استكمال إجراءات إنشاء الصندوق .
- 2- يتم الاشتراك في الصندوق على النموذج المعتمد لهذا الغرض، ويجب أن يتضمن هذا النموذج اسم الصندوق، وقيمة المبلغ المطروح للاكتتاب، أو حدود رأسماله، واسم مدير الصندوق، واسم أمين الاستثمار، واسم المشترك وعدد الوحدات التي يريد الاشتراك بها وقيمتها، وإقراراً موقفاً بقبوله لنظام الصندوق .

(1) انظر قانون إنشاء صناديق الاستثمار الكويتي، المواد 41-47، والقطري، المواد (1-13)، والإماراتي المواد، (153-160) و الأردني المواد (95-104)، والعماني المواد (52-55)، وتعليمات صناديق الاستثمار السعودي، 2052/3، وقانون سوق رأس المال المصري، الباب الأول (1-5)، والفلسطيني المواد (52-55) .

3- على البنك أو الجهة التي تتلقى طلبات الاشتراك أن تسلم المشترك إيصالاً موقعاً منها يتضمن اسم المشترك وعنوانه وتاريخ الاشتراك وعدد الوحدات التي اشترك بها وقيمتها .
يظل باب الاشتراك مفتوحاً طوال المدة المحددة للاكتتاب، ولا يجوز قفل باب الاشتراك إلا بعد انتهاء هذه المدة، فإن لم تتم تغطية جميع الوحدات جاز لمدير الصندوق الطلب من الجهة الرقابية التمديد لفترة ماثلة ما لم يقم هو بتغطية قيمة الوحدات التي لم يتم الاشتراك بها .

ب) إجراءات الفرز والتخصيص⁽¹⁾

يجب على مدير الصندوق أن يقوم بفرز طلبات الاشتراك، وإجراء عملية التخصيص خلال خمسة عشر يوماً على الأكثر من تاريخ قفل باب الاشتراك، وإذا زادت طلبات الاشتراك عن عدد الوحدات المطروحة فيجب أن يوزع ما زاد منها على المشتركين كل بنسبة ما اشترك به .
كما يجب أن ترد للمشارك المبالغ الزائدة عن قيمة ماتم تخصيصه له من الوحدات خلال ثلاثين يوماً من تاريخ انتهاء إجراءات التخصيص .

ج) حالة زيادة مبالغ الاكتتاب : إذا زادت مبالغ الاكتتاب عن رأس المال المطروح فإنه يجوز لمدير الصندوق بعد الحصول على موافقة وزارة التجارة والبنك المركزي أن يزيد رأس مال الصندوق عن الحد الأقصى بشرط ألا تكون الزيادة أكثر من عشرة بالمائة من عدد الوحدات التي تم طرحها للاشتراك⁽²⁾ .

والجدير بالتنويه أن جهة الإصدار بصفتها المضارب في كثير من الصناديق تسعى إلى تأمين تغطية كاملة لرأس مال الصندوق من قبل مؤسسات مالية أخرى مستعدة لذلك التعهد .

(1) انظر القانون التجاري الكويتي، إنشاء صناديق الاستثمار، المواد 46 - 47 ، وقانون الشركات التجاري الإماراتي الاتحادي ، المواد (93،92،85) ، مراجع سابقة .

(2) انظر القانون التجاري الكويتي، إنشاء صناديق الاستثمار، المادة 48، وقانون صناديق الاستثمار المشترك الأردني ، المادة (99) ، وقانون الأوراق المالية العماني، المادة (34) ، مراجع سابقة .



سواء بشكل كلي أو بالالتزام بتغطية جزء من الوحدات غير المغطاة من قبل الجمهور، وتلجأ جهات الإصدار إلى الحصول على هذا التعهد خصوصاً في الصناديق التي يكون فيها رأس المال محدداً منذ البداية، وأن أي تأخير في بدء نشاط الصندوق قد يحدث آثاراً غير محمودة من حيث النتائج.

لذلك تلجأ إدارة الصندوق إلى بيع مكونات الصندوق إلى المؤسسة المتعهددة بتغطية الاكتتاب، وبشرط أن تكون مكونات هذا الصندوق موجودات مختلطة تقبل البيع، أي أنها تشتمل على أعيان (عقارات و سلع) ومنافع (إجارة وخدمات). ويكون هذا البيع على أساس الوضعية أي (بسر أقل من القيمة الاسمية) وبعد تملك تلك الجهة المتعهددة بالتغطية لمكونات الصندوق، تقوم بتوكيل الجهة المصدرة ببيع وتسويق وحدات الصندوق لصالح المكتتبين. وتجري العملية بخطوات وفق تفاهم وإجراءات معهوددة وفق مايلي:

1- يتم إبرام عقد بيع تام ونهائي بين جهة الإصدار والمؤسسة المالية.

2_ تقوم المؤسسة المالية بتوكيل شركة مستقلة عنها لطرح وحدات الصندوق للاكتتاب العام وتسويقه على جمهور المكتتبين بسعر متفق عليه وهو السعر الاسمي. وهذا ماذهبت إليه قرارات هيئة الفتوى والرقابة لشركتي التوفيق والأمين وهذا نصه: « إذا رغبت الجهة المصدرة بإيجاد جهة تتعهد بتغطية الاكتتاب حتى لا يبقى من الإصدار شيء لم يكتب به في موعد إغلاق الاكتتاب، فإن الطريقة التي تتبعها الشركتان - على وجه مشروع لا يحصل فيه إعطاء مقابل على ذلك التعهد - هي بيع جميع أسهم الإصدار إلى الجهة المتعهددة بتغطية الاكتتاب، وذلك بأقل من القيمة الاسمية لأسهم الإصدار، فيتحقق من تلك العملية هامش ربح للجهة المتعهددة بالتغطية حيث تبيع الأسهم بالقيمة الاسمية عن طريق جهة ثالثة يتم توكيلها بعمولة معينة، باعتبار أن مكوناته تشتمل على أعيان كثيرة تعتبر هي المقصودة وتعتبر النقود والديون تابعة غير مقصودة، وتستمر جهة الإصدار بتسويق باقي الوحدات للراغبين في الاكتتاب فإذا لم يتم بيع شيء من هذه الوحدات يبقى الجزء غير المغطى في ملكية المؤسسة المالية المتعهددة (1) " أه .

(1) هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لشركتي التوفيق والأمين، قرار 3، الفتاوى الشرعية للتوفيق والأمين، جدة .

(د) تخفيض رأس مال الإصدار:

قد تقوم جهة الإصدار بتخفيض رأس مال الإصدار أو الصندوق إلى الحد الذي تمت تغطيته من طرف جمهور المكتسبين، وهو ما يجنب جهة الإصدار البحث عن متعهد للتغطية فيمكن تخفيض رأس مال الصندوق وعلى هذا نص القانون:

"إذا انتهت المدة المحددة للاشتراك دون تغطية جميع الوحدات التي تم طرحها جاز لمدير الصندوق أن يطلب من وزارة التجارة إنقاص رأس مال الصندوق إلى الحد الذي تم تغطيته من رأس المال بشرط ألا يقل هذا الحد عن خمسين بالمائة من إجمالي قيمة الوحدات التي تم طرحها (1).

وكان التخريج الفقهي للهيئة الشرعية للبركة في هذا أنه : "لا مانع شرعاً من أن يكون رأس مال الصندوق المطروح للاكتتاب هو جميع ما يتم تحصيله عند الإغلاق، لأنه هو موعد بدء مفعول المضاربة الذي يجب فيه معلومية رأس المال" (2).

أما إذا كان إجمالي قيمة الوحدات أقل من خمسين بالمائة فيجوز العدول عن إنشاء الصندوق على أن يرد للمشاركين المبالغ التي دفعوها مع عوائدها خلال فترة لاتزيد عن عشرة أيام (3).

(1) القانون التجاري الكويتي، قرار وزاري، رقم 113، لسنة 1992 في شأن إنشاء صناديق الاستثمار، المادة 45 وانظر المادة 156، قانون رأس المال المصري، بشأن سوق المال، رقم 95 لعام 1992. وانظر قواعد تنظيم صناديق الاستثمار السعودي ، ثالثاً : 3/ب/4 وقانون صناديق الاستثمار المشترك الأردني ، المادة (92/د) ، والإماراتي الاتحادي، المادة (83) ، وقانون الصناديق القطري ، المادة (8) ، والعماني ، المادة (34) مراجع سابقة .

(2) الفتاوى الشرعية في الاقتصاد، مجموعة البركة، الفتوى (5) ص، 14 ، مطبوعات دلة البركة ، جدة، 1993/1413

(3) القانون التجاري الكويتي، قرار وزاري، رقم 113، لسنة 1992 في شأن إنشاء صناديق الاستثمار، المادة 45 .



ثانياً: تسجيل الوحدات :

تحتفظ الجهة المصدرة للصناديق عادة بسجل للوحدات يتضمن معلومات عن المكتتبين نذكر منها: اسم وجنسية المالك المسجل للوحدات القائمة، عدد الوحدات المسجلة التي يملكها كل مالك مسجل، عنوان المراسلات لكل مالك مسجل، تاريخ امتلاك الوحدات، وغيرها من المعلومات الأخرى. وتشتترط لوائح الصناديق أن يتم تداول الوحدات بمعرفة الجهة المصدرة حتى تتمكن من تحويل ملكية الوحدة المتصرف فيها للمالك الجديد وتعديل السجلات المحفوظة لديها بما يفيد تغيير الملكية المسجلة. ويحل المالك الجديد للوحدة محل المكتتب الأول فتكون له جميع حقوقه وعليه جميع التزاماته. وبخصوص هذا الموضوع حددت لوائح الصناديق ما يلي (1) :

1- على مدير الصندوق أن يعد سجلاً خاصاً بأسماء المشتركين في الصندوق وجنسياتهم وعناوينهم وعدد الوحدات التي يملكونها، وتفيد في هذا السجل كافة التغييرات التي تطرأ على البيانات ويتعين عليه إبلاغ أمين الاستثمار بهذه التغييرات أولاً بأول.

2- يعتد بالبيانات المدونة في سجل المشتركين عند وجود أي اختلاف بينهما وبين البيانات المدونة في الشهادات.

3- يحفظ هذا السجل لدى جهة الإصدار ومالكي الوحدات حق الإطلاع عليه. وتجدر الإشارة أن عملية تسجيل ملكية الوحدات الاستثمارية وحفظ ملفاتها ووثائقها وتجديد بياناتها من الأعمال التي يجب المحافظة على سريتها، وقد تعهد هذه المسئولية أحياناً إلى الأمين وليس لجهة الإصدار، كما أنه يتم التعاقد أحياناً أخرى مع شركات متخصصة في مثل هذا الأمر مقابل عمولة عن الخدمة. وحينئذ تكون اتفاقية التسجيل جزءاً من مجموع الوثائق الرسمية المتعلقة بالإصدار أو الصندوق.

(1) انظر القانون التجاري الكويتي، قرار وزاري، رقم 113، لسنة 1992 في شأن إنشاء صناديق الاستثمار، المواد 50 إلى 53 ، وانظر المادة (156)، قانون سوق رأس المال المصري، رقم 95 لعام 1992، وقواعد تنظيم صناديق الاستثمار السعودي ، فقرة الاشتراك في الصناديق البند (د/2) ، وقانون صناديق الاستثمار المشترك الأردني ، المادة (105) ، والإماراتي الاتحادي، المادة (161) وقانون الأوراق المالية الفلسطيني ، المادة (58) ، مراجع سابقة .

ثالثاً : الموزعون أو وكلاء الطرح : (1)

إنَّ الجهة المنشئة للإصدار لكي توسع من دائرة تداول الوحدات الاستثمارية لا تقتصر على وسائلها وإمكاناتها الخاصة فحسب، بل تستعين عادة ببعض المؤسسات المالية للإسهام معها في تسويق تلك الوحدات ليكونوا وكلاء ل طرح الوحدات الاستثمارية حيث تتولى البحث عن الراغبين في استثمار أموالهم في الوحدات المطروحة ، وتسند إليها بصفتها وكيلة عن الجهة المنشئة للصندوق المهام التالية:

- 1- اجتذاب الراغبين ودعوتهم للاكتتاب في وحدات الصندوق الاستثمارية.
- 2- الإجابة عن استفسارات العملاء، وبيان طبيعة الأوراق المالية وأسسها الشرعية، وتوضيح مميزات الصناديق الاستثمارية المطروحة وخصائصها الفنية.
- 3- تيسير الإجراءات الخاصة بالاستثمار في الأوراق المالية، سواء أثناء فترة الاكتتاب أم بعدها وإعانة العملاء في ذلك حتى تسليمهم شهاداتهم الاستثمارية.
- 4- متابعة رغبات المستثمرين وتلبية احتياجاتهم المختلفة، بما في ذلك التوسط في تنفيذ طلباتهم لاسترداد قيمة مساهمتهم، أو لتغييرها من صندوق استثماري لآخر، أو لتحويل مستحقاتهم النهائية بالشكل والأسلوب الذي يحدده.
- 5- ضبط حركة الاكتتابات والاستردادات التي تتم عن طريقهم، ومسك الكشوفات والمستندات اللازمة لذلك بالتنسيق مع الإدارات المختصة لدى جهة الإصدار.

ويحصل هؤلاء الموزعون أو وكلاء الطرح على عمولة سنوية متفق عليها هي أجرة مقابل قيامهم بمتطلبات الوكالة، وتقدر عادةً بنسبة من صافي قيمة الوحدات. وهي تُحمَّل على الصندوق باعتبارها من المصاريف المتعلقة بالإصدار .

رابعاً : تعيين مدير استثمار :

تتمتع جهة الإصدار (أو شركة الإدارة أو مدير الصندوق) بكامل الصلاحيات والسلطات لإدارة وتوظيف وتوجيه المال الذي يساهم به المشاركون بموجب وثيقة الاكتتاب المبرمة ولوائح الصندوق وأنظمة الإدارة المعتمدة من قبل جهات الإشراف. فهي تتقيد بما تم رسمه من أهداف وسياسات استثمارية في الوثائق الرسمية للصندوق.

(1) الصناديق الاستثمارية الإسلامية، د. عز الدين خوجة، ص، 40، مرجع سابق .



وعلى جهة الإصدار أن تبذل أقصى جهدها لإدارة استثمارات الصندوق على أكمل وجه في ضوء مقتضيات المهنة لتحقيق عوائد مجزية لصالح المشتركين في الصندوق.

ونظراً بأن جهة الإصدار هي المضارب فتكون مسؤولة مسؤولية الجهة المحترفة الحريصة وعندئذ لا تضمن أي خسارة مالم تكن الخسارة ناشئة عن تفريط أو تعد أو خطأ جسيم والمرجع في ذلك لأهل الخبرة في هذا المجال .

والجدير بالتنويه أن الصناديق قد تشتمل على نشاطات في مجالات متعددة ولا يشترط في جهة الإصدار أن تكون متخصصة في جميع المجالات لذلك قد تعهد إلى مؤسسات متخصصة للقيام بالاستثمار - على سبيل المثال - في مجال العقارات، أو الأسهم، أو في عمليات التأجير، أو في الاستثمار في قطاع بذاته، أو في منطقة جغرافية معينة، أو في مجال تجاري، أو صناعي محدد، أو زراعي أو غير ذلك من المجالات، على أن يتم في الصناديق الاستثمارية الإسلامية الاستثمار وفق الضوابط الشرعية وتحاشي الربا والمحظورات الشرعية، وهذا ما يجري عادة حيث تقوم جهة الإصدار بأن تعهد لجهة متخصصة بإدارة جزء من هذه الأموال في الغرض المرخص لها به، ويتم ذلك بموجب تعاقد بين شركة الإدارة (جهة الإصدار) وتلك الجهة المتخصصة وتسمى (مدير الاستثمار) ويتم ذلك وفق عقود ترم بين الطرفين تحدد حقوق والتزامات كل منهما. وهذا أمر عادة ينص عليه في النظام الأساسي، ومنصوص عليه في قوانين إنشاء الصناديق⁽¹⁾ "يعين مدير الصندوق مدير استثمار في الصندوق ويعهد إليه القيام بالمهام التي يراها مناسبة والتي تتعلق بوضع استراتيجية الاستثمار، والمساعدة في تنفيذ هذه الاستراتيجية وعمليات البيع والشراء وأية مهام أخرى يعهد له بها المدير" أ.هـ

كما تلجأ جهة الإدارة أحياناً إلى تعيين مستشار استثمار بالإضافة إلى مدير الاستثمار، وينحصر دور المستشار في تقديم المشورة الاستثمارية من حيث القطاعات الاستثمارية وإدارة الأسواق التي يستثمر فيها الصندوق، وكذلك في رسم السياسات والاستراتيجيات

(1) القانون التجاري الكويتي، قرار وزاري، رقم 113 انظر المواد (63 - 65)، وانظر قواعد تنظيم صناديق الاستثمار، مؤسسة النقد السعودي قرار وزاري 3/ 2052 لعام 1413 هـ، الهيكل التنظيمي، بند ثانياً، ص75، وقانون الصناديق القطري، المادة (302) وقانون صناديق الاستثمار المشترك الأردني، المادة (102)، وقانون سوق رأس المال المصري مادة (35)، وقانون الأوراق المالية العماني، المواد (38 - 39) مراجع سابقة.

المرتبطة بالمنتجات المالية، والمحافظة الاستثمارية، وذلك دون مشاركتها الفعلية في التنفيذ، كما تحاول الصناديق جذب أضخم وأكبر مراكز المعلومات المشهود لها بعمق أبحاثها ودقة دراساتها، وبانتشار شبكة مكاتبها العالمية. هذا وغالبًا ما تخضع الاتفاقيات المبرمة بين جهة الإدارة ومدير ومستشار الاستثمار إلى المراجعة وضرورة الحصول على اعتماد بشأنها من قبل جهة الإشراف قبل توقيعها والشروع في تنفيذها .

ويشترط قانون إنشاء الصناديق (1) " أن تتضمن نشرة الاكتتاب اسم مدير الصندوق ونبذة مختصرة عنه، وكذلك اسم مدير الاستثمار ونبذة مختصرة عنه إذا لم يكن مدير الصندوق هو الذي سيتولى إدارة واستثمار أموال الصندوق بنفسه، وذلك ليكون المستثمرون الذين يرغبون بالاكتتاب بالصندوق على علم ومعرفة بمن سيتولى إدارة أموالهم، ويكون مدير الصندوق مسؤولاً عن إدارة واستثمار أموال الصندوق سواء كان يقوم بالإدارة بنفسه، أو من خلال مدير استثمار وفق نظام الصندوق وتعليمات جهة الإشراف، ويكون مدير الصندوق أو من يفوضه يمثل الصندوق أمام القضاء، وأمام الغير، ويلتزم مدير الصندوق بإدارة أموال الصندوق من خلال جهاز يتمتع بكفاءة، ويجب أن يوفر لهذا الجهاز أكبر قدر من الاستقلال في إدارة استثمارات الصندوق، ويكون مسؤولاً تجاه جهة الإشراف ومالكي الوحدات عن أية مخالفات أو أضرار نتيجة مخالفة نظام الصندوق، أو أحكام القانون، أو إساءة استعمال الصلاحيات المخولة له، أو نتيجة الإهمال الجسيم.

كما يجب على مدير الصندوق تقديم تقرير عن نشاط الصندوق كل ثلاثة شهور يوضح المركز المالي للصندوق، وأن يكون التقرير تمت مراجعته من مدقق الحسابات ويرسل التقرير إلى جهة الإشراف، ويسمح للمشتركون الإطلاع عليه، وفي حال وقوع مخالفات لنظام الصندوق أو القانون يكشف عنها التفتيش الدوري فيعاقب على حسب درجة المخالفة، إما بتوجيه إنذار، أو عزل مدير الصندوق وتعيين مدير آخر، أو تصفية الصندوق "أ.هـ .

(1) القانون التجاري الكويتي، قرار وزاري، رقم 113، لسنة 1992 في شأن إنشاء صناديق الاستثمار، انظر المواد 63- 64 - 66 - 68 - 70 و 92، قانون صناديق الاستثمار الأردني، (104)، وقواعد تنظيم الصناديق السعودي، ثانياً: بند (3)، وقانون سوق رأس المال المصري، المادة (37)، والإماراتي، المادة (104)، والقطري، المادة (7)، مراجع سابقة .



الفصل الرابع

الأوراق المالية والتجارية التقليدية وأحكامها وبدائلها الشرعية

ويشتمل على أربعة مباحث في بيان كلٍّ من :

المبحث الأول : الأوراق المالية . أنواعها . خصائصها .

المبحث الثاني: الأوراق التجارية. أنواعها . خصائصها.

المبحث الثالث :الأحكام الشرعية للأوراق المالية والتجارية .

المبحث الرابع : البدائل الشرعية للأوراق المالية والتجارية التقليدية.

المبحث الأول الأوراق المالية. أنواعها. خصائصها

تعتبر الأوراق المالية هي معظم مكونات الصناديق الاستثمارية المنتشرة في الأسواق المالية التقليدية، والأوراق المالية المتداولة نوعان، وإليك بيان ما يتعلق بكل نوع منها فيما يلي :

أولاً) الأسهم
ثانياً) السندات

أولاً: الأسهم : جمع سهم وإليك تعريفها، وبيان خصائصها، وأنواعها، وأهميتها فيما يلي :

أ) تعريف السهم : السهم في اللغة : النصيب ⁽¹⁾ وفي المصطلح الفقهي: هو الحصة الشائعة في الشيء المشترك.

أما التعريف الدارج للسهم في الأسواق المالية فهو الوثيقة التي تصدرها الشركة المساهمة والتي تمثل حق المساهم في مقدار ما يملكه من الشركة.

ب) خصائص الأسهم ⁽²⁾ :

- (1) السهم يمثل حصة شائعة في صافي موجودات الشركة العينية والنقدية والحقوق المالية
- (2) تتساوى قيمة الأسهم، ويترتب على ميزة تساوي القيمة لكل سهم من الأسهم المساواة في الحقوق التي يمنحها السهم لصاحبه، وهو الحق في الأرباح، والتصويت ونتاج التصفية عند الإفلاس وكذلك الالتزامات الناشئة عن ملكية السهم.
- (3) يتميز السهم بقابليته للتداول بالطرق التجارية ويُهدى ويُرهن... الخ، كما يحق لمالكه التنازل عنه لغيره بعوض أو بغير عوض.

(1) المصباح المنير، أحمد بن محمد بن علي المقرئ، 293، مكتبة لبنان، بيروت، 1990/1410، معجم متن اللغة، أحمد رضا إبراهيم العاملي، 362/3، مكتبة الحياة، بيروت، 1985/1405، المعجم الوسيط، إبراهيم مصطفى ومجموعة، دار الأمواج ط1، 461/2، بيروت، 1990/1410.

(2) الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون، د. عبد العزيز الحياط، 94/2، وزارة الأوقاف الأردنية، عمان 1971/1391، شركة المساهمة في النظام السعودي، د. صالح المرزوقي، ص334، مطابع الصفا، مكة المكرمة، 1986/1406، المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الفقه والشريعة، د. محمد رواس قلعه جي، ص57، دار الفانوس، بيروت، 1999/1419.



(4) تكون مسئولية الشركاء موزعة بحسب قيمة السهم، فلا يسأل أحد منهم عن ديون الشركة إلا بمقدار أسهمه التي يملكها .

(5) عدم قابلية السهم الواحد للتجزئة، فإذا توفي أحد الشركاء عن سهم واحد وورثته متعددون أصبحت ملكية السهم مشاعة بين الورثة، ويجب عليهم أن يختاروا ممثلاً عنهم في الجمعية العمومية للمساهمين، ليباشر الحقوق المتصلة بالسهم الموروث .

(ج) حقوق مالك الأسهم⁽¹⁾ : يثبت لمالك الأسهم حقوقاً تتلخص فيما يلي:

أ) حق الحصول على الأرباح المتحققة .

ب) حق الحصول على ما يوازي القيمة الحقيقية للسهم من موجودات الشركة عند حلها .

ج) حق التصويت في الجمعية العمومية .

د) حق مراقبة أعمال الشركة ومحاسبتها .

هـ) حق أولوية الاكتتاب إذا طرحت الشركة أسهماً جديدة .

د) أنواع الأسهم⁽²⁾ :

تنقسم الأسهم إلى أنواع مختلفة بحسب طبيعة كل نوع ، وبيان ذلك فيما يلي:

1) من حيث الحصة التي يدفعها الشريك : فقد تكون أسهماً نقدية : وهو أن يدفع قيمة الأسهم التي يرغب تملكها نقداً. أو قد تكون أسهماً عينية وذلك بأن يكون ما يقدمه عيناً من عقار أو منقول شريطة قبول الشركة حيث يتم تقييمه وتكون ملكيته في أسهم الشركة بالمبلغ الذي تم تقييم العقار به.

2) من حيث الشكل الذي تظهر به تنقسم إلى:

1- الأسهم الاسمية : وهي الأسهم التي يسجل في صكها اسم مالِكها، وتنتقل ملكية هذه

الأسهم من شخص لآخر بالقيد في سجلات الشركة .

2 - الأسهم لحاملها :

وهي أسهم لا يسجل على صكوكها اسم صاحبها، بل يكون مالِكها من يحملها

(1) المعاملات المالية المعاصرة، د. محمد رواس قلعه جي، ص 62، مرجع سابق.

(2) الأسهم والسندات من منظور إسلامي، د. عبد العزيز الخياط، ص 18، دار السلام، القاهرة، 1971/1391 المعاملات المالية

المعاصرة، د. محمد رواس قلعه جي، ص 59، المرجع نفسه، عمل شركات الاستثمار د. أحمد محيي الدين، ص 98، مرجع سابق، بحوث

فقهية معاصرة، د. محمد عبد الغفار الشريف، ص 73، دار ابن حزم بيروت، 1999 / 1420 .

وقد نصت جميع القوانين التجارية العربية⁽¹⁾ على أن تكون جميع الأسهم اسمية، ولا يجوز أن تكون أسهماً لحاملها.

3 - السهم الإذني أو للأمر:

وهو ما يسبق اسم صاحبه بعبارة لإذن/ أو لأمر، ويتم تداولها ونقل ملكيتها عن طريق التظهير كما هو الحال في الشيكات .

(ج) ومن حيث الحقوق التي تعطى لصاحبها تنقسم إلى قسمين :

أسهم عادية :

وهي التي تتساوى في قيمتها في جميع حقوقها وعلاقتها مع الشركة من حيث مشاركتها في الجمعية العمومية والتصويت، والأرباح، وحقوقها عند تصفية الشركة.

(2) أسهم ممتازة⁽²⁾:

وهي الأسهم التي تختص بمزايا لا تتمتع بها الأسهم العادية وذلك لأن الشركة قد ترغب في زيادة رأس مالها، فتعطي الأسهم الجديدة امتيازات لا تتمتع بها الأسهم القديمة لترغيب الجمهور للاكتتاب بها، ومن هذه المزايا حق الأولوية في الحصول على الأرباح كأن تختص الأسهم الممتازة بحصة في الربح لا تقل عن خمسة بالمائة من قيمتها، وتوزع باقي الأرباح على الأسهم جميعاً بالتساوي، أو استيفاء فائدة سنوية ثابتة، سواء ربحت الشركة أم خسرت، ومنها حق استعادة قيمة الأسهم بكاملها عند تصفية الشركة قبل إجراء أي قسمة بين سائر المساهمين، ومنها أن يكون للسهم الممتاز أكثر من صوت واحد في الجمعية العمومية ، والأسهم بنوعها قابلة للبيع والشراء، ولصاحب السهم حق اقتسام موجودات الشركة عند حلها، وذلك لأنه صاحب حصة في رأس المال، فإذا صفت الشركة كان حقه متعلقاً بموجوداتها لأنه نساء رأس المال .

(1) القوانين العربية للشركات : الإماراتي الاتحادي ، مادة 154 ، القانون التجاري الكويتي ، مادة 99 ، الأردني ، مادة 147 ، اللبناني ، مادة 132 السوري ، مادة 97، العراقي ، مادة 29، اليمني ، مادة 48، وانظر الشركات في الشريعة والقانون، د. عبد العزيز الخياط ، 96/2 وبحوث فقهية معاصرة، د. محمد عبد الغفار الشريف، ص 73. مراجع سابقة .

(2) الشركات في الشريعة والقانون، للخياط ، 100/2 ، المرجع نفسه ، الموسوعة العربية الميسرة، مجموعة من العلماء ، بإشراف د. محمد شفيق غربال ، 1026/1، دار النهضة، بيروت، 1403 / 1983، المعاملات المالية المعاصرة، د. محمد رواس قلعه جي ، ص 60، مرجع سابق .



(5) الأهمية الاقتصادية للأسهم⁽¹⁾ :

تمتاز صيغة الاستثمار من خلال الأسهم بقدرة جيدة على جمع رأسمال كبير من خلال مساهمات صغار المدخرين الذين لا يمكن لهم الاستثمار مباشرة. ومن جهة ثانية تمثل المسؤولية المحدودة حافزاً لدى الأفراد حيث يعلمون أن ديون الشركة وخسائرها لا يمكن أن تمتد إلى أموالهم الخاصة، فالمخاطرة في هذا النوع من الاستثمار - بالنسبة للفرد - محدودة ومسيطر عليها. ومن جهة ثالثة تؤدي ميزة التداول إلى جعل الاستثمار - بالنسبة للأفراد - جيد السيولة (أي يمكن تنضيضه في أي وقت دون تحمل خسائر كبيرة) مما يجعل الرغبة في المشاركة في الشركة المساهمة متفوقة على صيغ الاستثمار الأخرى.

والجدير بالملاحظة أن موجودات شركة الأسهم يعتمد على طبيعة نشاط الشركة ولكنها لا تخرج عن أن تكون مكوناتها هو المبين فيما يلي :

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

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

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

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

(1) الأسهم الاعتيادية، د. محمد علي القرني، بحث قدمه للدورة السابعة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، 197/1، جدة 1992/1412

6) أما بالنسبة لتقويم موجودات الشركة المساهمة :

نظراً لكون السهم يمثل حصة مشاعة في موجودات الشركة. فالذي يحصل من واقع التعاملات في الأسواق المالية أنه يصبح لهذه الموجودات قيم مختلفة فيما يلي (1) :

أ) القيمة الاسمية : أي القيمة التي دفعت لامتلاكه ابتداءً .

ب) القيمة الحقيقية : وهي النصيب الذي يستحقه السهم من صافي أموال الشركة من منقولها وعقارها، وتقاس بناءً على تمكنها في السوق وتحقيقها لنجاحات ونمو وسمعة فعلى سبيل المثال الشركة التي تمتلك عمارة وكانت قد اشترتها بمليون دينار فإنها تسجل في دفاتها بهذه القيمة. ولكن بعد عدة سنوات قد ترتفع في الثمن السوقي لتصل أضعاف تلك القيمة.

ج) القيمة السوقية : وهي قيمة الأسهم عند عرضها للبيع وذلك حسب الرغبة وإقبال الناس على الشراء أو الإحجام عنه وهذا يتفاوت بحسب ظروف الأسواق المالية حيث تمر الأسواق بفترات رواج وأحياناً فترات كساد .

د) القيمة الإصدارية : تلجأ الشركات في كثير من الأحيان إلى إصدار أسهم تباع بأقل من قيمتها الاسمية كأن تكون قيمة السهم الاسمية أربع دنانير ويكون السعر السوقي قريب من ذلك وتحتاج الشركة إلى زيادة رأس المال ، فتصدر الشركة السهم بقيمة ثلاثة دنانير وذلك للترغيب بشراء الأسهم لزيادة رأس مال الشركة .

والجدير بالتنويه بأنه للمستثمر الحق في التعرف على نوع موجودات الشركة ونشاطاتها وبذلك يستطيع المستثمر تحديد موقفه من الشركة إذا كان من نشاطاتها تعاملات محرمة ليتعامل معها على بصيرة ، وذلك لأن حامل السهم هو شريك في أموال الشركة، وتعطيه القوانين في جميع الدول كامل حقوق المالك، فله الإطلاع على دفاتر الشركة وحساباتها

(1) المعاملات المالية المعاصرة، د، قلعه جي، ص 60، عمل شركات الاستثمار، د. أحمد محيي الدين، ص 157، الشركات في الشريعة والقانون، د. عبد العزيز الخياط ص 212، شركة المساهمة، د. صالح المرزوقي، ص 356، بحوث فقهية معاصرة، د. محمد عبد الغفار الشريف، ص 75، مراجع سابقة، بحث المتاجرة بأسهم الشركات، د. أحمد الحجى الكردي، ص 97، الندوة الفقهية الخامسة، بيت التمويل الكويتي، 1419 / 1998.



وإدارة الشركة ملزمة بالإجابة عن كافة أسئلته، ومنها ما يتعلق بموجوداتها ونشاطاتها وهذا الأمر وإن كان ممكنًا من الناحية القانونية لكنه ليس متيسرًا من الناحية العملية ، وذلك لمالي (1) :

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

(ب) لأنّ أوضاع الشركات وموجوداتها ونشاطاتها ليست جامدة، بل تتغير بصورة مستمرة بحيث يقتضي التحقق من المعلومات دوام الإطلاع على وثائق الشركة وهو أمر بين الصعوبة.

وتلزم قوانين الدول الشركات المساهمة بنشر ميزانياتها السنوية وحساب الأرباح والخسائر وتقديم تقرير سنوي عن نشاطها إلى جمعيتها العمومية، والأرجح أن تتضمن هذه الوثائق معلومات إضافية عن موجودات الشركة ونشاطها.

7) تكوين الشركة المساهمة (2) :

يتم - في أكثر قوانين الدول - تكوين الشركة المساهمة عن طريق اختبار الفكرة لدى عدد من المستثمرين يسمون "المؤسسين" يكتبون بينهم مسودة النظام الأساسي الذي يحدد نشاط الشركة ونطاقها ورأس مالها ومدتها، ثم يسعون إلى الحصول على الترخيص من الجهات المعنية بإنشائها ، وذلك بعد إيداع جزء من قيمة الأسهم في أحد المصارف ، والحصول على شهادة من البنك بذلك ، ومن ثمّ يتم القيام ببقية الإجراءات المطلوبة لتقوم الشركة بعد ذلك بطرح أسهمها للاكتتاب، أي عرضها للبيع على الجمهور، فإذا تم الاكتتاب بالحد الأدنى المطلوب قانونيًا - أي بيع من أسهمها ما يكفي لقيامها - أو أكثر منه تم التسجيل النهائي لها كشركة مساهمة.

(1) الأسهم العادية، د. محمد علي القرني، بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي الدولي التاسع، مجلة المجمع، 1/203، جدة ، 1995/1415

(2) الأسهم العادية، د. محمد علي القرني، 1/205، البحث المقدم للمجمع نفسه .

8 (إصدار الأسهم:

" لكل سهم قيمة اسمية تكتب عليه وهي تعادل حصة من رأس المال، ويكون مجموع القيم الاسمية هو رأس المال المصرح به. ثم تطرح الأسهم للاكتتاب العام وتقدم للمكتتبين من خلال نشرة تبين شروط الإصدار وأهداف الشركة ومدتها ونشاطاتها والمؤسسين لها، وتنشر شروط الإصدار في الصحف بشكل ملزم قانوناً.

وبمجرد انتهاء عملية الاكتتاب لا يعود للقيمة الاسمية للسهم أية أهمية فهي لا تعني أن المستثمر يملك رأسمال مساوٍ لها، ولا أن المبلغ يستحق له في يوم من الأيام، ولا أن أي جهة تضمن شراء السهم بتلك القيمة.

إن سعر السهم يتحدد في السوق، وهو ربما يصل إلى أضعاف تلك القيمة الاسمية وربما يصل إلى جزء بسيط منها فقط، وهذا يتعلق بنشاط الشركة وسمعتها والديون المترتبة عليها وتوضيح ذلك فيما يلي:

(9) العوامل المؤثرة على السعر فبيانها فيما يلي:

(أ) قوى العرض والطلب، فإذا زاد المعروض من أسهم شركة عن الكمية المطلوبة أدى ذلك إلى اتجاه أسعارها إلى الانخفاض والعكس صحيح.

(ب) المركز المالي للشركة، فالتوقعات تؤثر على اتجاه الأسعار فإذا توقع المستثمرون أن شركة ما ستحقق أرباحاً أعلى في المستقبل، أو أن أسهمها ستصبح ذات سعر أعلى يدفعهم ذلك إلى زيادة الطلب وغالباً ما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار.

(ج) ومن الأوضاع التي تؤثر على سعر الأسهم كثرة ديون الشركة إذ كلما زادت تلك الديون توقع المستثمرون تدنياً في قدرتها على تحقيق الأرباح مستقبلاً ومن ثم إلى انخفاض أسعار أسهمها.

(د) الحالة الاقتصادية للقطاع الذي تعمل فيه الشركة وللبلاد بصفة عامة.

(هـ) العائد المتوقع من فرص الاستثمار الأخرى" أ.هـ⁽¹⁾ .

(1) الأسهم العادية، د. محمد علي القرني، بحث مقدم لجمع الفقه الإسلامي التاسع، مجلة المجمع، 1/207-211 مرجع سابق .



ثانياً : السندات (1)

أ) تعريف السند: السند وثيقة قابلة للتداول تصدره الشركات يمثل قرضاً طويل الأجل، ويعقد عادة عن طريق الاكتتاب العام، ويخول مالكة الحصول على فوائد ثابتة تؤدي قبل توزيع الأرباح على المساهمين، فضلاً عن استيفاء قيمة السند عند حلول الأجل، أو عند التصفية قبل الأسهم أيضاً. وليس لصاحب السند التصويت، وتعد السندات بمثابة اتفاق للإقراض بفائدة بين جهة الإصدار وبين من يملك السند، وقد يتضمن الاتفاق رهن بعض الأصول الثابتة ضماناً للسداد .

ب) أنواع السندات :

1- سندات الحكومة (أذونات الخزينة):

وهي وثائق تصدر مقابل قروض تحصل عليها الحكومة وهي تمثل مديونية الحكومة للمقرض أو صاحب السند، ولها أنواع. فمنها ما هو قصير الأجل ومنها ما هو طويل الأجل. ومنها ما يوزع فوائد دورية، ومنها ما لا يوزع فوائد وإنما يباع عند الإصدار بخصم يعادل الفوائد، وهي في العادة قابلة للتداول بالبيع.

وأهم ما يؤثر على سعرها في السوق عاملان هما: مقدار الفائدة التي تلتزم الحكومة بدفعها في السند، وسعر الفائدة السائد في السوق، إضافة إلى القيمة الاسمية للسند، وتاريخ استحقاقه.

الألغاز التي تطلق على السندات :

وتتخذ هذه السندات أسماء متعددة. فمنها ما يسمى سندات الحكومة، ومنها ما يسمى أذونات الخزينة، ومنها ما يسمى بسندات البلديات أو سندات الحكومات المحلية حسب الجهة المصدرة لها، وغالباً ما تطرح السندات باسم شهادات استثمار، أو سندات

(1) المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الفقه، د. محمد رواس قلعه جي، ص 68. 69، الأسهم والسندات من منظور إسلامي، د. عبد العزيز عزت الخياط، ص 50 - 53، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية د. أحمد محيي الدين، ص 102 - 154، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، د. منير هندي 31، ص - 38، الشركات في الشريعة والقانون، د. عبد العزيز الخياط ، 102/2، بحوث فقهية معاصرة، د. محمد عبد الغفار الشريف ص 66. 69، مراجع سابقة، المعاملات المالية المعاصرة، د. محمد عثمان شبير، ص، 176، دار النفائس، عمان الأردن، 1996/1416، الموسوعة الاقتصادية، راشد البراوي، ص 314، دار النهضة العربية، القاهرة، 1971/ 1391.

الاستثمار، أو شهادات الادخار، ويكون الإعلان عن عوائدها بأحد الأشكال التالية:
أ- شهادات استثمار ذات طبيعة متزايدة: وهي الشهادات التي يبقى المال فيها لدى
المصرف لمدة طويلة تصل إلى عشر سنوات، وتكون الزيادة تصاعديّة على المال والفائدة، حتى
يصبح أصل المال بعد سنوات أضعافاً مما دفعه صاحب الشهادة .

ب) شهادات استثمار ذات عائد جار بفوائد سنوية .
ج) شهادات استثمار ذات قيمة متزايدة ويجري عليها اليانصيب
(إعطاء جوائز لحملة الشهادات)

د) الشهادة ذات العائد المتغير، كأن تكون في الستة الأشهر الأولى بعائد، ثم الستة
الأشهر التالية بمزايا أخرى ، ثم بعد ذلك تنقلب سنداته إلى أسهم .
وهكذا يتكرر مروجوا السندات حوافز بأساليب متجددة ومتنوعة وعديدة لترغيب الجهات
للإقبال على شراء السندات، وذلك قد يكون لتوفير سيولة مالية تسد عجزاً لفترة ما ،
أوتلبيةً لسياسة مالية يراها البنك المركزي ، أو للتوسع في نشاطات الجهة المصدرة للسندات
أو نحو ذلك .

2- سندات الشركات:

تسمح القوانين عادة للشركات بإصدار سندات مقابل قروض تحصل عليها من الناس،
ولها أنواع عديدة حسب طريقة دفع الفوائد، وأجل القرض وغير ذلك.
والسندات بجميع أنواعها تتسم بأنها وثائق تمثل مديونية الشركة تجاه صاحب السند، وتعبر
عن التزام الشركة المدينة بدفع القيمة الاسمية للسند عند استحقاقه، والفوائد المترتبة عليه في
مواعيدها، وكثيراً ما يدعم القرض برهن أو ضمان. ويتم تداولها بالبيع مثل سندات الحكومة.

وتنقسم السندات تبعاً للحقوق الناشئة عنها إلى أنواع يمكن إيجازها في مايلي:

- 1- سند العلاوة: وهي السندات التي تخفض عند شرائها عن قيمتها الأصلية لتشجيع مع
دفع قيمتها عند الاستهلاك، أي عند تصفيته وإنهائه.
- 2- سند النصيب بفائدة: وهذا السند الذي يصدر بقيمة اسمية وتحدد له فائدة ثابتة، مع
إجراء القرعة كل عام لإخراج عدد من السندات تدفع لأصحابها مع قيمتها مكافأة جزيلة.
وتجرى قرعة لتعيين السندات التي تستهلك بدون فائدة، وهذا النوع من أنواع اليانصيب قد
منعته بعض القوانين.



- 3- سند النصيب بدون فائدة : وهو السند الذي يسترد صاحبه قيمته إن لم يفز بالقرعة.
- 4- السند المضمون : وهو السند الذي تقترح الشركة أو المؤسسة المصدرة له ضماناً عينياً للوفاء به.
- 5- السند العادي : هو السند ذو الاستحقاق الثابت الصادر الذي ترد قيمته الاسمية عند استهلاكه.
- 6- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: وتعطي الحق لصاحبها بطلب تحويلها إلى أسهم متى رغب ذلك..
- والجدير بالتنويه هنا أنه ثمة بدائل شرعية لهذه السندات وهي الأوراق المالية الإسلامية وتقوم على أساس مشاركة، أو مضاربة، أو إجارة، وجرت المؤسسات الاستثمارية الإسلامية بتسميتها "صكوك" لتمييزها عن السندات الربوية السابقة المستخدمة من المؤسسات غير الملتزمة بالأحكام الشرعية ويأتي بيانها في الفصل السادس من هذه الأطروحة
- ج) خصائص السندات:**
- للسند خصائص مميزة له وهي :
- 1_ يمثل السند ديناً على الشركة فإذا أفلسَت الشركة سقط أجل الدين واشترك حامل السند مع باقي الدائنين
 - 2- لحامل السند حق الأولوية في استيفاء قيمة السند عند التصفية . قبل السهم .
 - 3- يستوفي حامل السند فائدة ثابتة سواء ربحَت الشركة أم خسرت .
 - 4- يجوز أن يشترط حامل السند نسبة مئوية في الأرباح، ولا يعتبر مساهماً لأنه لا يحقُّ له التدخل في إدارة الشركة .
 - 5- لا يشترك حامل السند في الجمعية العمومية للمساهمين ولا يجوز للجمعية العمومية أن تعدّل التعاقد، ولا أن تغير ميعاد استحقاق الفوائد .
 - 6- يكون السند قابلاً للتداول كالسهم .
 - 7- يحق لحامل السند المطالبة بإشهار إفلاس الشركة إذا توقفت عن دفع الدين مع فائدته في موعد الوفاء المحدد .

المبحث الثاني الأوراق التجارية . أنواعها . خصائصها

الأوراق التجارية(1) :

تعتبر الأوراق التجارية في مقدمة الوسائل القانونية للائتمان التجاري ، وإليك توضيح حقيقتها وتعريفها، وخصائصها ووظائفها، وأنواعها، وحكم التعامل بها .

أ) حقيقة الأوراق التجارية:

الأوراق التجارية: هي وثائق تمثل مديونية نشأت عن بيع أو التزام تجاري آخر نحو الضمان، وهي صكوك ثابتة قابلة للتداول بطريق التظهير تمثل حقاً نقدياً، وتستحق الدفع بمجرد الإطلاع عليها، أو بعد أجل قصير، ويجري العرف على قبولها كأداة للوفاء بدلاً من النقود، ويمكن نقل ملكية الورقة التجارية من المظهر إلى المظهر إليه، أو توكيل المظهر إليه بقبض قيمة الورقة، أو رهنها لدى المظهر إليه، وقد يكون، التظهير مخصصاً باسم معين، وقد يكون على بياض دون ذكر اسم معين.

ب) تعريفها :

الورقة التجارية هي صك مكتوب، وفق شكل حدده التشريع أو العرف يرد على حق شخصي موضوعه دفع مبلغ معين من النقود يستحق الأداء في أجل قصير أو بمجرد الإطلاع، وقابل للتداول بالطرق التجارية، وجرى العرف التجاري على استعماله أداة للوفاء

ج) خصائصها:

1 - هي صك يمثل حقاً شخصياً موضوعه دفع مبلغ معين من النقود .

2- قابلة للتداول بالطرق التجارية كالتظهير .

3- تمثل حقاً يستحق الأداء بعد أجل قصير، أو بمجرد الإطلاع عليها

4- تقبل في أداء الالتزامات والوفاء بالديون

(1) الموسوعة الثقافية، حسين سعيد ، ص 290، دار المعرفة، القاهرة، 1972/1392، الأوراق التجارية، مصطفى كمال طه، ص، 120، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 1997/1417، الأوراق التجارية، د. محمد حسني عباس، ص، 6، دار النهضة العربية، القاهرة، 1971/1391، معجم المصطلحات التجارية الفني، لجيل قسطو، ص، 42، مؤسسة الرسالة، بيروت، 1977/1397، قانون المعاملات التجارية الإماراتي الاتحادي رقم 18 لعام 1993، ص، 185.



(د) وظائفها : تقوم الأوراق التجارية بالوظائف التالية (1) :

1- الأوراق التجارية أداة وفاء للديون، فيستطيع الدائن بها أن يقتضي حقه نقداً عن طريق خصمها لدى البنك .

2- تؤدي عمل الائتمان، فيستطيع التاجر أن يسحب بضاعة من تاجر الجملة بقيمة الورقة التجارية التي وضعها عنده .

3- الأوراق التجارية تقلل من استعمال النقود وهذا يجد من التضخم .

4- الأوراق التجارية تفسح للمدين الاستفادة من أجل الذي حصل عليه

هـ) أنواعها :

تقتصر الأوراق التجارية على الكمبيالة ، و السند الإذني ، و الشيك (2) وفيما يلي بيان لكل نوع :

1- الكمبيالة (Bill of Exchange):

الكمبيالة هي عبارة عن وثيقة يكتبها المشتري للبائع في بيع مؤجل، ويعترف فيها بأنه وجب في ذمته ثمن المبيع، وأنه يلتزم بأدائه في تاريخ آجل.

ويعرفها أهل القانون بأنها " صك قابل للانتقال بالطرق التجارية يقوم مقام النقود في التعامل ويرد على مبلغ معين يستحق الدفع عادة بعد أجل قصير"

وتحدد القوانين المنظمة لتداول الأوراق التجارية شكل هذه الورقة والمعلومات الأساسية التي يجب أن تدون فيها، مثل مبلغ الدين وتاريخ الاستحقاق وتوقيع المدين، وتعتبر هذه الشكليات مهمة لتوفر الحماية القانونية للورقة التجارية.

والكمبيالة تتضمن ثلاثة أطراف (3) :

الأول : الساحب : وهو الذي يصدر أمراً لغيره بدفع مبلغ معين من النقود عند الإطلاع، أو في تاريخ معين لشخص ثالث .

(1) الأوراق التجارية، محمود بابلي، ص 12، حلب، سوريا، 1978/1398 .

(2) المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ص 293، ونصه " يطبق هذا المعيار بموجب قانون جنيف الموحد للأوراق التجارية الثلاث وهو المعتمد عالمياً الصادر في عام 1931م، مرجع سابق.

(3) المعاملات المالية المعاصرة، د. محمد عثمان شبير، ص 244، مرجع سابق، الأوراق التجارية، محمود بابلي، ص 12 المرجع نفسه، النقود والمصارف في النظام الإسلامي، د. عوف محمود الكفراوي، ص 140، دار الجامعات المصرية، الإسكندرية ، 1997 / 1407 .

والثاني: المسحوب عليه وهو الملتزم بدفع المبلغ المعين لحامل الكمبيالة .
والثالث : المستفيد وهو حامل الكمبيالة الذي يستحق الحصول على المبلغ المعين في الوقت المحدد .

وقد كثر استعمال الكمبيالة في التعامل التجاري بسبب انتشار البيع بالتقسيط، حتى لا تكاد تجد صاحب محل تجاري كبير لا يحتفظ بمجموعة من نماذج هذه الورقة المعدة مسبقاً لكي تملأ بياناتها من قبل المشتري عند شرائه بضاعة يتفق على دفع ثمنها على أقساط .
كما أن استعمال الكمبيالة لا يقتصر على مجال التعامل التجاري فقط، وإنما تستعمل أيضاً في القروض فيطلب الدائن من المدين أن يحرر له كمبيالة يتعهد بموجبه الوفاء بالمبلغ الذي استدانه في أجل معين هو أجل حلول الدين .

2- السند الإذني (1) : (السند لأمر)

هو صك مكتوب وفق شكل حدده القانون يتعهد فيه المقترض بدفع مبلغ معين عند الطلب، أو في تاريخ معين إلى شخص بالذات، أو لحامله، وقد يتضمن السند الإذني ذكراً لسعر الفائدة المستحقة على الدين.

والسند الإذني ورقة تجارية تتضمن طرفين :

الأول : المدين الذي تعهد بدفع المبلغ المحدد في تاريخ معين
الثاني : الدائن وهو حامل السند الذي يستحق المبلغ .
ويشتمل السند على البيانات التالية :

- 1- عبارة سند لإذن أو لأمر مكتوب في متن السند .
- 2- تعهد غير معلق على شرط بوفاء مبلغ معين من النقود يكتب بالأرقام والحروف
- 3- يحدد في السند مكان الوفاء، واسم من يجب الوفاء له، وتاريخ ومكان إنشائه .

والفرق بين السند الإذني والكمبيالة :

أن السند الإذني يتضمن طرفين، أما الكمبيالة فتتضمن ثلاثة أطراف، وتكون الكمبيالة غالباً بالمعاملات التجارية الدولية، أما السند الإذني فيتعلق بالمعاملات الداخلية المحلية.

(1) الموسوعة الاقتصادية، راشد البراوي، ص 315، الأوراق التجارية، محمد حسني عباس، ص 10 و ص 232، المعاملات المالية المعاصرة، محمد شبير عثمان، ص 147، مراجع سابقة .



3) الشيك (1) :

هو وثيقة يتضمن أمراً للمصرف أن يدفع المبلغ المحرر في الشيك لشخص معين أو لإذنه أو لحامله بمجرد الإطلاع .
والشيك له ثلاثة أطراف :
الأول الساحب وهو الذي يصدر الشيك ويوقعه . والثاني : البنك ، والثالث : المستفيد الذي سيحصل على المبلغ المدون في الشيك .
ويختلف الشيك عن الكمبيالة فيما يلي :

1 - الشيك قد يكون أداة وفاء يستحق الدفع فوراً بغض النظر عن التاريخ المسجل على الشيك: قد يكون أداة ائتمان لا يستحق الدفع إلا في التاريخ المسجل على الشيك حسب قوانين معظم الدول .

أما الكمبيالة : فهي أداة ائتمان لا تستحق إلا في التاريخ المسجل في الكمبيالة .

2- لا يجوز ذكر الفائدة في الشيك، ويجوز ذكرها في الكمبيالة والسند الإذني .

3- يشترط في إصدار الشيك وجود رصيد في البنك لمن أصدره، في حين لا يشترط ذلك في إصدار الكمبيالة .

ويجري التداول بالأوراق التجارية، في الصناديق الاستثمارية التقليدية وهي في حقيقتها وثائق ديون بفوائد محددة مسبقاً، ويجري على هذه الأوراق التجارية عملية تسمى " خصم الأوراق التجارية" أي عندما يرغب صاحب الأسهم في هذه الصناديق بيع أسهمه يتم خصم معين يمثل فائدة من القيمة عن المدة الواقعة بين تاريخ الخصم وموعد الاستحقاق، وذلك بالإضافة إلى عمولة ومصاريف تحصيل، ويسمى مجموع ذلك " بسعر الخصم " والأولى استعمال كلمة " حسم " لأنها بمعنى قطع .

وخلاصة القول : إنَّ سعر الحسم حسب المدة يؤخذ بعين الاعتبار لدى تقدير قيمة السهم عندما يقرر مالك الأسهم بيعها للحصول على السيولة النقدية قبل حلول الأجل سواء لدى البنوك، أو في سوق النقد.

(1) المعاملات المالية المعاصرة، د. محمد عثمان شبير، 199، النقود والمصارف، د. عوف الكفراوي، 140، الأوراق التجارية، محمود بابلي، ص 12، الأوراق التجارية، د. محمد حسني عباس، ص 232 مراجع سابقة.

المبحث الثالث

الأحكام الشرعية للأوراق المالية و التجارية (1):

أولاً: الحكم الشرعي لتداول الأوراق المالية :

أ) حكم بيع الأسهم وشرائها:

مادام السهم يمثل حصة مشاعة في الشركة، ومادامت الشركة موافقة للأحكام الشرعية من حيث أعمالها وأنظمتها وجميع تصرفاتها، فإن بيع السهم وشراؤه وهبته وتملكه بشتى الطرق الممكنة جائز شرعاً لدى عامة الفقهاء كحصة معلومة من عقار أو غيره مادامت الحصة معلومة، وهي في السهم كذلك فيجوز ، سواء تم البيع بحسب القيمة الاسمية للسهم، أو القيمة السوقية أو أي سعر يتفقان عليه .

ولقد اتفقت أقوال الفقهاء على جواز بيع جزء مشاع في دار كالثلث ونحوه، وبيع صاع من صبرة متساوية الأجزاء، وبيع عشرة أسهم من مائة سهم (1) .

ويختلف حكم تداول الأسهم على حسب نوع نشاطات الشركة وبيان ذلك فيما يلي:

النوع الأول : أسهم شركات نصت في نظامها الأساسي أن نشاطها الرئيس هو الإقراض والاقتراض بالفائدة أو أنها تتعامل بالحرمت فهذه يحرم بيع أو شراء أسهمها .

النوع الثاني : أسهم شركات ينص نظامها الأساسي على عدم التعامل بالربا والحرمت فهذه يجوز بيع وشراء أسهمها

النوع الثالث : أسهم شركات نشاطها الأصلي مباح كالعقار أو السلع والخدمات المباحة ولكن قد تودع بعض أموالها في بنوك ربوية بفائدة ، أو تقترض منها بفائدة كمعظم الشركات في الدول الإسلامية، والشركات في الدول غير الإسلامية مما يكون نشاطها في مجالات مباحة كالزراعة والصناعة والتجارة في المباحات .

(1) انظر حاشية ابن عابدين، 3/333، مرجع سابق، مغني المحتاج، للخطيب الشريبي، 2/16، مرجع سابق، حاشيتا القليوبي وعميرة 2/161، مرجع سابق، كشف القناع عن متن الإقناع، منصور بن يونس بن إدريس البهوتي، الحنبلي، 3/168، عالم الكتب، بيروت 1402/1982. الموسوعة الفقهية الكويتية، 26/290، مطابع وزارة الأوقاف، الكويت، 2004/1425.



وفي موضوع هذا النوع من الأسهم اتفق الفقهاء المعاصرون جميعاً على حرمة الإقراض أو الاقتراض الربوي ، ولكن اختلفت آراؤهم في حكم شراء أو بيع هذه الأسهم على رأيين :

الرأي الأول :

حرمة بيع أو شراء هذه الأسهم، واستدلوا لذلك بقوله ﷺ " دع ما يريبك إلى ما لا يريبك " (1) وقول ابن مسعود ؓ كنا ندع تسعة أعشار الحلال مخافة الحرام" (2) ويقول الشافعي " وليس يحل بالحاجة محرم إلا في الضرورات من خوف تلف النفس فأما غير ذلك فلا أعلمه يحل الحاجة، والحاجة فيه وغير الحاجة سواء (3) وقالوا أن هذا الاستثمار مصلحة تحسينية لا يحل الحرام من أجل توفيرها بخلاف المصالح الضرورية ، و الحاجة (4) :
الرأي الثاني :

ذهب إلى جواز شراء وبيع هذه الأسهم، واستدلوا لذلك بأن الشريعة الإسلامية مبناها على رفع الحرج ودفع المشقة، وتحقيق اليسر والمصالح للأمة، وبناءً على هذا أبيحت المخطورات للضرورة، قال تعالى ﴿فَمَنْ اضْطُرَّ غَيْرَ بَاغٍ وَلَا عَادٍ فَلَا إِثْمَ عَلَيْهِ﴾ سورة البقرة: 173 . وقالوا كما أن الضرورة مرفوعة كذلك نزلت الحاجة منزلة الضرورة، يقول السيوطي، وابن نجيم، وغيرهما: " الحاجة تنزل منزلة الضرورة عامة كانت، أو خاصة" ولهذا جوزت الجعالة، ونحوها(5)

ويقول الشيخ أحمد الزرقا: " والمراد بالحاجة هي الحالة التي تستدعي تيسيراً، أو تسهياً

(1) مسند الإمام أحمد، 1725، سنن الترمذي، 2518، المنتخب للنسائي، 5397، سنن البيهقي الكبرى 10972، المستدرك للحاكم، 2169، سنن سعيد بن منصور، 2365، سنن الدارمي، 2437، صحيح ابن خزيمة، 2348، صحيح ابن حبان، 722، مسند البزار، 1336، مسند أبي يعلى، 2762، مصنف عبد الرزاق، 20619، المعجم الصغير للطبراني، 285 .

(2) مصنف عبد الرزاق ، 152/8

(3) الأم للإمام الشافعي، محمد بن إدريس الشافعي، 38/3، دار الشعب، القاهرة، 1968/1387 .

(4) بحث المتاجرة بأسهم عرضها مباح وتفرض وتفترض بالربا، د. أحمد الحجوي الكردي، الندوة الفقهية الخامسة ص 113، بيت التمويل الكويتي، الكويت، 1998/1419

(5) الأشباه والنظائر في قواعد وفروع الشافعية، جلال الدين عبد الرحمن بن أبي بكر السيوطي، ص 97 - 98، الكتاب العربي، بيروت ، 1987/1407، الأشباه والنظائر، لابن نجيم، زين العابدين بن إبراهيم، الحنفي ، ص 91 - 92، الباني الحلبي، القاهرة، 1968/1387.

لأجل الحصول على المقصود فهي دون الضرورة من هذه الجهة وإن كان الحكم الثابت لأجلها مستمراً، والثابت للضرورة مؤقتاً... (1)

ويقول شيخ الإسلام ابن تيمية: "وأبيح بيع العرايا (2) عند الحاجة مع أن ذلك يدخل في الربا..." ويقول أيضاً: "الشريعة جميعها مبنية على أن المفسدة المقتضية للتحريم إذا عارضتها حاجة راجحة أبيع المحرم" ويقول: "والشارع لا يحرم ما يحتاج الناس إليه في البيع لأجل نوع الغرر، بل يبيح ما يحتاج إليه في ذلك" (3)

يقول د. محيي الدين القره داغي (4) : إنَّ المسلمين اليوم يعيشون عصرًا لا يطبق فيه المنهج الإسلامي بكامله، ولا يسوده نظام الإسلام السياسي، والاقتصادي والاجتماعي والتربوي، وإنما نعيش في عصر يسوده النظام الرأسمالي، والاشتراكي، وحينئذ لا يمكن أن نحقق ما نصبو إليه فجأة وذلك بتسيير المعاملات بين المسلمين على العزائم دون الرخص، وعلى المجموع عليه دون المختلف فيه، وعلى الحلال الطيب الخالص دون وجود الشبهة، فعصرنا يقتضي البحث عن الحلول النافعة حتى ولو قامت على رأي فقيه واحد معتبر ما دام رأيه يحقق المصلحة للمسلمين، بل لا ينبغي اشتراط أن نجد رأياً سابقاً، وإنما علينا أن نبحت في إطار المبادئ والأصول العامة التي تحقق الخير للأمة، بما لا يتعارض مع نص شرعي ثابت. وذلك عملاً بقاعدة عموم البلوى ورفع الحرج " لذا لا بد من البحث عن تحقيق نظام اقتصادي، وفق الظروف الراهنة لحماية أموال المسلمين، وإبقاء اقتصادهم بأيديهم دون سيطرة غيرهم عليه، فننظر إلى هذا الأفق الواسع لشيخ الإسلام العز بن عبد السلام حيث يقول: "لو عم الحرام الأرض بحيث لا يوجد فيها حلال جاز أن يستحل من ذلك ما تدعو إليه الحاجة، ولا يقف تحليل ذلك على الضرورات؛ لأنه لو وقف عليها لأدى إلى ضعف العباد، واستيلاء أهل الكفر والعناد على بلاد الإسلام، ولانقطع الناس عن الحرف والصنائع والأسباب التي تقوم بمصالح الأنام" (5)

- (1) شرح القواعد الفقهية، للزرقي أحمد بن محمد، ص155، تنسيق د. عبد الستار أبو غدة، دار القلم، دمشق، 1989/1409
- (2) بيع العرايا : كان في المدينة المنورة أشخاص ليس عندهم شجر فيشترتون الرطب الصاع منه بصاع من التمر ، وسيكون هناك تفاوت في الوزن لأنَّ الرطب عندما يجف يصبح أقل وزناً فأجاز ذلك النبي ﷺ للحاجة .
- (3) مجموع الفتاوى لابن تيمية، أحمد بن عبد الحلیم، جمع ابن قاسم، ج29/227-480 . مطابع الرياض، السعودية، د.ت
- (4) ندوة الأسواق المالية بالرباط، عقدها مجمع الفقه الإسلامي الدولي من 5-25 ربيع الآخر 1410/1989
- (5) قواعد الأحكام في مصالح الأنام، للعز بن عبد السلام السلمي، 2/159، دار الجيل، بيروت، 1980/1400.



ولقد سئل ابن تيمية عن التعامل مع من كان غالب أموالهم حراماً مثل المكاسين وأكلة الربا؟ فأجاب: "إذا كان الحلال هو الأغلب لم يحكم بتحريم المعاملة (1). واستدل بقاعدة فقهية تقول يجوز تبعاً ما لا يجوز استقلالاً، (2)

وقال الكاساني: "كل شيء أفسده الحرام، والغالب عليه الحلال فلا بأس ببيعه" (3)

وخلاصة رأيهم بأن هذا النوع من الأسهم وإن كان فيه نسبة بسيطة من الحرام لكنها جاءت تبعاً، وليست أصلاً مقصوداً بالتملك والتصرف، فما دامت أغراض الشركة مباحة، وهي أنشئت لأجل مزاولة نشاطات مباحة، غير أنها قد تدفعها السيولة أو نحوها إلى إيداع بعض أموالها في البنوك الربوية، أو الاقتراض منها، وقالوا بأن هذا العمل بلا شك عمل محرم يؤثم فاعله (مجلس الإدارة) لكنه لا يجعل بقية الأموال والتصرفات المباحة الأخرى محرمة، وهو أيضاً عمل تبعية، وليس هو الأصل الغالب الذي لأجله أنشئت الشركة، واستدلوا أيضاً بقاعدة: للأكثر حكم الكل، إضافة إلى قاعدة: "الحاجة العامة تنزل منزلة الضرورة"، كما استدلوا بقول ابن تيمية "أن الشراء ممن في ماله شبهة لا كراهة فيه إذا وجدت الحاجة إليه" (4) وقالوا بما أن حاجة الناس إلى أسهم الشركات في عالمنا الإسلامي ملحة، فالأفراد كلهم لا يستغنون عن استثمار مدخراتهم، والدول كذلك بحاجة إلى توجيه ثروات شعوبها إلى استثمارات طويلة الأجل بما يعود بالخير على الجميع، ولو امتنع المسلمون من شراء أسهم تلك الشركات لأدى ذلك إلى أحد أمرين:

أحدهما: توقف هذه المشروعات التي هي حيوية في العالم الإسلامي.

ثانيهما: غلبة غير المسلمين على هذه الشركات، وعلى إدارتها، أو على الأقل غلبة الفسقة والفجرة عليها، لكن لو أقدم على شرائها المسلمون المخلصون لأصبحوا قادرين في المستقبل على منع تعاملها مع البنوك الربوية ولغيروا اتجاه الشركة لصالح الإسلام.

وهذا لا يعني أن المسؤولين القادرين في الشركة وفي غيرها على التغيير معفون من الإثم

(1) مجموع الفتاوى لابن تيمية، جمع ابن قاسم، 311/29 - 323، مرجع سابق .

(2) مجموع الفتاوى لابن تيمية، 272/29 - 273 - 308، بدائع الفوائد، شمس الدين محمد بن أبي بكر ابن قيم الجوزية، ط2 257/3، دار الفجالة الحديثة، القاهرة، 1392 / 1972 .

(3) بدائع الصنائع، للكاساني، 144/10، مرجع سابق .

(4) مجموع الفتاوى، لابن تيمية، 29 / 241، كما ذكر قاعدة الاعتبار بالأغلب فيمن في ماله حرام. المرجع نفسه.

بل هم آثمون، لكنَّ عامة الناس لهم الحق في شراء هذه الأسهم، ولذلك لو كان المساهم قادراً على منع الشركة من إيداع بعض أموالها في الشركة لوجب عليه ذلك، ولقد جاء في توصيات ندوة الأسواق المالية التي عقدها مجمع الفقه الإسلامي في المغرب ما يلي: "إن تملك أسهم الشركات التي يكون غرضها التعامل بالصناعات المحرمة، والمتاجرة بالمواد الحرام غير جائز شرعاً، ولو كان ذلك التملك عابراً، أما تملك أو تداول أسهم الشركات التي غرضها الأساسي حلال، لكنها تتعامل أحياناً بالربا باقتراض الأموال أو إيداعها بفائدة فإنه جائز، نظراً لمشروعية غرضها مع حرمة الإقراض والاقتراض الربوي ووجوب تغيير ذلك والإنكار والاعتراض على القائم به.

ويجب على المساهم عند أخذ ربع السهم التخلص عما يظن أنه يعادل ما نشأ من التعامل بالفائدة، لصرفه في وجوه الخير" (1) أ.هـ .
الآثار المترتبة على هذه الفتوى :

لقد ترتب على هذه الفتوى استمراء الشركات الاستمرار في الاقتراض بنسبة الثلاثين بالمائة بفائدة ، وإقراض بعض أموالها بفائدة تقارب الخمسة بالمائة ، ولقد كانت الفتوى بالألا يكون ذلك أبدياً ، وإنما مرحلة زمنية قصيرة حددتها بعض هيئات الفتوى بمدة أقصاها ثلاث سنوات وقالوا هذه فترة كافية لأسلمة هذه الشركات بدون خسائر كبيرة ، أو أنها فترة ضرورية لأسلمة تلك الشركات عن طريق تملك معظم أسهمها ، وبناءً على تلك الفتاوى الصادرة بجواز شراء وبيع هذه الأسهم وفق هذه الأرقام ، صار عمل هيئات الفتوى لهذه الشركات حساب نسبة التطهير من الأرباح الناجمة عن النشاطات التي تمثلها هذه الأسهم في كل عام ، ولا زالت معظم هذه الشركات تحرص في كل عام أن تقدم في ميزانيتها أن نسبة القروض التي تدفع عنها فوائد تعادل ثلث الميزانية ، وأن الفوائد التي تجنيها من ودائعها لا تزيد عن خمسة بالمائة ، وأنها متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ، وهذه العبارة تعني استمرار جواز بيع وشراء هذه الأسهم ، ويجيبون من يسألهم عن القروض الربوية المنشورة في الميزانية بأن قرار هيئة الفتوى للشركة سمحت لشركتهم بأن

(1) ندوة الأسواق المالية بالرباط، عقدها مجمع الفقه الإسلامي الدولي بالتعاون مع البنك الإسلامي للتنمية، ووزارة الأوقاف المغربية من 5-25 ربيع الآخر 1410 / 1989



نشاطها متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتقر سنوات عديدة ومهمة هيئة الفتوى تنحصر ببيان نسبة التطهير، وجرت العادة بأن تنص هذه الشركات في جميع نشراتها بأنها متوافقة مع أحكام الشريعة، وهم يعنون بذلك بأن قروضها الربوية لا تتجاوز ثلث ميزانية الشركة، أما الشركة التي لا تقترض بالربا فتتضمن نشراتها بأنها ملتزمة بأحكام الشريعة الإسلامية، وهكذا صارت عبارة "متوافقة أي تقترض بفوائد بحدود الثلث"، وعبارة ملتزمة تعني أنها لا تقترض بفوائد.

لذا وتجاه ما يحدث من استمراء ملحوظ من الشركات المستمرة في الاقتراض منذ سنوات عديدة ودون تحديد دقيق لمدة يجب فيها التوقف عن الاقتراض بفائدة، يعتبر الرأي الأول بالتحريم وفق الأدلة الواردة هو الراجح، لأن الشريعة تقوم على أساس الالتزام، والرخصة فيها لا تسمح بتجاوز مقدار الضرورة أو الحاجة الماسة.

هذا إذا لم تكن هيئة الفتوى قادرة على تحديد مدة هذه الرخصة وصاحبة قرار تلزم الشركة بذلك، أو لم يكن هناك هيئة محاسبة ومراجعة شرعية فعالة وسيادية قادرة على وضع حد زمني يمنع الاستمرار بعبارة "متوافقة مع أحكام الشريعة" دون تحديد زمني.

أما الأسهم الممتازة فهي غير جائزة لإخلالها بالعدالة الواجبة بين جميع الأسهم وإلى هذا ذهب اجتهاد المجمع الفقهي السابع وهذا نصه: "لا يجوز إصدار أسهم ممتازة لها خصائص مالية تؤدي إلى ضمان رأس المال، أو ضمان قدر من الربح، أو تقديمها عند التصفية، أو عند توزيع الأرباح" (1) أ.هـ.

ب). حكم بيع السندات وشرائها (Bonds):

بما أن السند وثيقة يصدرها المدين لمقرضه اعترافاً منه بأنه استقرض من حاملها مبلغاً معلوماً يلتزم بأدائه في وقت معلوم. وهذا ما تفعله الشركات المساهمة التجارية أو الصناعية حينما تحتاج إلى اقتراض مبالغ كبيرة من المال لإنجاز مشاريعها، ولا تجد أفراداً أو مؤسسات تقرضها الأموال بالحجم المطلوب، فتعرض هذه السندات على الجمهور. وربما تصدر مثل هذه السندات من قبل الحكومات التي تريد أن تمول عجز ميزانيتها فتقترض من الجمهور.

(1) مجمع الفقه الإسلامي الدولي، القرار رقم 7/1/65، دورة المؤتمر السابع، 1412/1992.

وإن هذه السندات، سواء أصدرتها الشركات أو أصدرتها الحكومة إنما تلتزم بأداء فوائد ربوية إلى من يحملها، فالسند الذي قيمته الاسمية مائة دينار مثلاً تستحق أن يدفع لحاملها مائة وخمس عشرة بعد سنة. ويحق له أن يبيع هذا السند في السوق، وإنها تباع وتشتري بثمن يتراضى عليه الفريقان، فمن حصل على هذا السند بمائة، فإنه يبيعه إلى آخر بمائة وخمسة، ويشتره ذلك الآخر بهذا الثمن لأنه يرجو أن يحصل على مائة وخمس عشرة دينار في نهاية المدة.

إن هذه السندات كلها ربوية حيث إن المقرض يلتزم فيها بأداء مبلغ القرض وزيادة، وهذا ما ذهبت إليه فتوى الجمع الفقهي الإسلامي الدولي وهذا نصها:

1- " السندات التي تمثل التزامات بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروط : هذه سندات محرمة 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 صكوكاً استثمارية، أو ادخارية، أو تسمية الفائدة الربوية الملتزم بها ربحاً أورياً أو عمولة أو عائداً .

2- تحرم السندات ذات الكوبون الصفري *Zero Coupon Bonds* باعتبارها قروضاً يجري بيعها بأقل من قيمتها الاسمية .

3- تحرم السندات ذات الجوائز باعتبارها قروضاً اشترط فيها نفع أو زيادة بالنسبة لمجموع المقرضين، أو لبعضهم، لا على التعيين، فضلاً عن شبهة القمار.

4- أذونات الخزنة وسندات التنمية التي تصدرها الدولة بمعدل فائدة ثابت محرمة: لأنها من باب القرض بفائدة، وقد حرمت الشريعة القروض ذات الفائدة المحددة أيًا كان المقرض أو المقرض؛ لأنها من باب الربا المحرم شرعاً .

5- شهادات الاستثمار محرمة لأن الوصف القانوني الصحيح لشهادات الاستثمار هو أنها قرض بفائدة، فإن فوائد تلك الشهادات تدخل في نطاق ربا الزيادة ولا يحل للمسلم الانتفاع به" (1) أ.هـ

(1) مجمع الفقه الإسلامي الدولي، القرار رقم 6/11/62 الدورة السادسة، جدة 1410/ 1990، وانظر الفتاوى الإسلامية، دار الإفتاء المصرية، ج9/3311، فتوى 1248 و1252، المجلس الأعلى للشؤون الإسلامية، وزارة الأوقاف، القاهرة، 1399/1979.



ثانياً: الحكم الشرعي للأوراق التجارية

لا يجوز تداول الأوراق التجارية في الصناديق الاستثمارية لأنَّ تداولها يتم بطريقة وفق ما يسمى بسعر الحسم. لأنَّ حسم الأوراق التجارية في حقيقته هو قرض بفائدة، ومما يؤيد ذلك أنَّ الفائدة المأخوذة على الحسم تختلف تبعاً لقيمة الورقة التجارية وموعد استحقاقها، والقرض بفائدة محرّم باتفاق الفقهاء . وهذا ما ذهب إليه جمهور الفقهاء فقد خرّجوا حكم الكمبيالة على أساس أنه بيع دين بنقد أقل منه، وحرموه من هذه الجهة.

وقد ذكر الفقهاء ورقاً يشابه ورق الكمبيالة اسمه (الجامكية)⁽¹⁾ وهي عبارة عن ورقة تصدر من بيت المال أو من ناظر الوقف لصالح رجل له حق مالي على بيت المال أو الوقف. وتصوير المسألة أن يكون لرجل جامكية في بيت المال ويحتاج إلى دراهم معجلة قبل أن تخرج الجامكية فيقول له رجل: بعني جامكيتك التي قدرها كذا بكذا، أنقص من حقه في الجامكية، فيقول له: بعتك، فحكمه غير جائز، وعليه يخرج حكم بيع الكمبيالة عند الحنفية والحنابلة⁽²⁾ أنه لا يجوز أصلاً، سواء كان الثمن مساوياً لقيمة الكمبيالة لأنه بيع الدين من غير من هو عليه، فلا يجوز كما لا يجوز بيع الجامكية.

كما لا تجوز عند المالكية والشافعية باعتبار أن حقيقة الاستثمار في الكمبيالات في المعاملات المعاصرة يعني شراؤها بثمن أقل من قيمتها فلا يجوز لأنه يشترط عند المالكية أن يكون الثمن مساوياً لقيمة الكمبيالة⁽³⁾ وعند الشافعية يشترطون التساوي وقبض البدلين في المجلس⁽⁴⁾، وعليه فإن الاستثمار في الصناديق التقليدية في الكمبيالات غير جائز عند عامة الفقهاء .

(1) هذه الكلمة معربة من (جامكي) وهي كلمة فارسية مأخوذة من (جامه) بمعنى الثوب، وكانت موضوعة في الأصل لأجرة تدفع إلى من يحفظ الثياب، ثم أطلقت على كل أجرة أو راتب، راجع لغة نامه ده خدا: 16 / 97. وفسره في المنجد بمرتب خدام الدولة العسكرية والمالكية، وذكر أن أصله تركي وجمعه جوامك.

(2) حاشية ابن عابدين، 4 / 518، كشاف القناع عن متن الإقناع، للبهوتي، 3 / 156، مراجع سابقة .

(3) مواهب الجليل لشرح مختصر خليل، محمد بن عبد الرحمن المالكي المعروف بالخطاب ط 2، 4 / 224، دار الفكر، بيروت . . . 1978/1398.

(4) حاشية الشيراملسي على نهاية المحتاج، أبو الضياء نور الدين، علي بن علي الشيراملسي، 5 / 478، مطبعة الباي الحلبي، القاهرة، 1966/1386 .

وختلاصة القول :

إنَّ حسم الأوراق التجارية بمبلغ أقل من مبلغها لا يجوز عند أحد من المذاهب الفقهية المعتبرة، لأنَّه بيع لنقد حال بنقد مؤجل أقل منه، هو في معنى الربا. وهذا ما ذهب إليه مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة، ونص قراره: " إن حسم (خصم) الأوراق التجارية غير جائز شرعاً، لأنَّه يؤول إلى ربا النسيئة المحرم"⁽¹⁾.

(1) مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السابع: 2 / 217، الدورة السابعة، قرار رقم: 66 / 2 / 7، فقرة 3، جدة 1412 / 1992 وانظر الفتوى رقم 12، ندوة البركة الأولى، جدة، 1403 / 1983.



المبحث الرابع

البدائل الشرعية للأوراق المالية والتجارية

الأوراق المالية الإسلامية (1) :

تتألف مكونات صناديق الاستثمار الإسلامية من وحدات استثمارية فما المراد

بالوحدات الاستثمارية ؟

في الواقع لا يخرج مفهوم الوحدة الاستثمارية عن مفهوم السهم ، فإنها أيضاً تمثل حصة شائعة في الوعاء الاستثماري المقسوم إلى وحدات استثمارية تتميز بسهولة التخارج، والاسترداد، وفي قيام جهات عديدة لها علاقات تعاقدية مع الصندوق أو الإصدار الذي يقسم إلى وحدات، وهذه الوحدات الاستثمارية الصادرة والمنضبطة بأحكام الشريعة الإسلامية يطلق عليها أوراق إسلامية، أو صكوك إسلامية ، وإليك توضيح الجوانب المتعلقة بالورقة الإسلامية .

أولاً : تعريف الورقة المالية الإسلامية :

الورقة المالية الإسلامية صك يمثل حصة شائعة في مالٍ جمع بقصد استثماره للحصول على ربح يصدره الشخص المستثمر ، بصفته مضارباً؛ أو يصدره شخص آخر لحساب المستثمر، وهو يقبل التداول، والتحويل إلى نقود.

ثانياً : خصائص الأوراق الإسلامية :

1- الصك يمثل حصة شائعة في مال :

الصك شهادة أو وثيقة تصدر باسم المكتتب، مقابل المبلغ الذي اكتتب به في رأس مال المشروع، أو التمويل المطلوب للنشاط الاستثماري الذي صدرت الأوراق لتمويله. أما بعد قيام المشروع، وتحويل النقود إلى أعيان ومنافع (2) وحقوق لدى الغير، فإن الصك يمثل حصة شائعة في هذا المجموع المالي.

(1) بحث الأدوات المالية الإسلامية، د. حسين حامد حسان، بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة السادسة، جدة، 1990/1410، مجلة المجمع 2 / 1413 - 1442 .

(2) الأعيان : كل شيء له حجم مادي مثل العقار والسلع والسيارات أما المنافع فهي الإجارة والخدمات

وملكية حامل الصك ملكية شائعة، وليست مفرزة، والشريعة تجيز أن يتعدد أرباب المال وينفرد المضارب، فيملك كل واحد من أرباب المال حصة شائعة في مال المضاربة بنسبة رأس ماله إلى مجموع رأس مال المضاربة. كما أن الشريعة تجيز التصرف في الحصة الشائعة، كما تجيز التصرف في مجموع المال الذي يتكون من الأعيان والحقوق والمنافع، كما في تخارج أحد الورثة من التركة في مقابل مال يدفع إليه. ولكن بضوابط شرعية كما لو كان في التركة نقوداً وذهباً وفضة فتخضع عندئذٍ لضوابط الصرف .

ودليله : ماروي عن ابن عباس قوله : يتخارج الشريكان وأهل الميراث وفسره أبو عبيد : إذا كان المتاع بين الشركاء وهو في يد بعضهم دون بعض فلا بأس أن يتبايعوه وإن لم يعرف كل واحد نصيبه بعينه ولم يقبضه البائع (1) ويستأنس للتخارج ما حدث لتماضر زوجة الخليفة عثمان ؓ التي طلقها في مرض وفاته وكانت واحدة من زوجاته الأربع فقضى لها علي ؓ بحقها في الميراث ، فباع حصتها وهو ربع الثمن ، بثلاثة وثمانين ألف دينار (2) وهذا قد وقع بمحض من الصحابة دون نكير فهو من الإجماع السكوتي (3) وبناءً على ذلك أجاز فقهاء معاصرون التخارج في الوحدات الاستثمارية وقالوا يشترط لصحة التخارج أن تكون الحصة المتخارج عنها معلومة، والمعلومية هنا حاصلة بعدد الصكوك التي هي مقدار حصته الشائعة في إجمالي الصكوك، وقالوا هذه المعلومية تكفي على وجه الإجمال ولا يطلب المعرفة بتفاصيل الموجودات التي تمثلها الحصة لأن ملكية البائع (الخارج) لم تزد عن هذا القدر فيحل المشتري (الداخل) محله فيما كان يملكه، ويصح التخارج، وبما أن التخارج جائز عند الجمهور (4) ولو كان مع جهالة التفاصيل للموجودات فيما يتعذر علمه خلافاً للشافعية وابن حزم (5) .

(1) مصنف عبد الرزاق ، 14752 ، مصنف ابن أبي شيبة ، 20384 .

(2) مصنف عبد الرزاق ، 14754 ، سنن سعيد بن منصور ، 1837 ، الطبقات الكبرى لابن سعد ، 2947 .

(3) انظر للمع في أصول الفقه، إبراهيم بن علي الشيرازي ، ص94 ، التمهيد في تحريج الفروع ، جمال الدين

الأسنوي، 451، البحر المحیط ، محمد بن عبد الله الزركشي، 456/6، روضة الناظر، موفق الدين ابن قدامة ، ص132

(4) انظر المغني لابن قدامة ، 642/4، الإنصاف للمرداوي، 242/5، المبسوط للسرخسي ، 135/20، مواهب الجليل

80 /5 ، المدونة الكبرى ، 370 /3 ، حاشية الدسوقي، لابن عرفة، 309/3، الموسوعة الفقهية الكويتية، 16/11 .

(5) انظر المهذب للشيرازي ، 340/1 ، نهاية المحتاج، للرملي، 376/4 ، المحلى لابن حزم ، 166/8



2- استثمار المال بقصد الحصول على ربح:

الورقة المالية صك يمثل حصة شائعة في مال جمع بقصد استثماره للحصول على ربح، فإن كان قد جمع لاستثماره في مشروع خيري لا يقصد به الربح، كبناء مستشفى خيري أو مدرسة أو دار أيتام، أو كان الصك يمثل حصة في ملكية عقار مشترك بين اثنين أو أكثر للاستعمال لم يكن الصك ورقة مالية بالمعنى المقصود في الأسواق المالية.

3- المستثمر يصدر الصك أو يصدره الغير لحسابه: المستثمر هو مصدر الصك أو الورقة المالية، لتمويل مشروعه الخاص، أو نشاطه المعين، وقد يكلف المستثمر شخصا آخر، بنكا أو مؤسسة مالية، بإصدار هذه الورقة لحسابه في مقابل أجر معين، وهو يقوم بإعداد دراسة جدوى لمشروعه، ويحدد رأس مال هذا المشروع، والربح المتوقع منه، ثم يعد نشرة إصدار تضمنها جميع أركان وشروط عقد المضاربة، يطرحها على الجمهور طالبا منهم الاكتتاب في المشروع في مقابل منحهم أوراقاً مالية تسلم إليهم.

4- المستثمر يصدر الورقة المالية بوصفه مضاربا:

مصدر الورقة المالية أو من تصدر لحسابه ويتلقى حصيلة الإصدار لاستخدامها في تمويل مشروع معين، إنما يصدر هذه الورقة ويتلقى حصيلتها بوصفه مضاربا والجمهور الذين يكتبون في الأوراق المالية يكتبون فيها بوصفهم أرباب مال مشترك بينهم، وهذا يعني:

أولاً: أن علاقة مصدر الورقة المالية، والمكتبتين (حملة هذه الأوراق) ليست علاقة دائن بمدين، بل علاقة مضارب يستثمر حصيلة الاكتتاب في مشروع اقتصادي بجماعة أرباب المال؛ فالمشروع ملك لحملة الأوراق المالية، ويد مصدر الاكتتاب عليه يد أمانة، يديره لحسابهم، في مقابل حصة معلومة من الربح، تحددنا نشرة الإصدار، وبهذا تختلف الأوراق المالية عن السندات التي تصدرها الشركات والتي تمثل مديونية عليها لحملة السندات، وتتعهد الشركة فيها بدفع فوائد محددة مقدماً في فترات دورية، ثم تدفع قيمة السند في موعد استحقاقه.

ثانياً: أن حق إدارة المشروع وسلطة إصدار القرارات الاستثمارية الخاصة به تكون للمستثمر مصدر الأوراق المالية وحده، دون تدخل من حملة الأوراق المالية، الذين يقتصر دورهم على مراقبة المصدر المضارب في إدارته للمشروع، للتأكد من التزامه بشروط عقد المضاربة، التي تضمنتها نشرة الإصدار، وهذه النشرة تحتوي على شروط عقد المضاربة، وتتضمن هذه

النشرة تعيين أمين للإصدار، يرعى حقوق المكتبتين وبموجبها في مواجهة المصدر (المضارب) ، ويعتبرا لاستثمار بطريق تمويل المشروعات بأوراق مالية تطبيق حديث للمضاربة، يعني أن كل ما يريده أرباب المال من شروط، من حيث طبيعة المشروع وحجمه، وطريقة إدارته، ونسبة الربح التي يأخذها المضارب يتضمنها العقد الذي تمثله نشرة الإصدار، وهي وإن كانت تعد من قبل المضارب المصدر للورقة، إلا أن المصدر يراعي أن يتضمنها شروطا وبيانات تجذب أرباب رؤوس الأموال وتشجعهم على الاكتتاب، ويكون التنافس في ذلك كفيلا بحمل المضاربين المصدرين للأوراق المالية على تقديم أفضل شروط حتى يقبل الجمهور على الاكتتاب في مشروعاتهم.

ثالثاً : قابلية الورقة المالية الإسلامية للتداول والتسييل :

الورقة المالية الإسلامية قابلة للتداول؛ أي البيع والشراء بالأسعار السائدة وقت التداول، فإن البنك الذي أصدر الورقة يتعهد بشرائها بنفسه أو مع غيره وذلك لأن أصحاب المدخرات لا يقبلون عادة على إيداع مدخراتهم لمدة طويلة، تمكن المستثمر من الاستثمار في مشروعات متوسطة، أو طويلة الأجل؛ لأنهم قد يحتاجون هذه المدخرات لمواجهة ظروف طارئة، تقتضي مدفوعات غير منظورة، فكان استعداد البنك مُصدر الورقة لشرائها وتحويلها إلى نقود عند الطلب بالسعر الذي يعلنه في فترات دورية متقاربة هو الحل الوحيد في غيبة السوق المالية الإسلامية النشطة لتداول هذه الأوراق. ومعلوم أن محل البيع والشراء ليس هو الشهادة وقيمتها النقدية لأنها ليست مالا متقوماً في ذاتها، ولكن محل البيع هو ما تمثله الورقة المالية من قيمة مالية؛ أي الحصة المالية الشائعة في صافي أصول المشروع، والذي يتكون عادة من أعيان ومنافع ونقود وحقوق مالية لدى الآخرين ، وللمجموع حكم يختلف عن حكم كل جزء من أجزائه على حدة، وقد قرر فقهاء الشريعة أن "ما لا يجوز بيعه استقلالاً يجوز بيعه تبعاً" و "أن العبرة بالغالب"، و"أن النادر لا حكم له"⁽¹⁾

(1) انظر شرح مجلة الأحكام العدلية ، لعلي حيدر المادة 42 و48 ، وشرح القواعد الفقهية ، أحمد الزرقا، ص18، و روضة الطالبين للنووي، 3/ 386، والفروق للقرافي، 4/ 104، والمنثور في القواعد ، محمد بن بشار الزركشي ، 234، و أحكام القرآن الكريم ، لابن العربي ، 4 / 1804 .



ثالثاً : الفرق بين الأوراق المالية الإسلامية وغيرها من الأوراق المالية التقليدية:
الأوراق المالية التقليدية هي السهم والسند، وإليك مقارنة بين كل منهما، وبين الأوراق المالية، التي بدأت البنوك والمؤسسات الاستثمارية الإسلامية في إصدارها، والتعامل بها.

أولاً- السهم والورقة المالية:

يشترك السهم مع الورقة المالية الإسلامية في الأمور التالية:

1- يمثل كل من السهم والورقة المالية الإسلامية حصة شائعة في صافي أصول الشركة أو المشروع، وهذه الأصول تشتمل غالباً على أعيان وحقوق ونقود ومنافع وديون لدى الغير، بنسب متفاوتة.

2- يستحق مالك السهم والورقة المالية حصة في صافي ربح الشركة أو المشروع، تتناسب مع قيمة الأسهم التي يملكها في الشركة، أو الأوراق المالية التي يملكها في المشروع، إلى رأس مال الشركة أو المشروع.

3- يقوم كل من السهم والورقة المالية مقام الحصة الشائعة في صافي أصول الشركة أو المشروع في التسليم والحياسة والقبض. وتقوم حياسة كل من السهم والورقة المالية وقبضها وتسليمها مقام الحصة المالية الشائعة التي يمثلها كل منها حيث تكون هذه الحياسة والتسليم والقبض لازمة لانعقاد العقد أو تمامه ولزومه، فشرط محل التعاقد في البيع والهبة والرهن أن يكون مقدوراً على تسليمه، فهنا يقال: إن الحصة المالية الشائعة في صافي أصول الشركة أو المشروع مقدور على تسليمها بتسلم الصك نفسه وقبض المرتهن وحيازته للصك يقوم مقام حياسة الحصة الشائعة نفسها.

وإذا تم بيع الصك فإن حياسة الصك وقبضه يعد حياسة للحصة الشائعة نفسها، كحكم من أحكام العقد، وأثر من الآثار المترتبة عليه، فيعد حامل الصك حائزاً للحصة الشائعة التي يمثلها.

ويفترق السهم عن الورقة المالية الإسلامية فيما يأتي :

1- يشترك مالكو الأسهم في إدارة الشركة، عن طريق انتخاب مجلس للإدارة من بينهم، وعن طريق الجمعية العامة لهم، وتكون سلطات الإدارة موزعة بين المجلس والجمعية على النحو الذي يراه ملاك الأسهم في حدود القوانين السائدة في مكان تسجيل الشركة، أما ملاك الأوراق المالية الإسلامية، فإنهم لا يشاركون في إدارة المشروع بطريق مباشر، فهم

لا ينتخبون مجلس إدارة للمشروع من بينهم، وليست لهم جمعية عمومية تشترك في إدارة المشروع، بل إن الإدارة توكل للمضارب وحده، والمضارب ملتزم في إدارته للمشروع، بأحكام عقد المضاربة وشروطها الشرعية، وملالك الأوراق المالية أن يكونوا من بينهم أو من غيرهم مجلس مراقبة يراعى مصالحهم، ويحمي حقوقهم، في مواجهة المضارب، ويكون مسئولاً عن مراقبة تنفيذ شروط العقد التي تضمنتها نشرة الإصدار، وما يلحق بها من دراسات الجدوى والبيانات والمعلومات التي تنص عليها هذه النشرة، وهي كما ذكرنا تعد إيجاباً من جانبه، يقابله قبول المكتتبين، ومن الأحكام الفقهية لعقد المضاربة أن رب المال لا يتدخل في إدارة المشروع، وله فقط أن يختار المضارب الذي يجمع بين الأمانة والخبرة، ويضمن عقد المضاربة ما يراه من الشروط والقيود التي تتعلق بمجالات الاستثمار، ومكانه وطرقه التي يراها محققة لمصلحه، دون الإخلال بالمتنصيات الشرعية لعقد المضاربة تاركاً المضارب وحده يتخذ القرار الاستثماري على مسؤوليته، وهو إن تعدى أو قصر، أو خالف شرطاً من شروط المضاربة في إدارته، كان مسؤولاً عن كل ضرر يلحق بالمضاربة، ويضر بحقوق أرباب المال، والمضارب في هذا النوع من التمويل والاستثمار يوم بإعداد نشرة الإصدار، وما تتضمنه من دراسة الجدوى للمشروع وشروط الاستثمار، ولا يملك المكتتبون (أرباب المال) إلا قبول هذه النشرة والاكاتب فيها، أو عدم قبولها، والسؤال الوارد هنا كيف يتسنى للمكتتبين وضع الشروط التي يرونها محققة لمصالحهم؟ والجواب أن مبدأ العرض والطلب على رأس المال سوف يحمل المضاربين مُصدري الأوراق المالية، على تضمين نشرات الإصدار الشروط التي تحقق مصالح أرباب المال، وتجذبهم إلى الاكاتب لتمويل مشروعاتهم فتحقق الغرض، ويكون قبول المكتتب دليلاً على رضاه بما جاء في نشرة الإصدار، فكأنه شريك في إعدادها، إذ العقد يتكون من الإيجاب والقبول.

ثالثاً: الفرق بين الأوراق المالية والسندات: يختلف السند عن الورقة المالية الإسلامية فيما يأتي :

1- الورقة المالية، كالسهم تمثل حصة مالية شائعة في صافي أصول الشركة، أي جملة الأصول بأنواعها المختلفة، مادية ومعنوية، ثابتة وغير ثابتة، مطروحا منها صافي التزامات



الشركة، فحق صاحب الورقة المالية حق عيني يتعلق بموجودات الشركة أو المشروع، في حين أن السند يمثل ديناً في ذمة الشركة التي تصدره، ولا يتعلق بموجودات الشركة.

2- حامل السند لا يتأثر بنتيجة أعمال الشركة، ولا بمركزها المالي بطريق مباشر؛ لأن مالكه يستحق القيمة الاسمية لسنده في مواعيد الاستحقاق المدونة فيه، مضافاً إليها الفوائد المحددة مسبقاً، بصرف النظر عن المركز المالي للشركة أو الربح الذي حققته، أو الخسارة التي منيت بها؛ فمالك السند لا يشارك في تحمل مخاطر الاستثمار للشركة المصدرة للسندات، بخلاف مالك السهم والورقة المالية فإنه يتأثر بنتيجة أعمال الشركة أو المشروع، ويشارك في تحمل المخاطر، فله الغنم الذي يحققه المشروع، وعليه الغرم الذي يتعرض له. فالسهم والورقة المالية يشاركان في الأرباح المحققة، ويتحملان الخسارة التي يتعرض لها المشروع أو الشركة.

رابعاً: خصائص الأوراق المالية الإسلامية:

1- الورقة المالية الإسلامية تحول حاملها حق ملكية في صافي أصول المشروع الذي يمول من حصيلة إصدارها، وهذا الحق يتمثل في حصة شائعة في صافي موجودات المشروع فإذا انعدمت هذه الحصيلة؛ بأن كانت الورقة تمثل ديناً في ذمة مصدرها، لم تكن ورقة إسلامية، فلا يجوز إصدارها، ولا تداولها، ولا يحل العائد منها وإن كان حصة محددة في نشرة الإصدار، من الربح؛ لأن حل العائد يعتمد على شرطين: أحدهما: ألا تكون قيمة الورقة مضمونة على المستثمر، وثانيهما: أن يكون هذا العائد حصة محددة من الربح عند التعاقد؛ أي في نشرة الإصدار، التي تعد إيجاباً من جانب المضارب، والاكتتاب الذي يعد قبولاً لهذا الإيجاب.

2- الورقة المالية الإسلامية تخصص حصيلة الاكتتاب فيها للاستثمار في مشروع أو نشاط يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، فإذا كانت هذه الحصيلة تستثمر في أنشطة محرمة، كصناعة الخمر، والإقراض بفائدة، فإن الورقة لا تعد إسلامية، فلا يجوز إصدارها، ولا تداولها، ولا يحل الربح العائد منها؛ لأن إصدار مثل هذه الأوراق وشراءها يعد مساهمة في نشاط محرم، والربح العائد منها هو ربح في نشاط لا تجيزه الشريعة.

3- الورقة المالية الإسلامية وسيلة تمويل تقوم على مبدأ المضاربة الشرعية، من كل جوانبها، وتأخذ جميع أحكامها، فمصدر الورقة المالية، والمتلقي لحصيلة هذا الإصدار بقصد استثماره مضارب، ويده على هذه الحصيلة يد أمانة، لا يد ملك ولا يد ضمان، إلا في حالات

التعدي، أو التقصير، أو مخالفة شروط المضاربة التي تتضمنها نشرة الإصدار، وحملة الأوراق المالية أرباب مال، يملكون حصيلة الاكتتاب قبل قيام المشروع، ويملكون المشروع بعد قيامه، وهم بهذه الصفة يتحملون كافة المخاطر التي يتعرض لها المشروع، وذلك في حدود الأموال التي اكتتبوا بها في المشروع، أو المبالغ التي أذنوا للمضارب باقتراضها لحسابهم لزيادة رأس مال المشروع.

فإذا تضمنت نشرة الإصدار، أو الورقة المالية التي تصدر بناء عليها، حكماً يخالف هذه الأحكام لم تكن ورقة إسلامية، فلا يجوز إصدارها، ولا تداولها ولا يحل العائد منها.

4- الورقة المالية الإسلامية تعطي مالكةا حصة من الربح، وليس نسبة محددة مسبقاً من قيمتها الاسمية. وحصة ملاك الأوراق المالية من أرباح المشروع أو النشاط الذي تموله تحدد بالنسبة وقت التعاقد، أي في نشرة الإصدار التي تسبق الاكتتاب، أو في الورقة المالية نفسها، بحيث تتضمن هذه النشرة أو الورقة المالية حصة المضارب، وحصة أرباب المال، أي حملة الأوراق المالية من الربح الذي يتحقق في نهاية المشروع أو في فترات دورية معينة.

فإذا كانت الورقة المالية تعطي حاملها مبلغاً محدداً، أو نسبة معينة من قيمتها الاسمية، أو تعطيه حصة من الربح غير محددة، في نشرة الإصدار، أو في الورقة نفسها، بل يحددها المضارب في نهاية المشروع، أو في فترات دورية لاحقة، لم تكن ورقة مالية إسلامية، فلا يجوز إصدارها، ولا تداولها، ولا يحل العائد منها؛ ذلك أن العلم بمحل التعاقد شرط عند التعاقد، لا بعده، ومحل عقد المضاربة هو رأس المال والربح وحصة المضارب ورب المال منه، وهذا محل اتفاق بين الفقهاء،

5- الورقة المالية تلزم مالكةا بتحمل مخاطر الاستثمار كاملة، في حدود المبالغ التي اكتتب بها في المشروع، فهو يتحمل بحصته في أية خسارة يتعرض لها المشروع بسبب لا يد للمضارب فيه؛ لأن حملة الأوراق المالية (أرباب المال) يملكون المشروع ملكية مشتركة، وتلف المال، وهلاكه وخسارته على مالكة، وفقاً لقواعد الشريعة، فإذا تضمنت نشرة الإصدار أو الورقة المالية شرط ضمان مخاطر الاستثمار في المشروع، على غير حملة الأوراق المالية، لم تكن الورقة المالية إسلامية، سواء كان هذا الضمان من المضارب أو من شخص ثالث غيره، تبرع بهذا الضمان، أو تقاضى عنه عوضاً، أما ضمان المضارب فهو شرط ينافي مقتضى العقد



فيبطل، وأما ضمان غيره بعوض فإنه ينافي قاعدة الضمان، باعتباره عملاً من أعمال البر والمواساة، وهي وفق المقتضى المناط بهذا العقد شرعاً بأن عقود الإحسان يبتغي فاعلها وجه الله فلا يجوز أن يأخذ عليها أجراً .

6- الورقة المالية الإسلامية قد تخصص حصيلة الاكتتاب فيها للاستثمار في نشاط خاص أو مشروع معين، أو في أنشطة متنوعة ومشاريع متعددة، فيكون المكتتبون في هذه الأوراق شركاء للبنك المصدر لها في مشروعاته ونشاطاته، ويكون البنك في هذه الحالة مضارباً في مال غيره وعملاً في مال نفسه، وهو يستحق حصة من الربح بوصفه مضارباً، تستنزل من صافي الأرباح، ثم يستحق حصة من الربح الباقي بنسبة رأسماله المستثمر مع حصيلة الأوراق المالية التي أصدرها إلى مجموع الأموال المستثمرة.

7- الورقة المالية الإسلامية تقتضي أن يقوم مصدرها بإصدار ميزانية أرباح وخسائر في نهاية المشروع، أو في فترات دورية منتظمة، حسب الوارد في نشرة الإصدار، وهذه الميزانيات لا بد أن تعلن للجمهور، وأن توضع تحت تصرف حملة الأوراق المالية، للتأكد من مقدار الأرباح الموزعة عليهم، وأنها تساوي النسبة المخصصة لهم في نشرة الإصدار والورقة المالية، أو مقدار الخسارة التي يتحملونها.

فإذا قام مصدر الورقة المالية بتوزيع أرباح دون أن تكون هناك ميزانية معلنة، أو كانت مخالفة للأصول الفنية المعتمدة محاسبياً من أهل الخبرة، تظهر هذه الأرباح، أو كانت هناك ميزانية ولكن توزيع الأرباح فإنّ هذا التوزيع يعتبر مخالفاً لأحكام عقد المضاربة، ويلزم بتحقيق توزيع عادل بناءً على أسس معتمدة لدى أهل الخبرة

إصدار الأوراق المالية:

يقوم المضارب بإعداد دراسة جدوى لمشروع معين، أو نشاط خاص، ثم يوجه نشرة إصدار إلى الجمهور، يضمنها جميع شروط وعناصر عقد المضاربة، فيحدد المشروع ويبين طبيعته، ورأس المال المستثمر فيه، وطريقة توزيع الربح بين المضارب وأرباب المال المرتقبين، فإذا أقبل الجمهور على الاكتتاب ينعقد عقد المضاربة، ذلك أن نشرة الإصدار تعد إيجاباً موجهها إلى الجمهور، والاكتتاب في الورقة المالية قبول لهذا الإيجاب، والورقة المالية

يصدرها بنك لحسابه، فيكون هو المضارب المستثمر أو لحساب غيره من المستثمرين، في مقابل أجر معين.

وقد يقوم المضارب المستثمر بإقامة مشروع معين كمصنع أو مزرعة مثل، ثم يقدر تكاليفه ويوجه نشرة إصدار للجمهور للاكتتاب فيه، فإذا تم الاكتتاب وجمعت حصيلته أخذها عوضاً عما أنفق، أو ثمناً لهذا المشروع، فنشرة الاكتتاب هنا إيجاب يتضمن أمرين أحدهما: بيع المشروع، وثانيهما: عقد مضاربة يكون فيه البائع مضارباً، ويكون الاكتتاب بمثابة قبول لشراء المشروع، وموافقة على أن يكون بائع المشروع مضارباً، ويمكن تخريج ذلك من الناحية الشرعية على أن المضاربة تمت أولاً برأس مال نقدي، وهو رأس مال المضاربة، ثم تفويض المضارب بشراء المشروع. فعملية الاكتتاب، وما يسبقها من نشرة إصدار تكون جميع العناصر التي تحقق المضاربة الشرعية.

خامساً: تداول الأوراق المالية الإسلامية :

" يمثل صك الوحدة الاستثمارية ملكية حصة شائعة في الصندوق أو الإصدار، وتستمر هذا الملكية طيلة مدتها وتترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك في ملكه، من بيع وهبة ورهن وإرث وغيرها " (1).

فيحق للمشارك التصرف بالوحدة بالبيع ولكن عليه إعلام (مدير الصندوق أو الإصدار) وله أن يبيع بالقيمة المتراضى عليها بينه وبين المشتري سواء كانت مماثلة للقيمة الاسمية أو السوقية أو أكثر منهما أو أقل، وقد أشار قرار الجمع إلى جواز تداول صكوك المقارضة بالضوابط الشرعية، وذلك وفقاً لظروف العرض والطلب ويخضع لإرادة الطرفين. ونصها: " يجوز شرعاً خروج صاحب حصة في صندوق استثماري بالقيمة التي يعرضها الصندوق ويقبلها الخارج، بصرف النظر عن الطريقة المحاسبية التي يصل إليها الصندوق في

(1) مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الرابعة، قرار الجمع رقم 5، العنصر الأول البند/2.



تقييم هذه الحصة"⁽¹⁾ ولا بد من مراعاة الأحكام الخاصة بموجودات الصندوق في كل حين:
- فإذا كان التداول قبل المباشرة في العمل والمال لا يزال نقوداً فإنه تطبق عليه أحكام
الصرف، لأنه مبادلة نقد بنقد. (ولهذا تمنع لوائح الصناديق التداول خلال الفترة التالية
للاكتتاب، أو قبيل تاريخ التصفية).

- وإذا أصبحت الموجودات ديوناً، تطبق على التداول أحكام تداول الديون⁽²⁾ .
- وإذا صارت الموجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع فإنه يجوز التداول وفقاً
للسعر المتراضى عليه. ولو بالنفاضل بين الثمن وقيمة الحصة أو بتأجيل الثمن.

ولقد اشترط قرار المجمع أن تكون الغلبة للأعيان والمنافع، في حين لم تشترطه جهات فتوى
أخرى كندوة البركة وغيرها، واكتفت بعدم اقتصار الموجودات على النقود والديون أخذاً بمبدأ
التبعية. فتعتبر النقود والديون تابعة للأعيان والمنافع؛ لأن غرض الصندوق منصب عليها.⁽³⁾
ولبيع الدين أحكام توضحها الصور التالية: الصورة الأولى باع سلعة بالأجل بألف دينار
على أن يتم تسليم السلعة والثمن بعد سنة مثلاً فهذه الصورة محرمة (نهى رسول الله ﷺ عن
بيع الدين بالدين). أما الصورة الثانية: أن يباع الدين من المدين نفسه فيجوز ما لم يكن
مبادلة الدين والثمن لتمييزهما علة الربا (توضيح ذلك سبق في ص 27 من هذه الأطروحة)
أما الصورة الثالثة: هي بيع الدين للمدين بثمن أكثر مؤجل فهو عين الربا غير جائز، وأما
الصورة الرابعة: بيع الدين من غير المدين: لا يجوز عند الحنابلة والحنفية: لأنه غير محقق بأن
يكون مقدور التسليم، أما المالكية والأصح عند الشافعية فهو جائز على أن يكون بيع الدين
بغير جنسه وألا تكون عملية المبادلة ربوية محظورة، ومثال الصورة الجائزة هو أن يبيع دين
كمبيالة مليون مثلاً وموعد سدادها بعد خمس سنوات بعقار أو سيارة أو سلع

(1) قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار رقم 30 (4/5) الفقرة الثالثة، الدورة الرابعة، 1988/1408، وانظر فتاوى الحلقة
العلمية الأولى للبركة ص 145 الفتوى رقم (5)، والفتاوى الشرعية في الاقتصاد، مطبوعات دلة البركة، جدة، 1993 / 1413 .
(2) انظر الإنصاف للمرداوي، 112/5، والبدائع للكاساني 148/5، وانظر الدسوقي على الشرح الكبير، 63/3، والمجموع
للنووي، 300/9 .

(3) انظر قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار رقم 30 (4/5) العنصر الثالث، الفقرة (ج)، وانظر الأجوبة الشرعية في التطبيقات
المصرفية، د. عبد الستار أبو غدة، ص 71، مراجع سابقة .

الفصل الخامس

الجوانب الفقهية في الصناديق الاستثمارية .

المبحث الأول :

ويشتمل على أربعة مسائل في بيان حكم كل من:

- 1- شخصية الصندوق
- 2- مشاركة مؤسس الصندوق .
- 3- إدارة الصندوق
- 4- علاقة الأمين مع الصندوق.

المبحث الثاني:

ويشتمل على أربعة مسائل في بيان حكم كل من :

- 1- تقسيم رأس المال إلى وحدات
- 2- نشرة الإصدار وصيغة التعاقد
- 3- نفقات التأسيس والتسويق
- 4- المصروفات التشغيلية .

المبحث الثالث :

ويشتمل على أربعة مسائل في بيان حكم كل من:

- 1- تداول الوحدات والضوابط
- 2- التعهد بإعادة الشراء
- 3- التخارج وأحكامه في الصناديق
- 4- الرافعة التقليدية والبديل الشرعي

المبحث الرابع :

ويشتمل على أربعة مسائل في بيان حكم كل من :

- 1- ضمان رأس مال الصندوق
- 2- اقتطاع الاحتياطات
- 3- أرباح فترة الاكتتاب
- 4- أرباح فترة عمل الصندوق .



الجوانب الفقهية في الصناديق الاستثمارية .

المبحث الأول :

ويشتمل على أربعة مسائل في بيان حكم كلٍّ من:

المسألة الأولى : شخصية الصندوق

المسألة الثانية : مشاركة مؤسس الصندوق .

المسألة الثالثة : إدارة الصندوق

المسألة الرابعة : علاقة الأمين مع الصندوق.

المبحث الأول

المسألة الأولى : شخصية الصندوق من الناحية القانونية والتأصيل الشرعي
تعتبر القوانين أن للصندوق الاستثماري شخصية اعتبارية ويترتب على ذلك أمور
عديدة توضحها المادة القانونية التالية :

(1) " يكون لكل صندوق من صناديق الاستثمار شخصية اعتبارية وذمة مالية مستقلة عن
الشركة التي قامت بإنشائه ويمثل مدير الصندوق ، أو من يفوضه صندوق الاستثمار في علاقته
بالغير ، وأمام القضاء ويكون له حق التوقيع عنه .

(2) لا يجوز التنفيذ على أموال الصندوق إلا وفاء للالتزامات الناشئة عن استثمار أمواله " (1)
إن هذه الميزة التي يتمتع بها الصندوق الاستثماري وهو التعامل معه كشخصية اعتبارية
مستقلة، بالإضافة إلى التقسيم الفني لمحتواه المالي، والتنظيم الإداري الدقيق، كل ذلك كان من
نتائج عوائد عالية ميّزته عن سواه من أساليب الاستثمار، والأهم من ذلك تحقيق عدالة
تكفل لجميع الشركاء ليكونوا على قدم المساواة في الحقوق والعوائد والالتزامات لمالك أي
وحدة استثمارية في الصندوق وتفصيل ذلك فيما يلي:

يقسم رأس مال الصندوق الاستثماري على شكل أسهم متساوية بمقدار ما اشترى
المكاتب من الوحدات، ولا يكون كل شريك مسؤولاً إلا في حدود أسهمه، ولا يشترك جمهور
المكاتب في الإدارة الفعلية للصندوق لذلك يكون العمل في أموال المساهمين من قبيل
المضاربة. وأن لهذا الصندوق شخصية مستقلة عن المساهمين يثبت لها حقوق على الآخرين
وتكون المسؤولية محصورة في الوحدات التي يمتلكها كل مشارك، ونظراً لكون الصناديق
الاستثمارية من أهم أنواع الاستثمار الجماعي المشترك المعاصر وأكثرها تأثيراً في التطور
الاقتصادي الحديث، وذلك لأنها الأداة التي مكنت الناس من القيام بالمشروعات
الكبرى، وهيأت لرجال الأعمال ما يتمكنون به من جمع الأموال الطائلة عن طريق الاكتتاب
في صكوك الصندوق ليقوموا بالتجارة العامة، أو الصناعات الكبيرة أو استثمار الأراضي
الشاسعة، أو استخراج المعادن والنفط من باطن الأرض.

(1) المادة 8 من القانون التجاري الكويتي ، وانظر قانون الصناديق القطري ، المادة (6) ، والأردني المادة(101) والإماراتي ، المادة
(166) والعماني ، المادة (44) ، والسوري ، المادة (11) ، وتعليمات تنظيم الصناديق السعودي ، رابعاً ، بند (7) مراجع سابقة.



وهذه وأمثالها مشروعات لا يستطيع أن يقوم بها فرد أو أفراد معدودون ، بل تحتاج إلى مبالغ كبيرة ولا يتم جمع هذه الأموال إلا عن طريق المساهمة وقد أدت هذه الصناديق إلى دفع عجلة الاقتصاد العالمي إلى الأمام ، وذلك بسبب إعطاء الصناديق صفة الشخصية الاعتبارية وجعلها مستقلة عن الشركاء وتحديد مسؤوليتهم في حدود الحصص التي يقدمونها فكان لذلك أثراً كبيراً في إقبال الناس على المساهمة فيها، فهم لدى إفلاسها أو خسارتها لا تتعدى مسؤوليتهم أموالهم التي ساهموا بها، ولا تتأثر الشركة كذلك بالشركاء بل أصبحت شيئاً آخر له حياته الاقتصادية الخاصة مما جعل الشركة بمنأى عن تدخلات الشركاء واختلافاتهم، وهي بالإضافة إلى ذلك تحقق روح المبادرة التي توجد رجال الأعمال، وروح الادخار التي توجد رجال الأموال، والاقتصاد لا يتطور ولا ينمو إلا إذا تحقق هذان الأمران : المبادرة، والادخار، ومن أحكام الصندوق الاستثماري أنه تثبت له الشخصية الاعتبارية من خلال الإشهار القانوني له بحيث ينتفي التغيير بمن يتعامل معه ، ويترتب على ذلك استقلال ذمته المالية عن ذمم الشركاء المساهمين (أصحاب حقوق الملكية) ويكون له حق التقاضي من خلال من يمثله، وتكون العبرة في الاختصاص القضائي بموطن تسجيل الصندوق، ويقوم الصندوق الاستثماري على أساس التراضي، ويكون مجلس الإدارة هو المتصرف في أمور الشركة بالوكالة عن الشركاء المساهمين، ولا مانع شرعاً من تعدد الشركاء، وفي هذه الشركة تكون مسؤولية الشريك على أسهمه المالية مشابهة لمسئولية رب المال في شركة المضاربة يوضح ذلك قرار المجمع الفقهي ونصه " في حالة وقوع خسارة لرأس المال فإنه يجب أن يتحمل كل شريك حصته من الخسارة بنسبة مساهمته في رأس المال، ودوام الشركة أو استمرارها سائغ بسبب اتفاق الشركاء عليه، والمسلمون على شروطهم فيما هو حلال، وإصدار شهادة الاستثمار بعدد الوحدات التي اكتتب بها أمر جائز شرعاً " (1) ومن سمات الصندوق الاستثماري أن المسؤولية في الصندوق محدودة : يعني أن لصكوك الصندوق وجود مستقل عن وجود أصحابها، وهذا يعني إذا أفلس الصندوق تقسم أصوله لتسديد الديون ولا يطالب المساهمون بتسديد الديون من أموالهم

(1) مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الرابع عشر، قرار رقم 130 (14/4) رابعاً وخامساً، المنعقد في الدوحة، قطر، ذو القعدة/يناير، 2003/1423.

التي يملكونها خارج الشركة وذلك لأن هذه الشركة لها شخصية اعتبارية مستقلة، ولا علاقة لها بالأشخاص وأملاكهم الخارجية⁽¹⁾. وهكذا تطور مفهوم الشركة في هذا الزمان فصارت تقوم على فكرة (الشخصية الاعتبارية) فالشركات المساهمة اليوم لا ينظر فيها إلى شخص الشريك، ولكن ينظر إلى نصيبه أو عدد أسهمه في الشركة. فالاهتمام ينصب على أن هناك حصة مملوكة لفلان من الناس ولا يهم من يكون مالك هذه الحصة حيث إن هذه الحصة تنتقل من فرد إلى آخر عن طريق بيع الأسهم في السوق أو نحو ذلك، وعلى هذا لا بد من التمييز بين مفهوم شركة الأشخاص ، والشركة الاعتبارية وبيان ذلك فيما يلي:

(1) شركة الأشخاص:

تقوم على المشاركة بين أفراد بعينهم فإذا تغير شخص الشريك بطلت الشركة

(2) الشركة الاعتبارية : ومن أمثلتها المعاصرة الصناديق الاستثمارية فإن الشخص فيها يملك حصة في الصندوق، ولا يهم تغير هذا الشخص، لذلك عادةً يشتري أسهمه آخر ويحل محله في تملك الأسهم، لأن استثمارات الصندوق لا تتأثر بتغير الأشخاص . وسبب تطور مفهوم الاستثمار في صناديق الاستثمار الجماعي هذا الحشد العظيم من الأموال ، والتطور الهائل في كل المجالات، وبالتالي فإن الشركة بهذا الشكل المتطور لم يكن معروفاً لدى الفقهاء سابقاً، وذلك لضآلة السيولة النقدية، والمواصلات البدائية، وأساليب الاستثمار القديمة، ووسائل الاتصال المحدودة ، لذا كانت الشركة قديماً مقصورة على عدد من الشركاء، وليس من حق الشريك إدخال أحد محله في الشركة إلا بعد موافقة باقي الشركاء، ولكن الصندوق الاستثماري اليوم يشارك فيه الآلاف أو مئات الآلاف، ويبيع بعضهم حصته فيخرج من الصندوق، ويدخل آخرون وهكذا دواليك، ويتعذر أخذ موافقة الشركاء على دخول أو خروج المشاركين مع تعدد أماكن تواجدهم، حيث يكتب في الصندوق من دول متعددة، ومن هنا كان الاختيار القانوني الملائم لهذا النشاط منح الصندوق الشخصية الاعتبارية، واستخلص الفقهاء المعاصرون لهذا الاعتبار تأصيلاً فقهيّاً بيانه فيما يلي:

(1) المادة 8 من القانون التجاري الكويتي ، وانظر قانون الصناديق القطري ، المادة (6) ، والأردني المادة(101) والإماراتي ، المادة (166) والعماني المادة (44) ، والسوري المادة (11) وتعليمات تنظيم الصناديق السعودي، رابعاً ، بند (7) مراجع سابقة.



أ) الأساس الشرعي للشخصية الاعتبارية للصندوق الاستثماري :
للصندوق الاستثماري شخصية اعتبارية حيث تجري العقود باسم الصندوق في تملك
الوحدات الاستثمارية، والبيع، والشراء، والاقتراض، والإقراض، وغير ذلك .
فما التأصيل الشرعي للشخصية الاعتبارية في الفقه الإسلامي ؟
لدى استعراض ما يتعلق بهذا الموضوع تجد صوراً عديدة وردت في كتب الفقه تمثل حقيقة
الشخصية الاعتبارية وبيانها فيما يلي (1) :

1) شخصية بيت المال (خزينة الدولة العامة) :

جاء الشرع الإسلامي بنظرية فصل بيت المال عن مال السلطان وملكه الخاص .
واعتبر أن بيت المال له قوام حقوقي مستقل يمثل مصالح الأمة في الأموال العامة، فهو يملك
ويملك، ويستحق التركات الخالية عن إرث أو وصية، ويكون طرفاً في الخصومات والدعاوى .
ويمثله أمين بيت المال نيابة عن السلطان أو الخليفة ، وليس للسلطان حق شخصي فيه إلا
كفايته لقاء عمله ، وليس له أن يأمر لأحد منه بشيء إلا بحقٍّ ومسوّغ شرعي، قال الإمام
الشافعي : منزلة الإمام من الرعية منزلة الولي من اليتيم، فلا يجوز للحاكم أن يتصرف في
أموال الرعية إلا بما يحقق لهم أكبر مصلحة (2) .

والجدير بالذكر أنه قبل الإسلام كان في معظم الأمم - المال العام وجيب الملك شيئاً
واحداً - أما بعد الإسلام فكان شيئاً مستقلاً بل يكاد كل قسم من أقسام بيت المال ذا
شخصية حكومية منفصلة عن الآخر ضمن الشخصية الكبرى لبيت المال العام،
لأن لكل قسم استحقاقاتٍ وأحكاماً تخصّه، فلا ينفق من قسم فيما يعود إلى آخر على
سبيل الخلط، بل على سبيل القرض بين الفروع، تماماً كما عليه الفكرة المالية القانونية الحديثة
في تنظيم خزينة الدولة العامة وفروعها .

(1) الشخصية المعنوية، د. محمد حسن ، رسالة دكتوراه، جامعة الأزهر، كلية الشريعة والقانون، تحت رقم 549
ص 585 وما بعدها، الدر المختار ، غلاء الدين الحصكفي، 4 / 489، حاشية ابن عابدين، 24 / 439، مراجع سابقة .

(2) الأم ، الإمام الشافعي ، محمد بن إدريس ، قسم الفئء 135/2 ، دار الشعب ، القاهرة ، 1968/1387

2) شخصية الوقف :

الوقف يستحق ويُستحقُّ عليه ويُلِي أمره تجاه السلطة القضائية فيشتري المتولي للوقف ما يحتاج إليه، فيملك الوقف ويدفع ثمنه من غلته، وكذلك يستدين المتولي لجهة الوقف عند الحاجة بإذن القاضي، فالوقف في كل ذلك هو المالك والدائن والمدين لا المتولي ولا المستحقون فيه، وإذا خان ناظر الوقف مصلحة الوقف، أو أساء التصرف فيه أو خالف شروط الوقفية ينزع الوقف من يده، ويضمن بالخيانة، أو التقصير، أو التفريط.

1) شخصية الدولة من الناحية الخارجية :

إن ما يبرمه رئيس الدولة ملزم للأمة ، ولا يجوز للرعية مخالفته ما لم ينته أجله، أو ينقض نقضاً مشروعاً بعد إنذار وإمهال أو يخل الطرف الثاني بعهده.. وهذا يعني اعتبار الدولة من الوجهة السياسية الخارجية شخصاً حكماً يمثله الحاكم ويتعاقد باسمه.

وأما من الناحية الداخلية فإنَّ الموظفين والعَمَّال والقضاة والولاة لا ينزلون بموت السلطان الذي عيّنهم لأن السلطان نائب عن الأمة ويكون فعله بمنزلة فعل جماعة الأمة، وأما عزل الولاة في حياته فهو حق يمارسه نيابة عن الأمة التي بايعته لتسيير وضبط شئون البلاد والعباد بما في ذلك تعيين أو عزل أو استبدال الموظفين .

وأما من الناحية المالية فإنَّ النصوص الفقهية تؤكد أنه إذا أخطأ القاضي بقضائه دون عمد في الحقوق العامة الخالصة - حقوق الله - كقطع يد السارق إذا ظهر بعده أن الشهود كاذبون لا يضمن القاضي الدية، بل ضمانها في بيت المال لأنَّ عمل القاضي لمصلحة الأمة فكان خطؤه عليهم، فيؤدى الضمان من بيت مال المسلمين .

والخلاصة : إن الفقهاء اعتبروا لجموع الأمة أو الدولة شخصية حكومية ذات أهلية وذمة مستقلة عن شخصيات أفرادها الذين تتألف منهم، ولها مالية خاصة مستقلة عن أموالهم ففي بيت المال قال الفقهاء: بيت المال وارث من لا وارث له، وفي الوقف قالوا " الوقف يستحقُّ ويُستحقُّ عليه " (1)

(1) إيضاح القواعد الفقهية، عبد الله بن سعيد اللحجي، ص62، مطابع الحرمين، ط3، جدة، 1410/1990.



ومن هنا أقر الفقهاء المعاصرون (1) بأن للصناديق الاستثمارية شخصية اعتبارية مستقلة ، وقالوا أن الاكتتاب في الصندوق وفق ضوابط شرعية فيها تحقيق لمصالح الناس ولا تعارض نصاً في الشريعة الإسلامية مادامت ضمن ضوابط لا تدع مجالاً للنزاع ، وأجازوا إجراء العقود باسم الصندوق سواء في تملك الوحدات الاستثمارية، أو البيع والشراء، والاقتراض، والإقراض . وغير ذلك .

وبما أن الشريعة الإسلامية صالحة لكل زمان ومكان فإن مقاصد التشريع العامة لا تمنع أي تطور تقتضيه تعاملات الناس في شركة المساهمة أو غيرها .

ونظراً لما في التشريع الإسلامي من مرونة فيمكن الاستثمار والتمويل بأي صيغة كانت على أن تنضبط بالقواعد الشرعية .

(1) الشركات في الشريعة والقانون، د. عبد العزيز الحياط، 211/1، مرجع سابق ، وانظر الشركات في الفقه الإسلامي ، للشيخ: علي محمد الخفيف ، ص 96 - 97 ، دار الفكر العربي ، القاهرة ، 1998/1419 ، والنظام الاقتصادي في الإسلام، لتقي الدين النبهاني، ص 130، دار المعرفة ، بيروت 1964/1384 ، وانظر العقود المسماة في قانون المعاملات المدنية الإماراتي والقانون المدني الأردني، د. وهبة الزحيلي ص 163، دار الفكر، دمشق، 1987/1407.

المسألة الثانية :

أ) مشاركة المؤسس (جهة الإصدار) في الاكتتاب:

معظم الصناديق الاستثمارية تنص في لوائحها التنظيمية على حق إسهام الجهة المصدرة في رأس مال الصندوق، وأنه سوف تُعامل وتستحق كل حقوق المشاركة فيما يتعلق بالوحدات التي تكتتب فيها، وهذه الصيغة تحقق فائدة كبيرة لنجاح عمل الصندوق الاستثماري، فهي بالإضافة لكونها تعالج حالة عدم تغطية الاكتتاب، فإنها تمكّن الجهة المصدرة القيام بعملية تشغيل الصندوق في بدايته، كما تكون حافزاً لتطويره وتنمية نشاطاته في حالة احتياج الصندوق لمزيد من السيولة. مع مراعاة أنظمة الإدارة وقوانين إنشاء الصناديق الاستثمارية في تقدير حدود مثل هذه المساهمة والتي تنص على مايلي: "يشترك مدير الصندوق بنسبة لا تقل عن خمسة بالمائة من رأس مال الصندوق وفي حالة انقضاء فترة الاكتتاب دون تغطية الوحدات المطروحة للاكتتاب العام يمكن لجهة الإصدار الاشتراك في الوحدات المتبقية، على ألا تزيد عن خمسين بالمائة من رأس مال الصندوق، ولا يحق له التصرف بالوحدات التي تمثل الحد الأدنى لاشتراكه طيلة مزاولته لمهامه" (1).

ب) الحكم الفقهي لمشاركة المؤسس (جهة الإصدار) بجزء من رأسمال الاستثمار

الأصل في المضاربة أن يكون رأس المال من أحد العاقدين، والعمل من العاقد الآخر⁽²⁾ وبمساهمة جهة الإصدار (المؤسس) في رأس المال يكون المال مشتركاً بين الطرفين ، والعمل من أحدهما، ولا خلاف بين الفقهاء على جواز هذه الصورة إذا كانت بإذن رب المال أو تفويضه، وهذا التفويض واقع بموجب الاكتتاب وفق الشروط المنصوص عليها في

(1) المادة (45) و(49) من قانون التجارة الكويتي، رقم 31 لسنة 1990 في شأن تنظيم تداول الأوراق المالية وإنشاء صناديق الاستثمار، ص 124 - 125، مرجع سابق .
(2) حاشية ابن عابدين، 431/8، البحر الرائق، لابن نجيم، 264/7، المغني، لابن قدامة، 138/7، العدة شرح العمدة، ليهاء الدين المقدسي الحنبلي، 1/350، عالم الكتب، بيروت، 1424/2003، نهاية المحتاج شرح المنهاج، للرملي، شهاب الدين محمد بن أبي العباس (الشافعي الصغير)، 5/227، البايع الحلي، مصر، 1967/1387، الحاوي الكبير، علي بن الحسن الماوردي الشافعي، 9/146، دار الكتب العلمية، بيروت، 1414/1994، القوانين الفقهية، لابن جزي، ص 211، بداية المجتهد ونهاية المقتصد، لابن رشد موفق الدين ط 2، 3/285، البهجة في شرح التحفة، علي عبد السلام التسولي المالكي، ص 357، دار الكتب العلمية، بيروت، 1418/1998 الخلي، لابن حزم، 8/247، الدراري المضية، محمد بن علي الشوكاني، 2/125، دار الكتب العلمية، بيروت 1407/1987.



نشرة الاكتاب ووفق تعليمات البنك المركزي الذي ينص على وجوب المشاركة بحد أدنى لا يقل عن خمسة بالمائة ولا يزيد عن خمسين بالمائة، وإليك ما أورده الفقهاء في هذا الموضوع: قال في المبسوط " وإذا دفع إلى رجل ألف درهم مضاربة على أن يخلطها المضارب بألف من قبله ثم يعمل بهما جميعاً، جاز" (1) وفي المدونة " رأيت إن اشتريت بمال قراض، وبمال من عندي، أيجوز هذا؟ قال: لا بأس بذلك" (2) وفي تكملة المجموع " فإن خلط مال المضاربة ومال المضارب فيجوز ويصير شريكاً ومضارباً" (3) وفي المغني " إذا اشترك مالان وبدن صاحب أحدهما فهذا يجمع شركة ومضاربة، وهو صحيح، وإذا دفع إليه ألفاً مضاربة، وقال: أضف إليه ألفاً من عندك واتجر بهما، والربح بيننا، لك ثلثاه، ولي ثلثه، جاز، وكان شركة وقراضاً" (4) وتسمية هذه الخلطة مضاربة أو شركة لا تؤثر في جوهر الموضوع مادام أنه قد حصل الاتفاق على صحتها، وعلى هذا يكون المضارب حينئذ شريكاً لرب المال فيما قدمه ومضارباً له فيما تسلمه منه.

وجاء هذا المعنى في فتوى مجمع الفقه الإسلامي التي تنص على " أن من يتلقى حصيلة الاكتاب في الصكوك لاستثمارها وإقامة المشروع بها هو المضارب أي عامل المضاربة، ولا يملك من المشروع إلا بمقدار ما قد يسهم به بشراء بعض الوحدات، فهو رب مال بما أسهم به بالإضافة إلى أن المضارب شريك في الربح بعد تحققه بنسبة الحصة المحددة له في نشرة الإصدار، وتكون ملكيته في المشروع على هذا الأساس" (5).

- (1) المبسوط، للسرخسي، 32/12، درر الحكام في شرح غرر الأحكام، لمنلا خسرو، محمد قراميز، 312/2، مطبعة أحمد، القاهرة، 1329 هـ، تبين الحقائق شرح كنز الدقائق للزيلعي، فخر الدين عثمان علي، 5/59، دار المعرفة، بيروت، د.ت، مجمع الضمانات، للشيخ محمد بن غانم البغدادي، ص312، عالم الكتب، بيروت، 1987/1407.
- (2) التاج والاكليل لمختصر خليل، للمواق، محمد يوسف العيدي، 452/7، دار الفكر، بيروت، 1978/1398، المنتقى شرح موطأ الإمام مالك، للباحي، 7/103، مواهب الجليل لشرح مختصر خليل، للحطاب، 5/368، مراجع سابقة.
- (3) تكملة المجموع، للمطيعي، محمد نجيب، 14/382، دار الفكر، بيروت، د.ت، تحفة المحتاج، لابن حجر الهيتمي، أحمد بن حجر، 6/96، دار صادر، بيروت، د.ت، حاشية البجيرمي، سليمان، 3/152، دار المعرفة، بيروت، 1978/1398، مغني المحتاج، للخطيب الشربيني، 3/420
- (4) المغني، لابن قدامة، 7/134، مرجع سابق، الفتاوى الكبرى، لابن تيمية، تقي الدين أحمد بن عبد الحلیم، 3/404، دار الكتب العلمية، بيروت، الفروع لابن مفلح، محمد بن مفلح المقدسي، 3/383، دار مصر للطباعة، القاهرة، 1959/1379، الإقناع، لابن منذر النيسابوري، محمد بن إبراهيم، 5/1744، مكتبة الرشد، الرياض، 1994/1414.
- (5) المجمع الفقهي الإسلامي الدولي الرابع، قرار رقم (5) العنصر الرابع، جدة، جمادى الآخرة /فبراير 1988/1408، وانظر المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة، ص240، مرجع سابق.

وعلى هذا يمكن للجهة المصدرة للصناديق الاستثمارية أن تنص في نشرة الإصدار أو في لائحة الصناديق على حقها في المشاركة في رأس مال المضاربة وحصونها على أوراق مالية بقدر الأموال التي تقدمها. وتكون الجهة المصدرة مالكة للصندوق الاستثماري بقدر الحصة المكتتب بها، وهي تستحق نصيباً من الأرباح بمقدار مساهمتها في رأس مال الصندوق بصفتها رب مال، ونصيباً آخر من الأرباح بصفتها مضارباً بنسبة الحصة المحددة المتفق عليها. وبما أن الصناديق هي وعاء لمكونات استثمارية يتم المشاركة فيها عن طريق خلط الأموال بقصد تحقيق الربح.

ومن المعروف أن المؤسسات الضخمة لا يمكن أن تقوم على أكتاف شركات الأشخاص لأنّ موارد الأفراد القليلين مهما عظمت لا يمكن أن تقابل النفقات الضرورية للصناديق لأن فكرتها تقوم على تجميع أموال كبيرة على أساس المشاركة وتتكون من رأس مال مقسم إلى أجزاء متساوية، يسمى كل جزء منها وحدة، أو صك، ويكتتب فيه دون الحاجة إلى موافقة الشركاء الآخرين، وذلك لتحقيق غرض معين.

لذا يعتبر الصندوق بهذه الصفة من قبيل (شركة العنان) حيث إنّ المشاركة تتم بين مال ومال فلا ينظر فيها إلى شخص الشريك (الشخص الطبيعي) بل إلى حصته التي هي (وحداته في الصندوق) وبذلك يتمكن مالك الصك (الشريك) من نقل ملكية حصته دون إذن الشركاء الآخرين.

وغالباً يتم ذلك عن طريق الوكلاء، أو السماسرة نيابة عن البائع والمشتري ولقد ذهب جمهور الفقهاء إلى أنّ للمضارب المأذون دفع مال المضاربة إلى غيره⁽¹⁾

وغالباً تقوم جهة الإصدار (البنك المؤسس للصندوق) بالتعاقد مع شركة متخصصة في إدارة الاستثمار وذلك بأن تدفع أموال الصندوق إلى شركة تدير الاستثمار⁽²⁾ وتجد ذلك في بيانات نشرة الاكتتاب حيث توضح البنك المؤسس للصندوق والشركة المديرة للاستثمار، وعلى هذا فإنّ المصرف لا يباشر الاستثمار بنفسه، وإنما يدفع المال بعد تجميع

(1) انظر بدائع الصنائع، للكاساني، 8/45، والمغني، لابن قدامة، 7/158، ومغني المحتاج، للشربيني، 3/410، مراجع سابقة، وحاشية الدسوقي على الشرح الكبير لابن عرفة، شمس الدين بن محمد، 3/526، دار إحياء الكتب العربية، مطبعة الباي الحلبي، القاهرة، دت .
(2) برنامج الصناديق الاستثمارية الإسلامية، د. عز الدين خوجة ص 25، مرجع سابق .



أموال المكتتبين إلى شركة إدارة الاستثمار، وفي هذا الموضوع قرر المجمع الفقهي الإسلامي الثالث عشر الفتوى التالية:

(أ) " المضاربة المشتركة: هي المضاربة التي يعهد فيها مستثمرون عديدون إلى شخص طبيعي أو معنوي باستثمار أموالهم مع الإذن له صراحة ، أو ضمناً بخلط أموالهم بعضها ببعض أو بماله .

(ب) المضاربة المشتركة : مبنية على ما قرره الفقهاء من جواز تعدد أرباب الأموال ، وجواز اشتراك المضارب معهم في رأس المال ، وإنما لا تخرج عن صور المضاربة المشروعة في حال الالتزام فيها بالضوابط الشرعية المقررة للمضاربة .

(ج) المستثمرون بمجموعهم هم أرباب المال، والعلاقة بينهم - بما فيهم المضارب إذا خلط ماله بمالهم - هي المشاركة، والمتعهد باستثمار أموالهم هو المضارب ، سواء أكان شخصاً طبيعياً أم معنوياً ، مثل المصارف والمؤسسات المالية ، والعلاقة بينه وبينهم هي المضاربة لأنه هو المنوط به اتخاذ قرارات الاستثمار والإدارة والتنظيم . وإذا عهد المضارب إلى طرف ثالث بالاستثمار فإنها مضاربة ثانية بين المضارب الأول وبين من عهد إليه بالاستثمار وليست وساطة بينه وبين أرباب الأموال " (1) .

(1) المجمع الفقهي الإسلامي الدولي ، قرار رقم : 122 (13/5) بشأن المضاربة المشتركة، الدورة الثالثة عشر المنعقدة في الكويت . 2001/1422 .

المسألة الثالثة : إدارة الصندوق :

تدار غالبية الصناديق على أساس عقد المضاربة أو الوكالة بالاستثمار وإليك بيان ذلك فيما يلي:
الطريقة الأولى: على أساس المضاربة:

"وذلك بأن يكون لعمل المدير حصة شائعة من الربح ، ولا يجوز أن يشترط مبلغاً مقطوعاً لأن كل شرط من شأنه أن يقطع المشاركة يعتبر مفسداً للمضاربة .

والمتبع في صورة المضاربة لإدارة الصناديق هي المضاربة المقيدة حيث تشتمل نشرة الإصدار على القيود والشروط التي تحدد مسار الاستثمار من حيث مجال الاستثمار في العقار أو المنافع، أو التجارة أو التصنيع، أو المزارعة ، أو المساقاة .. الخ ، وكيفية توزيع الأرباح، وتحديد أيام إعادة الشراء للوحدات، وتوزيع الأرباح شهرياً أو سنوياً ومكان الاستثمار... الخ، وذلك في النظام واللوائح التي يضعها المدير (المضارب) ويبيدي استعداده للتقيد بها ولا أثر لكون مصدر التقيد هو رب المال مباشرة، أو المضارب بموافقة رب المال لأنَّ إسهام المشاركين في الصندوق بحسب شروط النشرة هو موافقة منهم وكأنها صادرة منهم أصالة، وهذا هو الوضع المناسب لكثرة عدد المشاركين فيتعذر سؤال كل شخص عن القيود التي يرغبها في المضاربة" (1) .

لذلك نشرة الاكتتاب بمقدار ما تكون محتوية على شروط فيها قيود أساسية لإدارة نشاط الصندوق وبشكل مطمئن للمستثمر تجدد جمهور المكتتبين يتوجهون إليها، وما لم يتوافر في نشرة الاكتتاب هذه القيود المطمئنة للمستثمر فقد لا تكتمل ولادة الصندوق، وتخسر الشركة المؤسسة سمعتها والنفقات التي دفعتها.

(1) المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة، ص317 ، البحرين ، 2007/1428 .



الطريقة الثانية: على أساس الوكالة بالاستثمار:

ويتم فيها تحديد أجره مقابل عمل المدير بنسبة يكون فيها الأجر معلوماً، أو بمبلغ مقطوع، حيث يستحق الأجر في كل الأحوال ربح الصندوق أو خسر، والأجرة تستحق للمدير حسب الاتفاق في مواعيد دورية حسب نظام الصندوق سنوياً، أو كل ثلاثة شهور، أو شهرياً، وقد تكون شركة إدارة الصندوق من المكتتبين الذين يملكون عدداً من الوحدات ففي هذه الحالة تكون شركة الإدارة هي وكيل، وشريك، ويتم في هذه الشركة خلط أموال المستثمرين بأموال المدير، فإذا وقع ذلك فمن الواجب الفصل التام بين عقد الإدارة، وبين عقد إصدار الوحدات، بشكل لا يؤدي إلى قطع المشاركة، لأن ما يحدث نتيجة تخصيص مبلغ معلوم للمدير وهو أحد المشاركين، فقد تكون الأرباح بمقدار أجره المدير، فيكون المدير استحوذ على الربح كله وبذلك تنقطع الشراكة لحصول أحد الشركاء على الربح كله دون الشركاء الآخرين .

ومن هنا كان التخريج الفقهي لهيئة المعايير الشرعية والمجمع الفقهي الدولي أن هذه الحالة ينطبق عليها أحكام الشركة ونصه ما يلي " أنه يجوز تكليف أحد الشركاء بإدارة الشركة لقاء أجر بشرط أن يكون ذلك بعقد مستقل منفصل عن عقد الشركة، وألا يكون ذلك من شروط الشركة بحيث يمكن عزله دون أن يترتب على ذلك تعديل عقد الشركة أو فسخه، وحينئذ يجوز تحديد أجر محدد له، ومستند ذلك أنه لا يمثل هنا صفة الشريك، بل إنه أجير خاص يمكن عزله، بينما الاستعانة به كشريك يؤدي ذلك إلى ضمان رأس ماله، وعدم تحمل الخسارة بقدر رأس ماله إذا وقعت " (1)

وبناءً على ما سبق يتم إجراء عقد الإدارة منفصلاً عن عقد إصدار الوحدات، وبذلك يكون ما يأخذه مدير الصندوق من أجره يحصل عليه بصفة أخرى مختلفة تماماً عن صفة المشارك، فإذا فسخ عقد الإجارة استمر عقد المشاركة في الوحدات .
وقد جاء في فتاوى الندوة الفقهيّة الثامنة للبركة النص على جواز إدارة الصناديق بكل من المضاربة والوكالة وهذا نصه :

(1) انظر المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة، ص، 227، والمجمع الفقهي الرابع، قرار رقم 5، العنصر الرابع، بند 6/أ والمغني، لابن قدامة، 7/ 134، و فتاوى ندوات البركة، الدورة الثامنة ص 136 ، مراجع سابقة .

" يجوز إعطاء المال لمن يعمل فيه بنسبة من الربح على أساس المضاربة التي يستحق فيها المضارب نسبة شائعة من الربح، كما يجوز إعطاء المال إلى من يعمل فيه على أساس عقد الوكالة بالاستثمار بأجر معلوم، أو بنسبة معلومة من رأس المال ويستحق الوكيل الأجرة سواء تحققت أرباح أم لا، وتطبق على هذه المعاملة أحكام الوكالة بأجر لا أحكام المضاربة" (1)

والجدير بالبيان أن إدارة الصناديق تتعلق بالموجودات التي تحوّل إليها رأس مال الوحدات المقدم من حملة السندات، وأما المدير فإنه يمثلهم ويعمل لصالحهم في توظيف الأموال حسب الشروط المقبولة منهم المبينة في لوائح الإصدار، وحتى في الحالات التي يكون فيها المدير هو مصدر السندات والمستفيد من مبالغ الاكتتاب لبيعه موجوداته إلى حملة السندات فإن سلطته مستمدة منهم، لأن الموجودات التي يديرها صارت مملوكة لهم وهي أمانة في يده، ويمكنهم إذا اقتضى الأمر تنحيته عن الإدارة وهي مهمة منفصلة عن الإصدار.

صيغة التعاقد في الصناديق :

الأصل في المضاربة أن يتم الإيجاب والقبول بين المضارب ورب المال وذلك بأن يتعرف كل واحد منهما على الآخر ويجري التفاهم بينهما على الشروط ويتم الإيجاب والقبول في مجلس التعاقد ، ولكن في الصناديق أرباب المال قد يكونون بالآلاف ومعرفة رغبة كل منهم والاجتماع مع كل منهم من المتعذر فما هو الحل لهذه المسألة :

ذهب فقهاء معاصرون إلى اعتبار الاكتتاب في رأس مال الصندوق هو (الإيجاب) بينما تعتبر موافقة الجهة المصدرة للسندات هي (القبول) ، وقالوا بذلك تنعقد المضاربة صحيحة منتجة لآثارها، وهذا الاجتهاد يتوافق مع ما ذهب إليه جمهور الفقهاء حيث يعتبرون أن الإيجاب: هو ما صدر ممن يكون منه التملك سواء صدر أولاً، أو صدر ثانياً. والقبول: هو ما صدر ممن يصير له الملك وإن صدر أولاً (2).

(1) فتاوى ندوة البركة، الدورة الثامنة، ص 136، مرجع سابق.

(2) انظر مواهب الجليل، للحطاب، 4/ 518 ، مغني المحتاج، للخطيب الشربيني، 2/ 5 ، شرح منتهى الإرادات، للبهوتي 140/2 ، مراجع سابقة .



وإليك قرار مجمع الفقه الإسلامي في توضيح ذلك وهذا نصه (1) "يقوم العقد في سندات المقارضة على أساس أن شروط التعاقد تحددها (نشرة الإصدار)، وأن (الإيجاب) يعبر عنه الاكتتاب في هذه السندات، وأن (القبول) تعبر عنه موافقة الجهة المصدرة " وهذا القرار ينسجم مع الصورة التي تحتفظ فيها جهة الإصدار بحقها في قبول مشاركة المكتتب أو رفضها ، أما إذا كانت جهة الإصدار قد أعطت للنشرة صفة الإيجاب الموجه للجمهور الملزم لها طيلة فترة الاكتتاب، وتخلت عن حقها في إبداء الرأي في قبول المشاركة أو عدم قبولها فإن النشرة تعتبر في حد ذاتها إيجاباً، ويكون القبول هو تقدم المكتتب للمشاركة من خلال توقيع الاستمارة وحده، أو اقترانه بتحويل مبلغ المشاركة، وهذا هو مذهب الحنفية (2) إذ يعتبرون أن الإيجاب: هو ما صدر ابتداءً من أحد الطرفين. والقبول: هو ما صدر ثانياً من الطرف الآخر معبراً عن رضاه" أ . هـ

وبناءً على ما تحدده نشرة الاكتتاب يمكن الحكم على أن جهة الإصدار اختارت الرأي الأول أو الثاني وذهبت هيئة المعايير الشرعية إلى التوضيح التالي :

" تمثّل نشرة إصدار الصندوق التي يوجهها مصدرها إلى المكتتبين، ويمثل الاكتتاب في الوحدات الإيجاب ، أما القبول فهو موافقة الجهة المصدرة إلا إذا صرّح في نشرة الإصدار أنها إيجاب فيكون حينئذٍ إيجاباً ، ويكون الاكتتاب قبولاً " (3)

(1) مجمع الفقه الإسلامي الدولي الرابع، قرار رقم 30(4/5) العنصر الأول، مجلة المجمع العدد الرابع، ج3/1809، جدة، 1988 /1408 .

(2) الاختيار لتعليل المختار ، لابن مودود الحنفي ، 4/2 ، مرجع سابق .

(3) المعايير الشرعية ، هيئة المحاسبة والمراجعة ، فقرة 7/1/5 ، ص 294 ، البحرين ، 2007/1428

المسألة الرابعة :

علاقة الأمين مع الصندوق (1) :

أمين الاستثمار مؤسسة مالية - وفي الغالب تكون مصرفاً - يكون من مهامها حفظ الأصول التي تتكون منها محفظة الاستثمار، وتنفيذ التعليمات الصادرة من مدير الصندوق بشأن الوحدات المودعة لديه من بيع وشراء واستبدال وغير ذلك، كما يعهد إليه بتسوية العلاقات المالية التي تنشأ بين مدير الاستثمار والمستثمرين. ويتعين بموجب قوانين استثمار الصناديق على مدير الصندوق أن يعين أميناً للاستثمار توافق عليه جهة الإشراف ولا يجوز لمدير الصندوق عزل أمين الاستثمار إلا إذا كانت هناك أسباباً تدعو لذلك وبشرط الحصول على موافقة جهة الإشراف ، وتحدد القوانين للأمين المهام التالية :

أولاً : يجب على أمين الاستثمار إمساك السجلات والدفاتر اللازمة لضبط حسابات الصندوق ويجب على أمين الاستثمار أن يحتفظ بالسجلات والدفاتر اللازمة للرقابة على مدير الصندوق. وتخضع هذه السجلات والدفاتر لرقابة جهة الإشراف ويجوز لها أن تتحقق من صحة أي بيان مدون بها.

ثانياً : يجب أن يكون أمين الاستثمار مؤسسة مستقلة عن مدير الصندوق ولديها القدرة على مراقبة مدير الصندوق والتأكد من قيامه بإدارة واستثمار أموال الصندوق في حدود أحكام القانون وهذه اللائحة ونظام الصندوق وأمين الاستثمار وقرارات وتعليمات جهة الإشراف ويجب على كل من مدير الصندوق وأمين الاستثمار أن يفصحا عن أية مصالح مشتركة بينهما وأن يقوما بإخطار جهة الإشراف بنوع ومدى هذه المصالح ولجهة الإشراف أن تقوم بالإفصاح عن هذه المصالح إذا رأت مبرر لذلك.

ثالثاً : يتقاضى أمين الاستثمار أتعابه من الصندوق بنسبة محددة من القيمة الصافية لأصول الصندوق ويراعي في تحديد النسبة طبيعة استثمارات الصندوق وأهدافه.

(1) انظر قانون إنشاء الصناديق الكويتي ، المواد 71-79 ، وقواعد تنظيم صناديق الاستثمار ، مؤسسة النقد السعودي ، رابعاً : حفظ أصول الصندوق البنود (1-6) ، وانظر قانون صناديق الاستثمار الأردني ، المادة (106) ، و قانون صناديق الاستثمار القطري ، المادة (6) ، وانظر قانون الأوراق المالية الفلسطيني ، المواد (52 - 60) .



رابعاً : يقوم أمين الاستثمار بمراقبة أعمال مدير الصندوق والاحتفاظ بأموال وأصول الصندوق والتأكد من أن هذه الأموال تدار وتستثمر في حدود الأساليب والسياسات المحددة بنظام الصندوق.

خامساً : يكون لأمين الاستثمار الحق في الإطلاع على السجلات والدفاتر والأوراق والوثائق المتعلقة بإدارة واستثمار أموال الصندوق. وعلى مدير الصندوق أن يزود أمين الاستثمار بنسخ أو صور من كافة المعاملات التي يجريها لحساب الصندوق وبكافة التغييرات التي تطرأ على سجل المشتركين.

سادساً : على أمين الاستثمار أن يقوم بتنفيذ الالتزامات المترتبة على قيام مدير الصندوق بإدارة واستثمار أموال الصندوق ما لم يكن تنفيذ هذه الالتزامات متعارضاً مع أحكام القانون أو هذه اللائحة أو نظام الصندوق أو القرارات والتعليمات التي تصدرها جهة الإشراف وتنوبى جهة الإشراف الفصل في أي خلاف قد ينشأ بين المدير والأمين بسبب تنفيذ هذه الالتزامات.

سابعاً : يجب على أمين الاستثمار أن يقوم بتقييم حصص أو وحدات الاستثمار بالطريقة وفي المواعيد المحددة ⁽¹⁾ لذلك ويجب أن يكون هذا التقييم صحيحاً ومطابقاً للواقع ويراعي في إجراء التقييم طبيعة استثمارات الصندوق ⁽²⁾ .

ثامناً : يلتزم أمين الاستثمار بإخطار جهة الإشراف بأية مخالفات تقع من مدير الصندوق وله أن يطلب من مراقب الحسابات القيام بفحص حسابات الصندوق في أي وقت شاء وتزويده بتقرير بنتيجة أعمال الفحص التي قام بها.

(1) المواعيد تحددها نشرة الإصدار حيث أن سعر الوحدة الاستثمارية يعلن في يوم محدد في كل أسبوع أو كل شهر
(2) مثال إذا كان قيمة الموجودات مليون دينار وعدد الوحدات الاستثمارية مليون وحدة فيتم الإعلان بأن سعر الوحدة دينار واحد ، وفي مطلع الشهر الثاني بلغت الموجودات بما فيها الأرباح مليون ومائة ألف دينار فيتم الإعلان أن سعر الوحدة دينار ومائة فلس وهكذا .

المبحث الثاني

المسألة الأولى :

تقسيم رأس مال الصندوق إلى وحدات الاستثمار للاكتتاب العام

تعريف الوحدة الاستثمارية

الوحدة الاستثمارية: هي النصيب الذي يشترك به المساهم في رأس مال الصندوق وتمثل الوحدة في صك يعطى للمساهم، يكون وسيلة في إثبات حقوقه في الصندوق فعندما يشتري شخص وحدات من صندوق يكون بذلك قد حصل على وثيقة تبين النسبة المئوية للملكية لحامل الصك، وتقوم الجهات المصدرة عادة بتقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى وحدات أو حصص متساوية القيمة الاسمية، وهي تمثل حصصًا شائعة في رأس المال. وتسلم شهادة بهذه الوحدات لكل مكتتب بقدر ما دفع من أموال مشاركة في الصندوق، فتنقسم جميع الحقوق والالتزامات المقررة للصندوق بين مختلف المشاركين في حدود حصة كل واحد منهم في رأس المال، ذلك أن هذه الوحدات تعتبر وثيقة تثبت وتحدد ملكية كل مشارك لحصته في رأس المال. ولا يوجد مانع شرعي من تقسيم رأس مال الصناديق الاستثمارية إلى وحدات أو حصص أو أي وثيقة أخرى تمثل حصة شائعة في رأس المال⁽¹⁾، وذلك لأن هذه الصناديق هي تطبيق جديد لعقد المضاربة، ويجوز في الفقه الإسلامي تعدد رب المال في المضاربة بحيث يساهم عدد كبير من الأفراد في تقديم رأس المال الذي يصير مملوكًا لهم جميعًا، وتحدد ملكيتهم فيه بمقدار الحصة المساهم بها. فيكون هذا التقسيم عبارة عن إجراء فني وضع ليتلاءم مع تعدد رب المال في الصناديق أو ما يسمون بالمشاركين أو المستثمرين في الصناديق⁽²⁾ وقد أقر مجمع الفقه الإسلامي تجزئة رأس المال حيث جاء في تعريف سندات المقارضة " هي أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض (المضاربة) بإصدار شهادات ملكية برأس مال

(1) الموسوعة الفقهية الكويتية، مصطلح شيوخ، ج26/290، مجمع الفقه الإسلامي الدولي السابع، قرار رقم 7/1/65 جدة 1992/1412، وانظر حاشية ابن عابدين، 333/3، ومغني المحتاج، للخطيب الشربيني، 16/2، وقليوبي وعميرة 161/2، وكشاف القناع، للبهوتي، 168/3، وأدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، د. منير هندي، ص157 مراجع سابقة .
(2) إدارة الاستثمارات، د. محمد مطر، ص83، صناديق الاستثمار للمستثمرين، د. منى قاسم، ص173، مراجع سابقة



المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصًا شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه، بنسبة ملكية كل منهم فيه. وتسمى هذه الأداة الاستثمارية "صكوك المقارضة"⁽¹⁾.

والصك يمثل ملكية حصة شائعة في المشروع وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته، وترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعًا للمالك في ملكه من بيع، وهبة، ورهن، وإرث وغيرها، مع ملاحظة أن الصكوك تمثل رأس مال المضاربة. وهذا ما ذهبت إليه الفتوى الخامسة لندوة البركة حيث أقرت تقسيم رأس مال المضاربة إلى حصص أو أسهم، فقد جاء فيها: "يجوز الاتفاق على بيع حصص أو أسهم في شركة ذات موجودات حقيقية ليست مقتصرة على الديون والنقود أو أحدهما، بشرط احتفاظ البائعين باسم الشركة، وإبقاء إدارتها في يد من يملكون الأسهم المباعة، ويعتبرون بهذا الشرط بمثابة رب المال في المضاربة الشرعية بشروطها"⁽²⁾، ولكن شهادات الملكية لهذه الوحدات الاستثمارية حسيما هو منتشر في تعاملات الأسواق المالية قد تكون الشهادة مسجل فيها اسم مالك الوحدات، وهناك شهادات ملكية مكتوب عليها لحاملها وغير مكتوب عليها اسم المالك ويتم نقل الملكية فيها كالشهادات الاسمية وفي هذه المسألة ترى الاجتهادات الفقهية في اتجاهين مختلفين وبيان ذلك فيما يلي:

الاتجاه الفقهي الأول:

يشترط أن تصدر هذه الوحدات اسمية أي يسجل على شهادة الوحدات اسم صاحبها وليس لحاملها، فلا بد أن يكتب عليها اسم مالكيها وبالتالي لا تنتقل ملكيتها إلا بطريقة القيد في سجل المساهمين الذي تحتفظ به الجهة المصدرة، وذلك بهدف الحفاظ على الحقوق وضمان عدم خلط حق شخص بحق آخر. ودليلهم أن إصدار شهادة تمليك وحدات لحاملها، وعدم كتابة اسم صاحب الوحدات يؤدي إلى عدم معرفة الشريك أو رب المال، وبالتالي قد يفضي إلى نزاع وخصومة كما أنه

(1) المجمع الفقهي الإسلامي الدولي الرابع، قرار رقم 30(4/5)، جدة، 1408/1988.

(2) الفتاوى الشرعية في الاقتصاد، ندوة البركة، الفتوى رقم (5)، 3، ص 14، مطبوعات مجموعة دلة البركة، 1413 / 1993.

قد يؤدي إلى إضاعة الحقوق، حيث إنَّ أي شخص وقعت يده على هذه الوثيقة - سواء كان عن طريق السرقة أو الغصب أو غير ذلك - يعتبر صاحبها من أرباب المال المساهمين في الصندوق، وقالوا: أن كل ما أفضى إلى النزاع والضرر ممنوع شرعاً" (1)

أما الاتجاه الفقهي الثاني:

لا يشترط عندهم تسجيل الاسم على شهادة الوحدات أو الأسهم وقالوا "بما أن المبيع في الوحدة أو السهم لحامله هو حصة شائعة في موجودات الشركة، وأن شهادة السهم هي وثيقة لإثبات هذا الاستحقاق في الحصة، فلا مانع شرعاً من إصدار أسهم في الشركة بهذه الطريقة وتداولها" (2)

وأرى بأن الاتجاه الأول أحفظ للحقوق، وأقرب إلى مقاصد التشريع في العقود التي تؤكد على تلافى أي جهالة في العقود تفضي إلى نزاع أو خصومة، وهذا ما نصت عليه القوانين التجارية العربية (3) أن تكون جميع الأسهم اسمية، فلا يجوز أن تكون أسهماً لحاملها أو للأمر

(1) المعاملات المالية المعاصرة، د. محمد رواس قلعه جي، ص 58، مرجع سابق .

(2) مجمع الفقه الإسلامي الدولي السابع، قرار رقم 63(7/1)، بند 4، ومجلة المجمع، 1/ 73، جدة، 1992/1412

(3) القوانين العربية للشركات : الإماراتي ، مادة 154 ، الكويتي ، مادة 99 ، الأردني ، مادة 147 ، اللبناني ، مادة 132 ، العراقي ، مادة 29، اليمني ، مادة 48 ، وانظر الشركات في الشريعة والقانون، د. عبد العزيز الخياط 96/2 ، وبحوث فقهية معاصرة، د. محمد عبد الغفار الشريف، ص 73. مراجع سابقة .



المسألة الثانية :

نشرة الإصدار وصيغة التعاقد (الإيجاب والقبول) :

بعد مرحلة التخصيص أو الزيادة في رأس مال الصندوق، تأتي مرحلة التعاقد النهائي بين المستثمرين وجهة الإصدار، حيث تقوم هذه الأخيرة بإصدار الشهادات وإرسالها للمشاركين خلال مدة لا تزيد عن فترة تحددها نشرة الاكتتاب. ومثل كل العقود، تنعقد المضاربة بإيجاب وقبول، وهو التعبير الدال على إرادة المتعاقدين لإنشاء العقد وإبرامه، والأصل في العقود اتفاق الإرادتين، وتراضى المتعاقدين وليس الألفاظ إلا ترجمة عن ذلك الاتفاق والتراضي، والتعاقد بالكتابة جائز عند جمهور الفقهاء وفي هذا جاء في مجلة الأحكام العدلية (الكتاب كالخطاب) (1)

والفقهاء المعاصرون على اتجاهين في موضوع اعتبار الإيجاب هو ما صدر من المضارب أم هو ما صدر من المكتتبين وينبغي على ذلك آثار تتوضح فيما يلي :

الاتجاه الأول : لبعض الفقهاء المعاصرين وهو اعتبار نشرة الإصدار أو لائحة الصندوق هي (الإيجاب) الصادر من المضارب والموجه إلى الجمهور، بينما يمثل الاكتتاب في رأس مال الصندوق (القبول)، وقالوا بذلك تنعقد المضاربة صحيحة منتجة لآثارها، وهذا هو مذهب الحنفية إذ يعتبرون أن الإيجاب: هو ما صدر ابتداءً من أحد الطرفين. والقبول: هو ما صدر ثانياً من الطرف الآخر معبراً عن رضاه (2)

الاتجاه الثاني : وهو رأي لفقهاء معاصرين آخرين فإنهم يعتبرون الاكتتاب في رأس مال الصندوق هو (الإيجاب) بينما تعتبر موافقة الجهة المصدرة للصندوق هي (القبول)، وبذلك تنعقد المضاربة صحيحة منتجة لآثارها، وهذا مذهب جمهور الفقهاء حيث يعتبرون أن الإيجاب: هو ما صدر ممن يكون منه التملك سواء صدر أولاً، أو صدر ثانياً .

(1) انظر درر الأحكام شرح مجلة الأحكام، علي حيدر، المادة 69، دار الكتب العلمية، بيروت، 1411/ 1991، المهذب في الفقه الشافعي، للشيرازي، 1/ 257، البدائع، للكاساني، 5/ 138، حاشية الدسوقي، لابن عرفة، 3/ 3، كشاف القناع، للبهوتي، 3/ 148، مراجع سابقة .

(2) حاشية ابن عابدين، 4/ 58، مرجع سابق .

والقبول: هو ما صدر ممن يصير له الملك وإن صدر أولاً⁽¹⁾ وإلى هذا ذهب مجمع الفقه الإسلامي وهذا نصه: "يقوم العقد في صكوك المقارضة على أساس أن شروط التعاقد تحددتها (نشرة الإصدار)، وأن (الإيجاب) يعبر عنه الاكتتاب في هذه الصكوك، وأن (القبول) تعبر عنه موافقة الجهة المصدرة"⁽²⁾ وهذا القرار ينسجم مع الصورة التي تحتفظ فيها جهة الإصدار بحقها في قبول مشاركة المكتتب أو رفضها. أما إذا كانت جهة الإصدار قد أعطت للنشرة صفة الإيجاب الموجه للجمهور الملزم لها طيلة فترة الاكتتاب، وتخلت عن حقها في إبداء الرأي في قبول المشاركة أو عدم قبولها فإنَّ النشرة تعتبر في حد ذاتها إيجاباً، ويكون القبول هو تقدم المكتتب للمشاركة من خلال توقيع الاستمارة وحده، أو اقتترانه بتحويل مبلغ المشاركة وهذه الصورة تتوافق مع الاتجاه الأول وبناءً على ما تحدهه نشرة الاكتتاب يمكن الحكم على أنَّ جهة الإصدار يتوافق اختيارها مع الاتجاه الفقهي الأول، أو الثاني .

المسألة الثالثة :

نفقات التأسيس والتسويق .

تعتبر مسألة كيفية تحميل وحسم مصاريف إنشاء وتأسيس الصناديق الاستثمارية من أهم المواضيع المطروحة لدى الجهات التي تتولى عمليات الإصدار، ذلك أن تأسيس أي صندوق يحتاج إلى تخطيط وتنظيم وهيكلية تمهيداً لطرح وحداته، وتقوم الجهة المصدرة بكل تلك الأعمال التمهيديّة قبل ظهور الصندوق بشكله النهائي وبالتالي قبل التعاقد مع المشاركين الذين يقبلون المساهمة في الصندوق وقبل حصولها على صفة المدير أو المضارب للصندوق، وكل تلك الأعمال تُعتبر من التحضيرات اللازمة التي تظهر آثارها الإيجابية في إنشاء الصندوق وعمله وتؤثر في نفعها العائد على جميع الأطراف، لأنها تمكّن في النهاية من تحديد كيفية التعاقد وإطاره ومكانه وزمانه وموضوع النشاط وتنظيم العلاقات المختلفة بين الأطراف وبينها وبين الغير، ولما كانت أعمال التأسيس هذه تتطلب مصاريفاً وأموالاً قد

(1) مواهب الجليل، للحطاب، 4/ 228، حاشية العدوي على كفاية الطالب الرباني، لعلي بن أحمد بن مكرم، 2/ 180 مغني المحتاج، للخطيب الشربيني، 2/ 4، مراجع سابقة، الكافي في الفقه على مذهب أحمد بن حنبل، لابن قدامة، 2/ 3، موفق الدين عبد الله بن أحمد، دار الكتاب العربي، بيروت، 1420 / 2000.

(2) مجمع الفقه الإسلامي الرابع، قرار رقم 30 (4/5)، جدة، 1988/1408، مجلة المجمع، العدد الرابع، 3/ 1809.



تبلغ آلاف الدنانير، لذا كان من الضروري بيان من يتحملها، هل هي الجهة المصدرة للصندوق؟ أم المشاركون في الصندوق عند طرحه؟ أم يتحملها الطرفان بانتقاص قيمتها من الوعاء الكلي للصندوق؟ ولدى استعراض نشرات الاكتتاب في الصناديق ترى أنها تنص في عامة الصناديق على أنه يتم خصم هذه المصاريف من إجمالي أصول الصندوق، أي أنه لا تخصم من حصة المدير وحده، وإنما من عموم حصته وحصة المستثمرين، ويتم النص في نشرة الاكتتاب قبل القيام بالطرح الأولي لأسهم الصندوق بعبارات متقاربة تفيد ما يلي: " يتحمل الصندوق كافة مصاريف التأسيس التي أنفقها المدير لإنشاء وإدارة الصندوق، وأتعاب المحامين، وأتعاب مسك سجلات مساهمي الصندوق، ومدققي الحسابات على ألا تتجاوز مبلغ ومقداره كذا " وذلك وفق قوانين إنشاء الصناديق تنص على ألا تزيد نفقات التأسيس عن خمسين ألف دينار كويتي أو ما يعادلها، ويجب أن يتم ذكر ذلك في نشرة الإصدار، وبناءً على معلومية ذلك قد يوافق المكتتبون على الاشتراك أو عدمه. (1)

التكليف الفقهي لنفقات التأسيس والتسويق:

لقد بحث هذا الموضوع الفقهاء المعاصرون وبعض هيئات الفتوى والرقابة الشرعية للبنوك والمؤسسات الإسلامية، والاتجاه العام لدى هذه الهيئات الشرعية هو أن يتحمل المضارب (الجهة المصدرة للصندوق) مصاريف التأسيس إذا لم يتم النص على غير ذلك في نشرة الاكتتاب أو لائحة الصندوق. ويعتمد هذا الرأي على رأي الحنابلة (2) القائل بجواز تحميل نفقة المضارب على مال المضاربة عند اشتراط ذلك في العقد لحديث " المسلمون عند شروطهم " (3) أما في حالة عدم النص فإن مصاريف المضارب يجب أن تحسب عندهم من ماله الخاص، وفي حالة النص على تحمل الصندوق مصاريف التأسيس، تبرز بعض الإشكالات التي تتطلب الحل الشرعي ومنها:

(1) صناديق الاستثمار الإسلامية، د. عز الدين خوجة، ص، 59، وانظر نشرة الاكتتاب لصندوق الدار، ص، 11، الكويت، 1427/2006، والنظام الأساسي لصندوق الكويت الاستثماري، بيت التمويل الكويتي، مادة 24، الكويت، 2006/1427.
(2) المغني، لابن قدامة، 7/ 147، شرح منتهى الإرادات، للبهوتي، منصور بن إدريس، 2/ 323، عالم الكتب بيروت، 1983/1403، تصحيح الفروع، للمرادوي علي بن سليمان، 4/ 382، دار مصر للطباعة، 1379هـ.
(3) صحيح الإمام البخاري، 3081، مسند الإمام أحمد، 1/ 312، سنن أبي داود، 3594، المستدرک علی الصحیحین، للحاكم، 2309، سنن ابن ماجه، 2/ 784، السنن الكبرى للبيهقي، 11618، سنن الدارقطني، 98.

– هل تُحمّل تلك المصاريف على أرباب المال المكتتبين فقط فيدفعون قيمتها عند الاكتتاب ولا تتحمل جهة الإصدار شيء من ذلك؟ أم إنها تحسم من الأرباح التي تتحقق بعدئذ قبل التوزيع فيتحمل أثرها كل من جهة الإصدار وأرباب المال؟
في هذه المسألة انقسم الفقهاء المعاصرون إلى فريقين ، وبيان أدلتها فيما يلي :

الفريق الأول:

يرى توزيع عبء مصاريف التأسيس على الصندوق، لأنّ مالها لصالحه، ولأجله، فهي إما أن يطالب بها المشاركون عند الاكتتاب، وإما أن تحسم من صافي الأرباح التي تتحقق بعدئذ قبل التوزيع فيتحمل أثرها كل من المضارب وأرباب الأموال، ولأنّ كلاً منهما مستفيد من الأعمال التحضيرية التأسيسية للصندوق، فهذه المصاريف تحسم من صافي الأرباح التي تتحقق وذلك قبل التوزيع لها بالنسب المقررة. وبهذه الطريقة يتحمل المضارب جزءاً منها بحسب نسبته من الربح، وكذلك أرباب الأموال بحسب نسبتهم، لأنّ حسمها من الأرباح يعود بالنقص على الطرفين بنسبة ربح كل منهما.

ويكون تقدير مصاريف التأسيس بالمصاريف الفعلية، بمعنى تحديدها بما تم صرفه فعلاً سواء كان لتغطية جهود الغير أو جهود المضارب نفسه بأن تقوم بأجر المثل.

وإلى هذا ذهب مجموعة دلة البركة وهذا نصها: «يجوز أن تُحمّل مصروفات إنشاء وتسويق الصناديق والأوعية الاستثمارية على مال المضاربة إذا تضمنتها نشرة الإصدار وكانت مصاريف فعلية محدّدة بمبلغ معين أو بحد أقصى يذكر في النشرة، فإذا لم تتضمنها نشرة الإصدار كانت هذه المصروفات على المضارب، ولا مانع من تثبيت مصاريف تأسيس وإنشاء الصناديق على أساس نسبة مئوية مقطوعة من رأس مال الصندوق مع إعلام المساهمين بها في النشرة شريطة إعادة النظر في تلك النسبة عند انتهاء مرحلة التأسيس باقتطاع المصاريف الفعلية ورد الفرق إلى حساب الاحتياطي أو الربح القابل للتوزيع»⁽¹⁾

(1) فتاوى البركة، الحلقة العلمية الأولى للقضايا المصرفية المعاصرة، رمضان/ مارس، 1412/ 1992، ص 142، والفتاوى الشرعية في الاقتصاد، مجموعة دلة البركة، ص 122، جدة، 1413/ 1993.



الفريق الثاني :

يرى تحميل مصاريف التأسيس على أرباب المال المشاركين في الصندوق (1) حيث ينظر إلى هذه المصاريف على أنها خدمات سابقة على المضاربة قام بها المضارب وطلب لقاءها مقابلاً حسب تقديره كئمن أو أجر لتلك الخدمات، وعرض على أرباب الأموال الاستفادة منها بتحمل نصيب من هذا المقابل. فإن قبلوا دخلوا في المشاركة، وإلا أحجموا عن الدخول أو طالبوا بإنقاصها إلى القدر الذي يرتضونه ويقبله المضارب. و يعتبر هذا المنهج من قبيل المساومة لأن المصاريف تحدد هنا من خلال ما يقدره المضارب من أجر للخدمات التي قدمها وليست مرتبطة بالمصاريف الفعلية، كما أن عبئها يكون على أرباب المال فقط. وهذا يشبه ما يقوم به أحد الشركاء أو الجيران من عمل في المال المشترك ويمكنهم من أن يستفيدوا منه بدفع ما يحدده من ثمن لتلك المنفعة. وكأنه من عمل الفضولي الذي يسري على من قصدهم به بإجازتهم له، وبهذا جرى العرف في كثير من الصناديق الاستثمارية، فترى المستثمرين بعد اطلاعهم على هذه الشروط في نشرة الإصدار يقومون بالاككتاب بشراء الوحدات ويكون ذلك بمثابة إجازة لاحقة لهذا الشرط، ووفقاً للقاعدة الفقهية " الإجازة اللاحقة كالوكالة السابقة " (2)

أما نفقات التسويق :

فإنَّ عمولة التسويق مثلها مثل بقية المصاريف المباشرة المتعلقة بالصندوق الاستثماري، ومنها تكاليف المطبوعات ونشرات الإصدار وتكاليف الإعلانات وغيره، فهذه تُستقطع جميعها من إجمالي الأرباح المتحققة للإصدار، قبل أي توزيع للأرباح. وقد جاء النص على ذلك في الحلقة الفقهية الأولى للبركة: " يجوز أن تُحمَّل مصروفات إنشاء وتسويق الصناديق والأوعية الاستثمارية على مال المضاربة إذا تضمنتها نشرة الإصدار، وكانت مصاريف فعلية محددة بمبلغ معين أو بحد أقصى يُذكر في النشرة، فإذا لم تتضمنها نشرة الإصدار كانت هذه المصروفات على المضارب". (3)

(1) الأجوبة الشرعية في التطبيقات المصرفية، 89/1-90، الفتوى 38، د. عبد الستار أبوغدة، جدة، د.ن، 1993/1413.

(2) شرح القواعد الفقهية، أحمد الزرقا، ص 237-239، وانظر المغني، لابن قدامة، 147/7، والمبسوط للسرخسي، 38/22،

(3) الأجوبة الشرعية في التطبيقات المصرفية، 89/1، الفتوى 38، المرجع نفسه.

المسألة الرابعة :

المصرفوات التشغيلية في الصناديق:

الهدف من إنشاء وإدارة مختلف الصناديق هو استثمار المال وتحقيق الربح من أجل توزيعه على أرباب المال أي المستثمرين في الصندوق. ومن المقرر في الفقه الإسلامي أنه لا ربح إلا بعد استرداد رأس المال وتغطية المصاريف لأن الربح هو وقاية لرأس المال. ومن هنا كان ضرورة البيان والتفريق بين المصرفوات التي تخصم من الوعاء الاستثماري أي من الصندوق، وبين المصرفوات التي لا تخصم منه وإنما يتحملها المدير للصندوق وهو المضارب في حالة صناديق الاستثمار الإسلامية القائمة على صيغة المضاربة. وجمهور الفقهاء على أن هناك نوعين من المصرفوات: أحدهما المصرفوات الخاصة بأعمال المضاربة ذاتها، والثانية المصرفوات المتعلقة بالمضارب نفسه وإليك تفاصيل ذلك فيما يلي :

أ- المصرفوات الخاصة بأعمال المضاربة:

"المصرفوات الخاصة بأعمال المضاربة هي التكاليف المباشرة المتعلقة بتنفيذ وتشغيل العمليات الاستثمارية المكونة للمضاربة أي للصندوق الاستثماري، وهذه تُحْمَلُ بطبيعة الحال على المضاربة نفسها ويكون عبؤها على الطرفين: المشاركين بصفتهم أرباب المال والجهة المصدرة بصفتها المضارب، وعلى هذا الأساس تُخَصَّم هذه المصاريف من الربح إن كان هناك ربح، فينتقص ربح الطرفين بتوزيع الربح الصافي المتبقي بعد خصم المصاريف، ولكن إن لم يحصل ربح، فإن هذه المصاريف تُخَصَّم من رأس المال فيخسر المضارب جهده وعمله، ويتحمّل ربُّ المال الخسارة كما هو معتمد في أصل المضاربة" (1)

ولا يجوز في هذه الحالة أن تُحْمَل المصرفوات على المضارب لأنها قد تكون أكبر من حصّته في الربح فلا يكون له نصيب منه بينما يتمتع رب المال بخصته في ذلك، وهذا يقطع المشاركة في الربح.

(1) ندوة البركة الرابعة، الفتوى رقم (1)، والحلقة العلمية الأولى، الفتوى رقم (2) ص 121 و ص 143، وانظر المسوط، للسرخسي، 64/22، والمغني لابن قدامة المقدسي، 153/5، والقوانين الفقهية، لابن جزي القرطبي، 280، وتكملة المجموع، للمطيعي، 152/15، مراجع سابقة .



ب- المصروفات المتعلقة بالمضارب بنفسه:

أما بالنسبة للمصروفات المتعلقة بالمضارب بنفسه، وهي التكاليف الإدارية اللازمة لممارسة المضارب نشاطه في إدارة ومتابعة أعمال المضاربة مثل المصروفات الخاصة بوضع الخطط ورسم السياسات واختيار مجالات الاستثمار، واتخاذ القرارات الاستثمارية ومتابعة تنفيذها وحساب الأرباح والخسائر وتوزيعها وكذلك مصروفات إدارات الاستثمار والأجهزة التي تعتمد قراراتها وإدارة المتابعة وإدارة المحاسبة. فالأصل في هذا النوع من المضاريف أن يتحملها المضارب نفسه لأنها تخص أعمال واجبة عليه، وهو يستحق في مقابل قيامه بتلك الأعمال حصته المتفق عليها من الربح، فوجب أن تُعطى هذه المضاريف بجزء من حصته في الربح. وقد ذكر الفقهاء في مسألة استئجار المضارب من يساعده في أعمال المضاربة، أنه إذا كان العمل المطلوب خفيفاً وسهلاً ولا يَشُقُّ على المضارب، وجرت العادة أن يتولى بنفس تلك الأعمال فإنه لا يصح أن يؤجر من مال المضاربة أشخاصاً آخرين يقومون بتلك الأعمال، لأن الربح الذي يستحقه المضارب هو في مقابل تلك الأعمال ويجب أن يتحمل متطلبات عمله، فإذا ما أنفق عليها يكون الإنفاق من ماله الخاص وليس من مال المضاربة. ولكنهم أضافوا أيضاً أنه إذا كان العمل المطلوب يشقُّ عليه وليس في طاقته وإمكاناته القيام به بنفسه، فيجوز للمضارب استئجار من يساعده للقيام به إذا كان ذلك من مصلحة المضاربة، ويكون الإنفاق هنا من مال المضاربة، وليس من ماله الخاص⁽¹⁾ وهذا ما ذهبت إليه هيئة الفتوى لمجموعة دلة البركة⁽²⁾ وهذا نصها: «المصروفات التي تلزم المضارب في مقابل حصته من الربح هي المصروفات التي تلزم لوضع الخطط ورسم السياسات، واختيار مجالات الاستثمار، واتخاذ القرارات الاستثمارية ومتابعة تنفيذها وحساب الأرباح والخسائر وتوزيعها وتشمل مصروفات إدارات الاستثمار والأجهزة التي تعتمد قراراتها إدارة المتابعة وإدارة المحاسبة، على أنه إذا اقتضت طبيعة المضاربة

(1) انظر بدائع الصنائع، للكاساني، 29/8، والمبسوط، للسرخسي، 64/22 - 164، والمغني، لابن قدامة، 5/153، والقوانين الفقهية، لابن جزي، 280، وتكملة المجموع للمطيعي، 15/152، مراجع سابقة، والكافي في فقه أهل المدينة لابن عبد البر، يوسف بن عبد الله، 786/2، مكتبة الرياض، الرياض، 1978/1398.

(2) فتاوى الحلقة العلمية، الفتوى رقم (2)، ص 142-143، د. عبد الستار أبو غدة، ود. الصديق الضير، ود. حسين حامد حسان، والقاضي محمد تقي عثمان، ود. يوسف القرضاوي، مطبوعات دلة البركة، جدة، 1992/1412.

الاستعانة بخبرات في المجالات السابقة التي تلزم المضارب والتي لم تكن متاحة في هيكله الوظيفي وقت الدخول في المضاربة فإن تكلفة هذه الخبرات تكون من مال المضاربة. وحيث إنّه قد يحدث الاشتباه في نوع المصروفات التي يتطلب أن يتحمّلها المضارب أو تتحملها المضاربة، فإنه يمكن حل ذلك بأحد طريقتين :

الطريقة الأولى :

وتكون بالرجوع إلى ما يراه الخبراء ووفقاً لما تقرّره هيئات الرقابة الشرعيّة.

الطريقة الثانية :

وتكون بالنص صراحة في عقد المضاربة أو لائحة الصناديق الاستثمارية على الجهة التي تتحمل تلك المصروفات، وذلك عملاً برأي الحنابلة القائل بجواز تحميل نفقة المضارب على مال المضاربة إذا تم اشتراط ذلك في العقد⁽¹⁾، وذلك عملاً بقوله ﷺ «المسلمون على شروطهم»⁽²⁾.

أما في حالة عدم النص في العقد من الذي يتحمّل هذه المصروفات، فإنّ مصاريف المضارب تحسب من ماله الخاص⁽³⁾.

(1) انظر: المغني، لابن قدامة، 7/ 147، وشرح منتهى الإرادات، للبهوتي، 2/ 323، وكشاف القناع، للبهوتي، 5/ 173، وتصحيح الفروع، للمرداوي، 4/ 382، مراجع سابقة.

(2) صحيح الإمام البخاري، 3081، مسند الإمام أحمد، 1/ 312، سنن أبي داود، 3594، المستدرک على الصحيحين، للحاكم، 2309، سنن ابن ماجه، 2/ 784، السنن الكبرى للبيهقي، 11618، سنن الدارقطني، 98.

(3) فتاوى الحلقة العلمية، د. عبد الستار أبو غدة، د. الصديق الضيرير، د. حسين حامد حسان، القاضي، محمد تقي عثمان، د. يوسف القرضاوي، الفتوى رقم (2)، ص 142، جدة، 1992/1412.



الجوانب الفقهية
في الصناديق الاستثمارية

المبحث الثالث :

ويشتمل على أربعة مسائل في بيان حكم كلٍّ من:

المسألة الأولى : تداول الوحدات والضوابط

المسألة الثانية : التعهد بإعادة الشراء

المسألة الثالثة : التخارج وأحكامه في الصناديق .

المسألة الرابعة : الرافعة التقليدية والبديل الشرعي .

المبحث الثالث

المسألة الأولى :

1 (تداول الوحدات:

يمثل صك الوحدة الاستثمارية ملكية حصة شائعة في الصندوق أو الإصدار، وتستمر هذه الملكية طيلة مدتها، وتترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك في ملكه من بيع، وهبة، ورهن، وإرث وغيرها (1)

فيحق للمشارك التصرف بالوحدة بالبيع ولكن عليه إعلام مدير الصندوق أو الإصدار وله أن يبيع بالقيمة المتراضى عليها بينه وبين المشتري سواء كانت مماثلة للقيمة الاسمية، أو السوقية، أو أكثر منها، أو أقل، وهذا ما تنص عليه نشرات الاكتتاب لأهميته وفي هذا جاء قرار المجمع الفقهي "إنَّ الأسهم قابلة للتداول بالبيع والشراء، ويتم تسجيل التصرفات التي ترد عليها من بيع أو رهن أو تنازل أو تحويل في سجلات الشركة أو لدى مكاتب التسويق أو متعهدي الشراء، وتكون الشركة مسؤولة أمام آخر مساهم مسجل لديها" (2)

§ الضوابط الشرعية لتداول الوحدات:

بما أنَّ الوحدة الاستثمارية حصة شائعة في موجودات الصندوق، فلا يوجد مانع شرعي للتصرف في هذه الحصة بالبيع والشراء وغيرها من التصرفات، فالشريعة الإسلامية كما تجيز التصرف في مجموع المال تجيز التصرف في الحصة الشائعة (3)

وقد جاء في فتوى مجمع الفقه الإسلامي بهذا الخصوص ما يلي (4) :

"يمثل الصك ملكية حصة شائعة في المشروع وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته، ويترتب على ذلك جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك

(1) القانون التجاري الكويتي، مادة 51، قانون صناديق الاستثمار المشترك الأردني، المادة (100)، والإماراتي المادة (153)، القطري، المادة (4)، وقانون سوق رأس المال المصري، المادة (5/د)، وقواعد تنظيم الصناديق السعودي، رابعاً (أ/د)

(2) مجمع الفقه الإسلامي الدولي الرابع، قرار رقم 30(4/5)، مجلة المجمع العدد الرابع، ج3/1809، جدة 1408/1988.

(3) انظر حاشية ابن عابدين، 333/3، ومغني المحتاج، للخطيب الشربيني، 16/2، وحاشيتا القليوبي وعميرة، 161/2، وكشاف القناع للبهوتي، 168/3، والموسوعة الفقهية الكويتية، 26/290، مراجع سابقة.

(4) مجمع الفقه الإسلامي الرابع، قرار رقم 30(4/5) العنصر الثالث والرابع، مجلة المجمع العدد الرابع، ج3/1810، المرجع نفسه الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، د. سيد الهواري، 420/1/5، مرجع سابق.



في ملكه من بيع وهبة ورهن وإرث وغيرها، مع ملاحظة أنّ الصكوك تمثل رأسمال المضاربة. وبالنسبة للأسعار التي تباع بها الوحدات الاستثمارية، فالأصل أن يتفق عليها بالتراضي بين الطرفين سواء كانت بالقيمة السوقية أو أكثر من ذلك أو أنقص لأنه من قبيل بيع حصة شائعة في موجودات الصندوق بالتراضي وقد أجاز قرار مجمع الفقه الإسلامي تداول الصكوك وفقاً لظروف العرض والطلب وإرادة المتعاقدين: "يجوز تداول صكوك المقارضة في أسواق الأوراق المالية إن وجدت بالضوابط الشرعية وذلك وفقاً لظروف العرض والطلب ويخضع لإرادة العاقدين" (1) ولكن يجب عند التسعير مراعاة الأحكام الخاصة بموجودات الصندوق في كل حين، فقد تشمل هذه الموجودات أحياناً خليطاً من نقود وديون وأعيان ومنافع، وقد تشمل أحياناً أخرى بعضاً من هذه المكونات منفردة فتختلف حينئذ أحكام التصرف في الوحدات، ويمكن حصر أربع حالات أساسية لموجودات الصندوق تؤثر في ضوابط تداول الوحدات.

أ- أن تكون أكثر موجودات الصندوق نقوداً:

وذلك عند بداية طرح الصندوق الاستثماري وقيام المضارب بتسليم رأس مال المضاربة أثناء فترة الاكتتاب، فتكون موجودات الصندوق حينئذ من الأموال النقدية المجتمعة من حصيلة الاكتتابات في رأس المال. وتمتد فترة الاكتتاب عادة في الصناديق الاستثمارية من بضعة أيام إلى شهر أو شهرين حسب مدة الصندوق نفسه، ولا يتم خلالها احتساب الأرباح لهذه الصكوك لأن رأس مال الصندوق لا يزال نقداً ولا يبدأ استثماره إلا من تاريخ غلق الاكتتاب. كما أن موجودات الصندوق تكون نقوداً في بداية تشغيل الصندوق إذا لم يتم استثمار الأموال وتحويلها من نقود إلى عمليات استثمارية (أصول ومنافع). وفي هذه الحالة التي تكون موجودات الصندوق نقوداً سواء أثناء فترة الاكتتاب أو بعدها فإنه لا يجوز تداول الوحدات بالبيع والشراء إلا وفق أحكام الصرف لأنه مبادلة نقد بنقد. ولا يجوز أن تباع الصكوك إلا بقيمتها الاسمية دون زيادة أو نقص ويُعتبر هذا البيع إقالة أو فسحاً لعقد المضاربة أي للاكتتاب وليس عقداً جديداً. وكذلك الحال عند تصفية الصندوق

(1) مجمع الفقه الإسلامي الدولي الرابع، قرار رقم 30(4/5) العنصر الأول، مجلة المجمع العدد الرابع، ج3/ 1809، جدة 1988 / 1408 .

حيث إنّه عند نهاية مدّة الصندوق تتحول موجوداته إلى نقود. وعندئذ لا يجوز تداول الوحدات إلا بما يساوي حصّتها من النقود التي تمثل القيمة الفعلية لموجودات الصندوق بعد تنضيضها وليس القيمة الاسمية للوحدة لأن النقد لا يباع بالنقد إلاّ متساويا ومع التقابض .
ب- أن تكون أكثر موجودات الصندوق ديوناً:

تكون موجودات الصندوق ديوناً في حالة استثمار أموال الصندوق في عمليات البيع الآجل (سواء بيع المساومة أو بيع المراجحة) أو في عمليات بيع السّلم. وذلك لأن قيام المضارب بشراء بضائع وأصول ثم بيعها بالأجل يجعل مكّونات الصندوق تتحوّل مباشرة إلى ديون في ذمّة المتعامل معهم. كما أن قيام المضارب بدفع رأس مال الصندوق في عمليات بيع السّلم يجعل مكّونات الصندوق تتحوّل إلى ديون لأن المسلم فيه قبل قبضه يُعدّ ديناً في ذمّة البائع. وفي هذه الحالة تمثل الوحدات ديوناً ويخضع تداولها لأحكام التعامل بالديون⁽¹⁾ ، والجمهور : يمنعون بيع الديون ورهنها⁽²⁾ ، أما المالكية : فإنهم يرون جواز بيع الدين للمدين به بما يساويه من النقود بشرط أن تكون النقود مقبوضة في الحال، أما إذا بيع الدين لغير المدين به فإنه يجب أن يُباع بغير جنسه، فإن كان الدين نقوداً وجب بيعه بسلعة أو بنقد يختلف عن الدين في جنسه⁽³⁾ ، وعلى ذلك فإن بيع الوحدة التي تمثل ديناً في الذمّة يخضع لهذه الأحكام، وهناك شركات تنص بعدم التداول ، وعلى سبيل المثال فإنّ شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية قامت بتكوين صندوق استثماري مخصص بالكامل لعمليات مراجحة ونصّت في نشرة الاكتتاب على عدم إمكانية التداول خلال كامل فترة الاستثمار بحيث يُشترطُ على المشارك البقاء إلى تاريخ التصفية، ويُعتبر هذا تطبيقاً لضوابط التداول في حالة كون أغلب موجودات الصندوق ديوناً⁽⁴⁾.

(1) انظر القرار رقم (5) البند (3) الدورة الرابعة ، مجمع الفقه الإسلامي الدولي ، جدة 1408 / 1988

(2) انظر بدائع الصنائع للكاساني، 5/ 148 ، المجموع للنووي، 9/279 و300، معني الاحتاج ، للخطيب الشريبي، 2/71 ، الفروع لابن مفلح، 4/ 185 ، الإنصاف للمرداوي ، 5/ 112 ، مراجع سابقة .

(3) انظر شرح الزرقاني على مختصر خليل، للزرقاني، عبد الباقي بن يوسف، 3/ 83 ، دار الكتب العلمية، بيروت، 2002/1422 ، وحاشية الدسوقي على الشرح الكبير لابن عرفة، 3/ 63 ، مرجع سابق .

(4) انظر نشرة صندوق الأسهم الخليجية ، شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية ، جدة ، 2005/ 1426



ج- أن تكون موجودات الصندوق أعياناً أو منافع:

تتجسد هذه الحالة بعد تشغيل الصندوق وقيام المضارب بتحويل حصيلة الاكتتابات التي تمثل رأس مال الصندوق في شكله النقدي إلى أعيان ومنافع، وذلك كأن يشتري المضارب معدّات وآلات وأصولاً مختلفة لتأجيرها أو أن يشتري قطعة أرض لاستصلاحها أو البناء عليها وتأجيرها. وسواء كانت موجودات الصندوق أعياناً فقط أو منافع ، أو أعياناً ومنافع معاً، فإن الوحدات تمثل حصّة في أعيان مالية، وبالتالي يجوز تداولها دون أي قيد أو شرط (1)

د- أن تكون موجودات الصندوق مختلطة:

في هذه الحالة تمثل الوحدات حصّة شائعة في مجموعة موجودات الصندوق المتكوّنة من نقود وديون وأعيان ومنافع. والتوجه العام هنا أن تعامل هذه الصكوك أو شهادات الوحدات مثل معاملة الأسهم في الشركات بحيث يمكن تداولها بالبيع والشراء بتراضي الطرفين وبالقيمة التي يتفق عليها سواء كانت أقل أو أكثر من القيمة الاسمية المعلنة وذلك تبعاً للنتائج التي يحققها الصندوق، ولكن هذا التعامل مشروط عند بعض الفقهاء بأن تكون الأعيان والمنافع غالبية على النقود والديون ، لأن الشريعة الإسلامية تجعل الحكم للغالب، وبهذا صدر قرار المجمع الفقهي للدورة الرابعة وهذا نصه (2): "يجوز تداول الصكوك بالضوابط الشرعية وفقاً لظروف العرض والطلب، ويخضع لإرادة الطرفين، ولا بد من مراعاة الأحكام الخاصة بموجودات الصندوق في كل حين وفق ما يلي:

أ) " إذا كان التداول قبل مباشرة الصندوق بالعمل وكان المال لا يزال نقوداً فإنه تطبق عليه أحكام الصرف، لأنه مبادلة مال بمال وهو التقابض والتساوي عند اتحاد العملة، أما عند اختلاف العملة فلا يجب التساوي وإنما يجب التقابض .

ب) إذا أصبحت الموجودات ديوناً تطبق على تداول الوحدات أحكام تداول الديون .

(1) ندوة مجمع الفقه الإسلامي بالتعاون مع البنك الإسلامي للتنمية في موضوع سندات المقارضة، العنصر الثالث، المنعقد في ذي الحجة / أغسطس، جدة، 1407 / 1987.

(2) مجمع الفقه الإسلامي الدولي ، الدورة الرابعة ، قرار رقم (5) العنصر الثالث ، جدة 1408 / 1988.

وإذا صارت الموجودات مختلطة من النقود، والديون، والأعيان والمنافع فإنه يجوز التداول وفقاً للسعر المتراضى عليه ولو بالتفاضل بين الثمن وقيمة الحصة كما يجوز البيع بتأجيل الثمن، بشرط أن تكون الغلبة للأعيان والمنافع " أ.هـ

وذهبت هيئات أخرى بأنه بمجرد بدء النشاط لا حاجة إلى قياس الزيادة أو النقصان بين الأعيان والنقود والديون ويعتبر الصندوق في فترة ممارسة النشاط النقود والديون تابعة للنشاط القائم لأنَّ غرض الصندوق منصب عليها، وليس على النقود والديون، وإنما هما تبع، و"التابع تابع لا يستقل بالحكم". (1)

ثالثاً: تحرير المسألة في موضوع (التبعية) و(الغلبة) :

ذهب الفقهاء استناداً إلى مفهوم الأصالة والتبعية ومفهوم الغلبة (الكثرة)، والقلة والندرة أحكاماً فقهية عديدة في مجال الاستثمار، وصارت مسرحةً لاجتهادات متفاوتة في موضوع موجودات الصندوق المختلطة وإليك بيان ما يتعلق بذلك فيما يلي:

أولاً : الاجتهاد الأول :

يعتمد على قاعدة القلة والكثرة :وهي من قواعد الترجيح عند الفقهاء فيقولون : يقوم الأكثر مقام الكل " أو " الأكثر قد أجري مجرى الكل " أو " العبرة بالغالب " " أو " القليل تابع للكثير " (2)

وبناءً على ما سبق اعتمد فريق من الفقهاء تطبيق قاعدة (القلة والكثرة) في الصناديق الاستثمارية والشركات فقالوا إذا كانت الأعيان والمنافع في الصندوق أو الشركة غالبية على النقود والديون فيجوز التداول في الوحدات دون التقييد بقواعد الصرف أو الدين، وأما إذا كانت النقود والديون أكثر من الأعيان والمنافع فيطبق على بيع الوحدات ضوابط عقد الصرف أو الدين لأنَّ الشريعة الإسلامية تجعل " الحكم للغالب " (3).

(1) المعاملات المالية المعاصرة، د. قلعه جي، ص 59، مجلة الأحكام العدلية، 48، وانظر حاشية ابن عابدين 626/2، والمغني، لابن قدامة، 150/6، حاشية الدسوقي، لابن عرفة، 188/4، والموسوعة الفقهية الكويتية، 93/10.

(2) انظر شرح القواعد الفقهية، الشيخ أحمد الزرقا، ص 18، والمنثور، للزركشي، 183/3، والقواعد الفقهية، للندوي، 183/3.

(3) انظر المغني، لابن قدامة 73/6، والمبدع، لابن مفلح، 54/7، والمبسوط، للسرخسي، 68/1، ومجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي العدد الثاني، 4/468، ومجلة الأحكام العدلية، مادة 42، مراجع سابقة.



واختلف الفقهاء في تحديد الكثير فقالوا: هو ما كان أزيد من النصف (1) أي ما زاد عن خمسين بالمائة فهو كثير ومن تطبيقات ذلك أن الحيوانات السائمة هي التي ترعى الكلاً أكثر العام فقالوا : إذا رعت أكثر من نصف العام فهي سائمة. ومنهم من جعل الثلث حداً للكثير لقوله ﷺ لسعد، الثلث والثلث كثير (2) وهناك من يرجع تحديده إلى العرف فقال : لاحقاً للكثير واليسير، إنما المرجع في ذلك إلى العرف " (3)

ثانياً : الاجتهاد الثاني :

ويعتمد على قاعدة الأصالة والتبعية وتوضيحها فيما يلي:

" الأصالة تعني كون الشيء هو المقصود الأساس في العقد، أي نية العاقدين كانت متجهة عليه أصالة، التبعية : كون الشيء مرتبطاً بغيره، والتابع هو الذي يتبع غيره " (4)

ومثال الأصل والتبع " كالجنين في بطن الحيوان، فإنه لا يصح بيعه منفرداً عن أمه، وكحق الشرب فإنه لا يصح بيعه منفرداً عن الأرض، وكذلك من باع داراً بحقوقها، فإن البيع يتناول أرضها، وبناءها، وما هو متصل بها مما هو من مصلحتها كالأبواب المنصوبة " (5)

ومن التطبيقات المعاصرة لقاعدة التبعية شراء بعض الأجهزة الالكترونية المتطورة مع صيانتها بثمان محدد مع الالتزام بالقيام بأعمال الصيانة الدورية، وإصلاح الأعطال وقد تكون مدة الكفالة للمصاعد الكهربائية عشر سنوات أو أكثر، ولولا التزام الشركة بعقد الصيانة لما أقدم المشتري على شراء تلك الأجهزة وقد تكون قيمة الصيانة أكثر من قيمة الأجهزة، ومع ذلك فالتبعية متحققة لأن الصيانة تابعة لها (6).

(1) بدائع الصنائع، للكاساني، 1/6، مرجع سابق .

(2) انظر شرح الموطأ، للزرقي، 3/337، والمبدع، لابن مفلح، 4/171، وصحيح الإمام البخاري 3/186.

(3) انظر المغني، لابن قدامة، 2/331، المبدع لابن مفلح، 2/121، مراجع سابقة .

(4) لسان العرب، القاموس المحيط، مادة أصل وتبع، دار الكتب العلمية، بيروت، 1417/1997.

(5) انظر حاشية ابن عابدين، 3/14، وحاشية الدسوقي لابن عرفة، 2/114، وحاشية البجيرمي على المغني، 4/255، وكشاف القناع للبهوتي، 6/219، والموسوعة الفقهية الكويتية، 10/93، مراجع سابقة .

(5) انظر حاشية ابن عابدين، 3/193، وجواهر الإكليل، لصالح الآبي، 1/216، وحاشية الدسوقي، 3/75، وكشاف القناع، للبهوتي، 3/166، والفروق، للقرافي، 3/288، والمجموع للنووي، 11/268، مراجع سابقة .

(6) المؤتمر الفقهي الأول للمؤسسات المالية الإسلامية، الكويت 1427/2007، د. نزيه حماد، ص 9، مرجع سابق .

ومثار الخلاف بين الفقهاء في موضوع تداول وحدات الصناديق المشتملة على نقود وديون تابعة للأعيان والمنافع هو أن الصناديق الاستثمارية والشركات والبنوك غالبية موجوداتها حسب ميزانيتها هي نقود وديون حيث إنها تمتلك عقارات وسيارات وأجهزة قد تكون نسبتها عشرون أو ثلاثون بالمائة أما السبعون بالمائة تقريباً فهي نقود وديون نتيجة البيع بالأجل وبالأقساط سواء كان لبيع المراجعة، أو الإجارة التمليكية أو الاستصناع أو عقود السلم وغيرها، وبما أن الصك أو الوحدة الاستثمارية وثيقة تمثل حقاً مالياً ومعنوياً للمساهم في ذمة الصندوق بما له من شخصية اعتبارية، والعبرة في الحكم على قابلية السهم للتداول هو نشاط الشركة وإنتاجها، وبما أن حركة الصندوق المحاسبية تتغير في كل يوم بل في كل ساعة فقد تمتلك المؤسسة من السلع والمعادن والأعيان المنقولة وغير المنقولة في أول النهار وتبيعها بأوقات متتابة، كما أنها تمتلك غيرها بحركة تجارية دائبة، وبالتالي يتعدّد جعل المعيار هو قياس نسبة النقود والديون إلى الأعيان، وإنما يكون المعيار من الناحية العملية هو نشاط الشركة الذي على أساسه يتم تقدير قيمتها، لذلك تكون قيمتها السوقية غالباً تفوق الموجودات من أعيان ونقود لدى مقارنتها بشركة خاملة ترى فيها حركة النقود والأعيان بطيئة، من أجل ذلك لا يرى هذا الفريق من الفقهاء اعتماد قياس نسبة النقود والديون إلى الأصول والأعيان الموجودة وقالوا إنما العبرة لنشاط الشركة لأنّ مثل هذه الأعيان والنقود لدى شركة خاملة تصبح ذات قيمة أكبر بكثير من قيمتها لدى توظيفها في صناديق استثمارية ذات نجاحات ونشاطات وسمعة محلية وعالمية عالية، ومن هنا ذهب هذا الفريق من العلماء⁽¹⁾ إلى القول بأن الأصل هو نشاط الشركة وعملها، وأغراضها المصرح بها في النظام الأساسي، فإن كان غرض الشركة ونشاطها هو العمل في تجارة الأعيان والمنافع والحقوق عن طريق العقود الشرعية كالمراجعة والاستصناع والإجارة ونحوها، فإنّ الديون والنقود الناتجة منها مهما كثرت لا تؤثر في تداول أسهمها إلا في فترة التأسيس حيث يكون رأس مال الصندوق نقوداً محضّة لأنّ الشركة لم تبدأ بممارسة نشاطها بعد، وكذلك في حالة تصفية الشركة حيث ينتهي نشاط الشركة، أما فترة نشاط الشركة فيعتبر

(1) قاعدة التبعية في العقود، د. علي محيي الدين القره داغي، ص 3، المؤتمر الفقهي الأول للمؤسسات المالية الإسلامية، الكويت



النشاط الاقتصادي هو الأصل المتبوع والمقصود، وتعتبر الديون والنقود في طور التقلب المستمر إلى أعيان ومنافع وحقوق وديون ونقود وبحركة دائبة، وقالوا تطبق على النقود والديون القاعدة الفقهية (التابع لا يفرد بالحكم ما لم يصر مقصوداً) و(يغتفر في التابع ما لا يغتفر في المتبوع) (1) واستدلوا لذلك بقوله ﷺ " من ابتاع نخلاً بعد أن تؤبر فثمرتها للبائع إلا أن يشترط المبتاع ومن ابتاع عبداً وله مال، فماله للذي باعه إلا أن يشترطه المبتاع" (2) وقالوا بأن الحديث يدل بوضوح على جواز بيع ثمرة النخل مطلقاً بدا صلاحها أم لم يبدو إذا كانت تبعاً للنخل، في حين أنه لا يجوز بيعها منفردة إلا بعد بدو صلاحها، وكذلك العبد الذي له مال، فإن إطلاق الحديث يدل على جواز بيعه ولو كان المال الذي معه ربوياً، لأن العقد وقع على العبد خاصة، والمال الذي معه تبع له، لا مدخل له في العقد، والعبد داخل في باب التبعية لأن العبد هو المقصود بالبيع، وليس ماله، والمال وقع تبعاً وهذا رأي الإمام مالك حيث قال: "الأمر المجتمع عليه عندنا أن المبتاع إن اشترط مال العبد فهو له نقداً كان أو ديناً" (3) وهذا يدل على عدم اشتراط كون المال التابع أقل من ثمنه، وفي هذا دليل على عدم النظر إلى الكثرة والقلة عند كون الشيء تابعاً، قال ابن عبد البر: (ويجوز عند مالك شراء العبد وإن كان ماله دراهم بدراهم إلى أجل وكذلك لو كان ماله ذهباً أو ديناً) وقال الشاطبي (فالحاصل أن التبعية ثابتة للأصل على الإطلاق) (4) وذكر النووي مثالا على ذلك فقال: لو باع شخص داراً بذهب، فظهر فيها معدن الذهب صح البيع لأنه تابع" (5).

أما إذا كانت أغراض الصندوق هي التجارة في العملات، أو الصرافة، أو بيع الديون وشراؤها فقط فإن تداول وحداتها يحتاج إلى تطبيق قواعد الصرف، أو أحكام بيع الديون، ولكن إذا كانت أغراض الصندوق التجارة من خلال عقود البيع، والشراء

(1) المنثور في القواعد، للزركشي، 234/1، الأشباه والنظائر للسيوطي، ص 232، حاشية ابن عابدين، 2/626 حاشية الدسوقي لابن عرفة، 4/188، كشف القناع، للبهوتي، 6/436 مراجع سابقة، شرح مجلة الأحكام العدلية محمد خالد الأتاسي، 1/113، المكتبة الحبيبية، باكستان، د.ت.

(2) صحيح الإمام البخاري، 5/49، صحيح الإمام مسلم، 3/1173.

(3) موطأ الإمام مالك، كتاب البيوع، رقم 1272.

(4) الكافي لابن عبد البر، 336، الموافقات في أصول الشريعة، للشاطبي، 3/163-174، مراجع سابقة.

(5) روضة الطالبين، للنووي، محيي الدين بن شرف، 3/386، دار الكتب العلمية، بيروت، د.ت.

- والمراجعة والسلم والاستصناع ونحوها الواقعة على السلع والمنافع والخدمات والحقوق فيجوز تداول الوحدات مهما كانت نسبة الديون ولكن اشترطوا مراعاة الضوابط التالية:
- 1- أن تحدد أغراض الصندوق بأعمال التجارة والاستثمار، من خلال العقود الواردة على السلع أو المنافع أو الحقوق، أي ألا تحدد أغراضها في الصيرفة، أو بيع الديون .
 - 2- أن لا تقتصر موجودات الصندوق على النقود والديون فيكون فيها موجودات مادية أو معنوية من أعيان ومنافع دون النظر إلى النسبة.
 - 3- أن تكون أعمال البيع والشراء والاستصناع ونحوها هي المقصودة أصالة، وتكون الديون أو النقود قد أتت تابعة غير مقصودة، وإنما اقتضتها طبيعة أنشطة المؤسسة بأن كانت تابعة للأعيان والمنافع.
 - 4- يطبق معيار التبعية ابتداءً من ممارسة النشاط، أما فترة التأسيس وهي فترة ما قبل ممارسة النشاط، أو عند تصفية الصندوق حيث نهاية النشاط فلا يجوز التداول.
 - 5 - لا يجوز أن يتخذ القول بالجواز في تداول الوحدات ذريعة أو حيلة لتصكيك الديون وتداولها ، كأن يؤول نشاط الصندوق إلى المتاجرة بالديون التي نشأت عن السلع ، ويجعل شيئاً من السلع في الصندوق حيلة للتداول " (1) .
- ولقد ذهبت هيئة المعايير الشرعية لاعتماد قاعدة التبعية على ألا تقل القيمة السوقية للأعيان والمنافع والحقوق عن ثلاثين بالمائة ، وإليك نصه :
- " إذا كان غرض الشركة ونشاطها التعامل في الأعيان والمنافع والحقوق فإن تداول أسهمها جائز دون مراعاة أحكام الصرف أو التصرف في الديون شريطة ألا تقل القيمة السوقية للأعيان والمنافع والحقوق عن نسبة ثلاثين بالمائة من إجمالي موجودات الصندوق الشاملة للأعيان والمنافع والحقوق والسيولة النقدية وما في حكمها (أي ديون الشركة على الغير والحسابات الجارية لدى الغير والسندات التي تملكها وتمثل ديوناً) . بصرف النظر عن مقدار السيولة النقدية والديون لكونها حينئذ تابعة " (2)

(1) بحث قاعدة التبعية في العقود، د . علي محيي الدين القره داغي، ص 4، مرجع سابق .

(2) المعايير الشرعية ، هيئة المحاسبة والمراجعة ، المعيار 21 ، البند 3/19 ، ص 358 ، البحرين ، 2007 /1428



أما مجمع الفقه الإسلامي الدولي فقد ذهب في الدورة الرابعة عشرة إلى أن تكون الأعيان والمنافع أكثر من خمسين بالمائة وهذا نصه (1) :

" يجوز تداول الوحدات الاستثمارية بشرط أن تكون الغلبة للأعيان والمنافع ، أما في حالة كون الغلبة للديون والنقد فيخضع التداول لضوابط عقد الصرف أو الدين لأن الشريعة الإسلامية تجعل الحكم للغالب (2) .

وبعد استعراض أدلة كل من الفريقين أرى بأن ما ذهب إليه قرار المجمع الفقهي الدولي بأن تكون الأعيان والمنافع أكثر من خمسين بالمائة راعى في هذا الموضوع أن واقع أغلب هذه النشاطات هو مرابحات وترتيب ديون آجلة يعقبها عمليات تورق ، وبالتالي فهي ديون ونقود ، فما لم يكن هناك اعتبار للأعيان والسلع والموجودات يصبح البيع لما يمثله الصك أو الوحدة الاستثمارية مجالاً رحباً لبيع الديون والنقود بعيداً عن أصل القواعد الشرعية لبيع الدين وأحكام الصرف ، كما أرى أن ما ذهبت إليه هيئة المعايير من اشتراط الثلث من الأعيان والمنافع يستأنس فيه بحديث والثلث كثير (3) كما أن فيه تيسير ورفع حرج وتلبية لاحتياجات المضارب والمستثمرين وفي المعاملات يعتبر التيسير هو أقرب لمقاصد التشريع (4) وبهذا تكون قد سلكت هيئة المعايير الشرعية في هذا الموضوع مسلكاً وسطاً في تطبيق قاعدتي الغلبة والأصالة .

(1) مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الرابعة عشر، المنعقدة في قطر ، 2003/1423، مجلة المجمع ، 2/ 468 .
(2) انظر المغني ، لابن قدامة 6/ 73 ، والمبدع ، لابن مفلح، 7/ 54 ، والمبسوط، للسرخسي، 1/ 68 ، ودرر الحكام شرح مجلة الأحكام ، علي حيدر ، مادة 42 ، مراجع سابقة .
(3) صحيح الإمام البخاري ، 4935 ، مسند الإمام أحمد ، 2077 ، صحيح ابن خزيمة ، 2355
(4) انظر الموافقات للشاطبي ، 1/ 484 . وانظر المعاملات المالية في ضوء الفقه والشريعة ، د. قلعه جي ، ص 86

المسألة الثانية:

أ) التعهد بإعادة الشراء (الاسترداد):

تقوم الجهة المنشئة للصندوق عند طرحها للوحدات الاستثمارية بالتعهد بإعادة شرائها عند الطلب بالسعر الذي تقومها به في مواعيد دورية، ويسمى هذا التعهد (الاسترداد) لما فيه من رد الوحدة إلى مصدرها، وقد يحصل التعهد عن طريق مؤسسات مالية أخرى، وفي كلتا الحالتين يتطلب الاسترداد والتعهد بالشراء توفير السيولة النقدية عند الطلب مما يقتضي الحصول على ربح من العملية ، كما أنّ هذا التعهد ملزم لمن صدر عنه طيلة الوقت المحدد له، أي خلال مدة الصندوق، وقد تحفُّ به شروط وضوابط لتحديد الظروف الملائمة له، ورسم الأولويات عند زيادة الطلب على الاسترداد وهذا الموضوع يعتبر من الأهمية بمكان بالنسبة للمستثمرين لأنهم حسبما جرى العرف في الاستثمار في الصناديق أنّ وحداتها الاستثمارية المطروحة للاكتتاب العام تتميز بقابليتها للتداول بالبيع والشراء وفقاً للأسعار السائدة فيحق حملة الصكوك أو الشهادات أن يطلبوا في أي وقت من الأوقات استرداد قيمة صكوكهم طبقاً للوائح الصندوق. وتكون عادة بأن يتقدم مالك الوحدات بطلب إعادة الشراء خطياً إلى وكلاء الدفع أو الجهة المصدرة مباشرة.

ونظراً لغياب سوق المال الإسلامي الذي يتم فيه مثل هذا التداول، فإن جهة الإصدار هي التي تبادر عادة عند طرحها للصناديق الاستثمارية بالالتزام والتعهد بإعادة شراء الوحدات المتداولة (الأسهم أو الصكوك) وتحويلها إلى نقود عند الطلب بالسعر الذي تعلنه أسبوعياً لعموم مالكي الوحدات. وقد يكون التعهد (بإعادة الشراء) من قبل جهة الإصدار نفسها، أو عن طريق مؤسسات مالية أخرى يتم الإعلان عنها في كل صندوق استثماري على حدة.

وتنص عادة لوائح الصناديق التنظيمية ونشرات الإصدار على كيفية تحديد أسعار إعادة الشراء، وتعيين الجهة المنوط بها ذلك، والجهات التي تعلن فيها تلك الأسعار، كما تنص أنه "في حالة زيادة طلبات الاسترداد المقدمة من المشتركين في أية فترة إذا زادت عن نسبة عشرة بالمائة من إجمالي عدد الوحدات المصدرة من قبل الصندوق، فإن من حق المدير وقف عملية



الاسترداد لتلك الفترة أو تخفيض الوحدات المستردة بطريقة النسبة والتناسب ليكون إجماليها لا يزيد عن عشرة بالمائة من عدد الوحدات المصدرة للصندوق" (1)

ب) التكييف الشرعي لتحديد سعر إعادة الشراء:

من الواضح أن سعر إعادة الشراء لا يتحدد منذ البداية عند الإيجاب الصادر من الجهة المتعهددة، وإنما يقتصر في الإيجاب على الالتزام بشراء شهادات أو صكوك الوحدات الاستثمارية المعروضة بالأسعار السوقية المعلنة في حينه، فهل تعليق السعر بهذه الكيفية مقبول شرعاً أم أنه يؤثر في صحة الصيغة المقترحة؟

وتوضيح ذلك : أن الصيغة المقترحة من الجهة المتعهددة بالشراء يعتبر ما صدر عنها مجرد إيجاب - أي وعد بالشراء - ولا يتم البيع الحقيقي إلا في حالة اقتران هذا الإيجاب بالقبول أي عند قيام صاحب الصك أو الشهادة بطلب الاسترداد. فلا يوجد مانع شرعي من التواعد على شراء الوحدات لاحقاً بالقيمة السوقية المعلنة يوم الاسترداد، بل إن العدل يقتضي ذلك لأن سعر السوق منضبط، ويجب الوفاء بهذا الاتفاق إذا تم الالتزام به.

ولقد صدرت فتوى اجمع الفقهي بذلك وهذا نصها : "يجوز تداول صكوك المقارضة في أسواق الأوراق المالية إن وجدت بالضوابط الشرعية وذلك وفقاً لظروف العرض والطلب، ويخضع لإرادة العاقدين، كما يجوز أن يتم التداول بقيام الجهة المصدرة في فترات دورية معينة بإعلان أو إيجاب يوجه إلى الجمهور تلتزم بمقتضاه خلال مدة محددة بشراء هذه الصكوك من ربح مال المضاربة بسعر معين، ويحسن أن تستعين في تحديد السعر بأهل الخبرة وفقاً لظروف السوق والمركز المالي للمشروع، كما يجوز الإعلان عن الالتزام بالشراء من غير الجهة المصدرة من مالها الخاص، ويحسن الاستعانة في تحديد السعر بأهل الخبرة وفقاً لظروف السوق والمركز المالي للصندوق" (2)

(1) القانون التجاري الكويتي، بشأن صناديق الاستثمار، مادة 61، قانون الصناديق الأردني، المادة (100)، الإماراتي المادة (153)، القطري، المادة (4) قانون سوق رأس المال المصري، المادة (5/د) قواعد تنظيم الصناديق السعودي، رابعاً (أ/د).
(2) مجمع الفقه الإسلامي الدولي الرابع، قرار رقم 30(4/5) العنصر الرابع، بند (3)، مجلة المجمع العدد الرابع، ج 3/1809، وانظر المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة، بند 2/6/1/3، ص 212، مرجع سابق.

المسألة الثالثة :

التخارج وأحكامه في الصناديق :

التخارج لغة: مصدر من الخروج فيقال تخارج الشركاء، أي تمّ بينهم التخارج كأن يخرج كل واحد من شركته على ملكه إلى صاحبه بالبيع (1)

واصطلاحاً: هو خروج الشريك عن ملكه إلى صاحبه بالبيع، ويمكن تعريفه بأنه بيع حصة في أعيان مشتركة على سبيل التسامح في تكافؤ المبيع مع الثمن، وتطبيقه العملي في الصناديق الاستثمارية هو خروج مالك الصكوك عن صكوكه الاستثمارية التي يملكها بأن يبيعها لغيره بمال بالتراضي بينهما، والأصل فيه اصطلاح الورثة على إخراج بعضهم من التركة بشيء

معلوم، أو إخراج الموصى له بشيء من التركة في مقابل ما يسلمه من المال (2)

فهو تمليك قائم على تفاهم لفك الاشتباك وفيه تلبية لمصالح الجهتين.

ودليله: ماروي عن ابن عباس قوله: يتخارج الشريكان وأهل الميراث وفسره أبو عبيد: إذا كان المتاع بين الشركاء وهو في يد بعضهم دون بعض فلا بأس أن يتبايعوه وإن لم يعرف كل واحد نصيبه بعينه ولم يقبضه البائع (3) ويستأنس للتخارج ما حدث لتماضر زوجة الخليفة عثمان رضي الله عنه التي طلقها في مرض وفاته وكانت واحدة من زوجاته الأربع فقضى لها علي رضي الله عنه بحقها في الميراث فباعته حصتها وهو ربع الثمن بثلاثة وثمانين ألف دينار (4) وهذا قد وقع بمحضر من الصحابة دون نكير فهو من الإجماع السكوتي (5).

ويشترط لصحة التخارج أن تكون الحصة المتخارج عنها معلومة، والمعلومية هنا حاصلية بعدد الوحدات أو الصكوك التي هي مقدار حصته الشائعة في الصندوق، وهذه المعلومية تكفي ولا يطلب المعرفة بالموجودات التي تمثلها الحصة لأن ملكية البائع (الخارج) لم تزد

(1) لسان العرب، لابن منظور، القاموس المحيط، لفيروز آبادي، المعجم الوسيط، لإبراهيم مصطفى ومجموعة، مادة خرج، مراجع سابقة

(2) فتح القدير شرح الهداية، 7/ 409، السراجية، ل محمد السجاوندي، ص 236، مكتبة نزار الباز، الرياض، 1997/1417

(3) مصنف عبد الرزاق، 14752، مصنف ابن أبي شيبة، 20384.

(4) مصنف عبد الرزاق، 14754، سنن سعيد بن منصور، 1837، الطبقات الكبرى لابن سعد، 2947.

(5) انظر للمع في أصول الفقه، إبراهيم الشيرازي، ص 94، روضة الناظر، موفق الدين ابن قدامة، ص 132، البحر المحيط، بدر

الدين الزركشي، 6/ 456، التمهيد في تخريج الفروع على الأصول، جمال الدين عبد الرحيم الأسنوي، 451.



عن هذا القدر فيحل المشتري (الداخل) محله فيما كان يملكه، ويصح التخارج، والتخارج عن المجهول جائز عند الجمهور⁽¹⁾ فيما يتعدّر علمه خلافاً للشافعية وابن حزم⁽²⁾ واستدل الجمهور بقوله ﷺ لرجلين اختصما في مواريث درست (أي نسيت مقاديرها): "اقتسما، وتوخيا الحق، ثم استهما، ثم تحالا" (3)

وأجاز الحنفية التخارج على محل مجهول إذا كان لا يحتاج إلى القبض، كالحق لدى الغاصب، لأنه مقبوض فعلاً فلا تفضي الجهالة هنا إلى التنازع، لكن لا بد أن يكون البدل متقوماً معلوماً منتفعاً به مقدوراً على تسليمه، ويجب التقابض في المجلس فيما يعتبر صرفاً، كالتخارج عن أحد النقدين بالآخر، كما تراعى أحكام بيع الدين إذا كان للتركة دين على الغير. (4)

ومع أنّ التخارج أورده الفقهاء بخصوص التركات لكنه يمكن تطبيقه على أي وعاء استثماري مشترك واستناداً لهذا نظمت أحكام التخارج من الصكوك ومن ذلك قرار ندوة البركة العاشرة وهذا نصها :

" التخارج عبارة عن بيع حصة في أعيان مشتركة بالشيوع على سبيل التسامح في تكافؤ المبيع مع الثمن، وهو من قبيل الصلح، ومع أن الأصل تطبيقه في التركات فإن الحاجة تدعو إلى تطبيقه في الشركات، فيجوز التخارج بين الشركاء في الصكوك الاستثمارية مع مراعاة الضوابط الشرعية المطلوبة في بيع النقود والديون، فإذا كانت الحصة المتخارج عنها تمثل أعياناً مع النقود والديون جاز التخارج عنها بأي بدل ولو بالأجل " (5).

(1) انظر المغني لابن قدامة، 642/4، الإنصاف للمرداوي، 242/5، المبسوط للسرخسي، 135/20، مواهب الجليل 80/5 المدونة الكبرى، 370/3، حاشية الدسوقي، لابن عرفة، 309/3، الموسوعة الفقهية الكويتية، 11/3-16 مراجع سابقة.

(2) المهذب للشيرازي، 340/1، غاية المحتاج، للرملي، 376/4، المحلى لابن حزم، 166/8

(3) مسند الإمام أحمد، 26141، أبو داود، 3165، الدارقطني، 4015، السنن الكبرى للبيهقي، 10643، نقل ابن عدي أنّ الحديث يرتقي بطرقه إلى درجة الحسن، انظر تهذيب التهذيب لابن حجر 207/1، ونيل الأوطار للشوكاني، 286/5

(4) فتح القدير، لابن الهمام، كمال الدين محمد بن عبد الواحد، 375/7 و409، دار الكتب العلمية، بيروت، 1995/1415، حاشية ابن عابدين، 472/4، السراجية، 236 ..

(5) فتاوى وتوصيات ندوة البركة للاقتصاد الإسلامي، الندوة العاشرة، ص 178، حولية البركة، العدد الخامس، ص 123، 2004/1424، مرجع سابق.

وكذلك قرار الجمع الفقهي ونصه " إذا صار مال المضاربة (القراض) موجودات مختلطة من الأعيان والمنافع والنقود والديون فإنه يجوز تداول الصكوك وفقاً للسعر المتراضى عليه، أما إذا كان الغالب نقوداً أو ديوناً فتراعى في التداول أحكام الصرف والديون" (1)

وفي موضوع إذا كان الغالب نقوداً أو ديوناً فقد ذهب فريق من الفقهاء إلى قاعدة الأصالة وليس إلى قاعدة الغلبة فقالوا إنَّ الأصل المتبوع هو نشاط الشركة وعملها، فإن كان غرض الشركة ونشاطها هو العمل في تجارة الأعيان والمنافع والحقوق عن طريق العقود الشرعية كالمراحة والاستصناع والإجارة ونحوها فإن الديون والنقود الناتجة عنها مهما كثرت لا تؤثر لأنَّ العمل التجاري هو الأصل المتبوع والديون والنقود نتجت تبعاً لذلك العمل، ولأنَّها من الناحية العملية عندما يتحقق لها نقود أو ديون تعيد استثمارها في البيع والشراء والعقود الواردة على السلع والمنافع والحقوق، أما إذا كانت أغراض الشركة التجارة في العملات أو بيع الديون وشرائها فقط فإن تداول أسهمها يحتاج إلى تطبيق قواعد الصرف وأحكام بيع الديون (2)

ومن هذه البيانات الأساسية عن التخارج يعرف أن مؤدى التخارج هو بيع المشارك حصته المتمثلة في عدد من الوحدات الاستثمارية إلى آخر سواء كان مشاركاً في ملكية عدد من الصكوك ، أو من غير المشاركين.

(1) مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الرابعة، قرار رقم 30 (4/5) (العنصر الثالث، البند ج، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الرابع، ج3/1809، جدة 1408 / 1988.

(2) أثر الديون والنقود على تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية د. علي محيي الدين القره داغي، ص 101، المعهد الإسلامي للبحوث، البنك الإسلامي ، تابع للتنمية، جدة، 1424 / 2003، وانظر المعاملات المالية المعاصرة، د. محمد رواس ، قلعه جي، ص. 59، مرجع سابق، وانظر توضيح تفاصيل الآراء الفقهية في هذا الموضوع في المبحث الثالث من الفصل الخامس في هذه الأطروحة.



الرافعة التقليدية (leverage) والبديل الشرعي

المسألة الرابعة :

(الرافعة)(leverage) (1) :

المراد بالرافعة إمكانية استخدام محتويات الصندوق كضمان للحصول على تمويلات، واستناداً لما هو معروف من سمات الصندوق الاستثماري بأنَّ المسؤولية في الصندوق محدودة : يعني أن لصكوك الصندوق وجود مستقل عن وجود أصحابها، وهذا يعني إذا أفلس الصندوق تقسم أصوله لتسديد الديون، ولا يطالب المساهمون بتسديد الديون من أموالهم التي يملكونها خارج الصندوق وذلك لأن الصندوق له شخصية اعتبارية مستقلة، ولا علاقة له بالأشخاص وأموالهم الخارجية. ومن الميزات التي تستفيد منها الصناديق الاستثمارية ولا تتوفر للأفراد ذوي المدخرات القليلة هي مسألة اقتراض الصندوق للأموال لرفع قدرته على الاستثمار وهو ما يسمى بالرافعة، حيث يستطيع الصندوق التقليدي أن يقترض من البنوك بضمان الصندوق فيستكمل ما يتطلبه أي مشروع استثماري، وهذا ما تلجأ إليه الصناديق التقليدية باعتبار أنَّ سعر الفائدة على القرض هو أقل في أغلب الأحوال من العائد على الاستثمار وبذلك يحقق الصندوق أرباحاً إضافية للمستثمرين. فالمستثمر الذي ساهم بمبلغ ألف دولار على سبيل المثال سوف يحصل على عائد استثماري كما لو كان استثمار مبلغ 1500 دولار مثلاً⁽²⁾ والبديل الشرعي للرافعة التقليدية هو التورق وبيانه مع ضوابطه الشرعية فيما يلي:

وقبل ذلك لابد من التعرف إلى الحكم الشرعي لاستدانة المضارب على الصندوق ؟

ذهب عامة الفقهاء إلى أنه ليس للعامل المضارب أن يقترض على المضاربة لأنَّ في

(1) الإدارة العلمية للمصارف التجارية، صلاح الدين السيسي، ص246، مرجع سابق

(2) ومثال ذلك بصورة مبسطة : فندق تكلفته عشرة ملايين ، والعائد المتوقع السنوي مليون ، وبعد إنجاز مراحل من المشروع أو بناءً على تطورات السوق تبين بدراسة جدوى جديدة بأن إضافة أجنحة جديدة ببناء ملاصق سيكون العائد السنوي المتوقع مليون وسبعمئة وخمسين . عندها يتقدم مدير الصندوق التقليدي إلى البنك بطلب قرض خمسة ملايين بفائدة ، ولتكن 5 ٪ سنوياً مثلاً ، بضمان مشروع الصندوق وتكون أرقام دراسة الخبراء مايلي: فوائد القرض : 250 ألف في السنة ، وعوائد الاستثمار للفندق 1,750,000 فيكون صافي الربح مليون ونصف سنوياً ، وهذا يعني أنَّ تكلفة القرض 5 ٪ ، وعائد الاستثمار 15 ٪ . ويتم تسديد الأقساط من الأرباح وفق شروط العقد ، ويكون بعد ذلك الفندق وإضافاته وأرباحه للمكتتبين في الصندوق . وهذه العملية في الصناديق التقليدية تسمى الرافعة ، وهي عملية اقتراض يتم فيها تسديد أصل القرض وفوائده ، وبديله الشرعي عملية التورق .

إجازة الاستدانة على المضاربة إلزام بزيادة ضمان لم يرض به رب المال وهذا لا يجوز⁽¹⁾ ولكن استثنوا من ذلك إذا كان مبلغ الاستدانة يسيراً بالمقارنة مع رأسمال المضاربة على أن يكون رب المال قد أذن بذلك، وأوردوا المثال التالي فقالوا: " لو كان رأس المال عروضاً يساوي ألف درهم، ثم اشترى شيئاً بمائة درهم لم يجز على المضاربة إلا بإذن رب المال⁽²⁾ وتشديد الفقهاء في هذه المسألة يتماشى ما عليه النظم الرقابية حيث ينص قانون تنظيم الصناديق على ذلك " لا يجوز لمدير الصندوق أن يقترض لصالح الصندوق إلا إذا كان نظام الصندوق يجيز له ذلك وبشرط ألا يتجاوز الحد الذي ينص عليه هذا النظام⁽³⁾ فهناك سقف معين محدد للاستدانة لا يحق لإدارة الصندوق تجاوزها ويغطيها في كل الأحوال جزء يسير من أموال الصندوق الضخمة، وتعتبر استدانة الصندوق في الحدود المسموح بها نظاماً في حكم المأذون له فيه، لأن إعلان هذه الأحكام أمام الجمهور يكفي لاعتبار إذنهم به، فإذا استدان مدير الصندوق بأكثر من الحد المسموح به، فإنَّ ضمان هذه الديون في ماله الخاص لأنه متعدد بذلك وهو ما عليه جمهور الفقهاء فقالوا: " لو استدان المضارب أو اشترى بأكثر من رأس المال بغير إذن صاحبه فهو ضامن " ⁽⁴⁾

وبناءً على ما سبق يمكن للصندوق الإسلامي أن يستدين بضمان رأسمال الصندوق للدخول في نشاطات تتطلب زيادة على رأس المال عن طريق التورق كبديل عن القروض الربوية التي تلجأ إليها الصناديق التقليدية على أن تكون الاستدانة في حدود يكون وفاؤها محققاً وفق أنظمة محاسبية محكمة ويعلن عنه في نظام الصندوق مع موافقة الجهات الرقابية فتعتبر

(1) مختصر القدوري، للقدوري، أحمد بن محمد، ص113، دار الكتب العلمية، بيروت، 1998/1418، تنوير الأبصار وجامع البحار، لتمرناش، محمد بن عبد الله، 8/435، دار الكتب العلمية، بيروت، 1995/1415 فتح العزيز شرح الوجيز، لعبد الكريم الرفاعي، 12/41، دار الكتب العلمية، بيروت، 1997/1417، الفروع، لابن مفلح، 4/383، حاشية الخرشي على مختصر خليل، للخرشي محمد بن عبد الله، 6/214، دار الكتب العلمية، بيروت، 1997/1417، فتح القدير، شرح على الهداية، لابن الهمام، 7/422، المغني لابن قدامة، 7/158، مغني المحتاج، للخطيب الشربيني، 3/406، بداية المجتهد، لابن رشد، 2/193.

(2) بدائع الصنائع، للكاساني، 8/35، حاشية الدسوقي، لابن عرفة، 3/528، مغني المحتاج، للخطيب الشربيني، 3/410، المغني، لابن قدامة، 7/155، مراجع سابقة.

(3) قانون تنظيم إنشاء صناديق الاستثمار في الكويت، المادة 67، القرار الوزاري لسنة 1995، القانون التجاري الكويتي، ص 129، قانون الصناديق الأردني، المادة (102)، والعماني، المادة (40) وتعليمات اقتراض الصناديق ن بند (4)

(4) الفروع، لابن مفلح، 4/383، الإنصاف، للمرداوي، 14/37، بدائع الصنائع، للكاساني، 7/35، المغني، لابن قدامة، 7/155، مراجع سابقة.



استدانة الصندوق في حدود المسموح به نظاماً في حكم المأذون له فيه، لأنّ إعلان هذه الأحكام أمام الجمهور يكفي في اعتبار إذئمتهم به، والتي تحددها أنظمة الصناديق وضمن المسموح به تلجأ الصناديق إلى التورق .
فما التورق ؟ وماذ ليله الشرعي؟

توضيح ذلك فيما يلي :

أ (تعريف التورق :

معنى التورق : مأخوذ من الورق (بكسر الراء) وهي الدراهم من الفضة، قال تعالى :
﴿قَابَعْتُوا أَحَدَكُمْ بِوَرِقِكُمْ هَذِهِ إِلَى الْمَدِينَةِ فَلْيَنْظُرْ أَيُّهَا أَزْكَى طَعَامًا فَلْيَأْتِكُمْ بِرِزْقٍ مِنْهُ
وَلْيَلْطَفْ وَلَا يُشْعِرَنَّ بِكُمْ أَحَدًا ﴾ سورة الكهف، 19

وفي اللغة : التورق هو طلب الورق أي الدراهم

وفي الاصطلاح الفقهي : هو شراء سلعة بالأجل لبيعها إلى آخر بثمان حال للحصول على النقد، وقد يطلق بعض الفقهاء " بيع العينة " على " التورق " والحقيقة أنّهما يبعان مختلفان لأنّ بيع العينة لا بد فيه من رجوع السلعة إلى البائع الأول بشرط من البائع أو بالتواطؤ ، أما التورق: ليس فيه رجوع السلعة إلى البائع الأول، وإنما هو تصرف المشتري فيما يملكه فيبيعه إلى ثالث كيفما شاء

ب (صورة التورق :

أن يأتي رجل محتاج للنقود إلى تاجر، ويشترى منه سلعة بثمان مقسّط لمدة معلومة، ثم يأخذ المشتري السلعة وبيعه في السوق نقداً بسعر أقل مما اشتراها به، ليقضي حاجته بثمانها الذي يقبضه حالا، ونلاحظ هنا أنّ المشتري عندما اشترى السلعة لم يشترها بنية استعمالها والانتفاع بها، ولكن بنية بيعها . ولو بخسارة . ليحصل على النقود التي يحتاجها .

ونلاحظ أيضاً أنّ المشتري المحتاج لم يبيع السلعة إلى من اشتراها منه، كما هو الحال في " بيع العينة " ولكنه باعها لغيره

ج (سبب تسميته بالتورق : لأنّ المشتري حين اشترى السلعة فهو لا يريد استعمالها أو الانتفاع بها، ولكنّه يريد الحصول على " الورق " والورق هو دراهم الفضة .

د) حكم التورق : اختلف الفقهاء في بيع التورق فذهب جمهور العلماء (1) إلى إباحة بيع التورق، لأن المشتري قد اشترى السلعة بتقسيط الثمن مع ما فيه من زيادة هذا الثمن عن الثمن الحال، وهذا جائز لأن للأجل وقع في الثمن، ثم لما صارت السلعة للمشتري وقبضها باعها لغير البائع بثمن حال بيعاً حراً لا علاقة للبائع الأول فيه، واستدلوا بقوله تعالى ﴿وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا﴾ (سورة البقرة 259) إذ يدل ذلك على إباحة كل بيع إلا مادلاً دليل معتبر على حرمة. وأما القياس فلأن البيع توافرت فيه أركانه وشروطه وخلا من المفسدات كالغرر والجهالة والربا ونحو ذلك (2) ثم إن هذا البيع لم يرد في الشرع النهي عنه، وإلى هذا ذهب المجمع الفقهي في دورته الخامسة عشر في رجب 1419 هـ ونصه ما يلي: "إن بيع التورق جائز شرعاً وبه قال جمهور العلماء لقوله تعالى ﴿وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا﴾ ولم يظهر في هذا البيع ربا لا قصداً ولا صورة، ولأن الحاجة داعية إلى ذلك لقضاء دين تلبية احتياجات .

رأي ابن تيمية وابن القيم : (3) إن التورق هو من بيع المضطر، وقد نهي رسول الله (عن بيع المضطر) (4) وطعن علماء الحديث بصحة هذا الحديث قال الخطابي: هذا حديث في إسنادة رجل مجهول وقال ابن حزم "الحديث مرسل، والمرسل لا يُحتج به وقال ابن حجر العسقلاني في سنده راوٍ متروك وفي سنده انقطاع (5) وأما مارواه ابن القيم عن ابن تيمية قوله " وأن التورق لا يدخل فيه إلا أن يكون مضطراً (6).
الجواب عليه :

ليس بالضرورة أن يكون مضطراً لأن كثيراً من المتورقين إنما هم من ذوي اليسار في الحملة وليسوا مضطرين، والبنوك تتعامل معهم على أنهم أصحاب دخول جيدة

(1) الإنصاف للمرداوي، 4/ 250 ، كشاف القناع للبهوتي، 2/ 447، الزاهر في ألفاظ غريب الشافعي، محمد بن أحمد الأزهرى الهروي، 1/ 216 ، وزارة الأوقاف، الكويت، دت، موسوعة فقه ابن تيمية .د. محمد رواس قلعه جي، مادة (بيع / 4 هـ، 7د المعاملات المالية المعاصرة د، قلعه جي، ص، 85، مراجع سابقة .

(2) كشاف القناع، للبهوتي، 3/ 185، مرجع سابق .

(3) إعلام الموقعين عن رب العالمين، لابن القيم ،محمد بن أبي بكر، 3/ 12، دار الجيل، بيروت، 1415/ 1995

(4) تهذيب سنن أبي داود، 5/ 108 .

(5) معالم السنن، للخطابي، 3/ 677، الحلى لابن حزم، المطالب العالية، لابن حجر العسقلاني، 7/ 337 .

(6) إعلام الموقعين عن رب العالمين، لابن القيم، 3/ 12، المرجع نفسه .



جيدة، كما أن شراءهم وبيعهم ليس إلا بثمن المثل بسبب المنافسة، ولكونهم يتعاملون في أسواق منتظمة، ولذلك ليس التورق اليوم من بيع المضطر إلا أن ابن تيمية يقدم مبرراً آخر للمنع فيقول " قد يكون التورق حيلة على الربا" وأجاب الشاطبي عن ذلك فقال: الأصل في هذا أن الأعمال بالنيات، فإن كان قد نوى ما أحله الله فلا بأس، وإن نوى ما حرم الله وتوصل إليه بحيلة فله ما نوى (1)

ولكن إذا نظرنا إلى حقيقة أمر التورق في المصارف اليوم ومن يتعاملون معها لا ترى أن المتورق قصده ارتكاب الحرام والدخول في الربا عن طريق الاحتيال عليه بل العكس تماماً، إذ الراجح أن نيته ومقصده هو اجتناب الحرام والخلوص من الربا ولذلك فهو يترك القرض الربوي ويتجنبه . مع العلم أنه لو كان يقصد القرض الربوي ما احتاج إلى حيلة لأن أبوابه مفتوحة في البنوك، بل هو أقل كلفة ونفقة من التورق، ولذلك تراه ترك الاقتراض بالربا وأخذ بالتورق وقصده اجتناب الحرام . ولكن قد يقال : إنَّ المتورق ليس غرضه السلعة وإنما غرضه ثمنها .

والإجابة هي : أن هذا لا يؤثر لأن طلب الثمن النقدي غرض مشروع مثل طلب السلعة، ومن هنا يرى الجمهور بأنَّ شراء سلعة ثم بيعها للحصول على ثمنها لا مانع منه شرعاً، وبهذا أفتى مفتي الديار السعودية الشيخ عبد العزيز بن باز، وإبراهيم آل الشيخ، والشيخ ابن عثيمين فقالوا " إذا اشترى الرجل السلعة وكان غرضه عين تلك السلعة أو كان غرضه عوضها فكلاهما غرض صحيح وهذا أمر يتوافق مع أنواع البيوع المشروعة ومنها السلم، حيث إنَّهم كانوا يستخدمونه للحصول على النقود عند حاجتهم إليها، لذلك سماه الفقهاء بيع المحاويج أي المحتاج وليس عنده نقود، ولم يقل أحد يفسد العقد بكون مقصد صاحبه النقود . " (2)

والناس اليوم محتاجون إلى بيع التورق، لأنَّ القرض الحسن قد قلَّ أهلُه، فمن احتاج إلى المال

(1) الموافقات في أصول الشريعة، للشاطبي، 29 / 447، مرجع سابق .

(2) مجموع فتاوى ومقالات متنوعة، للشيخ عبد العزيز بن باز، 19 / 93، فتاوى ورسائل، محمد بن إبراهيم آل الشيخ، المجلد السابع، الفتوى رقم، 1569 .

لا يجد من يقرضه، وقد يضطر إلى شراء سلعة بالتقسيط، أو بئمن آجل ثم يبيعها - ولو بخسارة - ثم حال ليقضي بئمنها حاجته .

وطالما أن في بيع التورق قولين، أحدهما يمنعه، والثاني يبيحه فإنه يفتى في المعاملات والحج بما هو أيسر على الناس (1).

لذا ذهب هيئات الفتوى للمؤسسات المالية: إلى أن التورق جائز (2) لعموم قوله تعالى (وأحلّ الله البيع) (3)

ويمكن اللجوء إليه في الصناديق الاستثمارية فيما يسمونه " الرافعة " مع استخدام التورق كبديل عن القروض الربوية لدى الصناديق التقليدية .

(1) المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الفقه والشريعة، د. قلعه جي .، 78، مرجع سابق
 (2) الفتاوى الشرعية في المسائل الاقتصادية، بيت التمويل الكويتي ص 132، الفتوى رقم 131، وانظر الفتوى 140، ص 140، والفتوى 157، ص 152.
 (3) سورة البقرة، الآية 275 .



الجوانب الفقهية في الصناديق

المبحث الرابع

ويشتمل على أربعة مسائل في بيان حكم كلٍّ من :

المسألة الأولى: ضمان رأس مال الصندوق

المسألة الثانية : اقتطاع الاحتياطات

المسألة الثالثة: أرباح فترة الاكتتاب

المسألة الرابعة : أرباح فترة عمل الصندوق

المسألة الأولى :

ضمان رأس مال الصناديق

في بعض التطبيقات المعاصرة للمضاربة في الصناديق الاستثمارية تسعى المؤسسات المالية عموماً لجلب المستثمرين وتقديم أفضل العروض إليهم من أجل إدارة أموالهم. وهذا يجعل المؤسسات المالية الإسلامية مطالبة بتوضيح مسألة الضمان في عقودها ونشرات الاكتتاب واللوائح التنظيمية لأدواتها الاستثمارية.

فقد ترى بعض هذه المؤسسات أن تشترط على نفسها مختارة ضمان رأس مال المضاربة عند التعاقد مع أرباب المال. فلو حدث أن صارت القيمة السوقية المعلنة للصك أو الوحدة أقل من القيمة المكتتب بها فإنها تتعهد بشراء الصكوك التي في حوزتها بالقيمة المكتتب بها وليس بالقيمة السوقية ، ونظراً لأهمية توضيح جوانب هذه المسألة لابد من التحرير الآتي:
تحرير المسألة في موضوع تعهد مصدر الصكوك بشرائها بالقيمة الاسمية المكتتب بها:

الأمر الذي لا خلاف فيه بين الفقهاء أن المضارب أمين على ما بيده من مال ، وأن هذا المال في حكم الوديعة عنده، فلا يضمن إلا بالتفريط أو التعدي شأنه في ذلك شأن الوكيل والوديع وسائر الأمناء.

وبناءً على ذلك ذهب جمهور الفقهاء إلى عدم جواز اشتراط الضمان على المضارب في العقد سواء كان هذا الشرط من رب المال وقبله المضارب، أو كان الاشتراط من المضارب على نفسه متبرعاً لأن ذلك يناهض مقتضى العقد⁽¹⁾

وعليه فلا يجوز أن تشتمل نشرة الاكتتاب في الصناديق الاستثمارية على شرط ضمان جهة الإصدار لرأس المال بصفتها المضارب، كما لا يجوز من باب أولى ضمان ربح مقطوع أو منسوب إلى رأس المال، فإن وقع النص على ذلك صراحة أو ضمناً بطل شرط الضمان. وقد صدرت في هذا الخصوص كثير من الفتاوى الشرعية المعاصرة التي تنص على عدم جواز ضمان المال المستثمر بقصد الربح، لأن الاستثمار في الإسلام يقوم على أساس الغرم بالغنم، فالخسارة في المضاربة يجب أن يتحملها رب المال بينما تنحصر خسارة المضارب في

(1) المغني لابن قدامة، 5/ 191، المبسوط، للسرخسي، 12/ 20، تكملة المجموع، للمطيعي، 14 / 383، مراجع سابقة، المدونة الكبرى، الإمام مالك بن أنس، رواية سحنون، 4 / 58، دار الكتب العلمية، 1415 / 1994



ضياح عمله وجهده، وكذلك النص على ضمان المضارب لرأس المال مع نسبة من الربح تجعل التعامل كالمراباة التي يضمن فيها المستثمر القرض ويستحق المقرض زيادة، وإلى هذا ذهب مجمع الفقه الإسلامي ونصه: "يد المضارب على حصيلة الاكتتاب في الصكوك وعلى موجودات المشروع هي يد أمانة لا يضمن إلا بسبب من أسباب الضمان الشرعية، ولا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار على نص بضمان عامل المضاربة رأس المال أو ضمان ربح مقطوع أو منسوب إلى رأس المال، فإن وقع النص على ذلك صراحة أو ضمناً بطل شرط الضمان واستحق المضارب ربح مضاربة المثل»⁽¹⁾

وعلى هذا الأساس يتبين عدم جواز ضمان المضارب خسارة رأس المال إذا لم يكن مقصراً أو متعدداً وذلك لكي لا يخسر المضارب مرتين، الأولى بضياح جهده وعمله وفوات الربح الذي كان يسعى لتحقيقه، والثانية بتحمل خسارة رأس المال. ولأن ذلك يخالف حكماً شرعياً في المضاربة يجعل الوضعية على رب المال، فهو وحده الذي يتحمل خسارة ماله. أما إذا خالف المضارب حكماً من أحكام المضاربة أو قيداً من القيود التي اشترطها رب المال، أو أنه وقع منه تقصير في إدارة مال المضاربة ينتج عنه هلاك المال وتحقق الخسارة، فإنه في هذه الحالة يضمن باتفاق الفقهاء، ويجوز في مثل هذه الحالة أن يطلب رب المال ضمناً يضمن به تعدي أو تقصير المضارب، كما يجوز له أن يطلب كفيلاً يضمن له ما يضيع من ماله بتعد أو تقصير، وهذا فيما يتعلق باشتراط رب المال ضمان رأس المال على المضارب سواء كان ذلك قبل إتمام التعاقد أو بعده، وعليه فإن جمهور الفقهاء⁽²⁾ لا يميزون كذلك تطوع المضارب بالضمان ولو بعد الشروع في العمل لأن المضارب يكون متهما برغبته في استدراج رب المال وإبقاء رأس المال بيده.

(1) مجمع الفقه الإسلامي الدولي الرابع، قرار رقم 30(4/5)، بند 14، مجلة المجمع، العدد الرابع، ج3/1809 جدة، 1408/1988 . وانظر هيئة المعايير الشرعية، قرار المجلس الشرعي (رابعاً)، البحرين 14 فبراير /7 من صفر 1429/2008، وفتاوى ندوة البركة الأولى، الفتوى رقم 2، مرجع سابق .

(2) بدائع الصنائع، للكاساني، 26/8، المبسوط، للسرخسي، 19/22، تبیین الحقائق، للزيلعي، 53/5، المدونة الكبرى، لمالك رواية سحنون، 3/647، القوانين الفقهية، لابن جزي، ص 211، جواهر الإكليل، لصالح الآبي، 2/172، مغني المحتاج، للخطيب الشربيني، 3/418، كشف القناع للبهوتي، 5/1736، شرح المنتهى، للبهوتي، 2/337، نيل المآرب، مرعي الكرمي، 3/200، المغني، لابن قدامة، 7/179، مراجع سابقة، روضة الطالبين وعمدة المفتين، أبو زكريا محيي الدين بن شرف بن مري الحوراني النووي،، 5/138، دار الكتب العلمية، بيروت، 1993/1413 .

ولقد حدثت صور معاصرة لضمان رأس المال ومن ذلك أن تقوم جهة إصدار الصكوك بجمع قيمة الصكوك لبناء مشاريع مجمعات تجارية وسكنية في مناطق في دول الخليج ثم بعد ذلك تقوم بإيجارها وبيعها للتجار والراغبين وفق دراسة للجدوى وافق عليها البنك المركزي وتشجيعاً لإقبال الجمهور على الاكتتاب تعهدت وزارة المالية باعتبارها جهة ليست من أطراف التعاقد في الصندوق بالتبرع بتغطية أي خسارة لرأس مال المضاربة بحيث ستكون أرباح الصندوق بعد تمام المشروع للمكاتبين ، وإذا وقعت خسارة فإن الوزارة متعهدة بالتبرع بما يعطي القيمة الاسمية للوحدات الاستثمارية ، وهناك العديد من الصناديق الاستثمارية في دول الخليج حققت أرباحاً للمستثمرين وتمكنت من المساهمة في بناء البنية التحتية سواء منها المشاريع العمرانية التجارية أو السكنية ولاسيما في المناطق النائية ، وذلك نظراً لما حققته هذه المشاريع من أرباح فقد زاد إقبال المكاتبين عليها بمجرد صدور تعهد من الدولة بضمان القيمة الاسمية للوحدات الاستثمارية . ولكن هذه أمور تحدث لتشجيع بناء البنية التحتية وقد تحدث لجهة تريد تشجيع مشروع وقفي محدد أو نحو ذلك .

ونظراً لإقبال المستثمرين على الوحدات الاستثمارية التي تصدر مع ضمان قيمتها الاسمية لذلك نشطت العديد من هيئات الفتوى للبحث عن تخريج شرعي لضمان رأس المال في الاستثمار في الصناديق بشكل عام فذهب فريق من الفقهاء المعاصرين إلى أن الاستثمار بالمضاربة المشتركة في الصناديق يختلف عن المضاربة الفردية. حيث أن المصرف المؤسس للصندوق الاستثماري باعتباره هو المضارب ، وهو الذي يقوم بدفع أموال المضاربة إلى جهة تسمى مدير الاستثمار (وهم العاملون بإدارة الاستثمار) لذا قالوا يجوز للمصرف أن يتعهد بضمان رأس المال للمكاتبين واستدلوا بما ورد في بداية المجتهد " إذا دفع العامل رأس مال المضاربة إلى مضارب آخر فإنه ضامن حال الخسارة "⁽¹⁾ وقالوا بأن هذه الصيغة من الاستثمار المعاصر تكون فيها المضاربة مشتركة لها ثلاثة أطراف وهم صاحب المال وهم المكاتبون، والمصرف الإسلامي وهو مؤسس الإصدار، والمضارب المستثمر وهو الشركة المديرة للاستثمار، وقالوا إنَّ الأموال في هذه المضاربة مختلطة من جهة الإصدار ومدير الاستثمار والمكاتبين ، وهي بذلك تختلف عن المضاربة الفردية التي تتألف من مضارب

(1) بداية المجتهد ، موفق الدين ابن رشد ، ص 584 ، مرجع سابق .



ورب مال والعلاقة منحصرة بينهما وتبطل بانسحاب أحدهما، أما في الصندوق الاستثماري فإنَّ انسحاب أي شخص من أرباب الأموال في المضاربة المشتركة لا يؤثر في استمرارية المشاركة ولا يؤدي إلى فسخها، لذا رأوا أنَّه عندما يتلقى المصرف أموال أرباب المال ويدفعها إلى مدير الاستثمار فيمكن الاستئناس في تخريج شرعية ضمان رأس مال المضاربة بما أفتى به الخليفة الرابع علي بن أبي طالب عليه السلام بتضمين الأجير المشترك حيث قال " لا يصلح الناس إلا هذا " والأصل أنَّ الأجير لا ضمان عليه ما لم يتعدَّ . (1) كما استدلووا بما ورد عن بعض المالكية الذين أجازوا أن يتطوع المضارب بالضمان منفصلاً عن عقد المضاربة ونصه " قيل لابن زاب أيجب الضمان في مال القراض إذا طاع (أي تطوع) قابضه بالتزام الضمان ؟ فقال إذا التزم الضمان طائعاً بعد الشروع في العمل فما يبعد أن يلزمه" (2) وهذا يعني أن يتطوع المضارب بالضمان منفصلاً عن عقد المضاربة، أي بعد تمام العقد، على ألا يبيني دخول المشارك على وجود ذلك الضمان.

وذهب فريق آخر من الفقهاء إلى وسيلة أخرى لضمان رأس مال المضاربة وذلك بالموافقة على حسم مبلغ على سبيل التبرع لتغطية مخاطر المضاربة ويتم دفعه لشركة التأمين التكافلي مقابل التعهد بتغطية مخاطر رأس المال. وخلاصة القول يمكن إيجاز الاجتهادات الصادرة في موضوع ضمان رأس مال المضاربة بالآتي :

الاتجاه الأول : تعهد طرف ثالث بالتبرع بتغطية مخاطر رأس مال المضاربة : حيث تهدف في بعض الأحيان جهة ما إلى تشجيع الأفراد وتحفيزهم للمضاربة بأموالهم في مجالات بعينها أو مع جهات محدّدة، وذلك بوعدهم بالتبرع بجبر أي خسارة تلحق رؤوس أموالهم .

الاتجاه الثاني : ضمان المصرف باعتباره وسيط :

المصرف المؤسس للصندوق يضمن رأس المال باعتباره ليس العامل في المال، بل هو الوسيط بين أصحاب المال والعاملين به تخريجاً على قول ابن رشد "لم يختلف مشاهير من فقهاء الأمصار أنه إذا دفع العامل رأس مال القراض إلى مقارض آخر أنه ضامن حال الخسارة " (3) .

(1) المغني لابن قدامة ، 105/6 ، المدونة الكبرى لمالك بن أنس ، 58/4 ، موسوعة ابن تيمية ، 117/2 ، مراجع سابقة .
(2) إعداد المهج للاستفادة من المنهج في قواعد الفقه المالكي، أحمد بن الأمين الشنقيطي، ص 161، دار الفكر العربي، القاهرة، د.ت .
(3) انظر بداية المجتهد ، لابن رشد ، ص 584 ، مرجع سابق .

الاتجاه الثالث : قياس المضاربة المشتركة على الأجير المشترك:
لأن المصرف قام بتشغيل الأموال للداخلين والخارجين في المضاربة المشتركة وليس
لأشخاص معينين فصار كالأجير المشترك والذي يطلق عليه "تضمين الصناع".
الاتجاه الرابع : تخريج ضمان رأس المال على أساس التأمين التكافلي :
ويكون بحسب مبلغ لمواجهة مخاطر الاستثمار يدفع لشركة التأمين التكافلي مقابل
التعهد بتغطية مخاطر رأس المال (1) .

ونظراً لتعدد الاجتهادات في هذا الموضوع عرضت هذه المسألة للبحث على فقهاء مجمع
الفقه الإسلامي الدولي ، وصدر عنه قرار رقم 30(4/5) وهذا نصه:
أولاً: " لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على نص بضمان رأس المال ،
أو ضمان ربح مقطوع أو منسوب إلى رأس المال ، فإن وقع النص على ذلك صراحة أو
ضمناً بطل شرط الضمان واستحق المضارب ربح مضاربة المثل .

ثانياً : ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على وعد
طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل بمبلغ
مخصص لجبر الخسران في مشروع معين، على أن يكون التزاماً مستقلاً عن عقد المضاربة،
بمعنى أن قيامه بالوفاء بالتزامه ليس شرطاً في نفاذ العقد وترتب أحكامه عليه بين أطرافه،
ومن ثم فليس لحملة الصكوك أو عامل المضاربة الدفع ببطلان المضاربة أو الامتناع عن
الوفاء بالتزاماتهم بها بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به بحجة أن هذا الالتزام كان محل
اعتبار في العقد»(2) . وهكذا يشترط المجمع الفقهي أن يكون التزام الضمان مستقلاً عن
عقد المضاربة، بمعنى أن قيام المتبرع بالضمان بالوفاء بالتزامه ليس شرطاً في نفاذ العقد وترتب
أحكامه عليه بين أطرافه، ومن ثم فليس لحملة الصكوك أو العامل في المضاربة الدفع ببطلان
المضاربة أو الامتناع عن الوفاء بالتزاماتهم بها بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به بحجة
أن هذا الالتزام كان محل اعتبار في العقد، وهذا الالتزام بالتبرع ليس

(1) انظر نظام التأمين، مصطفى الزرقا ، ص60، مؤسسة الرسالة ، بيروت ، 1987/1408، عقود التأمين ، د. محمد البلتاجي ص
204 ، دار العروبة ، الكويت، 1982/1402، وانظر ابن عابدين، 170/4، والمغني لابن قدامة ، 7 / 783 .
(2) مجمع الفقه الإسلامي الدولي الرابع، قرار رقم 30(4/5) العنصر الرابع، بند (9)، مجلة المجمع ، العدد الرابع
3 / 1809، جدة، 1988 / 1408 .



ضماناً بمعنى الكفالة لأنها لا تكون إلا في دين صحيح ثابت حاضراً أو مستقبلاً فيكون هناك مدين أصيل وكفيل بالدين، وهنا الأصيل (المضارب) ليس مدينًا لأنه بطبيعة المضاربة لا يصح مسؤوليته. فالضمان هنا يراد به التحمل للتبعية وليس الكفالة، ولا يتناول ضمان الطرف الثالث الربح المتوقع الذي فات (الكسب الفاتت، أو الفرصة الضائعة) بل يقتصر على أصل المال، لأن هناك حاجة بالنسبة لبعض الناس للمحافظة على أصل المال، ولتشجيعهم على استثماره وليست هناك حاجة تدعو إلى ضمان حصته من الربح، كما أن مثل هذا الضمان يشابه المراباة التي تقوم على أساس ضمان الأصيل مع زيادة .

كما عرضت هذه المسألة على هيئة المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية فذهبت إلى تحديد ضوابط إضافية للطرف الثالث الذي يصح تبرعه بالضمان وهذا نصها " يجوز التعهد من طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن أطراف الشركة بتحمل الخسارة شريطة أن يكون التعهد التزاماً مستقلاً عن عقد المشاركة ومن دون مقابل وشريطة ألا يكون الطرف الثالث (المتعهد بالضمان) جهة مالكة أو مملوكة بما زاد عن النصف للجهة المتعهد لها وعليه لا يحق للشريك المستفيد من التعهد الدفع ببطان الشركة أو الامتناع عن الوفاء بالتزامه بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به بحجة أن هذا الالتزام كان محل اعتبار في عقد الشركة " (1)

ثم اجتمع المجلس التشريعي لهيئة المعايير الشرعية في 13-14 فبراير 2008 وجرى مناقشة موضوع التعهد في نشرات الاكتاب بشراء الصكوك بالقيمة الاسمية حيث قال بعض فقهاء المجلس التشريعي يعتبر هذا ضماناً لرأس مال المضاربة ويجعل الوحدات الاستثمارية تشبه سندات القرض الربوية ، وأجاب فريق آخر بأن هذا الضمان يختلف عن القرض الربوي ، لأنَّ القرض الربوي زيادة مشروطة على أصل القرض ، أما الربح في المضاربة مرهون بما يحقق الصندوق من ربح، وقد لا يتحقق الربح ، وأن المضاربة المشتركة تكون مستمرة وتتم غالباً تغطية الخسارة الواقعة في فترة من نشاط الصندوق في فترة لاحقة ، أو من المخصصات المقتطعة من الأرباح لمواجهة المخاطر المتوقعة.

(1) المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة، ص 209، البند، 3/4/1/3 مرجع سابق .

وأخيراً خلصت هيئة المعايير الشرعية بناءً على تصويت أغلبية الأعضاء إلى التوصية التالية " توصي هيئة المعايير الشرعية مصدري الصكوك والوحدات الاستثمارية بعدم التعهد في نشرات الإصدار بالالتزام بالشراء بالقيمة الاسمية لأنّ في ذلك ضمان لرأس مال المضاربة ، ولأنّ هذا التعهد يفسد المضاربة "(1) ، وتمّ تعميم هذه التوصية على جميع المؤسسات الاستثمارية للعمل بموجبها .

المسألة الثانية :

اقتطاع الاحتياطات في الصناديق:

تقوم مختلف صناديق الاستثمار التي تطرحها الشركات على أساس عقد المضاربة، وتتضمن لوائح هذه الجهات النص على اقتطاع نسبة معيّنة من الأرباح في نهاية كل دورة تودع في حساب خاص مستقل، وترصد حصيلة هذه المبالغ لتكوين احتياطات من أجل:

- مواجهة مخاطر الاستثمار وتحقيق حماية رأس المال.

- أو مواجهة انخفاض مستقبلي في الأرباح وتحقيق موازنة في التوزيعات.

والجدير بالملاحظة في هذا الموضوع أنّ الوحدات الاستثمارية قد تنتقل ملكيتها نتيجة التداول في كل فترة إلى مالك جديد وقد تكون فترة سابقة رابحة وبعدها فترة خاسرة وبعدها رابحة فما حكم الربح الحاصل للمالك الجديد من ربح مقتطع من المالك السابق الذي باع حصته والذي تمّ اقتطاع جزء من أرباح فترته التي كان فيها ملكاً لتغطية المخاطر وما الترخيب الشرعي لذلك ، وبيان ذلك فيما يلي:

التكييف الفقهي لاقتطاع الاحتياطات :

جمهور الفقهاء (2) يشترطون أن يكون الربح مختصاً بالمتعاقدين لا يعدوهما إلى غيرهما، وعليه فإنّ الأصل في المشاركات هو أن توزع الأرباح على أصحاب الحصص ويمنع تخصيص أي جزء منها للغير لأنهم هم أصحاب الحق في الأرباح، وهذا بخلاف رأي عند المالكية يقول بجواز اتفاق طرفي عقد المضاربة على تخصيص جزء من الربح (أو كله) إلى

(1) هيئة المعايير الشرعية ، البحرين محضر اجتماع فبراير / صفر ، 2008/1429 .

(2) البحر الرائق شرح كنز الدقائق، لابن نجيم زين العابدين بن إبراهيم، 264/7، دار المعرفة، بيروت، د.ت . القوانين الفقهية، لابن جزي ، ص، 211، نهاية المحتاج ، للرملي، 227/5، المغني، لابن قدامة ، 138/7 مراجع سابقة



الغير لأن المتعاقدين يكونان قد تبرعا بذلك الجزء من الربح فكان ذلك هبة وقربة لله تعالى ولا يمنعان منها" (1) وإلى هذا ذهب هيئة المعايير الشرعية وهذا نصه " يجوز الاتفاق على تخصيص نسبة من الربح لغير الشركاء على أساس التبرع (2) وعلى هذا فإن نسبة الربح المقتطعة هي تبرع من المتعاقدين الذين يمثلون أصحاب الحق في الأرباح، وأنهم قد رضوا بالتبرع سواء انتفعوا هم بالاحتياطي أو انتفع غيرهم به كما تنص على ذلك نشرة الاكتتاب أو لائحة الصندوق الاستثماري أو النظام الأساسي للشركة الذي تم الموافقة عليه من المكتتبين عندما قبلوا بالاكتتاب وفق الصيغة الواردة في النظام الأساسي للصندوق، أو نشرة الاكتتاب. وهذه من التصرفات التي جرى التعامل بها في الصناديق وهي قبولهم بعد اطلاعهم على نشرة الاكتتاب وفيها شرط اقتطاع الاحتياطي من الأرباح فيكتب الشخص على الوحدات الاستثمارية ويعتبر هذا الشرط من قبيل التنازل الرضائي من الشركاء بناء على أن التراضي على أي شرط في الشركة جائز ما لم يحل حراماً أو يحرم حلالاً (3)، ومادام الربح للشركاء فلهم أن يتفقوا على إبقاء جزء منه وقاية لرأس المال، وللأغراض الأخرى التي تحقق مصالح الشركة، وتعمل على حمايتها من الأزمات الاقتصادية، (4) وقد نص الفقهاء على ما يشبه هذا عندما قالوا " وتحرم قسمة الربح والعقد باق، إلا باتفاقهما على قسمته، لأنه وقاية لرأس المال، فلا ربح إلا بعد سلامة الأصل (5) أما عن كيفية اقتطاع هذه الاحتياطيات: هل سيكون من الربح الكلي قبل توزيعه بين المضارب ورب المال؟ أم هل يشترط اقتطاعه من أحد الطرفين دون الآخر؟ فإن الحكم يختلف بحسب المستهدف من تكوين الاحتياطي:

– فإذا كانت الأرباح المقتطعة مخصصة لمواجهة مخاطر الاستثمار وتحقيق حماية رأس المال

(1) انظر فتح العلي المالك في الفتوى على مذهب مالك، للشيخ عليش، 56/1، دار المعرفة، بيروت، د.ت

(2) المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة، ص 211، بند 15/5/1/3. البحرين، 2007/ 1428

(3) انظر شركة المساهمة، للمرزوقي، ص 479، الشركات في الشريعة والقانون، د. عبد العزيز الخياط، 2/232، مرجع سابق .

(4) انظر الأجوبة الشرعية، دلة البركة، د. عبد الستار أبوغدة، ص 78، وفتوى الهيئة الشرعية، بنك دبي الإسلامي، فتوى رقم، 9 / 807

، وبحث احتياطي لمواجهة مخاطر الاستثمار، د. حسين حامد، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الثالث العدد الثالث، 77/1

عمان، الأردن، 1986/ 1407 .

(5) كشاف القناع، للبهوتي، 3/519، مرجع سابق .

بحيث يغطّي هذا الاحتياطي، أيّ خسارة تلحق رأس المال، ففي هذه الحالة يجب أن تقتطع من حصة أرباب المال في الربح وحدهم، ولا مجال لمشاركة المضارب في هذا الاحتياطي لأنه يكون بذلك قد ضمن جزءاً من خسارة رأس المال، وهذا الضمان غير جائز باتفاق الفقهاء (1). وقد نصت فتوى مجمع الفقه الإسلامي على أنه: "ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة، إما من حصة الصكوك في الأرباح في حالة وجود تنضيف دوري، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال .

– أما إذا كانت الأرباح المقتطعة مخصصة لمواجهة انخفاض محتمل في الأرباح وتحقيق موازنة في التوزيعات بحيث يتفق المتعاقدون على توزيع مستوى معين من الأرباح والاحتفاظ بالجزء المتبقي لاستخدامه مستقبلاً في حالة انخفاض الأرباح عن المستوى المطلوب، فإنه يجوز هنا اقتطاع تلك الاحتياطيات من الربح الإجمالي قبل توزيعه بين أرباب المال والمضارب، إذ كلاهما له الحق في الربح ومستفيد بالاحتياطي" (2) وهذا ما ذهبت إليه فتاوى العديد من الهيئات الشرعية ونصها مايلي: «إذا كان المخصص المقتطع من أرباح شركة المضاربة هو لضمان مستوى معين من الأرباح فإنه يجوز اقتطاعه من الربح الكلي قبل توزيعه بين أرباب المال والمضارب، أما إذا كان المخصص لوقاية رأس المال (حماية الأصول) فإنه يقتطع من حصة أرباب المال في الربح وحدهم، ولا يشارك فيه المضارب، لأن اقتطاعه من الربح الكلي يؤدي إلى مشاركة المضارب في تحمل خسارة رأس المال، وهي ممنوعة شرعاً، لتغطية الحساب المخصص لمواجهة مخاطر الاستثمار، ولكن يجوز اقتطاع نسبة معينة من صافي أرباح الاستثمار المتحققة من مختلف العمليات الجارية خلال الدورة التجارية الأولى إلى الدورة الثانية بحيث تغطي الأرباح الانخفاض المتوقع في الفترة اللاحقة» (3)، وذلك للمحافظة على توزيع دوري متوازن للأرباح .

- (1) انظر المغني لابن قدامة، 5/191، والمبسوط، للسرخسي، 12/20، وتكملة المجموع، للمطيعي، 14/383، والمدونة الكبرى، للإمام مالك بن أنس، رواية سحنون، 4/58، مراجع سابقة .
- (2) اجمع الفقهي الإسلامي الرابع، 5/488، والعنصر الرابع، البند 8، وانظر المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة، ص211، بند 3/1/5/14. مراجع سابقة .
- (3) فتاوى الهيئة الشرعية، بنك دبي الإسلامي، فتوى رقم، 9/807، وفتاوى الحلقة العلمية الثانية، دلة البركة، الفتوى الثالثة،



وختلاصة القول :

الاحتياطي هو جزء من الأرباح، وإذا رضي المضارب والمشاركون في الصندوق بإرجاء توزيع جزء من الربح وتخصيصه لمواجهة مخاطر الاستثمار جاز ذلك. ويتحقق الرضا بالقبول باقتطاعه من خلال الموافقة على لوائح الصندوق، فإذا كان ذلك الاحتياطي لمواجهة حالات الانخفاض في الأرباح عن مستوى معين، جاز أن يقتطع من الربح الإجمالي، لاستفادة المضارب وأرباب المال منه. وإذا كان لحماية رأس المال فإنه يقتطع من حصة أرباب المال في الربح دون حصة المضارب؛ لأنه للوقاية من الخسارة وهي على أرباب المال وحدهم إن وقعت، لأن حملة صكوك المضاربة هم أصحاب المشروع يقومون بالتبرع لتكوين احتياطي يؤمن مشروعهم ضد مخاطر الاستثمار وذلك من أرباح المشروع نفسه، ثم إن الجزء الذي يفيض عن تغطية المخاطر الفعلية المطلوب تغطيتها يبقى حقاً من حقوق الملكية .

المسألة الثالثة :

أرباح فترة الاكتتاب :

تختلف فترة الاكتتاب من إصدار إلى آخر، وهي تمتد من خمسة عشر يوماً إلى شهرين أو ثلاثة أشهر في بعض الأحيان. والأصل أن تكون الأموال المجمعة في فترة الاكتتاب أموالاً نقدية لدى جهة الإصدار، ولا سيما إذا كانت تلك الفترة قصيرة لا تتعدى الأسبوع أو الأسبوعين، بحيث لا تقوم جهة الإصدار باستثمارها وتعتبر بمثابة المبالغ المدفوعة في الحسابات الجارية قرصاً مضموناً لا يستحق أي عائد. ولكن الأمر يختلف إذا طالت فترة الاكتتاب، فالجهة المصدرة تستفيد من هذه الأموال وتستثمرها لتلك الفترات القصيرة، إما بنفسها أو بوضعها في حسابات توفير استثمارية أو نحو ذلك من مجالات الاستثمار التي تمكنهم من سحب الأموال عند الطلب، وهذا التصرف هو الأولي لكي لا يتم تجميد الأموال وعليه فإن من حق المكتتبين الحصول على ربح أموالهم حسب مدة بقائها لدى جهة الإصدار من يوم تسليمها إلى يوم غلق الاكتتاب، بحيث لا يتضرر من اكتتب في الوحدات في بدايات فترة الاكتتاب،

ولا يستفيد دون وجه حق من اكتتب في نهاية فترة الاكتتاب. ولذا تنص بعض الإصدارات على هذا الأمر كما يلي: " في تاريخ الإغلاق، سيتلقى المكتتبون توزيعات نقدية تعادل مبلغ صافي الأرباح التشغيلية للوحدة التي تم الاكتتاب فيها خلال تلك الفترة". وإلى هذا ذهبت الهيئة الشرعية للبركة وهذا نص الفتوى: "من حق المكتتبين المبكرين الحصول على ربح أموالهم المستثمرة أثناء فترة الاكتتاب، وعلى الشركة أن تتخذ الإجراءات التي تسهل ذلك مثل استخدام النمر، ومطالبة المكتتبين بفتح حسابات لإيداع تلك الأرباح".⁽¹⁾

وقد صدر قرار الجمع الفقهي توزيع الربح بطريقة (النمر) في المضاربة المشتركة: وهذا نصه : "إن مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي قرر مايلي :

" لا مانع شرعاً حين توزيع الأرباح من استخدام طريقة النمر⁽²⁾ القائمة على مراعاة مبلغ كل مستثمر ومدة بقائه في الاستثمار، لأن أموال المستثمرين ساهمت كلها في تحقيق العائد حسب مقدارها ومدة بقائها فاستحقاقها حصة متناسبة مع المبلغ والزمن هو أعدل الطرق لإيصال مستحقاتهم إليهم، وإن دخول المستثمرين في المضاربة المشتركة بحسب طبيعتها موافقة ضمناً على المباراة⁽³⁾ عما يتعذر الوصول إليه، كما أن من طبيعة المشاركة استفادة الشريك من ربح مال شريكه، وليس في هذه الطريقة ما يقطع المشاركة في الربح، وهي مشمولة بالرضا بالنسب الشائعة الناتجة عنها"⁽⁴⁾.

(1) الحلقة العلمية الثانية، دلة البركة، الفتوى رقم (2)، مرجع سابق.

(2) توزيع الربح بطريقة النمر، مثاله: لو أن الوحدات التي يملكها أحد المكتتبين في الصندوق 1000 وحدة استثمارية، وكل وحدة قيمتها دينار، وكان العائد السنوي 18 %، ومدة بقاء الوحدات مائة يوم. فتكون طريقة الحاسبة كمايلي :

$$\text{العائد السنوي لألف دينار} = 180.000 \text{ فلساً}$$

$$\text{العائد اليومي لألف دينار} = 180.000 \div 360 \text{ يوم} = 500 \text{ فلساً}$$

$$\text{العائد لألف دينار لمدة 100 يوم} : 500 \text{ فلساً} \times 100 = 50.000 \text{ فلساً أي خمسون ديناراً.}$$

(3) المباراة: هي أن يبرء كل طرف ذمة الآخر في الأمور التي يتعذر تحقيقها في العرف التجاري.

(4) مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الثالثة عشرة المنعقد بدولة الكويت من 7 إلى 12 شوال 1422هـ، الموافق 22 - 27 كانون الأول (ديسمبر) 2001م.



المسألة الرابعة:

توزيع الأرباح فترة نشاط الصندوق

بما أن نشاط الصندوق يستمر سنوات وتكرر عليه دورات زمنية متعددة نظراً للطابع الجماعي للمستثمرين ، لذلك تقوم جهات الإصدار في أكثر الأحيان بتوزيع أرباح في فترات دورية، وقد جرى العرف أن تشتمل لوائح الصندوق، أو نشرة الإصدار بنوداً توضح كيفية توزيع الأرباح بين المضارب والمشاركين، ويراعى فيها ذكر نسبة معلومة شائعة دون تحديد مبلغ مقطوع لأحد الطرفين أو منسوب إلى مبلغ المشاركة إلا إذا كانت إدارة الصندوق تتم بطريقة الوكالة فيحدد أجر الوكيل بمبلغ مقطوع، أو بنسبة من مبلغ المشاركة، أما إذا كانت الإدارة بطريقة المضاربة فيكون تقسيم الربح على ما يتفق عليه الطرفين بشكل لا يقطع المشاركة في الربح، وأما الخسارة فهي على أرباح المال بمقدار حصصهم في رأس المال وقد تكون طريقة توزيع الربح على الوحدات وذلك بأن تضاف الأرباح على أموال الصندوق و يعاد استثمار مبالغ الصندوق مع الأرباح المتحققة، ولا يتم توزيع أرباح بشكل دوري، ولكن يتم التقييم لسعر الوحدة فيعرف المساهم مقدار ربحه حسب ارتفاع قيمة الوحدة، ويحصل المستثمر على هذه الأرباح عند بيع الوحدة لآخرين أو أن ينتظر حتى انتهاء عمر الصندوق وتصفية أصوله وعندئذ يحصل على وحداته محملة بنتائجها النهائية من أرباح أو خسائر .

و تقوم جهات الإصدار في أكثر الأحيان بتوزيع أرباح في فترات دورية، وتتخذ هذه التوزيعات إحدى الطريقتين التاليتين (1) :

الطريقة الأولى:

توزيع دفعات على الحساب إلى أن تتم التصفية النهائية للصندوق فتعدل التوزيعات وتتم التسوية وفقاً للنتائج الفعلية المتحققة بعد التنضيق الحقيقي أو الحكمي (2) وهذه الطريقة تعني قسمة الربح قبل المفاصلة أي مع استمرار المضاربة .

(1) انظر إدارة الاستثمارات، د. محمد مطر ص 83، أدوات الاستثمار في أسواق المال، د. منير هندي ص 114، واقع وآفاق صناديق الاستثمار، عياد المهلكي، ص 62، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، د. منير هندي، ص 146، مرجع سابق .

(2) مصطلح فقهي : يعني تصفية الموجودات ببيعها فتصبح نقوداً فقط ، والحكمي : أي تقدير قيمة الموجودات بالنقود .

الطريقة الثانية: توزيع الربح بشكل نهائي في فترات دورية محددة بحيث تعتبر نتائج كل دورة من دورات توزيع الأرباح مستقلة عن نتائج الدورات اللاحقة. فيكون لكل دورة حساباتها وأوضاعها المالية الخاصة وتوزع نتائجها في كل مرة دون اللجوء إلى التصفية النهائية للصندوق نفسه .

التكييف الفقهي لتوزيع الأرباح :

الأصل في المضاربة أن توزع الأرباح بعد أن تتحول السلع وموجودات الصندوق إلى نقود ويستعمل الفقهاء هذا اللفظ في باب المضاربة فيقولون " نضَّ المال " ويعنون به بأنه صار نقداً بعد أن كان متاعاً، أي سلعاً وبضائع، وبالتنضيز يظهر الربح في المضاربة وبالنسبة للطريقة الأولى التي يتم فيها توزيع دفعات على الحساب إلى أن تتم التصفية النهائية للصندوق، فقد أجازها الشافعية والحنابلة، وقالوا: طالما أن الربح لا يستقر بالقسمة بحيث تجبر أي خسارة لاحقة بالربح الأول الموزع لأن الربح - كما هو مسلم لدى الفقهاء - يجب أن يكون وقاية لرأس المال ⁽¹⁾ ، ولكن في الصناديق الاستثمارية يصعب فيها التنضيز الحقيقي لأن بيع الموجودات فعلاً وتحصيل الثمن النقدي لها وعمل التسويات لا يكون إلا في نهاية عمر الصندوق، وبما أن نشاط الصندوق يستمر سنوات وتمر عليه دورات تجارية متعددة ، وبما أنه يتسم بالطابع الجماعي للمستثمرين فإن الذي يحدث خلال هذه السنوات يبيع بعض الشركاء وحداتهم الاستثمارية ويدخل شركاء جدد، وهؤلاء الجدد أيضاً بعد فترة يبيعون وحداتهم ولا ينتظرون حتى نهاية عمر الصندوق كل ذلك حداً بالفقهاء المعاصرين للنظر في كيفية معالجة هذه المسألة فوجدوا أن التنضيز التقديري - أي تقويم موجودات الصندوق - هو الحل الأمثل، والتمسوا للتقويم أصلاً معتمداً لدى الفقهاء وبخاصة القائلين بجواز المضاربة بالعروض حيث إنهم اشترطوا لصحة المضاربة معرفة رأس المال بالمبلغ النقدي لتقادي تغير قيمة العروض ما بين بدء المضاربة وانتهائها ⁽²⁾

(1) انظر معني المحتاج، للخطيب الشربيني، 2/318، نهاية المحتاج، لشمس الدين الرملي، 5/240، روضة الطالبين للنووي، 5/142، المعني، لابن قدامة، 2/176 - 179، شرح المنتهى، للبهوتي، 2/235، مراجع سابقة، فتح العزيز شرح الوجيز، لعبد الكريم الرفاعي، 12/77، دار الكتب العلمية، بيروت، 1417 / 1997 .

(2) انظر المعني لابن قدامة، 5/56، المرجع نفسه .



وعلى هذا يمكن أن يصار إلى التنضيق التقديري في فترات دورية وعدم الانتظار لنهاية عمر الصندوق التي قد تكون عشر سنوات أو أكثر أو أقل ويكون توزيع الأرباح على فترات دورية موضحة في نشرة الاكتتاب بأن يتم تحديد صافي أرباح الصندوق طبقاً للقواعد المحاسبية المتعارف عليها في الأوساط المالية، ويتمثل صافي الربح أو الخسارة في الفرق بين صافي قيمة أصول الصندوق في بداية الاستثمار وصافي أصوله بتاريخ التقييم وقد صدر بشأن التقدير الحكمي قرار عن مجمع الفقهي الإسلامي الدولي جاء فيه " إنَّ محلَّ القسمة هو الربح بمعناه الشرعي، وهو الزائد عن رأس المال، وليس الإيراد أو الغلة، ويعرف مقدار الربح الذي يوزع بين حملة الصكوك وعامل المضاربة وفقاً لشروط العقد يستحق الربح بالظهور، ويملك بالتنضيق الحقيقي، أو التقويم (أي التنضيق الحكمي) ولا يلزم إلا بالقسمة. وبالنسبة للمشروع الذي يدر إيرادا أو غلة فإنه يجوز أن توزع غلته. وما يوزع على طرفي العقد قبل التنضيق (التصفية) يعتبر مبالغ مدفوعة تحت الحساب»⁽¹⁾

أما بخصوص الطريقة الثانية التي يوزع فيها الربح في فترات دورية محددة بحيث تكون كل دورة من دورات توزيع الأرباح مستقلة عن الأخرى دون اللجوء إلى التصفية الفعلية للصندوق نفسه، وقالوا بما أن التنضيق الحقيقي ليس مكنائياً المضاربة المستمرة المشتركة (في الصندوق الاستثماري) فلا مناص حينئذ من اللجوء إلى التنضيق الحكمي وذلك عملاً بقاعدة : إذا ضاق الأمر اتسع⁽²⁾ ولقد ورد في الأجوبة الشرعية لدلة البركة توضيح جوانب هذه المسألة وهذا نصه⁽³⁾ " المراد بالتنضيق تحويل البضائع إلى نقود (سيولة)، والتنضيق هو الأصل الشرعي لإمكانية حساب ربح المشاركة والمضاربة، لأنه يتوقف عليه استرجاع القدر الفعلي لرأس مال المشاركة من النقود واحتساب ما زاد عليه ربحاً إجمالياً، يتحول بعد إخراج المصاريف إلى ربح صاف قابل للتوزيع . وبما أن المشاركات في المؤسسات المالية الإسلامية أصبحت مرتبطة بدورات زمنية محددة ومستمرة؛ نظراً للطابع

(1) قرار المجمع الفقهي رقم (5) الدورة الرابعة، البند 8، فتاوى الحلقة الفقهية الثانية للبركة، فتوى رقم، 2،

(3) المنشور في القواعد، بدر الدين الزركشي، 120/1، مرجع سابق.

(3) الأجوبة الشرعية في التطبيقات المصرفية، د. عبد الستار أبوغدة، فتوى، 107، ص 96، وانظر المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة، ص 211، بند 1/5/1/3. وص 212 بند 3/6/1/3، مراجع سابقة .

الجماعي في المستثمرين والمخارحة بينهم، فقد تعين اعتبار بديل للتنضيض الفعلي في هذه الحالات، وهو التنضيض التقديري (التقويم)، حيث إن الرجوع للقيمة يعتبر مبدأً شرعياً في كثير من التطبيقات الفقهية كما في الغصب، وتعذر الالتزام بالمثل فيصار للقيمة، وكذلك في جزاء محظورات الحج والصيد وغيرها " (1) .

وعلى ضوء ماسبق صدرت فتوى ندوة البركة بشأن التنضيض الحكمي بطريق التقدير الدوري بغرض توزيع الأرباح أو تحديد أسعار تداول الوحدات ونصها مايلي:

1- " للتنضيض الحكمي بطريق التقويم في الفترات الدورية خلال مدة عقد المضاربة، حكم التنضيض الفعلي لمال المضاربة، شريطة أن يتم التقويم وفقاً للمعايير المحاسبية المتاحة.

2- يجوز شرعاً توزيع الأرباح التي يظهرها التقويم، كما يجوز تحديد أسعار تداول الوحدات بناء على هذا التقويم" (2)

كما صدر في هذا قرار من مجمع الفقه الإسلامي هذا نصه: «إن محل القسمة هو الربح بمعناه الشرعي، وهو الزائد عن رأس المال وليس الإيراد أو الغلة. ويعرف مقدار الربح إما بالتنضيض أو بالتقويم للمشروع بالنقد، وما زاد عن رأس المال عند التنضيض أو التقويم، فهو الربح الذي يوزع بين حملة الصكوك وعامل المضاربة" (3) .

(1) الأجوبة الشرعية في التطبيقات المصرفية، د. عبد الستار أبوغدة، فتوى، 107، ص 96، مرجع سابق .

(2) ندوة البركة الثامنة للاقتصاد الإسلامي، الفتوى رقم 8/11، ص 194، جدة 1413 / 1993

(3) قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الرابعة، قرار رقم 30 (4/5) البند 8، مرجع سابق



الفصل الخامس

الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامي

- المبحث الأول: تعريف الرقابة الشرعية، مهامها . أهميتها .
- المبحث الثاني: مرجعية الرقابة الشرعية. مجالاتها. إجراءاتها.
- المبحث الثالث: الأسس الفنية للرقابة الشرعية ، وضوابطها .
- المبحث الرابع: تقارير الرقابة . النماذج المقترحة للتقارير.

المبحث الأول الرقابة الشرعية - مهامها - أهميتها

يتناول هذا المبحث تعريف الرقابة الشرعية ، وأهدافها ومقاصدها ، وأهميتها في مجال الرقابة على صناديق الاستثمار الإسلامي وبيان ذلك فيما يلي :

أولاً : تعريف الرقابة الشرعية :

" الرقابة الشرعية هي عبارة عن فحص مدى التزام المؤسسة بالشرعية في جميع أنشطتها، ويشمل الفحص العقود، والاتفاقيات، والسياسات، والمنتجات، والمعاملات، وعقود التأسيس، والنظم الأساسية " (1)

ثانياً : مهام الرقابة الشرعية على الصناديق الاستثمارية الإسلامية

تتمثل الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية في متابعة ومراجعة وفحص وتقييم كافة المعاملات والتصرفات والأعمال التي تقوم بها تلك الصناديق للاطمئنان من أنها تتم وفقاً لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وكذلك وفقاً للفتاوى والقرارات والتوصيات المعاصرة الصادرة عن مجامع الفقه وهيئات ومجالس الفتاوى ، وبيان المخالفات، وتحليل أسبابها، ثم تقديم المعالجات الشرعية لها مقرونة بالتوصيات والإرشادات اللازمة لتطوير الضبط الشرعي إلى الأفضل.

كما تشمل الرقابة الشرعية تقديم تقارير دورية خلال الفترة المالية، وكذلك تقريراً سنوياً في نهايتها يرفق بالقوائم المالية يعتبر شهادة وحكماً ورأياً يُقرّ فيه المراقب الشرعي، أو هيئة الرقابة الشرعية عما إذا كانت إدارة الصندوق قد التزمت في معاملاتها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وبيان الملاحظات إن وجدت.

ثالثاً : أهمية الرقابة الشرعية على الصناديق

إنَّ معاملات صناديق الاستثمار الإسلامية يجب أن تخضع للرقابة الشرعية للتأكد من سلامة تلك المعاملات في جوانبها الشرعية، ويؤكد هذه الأهمية مايلي (1).

1- ضرورة التأكد من التزام الصندوق بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.



2- ضرورة الاطمئنان من السلامة القانونية لمعاملات وعقود الصناديق وأنها تتم وفقاً للقوانين والقرارات والتعليمات الواردة من الجهات الحكومية مثل: هيئة سوق الأوراق المالية و (البنك المركزي) وغيرهما ، وهذا يوجب التنسيق بين إدارة الرقابة الشرعية ، والقانونية ، والاستثمارية .

3- ضرورة الاطمئنان من أن أموال المشتركين قد جمعت بالحق ووظفت بالحق طبقاً لأسس ومعايير وصيغ الاستثمار والتمويل الإسلامية والفنية والاستثمارية .

4- ضرورة تقويم الأداء على فترات دورية ربع سنوية ، نصف سنوية ، سنوية ، وكذلك التأكد من توافق طريقة تحديد صافي قيمة الوحدات الاستثمارية مع الضوابط الشرعية في موضوع التداول أو التخارج، وذلك بالتعاون مع الرقابة المالية.

وتأسيساً على هذه الأهمية يجب أن يكون هناك منهج وإطار متكامل لنظم الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية يحكمه التنسيق والتكامل والتعاون. وتتعدد أجهزة ونظم الرقابة على معاملات صناديق الاستثمار الإسلامية بتكامل وتعاون معاً تحقيقاً لمقصد هام من المقاصد الأساسية التي تقوم عليها الشريعة الإسلامية وهي المحافظة على الأموال وتنميتها لتؤدي دورها المشروع في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

(1) الرقابة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية ، حولية البركة ، العدد الأول ، ص 94 - 122 ، بتصرف
رمضان 1420 هـ ، ديسمبر 1999 ، جدة ، 1999 / 1420 .

المبحث الثاني مرجعية الرقابة الشرعية. مجالاتها. إجراءاتها.

يشتمل هذا المبحث على بيان مرجعية الرقابة الشرعية ومجالاتها ، وإجراءاتها وذلك فيما يلي:

أولاً : مرجعية الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية يعتمد المراقب الشرعي لصناديق الاستثمار الإسلامي على فقه المعاملات بصفة عامة وفقه المضاربة والوكالة والمشاركة بصفة خاصة، وكذلك على الفتاوى والقرارات والتوصيات الصادرة عن مجامع وهيئات مجالس الفقه الإسلامي بشأن التمويل والاستثمار الإسلامي، وبصفة خاصة المعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية

ثانياً: مجالات الرقابة الشرعية على صناديق وصكوك الاستثمار الإسلامية تخضع كافة معاملات وعمليات صناديق وصكوك الاستثمار الإسلامية للرقابة الشرعية والتي تتمثل في الآتي:

(1) - الرقابة الشرعية على عمليات إصدار الوحدات الاستثمارية للتأكد من استيفاء شروط عقد المضاربة من الناحية الشرعية وأنه لا يتضمن أي بنود غير جائزة شرعاً، ويجب على هيئة الرقابة الشرعية القيام بعملية التدقيق قبل الإصدار لمراجعة شروطه.

(2) - التدقيق الشرعي على عمليات شراء الوحدات الاستثمارية وتكوين محفظتها، والتأكد من أنها لا تتضمن أي محظورات شرعية، وكذلك التدقيق على العقود وعمليات الاستثمار في مشروعات استثمارية مباشرة ، والتأكد من أنها تتم وفقاً لصيغ ومعايير الاستثمار الإسلامي.

(3) - التدقيق الشرعي على عمليات التقويم الدوري لقيمة الوحدات والاطمئنان من أنه قد اتبعت الأسس والمعايير الشرعية والمحاسبية الإسلامية ولاسيما الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

(4) - التدقيق الشرعي على عمليات استبدال الوحدات الاستثمارية والاطمئنان من أنها قد تمت وفقاً للمعايير الشرعية والأسس المحاسبية الصادرة عن الهيئة.



- (5) - التدقيق الشرعي على عمليات تحديد وقياس أرباح وخسائر نشاط الصندوق والتأكد من أن التوزيع قد تم وفقاً لشروط عقود المضاربة والوكالة.
- (6) - التأكد من شرعية الإيرادات والتأكد من أنها لا تتضمن أي كسب حرام أو خبيث، وفي حالة حدوث ذلك يقوم بالتأكد من تجنيبها في حساب مستقل تمهيداً للتخلص منها في أوجه البر حسب الفتاوى الشرعية الصادرة في هذا الشأن.
- (7) - التأكد من شرعية النفقات، وأنها لا تتضمن بنود إسراف أو تبذير أو ترف أو بنود لا تخص نشاط الصندوق.
- (8) - التأكد من شرعية القرارات الإدارية والسياسات الاستراتيجية المختلفة للتأكد من أنها تنفق مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وأنها لا تتضمن أي مخالفة
- (9) - الاطمئنان من التزام العاملين بالصندوق بالقيم والأخلاق والسلوكيات الإسلامية.

ثالثاً: الإجراءات التنفيذية للرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية:

لا تقتصر مهمة هيئة الرقابة الشرعية والمراقب الشرعي على الإجابة عن الاستفسارات التي توجه إليه عن الحكم الشرعي للمعاملات، وإنما تشمل أيضاً القيام بعملية التدقيق الشرعي في مواقع عمل الصناديق، حتى ولو اضطر إلى السفر إلى أماكن نشاطات الصندوق ليتحقق من مدى شرعية سير المعاملات للاستثمارات المحلية النائية والدولية.

ويجب أن يكون عمل المراقب الشرعي هادفاً ومخططاً ومنظماً، ويتم وفق سلسلة من الإجراءات التنفيذية على النحو التالي:

أولاً: تحديد الأهداف المختلفة من عمليات الرقابة الشرعية حسب موضوع أو مجال العمل، وذلك في إطار الهدف العام.

ثانياً: وضع خطة للرقابة الشرعية تتضمن النطاق و الموضوعات والفترة الزمنية التي تغطيها عمليات الرقابة، ونسبة العينة ونوع الرقابة... ونحو ذلك مما يجب أن تتضمنه تلك الخطة.

ثالثاً: وضع برامج الرقابة الشرعية في ضوء الخطة السابقة التي تتضمن: مراحل التدقيق، وأدلة الإثبات، وحجم العينة، والملاحظات التي تظهر خلال التدقيق.

رابعاً: تنفيذ عمليات الرقابة الشرعية وفق الأهداف والخطط والبرامج وإثبات المخالفات،
وبيان الملاحظات وتحليل أسبابها.
خامساً: مناقشة الملاحظات مع الجهات المعنية وتسوية ما يمكن تسويته منها.
سادساً: إعداد التقارير اللازمة التي تتضمن الملاحظات التي مازالت قائمة، كما تتضمن
التوصيات الواجب الأخذ بها لتطوير الالتزام الشرعي إلى الأفضل (1) .
سابعاً: متابعة التقارير للاطمئنان من تسوية الملاحظات والأخذ بالتوصيات .
وهكذا تدور دورة إجراءات الرقابة الشرعية على عمليات ومعاملات صناديق وصكوك
الاستثمار الإسلامية، والتي تنتهي في نهاية السنة المالية بالتقرير الختامي الذي ينشر مع
القوائم المالية ويقدم إلى الجمعية العامة للمساهمين.

(1) المعايير الشرعية ، هيئة المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية ، معيار الضبط رقم (1) هيئة الرقابة الشرعية
وتكوينها ص (5) ، البحرين ، 2002/1423



المبحث الثالث

الأسس الفنية للرقابة الشرعية ، وضوابطها .

أ) الضوابط الشرعية التي يجب التأكيد على تدقيقها:

تقوم الرقابة الشرعية بالتأكد من تدقيق أمور أساسية تتلخص بالآتي:

أولاً : التأكد من الجوانب الشرعية الأساسية المعدة في نشرة الإصدار

ثانياً : التأكد من شرعية الشروط المتعلقة بالتعهد بإعادة شراء الوحدات

ثالثاً : التأكد من ضوابط التخارج لبيع الوحدات

رابعاً : التأكد من كيفية التداول والضوابط المتبعة لكل من الفترات التالية :

أ) فترة الاكتتاب إلى أن يبدأ نشاط الصندوق .

ب) فترة نشاط الصندوق وكيفية توزيع الأرباح

ج) فترة نهاية عمر الصندوق .

خامساً: التأكد من الالتزام بالضوابط الشرعية في عمليات تداول واسترداد الوحدات

التي تمثل مايتعلق بالضوابط الخاصة بالوحدات التي تمثل ملكية الأعيان ومنافعها.

سادساً: التأكد من شرعية التعامل في الوحدات الاستثمارية إذا كانت لشركات أو مؤسسات

أو هيئات تتعامل بالمنتجات المشروعة وفقاً لمبدأ الغنم بالغرم والكسب بالخسارة.

سابعاً: التأكد من عدم التعامل بأسهم الشركات التي تتعامل في المحظورات الشرعية.

ثامناً: التأكد من خلو التعاملات من البيع على المكشوف، أو بيوع الاختيارات،

أو المستقبلات أو اتفاقيات التلاعب في الأسعار.

تاسعاً: التأكد من الالتزام بالشراء التجاري الشريف، وليس بغرض الاحتكار.

عاشراً: التأكد من خلو عقود الصناديق من شرط ضمان رأس المال، أو نسبة معينة من الربح⁽¹⁾

(1): "تفعيل آليات الرقابة على العمل المصرفي"، د. يوسف القرضاوي، مجلة الاقتصاد الإسلامي، العدد 238، بنك دبي الإسلامي

، دبي، 1422 / إبريل 2002م.

(ب) ما يجب توفره للضبط الشرعي على الصناديق (1):

يجب أن يوجد في كل صندوق استثمار إسلامي دليل شرعي يتضمن المعايير الشرعية حيث يعتبر بمثابة المرجعية التي يرجع إليها كافة العاملين بها، كما يجب أن يوجد مراقب شرعي دائم يمارس المراقبة الشرعية في مراحلها المختلفة وهي :

(1)- الرقابة الشرعية السابقة قبل اتخاذ القرار.

(2)- الرقابة الشرعية المتزامنة مع الأداء التنفيذي.

(3)- الرقابة الشرعية اللاحقة بعد الأداء التنفيذي.

ومن الضروري أن يكون المراقب الشرعي على علم دائم ومستمر بالفتاوى الشرعية الجديدة التي تصدر بشأن المعاملات المعاصرة للصناديق.

(1) الضوابط الشرعية لمسيرة المصارف الإسلامية - بحث مقدم من بيت التمويل الكويتي إلى المؤتمر الثالث للمصارف الإسلامية ، عقده بنك دب الإسلامي ، دبي 1406هـ / 1985م.



المبحث الرابع

تقارير الرقابة . النماذج المقترحة للتقارير.

أولاً: تقارير الرقابة الشرعية الدورية:

هناك نوعان من تقارير الرقابة الشرعية: تقارير دورية وتقرير سنوي، وفيما يلي نبذة مختصرة عن طبيعة كل منهما مع التركيز على أهمية البيانات والمعلومات الواجب إظهارها بهما.

يجب أن تكون الرقابة الشرعية دائمة ومستمرة طوال الفترة الزمنية موضوع عقد الارتباط المبرم بين الصندوق/ الصكوك وبين هيئة الرقابة الشرعية، ويتولى عمليات التدقيق الشرعي خلال الفترة مراقب شرعي وبعض معاونيه طبقاً لخطه وبرنامج الرقابة السابق الإشارة إليهما، والتي تنتهي بإعداد مجموعة من التقارير اليدوية التي تتضمن أهم المخالفات والملاحظات الواجب تسويتها، كما قد تتضمن بعض التوصيات والإرشادات التي تهدف إلى زيادة فعالية الضبط الشرعي وتطويره إلى الأفضل.

ثانياً : أهم المعلومات الواجب أن تظهر في هذه التقارير ما يلي:

- 1- مجال الرقابة الشرعية.
- 2- حجم العينة موضوع الرقابة الشرعية.
- 3- موضوع الرقابة الشرعية.
- 4- مدى كفاية البيانات والمعلومات التي تم الحصول عليها.
- 5- طبيعة المخالفات التي ظهرت خلال التدقيق الشرعي وسبل تسويتها.
- 6- التوصيات المقترحة لزيادة فعالية الضبط الشرعي.
- 7- المسائل التي تحتاج إلى فتوى شرعية.

وفي الصفحة التالية نموذج لتقرير دوري يمكن أن يستأنس به في التطبيق العملي.

النموذج المقترح للتدقيق :
1) كشف بالأمر التي تم تدقيقها

الإدارة المعنية	مخالف	مطابق	مفردات التدقيق
			* تدقيق العقود: - * تدقيق ملفات الاستثمارات المباشرة. - * تدقيق شراء/بيع الوحدات - * تدقيق بنود الإيرادات. - - * تدقيق بنود النفقات. - * تدقيق نتائج الأعمال. -

اعتماد المراقب الشرعي

اعتماد المدقق الشرعي

ثانياً: تقرير هيئة الرقابة الشرعية السنوي على صناديق الاستثمار الإسلامية:
تقوم هيئة الرقابة الشرعية في نهاية السنة المالية بإعداد تقرير عام شامل عن رأيها عن مدى التزام الصندوق بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وينشر هذا التقرير مع القوائم المالية، ويتلى في الجمعية العامة، ويعتبر هذا التقرير بمثابة شهادة وحكم ورأي من نوع خاص وأساساً لحاسبة مسئولية الهيئة أمام المشاركين في الصندوق والمساهمين وغيرهم. وفي الصفحة التالية نموذج لهذا التقرير يمكن الاسترشاد به



النموذج المقترح للتقرير السنوي أمام الجمعية العمومية

بسم الله الرحمن الرحيم

الحمد لله رب العالمين والصلاة و السلام على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه...

إلى مساهمي صندوق..... الاستثمار الإسلامي

السلام عليكم ورحمة الله وبركاته

وفقاً لخطاب التكليف المرفق صورة منه، يجب علينا تقديم التقرير التالي:

لقد راقبنا المبادئ المستخدمة والعقود المتعلقة بالمعاملات التي طرحها الصندوق خلال الفترة، لقد قمنا بالمراقبة الواجبة لإبداء رأي عما إذا كان الصندوق النزم بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وكذلك بالفتاوى والقرارات والإرشادات المحددة التي تم إصدارها من قبلنا ، ولقد لقد قمنا بعمليات التدقيق حيث اشتملت على فحص العقود والإجراءات المتبعة من الصندوق على أساس اختبار كل نوع من أنواع العمليات ، كما قمنا بتخطيط وتنفيذ مراقبتنا من أجل الحصول على جميع المعلومات والتفسيرات التي اعتبرناها ضرورية لتزويدنا بأدلة تكفي لإعطاء تأكيد معقول بأن معاملات الصندوق لم تخالف أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية. وفي رأينا:

أ- إنَّ العقود والعمليات والمعاملات التي أبرمها الصندوق/الصكوك خلال السنة المالية المنتهية. في والتي اطلعنا عليها تمت وفقاً لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

ب- إنَّ توزيع الأرباح وتحميل الخسارة على حسابات أصحاب الوحدات الاستثمارية والمساهمين في إدارة الاستثمار يتفق مع الأساس التي تم اعتماده من قبلنا وفقاً لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية والعقود المبرمة في هذا الشأن.

ج- أن جميع المكاسب التي تحققت من مصادر أو بطرق تحرمها أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية قد تم صرفها في وجوه الخير حسب الفتاوى الصادرة في هذا الشأن.

د- تم احتساب الزكاة وفقاً لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية والأسس والمعايير المحاسبية والزكوية.

نسأل الله العلي القدير أن يحقق لنا الرشاد والسداد.

والسلام عليكم ورحمة الله وبركاته.

(أسماء وتوقيعات أعضاء هيئة الرقابة الشرعية)

التاريخ / /

نتائج الدراسة والتوصيات

الحمد لله والصلاة والسلام على نبينا محمد وآله وصحبه أجمعين
وبعد : فإنَّ إنَّ أبرز ما أسفرت عنه هذه الدراسة أنَّ الصناديق الاستثمارية الإسلامية
أوضحت حقيقةً يتميز بها الاستثمار الإسلامي حيث صارت المؤسسة المديرة للاستثمار
والمستثمرين شركاء في الربح والخسارة ، وصار لزاماً على مؤسسة الاستثمار قبل إصدار
نشرة الاكتتاب دراسة المشروع ، وأسباب نجاحه ، وتقدير إنتاجيته، وجدوى عوائده وكان
من نتائج استخدام هذه الصيغة والأدوات الاستثمارية استقطاب أموال ضخمة ، وتميزت
بقدره فائقة على توظيف الأموال في مجالات متنوعة ، وقطاعات مختلفة مراعية توزيع
الاستثمار في مناطق جغرافية مختلفة مما جعل من بدهيات هذا النشاط أنه لا يقوم به إلا جهة
متخصصة ذات خبرة استثمارية وكفاءة في إدارة الأموال ، لأن نتائج أعمالها وفق ماهو
محدد للصناديق يستوجب اعتماد سياسة التقليل من مخاطر الاستثمار وفق معايير وتجارب
عملية وتوزيع تلك المخاطر من خلال تعدد المنافذ والمجالات ، وشريعتنا تنص على أنَّ
الحكمة ضالة المؤمن أنى وجدها فهو أحقُّ بها ، لذلك لم يمض على تجربة الصناديق
الاستثمارية الإسلامية العقدين من الزمان وإذا بما تتفوق على الصناديق الربوية باعتراف
مؤسسة النقد الدولي بأن الأسس التي يهيجها هذا الاستثمار من شأنها أن تحقق استقراراً
للنظام الاقتصادي العالمي .

ومن هنا تتجلى أهمية المنهج الاستثماري وفق ضوابط الشريعة الإسلامية بتميزه بالحفاظ على
التوازن الاقتصادي العام من خلال المضاربة، أو المشاركة ، أو الصيغ التمويلية والاستثمارية
الأخرى ، وهكذا أسفرت الدراسة عن النتائج التالية :

1- أنَّ الاستثمار من خلال الصناديق الاستثمارية الإسلامية يتجاوب مع متطلبات التنمية
المتوازنة لأنَّ المدخرين كما أنَّهم سيشاركون في الربح فإنَّهم سيشاركون في تحمُّل نصيبهم
من الخسائر ، وبالتالي سيؤدي هذا إلى توزيع الخسائر أو الأرباح على الطرفين بشكلٍ



يوفر مناخاً ملائماً لسوق تتمكن معه جميع الأطراف من ممارسة نشاطاتها الاقتصادية دون توقف ، كما تتوفر فيه الحوافز وتشجيع فرص العمل .

2- وأن هذا الاستثمار يتوافق مع أهداف الاقتصاد الإسلامي المحددة بمحاربة الفقر ، وتشغيل اليد العاملة ، وتحريك القطاعات الراكدة وهذا يعني اختيار مشاريع يكون التمويل فيها منتجاً ومدروس المخاطر وهذا يستلزم عاجلاً أو آجلاً تحقيق مقاصد الاقتصاد الإسلامي وهو الانتقال بالوظيفة المالية لمؤسسات الاستثمار الإسلامي من دور الوسيط المالي إلى دور الشريك وتحويل معظم النشاطات لتكون على أساس المضاربة والمشاركة في جميع المجالات الزراعية والصناعية والتجارية وذلك بغية إيصال ثمار الاستثمار الإسلامي للقواعد الدنيا من أفراد المجتمع .

3- الاستثمار من خلال الصناديق يضع على عاتق المؤسسات المدبرة لها مسؤولية تفعيل العقود الشرعية كلها سواء منها عقود السلم ، والاستصناع ، والإجارة ، والمشاركة والمراجعة واستحداث مبتكرات استثمارية جديدة .

4- يقع على عاتق الجهات الرقابية والإشرافية مسؤولية وضع نظام لحماية المؤسسات الاستثمارية ، والمستثمرين ، وتوزيع الأرباح بشكل عادل .

5- أن الاستثمار في الصناديق الاستثمارية الإسلامية يتطلب إيجاد كوادر مؤمنة بأهداف وفلسفة الاقتصاد الإسلامي ، وأن تكون مدربة تدريباً عالياً يفوق الكوادر التقليدية ، والعمل على تنشيط الحركة الابتكارية بصياغة برنامج متكامل لتطوير المنتجات الاستثمارية ، وبناء ثقافة التجمع ودمج الكيانات الصغيرة لتتمكن من مواجهة التحديات العالمية وتجنب العزلة والانفراد والوحدة .

لذا خلصت الدراسة إلى التوصيات الآتية:

أولاً :

تشجيع الاستثمار في الصناديق وأي مبتكرات استثمارية متطورة ناجحة وفق ضوابط شرعية وبشكل يكفل مشاركة رأس المال في أي نشاط اقتصادي وإنتاجي يسهم في إنقاذ المجتمعات الإسلامية من وهدة الفقر والتخلف وذلك بالإسهام في تحقيق النمو الاقتصادي ، والاستغلال الأمثل للموارد واعتبار هذه الأنشطة الضرورية للمجتمع فرض كفاية يجب القيام بها لحاجة المجتمع إليها .

ثانياً :

إيجاد كوادر مؤمنة بأهداف وفلسفة الاقتصاد الإسلامي ، وأن تكون مدربة تدريباً عالياً يفوق الكوادر التقليدية ، والعمل على تنشيط الحركة الابتكارية بصياغة برنامج متكامل لتطوير المنتجات الاستثمارية ، وبناء ثقافة التجمع ودمج الكيانات الصغيرة لتمكين من مواجهة التحديات العالمية وتجنب العزلة والانفراد والوحدة .

ثالثاً :

إيجاد مرجعية محترفة عليا تحسم الخلافات الاجتهادية وقادرة على أن تلزم ممارسات المؤسسات الاستثمارية بالضوابط المعتمدة ، وذلك بعمل تقنين على غرار قوانين مجلة الأحكام العدلية ، وقد مهد لذلك مؤسسات اجتهاد جماعي معاصرة مثل المجامع الفقهية ، وهيئة المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية وغيرها من هيئات الفتوى العديدة بشكل سيؤدي لدى تضافر وتوحيد الجهود الوصول إلى فقه المعاملات الموحد، وسيكون من أرقى التقنيات الاقتصادية لأنه مستمد من هدي الله العليم الخبير .



الخاتمة

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على رسول الله محمد معلم الناس الخير وعلى إخوانه الأنبياء والمرسلين وعلى آله وصحبه أجمعين ومن تبعهم بإحسان إلى يوم الدين وبعد : مع ختام هذه الجولة في دراسة الصناديق الاستثمارية الإسلامية فقد استعرضت الآراء الفقهية للمجامع والندوات والمؤتمرات وهيئات الفتوى التي ذكرت أكثرها في حواشي هذه الأطروحة كما سجلتها في قائمة المراجع والمصادر والدوريات ، والتي توضح مدى مرونة التشريع الإسلامي لمواكبة أي تطور يطرأ في المجال الاقتصادي ، كما هي سمتة في جميع مجالات الحياة البشرية .

والجدير بالتنويه في ختام هذا الأطروحة بأن أبرز التباينات تتمثل بتلك الآراء والأدلة ذات المجال الواسع للاستنباطات المتغايرة لبعض المعاملات فترى بأن هناك هيئة فتوى تميزها ، وهناك هيئة أخرى لا تميزها ، حيث صار لكل صندوق استثماري هيئة فتوى مستقلة ، وتعددت الفتاوى في المعاملة الواحدة ، ونتج عن هذا نتائج سلبية في مجال التعامل الدولي مع المؤسسات العالمية التي ترى أن التعامل مع الصناديق لا يعني نظاماً حاكماً موحداً وإنما لكل صندوق قوانينه ، وبالتالي على كل مؤسسة عالمية تخصيص فرق قانونية بعدد الصناديق لذا كان من الضرورة بمكان إيجاد مرجعية عليا تحسم الخلافات الاجتهادية ، وذلك بعمل تقنين على غرار مجلة الأحكام العدلية، وقد مهد لذلك مؤسسات اجتهاد جماعي معاصرة مثل الجامع الفقهية ، وهيئة المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية وغيرها من هيئات الفتوى العديدة بشكل سيؤدي لدى تضافر وتوحيد الجهود الوصول إلى فقه المعاملات الموحد وستكون أرقى التقنيات الاقتصادية لأنها مستمدة من هدي الله العليم الخبير .

وختاماً أسأل الله العلي القدير أن يجعل هذا الجهد خالصاً لوجهه الكريم ، وأن يعود نفعه على البشرية كلها تفاعلاً بتخليصها من النظام الربوي الذي يحاربه الله ورسوله .

وآخر دعوانا أن الحمد لله رب العالمين

وصلى الله وسلم على نبينا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين.


ثبت المراجع والمصادر

كتب التفسير 

- (1) الجامع لأحكام القرآن للقرطبي، القرطبي محمد بن أحمد، ت761، دار إحياء التراث العربي، بيروت
- (2) تفسير القرآن العظيم ، الحافظ عماد الدين أبو الفداء إسماعيل بن كثير القرشي الدمشقي ت ، 774 ، مكتبة دار الفيحاء ، دمشق ، 1994/1414
- (3) تيسير الكريم الرحمن في تفسير كلام المنان، السعدي ، عبد الرحمن بن ناصر، ت1376هـ، جمعية إحياء التراث الإسلامي، الكويت، 1997/1418

معاجم اللغة

- (1) . القاموس الخيط، (محمد الدين) محمد بن يعقوب الفيروز آبادي، ت 817 هـ ، دار الكتب العلمية بيروت، 1997/1417.
- (2) . المعجم الوسيط ، إبراهيم مصطفى . أحمد الزيات . حامد عبد القادر . محمد النجار ، دار الأمواج ط2، بيروت، 1990/1410.
- (3) . المصباح المنير، أحمد بن محمد بن علي المقري ، ت770، مكتبة لبنان، بيروت ، 1990/1410.
- (4) . الكشف ، محمود بن عمر الزمخشري، ت467هـ، دار ابن خزيمة ، الرياض ، 1994/1414.
- (5) . تاج العروس من جواهر القاموس ، محمد بن محمد بن عبد الرزاق الحسيني الزبيدي الملقب بمرتضى ، ت 1205 هـ ، مطبعة حكومة الكويت ، 1985/1406.
- (6) . لسان العرب ، جمال الدين محمد بن مكرم بن منظور ، ت711، دار الكتب العلمية ، بيروت 1993/1414.
- (7) . مختار الصحاح ، فخر الدين محمد بن أبي بكر بن عبد القادر الرازي ، ت666، دار الفكر، بيروت 1981/ 1401.
- (8) . معجم المصطلحات الاقتصادية في لغة الفقهاء، د. نزيه حماد، المعهد العالمي للفكر الإسلامي الولايات المتحدة الأمريكية ، 1993 .
- (9) . معجم متن اللغة، أحمد رضا إبراهيم العاملي، ت1953/1371، مكتبة الحياة ، بيروت 1985/1405.

الحديث الشريف 

- 1) الجامع الصحيح المعروف (بصحيح البخاري) الإمام محمد بن إسماعيل بن إبراهيم بن المغيرة البخاري، ت 256هـ ، المكتبة العصرية، بيروت ، 1417 / 1997
- 2) السنن الصغير للبيهقي أحمد بن الحسين ، ت 458، دار الكتب العلمية ، بيروت، 1412 / 1992
- 3) السنن الكبرى للبيهقي، أحمد بن الحسين ،ت 458، دار المعارف العثمانية، الهند، 1356 / 1936
- 4) السنن الكبرى للنسائي أحمد بن علي، ت 215، دار الكتب العلمية ، بيروت ، 1411 / 1991
- 5) السنن الصغرى للنسائي ، أو سنن النسائي أو (المجتبى) أحمد بن علي بن شعيب ، ت 215 دار البشائر الإسلامية، بيروت ، 1409 / 1989 .
- 6) المستدرک علی الصحيحین للحاکم ، محمد بن عبد الله بن حمدويه النيسابوري ، ت 321 ، دار الكتب العلمية ، بيروت ، 1400 / 1980 .
- 7) المسند ، أحمد بن محمد بن حنبل ، ت 241 هـ ، عالم الكتب، بيروت ، 1419 / 1998
- 8) المصنف، عبد الرزاق الصنعاني ، ت 211 هـ ، تحقيق حبيب الرحمن الأعظمي ، المجلس العلمي ، سملک ، سورت ، الهند ، 1390 / 1970
- 9) المطالب العالیه ، لابن حجر العسقلانی ، أحمد بن علي بن محمد ، ت 773 ، دار العاصمة الرياض 1419 / 1999 .
- 10) المعجم الأوسط ، أبو القاسم سليمان بن أحمد بن أيوب اللخمي الطبراني ، ت 360 ، دار الحرمين القاهرة ، 1415 / 1995
- 11) المعجم الصغير ، أبو القاسم سليمان بن أحمد بن أيوب اللخمي الطبراني ت 360 ، دار الكتب العلمية ، بيروت ، 1403 / 1983
- 12) المعجم الكبير، أبو القاسم سليمان بن أحمد بن أيوب اللخمي الطبراني ت 360 ، ط 2 ، دار الكتب العلمية ، بيروت ، 1404 / 1983
- 13) الموطأ ، الإمام مالك بن أنس ، ت 179، دار إحياء العلوم ، بيروت ، 1408 / 1988
- 14) سنن ابن ماجه ، محمد بن يزيد بن ماجه، ت 275 هـ، الطباعة العربية السعودية الرياض ، 1404 / 1984
- 15) سنن أبي داود ، أبو داود، سليمان بن الأشعث الأزدي السجستاني ، ت 279 ، دار الحديث المدينة المنورة، د.ت

- 16) سنن الترمذي ، محمد بن سورة الترمذي ، ت 279 هـ ، تحقيق محمد عزت الدعاس ، دار الحديث حمص ، 1385 / 1965
- 17) سنن الدارمي ، عبد الله بن بجرام الدارمي السمرقندي ، ت 255 ، دار الكتاب العربي ، بيروت ، 1407 / 1987
- 18) سنن سعيد بن منصور ، سعيد بن منصور الخراساني ، ت 227 ، دار الكتب العلمية ، بيروت ، 1405 / 1985 .
- 19) صحيح ابن حبان ، أو الإحسان في تقريب ابن حبان ، محمد بن حبان التميمي ، ت 354 ، دار ابن تيمية ، القاهرة ، 1406 / 1986 .
- 20) صحيح ابن خزيمة ، محمد بن إسحاق بن خزيمة النيسابوري، ت 255 هـ ، المكتب الإسلامي ، بيروت ، 1412 / 1992 .
- 21) صحيح مسلم ، مسلم بن الحجاج النيسابوري، ت 261 هـ ، تحقيق محمد فؤاد عبد الباقي ، دار إحياء التراث العربي ، بيروت ، 1413 / 1991
- 22) فتح الباري شرح صحيح البخاري ، شهاب الدين أحمد بن علي بن حجر العسقلاني ، ت 852 ، دار الشام ، الرياض ، 1421 / 2000.
- 23) مصنف ابن أبي شيبة ، عبد الله بن أبي شيبة ، ت 235 ، دار الفكر ، بيروت ، 1409 / 1989
- 24) مسند أبي يعلى ، أحمد بن علي الموصلي ، ت 210 ، دار المأمون ، بيروت ، 1409 / 1989
- 25) مسند البزار ، البحر الزخار ، أحمد عمرو عبد الخالق ، المعروف بالبزار ، ت 292 ، دار العلوم والحكم ، المدينة المنورة ، 1409 / 1989 .

كتب المذاهب الأربعة

1

الفقه الحنفي

- 1) الأشباه والنظائر، زين العابدين بن إبراهيم بن محمد بن نجيم المصري الحنفي ، ت 790 هـ ، دار الكتب العلمية ، بيروت، 1400/1980



- (2) الاختيار لتعلييل المختار ، عبد الله بن محمود بن مودود الموصللي ، ت 683 ، دار المعرفة ، بيروت ، 1975 / 1395 .
- (3) البحر الرائق شرح كنز الدقائق ، زين العابدين بن إبراهيم بن محمد بن نجيم المصري الحنفي، ت 790 هـ ، دار المعرفة ، بيروت ، د.ت .
- (4) البناية في شرح الهداية، محمود بن أحمد العيني، ت 855هـ، دار الفكر ، بيروت، 1990/1411
- (5) الدر المختار شرح تنوير الأبصار، علاء الدين بن محمد الحصكفي، ت 1088، ط2، دار الفكر بيروت ، 1400 / 1980
- (6) السراجية لسراج الدين ، محمد بن محمد السجاوندي الحنفي ، ت 600 أو 700 ، مكتبة نزار الباز ، الرياض ، 1417 ، 1997
- (7) العناية شرح الهداية ، علي هامش فتح القدير، محمد بن محمود أكمل الدين البابري الرومي، ت 786 هـ ، المطبعة الميمنية ، القاهرة ، 1313 هـ.
- (8) الفقه الإسلامي في ثوبه الجديد ، أحمد مصطفى الزرقا، جامعة مشق، 1381/1961
- (9) الفقه الإسلامي وأدلته، وهبة الزحيلي، ط 3، دار الفكر ، دمشق، 1399/1980.
- (10) الفتاوى (فتاوى قاضيخان) حسن بن منصور قاضيخان الأوزجندلي ت 592 هـ ، علي هامش الفتاوى الهندية المكتبة الإسلامية ، ديار بكر ، تركيا، 1393/1973
- (11) الفتاوى الهندية ، الشيخ نظام البلخي ، وجماعة من علماء الهند ، دار الفكر، بيروت ،
- (12) اللباب في شرح الكتاب ، عبد الغني الغنيمي الدمشقي الميداني ، المكتبة العلمية، بيروت 1980/1400
- (13) المبسوط ، محمد بن أحمد السرخسي، ت 483 هـ، دار المعرفة ، بيروت ، 1398/1978
- (14) المخارج في الحيل ، محمد بن الحسن بن فرقد الشيباني، ت 189 هـ، تحقيق : يوسف شاخ ، لاينزغ ، ألمانيا ، 1350 / 1930
- (15) الهداية شرح بداية المبتدي ، علي بن أبي بكر عبد الجليل المرغيناني ، دار الكتب العلمية ، بيروت ، 1410 / 1990

- 16) بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، علاء الدين بن مسعود الكاساني، ت 587 هـ، دار الكتاب العربي، بيروت، 1402 / 1982
- 17) تبين الحقائق شرح كنز الدقائق، فخر الدين عثمان بن علي الزيلعي، ت 743 هـ، دار الكتب العلمية، بيروت، 2000/1421
- 18) تنوير الأبصار وجامع البحار، محمد بن عبد الله تمرتاش الغزي الحنفي، ت 1004 هـ، دار الكتب العلمية، بيروت، 1995/ 1415
- 19) تحفة الفقهاء، علاء الدين محمد بن أحمد السمرقندي، ت 539 هـ، تحقيق محمد المنتصر الكتاني، وهبة الزحيلي، دار الفكر، دمشق، د. ت .
- 20) تكملة شرح فتح القدير، المسمى نتائج الأفكار في كشف الرموز والأسرار، شرح على الهداية شرح بداية المبتدي، شمس الدين أحمد بن قودر المعروف بقاضي زاده، ت 988 هـ، دار الكتب العلمية، بيروت، 1995 / 1415
- 21) حاشية الطحاوي على مراقي الفلاح، احمد بن محمد الطحاوي، ت 1231 هـ، ط 2، المطبعة الكبرى الأميرية، بولاق، 1987 / 1407
- 22) دررالحكام شرح غررالأحكام، محمد بن قرا ميز منلا خسرو، ت 1330 هـ، مطبعة أحمد القاهرة، 1329 هـ
- 23) دررالحكام شرح مجلة الأحكام، علي حيدر، دارالكتب العلمية، بيروت، 1411 العلمية، بيروت، 1991/1411
- 24) رد المختار على الدر المختار شرح تنوير الأبصار، المعروف بحاشية ابن عابدين، محمد أمين ابن عابدين ت 1252 هـ، دار الفكر، بيروت، 1979/1399.
- 25) عمدة القاري شرح صحيح البخاري، بدر الدين محمود بن أحمد العيني، ت 855 هـ، دار الكتب العلمية، بيروت، 2001/1422 .
- 26) فتح القدير، شرح على الهداية، كمال الدين محمد بن عبد الواحد السيواسي السكندري المعروف بابن الهمام، ت 861 هـ، دار الكتب العلمية، بيروت، 1995 / 1415
- 27) مجمع الأنهر، شرح ملتقى الأبحر، عبد الله بن محمد بن سليمان، المعروف بدا ماد أفندي شيخ زاده، ت 1078 هـ، دار إحياء التراث العربي، بيروت، د. ت



- (28) مجمع الضمانات، محمد بن غانم البغدادي، ت1030هـ، عالم الكتب، بيروت ، 1407 / 1987.
- (29) مختصر الطحاوي ، احمد بن محمد الطحاوي ، ت 1231هـ ، تحقيق أبو الوفاء الأفعاني القاهرة ، دار الكتاب العربي ، 1370 / 1950
- (30) مختصر القدوري ، أحمد بن محمد القدوري ، ت428 ، دار الكتب العلمية ، بيروت ، 1418 / 1997.
- (31) مرشد الحيران إلى معرفة أحوال الإنسان في المعاملات على مذهب أبي حنيفة النعمان ، محمد قدري باشا، ت 1306هـ، الدار العالمية للطباعة ، بيروت ، 1418 / 1987.
- (32) مشروع تقنين الشريعة على مذهب الإمام أبي حنيفة ، إشراف مجمع البحوث الإسلامية ، الطبعة التمهيدية ، الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية ، القاهرة ، 1395 / 1975

2

الفقه الشافعي


- (1) الإجماع ، محمد بن إبراهيم ابن المنذر النيسابوري ، ت 318 هـ، دار الدعوة ، ط3 الإسكندرية 1402 / 1982
- (2) أسنى المطالب شرح روح الطالب، زكريا بن محمد بن أحمد الأنصاري الشافعي ، ت926هـ، دار الكتب العلمية ، بيروت ، 1421 / 2001 .
- (3) إعانة الطالبين على حل ألفاظ فتح المعين، بكري بن محمد بن زين العابدين شطا الدمياطي المكي، إحياء التراث العربي ، بيروت ، 1411 / 1990
- (4) الزاهر في ألفظ غريب الشافعي ، محمد بن أحمد الهروي الأزهري ، ت 370هـ ، وزارة الأوقاف ، الكويت ، 1399 / 1979 .
- (5) الأشباه والنظائر في قواعد وفروع فقه الشافعية، عبد الرحمن بن أبي بكر السيوطي ، ت911هـ، دار الكتب العلمية، بيروت ، 1419 / 1998
- (6) الإقناع ، محمد بن إبراهيم ابن المنذر النيسابوري، ت318هـ ، ط2 ، مكتبة الرشد ، الرياض ، 1414 / 1994
- (7) الأم ، محمد بن إدريس الشافعي ، ت 204 ، دار المعرفة ، بيروت ، 1408 / 1988

- 8) البحر المحيط في أصول الفقه، بدر الدين محمد بن بهادر بن عبد الله الزركشي، ت 794، دار الصفوة ، مصر ، الغردقة ، 1413 / 1992
- 9) التهذيب في فقه الإمام الشافعي، الحسين بن مسعود بن محمد بن الفراء البغوي، ت 516 هـ ، دار الكتب العلمية ، بيروت ، 1418 / 1997 .
- 10) المجموع شرح المهذب محيي الدين بن شرف بن مري النووي الحوراني ، ت 676 ، دار العلوم للطباعة القاهرة ، 1392/1972.
- 11) المنثور في القواعد الفقهية، بدر الدين محمد بن بهادر الزركشي، ت794، تحقيق ، تيسير فائق ، مطبوعات وزارة الأوقاف ، الكويت ، 1402/1982
- 12) تحفة المحتاج بشرح المنهاج ، أحمد بن محمد ابن حجر الهيتمي، ت974، دار صادر، بيروت ، مصورة عن المطبعة الميمنية ، القاهرة، 1353هـ.
- 13) المهذب ، إبراهيم بن علي الشيرازي ، ت 476 ، البايع الحلبي ، ط2 ، القاهرة، 1379/1959.
- 14) الميزان الكبرى ، عبد الوهاب بن أحمد الشعراي ، ت 973 هـ ، تحقيق عبد الرحمن عميرة ، مكتبة عالم الكتب ، بيروت ، 1409 / 1989.
- 15) الوجيز ، محمد أبو حامد الغزالي ، ت 505 هـ ، دار المعرفة ، بيروت ، 1399 / 1979.
- 16) المنثور في القواعد الفقهية ، بدر الدين محمد بن بهادر الزركشي الشافعي، ت794هـ ، تحقيق د. عبد الستار أبو غدة ، وزارة الأوقاف الكويت ، 1402 / 1982.
- 17) (اللمع في أصول الفقه ، إبراهيم بن علي الشيرازي ، ت476 هـ ، دار الكتب العلمية ، بيروت 1405/1985.
- 18) (التمهيد في تخريج الفروع على الأصول ، جمال الدين عبد الرحيم بن الحسن الأسنوي ، ت 772 مؤسسة الرسالة ، بيروت ، 1400/1980
- 19) تكملة المجموع ، محمد نجيب المطيعي، ت1406هـ ، ، دار الفكر ، بيروت ، دت .



- (20) قواعد الأحكام في مصالح الأنام ، العز بن عبد السلام السلمي ، ت660 ، دار الجليل ، بيروت
1980/ 1400
- (21) حاشية البجيرمي على شرح الإقناع في حل ألفاظ أبي شجاع ، سليمان البجيرمي، ت1221هـ
دار المعرفة ، بيروت ، 1398 / 1987.
- (22) حاشية الجمل على شرح المنهج، زكريا بن محمد بن أحمد الأنصاري الشافعي، ت926هـ، دار إحياء
التراث ، بيروت ، د.ت .
- (23) حاشية الشرواني على تحفة المحتاج بشرح المنهاج، عبد الحميد الشرواني، ت 1289 هـ ، دار صادر
، بيروت ، د.ت .
- (24) حاشية الشيراملسي على نهاية المحتاج، نور الدين بن علي الشيراملسي، ت1087، مطبعة البايي ،
القاهرة ، 1386/ 1966.
- (25) حاشيتا القليوبي وعميرة على كنز الراغبين ، حاشية على شرح جلال الدين المحلي ، لمنهاج الطالبين
للنوي شهاب الدين أحمد القليوبي ، ت1069، شهاب الدين أحمد بن سلامة البرلسي الملقب بعميرة
، ت957 دار الكتب العلمية ، بيروت ، 1417 / 1997.
- (26) روضة الطالبين وعمدة المفتين، أبو زكريا محيي الدين بن شرف بن مري النووي الحوراني ، ت676،
دار الكتب العلمية ، بيروت، 1413/ 1993 .
- (27) فتح العزيز شرح الوجيز، مع المجموع شرح المهذب ، عبد الكريم بن محمد الرافعي القزويني
الشافعي، ت799هـ ، دار الكتب العلمية ، بيروت ، 1417 / 1997.
- (28) مختصر المزني على الأم، إسماعيل بن يحيى المزني، ت264، دار المعرفة ، بيروت ، د.ت .
- (29) مغني المحتاج إلى معرفة معاني ألفاظ المنهاج ، محمد بن أحمد، الخطيب الشربيني، ت977، دار الكتب
العلمية ، بيروت ، 1421 / 2000.
- (30) نهاية المحتاج شرح المنهاج ، شمس الدين محمد بن أبي العباس أحمد بن حمزة بن شهاب الدين الرملي
الأنصاري الملقب بالشافعي الصغير ، ت 1004 هـ ، دار إحياء التراث العربي، بيروت، 1412/ 1992.

3

الفقه المالكي 

- 1). إعداد المهج للاستفادة من المنهج في قواعد الفقه المالكي ، أحمد بن محمد الأمين الشنقيطي، دار الفكر العربي ، القاهرة ، د.ت .
- 2). البهجة في شرح التحفة ، علي بن عبد السلام التسولي ، ت 1258 ، تحقيق محمد عبد القادر شاهين، دار الكتب العلمية ، بيروت ، 1998/1418 .
- 3). التاج والاكلیل لمختصر خليل ، محمد يوسف العبدري الشهير بالموثق ، ت 897 ، دار الفكر ، بيروت ، 1978 / 1398 .
- 4). الذخيرة ، شهاب الدين أحمد بن إدريس القرافي ، ت 684 ، تحقيق د . محمد حجي ، دار الغرب الإسلامي ، بيروت ، 1994 / 1414 .
- 5). الفروق، شهاب الدين أحمد القرافي، ت 684 ، إحياء الكتب العربية ، القاهرة 1346هـ.
- 6). الرهوني على شرح الزرقاني لمختصر خليل، محمد بن أحمد بن محمد بن يوسف الرهوني، ت 1230هـ ، المطبعة الأميرية ، بولاق ، مصر ، 1306 هـ .
- 7). الشرح الصغير على أقرب المسالك إلى مذهب مالك ، أبو البركات أحمد بن محمد الدردير ت 1201 ، دار المعارف ، القاهرة ، 1986 / 1406 .
- 8). القوانين الفقهية ، أبو القاسم محمد بن أحمد بن جزى الكلبي الغرناطي ، ت 741هـ ، دار العلم للملايين ، بيروت ، 1979/1399 .
- 9). الكافي في فقه أهل المدينة ، يوسف بن عبد الله بن عبد البر النمري القرطبي ، ت 464هـ ، ط2، مكتبة الرياض ، الرياض ، 1978/1398 .
- 10). المدونة الكبرى للإمام مالك بن أنس الأصبحي ، رواية سحنون بن سعيد التنوخي ت 240هـ ، دار الكتب العلمية ، 1994 / 1415 .



- (11). المعونة على مذهب الإمام مالك ، عبد الوهاب بن علي بن نصر القاضي البغدادي ت 422هـ، مكتبة الباز ، مكة المكرمة ، 1415 / 1995.
- (12). المقدمات الممهديات ، محمد بن أحمد ابن رشد (الجد) القرطبي ، ت 520 هـ ، دار الغرب الإسلامي بيروت ، 1408 / 1988.
- (13). المنتقى في شرح الموطأ، سليمان بن خلف بن سعد الباجي، ت 494 ، مطبعة السعادة ، القاهرة ، 1332 هـ .
- (14). الموافقات في أصول الشريعة ، إبراهيم بن موسى بن محمد، أبو إسحاق اللخمي الغرناطي، الشهير بالشاطبي ، تحقيق عبد الله دراز، دار المعرفة، بيروت ، 1414/1994.
- (15). بداية المجتهد ونهاية المقتصد ، حمد بن أحمد بن رشد(الحفيد) ، ت 595 هـ ، دار الرسالة بيروت ، 1425/2004.
- (16). بلغة السالك لأقرب المسالك إلى مذهب الإمام مالك ، أحمد بن محمد الصاوي الخلوقي، ت 1241هـ، دار الكتب العلمية ، بيروت، 1415/1995.
- (17). تحرير الكلام في مسائل الالتزام ، محمد بن عبد الرحمن الطرابلسي المغربي المالكي، ت 954هـ ، دار الغرب الإسلامي، بيروت، 1404 / 1984 .
- (18). جواهر الإكليل شرح مختصر خليل صالح عبد السميع الآبي الأزهري ، ت 1335، المكتبة العصرية، بيروت، 1421/2000.
- (19). حاشية الخرشبي على مختصر خليل بن إسحاق بن موسى، محمد بن عبد الله بن علي الخرشبي ت 1101 دار الكتب العلمية ، بيروت ، 1417 / 1997.
- (20). حاشية الدسوقي على الشرح الكبير للدردير، محمد بن أحمد بن عرفة الدسوقي ، ت 1230 هـ ، دار الكتب العلمية ، بيروت ، 1416/1996.
- (21). حاشية العدوي على كفاية الطالب الرباني ، علي بن أحمد بن مكرم الله العدوي الصعيدي ، ت 1189، دار الكتب العلمية ، بيروت 1417 / 1997.

- (22). شرح الزرقاني على مختصر خليل ، عبد الباقي بن يوسف بن أحمد بن محمد الزرقاني ، ت1099، دار الكتب العلمية ، بيروت ، 1422 / 2002.
- (23). شرح منح الجليل على مختصر العلامة خليل ، محمد بن أحمد بن عيش ،، ت1299 ، دار الفكر ، بيروت ، 1409 / 1989.
- (24). فتح العلي المالك ، محمد بن أحمد بن عيش، ت1299 ، دار المعرفة بيروت د ، ت .
- (25). مختصر خليل، خليل بن إسحاق المالكي، ت776، المكتبة المالكية، مصر، 1981/1401
- (26). مواهب الجليل لشرح مختصر خليل ، محمد بن عبد الرحمن الطرابلسي المغربي المالكي المعروف بالخطاب ت 954هـ، ط2، دار الفكر ، بيروت، 1978/1398 .

4

الفقه الحنبلي



- (1). إعلام الموقعين عن رب العالمين (ابن القيم) محمد بن أبي بكر بن قيم الجوزية، ت751، تحقيق محي الدين عبد الحميد ، مطبعة دار الجيل، بيروت، 1955/1415.
- (2). الاختيارات العلمية لابن تيمية ، علي بن محمد البعلي ، ت 803 ، مطبوع مع الفتاوى الكبرى لابن تيمية ، دار الفكر ، الأردن ، عمان ، 1408 / 1988.
- (3). الإنصاف في معرفة الراجح من الخلاف ، علاء الدين علي بن سليمان المرادوي ، ت 885هـ ، ، مطبعة السنة الحمديّة ، القاهرة ، 1373 / 1953 .
- (4). البحر المحيظ في أصول الفقه ، محمد بن عبد الله بن عبد الرحمن الزركشي ، ت794 ، مكتبة العبيكان ، جدة 1413/1993 .
- (5). العدة شرح العمدة في فقه أحمد بن حنبل، عبد الرحمن بن إبراهيم بن أحمد المقدسي، ت624 تحقيق محمد اسكندراني ، عالم الكتب ، بيروت 2003/1424.
- (6). الفتاوى الكبرى ، تقي الدين أحمد بن عبد الحلیم ابن تيمية، ت728، تحقيق حسين محمد مخلوف ، دار المعرفة ، بيروت، 1978/1398.



- (7). الفروع ، محمد بن مفلح بن محمد بن مفرح المقدسي ، دار مصر للطباعة ، القاهرة ، 1379 / 1959 .
- (8). الروض المرعب شرح زاد المستقنع ، منصور البهوتي ، ت 1501 ، دار الفكر ، بيروت ، 2003/1424
- (9). الدر النقي في شرح ألفاظ الخرقى ، يوسف بن حسن ابن عبد الهادي ، تحقيق رضوان غربية ، رسالة دكتوراه كلية الشريعة ، جامعة أم القرى ، مكة المكرمة ، 1408 / 1988 .
- (10). الشرح الكبير مع المغني (شمس الدين) عبد الرحمن بن محمد بن قدامة المقدسي ، ت 682هـ ، دار الكتب العلمية ، بيروت ، د.ت .
- (11). القواعد الفقهية ، (أبو الفرج) عبد الرحمن بن رجب الحنبلي ، ت 795هـ ، دار طيبة الرياض ، 1986/1407 .
- (12). الكافي في الفقه على مذهب أحمد بن حنبل ، (موفق الدين) عبد الله بن أحمد بن محمد بن قدامة المقدسي ، ت 620هـ ، دار الكتاب العربي ، بيروت ، 2000/1420 .
- (13). المبدع في شرح المقنع ، إبراهيم بن محمد بن مفلح ، ، المكتب الإسلامي ، دمشق ، 1394 / 1974 .
- (14). بدائع الفوائد ، (ابن القيم) شمس الدين محمد بن أبي بكر ابن قيم الجوزية ، ت 751هـ ، ط 2 ، المكتبة العصرية ، بيروت ، 2001/1422 .
- (15). غاية المنتهى في الجمع بين الإقناع والمنتهى ، مرعي بن يوسف الكرعي ، ، المكتب الإسلامي ، دمشق
- (16). كشف القناع عن متن الإقناع ، منصور بن يونس بن إدريس البهوتي ، ت 1501 ، عالم الكتب بيروت 1982 / 1402 .
- (17). شرح الزركشي على مختصر الخرقى في الفقه على مذهب الإمام أحمد بن حنبل ، (شمس الدين) محمد بن عبد الله الزركشي المصري الحنبلي ، ت 772هـ ، دار الكتب العلمية ، بيروت ، 2002/1423 .
- (18). روضة الناظر وجنة المناظر ، موفق الدين عبد الله بن أحمد بن قدامة المقدسي ، ت 620هـ ، مطبوعات جامعة الإمام محمد بن سعود ، الرياض 1979/1399 .
- (19). شرح منتهى الإرادات المسمى دقائق أولي النهى لشرح المنتهى ، منصور بن يونس بن إدريس البهوتي ، ت 1501 ، عالم الكتب ، بيروت ، 1403 / 1983 .

- (20). مختصر فتاوى ابن تيمية، بدر الدين محمد بن علي البعلبي الحنبلي، ت778هـ، دارالكتب العلمية، بيروت، 1386 / 1966.
- (21). مطالب أولي النهى في شرح غاية المنتهى، مصطفى السيوطي الرحباني، ت1243 المكتب الإسلامي، دمشق، 1380 / 1961.
- (22). المغني على مختصر الخرقى، (موفق الدين) عبد الله بن احمد، بن قدامة بن نصر المقدسي، ت620هـ، ط2، دار هجر، القاهرة، 1412/1992.
- (23). منتهى الإيرادات في جمع المنع والزيادات، محمد بن أحمد الفتوحى بن النجار، ت972هـ دار الفكر بيروت، 1413 / 1993.
- (24). مجلة الأحكام الشرعية، على مذهب الإمام أحمد، القاري أحمد بن عبد الله، ت1359، مطبوعات قهامة، جدة 1401.
- (25). مجموع الفتاوى، أحمد بن عبد الحلیم بن تيمية الحراني، ت728، جمع ابن قاسم، دار مكتبة الحياة، بيروت، 1400/1980.
- (26). نيل المآرب بشرح دليل الطالب، مرعي بن يوسف الكرمي المقدسي، ت1624، ط2، دار النفائس، عمان، الأردن، 1420 / 2000.

فقه عام

- (1). الروضة الندية شرح الدرر البهية في فقه الزيدية، محمد صديق حسن خان، دار ابن حزم، بيروت، 1423/2003.
- (2). الدراري المضية شرح الدرر البهية، محمد بن علي الشوكاني، دار الكتب العلمية، بيروت، 1407/1987.
- (3). الفكر السامي في تاريخ الفقه الإسلامي، محمد بن الحسن بن العربي بن محمد الحموي الثعالبي، ت1376هـ، المكتبة العلمية، المدينة المنورة، 1396 / 1976.
- (4). المحلى، علي بن أحمد بن سعيد بن حزم الظاهري، ت459هـ، دار الاتحاد العربي، القاهرة، 1388 / 1968.



- (5). المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الفقه والشريعة ، د. محمد رواس قلعه جي، دار النفائس بيروت،
1999 / 1420 .
- (6). الموسوعة الفقهية الكويتية ، وزارة الأوقاف والشئون الإسلامية ، مكتبة ذات السلاسل ، ط2،
الكويت ، 1983 / 1404 .
- (7). الموسوعة الفقهية الميسرة، د. محمد رواس قلعه جي، دار بيروت، 2000/1421
- (8). إيضاح القواعد الفقهية، عبد الله بن سعيد اللحجي، مطابع الحرمين، ط3 جدة، 1990/1410.
- (9). سبل السلام شرح بلوغ المرام، محمد بن إسماعيل الصنعاني، دار الكتاب العربي، بيروت، 1407.
- (10). شرح القواعد الفقهية، الزرقا، أحمد بن محمد، دار القلم، دمشق، 1989/1409.
- (11). موسوعة فقه ابن تيمية، د. محمد رواس قلعه جي، دار النفائس، بيروت، 1999/ 1419
- (12). نيل الأوطار، محمد بن علي الشوكاني، المكتبة التوفيقية، القاهرة، 1980/1400

مراجع حديثة

- (1). إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، د. محمد مطر، ط2، مؤسسة الوراق،
عمّان الأردن، 1999/1419
- (2). أثر الديون والنقود على تداول الأسهم والصكوك د. علي محبي الدين القره داغي المعهد الإسلامي
للبحوث، ابنك الإسلامي للتنمية، جدة، 2003 / 1424.
- (3). احتياطي مواجهة مخاطر الاستثمار، د. حسين حامد، الدورة الثالثة بحث مقدم لمجمع الفقه
الإسلامي، مجلة المجمع العدد الثالث، 77/1، عمان، الأردن 1986/ 1407 .
- (4). أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، د. منير هندي،
المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999/1419
- (5). أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، د. منير هندي، منشأة المعارف، الإسكندرية 1999/1419

- (6).الأجوبة الشرعية في التطبيقات المصرفية، 89/1 ، مطبوعات دلة البركة جدة ، 1993/1413.
- (7).الإدارة العلمية للمصارف التجارية، صلاح الدين السيبي دار الوسام ، بيروت ، 1998/ 1418
- (8).الادخار والاستثمار ، بيار وماري بردايل ، ترجمة نهاد رضا ، مطبعة الأنوار ، دمشق ، 1966
- (9).الاستثمار، أحكامه وضوابطه في الفقه الإسلامي، د. قطب سانو، دار النفائس، عمان ، 2000
- (10).الاستثمار الناجح في الأسهم ، د. عيد مسعود الجهني ، مكتبة الرياض ، الرياض ، 1998/1418
- (11).الاستثمار في الأسهم والوحدات والصناديق، بحث د. منذر قحف، الدورة التاسعة لمجمع الفقه الإسلامي الدولي ، مجلة المجمع، 2-19-22، جدة، 1995/1415.
- (12).الاستثمار في الأسهم والوحدات والصناديق، د. عبد الستار أبو غدة ، بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي ، الدورة التاسعة، مجلة المجمع ، 2/ 116-120، جدة ، 1995/1415
- (13).الاستثمار والتمويل بالمشاركة في البنوك الإسلامية ، د. سيد الهواري، مكتبة عين شمس ، 1996.
- (14).الأسهم والسندات من منظور إسلامي، د. عبد العزيز الخياط ، دار السلام ، القاهرة 1989/1409
- (15).الأسهم العادية ، د. محمد علي القرني ، بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي ، الدورة التاسعة، 1995.
- (16).الأسواق المالية ، مفاهيم وتطبيقات ، د. حسني خربوش ، و د. عبد المعطي أرشيد ، ود. محفوظ جودة ، دار زهران ، عمان ، الأردن ، 1998/1418.
- (17).الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة ، د. محمد محمود حبش، دار الفكر، دمشق، 1998 /1418.
- (18).الأوراق المالية وأسواق رأس المال، د. منير هندي، منشأة المعارف، الإسكندرية ، 1995 /1415



- (19)..الأوراق التجارية، د. محمد حسني عباس، دار النهضة العربية، القاهرة، 1391/1971.
- (20).الأوراق التجارية ، د. محمود بابلي ، حلب ، سوريا ، 1398/1978
- (21).الأنشطة المصرفية وكمالها في السنة المحمدية، د. حسن صالح العناني، دار الفكر ، القاهرة
1997/1417
- (22).الخدمات الاستثمارية في المصارف ، د. يوسف عبد الله الشبيلي، دار ابن الجوزي ، الرياض ،
2005/1425.
- (23).الدليل الشرعي للمراجعة ، د. عز الدين خوجة، مراجعة د. عبد الستار أبو غدة ، مطبوعات دلة البركة ،
إدارة التطوير والبحوث ، جدة، 1998/1419.
- (24).الدليل الشرعي للإجارة ، سلسلة الأدلة الشرعية للعمل المصرفي الإسلامي ، هيئة فتوى مجموعة
البركة، جدة، د.ت .
- (25).الشخصية المعنوية ، د. محمد حسن ، رسالة دكتوراه ، جامعة الأزهر ، كلية الشريعة والقانون ، تحت
رقم 549.
- (26).الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي. ، عبد العزيز عزت الحياط ، مؤسسة الرسالة ط 2 ،
بيروت ، 1403 / 1983
- (27).الشركات في الفقه الإسلامي ، علي محمد الحقيف ، دار الفكر العربي، القاهرة ، 1414/1998
- (28).الصناديق المشتركة، معهد شركات الاستثمار، منشورات إن دبليو ، واشنطن ، 1988
- (29).الصناديق الاستثمارية الإسلامية ، د. عز الدين خوجة ، مجموعة البركة ، جدة ، 1414/1984.
- (30).الصناديق المشتركة في السعودية ، جاسم عبد الكريم ، مكتبة الرياض ، الرياض ، 1417/1997
- (31).العقود المسماة في قانون المعاملات المدنية الإماراتي والقانون المدني الأردني ، د . وهبة الزحيلي، دار

الفكر، دمشق ، 1407 / 1987.

(32).الغرر وأثره في العقود، الصديق محمد الضير، بنك البركة الإسلامي، البحرين، 1404 / 1984

(33).الفتاوى الشرعية في الاقتصاد، ندوة البركة للاقتصاد الإسلامي، مجموعة البركة ، 413 / 1993

(34).الفتاوى الشرعية في المسائل الاقتصادية، بيت التمويل الكويتي ، الكويت ، مطابع الخط ، الكويت
1985/1405 د.ت

(35).الفتاوى الإسلامية، دار الإفتاء، المجلس ، وزارة الأوقاف ، القاهرة ، 1399/1979

(36)..القانون المصري بشأن سوق المال ، رقم 95 ، لعام 1992 ، قرار وزير الاقتصاد ، رقم 135 / 1993

(37).القانون التجاري الكويتي ، قرار وزاري رقم 113 لسنة 1992 ، بشأن صناديق الاستثمار ، وزارة التجارة
والصناعة ، الكويت ، 1412/1992.

(38).المال وطرق استثماره في الإسلام ، شوقي عبده الساهي، مطبعة الجيش، القاهرة، 1404 / 1984

(39).المعاملات المالية المعاصرة، د، محمد عثمان شبير، دار النفائس ، الأردن، عمّان، 1416/1996.

(40).المؤتمر العالمي للصناديق الاستثمارية الإسلامية، البحرين ، سبتمبر أيلول ، 1427/2006.

(41).المؤتمر الفقهي الأول للمؤسسات المالية الإسلامية د.نزيه حماد ، الكويت 1427 / 2007.

(42).الموسوعة العربية الميسرة، مجموعة من العلماء ، دار النهضة ، بيروت، 1403 / 1983.

(43).الموسوعة الفقهية الكويتية، 26/290، مطابع وزارة الأوقاف 1425/2004.

(44).الموسوعة الثقافية ، حسن سعيد ، دار المعرفة ، القاهرة ، 1392 / 1972.

(45).الموسوعة الاقتصادية، راشد البراوي، دار النهضة العربية، القاهرة، 1396/1976

(46).النقود والمصرف الإسلامي، د. عوف محمود الكفراوي، دار الجامعات المصرية، الإسكندرية ، 1997.



- (47).النظام الاقتصادي في الإسلام ، تقي الدين النبهاني ، دار المعرفة ، بيروت ، 1964
- (48).الودائع الاستثمارية في اليابان ، مؤسسة نيهو مباشي كابايا، اليابان، طوكيو ، 1989
- (49).الوسائل الحديثة للتمويل والاستثمار، د. محمد أنس الزرقا، الكويت ، 1413 / 1993
- (50).بحوث فقهية معاصرة ، د. محمد عبد الغفار الشريف ، دار ابن حزم بيروت 1420/1999
- (51).بيع المراجعة للآمر بالشراء دار القلم، الكويت، 1402/1982
- (52).دراسات في الاختلافات الفقهية ، محمد أبو الفتوح البيانوني ، دار السلام ، 1405 / 1985
- (53).دليل زكاة المشاركات في الصناديق والإصدارات، د. عز الدين خوجة ، تحقيق د. عبد الستار أبو غدة ، مجموعة دلة البركة، 1415/1995
- (54).شركة المساهمة في النظام السعودي ، د. صالح المرزوقي ، مطابع الصفا، مكة المكرمة ، 1406/1986.
- (55).صناديق الاستثمار ، د. منى قاسم، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة 1415 / 1995.
- (56).صناديق الاستثمار الإسلامية ، د. عز الدين خوجة ، مجموعة البركة ، جدة ، 1414/1994.
- (57).عقود التأمين من وجهة الفقه الإسلامي ، د. محمد البلتاجي ، ص204 ، دار العروبة ، الكويت ، 1402/1982 .
- (58).عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية، د. أحمد محيي الدين، مطبوعات بنك البركة الإسلامي، البحرين، 1407/1987.
- (59).فتاوى الحلقة العلمية، د. عبد الستار أبو غدة ومجموعة، مطبوعات البركة ، جدة، 1412/1992
- (60).فتاوى الاستصناع والمقاولات والسلم ، د . أحمد محي الدين أحمد، مراجعة د. عبد الستار أبو غدة ، مطبوعات مجموعة دلة البركة، الرياض ، 1419 / 1998 .
- (61).فتاوى المشاركة، د. أحمد محي الدين، الفتاوى الاقتصادية، دلة البركة، الرياض، 1416 / 1996.
- (62).قواعد تنظيم صناديق الاستثمار ، مؤسسة النقد العربي السعودي ، قرار وزير المالية والاقتصاد السعودي

رقم 2052 لسنة 1413 / 1993.

- (63). قانون الاستثمار السوري ، رقم 10 / 13443 ، دمشق ، 2007.
- (64). قانون الشركات الإماراتي المعدل، رقم 15، الجريدة الرسمية ، العدد 196، الإمارات ، 1998
- (65). قانون الأوراق المالية (صناديق الاستثمار العمانية) رقم 76، الجريدة الرسمية ، مسقط 2002
- (66). قانون صناديق الاستثمار المشترك الأردني ، رقم 76، الجريدة الرسمية ، عمان ، 2002 / 1423
- (67). قانون قطر للصناديق، رقم 25، الجريدة الرسمية، الدوحة ، 2002/ 1423.
- (68). قانون الأوراق المالية، رقم 12 ، المجلس التشريعي الفلسطيني، 2004/1425
- (69). قواعد تنظيم صناديق الاستثمار ، مؤسسة النقد العربي السعودي ، الرياض ، 1413/7/24
- (70). ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها، د. زينب سلامة، مجلة الإدارة العامة، لمعهد الإدارة العامة ، العدد ، 2004/1/29، السعودية ، الرياض ، 2004/1425.
- (71). مجموع فتاوى ، الشيخ عبد العزيز بن باز، 19 / 93 و إبراهيم آل الشيخ، 7/1596
- (72). معجم الأعمال والاقتصاد الإنكليزي، ترجمة دار العلم للملايين ، بيروت ، 1970.
- (73). منهج الادخار والاستثمار في الاقتصاد الإسلامي، د. رفعت العوضي، الاتحاد الدولي للبنوك، القاهرة، 1980 / 1400.
- (74). ندوة الأسواق المالية ، مجمع الفقه الإسلامي ، الرباط المغرب، 1989/1410
- (75). نظام التأمين حقيقته والرأي الشرعي فيه ، مصطفى أحمد الزرقا ، مؤسسة الرسالة ، بيروت ، 1987 .



المجامع الفقهية والندوات والمؤتمرات

- (1) مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الثالثة، عمّان الأردن، 1407/ 1986، مجمع الفقه الإسلامي الدولي .
- (2) مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الرابعة، جدة، 1408/ 1988 ، مجمع الفقه الإسلامي الدولي .
- (3) مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الخامسة، الكويت، 1409/ 1988 ، مجمع الفقه الإسلامي الدولي .
- (4) مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السادسة، جدة، 1410/ 1990 ، مجمع الفقه الإسلامي الدولي .
- (5) مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، جدة، 1412/ 1992 ، مجمع الفقه الإسلامي الدولي .
- (6) مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الثامنة، بروناي ، دار السلام، 1414/ 1993 ، مجمع الفقه الإسلامي الدولي .
- (7) مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة التاسعة، أبوظبي، 1415/ 1995، ، مجمع الفقه الإسلامي الدولي .
- (8) مجلة مجمع الفقه الإسلامي ، الدورة الحادية عشرة ، البحرين ، المنامة، 1419/ 1998، الإسلامي الدولي
- (9) مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الثانية عشرة، الرياض، 1419/ 1999، مجمع الفقه الإسلامي الدولي .
- (10) مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الثالثة عشرة، الكويت، 1422/ 2002، مجمع الفقه الإسلامي الدولي .
- (11) مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الرابعة عشرة، قطر، 1423/ 2003، مجمع الفقه الإسلامي الدولي .
- (12) مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الخامسة عشرة، عمان ،مسقط، 1425/ 2004، الإسلامي الدولي .
- (13) مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السادسة عشرة، دبي، 1426/ 2005مجمع الفقه الإسلامي الدولي .
- (14) مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة عشرة، عمّان الأردن، 1427/ 2006، الفقه الإسلامي الدولي
- (15) المعايير الشرعية ، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ،البحرين ، مطبوعات هيئة المحاسبة والمراجعة ، 1423/ 2002
- (16) المعايير الشرعية ، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ،البحرين ، مطبوعات هيئة المحاسبة والمراجعة ، 1428/ 2007.
- (17) ندوة البركة الثانية للاقتصاد الإسلامي، المنعقدة في تونس، 1405 / 1984، الأحكام الفقهية للوحدات والصكوك ، منشورات دلة البركة ، جدة ، 1405 / 1984 .
- (18) ندوة البركة الثالثة للاقتصاد الإسلامي، المنعقدة في استانبول ، 1406 / 1985، التعهد بشراء الوحدات والصكوك، منشورات دلة البركة ، جدة، 1406 / 1985 .

- (19). ندوة البركة الرابعة للاقتصاد الإسلامي، المنعقدة في الجزائر، 1407 / 1986، مصروفات المضاربة، منشورات دلة البركة ، جدة ، 1407 / 1986.
- (20). ندوة البركة الخامسة للاقتصاد الإسلامي، المنعقدة في القاهرة، 1409 / 1988، حالات ضمان المضارب، منشورات دلة البركة ، جدة، 1409 / 1988 .
- (21). ندوة البركة السابعة للاقتصاد الإسلامي، المنعقدة في جدة، 1412 / 1992، تحميل مصروفات الصناديق والصكوك، منشورات دلة البركة ، جدة، 1412 / 1992 .
- (22). ندوة البركة الثامنة للاقتصاد الإسلامي، المنعقدة في جدة، 1413 / 1993، التنضيق الحكمي واقتطاع المخصصات، منشورات دلة البركة ، جدة، 1413 / 1993.
- (23). ندوة البركة التاسعة للاقتصاد الإسلامي، المنعقدة في جدة، 1414 / 1994، ضوابط التخارج، منشورات دلة البركة ، جدة، 1414 / 1994.
- (24). ندوة البركة السابعة عشرة للاقتصاد الإسلامي، المنعقدة في جدة، 1420 / 1999، ضوابط إصدار الصكوك، منشورات دلة البركة ، جدة، 1420 / 1999.
- (25). الندوة الفقهية الأولى ، بيت التمويل الكويتي ، الكويت ، 1407 / 1987 ،
- (26). الندوة الفقهية الثالثة ، بيت التمويل الكويتي ، الكويت ، 1413 / 1993 .
- (27). الندوة الفقهية الرابعة ، بيت التمويل الكويتي ، الكويت ، 1416 / 1995 .
- (28). الندوة الفقهية الخامسة، بيت التمويل الكويتي ، الكويت ، 1419 / 1998 .
- (29). مؤتمر المصرف الإسلامي، منشورات بنك دبي الإسلامي، دبي، 1399/1979
- (30). المؤتمر الفقهي الأول للمؤسسات المالية الإسلامية ، الكويت ، 1427/2006



فهرست موضوعات الأطروحة

الصفحة	الموضوع
2	1. المقدمة
6	2. خطة الأطروحة
الفصل الأول: الاستثمار	
المبحث الأول	
12	• تعريف الاستثمار
14	• الفرق بين الاستثمار والتمويل والادخار
المبحث الثاني :	
16	• أهمية الاستثمار
19	• أهداف الاستثمار
المبحث الثالث	
21	• الحكم التكميلي للاستثمار
المبحث الرابع :	
25	• القواعد الشرعية الحاكمة في الاستثمار
الفصل الثاني : الصناديق الاستثمارية	
المبحث الأول:	
32	• تمهيد عن الصناديق الاستثمارية
33	• تعريف الصناديق الاستثمارية
36	• نبذة تاريخية عن الصناديق الاستثمارية
المبحث الثاني	
37	• مبررات ظهور الصناديق الاستثمارية
39	• أهمية الصناديق من المنظور الإسلامي
42	• الأهمية الاقتصادية لصناديق الاستثمار
المبحث الثالث :	
46	• مزايا الاستثمار في الصناديق

50	• مشتقات الصناديق الاستثمارية
52	• الخصائص العامة لصناديق الاستثمار
	المبحث الرابع : الجوانب التنظيمية في الصناديق الاستثمارية
54	• أركان نشوء الصندوق الاستثماري
57	• مدير الاستثمار - أمين الاستثمار
58	• مستشار الاستثمار - وكيل البيع
60	• الاسترداد - التداول
61	• الرسوم - الاحتياطات
62	• الحماية القانونية - الإشراف
	الفصل الثالث: تقسيمات الصناديق
	المبحث الأول
65	• أنواع الصناديق الاستثمارية
	المبحث الثاني
67	• تصنيف الصناديق الاستثمارية
	المبحث الثالث :
73	• آلية الاستثمار في الصناديق الاستثمارية
	المبحث الرابع :
77	• الجوانب الفنية في الصناديق
	الفصل الرابع : الأوراق المالية والتجارية والبدائل الشرعية
	المبحث الأول:
86	• الأوراق المالية : أنواع وخصائص كلٍّ من :
93	1- الأسهم 2 - السندات
	المبحث الثاني :
96	• الأوراق التجارية - خصائصها - وظائفها
	المبحث الثالث :
100	• الأحكام الشرعية للأوراق المالية



107	• الأحكام الشرعية للأوراق التجارية
	المبحث الرابع :
109	• البدائل الشرعية للأوراق المالية والتجارية التقليدية
الفصل الخامس : الجوانب الفقهية في الصناديق الاستثمارية	
	المبحث الأول :
122	• شخصية الصندوق شرعاً وقانوناً
128	• مشاركة المؤسس في الاكتتاب
132	• إدارة الصندوق
136	• علاقة الأمين بالصندوق
	المبحث الثاني :
138	• تقسيم رأس مال الصندوق إلى وحدات
141	• نشرة الإصدار وصيغة التعاقد
142	• نفقات التأسيس والتسويق
146	• المصروفات التشغيلية في الصناديق
	المبحث الثالث :
150	• تداول الوحدات للصناديق
160	• التعهد بإعادة شراء الوحدات
162	• التخارج في الصناديق
165	• الرافعة التقليدية والبديل الشرعي
	المبحث الرابع :
172	• ضمان رأس مال الصناديق
178	• اقتطاع الاحتياطيات في الصناديق
181	• أرباح فترة الاكتتاب
183	• توزيع الأرباح فترة نشاط الصندوق
الفصل الخامس: الرقابة الشرعية على الصناديق الاستثمارية	
	المبحث الأول :
308	• الرقابة الشرعية ومهامها

309	• أهمية الرقابة الشرعية
	المبحث الثاني :
310	• مرجعية الرقابة الشرعية
310	• مجالات الرقابة الشرعية
310	• الإجراءات التنفيذية للرقابة الشرعية
	المبحث الثالث ؛
313	• الأسس الفنية للرقابة الشرعية
315	• مايجب توفره للضبط الشرعي
	المبحث الرابع :
316	• تقارير الرقابة الشرعية
317	• نموذج مقترح للتدقيق الشرعي
318	• نموذج مقترح لتقرير التدقيق الشرعي
320	• نموذج التقرير السنوي للجمعية العمومية
ختام الأطروحة	
322	• نتائج الدراسة والتوصيات
325	• الخاتمة

