

الصناعة التصنيفية الإسلامية

الأسهم المتوافقة مع الشريعة نموذجاً

أ. د. عبد الحليم عمار غربي





الكتاب: الصناعة التصريفية الإسلامية

المؤلف: أ. د. عبد الحلیم عمار غربي

التصنيف: مالية ومصرفية

الإصدار الأول - إلكتروني: آذار / مارس 2020

مطبوعات (KIE Publications)

الدكتور سامر مظهر قنطقجي

Tel.: (00963) 332530772

Tel.: (00963) 332518535

Mob.: (00963) 944273000

kantakji@gmail.com

www.kantakji.com

www.kie.university

Dimah Fakhri
Designed
by

الكتاب من تصميم وإخراج

ديمه محمد وليد فخري

E. MAIL: dimah.walid.fakhri@gmail.com



مطبوعات Kie Publications (كتاب الاقتصاد الإسلامي الإلكتروني المجاني)

إنَّ (كتاب الاقتصاد الإسلامي الإلكتروني المجاني) يهدفُ إلى:

- تبني نشر مؤلفات علوم الاقتصاد الإسلامي في السوق العالمي؛ لتصبح متاحة للباحثين والمشتغلين في المجالين البحثي والتطبيقي.
- توفير جميع المناهج الاقتصادية للطلاب والباحثين بصيغة إسلامية متينة.
- أن النشر الإلكتروني يعتبر أكثر فائدة من النشر الورقي.
- أن استخدام الورق مسيء للبيئة، ومنهك لمواردها.

واللَّهُ من وراءِ القصدِ

أسرة KIE Publications

لزيارة جامعة الاقتصاد الإسلامي kie university

لزيارة مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية

مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية
Islamic Business Researches Center



الصناعة التصنيفية الإسلامية

الأسهم المتوافقة مع الشريعة نموذجاً

أ.د. عبد الحلیم عمّار غربي

2020

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

ما دعوة أنفعُ يا صاحبي

من دعوة الغائب للغائبِ

ناشدتُك الرحمن يا قارئاً

أن تسألَ الغفرانَ للكاتبِ



إهداء

كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية،

بجامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية،

المملكة العربية السعودية

عبد المحليم

شكر وتقدير

﴿ رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَىٰ وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَصْلِحْ لِي فِي ذُرِّيَّتِي إِنِّي تُبْتُ إِلَيْكَ وَإِنِّي مِنَ الْمُسْلِمِينَ ﴾

[الأحقاف: 15]

يُسعدني أن أقدم جزيل شكري وخالص تقديري وفائق احترامي إلى أصحاب الفضل في نشر هذا الإصدار بحلته النهائية:

- الأستاذ الدكتور: سامر مظهر قنطججي؛ رائد مشروع كتاب الاقتصاد الإسلامي الإلكتروني؛

- الأستاذ الدكتور: محمد بن إبراهيم السحيباني؛ أستاذ كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية بجامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية؛

- الدكتور: محمد بن سعود العصيمي؛ المشرف العام على مركز مقاصد للاستشارات الاقتصادية؛

- الأستاذة: آمنة خليل قاسم؛ المدققة اللغوية للكتاب؛

- الأستاذة: ديمه محمد وليد فخري؛ أيقونة التصميم والإخراج الفني المحترف.

عبد الحلیم

مقدمة الكتاب

لم يكن تداول الأسهم متاحاً من الناحية الشرعية حتى ثمانينيات القرن الميلادي الماضي⁽¹⁾؛ فقد تمَّ إجازة ذلك من قبل المؤتمرات الفقهية والهيئات الشرعية؛ وفقاً لعدد من المعايير النوعية والكمية التي يجب توافرها في الشركة المراد تداول أسهمها.

وأصبح الاستثمار في سوق الأسهم المتوافقة مع متطلبات التداول الشرعية مقصداً لشريحة واسعة من المستثمرين الباحثين عن التعامل الشرعي الحلال؛ حيث استدعى ذلك تدخل الخبراء لإيجاد الحلول والبدائل لطرحها للاستثمار في سوق الأسهم العالمية.

كما ظهرت خلال المرحلة الماضية شركات تهدف إلى فحص التوافق الشرعي للأسهم وتطهيرها⁽²⁾، بالإضافة إلى ظهور مؤشرات إسلامية ارتبطت بمعايير شرعية محددة تسمح بإدراج الشركات وتداول أسهمها؛ حيث تخضع إجراءات عملية الفرز الشرعي للأسهم المتوافقة مع الشريعة إلى ثلاثة مستويات هي: الفرز القطاعي (النوعي)، والفرز المالي (الكمي)، والتطهير المالي (التنقية).

ولم يكن مصطلح «الفرز» معروفاً ضمن مصطلحات المالية الإسلامية التي كانت متداولة في السابق؛ فقد كان محور النقاش بين الفقهاء القدامى يدور حول مشروعية عقد أو صيغة معينة في عقد ما، ويُعتبر هيكل الفقه الإسلامي تجلياً لهذا البعد التاريخي⁽³⁾.

لقد أصبح «الفرز» اليوم في مركز اهتمام المالية الإسلامية؛ لكونه هو الذي يحدد في النهاية أسهم الشركات التي يمكن الاستثمار فيها؛ حيث كان دافع الفرز في البداية هو التأكد من توافق

(1) أشارت إحدى الدراسات إلى ظهور معايير لمجموعة من علماء الشريعة عام 1987؛ سمحت للمستثمرين المسلمين بتملك أسهم الشركات المساهمة المدرجة في البورصة. وتتكوّن من: محمد تقي عثمانى (باكستان)، صالح تاج (تركيا)، محمد الطيب النجار (مصر).

راجع:

Kamal M. A. Mian, "Shariah Screening and Islamic Equity Indices", Islamic Finance News, Vol. 5, Issue. 17, 2nd May 2008, p. 16.

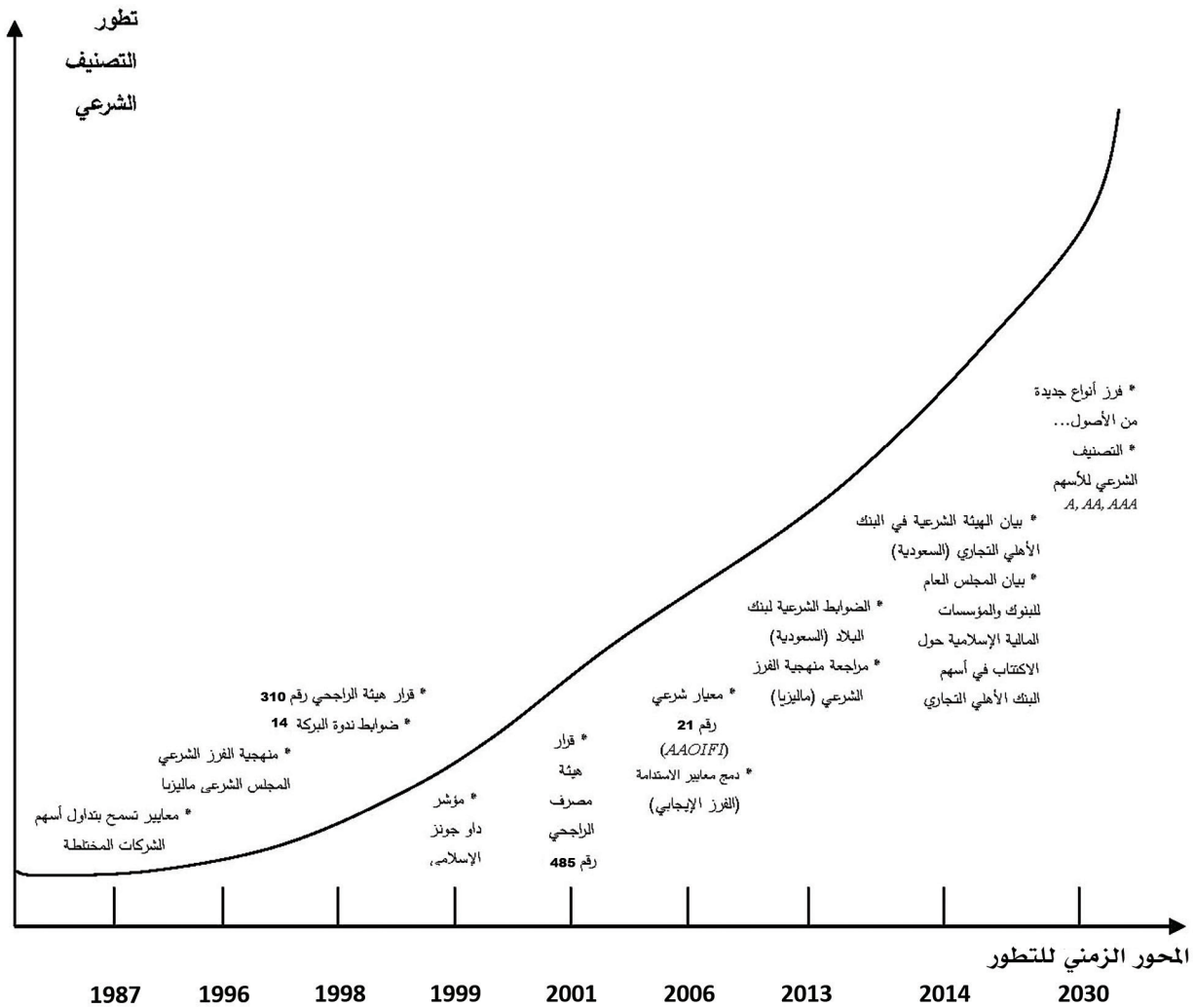
(2) مثل: شركة أيدبال ريتينغز IdealRatings التي تُعدّ من أكثر الشركات التي حازت على ثقة عملائها؛ حيث تتمثل خدماتها في فحص التوافق الشرعي وتطهير وإدارة صناديق الاستثمار والمؤشرات، وذلك من خلال تحديد وإدارة الأسهم وصناديق الاستثمار والصكوك المتوافقة مع الشريعة على مستوى العالم. ويعتمد معظم مزودي المؤشرات الإسلامية والمؤسسات المالية في 18 دولة على خدمات IdealRatings لإنتاج وإدارة منتجاتها المتوافقة مع الشريعة. إن بيانات IdealRatings متاحة مباشرة أو عبر مصادر بلومبيرغ Bloomberg وتومسون رويترز Thomson Reuters.

See Website: <http://ar.idealratings.com/solutions/islamic-investor-for-the-iphone>

(3) راجع: محمد داود بكر، «رؤية لمستقبل صناعة المالية الإسلامية»، في المؤتمر العالمي الخامس لعلماء الشريعة حول المالية الإسلامية: مستقبل التمويل الإسلامي: استشراف فرص الغد، كوالالمبور، ماليزيا، 26-27 أكتوبر 2010، ص: 30-33.

أنشطة الشركات مع الشريعة الإسلامية، ومنع المتعاملين من الاستثمار في أسهم الشركات التي تثبت نتائج الفرز أن أنشطتها غير متوافقة، ولكن الهدف النهائي لعملية الفرز هو الوصول إلى هذه النتيجة دون اعتبار لاختلاف المنهجية المستخدمة في الفرز الشرعي للأسهم.

شكل 1: مراحل تطوّر الفرز والتصنيف الشرعي للأسهم



تُعتبر صناعة الفرز الشرعي في المؤسسات الاستثمارية الإسلامية من الصناعات الحديثة على المستوى العالمي؛ حيث برزت نماذج من السلطات التنظيمية في عدة دول بشأن الامتثال لمعايير التوافق الشرعي:

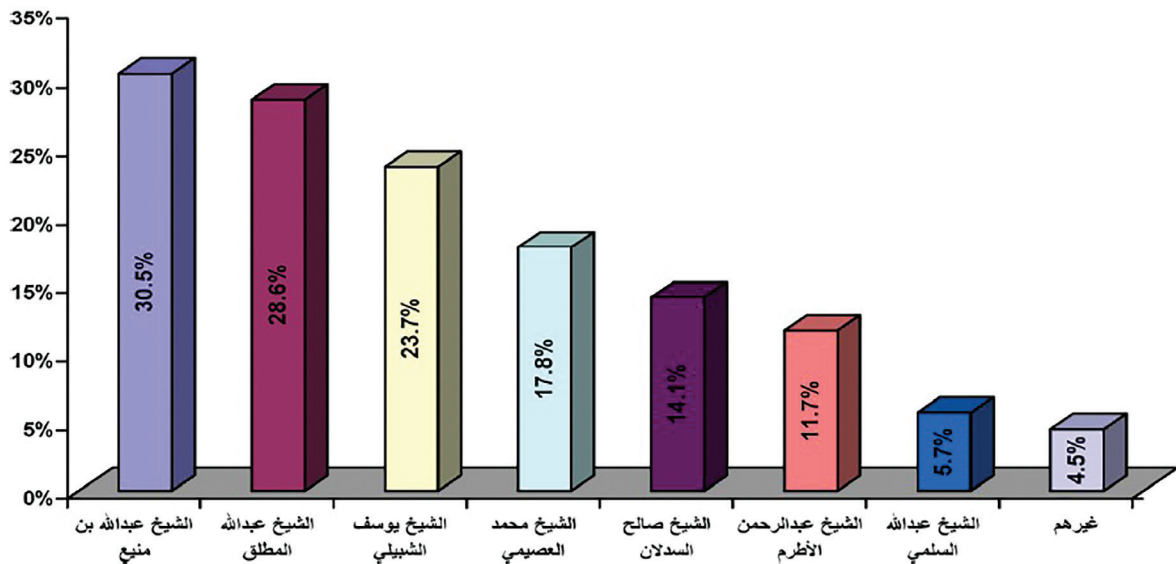
- ففي ماليزيا يتم تحديد الأسهم المتوافقة مع الشريعة من قبل المجلس الاستشاري الشرعي التابع لهيئة الأوراق المالية الماليزية؛

- وفي باكستان تُستخدم معايير ميزان التمويل الإسلامي لفرز أسهم الشركات الباكستانية من حيث توافقها مع الشريعة؛
- وفي أسواق الولايات المتحدة وغيرها؛ تُستخدم المؤشرات الإسلامية مثل: «داو جونز» للأسواق الإسلامية، ومجموعة مؤشرات «فوتسي» الإسلامية لفرز مدى توافق الشركات في مختلف دول العالم مع الشريعة.

وقد شاع تداول عبارات مثل: «شركات نقية» و «شركات غير نقية» في محاولة لتصنيف الشركات بناءً على معايير شرعية؛ حيث بيّنت نتائج إحدى الدراسات الميدانية حول سوق الأسهم السعودية إلى أن نحو 74% من المتعاملين في سوق الأسهم يتبعون الفتاوى الشرعية في تداول الأسهم بيعاً وشراءً؛ الأمر الذي يشير إلى ارتفاع درجة تديّنهم. فإذا كان المتعاملون في سوق الأسهم يقومون بذلك؛ فإن سلوكهم هذا يعطي دلالة واضحة أن نزعة التديّن لدى عموم السعوديين بمختلف فئاتهم تظل قوية⁽¹⁾.

شكل 2:

ترتيب علماء الشريعة المتبعة فتاواهم من قبل المتعاملين في سوق الأسهم السعودية



المصدر: مركز أسبار للدراسات والبحوث والإعلام، مرجع سابق، ص: 38.

ولا شك أن الجدل الشرعي حول قضية الاكتتاب في أسهم البنك الأهلي التجاري⁽²⁾ كان

(1) مركز أسبار للدراسات والبحوث والإعلام، «تديّن السعوديين: دراسة استقصائية»، ج1، الرياض، 2008، ص: 38.
(2) يُعتبر البنك الأهلي التجاري (NCB) أحد أهم وأعرق البنوك التقليدية السعودية تأسّس عام 1953، وكان من أوائل البنوك السعودية التي بدأت في موامة عملياتها مع أحكام الشريعة منذ عام 1990.

أمراً لافتاً في تاريخ سوق الأسهم السعودية بين مؤيدي ومعارضى الاككتاب الذين يتنازعهم فتويين، وهما ريان مشهوران في الشركات المختلطة⁽¹⁾؛ حيث صدرت فتوى اللجنة الدائمة للإفتاء في المملكة بتحريم الاككتاب في البنك الأهلي التجاري⁽²⁾ في ذات اليوم الذي أجازت فيه الهيئة الشرعية للبنك الأهلي الاككتاب فيه؛ وذلك للاعتبارات التالية⁽³⁾:

- إن الخطة التي أعدها البنك للتحوّل إلى المصرفية الإسلامية بشكل كامل خلال المدّة التي تسمح بها الأنظمة والقوانين وضوابط العمل المصرفي يُتوقّع ألا تزيد عن خمس سنوات؛

- إن جميع فروع البنك يقتصر عملها على التمويل والخدمات الإسلامية فقط؛

- إن أصول البنك الإسلامية أصبحت تشكّل 67% (وهي ما يزيد عن الثلثين) و 33% أصول تقليدية؛

- إن مصادر أموال البنك (الخصوم) كان منها 92% من مصادر إسلامية؛

- إن 73% من دخل البنك كان من معاملات إسلامية⁽⁴⁾.

جدول 1: اكتاب البنك الأهلي السعودي في ضوء تعدد الفتاوى الشرعية الخاصة

بالاكتتابات في أسهم الشركات

المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية	رئيس الهيئة الشرعية للبنك الأهلي + عضو هيئة كبار العلماء	الهيئة الشرعية في البنك الأهلي التجاري	اللجنة الدائمة للفتوى في المملكة
لا يوجد تعارض بين فتوى اللجنة الدائمة ورأي الهيئة الشرعية للبنك.	فتوى المفتي هي «الفتوى الرسمية الصادرة من جهة رسمية تمثل الدولة... وكل واحد يتحمّل مسؤولية تصرفه».	الاككتاب في أسهم البنك الأهلي التجاري «سائغ شرعاً ولا حرج فيه».	«تحريم الاككتاب والمساهمة في البنوك والشركات والمؤسسات التي تتعامل بالرّبا بيعاً وشراءً واستثماراً».

(1) راجع: حمد محمد جابر الهاجري، «حكم الاككتاب والمتاجرة في أسهم الشركات المساهمة التي تمارس أعمالاً وأنشطة مختلطة»، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والقانونية، مج5، ع2، يونيو 2008، ص: 201-247.

(2) الأمانة العامة لهيئة كبار العلماء، «فتوى رقم (26302) وتاريخ 1435/11/22هـ»، الرئاسة العامة للبحوث العلمية والإفتاء، المملكة العربية السعودية.

(3) البنك الأهلي التجاري، «بيان الهيئة الشرعية في البنك الأهلي التجاري بشأن مشروعية الاككتاب في أسهم البنك»، في الموقع الإلكتروني: <http://www.alahli.com/ar-sa/about-us/news>

(4) بمعنى أن 27% من إيرادات البنك ناتجة عن معاملات تقليدية!

تتمثل المشكلة البحثية لهذا الكتاب في التساؤل الرئيس التالي: ما الإشكالات المطروحة في صناعة الفرز المالي والتصنيف الشرعي للأسهم؟ وما الحلول المقترحة لها؟ وللإجابة عن هذه الإشكالية نطرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ما نسبة الأنشطة غير المتوافقة التي إذا لم تتجاوزها الشركة يمكن اعتبار سهمها متوافقاً مع الشريعة؟ وما الحالات التي يمكن أن تؤدي إلى عدم التوافق مع الشريعة؟
- ما المنهجية التي تستخدمها الهيئات الشرعية للمؤسسات الاستثمارية الإسلامية في فرز الأسهم لكي تكون الشركات متوافقة مع الشريعة؟ وكيف يمكن تطوير عملية الفرز الشرعي للأسهم في ضوء الممارسات السائدة؟
- هل المعايير المستخدمة حالياً في صناعة الفرز الشرعي للأسهم موحدة أم مختلفة؟ وهل تعطي نتائج فرز متقاربة؟
- ما الإجراءات التي يتخذها حملة الأسهم في حال تغير الوضع الشرعي للشركات؛ بحيث تصبح أسهمها غير متوافقة مع الشريعة؟ وهل يمكن إدراج الفرز الشرعي للأسهم ضمن المخاطر التي تواجه المستثمرين في سوق الأسهم؟
- هل تعتبر عملية تطهير الأسهم وتنقية الأرباح إجراءً تكميلياً لعملية فرز الأسهم؟ وهل يمكن الاكتفاء بمرحلة اختيار الشركات (الفرز القطاعي والمالي) وتجنب مرحلة التنقية (التطهير)؟
- ما الإشكالات والفجوات التي تواجه صناعة التطهير المالي للأسهم المتوافقة مع الشريعة؟ وما الحلول المقترحة لها على مستوى التنظير والتطبيق؟
- هل يمكن أن نستفيد من المنهجية المعتمدة من قبل وكالات التصنيف الائتماني في تطوير منهجية لتصنيف الأسهم المتوافقة مع الشريعة؟

- تحديد الإشكالات المطروحة في عمليات الفرز الشرعي والتطهير المالي للأسهم؛
- اقتراح حلول لمعالجة الإشكالات المطروحة في مجال الفرز الشرعي والتطهير المالي للأسهم؛
- مسح المنهجية المعمول بها في التصنيفات الائتمانية العالمية؛ من أجل توسيع نتيجة التصنيف الشرعي للأسهم.

أهمية الكتاب

تتجلى أهمية هذا الكتاب في ما يلي:

- إبراز الإشكالات المالية والشرعية المتعلقة بالفرز الشرعي والتطهير المالي للأسهم؛ في ظلّ تباين المعايير المستخدمة في مجال الفرز القطاعي والفرز المالي، وتفاوت الممارسات المتبعة في عملية تطهير الأسهم؛
- حيوية موضوع الاستثمار والمتاجرة في أسهم الشركات المختلطة⁽¹⁾ وفق الضوابط الشرعية؛ حيث تعددت الدراسات والمناقشات والتساؤلات والاستفسارات المثيرة للاهتمام البحثي بخصوص هذه الظاهرة؛
- الارتقاء بالدراسات العلمية من خلال الانتقال بها من طرح القضايا الفقهية والمالية المتعلقة بالفرز المالي والتصنيف الشرعي للأسهم إلى التركيز على تحليل وتفصيل هذه الإشكالات باستخدام وسائل الإيضاح المختلفة؛
- الإسهام في إثراء الدراسات المتعلقة بتطوير الصناعة المالية الإسلامية.

منهج الكتاب

ينهج الكتاب منهجاً نظرياً وتطبيقياً؛ وذلك باستخدام المناهج التالية:

- المنهج الوصفي: الذي سنستخدمه في مسح وتجميع وتحليل البيانات والمعلومات المرتبطة بالإشكالية موضوع الكتاب؛

(1) هناك اصطلاحات أخرى للشركات المختلطة *Mixed Companies*، منها: الشركات التي تجمع بين خصائص شركات الأموال وشركات الأشخاص، الشركات المختلطة بمكوناتها من أعيان ومنافع ونقود وديون... وهذه المعاني لا تدخل في موضوع البحث (شركات تتضمن أنشطة متوافقة وأنشطة غير متوافقة).

- المنهج الاستقرائي: الذي سيستخدم في متابعة النواحي التطبيقية لمعالجة الإشكالات المتعلقة بالفرز الشرعي والتطهير المالي للأسهم؛
- المنهج الاستنباطي: الذي سوف نستعمله في إبراز تصور منهجية للفرز المالي وللتصنيف الشرعي للأسهم؛
- المنهج المقارن: الذي نستخدمه في توضيح الاختلافات الجوهرية فيما بين الهيئات الشرعية للمؤسسات الاستثمارية الإسلامية المرتبطة بمعايير ومؤشرات الفرز المالي والتصنيف الشرعي.

خطة الكتاب

سيعالج هذا الكتاب الفصول الخمسة التالية:

- الفصل الأول: الفرز القطاعي للأسهم المتوافقة مع الشريعة: إشكالات وحلول⁽¹⁾؛
 - الفصل الثاني: الفرز المالي للأسهم المتوافقة مع الشريعة: إشكالات وحلول⁽²⁾؛
 - الفصل الثالث: التطهير المالي للأسهم المتوافقة مع الشريعة: إشكالات وحلول⁽³⁾؛
 - الفصل الرابع: نحو منهجية متدرّجة للتصنيف الشرعي للأسهم⁽⁴⁾؛
 - الفصل الخامس: كفاءة المالية التقليدية والمتوافقة مع الشريعة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي العالمي: دراسة تحليلية مقارنة.
- ختاماً، أرجو أن يكون هذا الإسهام العلمي دليلاً مفيداً في الارتقاء بصناعة التصنيف الشرعي في القطاع المالي الإسلامي.
- وما توفيقي إلا بالله، إنه نعم المولى ونعم المجيب...

عبد الحليم

(1) منشور في: مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، مج22، ع2، 2016.
(2) منشور في: مجلة إسرا الدولية للمالية الإسلامية، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، ماليزيا، مج6، ع2، 2015.
(3) منشور في: مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، معهد الاقتصاد الإسلامي، جدة، مج29، ع3، 2016.
(4) منشور في: مجلة إسرا الدولية للمالية الإسلامية، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، ماليزيا، مج8، ع2، 2017؛ ومحاضرات في الاقتصاد والتمويل الإسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2017.

الفصل الأول

الفرز القطاعي

للأسهم المتوافقة مع الشريعة:

إشكالات وحلول

تمهيد

تقوم الهيئات الشرعية للمؤسسات الاستثمارية الإسلامية (شركات، بنوك، صناديق)، والهيئات الشرعية لمؤشرات الأسهم الإسلامية في أسواق المال العالمية باعتماد معايير للفرز القطاعي Sector Screening التي يُطلق عليها أيضاً معايير فرز النشاط التجاري Business Activity Screening أو معايير الفرز النوعي Qualitative Screening؛ كمحددات للاستثمار والسّماح بتداول هذه الأسهم وقبول الشركات التي ترغب في الانضمام إليها أو الإدراج فيها.

وترتبط هذه المعايير النوعية بشكل مباشر بنشاط الشركة محلّ التداول؛ حيث تتطلب أن تكون الشركة تمارس نشاطاتها التجارية ضمن أغراض مشروعة، فلا تسمح بتداول أسهم الشركات التي تعمل في إنتاج الخمر أو التبغ أو المواد الإباحية... وغيرها من الأنشطة التي لا تجيزها الشريعة الإسلامية.

إشكالية البحث

تتمثل المشكلة البحثية لهذه الدراسة في التساؤل الرئيس التالي: ما الإشكالات والفجوات التي تواجه عملية الفرز القطاعي للأسهم على مستوى التنظير والتطبيق؟ وما الحلول المقترحة لها؟

وللإجابة عن هذه الإشكالية نطرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ما الأنشطة القطاعية غير المتوافقة مع الشريعة في ضوء الممارسات السائدة؟ وهل تنتهي قوائم الأسهم الصادرة عن الهيئات والمؤشرات الشرعية إلى نتائج فرز متقاربة؟
- هل يمكن أن يتبنى الفرز القطاعي للأسهم المتوافقة مع الشريعة معايير أخلاقية واجتماعية وبيئية بالنسبة للشركات التي تقدم إسهامات إيجابية في المجتمع الاستثماري؟

- كيف يمكن تطوير منهجية الفرز القطاعي للأسهم المتوافقة مع الشريعة بإضافة بُعد ثالث هو الفرز المقاصدي؛ في ضوء رؤى الشركات ورسالتها وأهدافها الإستراتيجية؟

هدف البحث

يهدف البحث إلى الوصول إلى ما يلي:

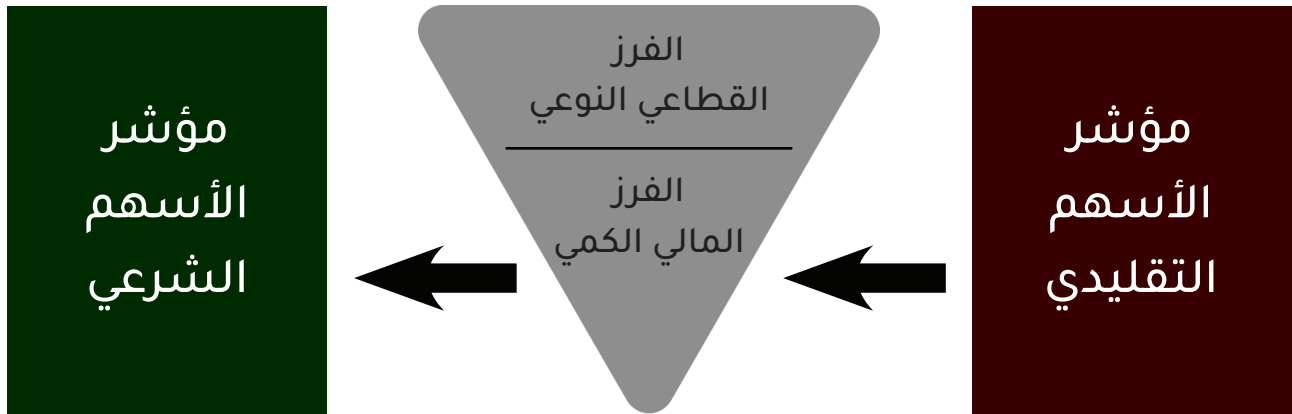
- تحديد الإشكالات النظرية والتطبيقية في عملية الفرز القطاعي للأسهم؛
- اقتراح حلول لمعالجة الفجوات والثغرات والإشكالات المطروحة في مجال الفرز القطاعي للأسهم.

حدود البحث

تخضع إجراءات عملية الفرز الشرعي للأسهم المتوافقة مع الشريعة إلى ثلاثة مستويات هي:

- الفرز القطاعي (النوعي)؛
- الفرز المالي (الكمي)؛
- التطهير المالي (التنقية).

شكل 1: منهجية الفرز الشرعي للأسهم



تطبيق التطهير المالي على الأسهم المتوافقة مع متطلبات التداول الشرعية

وسيقترن هذا البحث على دراسة المستوى الأول الذي تكاد تكون المادة العلمية التي بحثت جوانبه غير متوافرة؛ من حيث تناول معايير التوافق الشرعي النوعية المتبعة في فرز أسهم الشركات المتوافقة عن أسهم الشركات غير المتوافقة والتي ترتبط بشكل

مباشر بنشاط الشركة، ولا تتناول الدراسة الحالية مستويات الفرز المالي والتطهير المالي للأسهم.

فرضية البحث

في ضوء إشكالية البحث وأهدافه؛ سوف تعمل هذه الورقة على التأكد من صحة الفرضية التالية:

- إن التفاوت في تحليل نشاط الشركات لدى المؤسسات الاستثمارية الإسلامية يؤدي إلى ظهور فجوات وثغرات على مستوى الفرز القطاعي للأسهم المتوافقة مع الشريعة.

منهج البحث

ينهج البحث منهجاً نظرياً وتطبيقياً؛ حيث يعتمد على المنهج الوصفي والمنهج الاستقرائي والمنهج المقارن؛ وذلك من خلال الرجوع إلى مختلف الأدبيات والتطبيقات ذات الصلة بالمشكلة موضوع الدراسة ثم تحليلها لاستخلاص النتائج والوصول إلى الاقتراحات.

مصطلحات البحث

سيستخدم الباحث في هذه الورقة المصطلحات التالية:

- التصنيف القطاعي Sector Classification: يعني تبويب قطاعات السوق بشكل يراعي التوافق مع المعايير الدولية وطبيعة السوق المحلية. وتوجد عدة أنظمة لتصنيف قطاعات السوق تُستخدم على نطاق واسع عالمياً؛ مثل: معيار التصنيف الصناعي الدولي الموحد لجميع الأنشطة الاقتصادية؛

- الفرز القطاعي Sector Screening: يعني عملية فرز الاستثمارات بهدف استبعاد و/أو إدراج الأسهم المصدرة من الشركات وفقاً لمتطلبات التداول الشرعية؛

- الفرز السلبي Negative Screening: يعني منع الاستثمار في أسهم الشركات غير المتوافقة مع الشريعة واستبعادها من الشركات المدرجة ضمن المؤشرات الإسلامية، ويمكن أن يُطلق عليه أيضاً فرز تقليدي؛ لأن معايير الاستبعاد استخدمت قديماً

قبل ظهور المعايير الحديثة لإدراج أسهم الشركات الأخلاقية؛

- الفرز الإيجابي Positive Screening: يعني قبول الاستثمار في أسهم الشركات وإدراجها ضمن المؤشرات الإسلامية، ويمكن أن يُطلق عليه أيضاً فرز أخلاقي؛ لأنه يركّز على دمج المعايير الأخلاقية والاجتماعية والبيئية في الممارسات الاستثمارية الإسلامية.

خطة البحث

ستعالج هذه الورقة البحثية المحاور التالية:

- أولاً: الإشكالات والحلول المرتبطة بالفرز السلبي (التقليدي)؛
- ثانياً: الإشكالات والحلول المرتبطة بالفرز الإيجابي (الأخلاقي)؛
- ثالثاً: الإشكالات والحلول المرتبطة بالفرز المقاصدي (مآلات الأفعال).



أولاً: الإشكالات والحلول المرتبطة بالفرز السلبي (التقليدي)

إن الفرز السلبي Negative Screening الذي يقوم على منع تداول أسهم الشركات غير المتوافقة مع الشريعة أو استبعادها Exclusion Criteria من الشركات المدرجة ضمن المؤشرات الإسلامية يواجه عدة إشكالات؛ ومن أهمها:

1- إشكالية الاختلاف القطاعي فيما بين الهيئات الشرعية؛

2- إشكالية أخطاء التعميم والإغفال بالنسبة للقطاعات المستبعدة؛

3- إشكالية قطاع النشاط الرئيس والأنشطة الفرعية.

1- إشكالية الاختلاف القطاعي فيما بين الهيئات الشرعية: نميز بين حالتين:

أ- تحليل النشاط في ضوء قرارات الهيئات الشرعية؛

ب- تحليل النشاط في ضوء واقع المؤسسات الاستثمارية الإسلامية.

أ- تحليل النشاط في ضوء قرارات الهيئات الشرعية: من خلال تحليل نوع النشاط القطاعي في قرارات الهيئات الشرعية لمصرف الراجحي وبنك دبي الإسلامي وبنك البلاد؛ يتبين أنها ركزت على النشاط المباح والنشاط المحرم؛ حيث لا يمكن للمستثمرين تداول الأسهم قبل فرزها للتأكد من توافقها مع الشريعة؛ وذلك كما يلي:

- ورد في قرارات الهيئة الشرعية لمصرف الراجحي بشأن ضوابط الاستثمار والمتاجرة في أسهم الشركات المختلطة بمحرم والتخلص من المحرم فيها (القرار 485) ما نصّه: «بعد التأمل والنظر في الشركات المساهمة، وأنها من حيث غرضها ونشاطها وضوابط التعامل في أسهمها أنواع ثلاثة هي:

- **النوع الأول:** الشركات المساهمة ذات الأغراض والأنشطة المباحة: وهذه الشركات يجوز الاستثمار والمتاجرة بأسهمها وفق شروط البيع وأحكامه؛
- **النوع الثاني:** الشركات المساهمة ذات الأغراض والأنشطة المحرمة، مثل:

شركات الخمور والتبغ ولحوم الخنزير وشركات القمار والبنوك الربوية، وشركات المجون والأفلام الخليعة، وصناديق الاستثمار في السندات الربوية، والشركات المتخصصة في تداول الديون والتعامل بها. وهذه الشركات لا يجوز الاستثمار والمتاجرة بأسهمها مطلقاً؛

• النوع الثالث: الشركات المساهمة التي أغراضها وأنشطتها مباحة، ولكن قد يطرأ في بعض تعاملاتها أمور محرمة، مثل تعاملها بالرِّبا اقتراضاً أو إيداعاً. وهذا النوع من الشركات قد أقرت الهيئة جواز الاستثمار والمتاجرة بأسهمها بضوابط معيّنة⁽¹⁾.

- جاء في الضوابط الشرعية للاستثمار في الأسهم (الضابط 3) وفقاً للهيئة الشرعية لبنك دبي الإسلامي ما نصّه: «ألا يكون النشاط الذي تمارسه الشركة غير مشروع، وهذا يشمل:

• إنتاج سلع أو تقديم خدمات محرمة، مثل: إنتاج الخمور والمنتجات التي تحوي لحم أو دهن الخنزير، وأسهم البنوك وشركات التأمين التقليدية، والفضادق ونوادي القمار والسينما، وأسهم شركات الدخان وأسلحة الدمار الشامل؛

• تعاطي العقود الباطلة، مثل: الخيارات والمستقبليات والمشتقات والصِّرف مؤجَّل البدليْن أو أحدهما، وبيع البضائع قبل تملكها وقبضها القبض الناقل للضمان، إلا عن طريق عقد السِّلْم الذي تخضع فيه البضاعة للمواصفات القياسية الدقيقة ويُقبض فيه الثمن عند التعاقد، وغير ذلك من بقية عقود الغرر⁽²⁾.

- نصت قرارات الهيئة الشرعية لبنك البلاد على ما يلي:

• الضابط 503: «يجوز المشاركة في تأسيس الشركات المساهمة، شريطة أن تعمل في نشاط مباح، وأن يخلو نظامها الأساسي وعقد التأسيس ونشرة

(1) المجموعة الشرعية بمصرف الراجحي، قرارات الهيئة الشرعية بمصرف الراجحي، ج1، دار كنوز إشبيليا، الرياض، ط1، 2010، ص: 718-719.

(2) علي القره داغي، فتاوى هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لبنك دبي الإسلامي، مج2، دار البشائر الإسلامية، بيروت، 2005، ص: 296-297.

الإصدار من المحفوظات الشرعية كالقروض الربوية والاستثمارات المحرّمة»⁽¹⁾؛

• الضابط 504: «يجوز التعامل بأسهم الشركات التي نشاطها مباح ولم يظهر في قوائمها أي محظور شرعي»⁽²⁾؛

• الضابط 523: «يجوز تداول الأسهم والوساطة فيها، سواء أكان لغرض الاستثمار أم لغرض المتاجرة (المضاربة) بقصد الاستفادة من فروق الأسعار، بشرط تحقّق الآتي:

◦ ألا تكون أسهم شركات ذات نشاط محرّم، كشركات الخمور والتبغ ولحوم

الخنزير والقمار والبنوك الربوية والتأمين التجاري، والإعلام المحرّم؛

◦ ألا تكون في الشركات المتخصصة في بيع الديون وشرائها على وجه محرّم؛

◦ ألا تكون الأسهم ذاتها أسهماً محرّمة، كالمحرّم من الأسهم الممتازة؛

◦ ألا يكون لدى الشركات تعاملات محرّمة كالاقتراض والإقراض بالربا تتجاوز الضوابط المقرّرة من الهيئة الشرعية للبنك»⁽³⁾.

• الضابط 530: «يجوز تقديم خدمات التداول والاكتتاب وغيرها للشركات التي

يتضمّن نشاطها خدمات إعلامية كالتلفزة والإذاعة، بشرط ألا تنصّ أنظمتها

ووثائقها على التصريح بما يخالف الشريعة، وألا تعرض أو تبثّ مثل ذلك»⁽⁴⁾.

بناءً على ما سبق؛ فإنه يمكن للهيئات الشرعية للمؤسسات الاستثمارية الإسلامية

أن تقوم بإعداد قائمة محدّدة من الأسهم والعقود والأنشطة غير المتوافقة؛ لكي تكون

لدى القائمين على تنفيذ عملية الفرز القطاعي السلبي.

ب- تحليل النشاط في ضوء واقع المؤسسات الاستثمارية الإسلامية: يشير الواقع

العملي إلى اختلاف معايير الفرز القطاعي السلبي من هيئة شرعية إلى أخرى، ومن

مؤشّر إسلامي إلى آخر.

ويكشف الجدول التالي عن القطاعات التي يتم استبعادها من المحافظ الاستثمارية

(1) أمانة الهيئة الشرعية لبنك البلاد، الضوابط المستخلصة من قرارات الهيئة الشرعية لبنك البلاد، دار الميمان، الرياض، ط1، 2013، ص: 154.

(2) المصدر نفسه.

(3) المرجع السابق، ص: 158.

(4) المرجع السابق، ص: 160.

الإسلامية في عينة تتكوّن من 9 هيئات شرعية للصناديق الاستثمارية ومؤشرات الأسهم العالمية (مؤشر داو جونز DJIM، مؤشر الفايانشال تايمز FTSE، مؤشر ستاندرد أند بورز S&P، مؤشر مورغان ستانلي MSCI، صندوق الأمانة HSBC، صندوق Amiri، بنك دبي الإسلامي DIB، صندوق Azzad، صندوق Meezan).

جدول 1: مقارنة بين معايير الفرز القطاعي السلبي لدى عدد من الهيئات الشرعية

للمؤسسات الاستثمارية الإسلامية

Meezan	Azzad	DIB	Amiri	HSBC	MSCI	S&P	FTSE	DJIM	القطاع
●	☒	●	●	●	●	☒	●	☒	المشروبات الكحولية
				●					التكنولوجيا الحيوية (الهندسة الوراثية)
●	☒	●	●	●	●	☒	●	☒	الإعلام والترفيه
●	☒	●	●	●	●	☒	●	☒	الخدمات المالية التقليدية
●	☒	●	●	●	●	☒	●	☒	القمار
	☒	●	●		●	☒	●	☒	الفنادق
●	☒	●	●	●	●	☒	●	☒	التأمين
	☒								إنتاج اللحوم
●	☒			●		☒		☒	وسائل الإعلام (باستثناء الجرائد)
●	☒	●	●	●	●	☒	●	☒	منتجات لحوم الخنزير
●	☒	●	●	●	●	☒	●	☒	المطاعم والحانات
●	☒	●	●	●	●	☒	●	☒	التبغ
						☒			الاتجار في الذهب والفضة
	☒	●	●	●	●		●	☒	الأسلحة والدفاع

حيث: ☒ يعني أي مشاركة و ● يعني النشاط الأساسي

المصدر:

Ulrich Derigs & Shehab Marzban, "Review and analysis of current Shariah-compliant equity screening practices", International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management, Vol. 1, No. 4, 2008, p. 289.

ويلاحظ من الجدول السابق بأن هناك توافقاً عاماً لدى الهيئات الشرعية للمؤشرات والصناديق الإسلامية حول القطاعات غير المتوافقة مع الشريعة. ومع ذلك؛ يبدو أن هناك اختلافاً بين الهيئات الشرعية في ما إذا كانت شركات الأسلحة والدفاع ووكالات الإعلام وصناعة التكنولوجيا الحيوية هي قطاعات غير متوافقة مع الشريعة الإسلامية أم لا!

كما يُلاحظ أيضاً أن بعض الهيئات الشرعية كانت أكثر تساهلاً من غيرها؛ فبينما استبعدت هيئات Azzad، S&P، DJIM، أسهم الشركات التي لديها أي تعامل في أنشطة غير متوافقة؛ تساهلت هيئات Meezan، DIB، Amiri، HSBC، MSCI، FTSE مع مخالفة بسيطة (وجود نسبة ضئيلة من الأنشطة غير المتوافقة التي تتعامل فيها)؛ طالما أن النشاط الأساسي للشركة Core Activity مشروع.

ولا شك في أن هذه الصرامة المفروضة من قبل الهيئات الشرعية لـ S&P، DJIM، Azzad ستخفف من حجم الاستثمارات على أساس الفرز القطاعي؛ لأنها تجبر المحافظ الإسلامية على الاستبعاد الكلي لقطاعات مثل: شركات الطيران والفنادق وتجارة الجملة لأنها توفر المشروبات الكحولية.

لقد أشار عدد من الدراسات المتخصصة إلى أن هناك اختلافات بسيطة على مستوى الفرز القطاعي⁽¹⁾؛ حيث قامت بتصنيف قطاعات النشاط التجاري غير المتوافقة مع الشريعة إلى 5 فئات، هي: الربا والغرر، المنتجات غير الحلال، القمار، النشاطات اللاأخلاقية، أنشطة أخرى غير مسموح بها، لدى عينة تتكوّن من 8 مستخدمين لعملية الفرز على المستوى الجزئي أو الكلي (منظم: SC (Malaysia)، مؤشرات: FTSE، DJIM، MSCI، S&P، صناديق: Azzad، Al-Meezan، Shariah Capital)؛ على النحو الذي يوضّحه الجدول التالي:

(1) See: Catherine Soke Fun Ho et al, "Syariah accounting and compliant screening practices", *Qualitative Research in Financial Markets*, Vol. 4, No. 2/3, 2012, pp. 245-246; Mondher bellalah et al, "Syariah Compliant Screening Practices", *Thema Working Paper*, No. 2013-16, Université de Cergy Pontoise, France, 2013, p. 16.

جدول 2: مقارنة بين معايير الفرز القطاعي السلبى لدى عدد من مستخدمي عملية الفرز الشرعي

Azzad	AI-Meezan	Shariah Capital	S&P	MSCI	FTSE	DJIM	SC	الأنشطة
<ul style="list-style-type: none"> المؤسسات المالية التقليدية بنوك شركات الرهن العقاري شركات التأمين شركات الوساطة شركات الأوراق المالية 	<ul style="list-style-type: none"> بنوك تقليدية شركات المضاربة شركات التجار شركات التأمين 	<ul style="list-style-type: none"> الخدمات المالية التقليدية بنوك شركات الرهن العقاري التأمين شركات الأوراق المالية 	<ul style="list-style-type: none"> الخدمات المالية 	<ul style="list-style-type: none"> الخدمات المالية المؤسسات المالية الإسلامية سماورة التأمين على الحياة 	<ul style="list-style-type: none"> المصرفية أو أي نشاط يتعلق بالفائدة، (باستثناء المؤسسات المالية الإسلامية) سماورة التأمين على الحياة 	<ul style="list-style-type: none"> البنوك التمويل العقاري التمويل الشخصي التمويل المتخصص الرهن العقاري تأمين خط كامل خدمات الاستثمار وسطاء التأمين تأمين الممتلكات والحوادث إعادة التأمين التأمين على الحياة 	<ul style="list-style-type: none"> الخدمات المالية القائمة على الربا الوساطة في تداول الأسهم غير المتوافقة مع الشريعة التأمين التقليدي 	الربا والغرر
<ul style="list-style-type: none"> كحول منتجات اللحوم 	<ul style="list-style-type: none"> الشركات التي تتعامل في الكحول 	<ul style="list-style-type: none"> كحول لحم الخنزير تعبئة وتغليف اللحوم 	<ul style="list-style-type: none"> منتجات ذات صلة بلحوم الخنزير الكحول 	<ul style="list-style-type: none"> منتجات ذات صلة بلحوم الخنزير الكحول 	<ul style="list-style-type: none"> الكحول لحم الخنزير المنتجات الأخرى غير الحلال ذات الصلة 	<ul style="list-style-type: none"> مخمرات بيرة المنتجات الغذائية تجار تجزئة الأطعمة وتجار الجملة مطاعم وحانات 	<ul style="list-style-type: none"> تصنيع أو بيع المنتجات غير الحلال والمنتجات ذات الصلة 	المنتجات غير الحلال
القمار	-	الألعاب والكازينوهات	القمار	القمار / كازينو	ألعاب القمار	القمار	القمار	أنشطة المقامرة
<ul style="list-style-type: none"> مواد إباحية الترفيه غير الأخلاقي مختلف المجالات ووسائل الإعلام 	<ul style="list-style-type: none"> مواد إباحية 	<ul style="list-style-type: none"> الفضايق الترفيه الموسيقي الإعلام والدعاية والإعلان المواد الإباحية المتعة والترفيه الأفلام والمسارح وتوزيع الأفلام 	<ul style="list-style-type: none"> مواد إباحية الدعاية ووسائل الإعلام (ويسمح للجراند، تحليل فردي لفرع الصناعات) بحوث الخلايا الجذعية 	<ul style="list-style-type: none"> موسيقى فنادق سينما ترفيه البالغين 	<ul style="list-style-type: none"> الملاهي الليلية المواد الإباحية وترفيه البالغين دعارة 	<ul style="list-style-type: none"> البث والترفيه وكالات الإعلام فنادق المنتجات والخدمات الترفيهية 	<ul style="list-style-type: none"> الأنشطة الترفيهية التي هي غير جائزة وفقاً لأحكام الشريعة 	الأنشطة اللاأخلاقية
<ul style="list-style-type: none"> التبغ أسلحة الدمار الشامل 	<ul style="list-style-type: none"> التبغ.... 	<ul style="list-style-type: none"> التبغ الأسلحة 	<ul style="list-style-type: none"> التبغ الدفاع / الأسلحة 	<ul style="list-style-type: none"> التبغ الدفاع / الأسلحة 	<ul style="list-style-type: none"> التبغ تصنيع الأسلحة 	<ul style="list-style-type: none"> التبغ الدفاع والأسلحة 	<ul style="list-style-type: none"> تصنيع أو بيع المنتجات القائمة على التبغ أو المنتجات ذات الصلة الأنشطة الأخرى التي تُعتبر غير جائزة 	أنشطة أخرى غير مسموح بها
نعم	لا	لا	لا	لا	لا	نعم	لا	استخدام الفرز النوعي فقط

ويلاحظ من الجدول السابق ما يلي:

- مستخدمو الفرز القطاعي السلبي الثمانية لديهم مجموعة مشتركة من القطاعات باستثناء Al-Meezan الذي لا يعتبر المقامرة من القطاعات غير المتوافقة؛
- نجد في قطاع الربا والأنشطة القائمة على الغرر أن كلاً من SC، FTSE، MSCI، S&P، Azzad، Al-Meezan يستخدم مصطلحاً عاماً للتعبير عن هذه الأنشطة؛ في حين قدم DJIM، Shariah Capital قائمة محدّدة من الشركات التي تتعامل في أنشطة الربا والغرر؛
- نجد في قطاع المنتجات غير الحلال أن بعض مستخدمي الفرز القطاعي السلبي هم أكثر تحديداً في استبعاد جميع الشركات التي تتعامل مع الطعام والمنتجات غير الحلال مثل: DJIM، ولكن قام مستخدمون آخرون بتحديد الكحول والمنتجات المتعلقة بلحم الخنزير فقط SC، FTSE، MSCI، S&P، وغيرها؛
- بالنسبة لفئة الأنشطة غير الأخلاقية؛ ذكر كل من: SC، FTSE، Azzad معايير عامة؛ فضلاً عن المستخدمين الذين ذكروا جميع وسائل الإعلام والفنادق وأي عمل ترفيحي بأنه غير متوافق مع الشريعة على النحو الذي تمارسه DJIM، MSCI، S&P، Shariah Capital؛
- بالنسبة للفئة الأخيرة من الأنشطة الأخرى التي تُعتبر غير متوافقة مع الشريعة؛ لا يُعتبر جميع مستخدمي عملية الفرز بأن صناعة الدفاع ممنوعة؛ حيث يتم استبعاد هذه الصناعة فقط من قبل DJIM، FTSE، MSCI، Shariah Capital، Azzad التي تعتبر بأن صناعة الأسلحة/الدفاع غير متوافقة مع الشريعة. كما تفرّدت صناعة أخرى تمّ تحديدها على أنها غير متوافقة هي تداول الذهب والفضة باعتبارهما نقداً على أساس مؤجل لدى S&P؛
- هناك مستخدمون أكثر تشدداً من غيرهم؛ من خلال استبعاد فوري للشركات التي تُعتبر غير متوافقة وفقاً للمعايير النوعية فقط لدى DJIM، Azzad؛ في حين أن أغلب المستخدمين كانوا أكثر تساهلاً بما في ذلك SC، FTSE، MSCI، S&P،

AL-Meezan, Shariah Capital؛ حيث يقومون بفرز نوعي للشركات بالإضافة إلى استخدام فرز كمي؛ باعتبار أن ممارسة مستويين من الفرز يعطي لهم مزيداً من المرونة في هذه العملية.

ومن المحتمل أن يكون لهذا التفاوت في المعايير التي تضعها الهيئات الشرعية والمؤشرات الإسلامية «تأثير متضارب على المستثمرين تبعاً لمدى اقتناعهم بسلامة هذه المعايير والحدود في إطار مبادئ الشريعة الإسلامية»⁽¹⁾. وإذا استمرت هذه الحالة من التناقض واستخدام معايير فرز مختلفة؛ فإنها ستعكس سلباً على تطوير الاستثمار في سوق الأسهم المتوافقة مع الشريعة⁽²⁾.

وبناءً على ذلك؛ فقد حاول عدد من الدراسات البحث عن الأقرب إلى الصواب؛ حتى تكون تلك المعايير أكثر قبولاً وإقناعاً للمستثمر⁽³⁾.

2- إشكالية أخطاء التعميم والإغفال بالنسبة للقطاعات المستبعدة: نميز بين حالتين:

- أ- تعميم المعايير على القطاعات المستبعدة؛
- ب- إغفال قطاعات أخرى غير مشروعة.

أ- تعميم المعايير على القطاعات المستبعدة: جاءت معايير الفرز القطاعي السلبي (استبعاد أسهم بعض الشركات) تحت المظلة الشرعية؛ غير أن بعضها لم يكن كذلك وتعرض إلى انتقادات من الناحية الشرعية؛ حيث يوجد من هذه المعايير ما لم يتوافق مع أحكام الشريعة ويحتاج إلى إعادة نظر وتدقيق، ومنها ما كان عاماً مطلقاً يحتاج إلى ضبط وتقييد.

ورغم أن هذه المعايير تتفق في منع مجموعة المعاملات التي تقوم على الربا والمحرمات

(1) حنان إبراهيم النجار، «آليات بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي ومتطلباته في أسواق المال العالمية»، في المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون بجامعة الإمارات العربية المتحدة وغرفة تجارة وصناعة دبي، 7-9 ربيع الآخر 1426هـ الموافق 15-17 مايو 2005م، ص: 1397.

(2) Wee Ching Pok, "Analysis of Syariah quantitative screening norms among Malaysia Syariah-compliant stocks", *Investment Management and Financial Innovations*, Vol. 9, Issue 2, 2012, p. 72.

(3) أسامة علي الفقير الربابعة، «المعايير الشرعية للمؤشرات الإسلامية: دراسة وتحليل»، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، جامعة آل البيت، عمان، 2009، ص: 1.

الأخرى؛ وفقاً لما جاء في نصّ قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 63 (1/7) بشأن الأسواق المالية في دورته السابعة بجدة (1992) أنه: «لا خلاف في حرمة الإسهام في شركة غرضها الأساسي محرّم، كالتعامل بالرّبا أو إنتاج المحرّمات أو المتاجرة بها»⁽¹⁾؛ إلا أنها استبعدت أسهم الشركات التي تعمل في قطاعات يدخل في بعض أنشطتها مجموعة من المحرّمات الشرعية؛ من دون أن تقوم بعملية استثناء الشركات أو النشاطات التي تراعي أحكام التشريع الإسلامي.

ولذلك تبرز جوانب رمادية والتباس في عملية الفرز القطاعي السلبي؛ حيث هناك بعض الصناعات التي تُعتبر غير متوافقة من قبل معظم الممارسين، مثل: صناعة الدفاع؛ ولكن من منظور الشريعة الإسلامية يُعتبر الدفاع ضرورياً لضمان سلامة المواطنين وسير العمل في الدولة، وبدلاً من رفض جميع شركات تصنيع السلاح والدفاع كقطاع غير متوافق، وضع العديد من خبراء الشريعة بعض البنود لتجزئة الصناعة على أساس طبيعة الأسلحة المنتجة، والآليات المستخدمة، والجمهور المستهدف؛ على النحو التالي:

جدول 3: معالجة الفرز السلبي لشركات صناعة الأسلحة ووسائل الدفاع

المعيار	متوافقة مع الشريعة	غير متوافقة مع الشريعة
طبيعة الأسلحة المنتجة	جميع الأسلحة التي تباع إلى المؤسسات العسكرية الرسمية	الأسلحة التي تباع لمؤسسات غير عسكرية (مثل التي تباع في سوق التجزئة أو إلى المؤسسات التي لا تنتمي إلى أي حكومة رسمية أو هيئة دفاع لدولة معينة)
الآليات المستخدمة	كل الأسلحة الذكية التي تتطلب آليات استهداف عالية الدقة للإطلاق؛ ومن ثمّ تقليل الإصابات غير المقصودة (على سبيل المثال، المدنيين)	الأسلحة التي يمكن استخدامها من دون مثل هذه الوظائف المستهدفة
الجمهور المستهدف	كل الأسلحة المصنّعة التي لا تضرّ، وضرورية لضمان سلامة المواطنين وسير العمل في الدولة.	كل الأسلحة المصنّعة للدمار الشامل (الأسلحة النووية/الكيميائية)؛ حتى لو كانت مصنّعة لفائدة هيئة الدفاع الرسمية

المصدر: راجع:

Biswadeep Sengupta, "Sharia Stock Screening: A Fund Manager's Conundrum",

Cognizant 20-20 Insights, January 2012, p. 3

(1) أحمد عبد العليم أبو عليو (محرّر)، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة التعاون الإسلامي، الأمانة العامة للأوقاف، الشارقة، ط1، 2011، ص: 221.

وقد أشارت بعض الدراسات البحثية حول المؤشرات الإسلامية⁽¹⁾ إلى أن معايير الفرز القطاعي السلبي وقعت في مجال الخطأ في التعميم؛ حيث أفرزت أحكاماً عامة ومطلقة لمنع تداول أسهم الشركات واستبعادها من المحافظ الاستثمارية الإسلامية والشركات المدرجة ضمن المؤشرات الإسلامية؛ دون تقييد أو ضوابط؛ ولذلك فهي تحتاج إلى إجراء تعديلات ملائمة يُخرجها من دائرة التعميم الخاطئ ويجعلها أكثر انسجاماً مع الأحكام الشرعية؛ من خلال إعادة صياغة كل معيار وإظهار محدداته بصورة أدق؛ على النحو الذي يلخصه الجدول التالي:

جدول 4:

تقويم معايير الفرز السلبي القائمة على خطأ التعميم في استبعاد أسهم الشركات

القطاع	معايير الفرز القطاعي السلبي	الانتقادات الموجّهة	التعديلات المقترحة
صناعة الكحوليات والمخدرات	منع إدراج أسهم الشركات التي تتعامل بالخمير والمشروبات الكحولية في المؤشرات الإسلامية.	معياري مطلق ينبغي تقييده؛ حيث هناك استخدامات مشروعة لهذه المواد؛ كدخولها في الصناعات الطبية والعقاقير الشافية.	• تُستثنى من المؤشر الشركات المتعاملة بالكحوليات والمخدرات لغير الأغراض الطبية.
صناعة الأسلحة ووسائل الدفاع	عدم السماح للشركات المصنّعة للأسلحة، ووسائل الدفاع البري والبحري والجوي، بالانضمام إلى المؤشرات الإسلامية.	معياري يتعارض مع الأمر الشرعي الذي يحثّ على إعداد القوة العسكرية للمسلمين؛ حيث ثبتت مشروعية صناعة الأسلحة ووسائل الدفاع، وهي واجبة في حق الأمة الإسلامية.	• تُستثنى من المؤشر شركات تصنيع الأسلحة والاتجار بها خلافاً لأحكام الشريعة.
صناعة الفنادق والشركات السياحية	منع الخدمات الفندقية وعدم السماح للشركات السياحية من الانضمام إلى هذه المؤشرات (لأن هذه الأنشطة قد تتضمن أنشطة أخرى غير مشروعة).	عدم تقييد المعيار بالفنادق غير الإسلامية؛ يعني حرمان القطاع الفندقي الإسلامي والاستثمارات السياحية التي تتبني الأحكام الشرعية، وتلقى إقبالاً إسلامياً وعالمياً.	• تُستثنى من المؤشر شركات الفنادق ما لم تنصّ أنظمة الشركة على الانضباط بالأحكام الشرعية أو يثبت هذا لدى الهيئة الشرعية للمؤشر.
شركات الدعاية والإعلان	منع إدراج شركات الدعاية والإعلان (لوجود محرّمات شرعية تدخل في أنشطتها).	ليس من الممكن إطلاق حكم عام على جميع هذه الشركات؛ فمنها ما يخدم مصالح المسلمين، ولا يوجد مانع شرعي من الإعلان التجاري والتعريف بالتجارة من غير تدليس أو غش.	• تُستثنى من المؤشر شركات الدعاية والإعلان والإعلام والتلفزة؛ ما لم تنصّ أنظمة الشركة على الانضباط بالأحكام الشرعية، أو يثبت هذا لدى الهيئة الشرعية للمؤشر.

(1) راجع: رانية زيدان العلوانة، مؤشرات أسعار الأسهم الإسلامية في الأسواق العالمية: تقييم شرعي اقتصادي، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة اليرموك، 2010، ص: 167-176؛ 199-201؛ أسامة علي الفقير الربابعة، مرجع سابق، ص: 8-10.

التعديلات المقترحة	الانتقادات الموجهة	معيار الفرز القطاعي السلبي	القطاع
«يحظر انضمام المطاعم وتجار الأطعمة الذين تدخل أعمالهم في المحرّمات، مثل: الخمر والخنزير وغيرها.»	هذا واقع الحال في أمريكا وأوروبا، أما في محيطنا العربي والإسلامي؛ إذا وجدت شركة مطاعم مساهمة تلتزم بأحكام الشريعة؛ فلا مانع من المساهمة فيها .	منع إدراج المطاعم وبائعي الأطعمة، وتجار التجزئة والجملة (باعتبارها تتعامل بالخمير والخنزير).	شركات المطاعم وبيع الأطعمة بالتجزئة والجملة
«يُسمح للشركات القائمة بأعمال سينمائية وتلفزيونية أن تنضم للمؤشر الإسلامي لأسعار الأسهم؛ شريطة أن تكون هذه الأعمال ملتزمة بأحكام الشريعة.»	لم لا يكون الاستثمار في الإنتاج الإعلامي؛ إذا وُظف كأداة للتوجيه والتربية، وإلحلال البرامج الملتزمة محل البرامج المنحرفة فكراً وسلوكاً.	منع أعمال السينما والتلفزيون والأعمال الفنية.	شركات الإعلام والأعمال الفنية

المصدر: راجع: رانية زيدان العلوانة، مرجع سابق، ص: 167-176؛ 199-201؛ أسامة علي الفقير الربابعة، مرجع سابق، ص: 8-10.

ولا شك في أن هذه التعديلات التي شملت صياغة معايير الفرز القطاعي السلبي؛ سوف تشجّع الشركات على تصويب أوضاعها، وتحسين صورتها وفق المعايير الشرعية.

ب- إغفال قطاعات أخرى غير مشروعة: تعاني بعض معايير الفرز القطاعي السلبي المعتمدة من قبل الهيئات الشرعية للمؤسسات الاستثمارية الإسلامية من قصور؛ حيث نجد أنها قد أغفلت إطلاق أي حكم يتعلّق بقطاعات مُجمع على تحريمها؛ وذلك على النحو التالي:

- لم تشتمل معايير الفرز القطاعي السلبي للمؤسسات الاستثمارية الإسلامية على أيّ معايير خاصة بالعمليات الآجلة في الأسواق المالية والعالمية؛ لذلك ينبغي إضافة ذلك إلى المعايير الحالية.

وقد اقترحت بعض الدراسات البحثية الصيغة التالية: «لا تسمح مؤشرات أسعار الأسهم الإسلامية بأيّ نشاطات آجلة ترتبط ببيع المعدوم والغرر والجهالة، وسعر الفائدة أو المقامرة ولا ما يُشترط له القبض الفوري كالذهب والفضة والعملات»⁽¹⁾.

- غفلت معايير الفرز القطاعي السلبي للمؤسسات الاستثمارية الإسلامية عن المنتجات المخلة بآداب وأخلاقيات الإسلام، كالاتجار بالبشر، أو ما يחדش الحياء العام، ويمسّ بإنسانية الإنسان وكرامته، وكذلك الأنشطة الطبية والعلاجية

(1) رانية زيدان العلوانة، مرجع سابق، ص: 202.

الإحيائية (البيولوجية) المنافية لأحكام الشريعة الإسلامية⁽¹⁾ (شركات الاستنساخ أو تجارة الأعضاء البشرية).

ولهذا يمكن إضافة معيار جديد يُصاغ كما يلي: «يُمنع انضمام الشركات المختصة بالتجارة بالبشر والعرض، والصناعات البيولوجية التي تضرُّ البشرية، وتخالف أحكام الشريعة الإسلامية»⁽²⁾.

- طُرحت إشكالية استثمار الشركات في العملات والمشتقات المالية⁽³⁾؛ لكن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) نصّت في معيار الأوراق المالية (الأسهم والسندات) رقم 21 على ما يلي⁽⁴⁾:

- لا يجوز شراء الأسهم بقرض ربوي من السمسار أو غيره (بيع الهامش Margin)، كما لا يجوز رهن السهم لذلك القرض؛
- لا يجوز بيع أسهم لا يملكها البائع (البيع القصير Short Sale)، ولا أثر لتلقي وعد من السمسار بإقراضه إيّاها في موعد التسليم؛
- يجوز لمشتري السهم أن يتصرّف فيه بالبيع ونحوه إلى طرف آخر بعد تمام عملية البيع وانتقال الضمان إليه، ولو لم يتم التسجيل النهائي له (Settlement)؛

- لا يجوز إقراض أسهم الشركات؛
- لا يجوز السّلم في الأسهم؛
- لا يجوز إبرام عقود الاختيارات (Options)⁽⁵⁾ على الأسهم؛
- لا يجوز إبرام عقود المستقبلات (Futures) على الأسهم؛
- لا يجوز إبرام عقود المبادلات المؤقتة (Swaps) على الأسهم أو عوائدها؛
- لا يجوز إجارة الأسهم سواء أكان لرهنها أم لغرض بيع المستأجر لها وإعادة

(1) راجع: أسامة علي الفقير الربابعة، مرجع سابق، ص: 10.

(2) رانية زيدان العلاونة، مرجع سابق، ص: 202.

(3) عبد الله بن محمد العمراني، الاستثمار والمتاجرة في أسهم الشركات المختلطة: مراجعة فقهية ومقترحات للبحث المستقبلي، دار كنوز إشبيلية، الرياض، ط1، 2006، ص: 62.

(4) راجع: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، النامة، 2010، ص: 298-299.

(5) يبدو أن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) تستخدم مصطلح الاختيارات كمصطلح مقابل للمصطلح الإنجليزي (Options) لتحديث فرقا عن مصطلح الخيارات المشهور في فقه البيوع.

مثلها كما يجري في أسواق البورصات، أم لقبض أرباحها، أم لإظهار قوة المركز المالي للمستأجر أو لغير ذلك؛

• لا يجوز تداول أسهم الشركات إذا كانت موجوداتها نقوداً فقط، سواء في فترة الاكتتاب، أو بعد ذلك قبل أن تزاول الشركة نشاطها أو عند التصفية إلا بالقيمة الاسمية وبشرط التقابض؛

• لا يجوز تداول أسهم الشركات إذا كانت موجوداتها ديوناً فقط إلا بمراعاة أحكام التصرف في الديون.

ولذلك لا بد من تحديد واضح لطبيعة نشاط الشركة من واقع السجل التجاري مع الإشارة إلى الأنشطة الفعلية التي مارستها خلال الفترة المحاسبية المعد عنها القوائم المالية؛ حيث يساعد هذا الإفصاح عن نشاط الشركة؛ معرفة الشركات التي يُسمح أو لا يُسمح بتداول أسهمها؛ بسبب ممارستها لأنشطة متوافقة أو غير متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

3- إشكالية قطاع النشاط الرئيس والأنشطة الفرعية: نميز بين حالتين:

أ- التصنيفات القطاعية المستخدمة؛

ب- دخل النشاط الرئيس ودخل الأنشطة الفرعية.

أ- التصنيفات القطاعية المستخدمة: لتحديد قطاع النشاط الرئيس للشركة، ومن ثمّ توافقها أو عدم توافقها مع أحكام الشريعة الإسلامية؛ تعتمد الهيئات الشرعية للمؤسسات الاستثمارية الإسلامية على التصنيفات القطاعية التالية⁽¹⁾:

- معيار التصنيف القطاعي: ICB: Industry Classification Benchmark

هو التصنيف الذي يتبع تسلسلاً هرمياً يشمل: صناعات (10)، قطاعات عليا (19)، قطاعات (41)، قطاعات فرعية (114)؛ حيث تستخدم الهيئات الشرعية لـ DJIM،

(1) See Websites:

<http://www.investopedia.com/articles/stocks/08/global-industry-classification-industrial-classification-benchmark.asp>;

http://en.wikipedia.org/wiki/Industry_Classification_Benchmark;

http://en.wikipedia.org/wiki/Global_Industry_Classification_Standard;

http://en.wikipedia.org/wiki/Standard_Industrial_Classification..

FTSE هذا التصنيف لتحديد مدى توافق الشركات مع أحكام الشريعة الإسلامية، على أساس تجزئة الأسواق إلى قطاعات داخل الاقتصاد الكلي، ويتوافق DJIM على قائمة شاملة تتكوّن من 23 قطاعاً يتم استبعادها وفقاً لتصنيف ICB؛

- معيار التصنيف القطاعي:

GICS: Global Industry Classification Standards

هو التصنيف المستخدم من قبل الهيئات الشرعية للمؤشرات الإسلامية S&P، MSCI، وهو يتألف من أربعة مستويات: قطاعات (10)، مجموعات صناعية (24)، الصناعات (68)، صناعات فرعية (154). بخصوص عملية الفرز التي تحدد الشركات المستبعدة؛ فإنه يعطي نتائج مماثلة لتصنيف ICB؛

- معيار التصنيف القطاعي: SIC: Standard Industry Classification

هو تصنيف لا يُستخدم من قبل مؤشرات الأسهم الرئيسية؛ لكن تعتمد بعض الصناديق الاستثمارية في ماليزيا مثل: صندوق Amiri Capital؛ حيث إن له ميزة لتعيين رموز متعددة لذات الشركة؛ اعتماداً على الأنشطة المختلفة (الأساسية والثانوية) التي تشارك في ذلك، وهذا يسهل عملية استبعاد الشركات عندما يكون أحد الرموز المخصصة للشركة مرتبطاً بالنشاطات غير المتوافقة.

ويرى عدد من الباحثين⁽¹⁾ أن الإشكال القائم مع المعيارين: ICB، GICS يتمثل في أن تصنيف الشركات هو أحادي الأبعاد، ويعتمد الترميز فيها على نشاطها الرئيس فقط؛ حيث لا يأخذ في الاعتبار الأنشطة الأخرى غير الأساسية، لذلك؛ فإن استخدامهما لا يمكن أن يستبعد شركة السيارات التي تشارك في الوقت نفسه بدرجة كبيرة في مجال الخدمات المالية التقليدية. بدلاً من ذلك، وبالاعتماد على رموز SIC يتم استبعاد مثل هذه الشركة بسهولة؛ لأن واحداً من رموزها يشير إلى وجود نشاط غير متوافق مع الشريعة.

ولو أخذنا مثلاً شركة الأزياء الفرنسية الشهيرة «لويس فويتون» (LVMH)؛

(1) See: Biswadeep Sengupta, , Op. Cit., p. 2; Ulrich Derigs & Shehab Marzban, Op. Cit., pp. 294-295; Abdelbari El Khamlichi, *Éthique et performance: le cas des indices boursiers et des fonds d'investissement en finance islamique*, Thèse De Doctorat, Université d'Auvergne, 2012, pp. 90-91; 296.

فإنها تُصنّف وفقاً للمعيار ICB على أنها شركة «الملابس والإكسسوارات»، والأنشطة المرتبطة بالقطاع الفرعي هي: «تصنيع وتوزيع الملابس، والمجوهرات، والساعات أو المنسوجات»؛ ومن ثمّ فإن مدير الصندوق الاستثماري سيعتبر LVMH كشركة متوافقة مع الشريعة الإسلامية على أساس معيار ICB . ومع ذلك؛ فإن الفحص الدقيق لقائمة دخل LVMH خلال السنوات المالية (2011-2013) يكشف أن الإيرادات المتأتية من الخمر والمشروبات الكحولية تمثّل حوالي 15% من إجمالي إيرادات هذه الشركة؛ أي أنها تتجاوز كثيراً نسبة 5% المسموح بها .

جدول 5:

الإيرادات وفقاً لمجموعات النشاط في شركة الملابس الفرنسية LVMH (2011-2013)

الوحدة: مليون يورو

النشاط	2011	2012	2013
الخمر والمشروبات الكحولية	3,524	4,137	4,187
الأزياء والمنتجات الجلدية	8,712	9,926	9,882
عطور ومستحضرات التجميل	3,195	3,613	3,717
ساعات ومجوهرات	1,949	2,836	2,784
تجارة التجزئة	6,436	7,879	8,938
أنشطة أخرى	(157)	(288)	(359)
المجموع	23,659	28,103	29,149

المصدر:

Louis Vuitton, Annual Report, 2013, p. 6, Website: http://www.lvmh.com/uploads/assets/Com-fi/Documents/en/Reports/LVMH_RA2013_GB_1.pdf

ونتيجة لذلك؛ إذا كان مدير الصندوق الاستثماري يستخدم الفرز الآلي؛ فإنه يمكن معالجة LVMH كشركة متوافقة في حين أنها غير متوافقة في واقع الأمر. يمكن أن يحلّ مدير الصندوق هذه المشكلة إلى حدّ كبير إذا ما استخدم معيار التصنيف القطاعي SIC؛ حيث عادة ما يتمّ تعيين رموز SIC متعددة لأيّ شركة استناداً إلى مختلف الصناعات أو الأنشطة التي تعمل فيها؛ ولكن نظراً لأن عدداً قليلاً جداً من الهيئات التي تستخدم

حالياً التصنيف SIC؛ فقد استمرت المشكلة إلى حدٍ كبير⁽¹⁾.

ويشير أحد الباحثين⁽²⁾ إلى أن المنهجيات المتبعة في عملية تصنيف الشركات وإعادة هيكلة قطاعات سوق الأسهم يشوبها الكثير من الغموض والاختزال بما يشكّل عائقاً كبيراً أمام الباحثين والمستثمرين لفهم معايير التصنيف والتوزيع بين القطاعات؛ فلو فرضنا مثلاً أن المنهجية التي تعتمد على النشاط الرئيس للشركة، وتوظيف الأصول، ونسبة إيرادات كل نشاط من إجمالي إيرادات الشركة، إضافة إلى عدد من المتغيرات الأخرى؛ فإن ذلك يثير عدّة تساؤلات بخصوص المتغيرات المستخدمة؛ وذلك على النحو التالي:

- متغير النشاط الرئيس: هل المعنى بالنشاط الرئيس هو ما ورد في نظام تأسيس الشركة؟ أم هو ما تمّ توفيره لوزارة التجارة من نشاطات رئيسة قد يتباين الاهتمام بها تبعاً لاستثمارات وأعمال الشركة؟

- متغير توظيف الأصول: ما الأصول المعنيّة تحديداً؟ وما مجالات توظيف الأصول التي تحدّد الانتماء إلى قطاع معيّن دون غيره؟ فمثلاً لو قامت شركة بتوظيف أصولها في مجال يتعارض مع المتغير الأول المتعلق بنشاط الشركة، هل سيتمّ الاعتماد على متغير نشاط الشركة أم متغير توظيف الأصول؟

- متغير نسبة إيرادات كل نشاط من إيرادات الشركة إلى إجمالي الإيرادات: إذا كانت نسبة إيرادات لا يتعلّق بنشاط الشركة كبيرة مع أن نشاط الشركة مختلف، هل سيتمّ الاحتكام إلى نسبة الإيرادات أم إلى متغير نشاط الشركة؟ وإذا تمّ الاحتكام إلى أحدها كنسبة الإيرادات من إجمالي الإيرادات، فهل سيتمّ تصنيف الشركة بانتمائها لأيّ من القطاعات تبعاً لنتائج الربع الأخير؟ أم النتائج السنوية للإيرادات والأصول؟ أم لأيّ فترة زمنية متتالية؟

لا شكّ في أن عملية إعادة هيكلة قطاعات سوق الأسهم تتطلب دراسة جادة تركز على النظرية المالية والاقتصاد القياسي؛ لتفصيل الأوزان الترجيحية لكل من المتغيرات المستخدمة ونسبها المئوية وأهميتها النسبية ومداهم الزماني، وتوضيح الأسباب وراء

(1) Biswadeep Sengupta, Op. Cit., p. 2.

(2) قصي بن عبد المحسن الخنيزي، «وقفه مع إعادة هيكلة قطاعات سوق الأسهم»، الاقتصادية الإلكترونية، 10 نوفمبر 2007، ع5143، في الموقع الإلكتروني:

http://www.aleqt.com/2007/11/10/article.10541_html

تصنيف مختلف الشركات في مختلف القطاعات؛ تبعاً لنماذج كمية تضمن المساواة في التعامل مع الشركات والشفافية للمستثمرين.

ب- دخل النشاط الرئيس ودخل الأنشطة الفرعية: تعاني معايير الفرز القطاعي السلبي المعتمدة من قبل الهيئات الشرعية للمؤسسات الاستثمارية الإسلامية من إشكالية وجود عدد من الشركات المتوافقة ولكنها تعمل في قطاعات أعمال متعددة؛ حيث تحتاج إلى تحليل في تفاصيل بياناتها المالية ومواقعها الإلكترونية والأخبار المتعلقة بها.

فيمكن أن تعمل الشركة في أحد القطاعات المتوافقة مع الشريعة؛ ولكن أغلب إيراداتها تتحقق من الفروع ذات النشاطات غير المتوافقة؛ الأمر الذي قد يؤدي بالشركة إلى اعتبارها غير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية⁽¹⁾.

إن التحدي الحقيقي أمام عملية الفرز القطاعي السلبي هو تحديد الشركات التي لها نسبة كبيرة من الإيرادات المتحققة من الأنشطة غير المتوافقة مع الشريعة، وهذه ليست مهمة سهلة وبخاصة في حال الشركات التي يكون نشاطها الأساسي متوافقاً؛ ولكن نظراً لتقدمها مجموعة واسعة من المنتجات والخدمات يمكن أن تتحقق نسبة من إيراداتها من أنشطة تُعتبر غير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

وفيما يلي نماذج من الشركات التي يكون نشاطها الرئيس متوافقاً؛ ولكنها تحقق نسبة من أنشطة غير متوافقة⁽²⁾:

- جنرال موتورز General Motors التي تحقق نسبة كبيرة من إيراداتها من الخدمات المالية على أساس الفائدة الربوية؛

- ماكدونالدز McDonald's التي تبيع بعض المنتجات بما في ذلك لحم الخنزير (المقدد)، وتبيع في بعض الدول الأوربية المشروبات الكحولية؛

- وول مارت Wal-Mart التي تقدم في قائمة منتجاتها أيضاً منتجات لحوم الخنزير؛

(1) Jasri Jamal et al, "Islamic capital market and Shari'ah screening in Malaysia", *International Research Symposium in Service Management*, Le Meridien Hotel, Mauritius, 24-27 August 2010, p. 9.

(2) Mohamed Donia & Shehab Marzban, "Identifying Shariah-compliant equities – a challenging task", *International Business Times*, October 2008, Website: <http://www.ibtimes.com/articles/20081028/identify-ing-shariah-compliant-equities-achallenging-task.htm>

- هانيويل Honeywell التي تحقّق نسبة من دخلها من الدفاع والأسلحة؛
 - الخطوط الجوية التي تقدّم المشروبات الكحولية ولحم الخنزير؛
 - المطارات التي تشغل أسواق حرة لبيع المشروبات الكحولية والتبغ.
- لذلك يُفضّل ترجيح الفرز القطاعي السلبي للأسهم على أساس مصدر الدخل؛ وبخاصة في ظلّ إمكانية تغيّر مصدر الدخل الرئيس لبعض الشركات من مجال لآخر تبعاً لتغيّر نشاطها الرئيس.

ويمكن الإفادة من منهجية الفرز القطاعي السلبي المعتمّدة في ماليزيا؛ وذلك بعد مراجعتها عام 2013م؛ حيث تهدف عملية تكميم Quantification الفرز القطاعي السلبي إلى احتساب إسهام النشاطات غير المتوافقة مع الشريعة إلى إجمالي الإيرادات والربح قبل الضريبة للشركة؛ وذلك على النحو التالي:

- استخراج إجمالي الإيرادات Turnover والربح قبل الضريبة Profit Before Tax من قائمة دخل الشركة؛

- تحديد وقياس الإيرادات والربح قبل الضريبة للأنشطة غير المتوافقة؛
- تحديد النسب المئوية كالتالي:

$\% \dots = \% 100 \times \frac{\text{الإيرادات من الأنشطة غير المتوافقة}}{\text{مجموع إيرادات الشركة}}$
$\% \dots = \% 100 \times \frac{\text{الربح قبل الضريبة من الأنشطة غير المتوافقة}}{\text{الربح قبل الضريبة للشركة}}$

- مقارنة نسب الإيرادات والربح قبل الضريبة بمؤشرين معياريين للتسامح؛ تم تحديدهما من قبل المجلس الاستشاري الشرعي في ماليزيا (SAC):

- إذا كانت نسبة تعامل الشركات بهذه العناصر أكبر من 5% أو 20%؛ تُدرج أسهمها في قائمة الشركات غير المتوافقة؛

- إذا كانت النسبة تساوي أو أقل من 5% أو 20%؛ فيتمّ إدراج هذا النوع من الأسهم في قائمة الشركات المقبولة في سوق الأسهم المتوافقة مع الشريعة.

جدول 6: مؤشرات النشاط التجاري المسموح بها في ماليزيا

الوحدة: % الإيراد و% الربح قبل الضريبة

النسبة	النشاط التجاري
5 %	<ul style="list-style-type: none"> - المصرفية التقليدية؛ - التأمين التقليدي؛ - القمار؛ - المشروبات الكحولية والنشاطات ذات الصلة؛ - لحم الخنزير والنشاطات ذات الصلة؛ - المواد الغذائية والمشروبات غير الحلال؛ - نشاطات الترفيه غير المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية؛ - إيرادات الفوائد من الحسابات والأدوات التقليدية؛ - التبغ والنشاطات ذات الصلة؛ - النشاطات الأخرى التي تُعتبر غير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.
20 %	<ul style="list-style-type: none"> - عمليات الفنادق والمنتجات؛ - المتاجرة والسمسرة في أسهم الشركات غير المتوافقة مع الشريعة؛ - السمسرة في الأسهم؛ - التأجير الوارد من نشاطات غير متوافقة مع الشريعة الإسلامية؛ - النشاطات الأخرى التي تُعتبر غير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

المصدر: راجع:

Securities Commission Malaysia, "Frequently-Asked Questions On Revised Shariah Screening Methodology", 2013, Website: <http://www.sc.com.my/frequently-asked-questions-on-revised-shariah-screening-methodology/>

إن الإشكالية التي لا تزال محل نقاش هي كيفية تبرير أن شركة لها إيرادات فوائد أقل من 5% يمكن اعتبارها متوافقة مع الشريعة الإسلامية؛ من دون مستند شرعي قوي⁽¹⁾. لقد استقرّ العُرف التجاري في الأسواق المالية على أن أي نشاط غير متوافق لا يتجاوز 5% من إجمالي نشاط الشركة لا يُعدّ مقصوداً للشركة بل هو من الأنشطة التابعة. ويرى أحد الباحثين «إذا كان المراد تحديد النشاط المحرّم اليسير؛ فإن نسبة الربح المحرّم لا تحدّد نسبة النشاط المحرّم بالنسبة للنشاط المباح؛ لأن زيادة هذه النسبة أو نقصانها قد لا ترجع إلى زيادة أو نقص في حجم النشاط المحرّم مقارنة بالنشاط المباح، وإنما لأسباب أخرى، فقد لا يقارن النشاط المحرّم من حيث حجمه بالنشاط المباح؛ ومع ذلك تكون نسبة الربح المحرّم أكثر من النسب المحددة للجواز، وسبب ذلك أن النشاط المباح مهما كان كثيراً قد لا تنتج عنه أرباح نتيجة لانخفاض الأسعار، أو ارتفاع

(1) Jasri Jamal et al, Op. Cit., p. 10.

أسعار المواد الخام، أو غير ذلك من الأسباب التي تؤثر على أسعار منتجات الشركة؛ مما يجعل نسبة الإيراد المحرّم إلى إجمالي الإيرادات عالية، وهذا يعني أن زيادة نسبة الربح المحرّم عن النسبة المحددة قد لا تدلّ على زيادة في نشاط الشركة المحرّم، وهذا يعني أيضاً أنه قد تباح أسهم في شركات نشاطها المحرّم أكثر مقارنة بنشاطها المباح، وتُحرّم أسهم شركات نشاطها المحرّم أقلّ مقارنة بنشاطها المباح بناءً على زيادة نسبة الربح المحرّم عن النسبة المحددة في الشركة الثانية، ونقصه عنها في الشركة الأولى⁽¹⁾. وبالمقارنة مع غيرها من الممارسين لعملية الفرز الشرعي في العالم؛ فإن معايير الفرز المتساهلة التي اعتمدها سابقاً المجلس الاستشاري الشرعي (SAC) في ماليزيا⁽²⁾؛ ولّدت صورة سلبية لدى المستثمرين في جميع أنحاء العالم؛ بما فيهم المستثمرين المهتمين بمعايير الفرز الشرعي الصارمة لتنظيم استثماراتهم⁽³⁾؛ ولذلك تُعتبر مراجعة منهجية الفرز الشرعي الماليزية عملية مهمة من أجل تحقيق عملية فرز ذات جودة؛ بإمكانها أن تدعّم بشكل غير مباشر مستوى الثقة فيما بين المستثمرين في العالم.

لنفترض حدوث الحالات التالية:

(1) مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، الاكتتاب والمتاجرة بالأسهم: مع بيان حكم تداول أسهم الشركات المشتملة على نقود أو ديون، دار كنوز إشبيليا، الرياض، ط1، 2006، ص: 41.

(2) هيئة الأوراق المالية في ماليزيا *Securities and Exchange Commission (SEC)* لديها مجلس استشاري شرعي *Shariah Advisory Council (SAC)* يُصدر تقريرين سنوياً يتضمّنان قائمة للأسهم المتوافقة مع الشريعة: الأول في مايو والثاني في نوفمبر، وتعتمد المعايير السابقة على قياس نسبة الأنشطة غير المتوافقة بنسبة 5% وتنتهي عند 25%.

(3) Noridayu Abdullah Sani & Rohana Othman, "Revision of Shari'ah Screening Methodology: The Status of Shari'ah Compliant Companies in Malaysia", 3rd International Conference On Management, Hydro Hotel, Penang, Malaysia, 10-11 June 2013, p. 55.

جدول 7: دراسة حالات لعملية الفرز القطاعي السلبي المرتبط بمصدر الدخل في ماليزيا

الوحدة: رينغت ماليزي

النتيجة	طريقة الحساب	بيانات محاسبية (الإيرادات والربح قبل الضريبة)	نشاط الشركة
% 9	نسبة التبغ إلى إيرادات الشركة = $10.000.000 / 900.000$	<ul style="list-style-type: none"> الشركة: الإيرادات: 10.000.000؛ ر.ق. ض: 5.000.000. 	شركة A مدرجة في سوق الأسهم المتوافقة النشاط الرئيسي: التطوير العقاري، وتجارة مواد البناء نشاطات فرعية: تصنيع وتوزيع السجائر (التبغ)
	نسبة التبغ إلى الربح قبل الضريبة للشركة = $5.000.000 / 400.000$		
% 11	نسبة إيرادات الفوائد إلى إيرادات الشركة = $2.000.000 / 220.000$	<ul style="list-style-type: none"> الشركة: الإيرادات: 2.000.000؛ ر.ق. ض: 500.000. 	شركة B مدرجة في سوق الأسهم المتوافقة النشاط الرئيسي: صناعة الأثاث نشاطات فرعية: إقراض بفائدة وتجارة ألعاب القمار
	نسبة الألعاب إلى الربح قبل الضريبة للشركة = $500.000 / 24.000$		
% 4,8	نسبة إيرادات الكحول إلى إيرادات الشركة = $10.000.000 / 400.000$	<ul style="list-style-type: none"> الشركة: الإيرادات: 10.000.000؛ ر.ق. ض: 5.000.000. 	شركة C مدرجة في سوق الأسهم المتوافقة النشاط الرئيسي: تصنيع وتجارة المنتجات الاستهلاكية نشاطات فرعية: تجارة الكحول وتجارة ألعاب القمار
	نسبة إيرادات الألعاب إلى الربح قبل الضريبة للشركة = $10.000.000 / 200.000$		
% 2,4	نسبة الكحول إلى الربح قبل الضريبة للشركة = $5.000.000 / 120.000$	<ul style="list-style-type: none"> الشركة: الإيرادات: 400.000؛ ر.ق. ض: 120.000. 	
	نسبة الألعاب إلى الربح قبل الضريبة للشركة = $5.000.000 / 100.000$		
% 2	نسبة إيرادات الكحول إلى إيرادات الشركة = $10.000.000 / 400.000$	<ul style="list-style-type: none"> الشركة: الإيرادات: 10.000.000؛ ر.ق. ض: 5.000.000. 	
	نسبة إيرادات الألعاب إلى الربح قبل الضريبة للشركة = $10.000.000 / 200.000$		
% 2	نسبة الكحول إلى الربح قبل الضريبة للشركة = $5.000.000 / 120.000$	<ul style="list-style-type: none"> الشركة: الإيرادات: 200.000؛ ر.ق. ض: 100.000. 	
	نسبة الألعاب إلى الربح قبل الضريبة للشركة = $5.000.000 / 100.000$		

ثانياً: الإشكالات والحلول المرتبطة بالفرز الإيجابي (الأخلاقي)

إن الفرز الإيجابي Positive Screening الذي يقوم على قبول تداول أسهم الشركات التي تُعتبر أخلاقية أو إدراجها Inclusion Criteria ضمن المؤشرات الإسلامية يواجه عدة إشكالات؛ ومن أهمها:

1- إشكالية إدماج معايير الفرز القطاعي الإيجابي؛

2- إشكالية ضعف دور هيئات الرقابة الشرعية؛

3- إشكالية الصناديق الاستثمارية الأخلاقية.

1- إشكالية إدماج معايير الفرز القطاعي الإيجابي: نَمِيزُ بين حالتين:

أ- التركيز على معايير الفرز القطاعي السلبي؛

ب- إغفال معايير الفرز القطاعي الإيجابي.

أ- التركيز على معايير الفرز القطاعي السلبي: انتُقدت في الثمانينيات من القرن العشرين المعايير القائمة على الفرز السلبي Negative Screening ومعايير الاستبعاد Exclusion Criteria؛ حيث أصبح يُنظر إليها بصفة سلبية لثلاثة أسباب رئيسية؛ هي⁽¹⁾:

- **الناحية المنهجية:** إن الفهم المفصّل لكافة القطاعات التي تنشط فيها الشركات ليس أمراً ميسراً حتى يتمكن من تحديد ما يتوافق مع المعايير القائمة على الأخلاقيات وما يخالفها، فهذا يحتاج إلى تصنيف الشركات والصناديق وفقاً لمعايير أخلاقية؛

- **الناحية المالية:** إن استخدام معايير الاستبعاد يؤدي إلى الحدّ من تنوع المحافظ الاستثمارية؛ ومن ثمّ يجعل الصناديق أكثر عرضة للمخاطر، ويقلل من جاذبيتها للمستثمرين؛

- **الناحية الإستراتيجية:** إن معايير الاستبعاد تحدّ من التأثير المباشر للمستثمر في

(1) عبد الرزاق بلعباس، «التمويل الإسلامي بين الأخلاق والأخلاقيات»، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، مج 18، ع1، 2012، ص: 81-82.

سلوك الشركات؛ على نقيض المساهمة التي يمكنها أن تؤثر إلى حد ما في توجه الشركات للاستثمار في قطاعات معينة.

وانتقد أحد الباحثين معايير الفرز القطاعي للأسهم على أساس مشروعية نشاط الشركة التي يُراد تداول أسهمها؛ لأن «هذه المعايير متبعة في الغرب منذ عقود فيما يُعرف بالفلتر الأخلاقية للأسهم، في إطار ما يُعرف بالاستثمار الأخلاقي أو الاستثمار المسؤول أو الاستثمار المسؤول اجتماعياً⁽¹⁾، وما قام به أخصائيونا هو مجرد تقليد لتلك العمليات، مع إضافة بعض النشاطات المحرمة في الإسلام مثل: الاتجار بلحم الخنزير... مع تغافل واضح لمعايير أخلاقية أخرى مثل: الحوكمة التي من شأنها أن تحد من الجشع والطمع والغش والخداع»⁽²⁾.

إن اختزال الفرز القطاعي في مشروعية نشاط الشركة لا يعني بالضرورة أن هذه الشركة مقبولة للتداول من الناحية الشرعية؛ وذلك للاعتبارات التالية⁽³⁾:

- مؤشر S&P الذي يشتمل على أسهم شركات إسرائيلية توافقت مع الشريعة الإسلامية وأصبحت مقبولة ومباحة للتداول وفقاً للمعايير المعمول بها؛
- ما يدل على ضعف معايير التوافق الشرعية المطبقة هو السماح بالاستثمار في الشركات التي لا تتبنى مبادئ التجارة العادلة، ومنها الشركات التي تستورد القهوة أو الكاكاو بأسعار زهيدة نتيجة لاستغلال الأطفال والنساء في العمل لساعات طويلة وبأجور لا تغطي أبسط احتياجات الحياة.

وطالب أحد التقارير المتخصصة بضرورة إعادة النظر في معايير الفرز القطاعي السلبي؛ حيث «إن المعايير التي يتم وضعها للحكم على «إسلامية» الشركة أو توافقتها لغايات تداول أسهمها، لم ترق بعد إلى المعايير التي تعبّر عن الجوهر القيمي والنموذج الأخلاقي التطبيقي للإسلام (...). فما هي إلا نتاج تقليد لمعايير الاستثمار الأخلاقي أو الاستثمار الاجتماعي، أو الاستثمار المسؤول (Socially Responsible Investment) الذي هو

(1) SRI: Socially Responsible Investing.

(2) ناصر الزيادات، «أسهم إسرائيلية متوافقة مع الشريعة»، الاقتصادية الإلكترونية، 27 ربيع الثاني 1432هـ الموافق 1 إبريل 2011م، ع6381، في الموقع الإلكتروني:

http://www.aleqt.com/2011/04/01/article.522945_html

(3) المصدر نفسه.

معروف في الغرب من عقود؛ أي أن من أوجد معايير التوافق الشرعي النوعية، لم يأت بجديد يعبر عن روح وجوهر الشريعة؛ بل جاء بتقليد تم تكييفه ليكون إسلامياً من خلال ما يُعرف بمعايير الفلترية الأخلاقية لنشاطات الشركات مضافاً عليها عدم الاتجار بالخمير والميسر...»⁽¹⁾.

ب- إغفال معايير الفرز القطاعي الإيجابي: لا تزال المؤسسات الاستثمارية الإسلامية تفتقر إلى المعايير الاجتماعية والأخلاقية والبيئية؛ حيث تنطبق عليها معايير الاستبعاد فقط؛ ونتيجة لذلك، فإنها تفتقر إلى معايير الفرز الإيجابية، فالشركات تلتزم في استثماراتها بالممارسات التجارية المسؤولة اجتماعياً؛ من أجل دعم البيئة والمجتمع وممارسة حوكمة الشركات، ومعايير مثل: حقوق الإنسان وحقوق الموظف والمنتجات الصديقة للبيئة... لا يتم إدراجها في عملية فرز الاستثمارات الإسلامية المعاصرة التي تركز على ما إذا كان الناتج من النشاط هو متوافق مع متطلبات التداول الشرعية أم لا⁽²⁾.

وأشارت إحدى الدراسات مفارقة شركة المعادن Vedanta Resources المدرجة في مؤشر FTSE على أساس أنها متوافقة مع متطلبات التداول الشرعية؛ غير أنه تم استبعادها من صندوق معاشات التقاعد الحكومي؛ لأن مجلس أخلاقيات الصندوق اكتشف ممارستها لانتهاكات خطيرة لحقوق الإنسان وأضرار بيئية طويلة الأجل في فروعها. ومع ذلك؛ لم يتخذ مثل هذا الإجراء من قبل الهيئة الشرعية لمؤشر FTSE؛ الأمر الذي يتناقض مع أسس التمويل والاستثمار الإسلامي⁽³⁾.

كما انتقدت إحدى الدراسات البحثية ما ورد في معيار سوق دبي حول عدم إدراج الشركات التي تمارس أنشطة مضرّة بالبيئة، وعدم إدراج الشركات التي تُنتج المواد المضرّة بصحة الكائنات الحيّة (إنسان، حيوان، نبات)؛ لأن إطلاق هذا المعيار دون توضيح

(1) شركة المشورة والراية للاستشارات المالية الإسلامية، «رؤية تحليلية حول معايير التوافق الشرعية التي تسمح بتداول الأسهم»، التقرير الدوري الأول، الكويت، 2011، في الموقع الإلكتروني:

<http://www.mandr.com.kw/index.php/arl/research/periodicreports/pr/1-2011->

(2) Saeed Salem Binmahfouz, *Investment Characteristics of Islamic Investment Portfolios: Evidence from Saudi Mutual Funds and Global Indices*, Doctoral thesis, Durham University, 2012, pp. 98-99; 101; 212-214.

(3) Irfan Ahmed, "Incorporating Socially Responsible Investing in Islamic Equity Investments", *Msc International Accounting and Finance*, Cass Business School, London, 2009, pp. 53-54.

لحدود الضرر قد يجعل العديد من الشركات الصناعية عرضة لعدم الإدراج في المؤشر، وتم اقتراح الصيغة التالية: «تُستثنى من المؤشر الشركات التي تنتج المواد التي تضرّ ضرراً كبيراً بالبيئة وبصحة الكائنات الحية من إنسان - المضرّة بالعقل أو الجسد - وحيوان ونبات، سواء بمفردها أو مخلوطة بغيرها، ويرجع في تقدير حجم الضرر إلى أهل الاختصاص وفق المعايير العالمية المعتمدة»⁽¹⁾.

ويوصي مجمع الفقه الإسلامي الدولي في قراره رقم 185 (11/19)؛ بشأن البيئة والحفاظ عليها من منظور إسلامي في دورته التاسعة عشرة بالشارقة (2009)؛ بما يلي:

- «التعاون مع المجتمع الدولي بمختلف الصور في سبيل حماية البيئة ومنع تلويثها، والانضمام إلى الاتفاقيات والعهود الدولية التي تعقدها الدول لمنع التلوث والإضرار بالبيئة، شريطة ألا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية أو تحمل أضراراً بالدول الإسلامية»؛

- «الإكثار من الصناعات «صديقة البيئة» ودعمها بكافة الطرق الممكنة»⁽²⁾.

إن الدعوة إلى إدماج قضايا المسؤولية الاجتماعية في الممارسات الاستثمارية الإسلامية تأتي لمعالجة هذا البعد المهم في ممارسات التمويل الإسلامي لمواجهة النمو المتسارع في صناعة الاستثمار المسؤول اجتماعياً (SRI) في الأسواق المتقدمة؛ حيث إن مختلف الاعتبارات الاجتماعية والأخلاقية والبيئية أصبحت أساسية لاتخاذ القرارات الاستثمارية. وقد شهد التمويل القائم على الأخلاقيات Ethical Finance ثلاث مراحل أساسية؛ نوجزها في الجدول التالي:

(1) أسامة علي الفقير الربابعة، مرجع سابق، ص: 10.

(2) أحمد عبد العليم أبو عليو، مرجع سابق، ص: 602.

جدول 8: تطور أجيال الصناديق الاستثمارية المرتبطة بالمعايير الأخلاقية

الجيل	الفترة	الخصائص	المعايير
الأول	(عشرينيات - سبعينيات) القرن العشرين الميلادي	بين الأخلاقيات الدينية وأخلاقيات النضال السياسي	<ul style="list-style-type: none"> - رفض بعض المجموعات الدينية استثمار مدخراتها في «أسهم الخطيئة» <i>Sin Stocks</i>؛ - استبعاد قطاعات الخمر، والتبغ، والقمار، والجنس، والحد من الولادات (حبوب منع الحمل والإجهاض)، والأسلحة؛ - حملة مناوئة لحرب الفيتنام؛ - معارضة نظام الفصل العنصري بمقاطعة الاستثمار في جنوب إفريقيا (نظام الأبرتايد 1948-1991م)؛ - استبعاد الصناعة النووية؛ - استبعاد الشركات التي تستغل الحيوانات باستخدامها في التجارب أو في صناعة الفرو.
الثاني	ثمانينيات القرن العشرين الميلادي	المسؤولية الاجتماعية والبيئية	<ul style="list-style-type: none"> - استخدام معايير الفرز السلبي + معايير الفرز الإيجابي؛ - تنمية الدول الأكثر فقراً: تشمل تطوير التجارة العادلة، تحقيق توازن أفضل بين الشمال والجنوب، ضمان احترام حقوق الإنسان واتفاقيات المنظمة الدولية للعمل على رأسها عدم استخدام الأطفال في العمل؛ - السلوك الاجتماعي: تشمل ظروف العمل، النظافة، الصحة، الأمن، المساواة بين الرجل والمرأة، عدم وجود تمييز على أساس الأصل، الاستثمار في نشاطات التنمية المحلية؛ - التقييم البيئي: تشمل انبعاثات غاز ثاني أكسيد الكربون، الإفرازات الملوثة، النفايات، كمية الموارد المستخدمة (ماء، طاقة، مواد أولية)، سياسة إدارة البيئة والمخاطر البيئية، اللجوء إلى التكنولوجيات التي تحترم البيئة.
الثالث	تسعينيات القرن العشرين الميلادي	التنمية المستدامة	<ul style="list-style-type: none"> - استبعاد بعض القطاعات المشهورة بعدم استدامتها؛ - التوفيق بين الربحية المالية والأداء الاجتماعي والبيئي؛ - حوار مستمر مع الشركات من أجل تطوير إدارتها إلى أبعد من مجرد المشاركة في الجمعيات العامة؛ - ممارسة حوكمة الشركات ومراعاة الأطراف المرتبطة بنشاط الشركة <i>Stakeholders</i> (الموظفين، الممولين، العملاء، الشركاء، الجمعيات، المنظمات غير الحكومية) وعدم الاقتصار على احترام المساهمين <i>Shareholders</i> فقط.

المصدر: راجع: عبد الرزاق بلعباس، مرجع سابق، ص: 81-83.

ويقترح عدد من الباحثين إدخال المسؤولية الاجتماعية والأبعاد الأخلاقية في معايير التوافق مع الشريعة؛ ما دامت المعايير الحالية لا تدمج الأخلاقيات والممارسات التجارية المرغوبة اجتماعياً؛ وذلك للاعتبارات التالية⁽¹⁾:

(1) أشرف وجدي دسوقي (محرر)، النظام المالي الإسلامي: المبادئ والممارسات، ترجمة: كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 1435هـ، ص: 546-547.

- إذا كانت صناديق الاستثمار التقليدية تراعي في قراراتها الاستثمارية المسؤولية الاجتماعية للشركات، والمحافظة على البيئة وحمايتها، وأمن وصحة الموظفين؛ فإن المجال مفتوح لمزيد من التقارب بتعديل معايير التوافق التي تسمح بتداول الأسهم لتشمل ما هو جيد ومرغوب من وجهة نظر المجتمع؛ نظراً لتقارب أهداف صناديق الأسهم الإسلامية مع الصناديق الأخلاقية؛

- بما أن الشريعة لا تتغاضى عن الممارسات التالية: التلوث البيئي، واستغلال البلدان النامية، والتجارب على بعض الحيوانات، والدعاية المضلّة؛ فلا بدّ أن تركز معايير التوافق الشرعي على الجوانب الإيجابية؛ بدلاً من الاقتصار على الفرز السلبي؛ وذلك من خلال تفضيل الاستثمار في الشركات التي تقدّم خدمات اجتماعية؛ حيث يمكن لصناديق الاستثمار الإسلامية مثلاً استثمار جزء أكبر من أصولها في الشركات التي توفر الحاجات الأساسية بأسعار معقولة، وتنتج سلعاً وخدمات تنفع المجتمع، وتستثمر في مصادر الطاقة المتجدّدة، ولها نشاط ملحوظ في العمل الخيري؛

- على مديري صناديق الاستثمار الإسلامية المبادرة إلى التواصل المباشر مع الشركات؛ بهدف التأثير في سياساتها باستخدام ما لديهم من قوة مالية؛ ذلك أن مجرد التطبيق الآلي لمجموعة من المعايير الأخلاقية (مثل: تكوين مجلس الإدارة، وممارسات التوظيف) هو أقلّ فاعلية في إحداث التأثير الإيجابي المنشود، كما تتيح مجالاً واسعاً للإساءة والتلاعب.

إن أيّ عملية فرز قطاعي ينبغي أن تؤكّد على الفرز السلبي والإيجابي على حدّ سواء؛ للاستثمار في الشركات التي تقدّم إسهامات إيجابية في المجتمع، وتجنّب الاستثمار في الشركات التي تُسبب أضرار بيئية.

ويمكن القول أن إغفال المعايير الإيجابية في عملية فرز الأسهم الإسلامية قد يرجع إلى الحدّثة النسبية لممارسة التمويل والاستثمار الإسلامي المعاصر، فقد كانت صناديق الاستثمار الأخلاقية تستثني صناعات الخطيئة في البداية، ثم طبقت بعد ذلك معايير

الفرز الإيجابية. ومع ذلك، شهدت معايير الفرز القطاعي نقطة تحول عندما أدخل مؤشر DJIM مؤشر الاستدامة Islamic Sustainability Index عام 2006، وقد تم ذلك لدمج معايير الاستدامة/المسؤولية الاجتماعية في عملية الفرز الشرعي التقليدية. وتشير إحدى الدراسات التطبيقية⁽¹⁾ إلى أن المسؤولية الاجتماعية بُعد يعترف به المستثمرون كعنصر مهم في العملية الاستثمارية؛ حيث إن 62% من المستثمرين في الصناديق الاستثمارية الإسلامية، يعتبرون قضايا المسؤولية الاجتماعية والبيئية لها الأهمية نفسها أو أكثر بالنسبة إلى الجانب الاقتصادي. فمن الضروري أن تنتقل الممارسات الاستثمارية الإسلامية إلى مرحلة جديدة من التطور؛ حيث يتم دمج قضايا المسؤولية الأخلاقية والاجتماعية في عملية صنع القرار الاستثماري.

2- إشكالية ضعف دور هيئات الرقابة الشرعية: نميز بين حالتين:

- أ- دور الرقابة الشرعية في ترشيد معاملات أسواق الأسهم؛
- ب- مدى تأثير هيئات الرقابة الشرعية لاعتماد الفرز الإيجابي.

أ- دور الرقابة الشرعية في ترشيد معاملات أسواق الأسهم: تقوم الرقابة الشرعية بدور مهم في ترشيد المعاملات المالية في سوق الأسهم، ويمكن أن يظهر ذلك من خلال ما يلي⁽²⁾:

- «دراسة العقد والنظام الأساسي للشركات التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام؛ للتأكد من عدم وجود ما يخالف أحكام الشريعة الإسلامية؛
- متابعة أنشطة الشركة للتحقق من عدم تعاملها بموجودات محرمة أو زيادة نسبة القروض أو الاقتراض؛ مما يدل على كثرة أو غلبة ذلك؛
- التحقق من تنقية الأرباح مما دخل فيها من عوائد محرمة سواء بالتعامل

(1) Mohd Nizam Barom, "Social Responsibility Dimension in Islamic Investment: A Survey of Investors' Perspective in Malaysia", 9th International Conference On Islamic Economics & Finance (9ICIEF): Growth, Equity and Stability: An Islamic Perspective, Istanbul, 09-10 September 2013, p. 30.

(2) عصام أبو النصر، «الحكم الشرعي في تملك الأسهم وكيفية تطهير أسهم الشركات التي اختلط فيها الحلال بالحرام»، في مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون بجامعة الإمارات العربية المتحدة وغرفة تجارة وصناعة دبي، 16 - 18 صفر 1428هـ الموافق 6-8 مارس 2006م، ص: 27-28.

الجزئي في الموجودات الممنوعة شرعاً أو بالتخلص من الربح المحرم الناتج عن الفوائد المقبوضة أو المدفوعة؛

- حساب زكاة الأسهم وإخطار المساهم بها في حالة عدم قيام الشركة؛

- صرف الزكاة في مصارفها الشرعية في حالة قيام الشركة بحساب وإخراج الزكاة».

وتقوم هيئة الأوراق المالية في ماليزيا (Securities Commission Malaysia - SC) بدور حيوي ورائد في وضع المبادئ الإرشادية للفرز الشرعي الذي يُطبَّق على جميع الشركات المدرجة لتحديد مدى توافقها مع الشريعة؛ فهذه الهيئة «هي المنظم الوحيد للأسواق المالية التي لديها مجلس استشاري شرعي، وتتكوّن هذه الهيئة من فقهاء معروفين، يتولّون تقديم المشورة لهيئة الأوراق المالية فيما يتعلّق بأيّ مسائل تخصّ قطاع السوق المالية الإسلامية، بما في ذلك عملية الفرز الشرعي، ويصدر المجلس تقريرين سنوياً لأطّلاع المستثمرين على أحدث قائمة للأسهم المتوافقة مع الشريعة»⁽¹⁾.

ب- مدى تأثير هيئات الرقابة الشرعية لاعتماد الفرز الإيجابي: تركّز الهيئات الشرعية في المؤسسات الاستثمارية الإسلامية على الاستشارات والإشراف على الأنشطة؛ ولكنها تفتقر إلى دور يتجاوز المبادئ التوجيهية والوظيفة الإشرافية؛ من خلال التأثير في الشركات لاعتماد الممارسات الاستثمارية المسؤولة اجتماعياً والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وتعزيز الشفافية والإفصاح الكامل للمستثمرين بإعداد تقارير دورية تعكس مدى الالتزام بالمبادئ الشرعية، وإعلامهم بالتطهير المالي المطلوب.

وقد أثار عدد من الباحثين⁽²⁾ مسألة مثيرة للجدل هي أن مؤشر S&P الإسلامي يشتمل على أسهم لشركات إسرائيلية متوافقة مع متطلبات التداول الشرعية؛ وهذا يتناقض مع فتاوى علماء الشريعة والاعتبارات الأخلاقية؛ وذلك بسبب احتلال الكيان الإسرائيلي للأراضي الفلسطينية.

ومن غير المعقول أن يشتمل مؤشر S&P على أسماء أعضاء الهيئة الشرعية التي تراجع

(1) أشرف وجدي دسوقي، مرجع سابق، ص: 712.

(2) راجع: ناصر الزيادات، مرجع سابق؛ Saeed Salem Binmahfouz, Op. Cit., p. 87.

وتدقق معايير الفرز التي على أساسها يقوم هذا المؤشر بتقديم خدماته للمستثمر المسلم!

ولا شك أن التناقض الحاصل في معايير الفرز الشرعي يثير إشكالية مدى مصداقية تلك المعايير، كما يثير مسألة تعارض المصالح ومشكلات المنافسة واستقلالية هيئات الرقابة الشرعية؛ وذلك لأن المؤسسات الاستثمارية الإسلامية التي تطبق معايير أكثر صرامة ستكون استثماراتها أكثر تقييداً⁽¹⁾.

وعلى الرغم من النمو السريع للتمويل والاستثمار الإسلامي؛ فإن من أهم التحديات التي تواجه هيئات الرقابة الشرعية ما يلي⁽²⁾:

- محدودية فهم علماء الشريعة للممارسات المالية الحديثة، والمفاهيم الشرعية المتعلقة بالمالية، فمن الملاحظ عدم وجود عدد كبير من علماء الشريعة المؤهلين في المجالين الشرعي والمالي معاً؛

- هناك عدد غير كافٍ من علماء الشريعة القادرين على خدمة الصناعة المالية الإسلامية؛ حيث بين أحد التقارير الصادرة عن شركة Funds@Work عام 2011 ما يلي:

• أن عدد المناصب في هيئات الرقابة الشرعية يبلغ 1.141 منصباً موزعاً على 28 دولة؛ بحيث يكون معدّل عدد المستشارين الشرعيين في كل هيئة رقابة شرعية 3,33 مستشار شرعي؛

• أن 10 من علماء الشريعة يشغلون 450 منصباً من أصل 1.141 منصباً، وهم بذلك يشغلون حوالي 40% من المناصب المتاحة؛

• أن اثنين من العلماء العشرة يشغلون ما مجموعه 170 منصباً؛ ومن الواضح أن هذا الوضع يثير العديد من الانتقادات حول مدى جودة الخدمة التي يقدمها المستشار الشرعي؛ فمن المستحيل عقلاً على عالم شرعي واحد أن يقدم خدماته لكل هذه الجهات المتعددة!

(1) Saeed Salem Binmahfouz, Op. Cit., pp. 100; 211.

(2) راجع: أكرم لال الدين، «هيئات الرقابة الشرعية في إطار عمل الحوكمة الشرعية: المهام والمسؤوليات»، في المؤتمر العالمي السابع لعلماء الشريعة حول المالية الإسلامية: حوكمة عمل الهيئات الشرعية: الواقع وآفاق المستقبل، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، كوالالمبور، 18-19/9/2012 ص: 25-28؛

Saeed Salem Binmahfouz, Op. Cit., p. 100; Biswadeep Sengupta, Op. Cit., p. 5

- رغم أن المؤسسات الاستثمارية الإسلامية لديها هيئات رقابة شرعية داخلية خاصة بها؛ إلا أنها تفتقر إلى التدقيق الخارجي وممارسات حوكمة الشركات لضمان التزام الاستثمار مع المبادئ التوجيهية للشريعة؛ فضلاً عن استقلالية الهيئة الشرعية.

وتكشف هذه الإحصاءات عن الحاجة الماسة للعدد الأمثل لأعضاء هيئات الرقابة الشرعية وتحديد عدد العضويات المتاحة لهم، وكذلك التحدي الكبير الذي تواجهه الهيئات المعنية بتطوير المالية الإسلامية، والمتمثل في تدريب وتخريج عدد كافٍ من علماء الشريعة وتقديم الدعم اللازم لهم؛ حتى يكونوا قادرين على أداء المهام المنوطة بهم، في إطار ممارسة الحوكمة الشرعية التي تستند إلى الكفاءة والاستقلالية والسرية والتناسق؛ وذلك للتأثير في الشركات لاعتماد معايير الفرز القطاعي الإيجابي.

لقد دعت إحدى الدراسات⁽¹⁾ إلى اعتماد التدقيق الخارجي لضمان الامتثال لمعايير التوافق الشرعي، من خلال إنشاء هيئة إسلامية عليا على المستوى الوطني، لإعداد معايير الفرز الشرعي وتجنب تعارض المصالح التي تنشأ من السماح لصناديق الاستثمار الإسلامية بتعيين هيئتها الشرعية، وقد تم بالفعل تبني هذا النهج بنجاح في ماليزيا. ويوصي مجمع الفقه الإسلامي الدولي في قراره رقم 177 (19/3)؛ بشأن دور الرقابة الشرعية في ضبط أعمال البنوك الإسلامية في دورته التاسعة عشرة بالشارقة (2009)؛ بما يلي⁽²⁾:

- «تبنى السلطات الإشرافية في كل دولة إصدار قوانين وتشريعات لتنظيم أعمال الرقابة الشرعية، واتخاذ ما يلزم من إجراءات لتحويلها إلى جهة مستقلة»؛
- «يوصي وكالات التصنيف الإسلامية بعدم تصنيف المنتجات التي نصّ المجمع على منعها».

3- إشكالية الصناديق الاستثمارية الأخلاقية: نميز بين حالتين:

أ- واقع الصناديق الاستثمارية الأخلاقية؛

(1) Saeed Salem Binmahfouz, Op. Cit., p. 212.

(2) أحمد عبد العليم أبو عليو، مرجع سابق، ص: 575.

ب- أداء الصناديق الاستثمارية الإسلامية.

أ- واقع الصناديق الاستثمارية الأخلاقية: تطرح الصناديق القائمة على الأخلاقيات Ethical Funds على المستوى التطبيقي ثلاث إشكالات تتمثل في اختيار المؤشرات، ووزن المعايير، وإستراتيجية الاستثمار؛ حيث تتعلّق الإشكالية الأولى بوكالات التصنيف، والثانية بالمكّلفين بإدارة الصناديق، والثالثة بالمساهمين.

- اختيار المؤشرات: تواجه وكالات التصنيف الأخلاقي⁽¹⁾ Ethical Rating Agencies

تحدياً كبيراً لتحويل المعايير الأخلاقية Ethical Norms إلى مؤشرات قابلة للقياس، وترتكز قواعد بياناتها على الوثائق الصادرة عن السلطات العامة، والاستبيانات الخاصة، واللقاءات مع مديري الشركات. وهذا يطرح تساؤلات عن مصداقية المعطيات وشفافية المعلومات؛ إضافة إلى أن التحليلات لا تخلو من الأحكام المعيارية المسبقة التي تختلف من وكالة لأخرى؛

- تحديد وزن للمعايير: تُطرح هذه الإشكالية على مديري الصناديق الاستثمارية؛ بحيث يمنح كل واحد منهم وزناً مختلفاً للمؤشرات المطروحة من قبل وكالات التصنيف الأخلاقي. فقد يُعطي أحد المديرين وزناً أكبر للعلاقات الإنسانية والعلاقات مع البيئة، ووزناً أقل للعناصر الأخرى المرتبطة بالعلاقات بين العملاء والممولين ومع السلطات المحلية؛ في حين يمنح آخر ثقلاً أكبر للموارد البشرية والعلاقات بين العملاء والممولين، وثقلاً أقل للعلاقات مع المساهمين والبيئة والسلطات المحلية؛

- إستراتيجية الاستثمار: تتلخّص هذه الإشكالية في التوفيق بين الأخلاقيات والربحية؛ حيث تميل الصناديق الاستثمارية أكثر إلى منطبق أسواق المال؛ لا سيما بعد ظهور عدد من المؤشرات التي أنشئت بهدف توفير مؤشر Benchmark متداول في الأوساط المالية؛ كما يظهر في الجدول التالي:

(1) تأسست هذه الوكالات في أواخر تسعينيات القرن الماضي؛ لتقييم وتصنيف سياسات المسؤولية الاجتماعية والبيئية وحوكمة الشركات.

جدول 9: المؤشرات الأخلاقية التي أنشئت في الأسواق المالية

تاريخ الإنشاء	اسم المؤشر
1990م	Domini 400 Social Index (DSI)
1999م	Dow Jones Sustainability Group (DJSGI)
2001م	FTSE4GOOD
2002م	Advanced Sustainable Performance Indices SPI (ASPI) Eurozone
2002م	Ethibel Sustainability Index (ESI)

المصدر: عبد الرزاق بلعباس، مرجع سابق، ص: 84.

وتشير بعض الدراسات⁽¹⁾ إلى أن خيارات الشركات المختارة من قبل هذه الصناديق تتأثر بالاعتبارات المالية التي تفرضها الأسواق أكثر من التزامها بمعايير الأخلاقيات الاجتماعية والبيئية.

ب- أداء الصناديق الاستثمارية الإسلامية: إن التحدي القائم بالنسبة لمديري الصناديق الاستثمارية هو تحقيق التوازن بين المعايير الاقتصادية ومعايير المسؤولية الاجتماعية والأخلاقية.

ومن المفترض نظرياً أن تكون الشركات التي تتبنى معايير أخلاقية أكثر ربحية من نظيراتها التي لا تتبنى أي معايير أخلاقية، وذلك وفقاً لفرضيات الأثر الاجتماعي ضمن نظرية الأطراف ذات العلاقة Stakeholder Theory؛ لكن هذه الفرضية لم يتم إثباتها قطعياً حتى الآن، إذ أثبتت الكثير من الدراسات أن نتائج الأداء المالي للشركات التي تتبنى معايير أخلاقية كانت في أفضل حالاتها متساوية مع نتائج نظيراتها التي لا تتبنى معايير أخلاقية. هذا بالنسبة للشركات في الأسواق الغربية لا سيما الأمريكية والأوروبية، أما بالنسبة للشركات المتوافقة مع الشريعة باعتبار أنها شركات تتبنى معايير أخلاقية؛ فقد كان الأمر مشابهاً لنتائج الدراسات التي أجريت على الشركات الأخلاقية في الأسواق الأجنبية⁽²⁾.

وقد أثبتت دراسات تطبيقية أن هناك أداءً جيداً لصناديق الاستثمار الإسلامية؛ رغم

(1) Michel Dion, «Les Fonds Mutuels Ethiques Américains: La Présence De Croyances Organisationnelles Au Cœur De La Performance Sociale Et Financière», *Ethique et économie/Ethics and Economics*, Vol. 7, No. 1, 2010, pp. 17-18.

(2) شركة المشورة والرأية للاستشارات المالية الإسلامية، مرجع سابق.

قلّة التنويع الناتج عن رفض عدة أنواع من الاستثمارات المخالفة لهدف هذه الصناديق، بالإضافة إلى الأداء المقبول أثناء الأزمات عكس صناديق الاستثمار التقليدية⁽¹⁾. كما تشير بعض الأدلة من الأزمة المالية العالمية للفترة 2007-2009 بأن أداء الأسهم الإسلامية يميل للتفوّق على أداء الأسهم التقليدية؛ حيث أثبتت التجربة أن هذه المنتجات أقدر على تحمّل المخاطر خلال فترات الركود الاقتصادي.

جدول 10: العوامل المؤثرة في الطلب على الأسهم المتوافقة مع الشريعة وفقاً

لسلوك المتعاملين

م	سلوك المتداولين للأسهم	الأسهم المفضّلة	العوامل المؤثرة في الطلب
1	• لا يستثمرون أموالهم إلا في الأسهم المتوافقة مع الشريعة.	• الأسهم المتوافقة مع الشريعة	• المعتقدات الدينية والأخلاقية؛ • الأداء الجيد للأسهم الإسلامية
2	• يتداولون المنتجات التقليدية والمتوافقة مع الشريعة	• الأسهم المتوافقة مع الشريعة	• المعتقدات الدينية والأخلاقية؛ • الأداء الجيد للأسهم الإسلامية
3	• المتداولون الذين يبحثون عن تعظيم أرباحهم دون اعتبار لتوافق المنتج مع الشريعة	• الأسهم المتوافقة مع الشريعة؛ • عندما تكون عوائدها أعلى من نظيرتها التقليدية	• العوائد؛ • الأداء الجيد للأسهم الإسلامية

المصدر: راجع: أشرف وجدي دسوقي، مرجع سابق، ص: 518-519.



(1) Fadillah Mansor & M. Ishaq Bhatti, "The Performance of Islamic Mutual Funds: The Malaysian Case", The 14th Annual Banking and Finance Conference, Melbourne University, 29 September 2009, pp. 15-16.

ثالثاً: الإشكالات والحلول المرتبطة بالفرز المقاصدي (مآلات الأفعال)

إن الفرز المقاصدي Objective Screening الذي يقوم على قبول تداول أسهم الشركات أو إدراجها ضمن المؤشرات الإسلامية على أساس نياتها يواجه عدة إشكالات؛ ومن أهمها:

1- إشكالية إغفال رؤى الشركات وأهدافها الإستراتيجية؛

2- إشكالية التركيز على النظام الأساسي للشركات؛

3- إشكالية الاعتماد على نية تغيير الشركة.

1- إشكالية إغفال رؤى الشركات وأهدافها الإستراتيجية: تعتمد معايير فرز الأسهم الحالية على البيانات الفعلية للشركات بغض النظر على توجهاتها الإستراتيجية، بمعنى أنها تركز على عمل الشركات وليس نياتها. ومع أن النية أمرٌ خفيٌ بالنسبة للفرد إلا أنه معلنٌ بالنسبة للشركة؛ من خلال رؤيتها ورسالتها وأهدافها الإستراتيجية. ويمكن إدخال هذا العامل المهم في الحساب مع تطوير منهجية الفرز الشرعي للأسهم. إن كل شركة يتم تسجيلها لا بد من بيان الغاية التي أنشئت من أجلها، ويتم النص على ذلك في عقد تأسيس هذه الشركات، أو يتضح ذلك من خلال الأنشطة التي تمارسها هذه الشركة؛ وذلك عند إصدار القوائم المالية الدورية. لقد لوحظ أن معيار الغاية التي من أجلها أسست الشركة يواجه عدة إشكالات، ومن أهمها أن العديد من الشركات عند صياغتها لغاياتها وأنشطتها تضع ضمنها كل الاحتمالات التي قد تحتاجها الشركة للتعامل بها ولو في حالات نادرة وضيقة؛ حيث يمكن أن تكون الشركة متوافقة في غاياتها مع متطلبات التداول الشرعية إلا أنه في ختام أهدافها تنص على أنه: «من غايات الشركة الاستثمار في الأسهم والسندات وإيداعها في البنوك لغايات تحقيق الربح». وهذه الصياغة فيها غموض؛ لأن هذا الاستثمار يُحتمل أن يتم في بنوك تقليدية أو أسهم شركات غير متوافقة أو سندات ربوية.

ولا شك أنه من الصعوبة الاطلاع على نوع الشركات والأسهم والبنوك التي ستتعامل معها الشركة؛ الأمر الذي يستلزم التعامل مع ذات العبارة على ظاهرها؛ وذلك على النحو التالي⁽¹⁾:

- إذا كانت العبارة تتضمن الأسهم: الأصل أن المساهمة في الشركات مشروع حتى يثبت العكس؛ فإذا ثبت أن الشركة استثمرت في أسهم غير مشروعة؛ تطلب الأمر تطهير المبالغ المتحصلة وفقاً لمتطلبات التداول الشرعية؛

- إذا كانت العبارة تتضمن السندات: الأصل أن التعامل بالسندات غير مشروع، فلا يمكن الدخول فيها ابتداءً، ويمكن الاعتماد على القوائم المالية كما يلي:

• إذا أظهرت القوائم المالية تعامل الشركة بالسندات الربوية وأوجدت إيراداً غير مشروع؛ فيبقى التعامل معها غير مشروع؛

• إذا أظهرت القوائم المالية أنها تتعامل بالصكوك الإسلامية وتم التعبير عنها بالسندات؛ فيرفع المنع عن هذه الشركة؛

• إذا أظهرت القوائم المالية عدم دخول السندات الربوية في التعامل؛ عندها يمكن تداول أسهم هذه الشركة حتى يثبت العكس.

- إذا تم تعطيل العمل بالغاية غير المتوافقة إما بقرار من مجلس الإدارة أو من خلال القوائم المالية؛ فعندها يمكن إدراج أسهم هذه الشركة ضمن المؤشر الإسلامي، ويمكن حينها صياغة المعيار كما يلي: «إذا نص النظام الأساسي للشركة على أن أحد غاياتها العمل ضمن قطاع من القطاعات غير المشروعة السابقة؛ ولكنها أثبتت بقرار من مجلس إدارتها أن الاستثمار في هذا القطاع غير مفعّل في الواقع؛ فإنها تُستثنى من الحكم السابق والقاضي بإخراجها من المؤشر».

2- إشكالية التركيز على النظام الأساسي للشركات: ذهب الهيئة الشرعية لمصرف الراجحي في قرارها رقم 485 بشأن «ضوابط الاستثمار والمتاجرة في أسهم الشركات المختلطة بمحرّم والتخلّص من المحرّم فيها» إلى أنه «لا يجوز الاشتراك في تأسيس

(1) راجع: أسامة علي الفقير الربابعة، مرجع سابق، ص: 10-11.

الشركات التي ينص نظامها على تعامل محرّم في أنشطتها أو أغراضها»⁽¹⁾؛ بينما نصّت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) في معيار الأوراق المالية (الأسهم والسندات) رقم 21 على السّماح بالإسهام في مثل هذه الشركات شريطة «أن لا تنصّ الشركة في نظامها الأساسي أن من أهدافها التعامل بالرّبا، أو التعامل بالمحرّمات كالخزير ونحوه»⁽²⁾.

وتُصنّف الشركات وفقاً للإفصاح عن التزامها في التعامل بأحكام الشريعة الإسلامية في وثائق إنشائها إلى ما يلي⁽³⁾:

أ- شركات تنصّ وثائق إنشائها على الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية؛

ب- شركات لا تنصّ وثائق إنشائها على الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية؛ إلا أنها تُطبّق بالفعل أحكام الشريعة الإسلامية؛

ج- شركات لا تنصّ وثائق إنشائها على الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية، ولا تلتزم بالفعل؛ إلا أنه يُمكن جعل معاملاتها موافقة لأحكام الشريعة الإسلامية في حال شراء أغلبية أسهمها.

أ- شركات تنصّ وثائق إنشائها على الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية: يمكن تملك وتداول أسهم هذه الشركات؛ لأن هذا الالتزام المصرّح به رسمياً يُطمئن المساهم ويجعل من حقّه الاعتراض على المخالفات الشرعية إن وقعت؛ بل والمطالبة بتصحيح هذه المخالفات وعدم العودة إليها؛ مستنداً في ذلك على ما ألزمت الشركة به نفسها من الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية؛ وعلى مالك السهم أن يتأكد من استعانة مثل هذه الشركات بخبراء شرعيين؛ للتحقّق من سلامة ومشروعية عملياتها، كما عليه التأكّد من التزام إدارة الشركة بما يصدر عن هؤلاء الخبراء؛

ب- شركات لا تنصّ وثائق إنشائها على الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية؛ إلا أنها

(1) المجموعة الشرعية بمصرف الراجحي، مرجع سابق، ص: 720.

(2) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 297.

(3) راجع: عصام أبو النصر، مرجع سابق، ص: 16-15؛ عبد الستار أبو غدة، «صناديق الاستثمار الإسلامية: دراسة فقهية تأصيلية موسّعة»، في المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون بجامعة الإمارات العربية المتحدة وغرفة تجارة وصناعة دبي، 7-9 ربيع الآخر 1426هـ الموافق 15-17 مايو 2005م، ص: 671-672.

تُطبَّق بالفعل أحكام الشريعة الإسلامية: يمكن تملك وتداول أسهم هذه الشركات التي حصل التوافق بين تطبيقاتها وما هو مشروع؛ ولو لم يكن هناك تصريح في وثائق إنشاء الشركة بالالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية؛ لأن مجرد التطبيق الصحيح ينتج عنه تصرفات ذات آثار مشروعة؛ ولو لم يقترن بالنية والعزم على الالتزام؛ غير أن عدم وجود نص في الوثائق على الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية يتطلب من المساهم مداومة مراقبة تصرفات مثل هذه الشركات للتثبت من عدم وجود مخالفات لأحكام الشريعة الإسلامية ومعالجة ما قد يترتب على ذلك؛ لأنها - بعد تصريحها بالالتزام - قد لا ينجح الاعتراض عليها لعدم المستند له في وثائق تأسيسها؛

ج- شركات لا تنص وثائق إنشائها على الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية، ولا تلتزم بالفعل؛ إلا أنه يمكن جعل معاملاتها موافقة لأحكام الشريعة الإسلامية في حال شراء أغلبية أسهمها: يمكن تملك وتداول أسهم هذه الشركات التي لم يحصل منها الالتزام ولا التوافق؛ طالما كان المساهمون المرتقبون قادرين بالفعل على التغيير؛ لأن هناك فرصة للتأثير في مسيرة الشركة بحيث يحصل منها التوافق - وربما الالتزام إذا تم تعديل وثائق الشركة - وهذا لا يتحقق إلا من خلال تكاتف عدد كبير من الأفراد، أو بعض المؤسسات المالية الإسلامية، أو بعض كبار رجال الأعمال، لشراء غالبية من الأسهم تتيح لهم التأثير في مسار الشركة.

وقد جاء النص في فتاوى الندوة السادسة للبركة عام 1990 على مشروعية الإقدام على شراء أسهم الشركات «مهما كان غرضها الأصلي» بقصد أسلمة معاملاتها؛ بل اعتبر ذلك أمراً مطلوباً؛ لما فيه من زيادة مجالات الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية⁽¹⁾.

كما جاء في قرار ندوة اقتصادية مشتركة بين مجمع الفقه الإسلامي الدولي والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب بالبنك الإسلامي للتنمية عام 1993؛ بخصوص المشاركة في أسهم الشركات المساهمة المتعاملة بالرأب ما يلي: «إن الإسهام في الشركات المساهمة التي تتعامل بالرأب بقصد إصلاح أوضاعها، بما يتفق مع الشريعة الإسلامية، من القادرين

(1) عبد الستار أبو غدة وعز الدين محمد خوجة (محرر). قرارات وتوصيات ندوات البركة للاقتصاد الإسلامي (1403-1422هـ/1981-2001م)، مجموعة دلة البركة، الأمانة العامة للهيئة الشرعية، جدة، ط6، 2001، ص: 88.

على التغيير أمر مشروع على أن يتم ذلك في أقرب وقت ممكن»⁽¹⁾.

والجدول التالي يلخص درجة الاختلاف الحاصلة في عملية الفرز المقاصدي للأسهم:

جدول 11: الجدوى الشرعية للنص على الالتزام بأحكام الشريعة في نظام الشركة

الالتزام الشرعي		الفرز المقاصدي للأسهم	
وثائق إنشاء الشركة	القوائم المالية للشركة	إدراج	استبعاد
☑	☑	• لا بدّ من مراجعة وفحص عقود الشركة وتصرفاتها لتبيّن ما إذا كانت ترتكب مخالفات شرعية، وذلك إذا لم يظهر في عمل الشركة خلاف ما جاء في أنظمتها من التزام بأحكام الشريعة الإسلامية.	-
☑	☒	• إذا صرّحت الشركة بالالتزام وطرأت مخالفات شرعية أثناء عملها؛ فإنه يتم إدراجها وتداول أسهمها ذلك أن المساهم رضي بالدخول في الشركة لعدم التصريح بالمخالفات، وتعتبر هذه المخالفة طارئاً على عمل الشركة يتحمّل مسؤوليتها مجلس الإدارة الذي اتخذ قرار الاقتراض الربوي، ويبقى المساهم مخيراً بين البقاء في الشركة أو الخروج منها.	• إذا تمّ دراسة القوائم المالية للشركة وتبيّن منها أنها تتضمن قروضاً ربوية؛ عند ذلك تخرج من قائمة الشركات المتوافقة؛ ويمنع تداول أسهمها، كما أن دراسة القوائم المالية قد لا توصل إلى نتيجة صحيحة؛ حيث إن الخطأ في دراسة تلك القوائم أمر وارد لصعوبتها ومشقتها؛ ولهذا قد يظهر اختلاف بين المختصين في تحليل القوائم المالية إلى درجة إثبات التعامل الربوي وعدمه!
☒	☑	• الاعتماد على قوائم الشركة والحكم عليها بالنقص إذا لم تظهر تلك القوائم تعاملًا ربويًا للشركة إقراضاً واقتراضاً؛ حتى لو نصّ في نظامها على حقها في إصدار السندات الربوية، أو الأسهم الممتازة، وتظل الشركة في قائمة الشركات المتوافقة ويسمح بتداول أسهمها.	• لا يُسمح بتداول أسهم هذه الشركة حتى تضيف إليه ما يدلّ على أنها لن تتعامل بالفائدة الربوية مرة أخرى؛ كأن تعدّل نظامها الأساسي من خلال الجمعية العمومية للشركة بالنصّ على التزامها بالأحكام الشرعية، أو نحو ذلك ممّا يكون ملزماً لمجالس إدارتها المتعاقبة.
☒	☒	• تملك وتداول أسهم هذه الشركات أمر مطلوب؛ طالما كان المساهمون المرتقبون قادرين بالفعل على التغيير على أن يتم ذلك في أقرب وقت ممكن، كما أن في ذلك زيادة لعدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.	• الإحجام عن الإسهام في هذه الشركات فيه دعوة واضحة إلى تصحيح عقودها وتعديل نظامها الأساسي ليتوافق مع الشريعة الإسلامية.

المصدر: راجع: مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 38؛ 44-50.

(1) منذر قحف (محرر)، قضايا معاصرة في النقود والبنوك والمساهمة في الشركات، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 1997، ص: 429.

3- إشكالية الاعتماد على نية تغيير الشركة: نَمِيز بين حالتين:

أ- شراء شركات كاملة بغرض تحويلها إلى متوافقة؛

ب- مدى تأثير نية التغيير في تحوّل أنشطة الشركات.

أ- شراء شركات كاملة بغرض تحويلها إلى متوافقة: قد يتّجه بعض المستثمرين إلى شراء شركات كاملة أو شراء نسبة غالبية فيها بغرض تنقيتها من الدخل غير المتوافق مع الشريعة أو العقود غير المشروعة لتكون أداة استثمارية متوافقة.

وتنشأ العديد من الشركات لأغراض مشروعة في الأساس، ثم يقوم المستثمرون بالاكْتِتاب في أسهم هذه الشركات، وعندما تُنتخب مجالس الإدارة تبدأ باتخاذ قرارات استثمارية قد يكون في بعضها إدخال إيراد غير مشروع إلى الشركة؛ كأن يقرّر مجلس الإدارة إيداع الأموال المكتتب بها في بنك تقليدي، وفي هذه الحالة يصعب القول بوجود خروج جميع المساهمين المسلمين من هذه الشركة بناءً على قرار من مجلس الإدارة؛ بل إن الحل هو السعي لتغيير قرار مجلس الإدارة أو تغيير المجلس ذاته؛ مع وجوب تطهير الأرباح الناشئة عن هذا التعامل وفقاً لمتطلبات التداول الشرعية.

وقد نصّت قرارات الهيئة الشرعية لبنك البلاد (الضابط 506) على أنه: «يجوز التعامل بأسهم الشركات التي أصل نشاطها مباح ولديها تعاملات محرّمة كالاقتراض والإقراض بالرّبا - بما لا يتجاوز الضوابط المقرّرة من الهيئة الشرعية للبنك - سواء أكان ذلك بالشراء أم البيع أم الوساطة أم التعهّد بتغطية الاكْتِتاب أم غير ذلك، مع مراعاة ما يأتي:

- وجوب التطهير على مالها يوم استحقاق الربح، وهو يوم انعقاد الجمعية العامة؛

- وجوب بذل النصح في الجمعية العمومية ولمجلس الإدارة والتنفيذيين والسعي في

التصحيح بكل السبل الممكنة»⁽¹⁾.

أما إذا كان المستثمر يريد شراء أسهم لأمثال هذه الشركات؛ فإن قرارات هيئات الرقابة الشرعية اشترطت أن يكون دخوله فيها مقروناً بشرط قدرته على التغيير في هذه الشركة، إما برأس مال ضخم أو بتأمين تكتل معيّن ناتج عن تقارب فكري معيّن يمكنه من هذا التغيير.

(1) أمانة الهيئة الشرعية لبنك البلاد، مرجع سابق، ص: 155.

ويشير أحد الباحثين إلى أن مجموعة البركة المصرفية أسهمت في شركات أجنبية، واستطاع مالك هذه المجموعة أن يحوّل أكثر من 50 شركة مساهمة إلى الالتزام بالأحكام الشرعية؛ حيث إن مركزه المالي مكنه من فرض إرادته الشرعية على مجالس إدارتها. فإذا كان المساهم في هذه الشركات على هذا المستوى من القدرة على التأثير في هذا الاتجاه السليم؛ فإن تغييره لهذه الشركات لا يتمّ إلا بدخوله فيها مساهماً ومؤسساً؛ ولكن بشرطين هما⁽¹⁾:

- خلوّ أنظمتها من النصّ على التعامل الربوي؛

- التوقُّع بأن دخوله في هذا النوع من الشركات سيكون له تأثير في تحويل سياستها المالية والاستثمارية إلى ما يتوافق مع متطلبات التداول الشرعية؛ وبشرط أن ينسحب منها إذا وجد نفسه عاجزاً عن التأثير في مجالس إدارتها بالالتزام الشرعي. لقد اتّبعَت مجموعة البركة المصرفية في سعيها لتغيير الشركات من خلال شراء أسهمها أساليب مختلفة تتناسب كل حالة منها مع ظروف كل شركة؛ وذلك على النحو الذي يلخّصه الجدول التالي:

جدول 12: أساليب مجموعة البركة المصرفية في تغيير الشركات إلى متوافقة

النماذج	مجموعة البركة وظروف الشركات	الأسلوب
شركة مكة للإنشاء والتعمير: أقبل معظم المؤسسين على شراء أسهم الشركة بنية عدم التعامل الربوي.	النصّ في النظام الأساسي للشركة بالالتزام بأحكام الشريعة وعدم الإقراض والاقتراض بالفائدة الربوية.	الأول
تغيير منهج شركة طيبة التي كانت تتعامل لفترة معيّنة بالفائدة؛ أسلمة معاملات شركة ساسكو وشركة الفنادق من خلال الجمعية العمومية.	الدخول في الشركة من خلال شراء الأسهم ثم العمل من الداخل من أجل تغيير النظام الأساسي من خلال الجمعية العمومية.	الثاني
تغيير نشاط 70 شركة ذات مسؤولية محدودة.	الدخول مع الشركاء في بعض الشركات ذات المسؤولية المحدودة دون أن يُطلب منهم النصّ على التعامل الشرعي أو غيره، وبعد شعورهم بثقل الوزن المالي والمعنوي لمجموعة البركة؛ تمّ وضعهم في خيار بين الخروج من الشركة أو أن تصبح أعمال الشركة متوافقة؛ فوافقوا على التحوّل إلى التعامل الشرعي بعدما عرفوا بأن بقاء مجموعة البركة في الشركة فيه مصلحتهم أكثر من تمسّكهم بالمعاملات غير المشروعة.	الثالث

(1) عبد الله بن سليمان المنيع، بحوث في الاقتصاد الإسلامي، المكتب الإسلامي، بيروت، ط1، 1996، ص: 248-249.

النماذج	مجموعة البركة وظروف الشركات	الأسلوب
غ. م	التأثير في بعض الشركات التي يكون لدى المسؤولين عنها تقبلاً لفكرة التحول، فيتم تمويلها عن طريق صيغ التمويل الإسلامي، ثم السعي لتخليصها من المعاملات غير المتوافقة تدريجياً مع العمل في الوقت نفسه على شراء أسهم فيها تدعيماً لهذا التوجه؛ حتى إذا زاد اقتناع القائمين عليها تم السعي إلى تحويل عملها .	الرابع

المصدر: راجع: منذر قحف، مرجع سابق، ص: 398-399.

وقد جاء عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) في المعيار رقم 21 ما نصّه: «يجوز الإسهام أو التعامل لأجل التغيير لمن كان له القدرة على التغيير باتخاذ قرار التحول وفقاً للشريعة في أول اجتماع للجمعية العمومية أو بالسعي للتغيير»⁽¹⁾. مع مراعاة بند التخلّص ممّا يخصّ السهم من الإيراد غير المشروع. كما وضعت الهيئة في مرحلة سابقة معياراً رقم 6 بشأن تحوّل البنك التقليدي إلى بنك إسلامي.

ونصّت قرارات الهيئة الشرعية لبيت التمويل الكويتي على «جواز شراء أسهم هذه الشركات بقصد تنقيتها من التعامل الربوي واعتماد المنهج الإسلامي، على أن تكون مدة هذه المحاولة ثلاث جمعيات عمومية للشركة يُمنع خلالها المتاجرة بأسهم الشركة إلا فيما بين أهل القصد، فإن قدر على التخلّص من الربا وأسلمة الشركة خلال هذه المدة فهو المطلوب؛ وإلا فيجب الانسحاب منها، أو إعطاء فرصة إذا كانت هناك فرصة سانحة في مهلة قريبة»⁽²⁾.

ويرى أحد الباحثين أنه لا بدّ من توافر هذين الشرطين اللذين وضعتهما الهيئة الشرعية لبيت التمويل الكويتي؛ لصحة شراء أسهم الشركات غير المتوافقة، وهما⁽³⁾:

- ألا تزيد الفترة الانتقالية عن ثلاث سنوات لتغيير أعمال الشركة إلى أعمال مشروعة؛

(1) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 297.

(2) علي جمعة محمد وآخرون (محرر)، موسوعة فتاوى المعاملات المالية للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، مركز الدراسات الفقهية والاقتصادية، مج9، دار السلام، القاهرة، ط1، 2010، ص: 142.

(3) راجع: أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، رسالة دكتوراه منشورة، دار ابن الجوزي، الرياض، ط2، 1426هـ، ص: 163-165.

- يُشترط إجراء دراسة كاملة عن إمكانية تعديل معاملات الشركة قبل شرائها .
وذهبت قرارات مجموعة البركة حول موضوع شراء الأسهم في الشركات إلى التفرقة بين الحالات التالية⁽¹⁾:

- «شراء أسهم الشركات العاملة في البلاد الإسلامية لقصد العمل على أسلمة معاملاتها أمر مطلوب؛ لما فيه من زيادة مجالات التزام المسلمين بأحكام الشريعة الإسلامية؛

- شراء أسهم الشركات العاملة في البلاد غير الإسلامية أمر جائز للمستثمرين؛ إذا لم يجدوا بديلاً خالصاً من الشوائب؛

- شراء أسهم الشركات من قبل مؤسسات مالية إسلامية جائز؛ إذا كان محدداً بهدف استثمار السيولة الفائضة بإنشاء صناديق استثمارية مخصصة لمساعدة الأفراد على دخول هذا المجال».

ب- مدى تأثير نية التغيير في تحول أنشطة الشركات: لقد واجهت عملية التأثير في قرار الشركة الاستثماري من خلال تداول أسهمها، عدة انتقادات نوجزها فيما يلي:
- يمكن لقلّة من أصحاب رؤوس الأموال التي يستطيعون بها تملك كميات كبيرة من الأسهم يجعل لهم ثقلاً في الشركة يقدرّون معه على التغيير؛ بشرط أن يسعوا في التغيير فعلاً، لا أن يتخذوا ذلك ذريعة للمساهمة مع عدم سعيهم أو نيتهم في التغيير⁽²⁾؛

- لا يكفي شراء أسهم البنوك والشركات التقليدية بنية تحويل البنك أو الشركة إلى نشاط متوافق مع متطلبات التداول الشرعية، فالنية لن تغير من الأمر شيئاً؛ إذا لم يصاحبها عمل فعلي يحوّل تلك الشركات إلى نشاط يسمح بتداول أسهمها، وهذا العمل الفعلي لا يُتصوّر في شراء تلك الأسهم بصفة منفردة من الأفراد؛ بخلاف لو كانت هيئة ما ستقوم بشراء أغلبية تلك الأسهم وتحويل نشاط ومعاملات الشركة⁽³⁾؛

(1) عبد الستار أبو غدة وعز الدين محمد خوجة، مرجع سابق، ص: 88.

(2) مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 39.

(3) أشرف محمد دواية، «الاستثمار والمضاربة في أسهم البنوك والشركات التقليدية: رؤية إسلامية»، في مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 مايو-3 يونيو 2009، ص: 26.

- إن فرضية التأثير في نشاط الشركة الاستثماري لا تتحقق عملياً في غالب الحالات؛ وذلك للأسباب التالية⁽¹⁾:

- لا نية لمشتري الأسهم أصلاً بالتأثير في أنشطة الشركة وتوجهاتها؛ بل ولا يعلم مشتري الأسهم بوجود مثل هذا الهدف سبباً معتبراً لشرعية التعامل بأسهم هذه الشركة؛
- أغراض التكسب السريع بالبيع بعد الشراء متى سنحت فرصة تحقق الربح لدى معظم المستثمرين؛ مما لا يمكنهم من تحقيق أي أثر يذكر؛ حتى لو فرضنا وجود نية التأثير في أنشطة الشركة؛
- العقوبات والقيود القانونية التي قد تمنع حملة الأسهم والمستثمرين من غير المؤسسين من ممارسة أي تأثير في قرار الشركة الاستثماري أو الإداري؛
- إن الشراء على مستوى الشركات يكون غالباً بشراء سلّة من الأسهم التي تعود إلى عدد كبير من الشركات، لا أسهم شركة بذاتها؛ مما يفوت إمكان تحقيق التحول المنشود.



(1) عبد العظيم أبو زيد، «قراءة فقهية نقدية للمعايير الشرعية في المختلط حلالاً وحراماً»، في مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 مايو-3 يونيو 2009، ص: 18-19.

نتائج واقتراحات

لقد تبين لنا من خلال هذه الورقة البحثية ما يلي:

- تفاوت في الممارسات المتبعة في فرز الأسهم المتوافقة مع الشريعة؛ الأمر الذي أدى إلى ظهور إشكالات ملحوظة على مستوى الفرز القطاعي:

جدول 13: إشكالات الفرز القطاعي (النشاط النوعي)

الفرز المقاصدي (مآلات الأفعال)	الفرز الإيجابي (الأخلاقي)	الفرز السلبي (التقليدي)
<ul style="list-style-type: none"> • التركيز على عمل الشركات، وإغفال رؤى الشركات وأهدافها الإستراتيجية. 	<ul style="list-style-type: none"> • التركيز على معايير الفرز القطاعي السلبي، وإغفال دمج المعايير الاجتماعية والبيئية والأخلاقية ... 	<ul style="list-style-type: none"> • اختلاف الأنشطة غير المتوافقة فيما بين المؤسسات الاستثمارية الإسلامية (معايير فرز متساهلة وأخرى متشددة).
<ul style="list-style-type: none"> • التركيز على النظام الأساسي للشركات؛ دون اعتبار لممارساتها الاستثمارية. 	<ul style="list-style-type: none"> • ضعف تأثير هيئات الرقابة الشرعية في المؤسسات الاستثمارية الإسلامية لاعتماد معايير الفرز الإيجابي. 	<ul style="list-style-type: none"> • تعميم المعايير على القطاعات المستبعدة، وإغفال قطاعات أخرى غير مشروعة.
<ul style="list-style-type: none"> • التحفظ من الناحية العملية بخصوص الاعتماد على نية تغيير الشركة إلى نشاط متوافق للتأثير في نشاط الشركة الاستثماري. 	<ul style="list-style-type: none"> • تأثر الصناديق الاستثمارية في التوفيق بين الربحية المالية والأداء الاجتماعي والبيئي. 	<ul style="list-style-type: none"> • استخدام التصنيف القطاعي أحادي الأبعاد (النشاط الرئيس)، مع أن النسبة الكبيرة للدخل قد تتعلق بالأنشطة الفرعية.

بناء على ما سبق؛ فإن الإشكالات القائمة تقتضي وضع حلول مقبولة لها من الناحية النظرية والعملية وفقاً لتطور أسواق الأسهم المتوافقة مع الشريعة؛ وذلك على النحو التالي:

- ضرورة مراجعة منهجية الفرز القطاعي على مستوى أسواق الأسهم المتوافقة مع الشريعة؛ وذلك للاعتبارات التالية:

- الحد من التفاوت في استخدام معايير الفرز القطاعي المعتمدة من قبل الهيئات الشرعية للمؤسسات الاستثمارية الإسلامية حتى تصبح أكثر قبولاً وإقناعاً للمستثمرين؛ لأن استخدام معايير فرز موحدة يؤثر إيجاباً في تطوير الاستثمار في سوق الأسهم المتوافقة مع الشريعة؛
- تعزيز مستوى الثقة فيما بين المستثمرين في العالم؛ لأن معايير الفرز المتساهلة

المعتمدة من قبل الهيئات الشرعية للمؤسسات الاستثمارية الإسلامية كوّنت صورة سلبية لدى المستثمرين المهتمين بمعايير الفرز الصّارمة؛

• إعادة النظر في معايير الفرز القطاعي السلبي التي استبعدت شركات تراعي أحكام الشريعة وأغفلت أنشطة أخرى، وإعادة تصحيح أخطاء التعميم في القطاعات غير المتوافقة؛ بما يجعل عملية فرز الأسهم أكثر جودة وأكثر توافقاً مع الشريعة.

- ضرورة الإفصاح عن النشاط الأساسي للشركة والأنشطة الفعلية التي مارستها خلال الفترة المحاسبية، وتحديد الشركات التي لها نسبة كبيرة من الإيرادات المتحققة من الأنشطة غير المتوافقة مع الشريعة؛ بناءً على تحليل بياناتها المالية ومواقعها الإلكترونية والأخبار المتعلقة بها؛ من خلال ترجيح فرز الأسهم على أساس مصدر الدخل الذي يتغير تبعاً لتغير نشاط الشركة الرئيس؛

- العمل على توسيع استخدام معيار التصنيف القطاعي CIS الذي له ميزة تعيين رموز متعددة لأي شركة تأخذ في الاعتبار الأنشطة الأساسية والثانوية التي تعمل فيها؛ الأمر الذي يسهل من عملية فرز الأسهم عندما يكون أحد الرموز مرتبطاً بالنشاطات غير المتوافقة؛

- تطوير معايير التوافق الشرعي النوعية من خلال ما يلي:

• **الفرز الإيجابي:** دمج المعايير البيئية والمسؤولية الاجتماعية وممارسة حوكمة الشركات في عملية فرز الأسهم؛ باعتبارها أصبحت معايير أساسية لاتخاذ القرارات الاستثمارية؛

• **الفرز المقاصدي:** دمج رؤى الشركات ورسالتها وأهدافها الإستراتيجية في عملية فرز الأسهم.

- الارتقاء بدور الهيئات الشرعية للمؤسسات الاستثمارية الإسلامية على نحو يجعلها تتجاوز المبادئ التوجيهية والوظيفة الإشرافية إلى وضع المبادئ الإرشادية للفرز الشرعي من خلال ما يلي:

- التأثير في الشركات لاعتماد المعايير الاستثمارية المسؤولة اجتماعياً وممارسة حوكمة الشركات؛
- تعزيز الشفافية والإفصاح الكامل للمستثمرين بإعداد تقارير دورية تعكس مدى التوافق مع متطلبات التداول الشرعية؛
- تشجيع شراء أسهم شركات كاملة بغرض تحويلها إلى شركات متوافقة مع متطلبات التداول الشرعية؛ شريطة قدرة المستثمر على تغيير سياساتها الاستثمارية من خلال السعي إلى التصحيح بكل الأساليب الممكنة؛
- تكوين مجلس استشاري شرعي على المستوى المحلي؛ لإعداد معايير فرز شرعي موحدة وتجنب تعارض المصالح فيما بين الهيئات الشرعية.
- العمل على تحقيق التوازن بين معايير الربحية ومعايير المسؤولية الاجتماعية والأخلاقية لدى المؤسسات الاستثمارية الإسلامية، بالإضافة إلى تحقيق الأداء الجيد في ظل استخدام معايير الاستبعاد التي تؤدي إلى تقييد الاستثمارات.



ملخص
الفصل الأول

لا شكّ في أن ظاهرة الاستثمار والمتاجرة في أسهم الشركات المختلطة هي واحدة من أهم القضايا المعاصرة التي أثارت اهتمام شريحة واسعة من الأفراد الذين طرحوا حولها تساؤلات فقهية ومالية عديدة.

ولقد اجتهد الباحثون في مجال الفقه والتمويل الإسلامي في وضع حلول لهذه التساؤلات؛ من خلال الفرز القطاعي للأسهم؛ حتى يكون الاستثمار متوافقاً مع الشريعة.

ومع ذلك؛ لا تزال هناك العديد من الإشكالات الشرعية والمالية المتعلقة بالفرز القطاعي؛ الأمر الذي يجعل من الممارسات المتبعة في هذا المجال تخضع للتحسين المستمر.

وتأتي هذه الدراسة لتقديم جانب مهم من جوانب التجديد في القطاع المالي وهو سوق الأسهم المتوافقة مع الشريعة؛ في إطار مشروع بحث مسحي كبير يتعلّق بالفرز الشرعي للأسهم، ويغطّي في أجزائه الأخرى الموضوعات التي لم تتمّ تغطيتها من قبل هذه الورقة البحثية وهي الفرز المالي والتطهير المالي.

الكلمات المفتاحية: الأسهم المتوافقة مع الشريعة، الفرز الشرعي للأسهم، الفرز القطاعي، فرز النشاط التجاري، الفرز النوعي، قطاع الشركة.



Abstract:

Sector Screening of Sharī'ah-Compliant Stocks: Problematics & Solutions

There is no doubt that the phenomenon of investment and trading in the shares of mixed companies is one of the most important contemporary issues which aroused the attention of a large segment of individuals who put about it many fiqh and financial questions.

Researchers have worked hard in the field of fiqh and Islamic finance in developing solutions to these questions; through sector screening; in order to be Sharī'ah-compliant investment.

However, there are still many problematics related to qualitative screening; which make the practices in this area are subject to continuous improvement.

This study is to present an important aspect of renewal financial sector, which is the Islamic equity market; in the framework of a big survey research project, related to the Sharī'ah stock screening, it covers in the other parts topics that are not covered by the current paper which are financial screening and purification processes.

Keywords: Sharī'ah-Compliant Stocks, Sharī'ah Stock Screening, Sector Screening, Business Activity Screening, Qualitative Screening, Company's Line of Business.



مصادر ومراجع الفصل الأول

- 1- أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، رسالة دكتوراه منشورة، دار ابن الجوزي، الرياض، ط2، 1426هـ.
- 2- أحمد عبد العليم أبو عليو (محرر)، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة التعاون الإسلامي، الأمانة العامة للأوقاف، الشارقة، ط1، 2011.
- 3- أسامة علي الفقير الربابعة، «المعايير الشرعية للمؤشرات الإسلامية: دراسة وتحليل»، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، جامعة آل البيت، عمان، 2009.
- 4- أشرف محمد دوابة، «الاستثمار والمضاربة في أسهم البنوك والشركات التقليدية: رؤية إسلامية»، في مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 مايو-3 يونيو 2009.
- 5- أشرف وجدي دسوقي (محرر)، النظام المالي الإسلامي: المبادئ والممارسات، ترجمة: كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 1435هـ.
- 6- أكرم لال الدين، «هيئات الرقابة الشرعية في إطار عمل الحوكمة الشرعية: المهام والمسؤوليات»، في المؤتمر العالمي السابع لعلماء الشريعة حول المالية الإسلامية: حوكمة عمل الهيئات الشرعية: الواقع وآفاق المستقبل، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، كوالالمبور، 18-19/9/2012.
- 7- أمانة الهيئة الشرعية لبنك البلاد، الضوابط المستخلصة من قرارات الهيئة الشرعية لبنك البلاد، دار الميمان، الرياض، ط1، 2013.
- 8- حنان إبراهيم النجار، «آليات بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي ومتطلباته في أسواق المال العالمية»، في المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون بجامعة الإمارات

العربية المتحدة وغرفة تجارة وصناعة دبي، 7-9 ربيع الآخر 1426هـ الموافق 15-17 مايو 2005م.

9- رانية زيدان العلاونة، مؤشرات أسعار الأسهم الإسلامية في الأسواق العالمية: تقييم شرعي اقتصادي، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة اليرموك، 2010.

10- شركة المشورة والراية للاستشارات المالية الإسلامية، «رؤية تحليلية حول معايير التوافق الشرعية التي تسمح بتداول الأسهم»، التقرير الدوري الأول، الكويت، 2011، في الموقع الإلكتروني:

<http://www.mandr.com.kw/index.php/ar/research/periodicreports/pr/1-2011->

11- عبد الرزاق بلعباس، «التمويل الإسلامي بين الأخلاق والأخلاقيات»، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، مج 18، ع 1، 2012.

12- عبد الستار أبو غدة وعز الدين محمد خوجة (محرر)، قرارات وتوصيات ندوات البركة للاقتصاد الإسلامي (1403-1422هـ/1981-2001م)، مجموعة دلة البركة، الأمانة العامة للهيئة الشرعية، جدة، ط 6، 2001.

13- عبد الستار أبو غدة، «صناديق الاستثمار الإسلامية: دراسة فقهية تأصيلية موسّعة»، في المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون بجامعة الإمارات العربية المتحدة وغرفة تجارة وصناعة دبي، 7-9 ربيع الآخر 1426هـ الموافق 15-17 مايو 2005م.

14- عبد العظيم أبو زيد، «قراءة فقهية نقدية للمعايير الشرعية في المختلط حلالاً وحراماً»، في مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 مايو-3 يونيو 2009.

15- عبد الله بن سليمان المنيع، بحوث في الاقتصاد الإسلامي، المكتب الإسلامي، بيروت، ط 1، 1996.

16- عبد الله بن محمد العمراني، الاستثمار والمتاجرة في أسهم الشركات المختلطة: مراجعة فقهية ومقترحات للبحث المستقبلي، دار كنوز إشبيليا، الرياض، ط 1، 2006.

17- عصام أبو النصر، «الحكم الشرعي في تملك الأسهم وكيفية تطهير أسهم الشركات التي اختلط فيها الحلال بالحرام»، في مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون بجامعة الإمارات العربية المتحدة وغرفة تجارة وصناعة دبي، 16 - 18 صفر 1428هـ الموافق 6- 8 مارس 2006م.

16- علي القره داغي، فتاوى هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لبنك دبي الإسلامي، مج2، دار البشائر الإسلامية، بيروت، 2005.

19- علي جمعة محمد وآخرون (محرر)، موسوعة فتاوى المعاملات المالية للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، مركز الدراسات الفقهية والاقتصادية، مج9، دار السلام، القاهرة، ط1، 2010.

20- قصي بن عبد المحسن الخنيزي، «وقفه مع إعادة هيكلة قطاعات سوق الأسهم»، الاقتصادية الإلكترونية، 10 نوفمبر 2007، ع5143، في الموقع الإلكتروني:

http://www.aleqt.com/2007/11/10/article.10541_html

21- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، الاكتتاب والمتاجرة بالأسهم: مع بيان حكم تداول أسهم الشركات المشتملة على نقود أو ديون، دار كنوز إشبيليا، الرياض، ط1، 2006.

22- المجموعة الشرعية بمصرف الراجحي، قرارات الهيئة الشرعية بمصرف الراجحي، ج1، دار كنوز إشبيليا، الرياض، ط1، 2010.

23- منذر قحف (محرر)، قضايا معاصرة في النقود والبنوك والمساهمة في الشركات، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 1997.

24- ناصر الزيادات، «أسهم إسرائيلية متوافقة مع الشريعة!»، الاقتصادية الإلكترونية، 27 ربيع الثاني 1432هـ الموافق 1 إبريل 2011م، ع6381، في الموقع الإلكتروني:

http://www.aleqt.com/2011/04/01/article.522945_html

25- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المنامة، 2010.

- 26- Abdelbari El Khamlichi, **Éthique et performance: le cas des indices boursiers et des fonds d'investissement en finance islamique**, Thèse De Doctorat, Université d'Auvergne, 2012.
- 27- Biswadeep Sengupta, "**Sharia Stock Screening: A Fund Manager's Conundrum**", Cognizant 20-20 Insights, January 2012.
- 28- Catherine Soke Fun Ho et al, "**Syariah accounting and compliant screening practices**", Qualitative Research in Financial Markets, Vol. 4, No. 2/3, 2012.
- 29- Fadillah Mansor & M. Ishaq Bhatti, "**The Performance of Islamic Mutual Funds: The Malaysian Case**", The 14th Annual Banking and Finance Conference, Melbourne University, 29 September 2009.
- 30- Irfan Ahmed, "**Incorporating Socially Responsible Investing in Islamic Equity Investments**", Msc International Accounting and Finance, Cass Business School, London, 2009.
- 31- Jasri Jamal et al, "**Islamic capital market and Shari'ah screening in Malaysia**", International Research Symposium in Service Management, Le Meridien Hotel, Mauritius, 24-27 August 2010.
- 32- Louis Vuitton, Annual Report, 2013, Website:
http://www.lvmh.com/uploads/assets/Com-fi/Documents/en/Reports/LVMH_RA2013_GB_1.pdf
- 33- Michel Dion, «**Les Fonds Mutuels Ethiques Américains: La Présence De Croyances Organisationnelles Au Cœur De La Performance Sociale Et Financière**», Ethique et économique/Ethics and Economics, Vol. 7, No. 1, 2010.

- 34- Mohamed Donia & Shehab Marzban, “**Identifying Shariah-compliant equities – a challenging task**”, International Business Times, October 2008, Website:
<http://www.ibtimes.com/articles/20081028/identifying-shariah-compliant-equities-achallenging-task.htm>
- 35- Mohd Nizam Barom, “**Social Responsibility Dimension in Islamic Investment: A Survey of Investors’ Perspective in Malaysia**”, 9th International Conference On Islamic Economics & Finance (9ICIEF): Growth, Equity and Stability: An Islamic Perspective, Istanbul, 09-10 September 2013.
- 36- Mondher bellalah et al, “**Syariah Compliant Screening Practices**”, Thema Working Paper, No. ,2013-16 Université de Cergy Pontoise, France, 2013.
- 37- Noridayu Abdullah Sani & Rohana Othman, “**Revision of Shari’ah Screening Methodology: The Status of Shari’ah Compliant Companies in Malaysia**”, 3rd International Conference On Management, Hydro Hotel, Penang, Malaysia, 10-11 June 2013.
- 38- Saeed Salem Binmahfouz, **Investment Characteristics of Islamic Investment Portfolios: Evidence from Saudi Mutual Funds and Global Indices**, Doctoral thesis, Durham University, 2012.
- 39- Securities Commission Malaysia, “**Frequently-Asked Questions On Revised Shariah Screening Methodology**”, 2013, Website: <http://www.sc.com.my/frequently-asked-questions-on-revised-shariah-screening-methodology/>
- 40- Ulrich Derigs & Shehab Marzban, “**Review and analysis of current Shariah-compliant equity screening practices**”, International Journal of

Islamic and Middle Eastern Finance and Management, Vol. 1, No. 4, 2008.

41- Websites: <http://www.investopedia.com/articles/stocks/08/global-industry-classification-industrial-classification-benchmark.asp>;
http://en.wikipedia.org/wiki/Industry_Classification_Benchmark;
http://en.wikipedia.org/wiki/Global_Industry_Classification_Standard;
http://en.wikipedia.org/wiki/Standard_Industrial_Classification.

42- Wee Ching Pok, “**Analysis of Syariah quantitative screening norms among Malaysia Syariah-compliant stocks**”, Investment Management and Financial Innovations, Vol. 9, Issue 2, 2012.



الفصل الثاني

الفرز المالي

للأسهم المتوافقة مع الشريعة:

إشكالات وحلول

تقوم الهيئات الشرعية للمؤسسات الاستثمارية الإسلامية (شركات، بنوك، صناديق)، والهيئات الشرعية لمؤشرات الأسهم الإسلامية في أسواق المال العالمية باعتماد معايير للفرز المالي *Financial Screening* التي يُطلق عليها أيضاً معايير الفرز الكمي *Quantitative Screening*؛ كمحددات للسّماح بتداول هذه الأسهم وقبول الشركات التي ترغب في الانضمام إليها أو الإدراج فيها . وترتبط هذه المعايير الكمية بشكل مباشر بمؤشرات يتم استنباطها من القوائم المالية للشركة محلّ التداول، وهي وفقاً لما هو متّبع لدى الهيئات الشرعية للمؤسسات الاستثمارية الإسلامية على النحو التالي:

- ألا تتجاوز الديون الربوية نسبة 33% من الأصول أو القيمة السوقية؛

- ألا تتجاوز السيولة النقدية نسبة 33% من الأصول أو القيمة السوقية؛

- ألا تتجاوز الاستثمارات الربوية نسبة 33% من الأصول أو القيمة السوقية؛

- ألا تتجاوز الإيرادات غير المشروعة نسبة 5% من إجمالي الإيرادات؛

- ألا تتجاوز المصاريف غير المشروعة نسبة 5% من إجمالي المصاريف.

وبعد تحديد هذه المعايير الكمية تأتي مرحلة تطبيقها على عملية فرز الأسهم؛ حيث طوّر عدد من الشركات برامج مهتمة بهذا الشأن؛ لكي يسهل تطبيق معايير الفرز المالي الشرعي على الأسهم والقطاعات المستهدفة. مثل: شركة أيديال ريتينغز *IdealRatings* التي تُعدّ من أكثر الشركات التي حازت على ثقة شركات الاستثمار والوساطة؛ حيث تغطّي 42.000 سهم في 106 دولة، وتتمثّل خدماتها الأساسية في البرمجيات والبيانات المحدّثة التي تساعد على التحقق من التوافق الشرعي للأسهم⁽¹⁾.

تهدف هذه الورقة البحثية إلى معالجة المحاور التالية:

- أولاً: الإشكالات والحلول المرتبطة بنسب الفرز المالي الشرعي؛

- ثانياً: الإشكالات والحلول المرتبطة بالتحليل المالي الشرعي؛

- ثالثاً: الإشكالات والحلول المرتبطة بإعداد مؤشر أسهم شرعي.

(1) See Website: <http://ar.idealratings.com/>

أولاً: الإشكالات والحلول المرتبطة بنسب الفرز المالي الشرعي

إن نسب الفرز المالي التي تقوم على منع تداول أسهم الشركات غير المتوافقة مع متطلبات التداول الشرعية أو استبعادها من الشركات المدرجة ضمن المؤشرات الإسلامية تواجه عدة إشكالات؛ ومن أهمها:

- 1- إشكالية طبيعة النسب المالية المستخدمة في فرز الأسهم؛
- 2- إشكالية تفاوت النسب المالية المستخدمة في فرز الأسهم؛
- 3- إشكالية آثار النسب المالية المستخدمة في فرز الأسهم.

1- إشكالية طبيعة النسب المالية المستخدمة في فرز الأسهم: من الناحية المثالية؛ يُفترض أن الشركات المتوافقة مع الشريعة لا تقتصر بفائدة، ولا تستثمر في الأدوات المرتبطة بالديون التقليدية، ولا تحقق الدخل من أي أنشطة أخرى غير مشروعة. ومع ذلك؛ فإن مثل هذه القيود ستمنع تداول معظم الأسهم المتوافرة في السوق بما فيها المدرجة في الدول الإسلامية⁽¹⁾؛ لأن الشركات المعاصرة تستخدم التمويل التقليدي لإدارة رأس المال العامل، ولتمويل اقتناء الأصول الثابتة لأغراض التوسع⁽²⁾. إن النسب المالية الأربع الرئيسية التي تُستخدم عادة في عملية الفرز المالي تقيس مستويات: الديون الربوية، السيولة، الأوراق المالية/الودائع القائمة على الفائدة، الإيراد غير المشروع⁽³⁾.

- أ- مستوى الديون الربوية؛
- ب- مستوى السيولة النقدية؛
- ج- مستوى الاستثمارات المالية والنقدية القائمة على الفائدة؛
- د- مستوى الإيراد غير المشروع.

(1) Saeed Salem Binmahfouz, *Investment Characteristics of Islamic Investment Portfolios: Evidence from Saudi Mutual Funds and Global Indices*, Doctoral thesis, Durham University, 2012, p. 77.

(2) M. H. Khatkhatay & Shariq Nisar, "Shariah Compliant Equity Investments: An Assessment of Current Screening Norms", *Islamic Economic Studies*, Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, Vol. 15, No. 1, July 2007, p. 53.

(3) See: Saeed Salem Binmahfouz, Op. Cit., pp. 80-81.

أ- مستوى الديون الربوية: إن الديون الربوية ممنوعة من منظور شرعي؛ ومع ذلك تتسامح الهيئات الشرعية مع هذه القيود؛ إذا لم يتجاوز الدين الربوي مستوى مقبولاً، ويرجع ذلك إلى عدم جدوى مثل هذا التقييد مع الشركات المعاصرة التي تستخدم معظمها التمويل التقليدي؛ الأمر الذي يتطلب من الشركات المتوافقة مع متطلبات التداول الشرعية ألا تتجاوز مستوى مقبولاً من الدين الربوي حتى لا يتم استبعادها ومنع تداول أسهمها؛ وذلك على النحو التالي:

- تسمح الممارسة الحالية لعملية الفرز المالي بالاستثمار في أسهم الشركات التي تتعامل بالديون الربوية؛ طالما أن التعرض لمثل هذه الأنشطة غير المسموح بها لا يتجاوز حد الثلث الذي يُعتبر مقبولاً؛

- يُعتبر التسامح مع الدين الربوي غير مبرر في بعض الدول الإسلامية التي تتوافر فيها البنوك الإسلامية؛ ومن ثم فإن التمويل التقليدي ينبغي استبداله تدريجياً عن طريق التمويل الإسلامي في الدول الإسلامية؛

- إن تخفيض مستوى عتبة التمويل التقليدي القائم على الفائدة في الدول الإسلامية من شأنه أن يحفز الشركات على تبني النماذج المالية الإسلامية؛ حيث يؤدي ذلك إلى نمو التمويل الإسلامي من خلال اعتماد تلك النماذج من قبل الشركات غير المتوافقة؛ - إن السماح بمستوى من الديون الربوية يبدو أنه لا يزال ضرورياً في الدول غير الإسلامية؛ حيث تستخدم جميع الشركات المدرجة هذه الديون التقليدية؛

- إن السماح بمستوى هذا الدين «المقبول» ينبغي أن يستند إلى الدين الذي لا يمكن تجنبه، مثل: رأس المال العامل، ويبدو أن مستوى التسامح الذي يتم تطبيقه حالياً هو أكثر تساهلاً؛ لأنه يتم إجراء تنازل عن المستوى الفعلي للديون الربوية التي من المفترض أن تكون صفراً؛

- جاءت معايير الفرز الأكثر تساهلاً من المجلس الاستشاري الشرعي الماليزي (SAC) الذي كان لا يوضع في وقت سابق أي قيد على مستوى الدين؛ حيث كان يرى أن الفرز ينبغي أن يعتمد على استخدام الأموال بدلاً من مصدرها؛ لأن ديون

الشركة كانت قد حدثت في الماضي. وبعبارة أخرى، طالما أن النشاط الأساسي الحالي للشركة هو متوافق مع الشريعة؛ فإنه يتم تجاهل مصدر تمويله.

ب- مستوى السيولة النقدية: قد تقوم الهيئات الشرعية للمؤسسات الاستثمارية الإسلامية باستبعاد الشركات ذات السيولة المرتفعة؛ من أجل تجنب الاستثمار في الشركات التي يتم تداول أصولها السائلة بأعلى أو بأقل من قيمتها الاسمية؛ لأنه يجب أن يتم تداول أسهم الشركات ذات الأصول السائلة، مثل: النقود والديون بقيمتها الاسمية دون زيادة أو نقصان (شرط التساوي والتقابض من منظور شرعي)؛ وذلك على النحو التالي:

- هناك من يرى ألا تتجاوز النقود والديون 50% من أصول الشركة (مبدأ الأغلبية Majority) أو 33% من أصول الشركة (مبدأ الأكثرية Plurality)⁽¹⁾؛ حتى لا يكون تداول السهم تداولاً لديون مؤجلة، فيدخله في مبادلة النقد بالنقد؛

- إن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) لا تفرض قيوداً على مستوى السيولة؛ حيث إن النقود والديون تابعة للأصول الحقيقية للشركة؛ ولكن شريطة أن لا تقل القيمة السوقية للأصول الحقيقية عن 30% من إجمالي الأصول. خلاف ذلك؛ ينبغي مراعاة قواعد الصّرف (أصول الشركة = نقود) والديون (أصول الشركة = ديون)؛

- يمكن للشركة أن تحقق عوائد مرتفعة دون اعتبار لأصولها السائلة؛ فالعوائد غير العادية قد تكون ناشئة عن الأصول غير الملموسة، مثل: براءات الاختراع وحقوق التأليف والعلامات التجارية...؛ ومن ثمّ فإن الشركات الخدمية (أصولها الثابتة قليلة) قد يتم بيعها بمبلغ كبير في السوق؛ ليس لأنها قادرة على بيع الذمم المدينة والأرصدة النقدية بسعر أعلى أو تصفية ديونها بسعر منخفض؛ بل بسبب أصولها غير الملموسة؛

- إن فرض سقوف ثابتة على التدفقات النقدية والاحتفاظ بالسيولة لا يبدو

(1) تشير عملية استقراء الممارسات الاستثمارية الإسلامية إلى أن بعضها يستخدم قاعدة الغلبة، وبعضها الآخر يستخدم قاعدة التبعية، وتعتبر قاعدة التبعية الأنسب للتطبيق على أسهم البنوك الإسلامية والشركات المساهمة ذات الأنشطة المتوافقة مع الشريعة بعد بدء النشاط واستمراره؛ على أساس أن المقصود هو الغرض والنشاط الأساسي المتمثل في الأعيان والمنافع والحقوق، وأن النقود والديون تبع لها؛ خلافاً لشركات الصرافة وشركات التسهيلات الربوية التي لا تنشأ ديونها عن سلع.

أمراً عملياً؛ حيث إن مستوى الاحتفاظ بالنقدية والسيولة يختلف وفقاً لدورة الأعمال؛ فخلال مرحلة تراجع السوق وظروف عدم التأكد مثلاً؛ تميل الشركات إلى الاحتفاظ بمزيد من السيولة، ويحدث عكس ذلك خلال مرحلة انتعاش السوق؛ - إن تطبيق نسبة فرز السيولة قد تؤثر في المحافظ الاستثمارية الإسلامية لاختيار الشركات غير السائلة التي قد تعاني من الإعسار؛

- لا تستخدم معظم الهيئات الشرعية للمؤسسات الاستثمارية الإسلامية مثل هذه النسبة. ويبدو أن عدم تبني مثل هذا المعيار له ما يبرره؛ لأن الافتراض الأساسي منه لا ينسجم مع الشركات الحديثة.

ج- مستوى الاستثمارات المالية والنقدية القائمة على الفائدة: الغرض من هذه النسبة هو التأكد من أن الاستثمار في الأوراق المالية ذات الفائدة هو في مستوى مقبول؛ وذلك لأن الودائع الربوية وكذلك الأوراق المالية القائمة على الفائدة، مثل: أذونات الخزينة والسندات الحكومية وشهادات الإيداع (CDS) والأسهم الممتازة؛ ليست متوافقة مع الشريعة الإسلامية. كما أن التخفيض من الاستثمار في الأوراق المالية/الودائع المستندة إلى الفائدة يقلل من الدخل الناتج عن الفوائد الربوية:

- إن الممارسة الحالية لعملية الفرز الشرعي تسمح بالاستثمار في الشركات التي تتعامل مع الأوراق المالية بفائدة؛ حيث تُعتبر غير ملائمة في بعض الدول الإسلامية بسبب توافر واسع للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية البديلة للتمويل التقليدي، مثل: الصكوك الاستثمارية؛

- وجهة النظر الأكثر تساهلاً هي من المجلس الاستشاري الشرعي الماليزي (SAC) الذي كان لا يضع أي قيد على مستوى الأوراق المالية ذات الفائدة.

د- مستوى الإيراد غير المشروع: من منظور شرعي؛ يجب أن يتحقق الدخل من خلال الأنشطة المتوافقة مع الشريعة. ومع ذلك؛ فإن معظم الهيئات الشرعية تتسامح مع حجم صغير من الإيراد غير المشروع؛ وذلك على النحو التالي:

- يتم التسامح مع الإيراد غير المشروع طالما أن طبيعة نشاط الشركة متوافق مع

الشريعة؛ وبسبب العدد الضئيل للشركات المتوافقة؛

- حاجة المستثمرين لتنقية الإيراد غير المشروع الناتج عن الأنشطة غير المتوافقة؛
من خلال التخلُّص منه في الأعمال الخيرية؛

- من الآراء المتساهلة ومؤشرات (داو جونز *DJIM*، ستاندرد أند بورز *S&P*) التي ليس لديها قيوداً على مستوى إيراد الفائدة؛ حيث لا يبدو أن مثل هذه الآراء المتساهلة تستند إلى أساس قوي، وتميل إلى زيادة مصطنعة في عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية؛ لأنه لا يُسمح بالتعامل بالفائدة الربوية أخذاً و/أو إعطاءً من منظور شرعي.

2- إشكالية تفاوت النسب المالية المستخدمة في فرز الأسهم: بعد الفرز القطاعي، يتم فرز الأسهم باستخدام بعض النسب المالية لتقييم مدى اعتماد الشركة على التمويل والاستثمار والإيراد غير المتوافق، ويستند المؤيدون لهذا الفرز المالي إلى إمكانية التغاضي عن التمويل والاستثمار والإيرادات غير المشروعة إذا كانت قليلة؛ باعتبار أن فرض معايير متشددة على قبول الشركات المتوافقة مع الشريعة في الوقت الحاضر يقلص من خيارات المستثمر المسلم، وتختلف النسب المالية المقبولة لحجم التمويل والاستثمار والإيراد غير المتوافق من هيئة شرعية إلى أخرى ومن مؤشر إسلامي إلى آخر.

ومن أبرز المعايير والضوابط التي اعتمدها الهيئات الشرعية ما يلي:

أ- النسب المالية المستخدمة في هيئة المحاسبة والمراجعة؛

ب- النسب المالية المستخدمة في مجموعة البركة؛

ج- النسب المالية المستخدمة في مصرف الراجحي؛

د- النسب المالية المستخدمة في بنك البلاد؛

هـ- النسب المالية المستخدمة في بنك دبي الإسلامي؛

و- النسب المالية المستخدمة في المؤشرات الإسلامية.

أ- النسب المالية المستخدمة في هيئة المحاسبة والمراجعة: وفقاً للمعيار الشرعي

رقم 21: «الأوراق المالية: الأسهم والسندات» الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)؛ يجب أن تتحقق نسب معينة للفرز المالي؛ إذا كانت طبيعة النشاط متوافقة مع الشريعة، ويرجع في تحديد هذه النسب إلى آخر ميزانية أو مركز مالي مدقق، وهي على النحو التالي⁽¹⁾:

- **الدين القائم على الفائدة:** «ألا يبلغ إجمالي المبلغ المقرض بالرّبا، سواء أكان قرضاً طويلاً أو قصيراً أم قرضاً قصيراً الأجل 30% من القيمة السوقية (Market Cap.) لمجموع أسهم الشركة؛ علماً بأن الاقتراض بالرّبا حرام مهما كان مبلغه»؛

- **الإيداع القائم على الفائدة:** «ألا يبلغ إجمالي المبلغ المودع بالرّبا، سواء أكانت مدة الإيداع قصيرة أو متوسطة أو طويلة 30% من القيمة السوقية (Market Cap.) لمجموع أسهم الشركة؛ علماً بأن الاقتراض بالرّبا حرام مهما كان مبلغه»؛

- **إيرادات الأنشطة غير المتوافقة:** «أن لا يتجاوز مقدار الإيراد الناتج عن عنصر محرّم نسبة 5% من إجمالي إيرادات الشركة، سواء أكان هذا الإيراد ناتجاً عن ممارسة نشاط محرّم أم عن تملك محرّم، وإذا لم يتم الإفصاح عن بعض الإيرادات فيجهد في معرفتها ويأخذ جانب الاحتياط»؛

- **مستوى السيولة:** أخذ المعيار الشرعي بقاعدة التبعية⁽²⁾؛ حيث اشترط في الأصول المادية والمعنوية غير الملموسة «أصول متبوعة» أن لا تقل عن الثلث من مجموع الأصول (بما فيها النقود والديون على الغير «أصول تابعة لها»)، وهو حدّ الكثرة⁽³⁾:

• «إذا كانت موجودات الشركات مشتملة على أعيان ومنافع ونقود وديون فيختلف

حكم تداول أسهمها بحسب الأصل المتبوع وهو غرض الشركة ونشاطها المعمول

(1) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المنامة، 2010، ص: 297.

(2) ترى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) أن مستند جواز تداول أسهم الشركات المشتملة على نقود أو ديون دون مراعاة أحكام الصّرف أو التصريف في الديون ولو كانت أكثر من النصف؛ هو أنها تابعة، ويغتنر في التوابع ما لا يُغتنر في غيرها لكن إذا كانت الأعيان والمنافع أقل من الثلث؛ فإنه لا يجوز تداول الأسهم إلا بمراعاة أحكام الصّرف أو التصريف في الديون؛ لأن الأعيان والمنافع في هذه الحالة قليلة فلا يمكن اعتبار الديون والنقود تابعة لها، فتكون مقصودة بالعقد أصالة فيشترط فيها الشروط التي تُشترط فيها لو كانت مفردة.

(3) المرجع السابق، ص: 299.

به، فإذا كان غرضها ونشاطها التعامل في الأعيان والمنافع والحقوق فإن تداول أسهمها جائز من دون مراعاة أحكام الصّرف أو التصرف في الديون شريطة ألا تقل القيمة السوقية للأعيان والمنافع والحقوق عن نسبة 30% من إجمالي موجودات الشركة الشاملة للأعيان والمنافع والحقوق والسيولة النقدية وما في حكمها؛ «أي ديون الشركة على الغير وحساباتها الجارية لدى الغير والسندات التي تملكها وتمثّل ديوناً» بصرف النظر عن مقدار السيولة النقدية والديون لكونها حينئذ تابعة»؛

• «أما إذا كان غرض الشركة ونشاطها المعمول به هو التعامل في الذهب أو الفضة أو العملات «الصرافة»؛ فإنه يجب لتداول أسهمها مراعاة أحكام الصّرف، وإذا كان غرض الشركة ونشاطها المعمول به هو التعامل في الديون «التسهيلات»؛ فإنه يجب لتداول أسهمها مراعاة أحكام الديون».

ب- النسب المالية المستخدمة في مجموعة البركة: تؤكد الهيئة الشرعية لمجموعة البركة على ضرورة الالتزام بما توصلت إليه ندوة البركة رقم 14 بشأن «الضوابط الشرعية لصناديق الأسهم»؛ حيث يجب أن تتحقق نسب معينة للفرز المالي؛ إذا كانت طبيعة النشاط متوافقة مع الشريعة، وهي على النحو التالي⁽¹⁾:

- **الدين القائم على الفائدة:** «إذا كانت الشركة تقترض لزيادة طاقتها المالية فلا يتعامل بأسهمها إذا كانت نسبة القروض إلى مجمل أصولها تزيد عن 30% ويُرَاعَى عند اختيار الشركات الأقل نسبة ما أمكن، مع التأكيد على حرمة ذلك الاقتراض ووجوب السعي إلى إبعاد الشركة عنه والاستغناء بالبدائل التمويلية المشروعة»؛

- **الإيداع القائم على الفائدة:** «إذا كانت الشركة تودع فائض سيولتها في حسابات ربوية؛ فإنه لا يتعامل بأسهمها إذا كانت نسبة الفوائد إلى مجمل عوائدها تزيد عن 5% مع التأكيد على حرمة ذلك الإيداع ووجوب السعي إلى العدول عنه»؛

(1) عبد الستار أبو غدة وعز الدين محمد خوجة (محرّر)، قرارات وتوصيات ندوات البركة للاقتصاد الإسلامي (1403-1422هـ/1981-2001م)، مجموعة دلة البركة، الأمانة العامة للهيئة الشرعية، جدة، ط6، 2001، ص: 241-242؛ عبد الستار أبو غدة وعز الدين خوجة (محرّر)، فتاوى الهيئة الشرعية للبركة: فتاوى الهيئة الشرعية الموحدة لقطاع الأموال بمجموعة دلة البركة (مضموماً إليها فتاوى هيئة الرقابة الشرعية لشركتي التوفيق والأمين سابقاً)، مجموعة دلة البركة، قطاع الأعمال، شركة البركة للاستثمار والتنمية، ط2، 2003، ص: 51-54.

- إيرادات الأنشطة غير المتوافقة: «لا يجوز التعامل بأسهم الشركات التي تتعامل بأشياء محظورة شرعاً أو تقدم خدمات محرمة إلا إذا كان ذلك في بعض أنشطتها الثانوية ونسبة ضئيلة لا تحقق عائداً أكثر من 1%»؛

- مستوى السيولة: أخذت الهيئة الشرعية لمجموعة البركة بقاعدتي التبعية والأغلبية معاً؛ حيث تم «إضافة احتساب نسبة تبين حجم الديون والنقود في الشركة مقارنة بإجمالي موجوداتها المالية من أعيان ومنافع، ويجب أن تكون هذه النسبة في الشركات المختارة لا تزيد عن الثلث 33% حتى يتسنى عملية التداول الحرّ لأسهمها بالتفاضل والأجل، مع محاولة الاقتصار على نسبة 49% ما أمكن»⁽¹⁾.

ج- النسب المالية المستخدمة في مصرف الراجحي: وفقاً لقرار الهيئة الشرعية لمصرف الراجحي رقم 485؛ يجب أن تتحقق نسب معينة للفرز المالي؛ إذا كانت طبيعة النشاط متوافقة مع الشريعة، ويرجع في تحديد هذه النسب إلى أقرب قوائم مالية صادرة سنوية كانت أو ربع سنوية أو شهرية، سواء أكانت مدققة أم غير مدققة، وهي على النحو التالي⁽²⁾:

- الدين القائم على الفائدة: «ألا يتجاوز إجمالي المبلغ المقترض بالرّبا - سواء أكان قرضاً طويلاً أو قصيراً - (25%) من إجمالي موجودات الشركة، علماً أن الاقتراض بالرّبا حرام مهما كان مبلغه»؛

- الإيداع القائم على الفائدة: «ألا يتجاوز إجمالي حجم العنصر المحرّم - استثماراً كان أو تملكاً محرّم - نسبة (15%) من إجمالي موجودات الشركة»؛

- إيرادات الأنشطة غير المتوافقة: «ألا يتجاوز مقدار الإيراد الناتج من عنصر محرّم (5%) من إجمالي إيراد الشركة سواء أكان هذا الإيراد ناتجاً عن الاستثمار بفائدة ربوية أم عن ممارسة نشاط محرّم أم عن تملك محرّم أم عن غير ذلك. وإذا لم يتم الإفصاح عن بعض الإيرادات فيجهد في معرفتها، ويراعى في ذلك جانب الاحتياط»؛

(1) عبد الستار أبو غدة وعز الدين خوجة، فتاوى الهيئة الشرعية للبركة، مرجع سابق، ص: 53-54.

(2) المجموعة الشرعية بمصرف الراجحي، قرارات الهيئة الشرعية بمصرف الراجحي، ج1، دار كنوز إشبيلية، الرياض، ط1، 2010، ص: 719-720.

- مستوى السيولة: جاء في قرار الهيئة الشرعية لمصرف الراجحي رقم 516 بشأن تداول وحدات صناديق المضاربة بالبضائع ما نصّه: «لا يجوز تداول وحدات الصندوق إلا بعد بدء نشاطه واستمرار مزاولته لهذا النشاط في موجوداته الاستثمارية، وعليه فلا يجوز التداول خلال فترة الاكتتاب إلا بمراعاة أحكام الصرف، كما لا يجوز التداول عند توقّف نشاط الصندوق نهائياً، كالتوقّف للتصفية؛ إذا كان في موجوداته ديون ونقود؛ إذ يجب أن تُراعى هنا أحكام الصرف وشروطه وأحكام بيع الدين»⁽¹⁾.

يُلاحظ أن الهيئة الشرعية لمصرف الراجحي أخذت بقاعدة التبعية؛ حيث لم تشترط حداً أدنى للأصول المادية والمعنوية بعد بدء النشاط واستمراره.

د- النسب المالية المستخدمة في بنك البلاد: جاء في قرارات الهيئة الشرعية لبنك البلاد (الضابط 505) ما يلي:

- «يجوز التعامل بأسهم الشركات المساهمة التي أصل نشاطها مباح ولو كان لديها تعاملات محرّمة؛ إذا تحقّق ما يلي:

- ألا يزيد التمويل المحرّم عن 30% من إجمالي الموجودات؛
- ألا تزيد تكلفة التمويل المحرّم أو غيرها من المصروفات المحرّمة عن 5% من إجمالي المصروفات؛
- ألا تزيد الاستثمارات المحرّمة عن 30% من إجمالي الموجودات؛
- ألا تزيد الإيرادات المحرّمة عن 5% من إجمالي الإيرادات.

- ويجب على المستثمر الالتزام بالتطهير، وألا يأذن للشركة بالتعامل في المحرّم بل يسعى في التصحيح ما أمكن»⁽²⁾.

كما أكّدت قرارات الهيئة الشرعية لبنك البلاد في الضابط 507 أن: «المعتبر في التصنيف الشرعي للشركات المساهمة هو إجمالي الموجودات أو المطلوبات لا القيمة السوقية»⁽³⁾.

(1) المرجع السابق، ج 2، ص: 810.

(2) أمانة الهيئة الشرعية لبنك البلاد، الضوابط المستخلصة من قرارات الهيئة الشرعية لبنك البلاد، دار الميمان، الرياض، ط1، 2013، ص: 154.

(3) المرجع السابق، ص: 155.

وبخصوص نسبة السيولة ورد في الضابط 524 ما نصّه: «يجوز التداول والوساطة في الشركات مباحة النشاط، المشتملة على ديون ونقود، دون النظر إلى نسبتيهما، إذا كانا تابعين غير مقصودين»⁽¹⁾.

هـ - النسب المالية المستخدمة في بنك دبي الإسلامي: نصّت قرارات الهيئة الشرعية

لبنك دبي الإسلامي على الضوابط الشرعية للاستثمار في الأسهم كما يلي⁽²⁾:

- **الضابط الأول:** «ألا يكون عقد الشركة باطلاً يناقض مبادئ الشريعة الإسلامية القطعية: وذلك كأن ينصّ النظام على إصدار سندات بفائدة أو أسهم ممتازة تقطع الشركة في الربح، أو لا تتحمّل في الخسارة، أو لا يقدم أصحابها على بقية المساهمين في استيفاء النصيب»؛

- **الضابط الثاني:** «ألا تمثل النقود وما في حكم النقود أو الديون وما في حكم الديون، أو هما معاً غالب موجودات الشركة، وتقدر الهيئة الغلبة بنسبة 70% فأكثر، أما إذا قلت الديون أو النقود أو هما معاً عن هذه النسبة جاز التداول»؛

- **الضابط الثالث:** «ألا يكون النشاط الذي تمارسه الشركة غير مشروع، وهذا يشمل: إنتاج سلع أو تقديم خدمات محرّمة...، تعاطي العقود الباطلة»؛

- **الضابط الرابع:** «ألا تصل نسبة القروض التي تدفع عنها الشركة فوائد ربوية إلى 33% من موجودات الشركة، ذلك أن إعطاء الربا كأخذه في الحرمة تطبيقاً لقاعدة: «ما حرّم أخذه حرّم إعطاؤه»»؛

- **الضابط الخامس:** «ألا تصل نسبة الفوائد التي تحصل عليها الشركة من إيداعاتها لدى البنوك الربوية إلى 10% من دخل الشركة».

والجدول التالي يلخص النسب المالية المستخدمة من قبل الهيئات الشرعية المذكورة:

(1) المرجع السابق، ص: 159.

(2) علي القره داغي، فتاوى هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لبنك دبي الإسلامي، مج2، دار البشائر الإسلامية، بيروت، 2005، ص: 698-696.

جدول 1: معايير الفرز المالي المستخدمة من قبل الهيئات الشرعية لعدد من المؤسسات

الاستثمارية الإسلامية

المصرف غير المشروع	الإيرادات غير المشروع	مستوى السيولة	الإقراض بفائدة	الاقتراض بفائدة	الهيئة الشرعية
غ.م	الإيرادات غير المشروعة / مجموع الإيرادات	النقود والذمم المدينة / مجموع الأصول	الودائع الربوية / القيمة السوقية	الديون الربوية / القيمة السوقية	هيئة المحاسبة والمراجعة (AAOIFI)
-	$\geq 5\%$	$> 70\%$	$> 30\%$	$> 30\%$	
غ.م	الإيرادات غير المشروعة / مجموع الإيرادات	النقود والذمم المدينة / مجموع الأصول	غ.م	الديون الربوية / مجموع الأصول	مجموعة البركة المصرفية
-	$\geq 5\%$ ؛ $\geq 1\%$	$\geq 49\%$ ؛ $\geq 33\%$	-	$> 30\%$	
غ.م	الإيرادات غير المشروعة / مجموع الإيرادات	غ.م (← قاعدة التبعية)	الاستثمار المحرّم / مجموع الأصول	الديون الربوية / مجموع الأصول	مصرف الراجحي (قرار 485)
-	$\geq 5\%$	-	$\geq 15\%$	$\geq 25\%$	
المصاريف غير المشروعة / مجموع المصاريف	الإيرادات غير المشروعة / مجموع الإيرادات	غ.م (← قاعدة التبعية)	الاستثمار المحرّم / مجموع الأصول	التمويل المحرّم / مجموع الأصول	بنك البلاد
$\geq 5\%$	$\geq 5\%$	-	$\geq 30\%$	$\geq 30\%$	
غ.م	الإيرادات غير المشروعة / مجموع الإيرادات	النقود والذمم المدينة / مجموع الأصول	غ.م	الديون الربوية / مجموع الأصول	بنك دبي الإسلامي
-	$> 10\%$	$> 70\%$	-	$> 33\%$	

يُلاحظ ممّا سبق؛ تفاوت الهيئات الشرعية في النسب المالية المستخدمة في فرز الأسهم؛ فالضوابط والمعايير مختلفة على مستوى الاقتراض والاستثمار والسيولة والإيراد والمصرف، وأيضاً على مستوى استخدام الأصول أو القيمة السوقية كمقام، وكذلك على مستوى حدّ النسبة نفسها بما يجعلها أقلّ تماماً من 33% ($>$) أو بما يساوي على الأكثر 33% (\geq).

و- النسب المالية المستخدمة في المؤشرات الإسلامية: يلخص الجدول التالي نسب الفرز المالي التي تستخدمها الهيئات الشرعية للمؤشرات الإسلامية:

جدول 2: معايير الفرز المالي المستخدمة من قبل المؤشرات الإسلامية

المؤشر الإسلامي	فرز الديون	النقدية والأوراق المالية ذات الفائدة	فرز السيولة	الإيراد غير المشروع
DJIM	مجموع الديون / القيمة السوقية (متوسط 24 شهراً)	النقدية والأوراق المالية الربوية / القيمة السوقية (متوسط 24 شهراً)	الحسابات المدينة / القيمة السوقية (متوسط 24 شهراً)	غ. م
	> 33 %	> 33 %	> 33 %	-
S&P	الديون / القيمة السوقية (متوسط 36 شهراً)	النقدية والأوراق المالية الربوية / القيمة السوقية (متوسط 36 شهراً)	الحسابات المدينة / القيمة السوقية (متوسط 36 شهراً)	الفوائد ودخل الأنشطة غير المتوافقة / إجمالي الإيرادات
	> 33 %	> 33 %	> 49 %	> 5 %
MSCI	مجموع الديون / مجموع الأصول	النقدية والأوراق المالية الربوية / مجموع الأصول	الحسابات المدينة والسيولة / الأصول	غ. م
	> 33,33 %	> 33,33 %	> 33,33 %	-
FTSE	الديون / مجموع الأصول	النقدية والأوراق المالية الربوية / مجموع الأصول	الحسابات المدينة والسيولة / الأصول	الفوائد ودخل الأنشطة غير المتوافقة / إجمالي الإيرادات
	> 33,333 %	> 33,333 %	> 50 %	≥ 5 %

المصدر: راجع: مواقع المؤشرات الرسمية:

Dow Jones Official Website; See <http://www.djindexes.com/>

Standard and Poor's (S&P) Official Website; See <http://www.standardandpoors.com/>

Morgan Stanley Capital International (MSCI) Official website; See <http://www.msci.com/>

FTSE Official Website; See <http://www.ftse.com/>

ويُلاحظ من الجدول السابق ما يلي:

- مستوى الديون: تستخدم جميع المؤشرات المذكورة مجموع الديون في البسط، أما بالنسبة للمقام فهناك مؤشرات تستخدم القيمة السوقية (*DJIM*, *S&P*)، ومؤشرات تستخدم مجموع الأصول (*MSCI*, *FTSE*)؛
- مستوى السيولة: خلافاً لنسبة الديون؛ فإن نسبة السيولة فيها اختلافات في الحد الأقصى، وهي تتراوح من 33% (*DJIM*, *MSCI*) إلى 50% (*S&P*, *FTSE*)،

ويُفسَّر هذا الفرق في أنه يُسمح بالاحتفاظ بالنقدية؛ ولكن ذلك يصبح ممنوعاً عندما يولّد فوائد ربوية؛

كما يلاحظ أن المؤشرات الإسلامية المذكورة لا تلتزم بشكل تامّ بمعايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)؛ وذلك للاعتبارات التالية⁽¹⁾:

- تستخدم هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) 30% كحدّ الأقصى لمستوى الدين الربوي؛ في حين تطبّق المؤشرات الإسلامية العالمية الأربعة إما نسبة 33% أو 33,33% لمجموع الديون؛

- لا تتطلّب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) مستوى معيّنًا من السيولة (الذّم و/أو النقدية)؛ طالما أن الودائع النقدية لا تولّد دخلاً من الفائدة الربوية؛ في حين أن كل المؤشرات الإسلامية العالمية الأربعة تستخدم مثل هذه النسبة للسيولة؛

- على عكس معايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) التي تتطلّب ألا تتجاوز نسبة الإيراد غير المتوافق 5% من إجمالي الإيرادات؛ لا تستخدم بعض المؤشرات الإسلامية هذه النسبة؛

- مقام النسب (المقسوم عليه) المستخدم من قبل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) هو القيمة السوقية لأسهم الشركة؛ استناداً إلى آخر مركز مالي مدقّق.

لا يبدو أن هناك توافقاً عاماً فيما بين الهيئات الشرعية لمؤشرات الأسهم الإسلامية بشأن معايير الفرز المالي الشرعي، والخلاف في هذا المستوى من الفرز هو أكثر وضوحاً مقارنة بالفرز القطاعي الشرعي.

3- إشكالية آثار النسب المالية المستخدمة في فرز الأسهم: نميز بين مستويين:

أ- الآثار الإيجابية لنسب الفرز المالي؛

ب- الآثار السلبية لنسب الفرز المالي.

(1) Saeed Salem Binmahfouz, Op. Cit., p. 79.

أ- الآثار الإيجابية لنسب الفرز المالي: لقد قامت الهيئات الشرعية بالتسامح مع نسب الفرز المالي؛ إذا كانت طبيعة نشاط الشركة متوافقة مع الشريعة وكان التعرّض للفائدة الربوية والأنشطة الأخرى الممنوعة ليس مفرداً؛ وذلك للاعتبارات التالية⁽¹⁾:

- يستند الفرز الشرعي إلى الجانب الأغلبي؛ لأن العناصر غير المشروعة في الشركات المتوافقة مع متطلبات التداول الشرعية جاءت بنسب ضعيفة وبشكل غير مقصود؛
- يهدف هذا التسامح إلى إزالة المشقة، والإقرار بالحاجة العامة وممارسة الأنشطة القائمة على الفائدة الربوية على نطاق واسع، وذلك لا يعني بالضرورة قبول التعامل الربوي أو الأنشطة الأخرى غير المتوافقة مع الشريعة؛ بل يتطلب السعي لتطهير أسهم هذه الشركات؛

- إن سبب مثل هذه المرونة هو أن المستثمر المسلم لا يملك السيطرة على ممارسات الأعمال في الشركات غير المتوافقة مع الشريعة؛

- التعامل مع حقيقة أن الشركات المتوافقة مع الشريعة بنسبة 100% نادرة؛ وهو ما يضيق من الخيارات المتاحة أمام المستثمر المسلم.

ويرى خبراء ماليون أن المعايير الكمية للتوافق مع متطلبات التداول الشرعية تُعدّ ميزة إستراتيجية للشركات؛ وذلك للاعتبارات التالية⁽²⁾:

- تكمن جدوى الاستثمار في هذا النوع من الشركات، فعندما تكون الشركة المدينة بقروض أكثر من ثلث التزاماتها؛ يعني ذلك زيادة في أعبائها التمويلية؛

- إذا زادت الأرصدة المدينة والنقدية في الشركة على ثلث أصولها؛ ستواجه الشركة مشكلة في استغلال فائض سيولتها النقدية؛

- إذا زادت الفوائد المصرفية للشركة على 5% من مجموع إيراداتها؛ سيُتضح أن الشركة لديها مبالغ كبيرة في البنوك كسيولة مجمّدة؛

- يتمّ تحديث هذه البيانات المالية بشكل ربع سنوي؛ الأمر الذي يعني أن الشركات

(1) See: Saeed Salem Binmahfouz, Op. Cit., p. 77; M. H. Khatkhatay & Shariq Nisar, Op. Cit., pp. 1; 60-62.

(2) راجع: الاقتصادية الإلكترونية، «محلّون: توافق المعاملات المالية للشركات مع الشريعة الإسلامية ميزة وليس عبئاً»، 2008/05/31، ع5346، في الموقع الإلكتروني:

http://www.aleqt.com/2008/05/31/article.143156_html

المتوافقة مع معايير الفرز المالي تعمل من خلال الأسس الاستثمارية السليمة؛ فهي أكثر جدارة ائتمانية نظراً للتشدد فيما يتعلّق بالديون ونسب إقراض الشركات، وهذا ما يجعلها هدفاً للمستثمرين ومديري المحافظ والصناديق الاستثمارية.

وتجدر الإشارة إلى أن المجلس الاستشاري الشرعي المالي (SAC) قبل عملية المراجعة الأخيرة عام 2013 كان لا يستخدم معايير الفرز المالي؛ وذلك للاعتبارات التالية:

- التركيز على الدخل غير المتوافق مع الشريعة؛ دون الأخذ في الاعتبار مستويات الاستثمار والديون الربوية؛
- طالما لا تتجاوز إيرادات الفوائد نسبة التسامح؛ فإن مستويات الاستثمار والديون الربوية يتم تجاهلها؛
- يميل المجلس الاستشاري الشرعي المالي (SAC) إلى أن يكون متساهلاً بالنسبة للدخل غير المتوافق (اعتماد أربع نسب: من 5% إلى 25%).

أما معايير التوافق الجديدة فتعتبر أشدّ صرامة؛ لأنها تعتمد على معايير الفرز المالي، وتركّز أساساً على نسب الودائع الربوية والقروض الربوية من البنوك التقليدية، إلى جانب اعتماد نسبتين: 5% و 20% كأقصى حدّ للأنشطة الاستثمارية غير المتوافقة.

فإذا بلغت الإيرادات غير المتوافقة أكثر من 20% من مجموع الإيرادات أو الربح قبل الضريبة، وكان حجم الديون والودائع لدى البنوك التقليدية أكثر من نسبة 33% من إجمالي الأصول؛ فإن هذه الشركات ستخرج من قائمة أسهم الشركات المتوافقة مع متطلبات التداول الشرعية.

بناءً على ما سبق؛ فإنه يمكن لهذه الشركات تصويب أوضاعها بزيادة أصولها واستثماراتها المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، ونقل الودائع إلى بنوك إسلامية، وتحويل قروضها والديون المستحقّة لها إلى أنشطة متوافقة مع الشريعة؛ الأمر الذي قد يؤدي إلى استقطاب فئات أخرى من المستثمرين الذين يفضلون التعامل مع شركات أكثر تشدداً في معايير الفرز المالي الشرعي.

ب- الآثار السلبية لنسب الفرض المالي: يرى أحد التقارير أن المعايير الكمية للتوافق «شدّت على أمور هامة لا يمكن تجاهلها وهي تتعلّق بحجم الديون (الربوية) أخذاً وإعطاءً إلى إجمالي الأصول أو القيمة السوقية. لكن تلك المعايير تجاهلت بشكل واضح حجم الديون (غير الربوية) واعتبرت أنه لو كان مقدار الرفع المالي 100% في الشركة جاء بعمليات تمويل إسلامية فلا بأس بذلك، وهذا بحدّ ذاته يتنافى مع المعايير المنطقية في المحاسبة وفي الاقتصاد»⁽¹⁾.

وانتقد عدد من الباحثين الاعتماد على نسب معيّنة كنسبة الاقتراض بفائدة، ونسبة الاستثمار في أنشطة غير متوافقة، ونسبة الإيراد غير المشروع؛ وذلك للاعتبارات التالية⁽²⁾:

- إن الاعتماد على النسب المالية هو اعتماد على وضع سابق وليس على الوضع القائم؛ إذ إن معرفة هذه النسب تكون بعد نشر القوائم المالية للشركة عن السنة المالية السابقة، وليس عن الواقع القائم عند عملية الفرض، أو الواقع الذي سيكون. والوضع السابق قد يتغيّر؛ إذ لا يوجد دليل على أن الشركة ستستمرّ على هذا الوضع ولن تزيد نسبة الاقتراض الربوي فيها بعد ذلك؛ فكيف يُسمح بتداول أسهمها مع هذا الاحتمال الظاهر؟

- إن هذه النسب لا تحدّد نسبة عدم التوافق في الشركة؛ لأن الغرض منها إما وضع ضابط للنشاط غير المتوافق أو وضع ضابط للإيراد غير المشروع، وأياً كان الغرض منها فإنه لا يمكن الاعتماد على هذه النسب لضبط ذلك؛ لاختلاف الحال من شركة إلى أخرى باختلاف إجمالي أصول وإيرادات الشركة؛ ممّا يترتّب عليه قبول أسهم شركات ومنع أسهم شركات أخرى مع أن الإيرادات غير المشروعة في الأولى أكثر منها في الثانية؛ الأمر الذي يضعف من الاعتماد على النسب؛

(1) شركة المشورة والراية للاستشارات المالية الإسلامية، «رؤية تحليلية حول معايير التوافق الشرعية التي تسمح بتداول الأسهم»، التقرير الدوري الأول، الكويت، 2011، في الموقع الإلكتروني:
<http://www.mandr.com.kw/index.php/arl/research/periodicreports/pr/1-2011->

(2) راجع: مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، الاكتتاب والمتاجرة بالأسهم: مع بيان حكم تداول أسهم الشركات المشتملة على نقود أو ديون، دار كنوز إشبيليا، الرياض، ط1، 2006، ص: 39-42.

- مهما زادت نسبة الإيراد غير المشروع؛ فإنه سيبقى يسيراً بالنظر إلى مجموع أصول الشركة، وهي التي ينبغي أن يُنسب إليها الإيراد غير المشروع لا إلى إجمالي إيرادات الشركة؛ لأن الإيرادات ليست كل أموال الشركة، والسهم لا يمثل الإيرادات فحسب؛ بل يمثل مجموع أصول الشركة؛ وهذا يعني أنه قد يُسمح بتداول أسهم شركات تكون الإيرادات غير المشروعة فيها كبيرة بالنسبة إلى مجموع أصولها؛ بينما يُمنع تداول أسهم شركات أخرى تكون الإيرادات غير المشروعة فيها أقلّ بالنسبة إلى مجموع أصولها:

• لنفرض أنه لدينا شركتان A و B يتساويان في مجموع الأصول، وكان مجموع إيرادات الشركة A أكبر من مجموع إيرادات الشركة B ؛ وكانت الإيرادات غير المشروعة للشركة A لا تزيد عن 5% من مجموع الإيرادات؛ فإذا نُسبت هذه الإيرادات غير المشروعة إلى مجموع الأصول سيكون حاصل هذه النسبة في الشركة A أكثر منه في الشركة B التي تزيد فيها نسبة الإيراد غير المشروع عن 5% (غير متوافقة). والجدول التالي يوضح ذلك:

جدول 3:

تعارض نتائج الفرز المالي بناءً على نسبة الإيراد غير المشروع إلى مجموع الأصول

الشركة	إجمالي الأصول	إجمالي الإيرادات	نسبة ومقدار الإيراد غير المشروع	نسبة الإيراد غير المشروع إلى إجمالي الأصول	نتائج الفرز
A	10.000 ريال	3.000	4% = 120 ريال	1,2%	متوافقة
B	10.000 ريال	1.000	6% = 60 ريال	0,6%	غير متوافقة

- إن نسبة الاستثمار في أنشطة غير متوافقة إلى إجمالي أصول الشركة قد لا تتجاوز 33% إلا أن الفوائد الربوية على هذا العنصر قد تزيد عن 5% من إيرادات الشركة؛ نظراً لارتفاع أسعار الفائدة فيمنع تداول أسهمها، وقد لا تتجاوز هذه النسبة نظراً لانخفاض الشديد في أسعار الفائدة فيسمح بتداول أسهمها، مع تساوي حجم

الاستثمار غير المشروع في الحالتين؛ مما يدل على عدم دلالة النسب المقدرة للتوافق الشرعي وعدمه على حجم النشاط غير المتوافق في الشركة.

كما انتقد عدد من الباحثين⁽¹⁾ الاعتماد على نسبة الديون (على الغير) والسيولة النقدية؛ حيث ستتربّتها إشكالات في عملية فرز الأسهم؛ وذلك على النحو التالي:

- تكون معظم أصول البنوك الإسلامية في شكل ديون على عملائها وأموال نقدية لدى البنك المركزي أو بنوك تجارية أخرى، فإذا طبقت أحكام التعامل بالدين أو الصّرف على تداول أسهم البنوك الإسلامية؛ سيكون الاستثمار في أسهمها غير جاذب للمستثمرين والمدخرين؛

- سينطبق الحال على أسهم شركات التأجير الإسلامية وشركات التكافل؛

- هناك مشقّة وصعوبة في إجراء تقييم لأصول الشركات المدرجة في أسواق المال الثانوية كل يوم؛ لمعرفة نسبة الديون والسيولة والأصول القائمة؛

- من يعتمد معيار 40% لا يستطيع أن يعترض على من يرى أنه 25% أو حتى 5% ومن ثمّ سيواصل هذا المعيار هبوطه في اجتهاد الهيئات الشرعية حتى قد يصل إلى 1%!

وقد اقترحت القرارات المجمعية والمعايير الشرعية والفتاوى المؤسسية مستويات مختلفة لمعياري الغلبة والتبعية. والجدول التالي يوضّح ذلك:

(1) راجع: عادل عوض بابكر، «استكمال موضوع الصكوك الإسلامية: دراسة مقارنة للجوانب القانونية والعملية والفقهية»، في الدورة الحادية والعشرون لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 15-19 محرم 1435هـ الموافق 18-22 نوفمبر 2013، ص: 15-18؛ عبد العظيم أبو زيد ومعبود علي الجارحي، «القضايا المتبقية من الناحيتين الفقهية والاقتصادية»، في الدورة الحادية والعشرون لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سابق، ص: 3-14؛ العياشي فداد، «استكمال الصكوك الإسلامية»، في الدورة الحادية والعشرون لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سابق، ص: 25-31؛ عبد البارى مشعل، «حكم تأجيل الأجرة في إجارة الموصوف في الذمة، حكم تداول صكوك إجارة الموصوف في الذمة قبل تعيين محل العقد، معايير التبعية وحالاتها، معايير الغلبة وحالاتها»، في الدورة الحادية والعشرون لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سابق، ص: 14-29؛ محمد عبد الحليم عمر، «بعض قضايا الصكوك الإسلامية حول الإجارة الموصوفة في الذمة والتبعية والغلبة»، في الدورة الحادية والعشرون لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سابق، ص: 5-8؛ فهد بن عبد الرحمن اليحيى، «المضاربة على الأسهم قبل بدء الشركة في نشاطها»، في مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون بجامعة الإمارات العربية المتحدة وغرفة تجارة وصناعة دبي، 16 - 18 صفر 1428هـ الموافق 6-8 مارس 2006م، ص: 10-22.

جدول 4: تفاوت معايير التبعية والغلبة في نسبة الديون والسيولة النقدية وفقاً

لممارسات الفرز المالي الشرعي

المعيار	النسبة من إجمالي الأصول	المؤشرات	الهيئة الشرعية
لا يوجد حدّ أدنى	-	-	مصرف الراجحي، بنك البلاد
أقلّ من الثلث 10 %	<ul style="list-style-type: none"> • لا تقلّ الأصول المادية والمعنوية عن 10 %؛ • لا تزيد النقود و/أو الديون عن 90 %. 	<ul style="list-style-type: none"> • المادية والمعنوية $\leq 10\%$ • النقود والديون $\geq 90\%$ 	سوق دبي المالي؛ بيت الأوراق المالية في الكويت
الثلث 30 %؛ 33 %	<ul style="list-style-type: none"> • لا تقلّ الأصول المادية والمعنوية عن 30 %؛ • لا تزيد النقود و/أو الديون عن 70 %؛ • 33 %؛ • 67 %. 	<ul style="list-style-type: none"> • المادية والمعنوية $\leq 30\%$ • النقود والديون $\geq 70\%$ 	هيئة المحاسبة والمراجعة (AAOIFI)
الثلثين 66 %	<ul style="list-style-type: none"> • لا تقلّ الأصول المادية والمعنوية عن 66 %؛ • لا تزيد النقود و/أو الديون عن 34 %. 	<ul style="list-style-type: none"> • المادية والمعنوية $\leq 66\%$ • النقود والديون $\geq 34\%$ 	مجموعة البركة
النصف 50 % أو أكثر من 50 %	<ul style="list-style-type: none"> • لا تقلّ الأصول المادية والمعنوية عن 51 %؛ • لا تزيد النقود و/أو الديون عن 49 %. 	<ul style="list-style-type: none"> • المادية والمعنوية $\leq 51\%$ • النقود والديون $\geq 49\%$ 	مجمع الفقه الإسلامي الدولي؛ مجموعة البركة؛ مؤشراً (S&P، FTSE)؛ البنك الأهلي السعودي

كما قامت دراسات بحثية بتقييم آثار نسب الفرز المالي وفقاً لطبيعة الشركات؛ كما يوضّحه الجدول التالي:

جدول 5: تقييم مؤشرات الفرز المالي الشرعي

النسبة	المشكلات	الاقتراحات
السيولة النقدية نسبة الأصول المادية والمعنوية إلى إجمالي الأصول	<ul style="list-style-type: none"> • إن المؤسسات الاستثمارية الإسلامية مثل: البنوك الإسلامية وشركات التأمين الإسلامية ستكون أولى الشركات التي تخرج من المؤشرات الشرعية ولا يُسمح بتداول أسهمها؛ ذلك أن نسبة أصولها الحقيقية بالمقارنة مع مجموع أصول الشركة لا تتجاوز النسب المذكورة؛ • طبيعة استثمارات البنوك الإسلامية يغلب عليها التركيز على البيوع الآجلة؛ ومن ثمّ ستكون أغلب أصولها من النقود أو الديون؛ ولذلك لن تكون هذه النسبة معياراً واقعياً؛ • تحديد هذه النسبة يؤثر في مشروعية اعتماد هذه المؤسسات على هذه البيوع التي أجازتها الهيئات الشرعية. 	<ul style="list-style-type: none"> • أن تكون النسبة أقلّ من 20 % أو 25 %؛ بحيث تتناسب هذه النسبة مع واقع المؤسسات الاستثمارية الإسلامية؛ • اعتماد نسبة بسيطة مثل: 10 % تُظهر جدية هذه الشركة إذا كانت طبيعتها تقتضي ممارسة هذه الأنشطة التي يتحوّل فيها رأس المال إلى أصول حقيقية لا مجرد نقود ودمم؛ • تحديد نسبة 10 % خاصة بالبنوك الإسلامية التي تعتمد على صيغ المشاركات، واحتساب متوسط حسابات الذمم في البنوك الإسلامية التي تعتمد على المراجحات والبيوع الآجلة في التمويل.
الإقراض والاقتراض نسبة الديون الربوية التي على الشركة أو لها إلى إجمالي الأصول أو القيمة السوقية	<ul style="list-style-type: none"> • إن نسبة الدين تختلف من شركة إلى أخرى، ومن الخطأ اعتماد نسبة واحدة لكل الشركات على اختلاف أنواعها، واختلاف القطاعات التي تنتمي إليها؛ • الأصل أن هذه النسبة لا تناسب أنشطة المؤسسات الاستثمارية الإسلامية؛ حيث تختلف أصولها المتداولة مقارنة بالمؤسسات الاستثمارية التقليدية، كما أنها لا تعتمد على الأوراق المالية الربوية. 	<ul style="list-style-type: none"> • أن تقوم الهيئات الشرعية بالاتفاق على نسبة الدين؛ استناداً إلى هيكل رأس المال في كل شركة بالاعتماد على القطاع الذي تعمل فيه، بالإضافة إلى الاعتماد على شروط رأس المال العامل لتمويل صافي الأصول في الشركة؛ • لا يتعارض هذا المعيار مع معيار الإيراد غير المشروع؛ فإذا كان الإيراد غير المشروع الحاصل من عملية الإقراض الربوي قد زاد عن النسبة المعتمدة؛ فإن الشركة تستبعد من المؤشر الإسلامي مهما كانت نسبة الديون.
الإيراد غير المشروع نسبة الإيرادات الربوية إلى إجمالي الإيرادات	<ul style="list-style-type: none"> • في حال الاقتراض الربوي؛ فإنه لا يظهر من خلال الإيراد غير المشروع؛ لأن الشركة في هذه الحالة هي التي تدفع الفائدة الربوية (فوائد مدينة). 	<ul style="list-style-type: none"> • اقتراح نسبة المصاريف غير المشروعة إلى إجمالي المصاريف في الشركة.

المصدر: راجع: رانية زيدان العلوانة، مؤشرات أسعار الأسهم الإسلامية في الأسواق العالمية: تقييم شرعي اقتصادي، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة اليرموك، 2010، ص: 177-206؛ أسامة علي الفقير الربابعة، «المعايير الشرعية للمؤشرات الإسلامية: دراسة وتحليل»، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، جامعة آل البيت، عمّان، 2009، ص: 17-18؛ 27-29؛ علي محيي الدين القره داغي، «أثر الديون ونقود الشركة أو المحفظة على تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية: المشكلة والحلول، دراسة فقهية اقتصادية»، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، ط1، 2003، ص: 99.

ثانياً: الإشكالات والحلول المرتبطة بالتحليل المالي الشرعي

يتطلب الاستثمار في الأسواق المالية اتباع التحليلين الأساسي والفني⁽¹⁾، ويضاف إليهما التحليل الشرعي للأسهم والشركات في حال الاستثمار فيها بطرق شرعية؛ حيث تطورت عمليات التحليل الشرعي للأسهم فصارت عدة مواقع تنشر قوائم محدثة باستمرار تبين فيها الشركات المتوافقة مع الشريعة ونسبة التطهير الواجب إخراجها، وما لم يذكر من الشركات تكون شركات غير متوافقة.

إن التحليل المالي الشرعي يواجه عدة إشكالات؛ ومن أهمها:

1- إشكالية تغيير معايير الفرز المالي الشرعي؛

2- إشكالية مصدر النسب التقديرية الاجتهادية؛

3- إشكالية مقام نسب الفرز المالي الشرعي.

1- إشكالية تغيير معايير الفرز المالي الشرعي: تبرز هذه الإشكالية من خلال عدم

مصادقية هذه المعايير وعدم توحيدها وعدم ثباتها في الممارسة العملية⁽²⁾:

أ- عدم مصادقية معايير الفرز المالي الشرعي؛

ب- عدم تطابق معايير الفرز المالي الشرعي؛

ج- عدم ثبات معايير الفرز المالي الشرعي.

أ- عدم مصادقية معايير الفرز المالي الشرعي: على الرغم من أن معايير الفرز

(1) التحليل الأساسي *Fundamental Analysis*: هو تحديد جدوي الاستثمار في أحد القطاعات أو الشركات المدرجة في سوق الأسهم من عدمه؛ وذلك عن طريق دراسة العوامل الرئيسة التي تؤثر في سعر السهم صعوداً أو هبوطاً (الاقتصاد الكلي، ظروف الصناعة، نشاط الشركة). والسؤال الذي يطرحه المحلل الأساسي هو: لماذا تحرك السعر في اتجاه معين؟

والتحليل الفني *Technical Analysis*: هو تتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي بغرض دراسة نمط حركة الأسعار؛ ومن ثم توقع حركتها في المستقبل، وعادة ما تُقدّم على شكل جداول ورسوم بيانية تُعرف بالمشورات الفنية وتُعرف أيضاً بالخرائط البيانية. والتساؤلات التي يطرحها المحلل الفني هي: ماذا بعد؟ إلى أين؟ إلى متى؟

(2) See: Saeed Salem Binmahfouz, Op. Cit., pp. 86-89; 100-101; 211-212; Ulrich Derigs & Shehab Marzban, "Review and analysis of current Shariah-compliant equity screening practices", *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, Vol. 1, No. 4, 2008, p. 293; Mohammad Obaidullah, "Some Issues In Shari'ah Compliance and Regulation of Islamic Funds", *J.KAU: Islamic Econ.*, Vol. 22, No. 1, 2009, p. 192; M. H. Khatkhatay & Shariq Nisar, Op. Cit., p. 60; Mahmoud A. El-Gamal, *Islamic Finance: Law, Economics and Practice*, Cambridge University Press, New York, 2006, pp. 127-128; Biswadeep Sengupta, "Sharia Stock Screening: A Fund Manager's Conundrum", *Cognizant 20-20 Insights*, January 2012, p. 4.

المالي الشرعي يشيع استخدامها ومقبولة عموماً في الممارسة العملية؛ فإنه لم تتم الموافقة عليها من قبل هيئة شرعية عالمية مستقلة وذات مصداقية، مثل: مجمع الفقه الإسلامي الدولي؛ وذلك للاعتبارات التالية:

- أصدرت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) معايير الفرز المالي الشرعي لتوحيد هذه الصناعة؛ ولكن لم يتم اعتماد هذه المعايير من قبل المؤسسات الاستثمارية المختلفة؛

- إن أعضاء المجلس الشرعي في هيئة المحاسبة والمراجعة (AAOIFI) هم أيضاً أعضاء في الهيئات الشرعية لدى المؤسسات المالية الإسلامية؛ ومن ثم فهي ليست مستقلة تماماً عن هذه الصناعة؛ على عكس مجمع الفقه الإسلامي الدولي؛

- إن هيئة المحاسبة والمراجعة (AAOIFI) متخصصة فقط في إصدار المعايير المحاسبية والشرعية؛ من أجل توحيد الصناعة المالية الإسلامية؛ بدلاً من أن تكون مسؤولة عن الأحكام الدينية العامة؛

- على عكس مجمع الفقه الدولي؛ فإن هيئة المحاسبة والمراجعة (AAOIFI) لا تمثل كل الدول الإسلامية؛

- لا يزال مجمع الفقه الدولي يرى أن موضوع الاستثمار في أسهم الشركات التي غرضها وأنشطتها الأساسية مشروعة لكنها تقترض أو تودع أموالها بالفائدة؛ يحتاج إلى الدراسات المتعددة العميقة، لوضع المعايير المتعلقة بهذا النوع من الشركات الذي هو الأكثر انتشاراً داخل الدول الإسلامية وخارجها؛ على النحو الذي يلخصه الجدول التالي:

جدول 6:

تطور قرارات مجمع الفقه الإسلامي الدولي بخصوص الفرز الشرعي للأسهم

القرار	الدورة	نصّ القرار
63 (7/1)، بشأن: الأسواق المالية	السابعة: جدة في المملكة العربية السعودية 7-12 ذي القعدة 1412هـ الموافق 9-14 مايو 1992م	أ- «بما أن الأصل في المعاملات الحل؛ فإن تأسيس شركة مساهمة ذات أغراض وأنشطة مشروعة أمر جائز؛ ب- لا خلاف في حرمة الإسهام في شركات غرضها الأساسي محرّم، كالتعامل بالرّبا أو إنتاج المحرّمات أو المتاجرة بها؛ ج- الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحياناً بالمحرّمات، كالرّبا ونحوه، بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة ⁽¹⁾ ».
74 (8/5)، بشأن: تطبيقات شرعية لإقامة السوق الإسلامية	الثامنة: بندر سيّري بيجوان، بروناي دار السلام 1-7 محرم 1414هـ الموافق 21-27 يونيو 1993م	«أصدر مجمع الفقه الإسلامي الدولي قراره رقم 63 (7/1)، بشأن الأسواق المالية: الأسهم، والاختيارات، والسلع، والعملات، وبيّن أحكامها ممّا يمكن الاستفادة منها لإقامة سوق المال الإسلامية».
77 (8/8)، بشأن: المشاركة في أسهم الشركات المساهمة المتعاملة بالرّبا	الثامنة: بندر سيّري بيجوان، بروناي دار السلام 1-7 محرم 1414هـ الموافق 21-27 يونيو 1993م	«أن تقوم الأمانة العامة للمجمع باستكتاب المزيد من البحوث فيه ليتمكّن المجمع من اتّخاذ القرار المناسب في دورة قادمة».
87 (9/4)، بشأن: الاستثمار في الأسهم والوحدات الاستثمارية	التاسعة: أبو ظبي بدولة الإمارات العربية المتحدة 1-6 ذي القعدة 1415هـ، الموافق 1-6 إبريل 1995م	«تأجيل النّظر في هذا الموضوع، على أن يُعدّ فيه مزيد من الدراسات والأبحاث بخصوصه، وتُستوعب فيه الجوانب الفنية والشرعية. وذلك ليتمكّن المجمع من اتّخاذ القرار المناسب فيه حسب توصية الدورة الثامنة».

المصدر: راجع: أحمد عبد العليم أبو عليو (محرّر)، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق

عن منظمة التعاون الإسلامي، الأمانة العامة للأوقاف، الشارقة، ط1، 2011، ص: 221-222؛ 255-256؛

.266؛ 288-289.

(1) قد يُفهم من هذه الصيغة لقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي (جدة) أن المسألة ليست قطعية ومفتوحة على الاستثناءات واغتفار شيء من الأنشطة غير المتوافقة؛ بينما قطع المجمع الفقهي الإسلامي برابطة العالم الإسلامي (مكة) أمره في هذه القضية بما لا يفتح المجال أمام الاستثناءات، وهذا نصّ قراره في الدورة الرابعة عشرة في 1995/01/21: "لا يجوز لمسلم شراء أسهم الشركات والمصارف إذا كان في بعض معاملاتها ربا، وكان المشتري عالما بذلك".

راجع: المجمع الفقهي الإسلامي، قرارات المجمع الفقهي الإسلامي بمكة المكرمة: الدورات من الأولى إلى السابعة عشرة، القرارات من الأول إلى الثاني بعد المائة 1424-1398هـ/1977-2004م، رابطة العالم الإسلامي، مكة المكرمة، ط2، د. ت، ص: 297-298.

- ب- عدم تطابق معايير الفرز المالي الشرعي:** هناك عدم تطابق في معايير الفرز المالي الشرعي لدى المؤسسات الاستثمارية الإسلامية؛ وذلك للاعتبارات التالية:
- يتضح من معايير الفرز المالي الشرعي كما هي مطبّقة من قبل الهيئات الشرعية، أنها ذاتية إلى حدّ ما ويتم تحديدها بشكل تقديري واجتهادي؛ حيث تعتمد الممارسة الحالية على اجتهاد العلماء المعاصرين الذين لديهم آراء مختلفة في الشريعة، مثل: مستويات التسامح التي لم تُذكر بشكل صريح في القرآن أو السنة؛
 - لا يوجد إجماع عالمي على مجموعة ثابتة ومحدّدة بخصوص معايير الفرز المالي الشرعي، ومن ثمّ فإن كل مؤسسة استثمارية لديها الهيئة الشرعية الخاصة بها أو شركة استشارية شرعية لوضع مبادئ توجيهية لعملياتها؛
 - لا توجد هيئة إسلامية عالمية عليا تكون مسؤولة عن الأحكام الدينية التي ينبغي اتباعها من قبل جميع المسلمين؛ رغم أن هناك هيئات شرعية عالمية موثوق بها، مثل: مجمع الفقه الإسلامي الدولي الذي يمكنه أن يضع معايير الفرز المالي الشرعي العالمي؛
 - من أجل حلّ التناقض في الفرز المالي الشرعي ينبغي وضع سلطة شرعية إسلامية عليا، على الأقلّ على المستوى الوطني؛ لإعداد معايير الفرز الشرعي للأسهم في ذلك البلد، وتجنّب تعارض المصالح الناشئة عن السّماح للصناديق الاستثمارية والمؤشرات الإسلامية في تعيين الهيئات الشرعية الخاصة بها، وقد تمّ تطبيق هذا المنهج في ماليزيا؛ حيث يوجد المجلس الاستشاري الشرعي الماليزي (SAC)؛
 - إن تقنيات الفرز المتبعة من قبل مختلف الممارسين في جميع أنحاء العالم تختلف على نطاق واسع، ويمكن أن ترجع أسباب ذلك إلى الثقافة والقوانين الحكومية ومدارس الفكر الإسلامي المختلفة؛ ومن ثمّ فإن القواعد المطبّقة في أماكن مثل: ماليزيا قد لا تكون قابلة للتطبيق في أوروبا أو دول مجلس التعاون الخليجي، وتأخذ الاستثمارات المتوافقة مع متطلّبات التداول الشرعية في الاعتبار المتطلّبات المحليّة؛
 - بيّنت إحدى الدراسات مدى الاختلاف بين مجموعات من الأسهم المصنّفة على

أنها متوافقة مع متطلبات التداول الشرعية بالاعتماد على مؤشر *S&P*؛ وذلك على النحو الذي تلخصه النتائج التالية:

جدول 7: درجة الاختلاف في تطبيق معايير التوافق مع متطلبات التداول الشرعية

الصناديق والمؤشرات الإسلامية	عدد الأسهم المتوافقة	<i>S&P</i>	<i>DJIM</i>	<i>MSCI</i>	<i>FTSE</i>	<i>HSBC</i>
<i>S&P</i>	271		1,30 %	24,40 %	24,90 %	21,60 %
<i>DJIM</i>	266			25,70 %	26,20 %	22,90 %
<i>MSCI</i>	247				1,60 %	8 %
<i>FTSE</i>	241					6,50 %
<i>HSBC</i>	232					

المصدر:

See: Ulrich Derigs & Shehab Marzban, “New strategies and a new paradigm for Shariah-compliant portfolio optimization”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 33, No. 6, 1 January 2009, p. 1167; Biswadeep Sengupta, Op. Cit., p. 4.

ويُلاحظ من خلال الجدول السابق ما يلي:

- الاختلافات بين مؤشر *S&P* و *DJIM* ضئيلة (1,3 %)؛ ويرجع ذلك إلى استخدام هذين المؤشرين متوسط القيمة السوقية كمكان في احتساب نسب الفرز المالي الشرعي؛

- الاختلافات بين مؤشر *S&P /DJIM* ومؤشرات *MSCI/FTSE/HSBC* عالية جداً (21%-26%)؛ والسبب في ذلك أن المجموعة الأخيرة تستخدم مجموع الأصول كمكان في احتساب نسب الفرز المالي الشرعي؛

- على الرغم من التطابق في استخدام البسط نفسه لاحتساب النسبة المالية؛ هناك فرق من 6% إلى 8% بين *MSCI/FTSE* و *HSBC*؛ ويرجع هذا إلى استخدام صندوق أمانة لنسب مالية أكثر تحفظاً.

ج- عدم ثبات معايير الفرز المالي الشرعي: تميل معايير الفرز المالي الشرعي إلى التغيير بمرور الزمن؛ بناءً على الاجتهاد من علماء آخرين أو حتى استناداً إلى تغيير

رأي الهيئة الشرعية نفسها؛ وذلك للاعتبارات التالية:

- إن معايير الفرز المالي المتغيرة باستمرار تنتج عنها مجموعة مختلفة من الأسهم المتوافقة مع متطلبات التداول الشرعية. وبعبارة أخرى؛ فإن بعض الشركات التي تُعتبر متوافقة قد تصبح غير متوافقة نتيجة تغيير معايير الفرز الشرعي، حتى من قبل أعضاء الهيئة الشرعية أنفسهم الذين كانوا قد سمحوا بها في وقت سابق، والعكس بالعكس؛

- خلال الأزمة المالية العالمية الأخيرة، قام مؤشر *DJIM* ومؤشر *S&P* برفع المتوسط المتحرك للقيمة السوقية من 12 شهراً إلى 24 و36 على التوالي؛ بهدف تخفيض النسب، وتمثلت تلك القواعد المتغيرة في تعديل مقام النسب من مجموع الأصول إلى القيمة السوقية بالنسبة لمؤشر *DJIM*، وأيضاً التحرك من الحد 45% لمستوى الذمم المدينة إلى 33%⁽¹⁾؛

- إن هذه القضية تحتاج إلى معالجة؛ لأنها تؤثر في الثقة في معايير الفرز المالي الشرعي، وتضر بسمعة الهيئات الشرعية التي قد تتحول إلى التأثير سلباً في صناعة الصناديق الاستثمارية والمؤشرات الإسلامية؛

في ما يلي نماذج لأهم التغييرات التي شهدتها معايير الفرز المالي الشرعي في مصرف الراجحي ومؤشر *DJIM* والمجلس الاستشاري الشرعي (SAC):

(1) See: M.H. Khatkhatay & Shariq Nisar, Op. Cit., p. 60.

جدول 8: نماذج من التغييرات الحاصلة في معايير الفرز المالي الشرعي

← مؤشر 4	← مؤشر 3	← مؤشر 2	← مؤشر 1	النسبة	الهيئة الشرعية
-	مجموع الذمم المدينة > 33 % من متوسط القيمة السوقية (لآخر 24 شهرا)	مجموع الذمم المدينة > 33 % من متوسط القيمة السوقية (لآخر 12 شهرا)	مجموع الذمم المدينة > 45 % من إجمالي الأصول	الذمم المدينة	مؤشر DJIM
مجموع النقدية والأوراق المالية الربوية > 33 % من متوسط القيمة السوقية (لآخر 24 شهرا)	مجموع النقدية والأوراق المالية الربوية > 33 % من متوسط القيمة السوقية (لآخر 12 شهرا)	> 5 % من مجموع الإيرادات	الإيرادات غير التشغيلية ≥ 9 % من الإيرادات التشغيلية	الإيراد غير المشروع	
-	قرار 425/14: (1425/3/19هـ) (2004/5/9م)	قرار 485: (1422/8/23هـ) (2001/11/8م)	قرار 310: (1419/4/6هـ) (1998/7/31م)	القرار	مصرف الراجحي
-	≥ 30 % من إجمالي القيمة السوقية ما لم تقل عن القيمة الدفترية	≥ 25 % من إجمالي موجودات الشركة	> 3/1 مالية الشركة	الاقتراض الربوي	
-	تم حذف هذا الضابط دون تعديل	≥ 15 % من إجمالي موجودات الشركة	-	العنصر المحرم (استثمار ربوي، تملك محرم...)	
-	-	≥ 5 % من مجموع إيرادات الشركة	-	الإيراد غير المشروع	
-	-	2013	1996	المراجعة	
-	-	> 33 % من إجمالي الأصول	-	الاقتراض الربوي	
-	-	> 33 % من إجمالي الأصول	-	الإقراض الربوي	المجلس الاستشاري الشرعي الماليزي (SAC)
-	-	≥ (5%، 20%) من مجموع الإيرادات أو الربح قبل الضريبة	≥ (5%، 10%)، (20%، 25%) من مجموع الإيرادات أو الربح قبل الضريبة	الإيراد غير المشروع	

المصدر: راجع: المجموعة الشرعية بمصرف الراجحي، مرجع سابق، ص: 481-482؛ 717-720؛

Mohammad Obaidullah, "Some Issues In Shari'ah Compliance and Regulation of Islamic Funds", *J.KAU: Islamic Econ.*, Vol. 22, No. 1, 2009., pp. 191-193; M.H. Khatkhatay & Shariq Nisar, Op. Cit., p. 60; Securities Commission Malaysia, "Frequently-Asked Questions On Revised Shariah Screening Methodology", 2013, Website: <http://www.sc.com.my/frequently-asked-questions-on-revised-shariah-screening-methodology/>

2- إشكالية مصدر النسب التقديرية الاجتهادية: نَمِيز بين الحالات التالية:

أ- نسب الفرز المالي في ضوء قرارات الهيئات الشرعية؛

ب- نسب الفرز المالي في ضوء الممارسات الاستثمارية الإسلامية؛

ج- نسب الفرز المالي في ضوء مصادرها الشرعية.

أ- نسب الفرز المالي في ضوء قرارات الهيئات الشرعية: لقد اختلفت الهيئات الشرعية للمؤسسات الاستثمارية الإسلامية في قيمة النسب المئوية للشركات المتوافقة مع متطلبات التداول الشرعية؛ لأن تلك النسب قائمة على الاجتهاد والرأي في تقدير اليسير؛ ولهذا تختلف تقديراتها من عالم إلى آخر، ومن هيئة إلى أخرى، وهي قابلة لإعادة النظر فيها حسب الاقتضاء.

فقد وردَ في قرار الهيئة الشرعية بمصرف الراجحي (310): «فرأت الهيئة بنظر اجتهادي منها، واستناداً إلى دلائل بعض النصوص الشرعية، وإلى المعقول، أن تعتمد الثلث حداً بين القلة والكثرة»⁽¹⁾. وفي القرار (485): «والهيئة توضّح أن ما وردَ من تحديد للنسب في هذا القرار مبنيٌّ على الاجتهاد، وهو قابل لإعادة النظر حسب الاقتضاء»⁽²⁾.

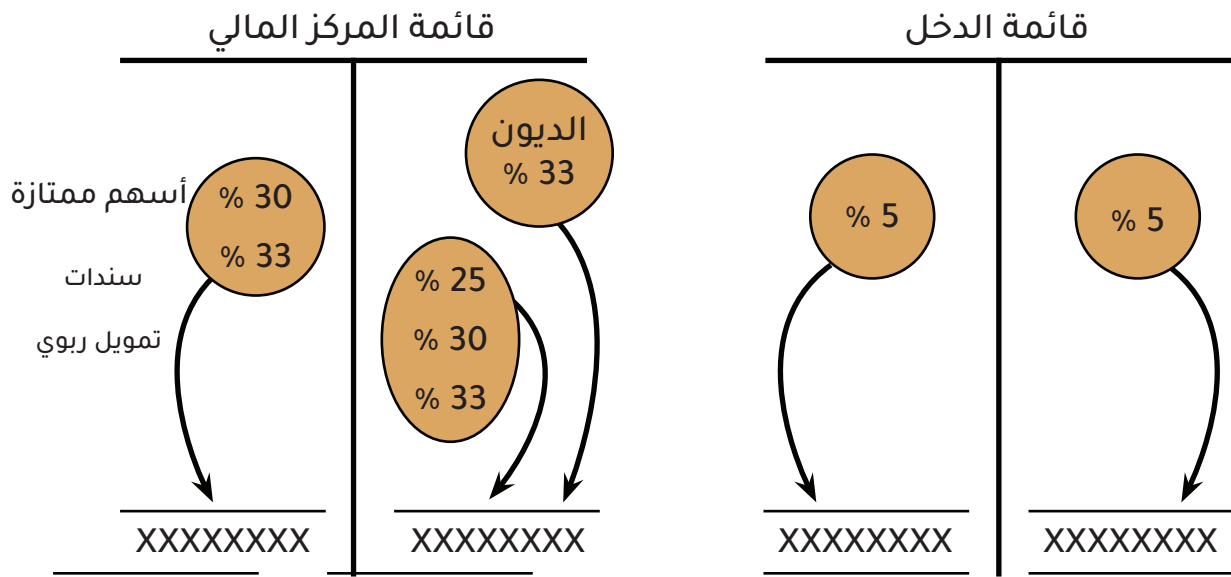
وتُعتبر الشركة غير متوافقة مع الشريعة إذا تحقّق أيّ من الشروط التالية:

- إذا بلغ حجم المصاريف غير المشروعة أكثر من 5% من إجمالي المصاريف؛
- إذا بلغ حجم الإيرادات غير المشروعة أكثر من 5% من إجمالي الإيرادات؛
- إذا بلغ حجم العنصر المحرّم ضمن الأصول أكثر من 25%، أو 30%، أو 33% سواء بحسب القيمة السوقية أو الدفترية للأسهم؛
- إذا بلغ حجم العنصر المحرّم ضمن الخصوم أكثر من 30%، أو 33% سواء بحسب القيمة السوقية أو الدفترية للأسهم.

(1) المجموعة الشرعية بمصرف الراجحي، مرجع سابق، ص: 720.

(2) المرجع السابق، ص: 482.

شكل 1: قواعد التحليل المالي الشرعي في المؤسسات الاستثمارية الإسلامية

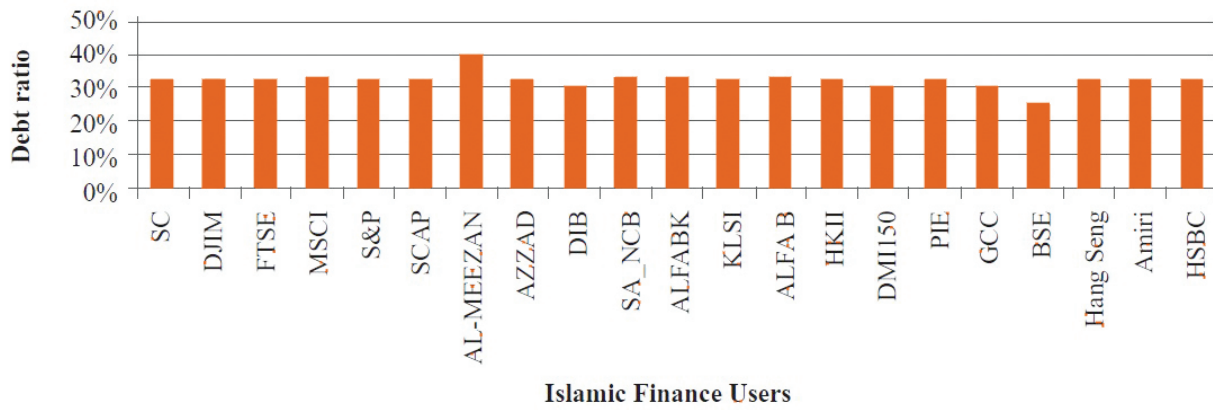


المصدر: راجع: سامر مظهر قنطقجي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دار شعاع، حلب، 2010، ص: 348.

- ب- نسب الفرز المالي في ضوء الممارسات الاستثمارية الإسلامية:** في الممارسة العملية يبدو أن هناك اختلافات في معايير الفرز الشرعي في ما بين المؤسسات الاستثمارية الإسلامية؛ وبخاصة من حيث مستوى التسامح *Tolerance Level*؛ مثلما توضحه نتائج الدراسات التالية⁽¹⁾:
- مستوى فرز الديون: هناك توافق في الآراء بين المؤسسات الاستثمارية الإسلامية في تطبيق معيار الثلث كحدٍّ لمستوى التسامح.

(1) See: Mondher bellalah et al, "Syariah Compliant Screening Practices", *Thema Working Paper*, No. 2013-16, Université de Cergy Pontoise, France, 2013, pp. 12-15; Catherine Soke Fun Ho et al, "Syariah accounting and compliant screening practices", *Qualitative Research in Financial Markets*, Vol. 4, No. 2/3, 2012, pp. 247-251; Catherine Soke Fun Ho et al, "Comparison of Quantitative Shariah-Compliant Screening Methods", *ISRA International Journal of Islamic Finance*, Vol. 3, , No. 2, 2011, pp. 100-106.

شكل 2: تحديد مستوى المديونية المقبولة لدى عدد من المؤسسات الاستثمارية الإسلامية

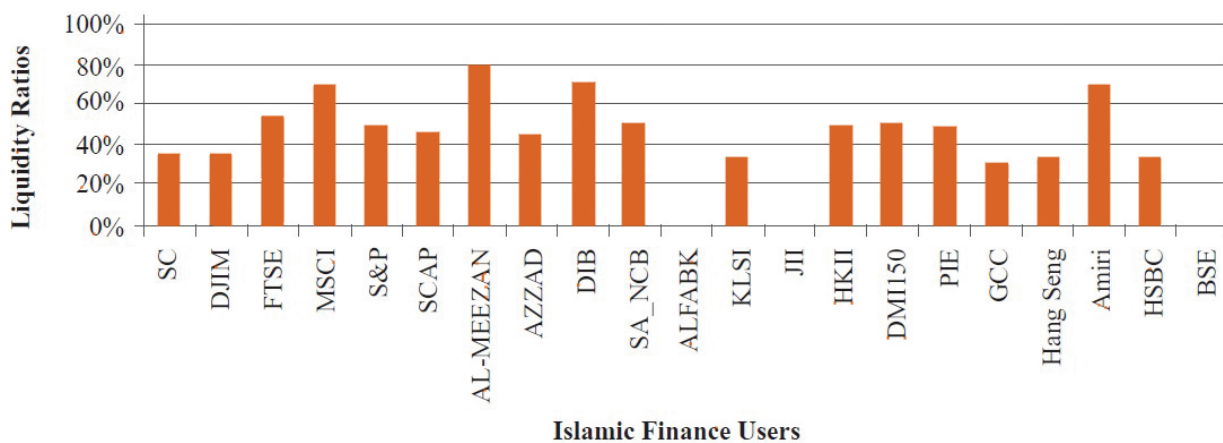


المصدر: راجع:

Catherine Soke Fun Ho et al, "Comparison of Quantitative Shariah-Compliant Screening Methods", Op. Cit., p. 103.

- مستوى فرز السيولة: تختلف مستويات نسب فرز السيولة بين المؤسسات الاستثمارية الإسلامية اختلافاً كبيراً بين 33% و 80%؛ كما أن الغالبية منها تميل إلى وضع أعلى مستويات التسامح (من 45% إلى 80%) في فرز السيولة مقارنة مع فرز ديونها التي تمّ تحديدها بالثلث.

شكل 3: تحديد مستوى السيولة المقبولة لدى عدد من المؤسسات الاستثمارية الإسلامية



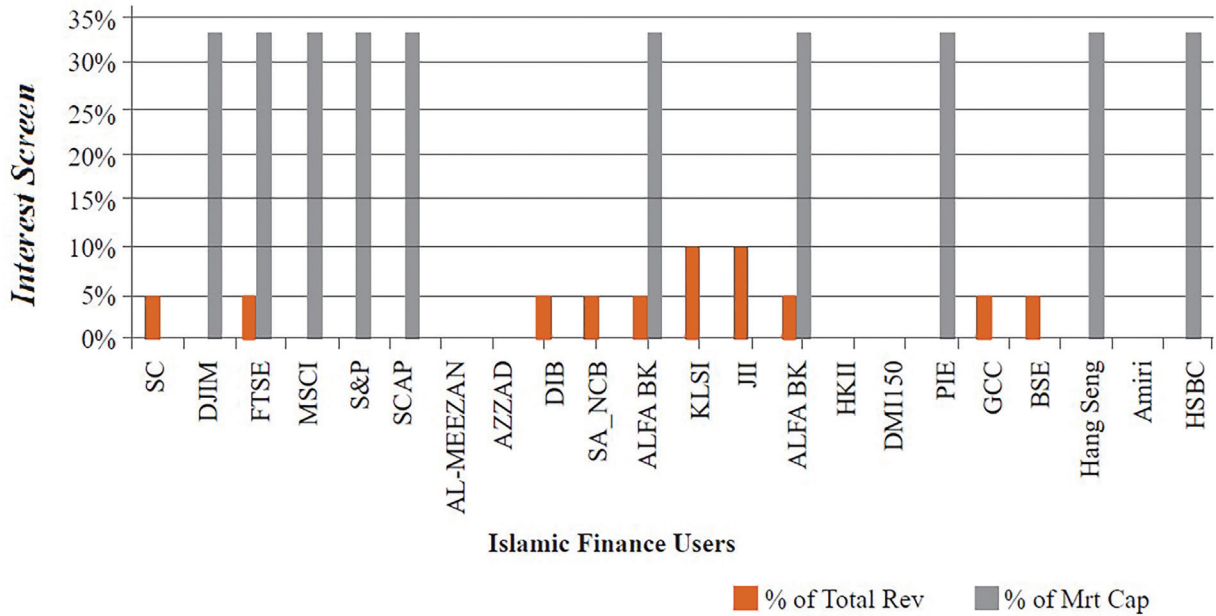
المصدر: راجع:

Catherine Soke Fun Ho et al, "Comparison of Quantitative Shariah-Compliant Screening Methods", Op. Cit., p. 104.

- مستوى فرز الفائدة: تتفاوت حدود الفائدة الربوية؛ لأنه يتم استخدام مجموعتين من النسب لفرز الفائدة وفقاً للقائمة المالية المعنية:
- قائمة الدخل: نسبة دخل الفائدة التي يكون الحد الأقصى فيها 5% من مجموع الإيرادات أو الدخل؛
- قائمة المركز المالي: نسبة النقدية + الأوراق المالية الربوية التي يكون الحد الأقصى فيها 33% من مجموع الأصول أو القيمة السوقية.

شكل 4:

تحديد مستوى الفائدة الربوية المقبولة لدى عدد من المؤسسات الاستثمارية الإسلامية



المصدر: راجع:

Catherine Soke Fun Ho et al, "Comparison of Quantitative Shariah-Compliant Screening Methods", Op. Cit., p. 105.

يبدو أنه ليس هناك توافق بشأن مستوى التسامح في النسب المستخدمة لمعايير الفرز المالي؛ نظراً لأن ذلك يختلف من هيئة شرعية إلى أخرى ومن مؤشر إسلامي إلى آخر، والحدود الأكثر شيوعاً هي: (30% - 33,33%) مستوى الديون التقليدية، (30% - 33%) الاستثمار/ الودائع الربوية، (30% - 50%) السيولة، (5% - 20%) الإيراد غير المشروع.

والتساؤلات التي كانت تطرح نفسها دائماً هي⁽¹⁾:

- ما المعيار الذي يمكن الاطمئنان إليه في النسب التي تكون حداً للسّماح بتداول الأسهم؟

- من أين تمّ اشتقاق هذه الحدود *Thresholds*؟

- ما سبب عدم تطابق الحدود القصوى *Tolerance Threshold* لنسب الفرز المالي المختلفة؟

- ما سبب تطبيق الأغلبية العظمى في بعض الأحيان، بينما في حالات أخرى تكفي الأغلبية البسيطة فقط، وفي بعض الحالات، مثل: حدّ الإيراد غير المشروع، لا تنطبق لا أغلبية عظمى ولا أغلبية بسيطة؟!

- إذا كان الحدّ 33% لا يُعتبر مستوى مفراطاً للديون التقليدية والأوراق المالية الربوية؛ لماذا لا يُطبّق الحدّ نفسه على نسبة الإيراد غير المشروع ونسبة السيولة؟

- لماذا يتمّ استخدام حدود التسامح بشكل ثابت؛ دون الأخذ في الاعتبار ظروف السوق والصناعة؟ إذ ينبغي أن يستند حدّ نسبة الفرز المالي على الوضع الذي يتمّ فحصه؛ بدلاً من التعميم والحكم بأن أكثر من الثلث ينبغي أن يكون دائماً جزءاً مفراطاً؛ فمختلف الصناعات لديها هياكل مالية متنوعة؛ ومن ثمّ يتفاوت استخدامها للديون التقليدية، كما يتغيّر سعر السوق خلال الظروف المختلفة؛ ممّا يؤثر في النسب وفقاً لذلك. ومن ثمّ، قد تختلف الضرورة من حالة إلى أخرى، وبناءً على ذلك؛ فإن مستويات حدود التسامح لا يمكن أن تظلّ ثابتة⁽²⁾.

ج- نسب الفرز المالي في ضوء مصادرها الشرعية: يرى أحد أعضاء الهيئة الشرعية⁽³⁾ لمؤشر *DJIM* أنه كان لا بدّ من تحديد نسبة معينة من إيرادات الفائدة تكون منسوبة إلى الدخل الذي تولّده الشركة من الاستثمار، ولا تتجاوزها الشركات التي يجري اختيارها؛ ومن هنا جاءت نسبة 5%، وهناك من تبنّى نسبة 15% و 10% وأقلّ من 5% وهكذا...

(1) See: Saeed Salem Binmahfouz, Op. Cit., pp. 81; 91-92; 94-95.

(2) See: Saeed Salem Binmahfouz, Op. Cit., p. 95; M.H. Khatkhatay & Shariq Nisar, Op. Cit., p. 67.

(3) راجع: محمد القرني، «القول في اعتبار نسبة 5% من الفوائد المقبوضة للشركة معياراً مقبولاً من الناحية الشرعية»، 2002، في الموقع الإلكتروني: <http://www.elgari.com>

إلا أن مثل هذا المعيار يُعدّ مشكلاً حيث ينبني عليه القول بأن 5% من الفوائد الربوية جائز، ومثل هذا القول ليس له مستند شرعي؛ وإنما استنتجه المتعاملون من تبني معيار 5% من قبل الهيئات الشرعية للمؤسسات الاستثمارية الإسلامية. وقد وُلد هذا المعيار تشويشاً في أذهان المتعاملين وصل إلى قول بعضهم أن الهيئات الشرعية تسمح بالقليل من الفائدة؛ وهو خطأ واضح إذ لم يقل أحد بأن الفائدة جائزة بأي نسبة كانت! ولذلك فقد اتّجهت بعض الهيئات الشرعية مثل *DJIM* إلى إلغاء هذا المعيار تماماً، والنظر إلى الغرض الذي من أجله أسس ثم التوصل إلى ذلك الغرض من طريق آخر. إن الغرض من هذا المعيار هو التأكد من أن الشركة محلّ الاستثمار تكتسب أموالها من نشاط مباح قائم على إنتاج السلع والخدمات المتوافقة مع الشريعة، وليست شركة تعتمد على إيرادات أموالها المودعة في البنوك أو المستثمرة في السندات الربوية.

فاستبدلت الهيئة الشرعية معياراً جديداً بالمعيار الخاص بالفوائد الربوية (معيار 5%)؛ مكن من تحقيق ذات الغرض ولكنه قام على مستند شرعي واضح. ونصّ هذا المعيار الجديد هو: «يجب أن يكون مجموع النقود والسندات الربوية لدى الشركة أقلّ من ثلث أموالها الكلية (مقاسة بالقيمة السوقية للشركة)».

ويتميّز اعتماد معيار «مجموع النقدية والأوراق المالية الربوية > 33% من متوسط القيمة السوقية» بالوصول إلى ذات النتيجة ولكن بناءً على مستندات شرعية متفق عليها؛ وذلك على النحو التالي:

- الشركات التي تكتسب نسبة عالية من الفوائد هي تلك التي يكون لديها نسبة عالية من السيولة فيتمّ استبعادها من المؤشر بناءً على ذلك؛ وليس بناءً على نسبة ما تكتسبه من الفوائد؛ ومن ثمّ أمكن الوصول إلى الغرض من طريق آخر له مستندات شرعية واضحة وهي: قاعدة «لكثير حكم الكل» وقاعدة «الثلث والثلث كثير»، وهما القاعدتان التي بُني عليهما معيار المديونية؛

- تظهر أهمية هذا المعيار الجديد بخاصة في البلدان التي يكون سعر الفائدة فيها متدنياً جداً كاليابان (قريب من 0%)؛ حيث لا يؤدي معيار 5% إلى استبعاد

الشركات التي يكون لها أموال كثيرة مودعة في البنوك؛ نظراً لانخفاض إيرادات فوائدها مع أنها معاملات ربوية؛

- عند تطبيق هذا المعيار الجديد في عملية فرز أسهم الشركات؛ تبين أنه يصل إلى النتيجة نفسها تقريباً التي ينتجها المعيار السابق وهو 5% من الفوائد الربوية. ويحاول الجدول التالي أن يلخص الأسباب الكامنة وراء تعيين الحدود القصوى لنسب الفرز المالي، والانتقادات الموجهة لها⁽¹⁾:

جدول 9: مصدر النسب التقديرية الاجتهادية لمؤشرات الفرز المالي الشرعي

النسبة	التقدير	المستند الشرعي	الانتقاد
الإيراد غير المشروع	5 %	<ul style="list-style-type: none"> • قد يكون أخذاً باجتهادات في السير في فروع فقهية؛ كتحديد 5 % للغبن اليسير؛ • لأن هذه النسبة يصدق عليها عرفاً أنها يسيرة؛ • في زكاة الحبوب والثمار نسبة يسيرة هي 5 %؛ • يبدو أنه أخذ في الاعتبار عند تحديد هذه النسبة أنه يمكن تطبيقها في الواقع. • يمكن ربطها بسبب شرعي، وكأنه نسبة الزكاة والمراد منها هو تطهير المال، ونسب الزكاة متفاوتة فهي تبدأ من ربع العشر 2.5 % ومروراً بنصف العشر 5 % ووصولاً إلى العشر 10 %، فكأنه تم الأخذ بالمتوسط من هذه الأرقام وهو نصف العشر 5 %. 	<ul style="list-style-type: none"> • القائلون بهذه النسبة لم يبينوا سرّاً اختيار هذا المعيار؛ • تقوم هذه النسبة على الاجتهاد من قبل العلماء المعاصرين؛ حيث لم يرد ذكرها صراحة في القرآن أو السنة؛ • تحديد النسبة بناءً على العرف في الأسواق المالية، هو أمر يختلف مع ما استقر عليه أهل العلم في العرف؛ حيث يشترط فيه أن لا يعارض نصاً شرعياً، والعرف هنا فاسد يصادم النصوص الشرعية ولا يصح الاحتجاج به؛ فقليل الربا وكثيره حرام.

(1) راجع: عبد الله بن محمد العمراني، الاستثمار والمتاجرة في أسهم الشركات المختلطة: مراجعة فقهية ومقترحات للبحث المستقبلي، دار كنوز إشبيليا، الرياض، ط1، 2006، ص: 57-52؛ أسامة علي الفقير الربابعة، مرجع سابق، ص: 14؛ رانية زيدان العلوانة، مرجع سابق، ص: 165-161؛ 180: عبد العظيم أبو زيد، «قراءة فقهية نقدية للمعايير الشرعية في المختلط حلالاً وحراماً»، في مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 مايو-3 يونيو 2009، ص: 8-9؛ 13: 20-21؛ أشرف محمد دوابة، «الاستثمار والمضاربة في أسهم البنوك والشركات التقليدية: رؤية إسلامية»، في مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 مايو-3 يونيو 2009، ص: 46؛ علي محيي الدين القره داغي، «أثر الديون ونقود الشركة أو المحفظة على تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية: المشكلة والحلول، دراسة فقهية اقتصادية»، مرجع سابق، ص: 60؛

Saeed Salem Binmahfouz, Op. Cit., p. 81-82; Ulrich Derigs & Shehab Marzban, "Review and analysis of current Shariah-compliant equity screening practices", Op. Cit., p. 291-293; Mahmoud A. El-Gamal, Op. Cit., p. 127-129; Mohammad Obaidullah, "Some Issues In Shari'ah Compliance and Regulation of Islamic Funds", Op. Cit., pp. 192-193; Nizam Yaquby, "Trading In Equities: A Sharia Perspective", Proceedings of the Fourth Harvard University Forum on Islamic Finance: Islamic Finance: The Task Ahead Cambridge, Massachusetts, Center for Middle Eastern Studies, Harvard University, 2000, p.126.

النسبة	التقدير	المستند الشرعي	الانتقاد
إجارة العقارات إلى من يستغلها في أنشطة غير متوافقة	الخُمس: 20 %	<ul style="list-style-type: none"> النسبة موضوعة بالاستناد إلى معايير الحنفية في تجاوز عن الغبن اليسير الذي لا يتجاوز نسبة معينة؛ حيث تجاوزوا عن الغبن إن لم يبلغ 5 % في المنقولات، و 10 % في المركوبات، و 20 % في العقارات؛ الظاهر أن هذا المعيار استُقي من اغتفار الحنفية للغبن الواقع في العقود الواردة على العقارات، فقد قدره بما دون 20 %، وقد ذهب إلى نسبة 20 % المجلس الشرعي الماليزي (SAC). 	<ul style="list-style-type: none"> مضمون هذا المعيار السّماح بتأجير العقار إلى جهات تقيم فيه بعض الأنشطة غير المتوافقة كمبنى مركز تجاري أو فندق؛ إذا كان العائد الإيجاري من هذه الأنشطة هو أقل من 20 % بالنسبة للعائد الإيجاري العام؛ عند عدم إمكانية تقدير النسبة بالعائد الإيجاري؛ يُرجع إلى تحديدها بالمساحة أو ساعات الخدمة؛ حيث ينبغي ألا تتجاوز المساحة المستغلة من العقار لإقامة الأنشطة غير المتوافقة نسبة 20 % من المساحة العامة له؛ فهم خاطئ بأن الحنفية تجاوزوا الحرام في المعاملة إن لم يبلغ الحرام نسبة معينة؛ وذلك لأن هذه النسب أرادوا بها تحديد ما يقبل الفسخ من العقود بسبب الغبن.
الإقراض والاقتراض	الرُّبع: 25 %	<ul style="list-style-type: none"> كان من رأي ابن عباس <small>رضي الله عنه</small> أن يصار إلى الرُّبع حيث قال: «لو أن الناس غَضُّوا من التُّلث إلى الربع فإن رسول الله <small>صلى الله عليه وسلم</small> قال: «التُّلث والتُّلث كثير». احتياطاً للتُّلث أخذاً من الحديث «التُّلث، والتُّلث كثير»؛ أي ما دون التُّلث يكون ليس كثيراً؛ أي يسيراً؛ وقد ذهبت إلى نسبة 25 % هيئة مصرف الراجحي. 	<ul style="list-style-type: none"> تساهل الهيئات الشرعية في تطبيق هذه النسب أو التوسع في إجراءات التغيير عليها تحت إلهام التنفيذيين في المؤسسات الاستثمارية الإسلامية بحجة أنها مسائل اجتهادية.
الإقراض والاقتراض	التُّلث أو ما قارب التُّلث: 30 %، 33 %، 33.33 %	<ul style="list-style-type: none"> حديث سعد بن أبي وقاص <small>رضي الله عنه</small>: «التُّلث، والتُّلث كثير». فقد فهم منه أن التُّلث فما جاوزه يُعدّ معياراً للكثرة، وما كان دونه فهو معيار للقلّة؛ وقد ذهبت إلى نسبة 30 % هيئة المحاسبة والمراجعة (AAOIFI) في معيارها المتعلق بالتعامل في أسهم الشركات؛ القاعدة الفقهية: السلعة التي هي جزء من الذهب وجزء من النحاس تُعتبر ذهباً؛ حيث يتم تطبيق قواعد الرِّبَا، إذا تجاوز الذهب ثلث السلعة. قال مالك: إن كان قيمة ما فيه من الذهب أو الفضة التُّلث فأقل جاز بيعه أعني بالفضة إن كانت حليته فضة أو بالذهب إن كانت حليته ذهباً وإلا لم يجز. 	<ul style="list-style-type: none"> يدلّ الحديث أن التُّلث كثير في الوصية؛ أي أن إخراج ثلث المال وصيةً كثير في ذاته على الوصية؛ لأن الوصية تبرع والتبرع بالتُّلث كثير، لا أن ما فوق التُّلث كثير في كل شيء وما دونه قليل في كل شيء. فالكثرة والقلّة أمر نسبي، فمن غير المستساغ تعميم الاستدلال بهذا الحديث، بجعل ما دون التُّلث قليلاً، وما فوقه كثيراً؛ الاستدلال بالحديث قابل للنقاش؛ لأنه يتم استخدامه خارج سياقه؛ لأن الحالات المبيّنة تختلف عن مجال الفرز المالي على نطاق واسع.
حسابات الدَّمَم المدينة	النصف: 50 %	<ul style="list-style-type: none"> مبدأ الأكثرية والأغلبية المطلقة، ويُقصد بالأغلبية ما فوق النصف؛ أو ما زاد عن 50 % كما هو العُرف في الانتخابات اليوم؛ أي ما يقارب الكل، مثل: 80 % أو 90 %؛ وقد اعتمد مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأن الغالب دون تحديده بأي نسبة ممّا تُفهم منه الغلبة المطلقة؛ يمكن تصنيف الأغلبية إلى أغلبية بسيطة (في حال أكثر من 50 %) وأغلبية عظمى (في حال وجود أكثر من 67 %)؛ هناك هيئات شرعية تبنت قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي في نسب حسابات الدَّمَم المدينة. 	<ul style="list-style-type: none"> من الملاحظ أن مؤشر <i>MSCI</i>، <i>DJIM</i>، <i>FTSE</i> نسبة 33 % في حسابات النقدية والدَّمَم المدينة، وهو اختيار هيئة المحاسبة والمراجعة (AAOIFI)، وتبنّى مؤشر <i>FTSE</i> نسبة 50 % وهو اختيار مجمع الفقه الإسلامي الدولي، وبالرغم من أن النسبة معقولة في الأخيرة؛ إلا أنها ليست كذلك بالنسبة لمؤشرات <i>MSCI</i>، <i>DJIM</i>؛ وذلك من حيث ملائمة حال البنوك الإسلامية وشركات التأمين التكافلي.

من الواضح أن تعيين مستويات التسامح من خلال الحدود القصوى لنسب الفرز المالي يتم بشكل تقديري؛ لأنه يقوم على الاجتهاد من قبل العلماء للتعامل مع القضايا المالية المعاصرة؛ بدلاً من أن يرتبط مباشرة بالنصوص القرآنية أو النبوية.

ويمكن القول أن ضرورة استخدام التمويل التقليدي لم تُعد موجودة في بعض الدول الإسلامية؛ ومن ثم ينبغي تخفيض مستويات التسامح لأنشطة التمويل التقليدي في معايير الفرز المالي لدى هذه الدول، ولعلّ هذا يضع مزيداً من الضغط على الشركات لاعتماد نماذج التمويل الإسلامي. ومع ذلك، لا يزال هذا الحل قابلاً للنقاش في الدول غير الإسلامية؛ لأن المساهمين المسلمين يشكّلون حصة أقلية في معظم الشركات؛ ومن ثمّ لن يكونوا قادرين على التأثير في تبني نماذج التمويل الإسلامي. ومع عدم توافر التمويل الإسلامي في العديد من الدول؛ فإن ضرورة التسامح مع التمويل التقليدي لا يزال موجوداً في بعض المناطق⁽¹⁾.

3- إشكالية مقام نسب الفرز المالي الشرعي: هناك نوعان لمقام نسب الفرز المالي

(المقسوم عليه) *The Ratios' Divisor (Denominator)* التي تُستخدم في الممارسة العملية؛ لقياس نسب التسامح المالي الشرعي، وهما: القيمة السوقية (قيمة أسهم الشركة المصدرة بسعر السوق الحالي) وإجمالي الأصول (مجموع الموجودات).

يرى مؤيدو مقام «إجمالي الأصول» أنه خلافاً لمقام «القيمة السوقية» الذي يميل إلى أن يتأثر بتقلبات سعر السوق؛ فإن «إجمالي الأصول» يمثل قيمة غير متحيّزة وحقيقية للشركة؛ بينما يرى أنصار مقام «القيمة السوقية» أن القيمة العادلة للشركة تنعكس في سعر السوق؛ لأنه يعكس القيمة الحالية فضلاً عن قيمة الأصول غير الملموسة التي لا يعكسها مقام «إجمالي الأصول».

(1) Saeed Salem Binmahfouz, Op. Cit., pp. 101-102.

جدول 10: استخدام إجمالي الأصول والقيمة السوقية في مقام نسب الفرز المالي

نسب الفرز المالي الشرعي القائمة على الأصول	نسب الفرز المالي الشرعي القائمة على القيمة السوقية
الديون القائمة على الفائدة / الأصول > 33 %	الديون القائمة على الفائدة / متوسط القيمة السوقية (لآخر 12 شهراً) > 33 %
النقدية والاستثمارات القائمة على الفائدة / الأصول > 33 %	النقدية والاستثمارات القائمة على الفائدة / متوسط القيمة السوقية (لآخر 12 شهراً) > 33 %
الذمم المدينة / الأصول > 33 %	الذمم المدينة / متوسط القيمة السوقية (لآخر 12 شهراً) > 33 %
الإيراد غير المشروع / إجمالي الإيراد $\geq 5\%$	الإيراد غير المشروع / إجمالي الإيراد $\geq 5\%$

وتتمثل الانتقادات الموجهة إلى كل من مقام «إجمالي الأصول» ومقام «القيمة السوقية» في ما يلي⁽¹⁾:

- أ- انتقادات مقام «إجمالي الأصول»؛
- ب- انتقادات مقام «القيمة السوقية»؛
- ج- أثر استخدام القيمة السوقية وإجمالي الأصول.

أ- انتقادات مقام «إجمالي الأصول»: يرى منتقدو إجمالي الأصول كأساس للنسب ما يلي:

- على خلاف القيمة السوقية التي تعكس القيمة الاقتصادية الحقيقية للشركات؛ فإن إجمالي الأصول لا تمثل سوى قيمة تاريخية، وهكذا يميل مجموع الأصول إلى التقليل من القيمة الإجمالية للشركات؛ حيث لا يتم احتساب قيمة بعض الأجزاء من النشاط، مثل: الأصول غير الملموسة التي يتم إنشاؤها داخلياً في القوائم المالية⁽²⁾؛
- يتأثر إجمالي الأصول في القوائم المالية بالمبادئ المحاسبية المتبعة مثل: محاسبة

(1) See: Saeed Salem Binmahfouz, Op. Cit., pp. 95-97; Ulrich Derigs & Shehab Marzban, "Review and analysis of current Shariah-compliant equity screening practices", Op. Cit., p. 291; Abdelbari El Khamlichi, Éthique et performance: le cas des indices boursiers et des fonds d'investissement en finance islamique, Thèse De Doctorat, Université d'Auvergne, 2012, p. 93;

أشرف وجدي دسوقي (محرر)، النظام المالي الإسلامي: المبادئ والممارسات، ترجمة: كرسى سايك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 1435هـ، ص: 546؛ رانية زيدان العلاونة، مرجع سابق، ص: 196-198؛ إبراهيم علي أحمد النشال الطنجي، «الضوابط والمعايير الحاكمة للشركات المختلطة في ضوء الشريعة الإسلامية»، في مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون بجامعة الإمارات العربية المتحدة وغرفة تجارة وصناعة دبي، 16 - 18 صفر 1428هـ الموافق 6 - 8 مارس 2006م، ص: 17-19.

(2) ومع ذلك، يتم احتساب الأصول غير الملموسة التي تم شراؤها مثل: براءات الاختراع والعلامات التجارية وحقوق التأليف في الميزانية. وكذلك يظهر في الميزانية بند شهرة المحل Goodwill الذي هو مبلغ مدفوع للحصول على الأعمال التجارية.

المخزون، الاعتراف بالإيراد، الاهتلاك⁽¹⁾؛ وذلك على النحو التالي:

• إذا كان لدينا شركتان لهما إجمالي أصول نفسه قبل التعديلات المحاسبية؛ فإن استخدام مبادئ وطرق محاسبية مختلفة قد يؤدي إلى وجود قيم مختلفة في التقارير والقوائم المالية؛ فمن حيث المعالجة المحاسبية للأصول الثابتة والاهتلاك، يمكن للشركات تقدير اختيار طريقة الاهتلاك وتحديد المؤشرات، مثل: القيمة المتبقية والعمر الإنتاجي؛ حيث إذا تغير أي مؤشر من هذه المؤشرات لتقييم أصول الشركة؛ فإن قيمة إجمالي الأصول الواردة في التقرير المالي سوف تتغير وفقاً لذلك؛

• يؤدي تطبيق طرق مختلفة لتقييم المخزون السلعي في الشركة إلى قيمة مختلفة لإجمالي الأصول في الميزانية؛ فإذا كانت الشركة تستخدم طريقة *LIFO* في فترات ارتفاع الأسعار؛ ستكون المخزونات مقومة بأقل من قيمتها (أقدم الأسعار)؛ ومن ثم تُقيم إجمالي الأصول بأقل من قيمتها أيضاً؛ الأمر الذي يؤثر في نسب الفرز المالي، مثل: الديون/إجمالي الأصول؛ حيث تصبح هذه النسبة أكبر وهذا قد يؤدي إلى استبعاد الشركة التي كان من المفترض أن تكون في حالة توافق شرعي إذا تم استخدام طريقة *FIFO*.

- إن مجموع الأصول لا يتم تحديده إلا من خلال التقارير والقوائم المالية التي تُنشر بصفة سنوية أو ربع سنوية؛ هذا يعني أنه لا يمكن تحديد التوافق مع متطلبات التداول الشرعية إلا عندما يتم نشر البيانات المالية التفصيلية؛ وهذا بخلاف القيمة السوقية التي يمكن تحديدها على أساس الوقت المناسب من خلال سعر السوق؛ لأن القيمة السوقية مستقلة عن نشر البيانات المالية ويمكن أن تُحسب مباشرة من أسعار السوق؛ الأمر الذي يمكن من استمرارية عملية الفرز المالي الشرعي للأسهم المدرجة.

ب- انتقادات مقام «القيمة السوقية»: يرى منتقدو القيمة السوقية كأساس للنسب

(1) هناك طرق محاسبية مختلفة لمعالجة اهتلاك الأصول الثابتة مثل: طريقة الاهتلاك الثابت، طريقة الاهتلاك المتناقص، طريقة الاهتلاك المتسارع، وهناك طرق محاسبية مختلفة للاعتراف بتكاليف المخزون مثل: طريقة الوارد أولاً صادر أولاً (*First in, First out: FIFO*)، طريقة الوارد أخيراً صادر أولاً (*Last in First out: LIFO*)، طريقة المتوسط المرجح للتكلفة (*Weighted Average*). (WA)

ما يلي:

- استخدام القيمة السوقية ليس ملائماً من الناحية العملية مع حركة السوق المفاجئة؛ حيث إن الشركات التي تُعتبر متوافقة ذات يوم، يمكن أن تصبح غير متوافقة في اليوم التالي؛ بناءً على تذبذب أسعار السوق، من دون أن يحدث أيّ تغيير في الأصول المدارة من قبل الشركة؛

- إن استخدام مقام إجمالي الأصول لقياس نسبة الديون يبدو أكثر عقلانية؛ حيث إن إجمالي أصول الشركة يتم تمويلها من قبل حقوق المساهمين والديون. بعبارة أخرى، فإن مستوى الدين قد لا يكون له أيّ علاقة مباشرة بالقيمة السوقية؛ لأنه عند استخدام مقام القيمة السوقية قد تصبح الشركات متوافقة أو غير متوافقة مع الشريعة بسبب تقلبات السوق الخارجية؛ على الرغم من أن إجمالي ديونها لم يتغير؛ - لا تعبر القيمة السوقية بالضرورة عن القيمة الاقتصادية العادلة للشركة؛ لأنها تتأثر بتذبذب سعر السوق الذي قد يكون مدفوعاً من قبل المستثمرين المجازفين أو بسبب قرارات الاستثمار غير الرشيدة؛

- إن القيمة السوقية لا تعكس في الحقيقة القيمة العادلة للشركة من جهة الاستثمارات والأرباح، فبعض الشركات قيمتها السوقية مرتفعة جداً؛ إلا أن أرباحها بالمقارنة مع القيمة السوقية منخفضة؛ إذ غالباً ما تعطي القيمة السوقية لأسهم الشركة حجماً أكبر من واقعها الحقيقي، فوجب إذن ربط هذه النسب بقيمة عادلة تتناسب مع وضع الشركة الاستثماري، وبما أن موجودات الشركة تعبر عن القيمة الحقيقية للشركة بأصولها الثابتة والمتداولة؛ فإن ربط نسب القروض دائنة ومدينة بهذه الموجودات أكثر ملاءمة وواقعية من ربطها بالقيمة السوقية؛

- لا يمكن استخدام مؤشر القيمة السوقية في فرز الشركات غير المدرجة في السوق المالية بسبب عدم وجود سعر السوق؛ أي أن مجال الفرز المالي الشرعي يقتصر على الشركات المدرجة في المؤشر؛ دون النظر إلى شركات أخرى غير مدرجة أصبحت متوافقة؛

- إن استخدام القيمة السوقية كمقام قد يؤدي إلى نسب مالية أكثر تقلباً، مقارنة باستخدام إجمالي الأصول؛ فاستخدام القيمة السوقية يجعل الفرز المالي الشرعي أكثر عرضة للتقلبات الاقتصادية؛ حيث تميل القيمة السوقية إلى أن تكون عالية خلال السوق الصاعدة، في حين أن العكس هو الصحيح خلال السوق الهابطة. لذلك؛ فإن استخدام القيمة السوقية يؤدي إلى زيادة الأسهم المتوافقة خلال السوق الصاعدة، ويؤدي إلى تقلص الأسهم المتوافقة خلال السوق الهابطة؛

- أثر اتجاهات السوق صعوداً وهبوطاً في النسب المالية المستخدمة في فرز الأسهم؛ حيث إن هذه التقلبات قد ينتج عنها فرز غير عادل؛ ففي الأسواق الهابطة، تنخفض القيمة السوقية في حين يبقى الدين ثابتاً أو يرتفع. وبالعكس، في السوق الصاعدة، تصبح بعض الشركات متوافقة مع الشريعة وإن كان لديها ديوناً عالية؛ بسبب ارتفاع قيمتها السوقية؛

- يؤدي استخدام القيمة السوقية لفرز الديون إلى نمو الاستثمار في الصناديق الاستثمارية الإسلامية بشكل متحيز (تفضيل أسهم النمو و/أو المجازفة⁽¹⁾)؛ لأن الشركات التي تزيد فيها القيمة السوقية عن القيمة الدفترية هي أكثر احتمالية لتحقيق التوافق مع معايير الفرز المالي الشرعي؛ مقارنة بالشركات التي تنخفض فيها القيمة السوقية عن القيمة الدفترية؛

- إن الإدارة الحكيمة لشركات الاستثمار قد تفرض عليها الاحتفاظ بمزيد من السيولة عندما يكون السوق متقلباً والرؤية المستقبلية غير واضحة، وخصوصاً عند انخفاض أسعار الأسهم، وقد يؤدي هذا الحذر إلى عدم الامتثال لمعايير التوافق المتعلقة بنسبة السيولة؛

- إن القيود المفروضة على مستوى السيولة التي تفرضها معايير الفرز المالي الشرعي قد تكون مصدراً لاستهداف الشركات الكبيرة التي ترتبط نسبياً مع انخفاض

(1) يقسم الخبراء أسواق الأسهم وفقاً للربحية إلى ثلاثة أنواع رئيسية؛ هي:

- أسهم الشركات المستقرة ذات الدخل شبه الثابت؛
- أسهم الشركات الريادية وذات الأرباح النامية وتُعرف أيضاً بشركات العوائد؛
- أسهم الشركات الصغيرة والمتعثرة أو شبه المتعثرة (شركات المجازفة).

السيولة، ويرجع ذلك إلى إعادة استثمار النقدية المتوافرة في المشاريع الكبيرة المحتملة؛ لذلك فلا يبدو صحيحاً أن عملية الفرز الشرعي تؤثر في الصناديق الاستثمارية الإسلامية لاستهداف الشركات الصغيرة، وأن الشركات الكبيرة هي أكثر عرضة للاستبعاد من الصناديق الاستثمارية الإسلامية؛ نظراً لرفعها المالي الكبير والإيرادات المرتفعة من الأنشطة غير المشروعة، وهو ما يتجاوز نسبة التسامح؛ - استخدام القيمة السوقية كمقام لا يبدو أن يكون أمراً عملياً خلال السوق الهابطة؛ لأنه قد لا تكون هناك إستراتيجية خروج جيدة؛ ممّا قد يؤدي إلى حدوث انخفاض آخر في سعر السوق. والسبب لدى الهيئات الشرعية التي تستخدم مقام القيمة السوقية هو الحاجة إلى التخفيف من النسب، من خلال اعتماد متوسط القيمة السوقية. كما حدث في الأزمة المالية الأخيرة؛ حيث قام المؤشران *S&P* و *DJIM* بزيادة المتوسط المتحرك للمقام من 12 شهراً إلى 24 و 36 على التوالي. ومع ذلك، مثل هذه الإستراتيجية قد تؤخر الاستبعاد، ولكن عندما تستمر الأسواق المأزومة، لا بدّ أن يحدث ذلك؛

- يؤدي اعتماد متوسط القيمة السوقية إلى تأخير استبعاد بعض الأسهم بافتراض استمرار ركود السوق، وقد ينتج عن قيام صناديق الاستثمار الإسلامية باستبعاد بعض الأسهم إلى تفاقم الوضع الاقتصادي لهذه الشركات. وقد لا يكون قرار بيع الأسهم في مثل هذه الظروف في مصلحة صناديق الأسهم الإسلامية؛ لأن بيع الأسهم قد لا يكون الإستراتيجية المثلى عند انخفاض أسعارها؛

- يميل مجموع الأصول كمقام إلى أن يكون أكثر تحفظاً من القيمة السوقية؛ لأنه يقلل من احتمال القبول الخاطئ للشركات غير المتوافقة مع متطلبات التداول الشرعية. لذلك فإن المؤشرين *S&P* و *DJIM* اللذين يستخدمان القيمة السوقية كمقام على حدّ سواء، لديهما عدد أكبر من الشركات المتوافقة بالمقارنة مع المؤشرات الإسلامية الأخرى التي تستخدم مجموع الأصول كمقام مثل: مؤشر *FTSE*.

ج- أثر استخدام القيمة السوقية وإجمالي الأصول: لقد تعرّض معيار الفرز

الشرعي رقم 21 لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) للنقد؛ لأنه ربط الاقتراض والإيداع الربوي بالقيمة السوقية لمجموع أسهم الشركة. يرى أحد الباحثين⁽¹⁾ أن هيئة المحاسبة والمراجعة (AAOIFI) حددت نسبة الاقتراض والإقراض الربويين بما كان أقل من 30% من القيمة السوقية لأسهم الشركة، مع العلم أن القيمة السوقية لأسهم شركة ما قد تفوق كثيراً القيمة الدفترية لها، فقد تكون قيمة السهم الدفترية 10 ريال، وقيمتها السوقية 100 ريال. وبناءً على هذا المعيار يُبرر التعامل بأسهم شركة يبلغ حجم اقتراضها وإقراضها بالفائدة الربوية ثلاثة أضعاف رأس مالها! فلو كان رأس مال الشركة 10 ملايين ريال مثلاً، وبلغت قيمتها السوقية 100 مليون، يسمح هذا المعيار لتداول أسهمها أن تبلغ قروضها الربوية 30 مليون ريال؛ أي أكثر من رأس مالها بثلاثة أضعاف!

وتوصّلت إحدى الدراسات التي طبّقت نسب الفرز المالي على بعض الشركات الخليجية إلى النتائج التالية:

جدول 11: مقارنة بين نسب الفرز المالي الشرعي المعتمّدة من قبل الهيئة الشرعية لمصرف الراجحي وهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) بالتطبيق على عينة من الشركات الإماراتية

الوحدة: درهم

الهيئة	مبلغ الاقتراض الربوي	مبلغ الاستثمار الربوي
مصرف الراجحي	25% من إجمالي الأصول	15% من إجمالي الأصول
	6.350.088.317	3.719.052.990
هيئة المحاسبة والمراجعة (AAOIFI)	30% من القيمة السوقية	30% من القيمة السوقية
	23.469.617.660	23.469.617.660

المصدر: راجع: إبراهيم علي أحمد الشال الطنيجي، مرجع سابق، ص: 12-15.

بناءً على ذلك؛ فقد أوصت هذه الدراسة بما يلي: «إن معايير النسب التي وضعتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية تحتاج إلى إعادة صياغة تتناسب

(1) عبد العظيم أبو زيد، مرجع سابق، ص: 23-24.

مع وضع الشركات؛ بحيث لا يُفتح فيه الربا بشكل واسع، وقد تبين لنا أن معيار القيمة السوقية لا يستقيم مع وضع الشركات، ولا يعبر عن حقيقة نشاطها ووضعها الاستثماري، وغالباً ما تكون هذه القيمة مبالغ فيها بشكل كبير، فكلما زادت هذه القيمة؛ زاد معها الربا لارتباطها فيه، فلا بد من ربط الاستثناء من الربا بقيمة تكون عادلة وأكثر ضبطاً بحيث يُقيد فيه الربا بقدر المستطاع»⁽¹⁾.

كما أشارت إحدى الدراسات إلى أن حوالي 20 % من الأسهم التي من شأنها أن تكون متوافقة باستخدام أحد المقامين وغير متوافقة باستخدام المقام الآخر، والعكس بالعكس. ويُعتبر هذا الرقم كبيراً كما يوضحه الجدول التالي:

جدول 12:

مقارنة بين معايير الفرز المالي الشرعي باستخدام القيمة السوقية وإجمالي الأصول

المجموع	إجمالي الأصول		الأسهم
	غير متوافقة	متوافقة	القيمة السوقية (12 شهراً)
%41,28	%12,84	%28,44	متوافقة
%58,72	%51,14	%7,58	غير متوافقة
% 100,00	% 63,98	% 36,02	المجموع

المصدر:

Kabir Hassan & Michael Mahlkecht, *Islamic Capital Markets: Products and Strategies*, Chichester, West Sussex, Wiley, U.K , 2011, p410 ..

ويبرز ذلك التناقض في استخدام إجمالي الأصول أو القيمة السوقية كأساس لقيمة الشركة في نموذج الشركة السعودية للصناعات الأساسية في مجال الكيماويات والمعادن (SABIC)؛ فباستخدام إجمالي الأصول تكون نسبة ديون الشركة 28 % ومن ثم فهي متوافقة باعتبار أن 33 % هي الحد الأقصى لنسبة المديونية؛ في حين أن الشركة نفسها تصبح غير متوافقة إذا تم استخدام متوسط القيمة السوقية لمدة 12 شهراً؛ حيث ستكون نسبة الديون 34 % وهو ما يتجاوز بقليل حد التسامح⁽²⁾.

(1) إبراهيم علي أحمد الشال الطنجي، مرجع سابق، ص: 23.

(2) Kabir Hassan & Michael Mahlkecht, Op. Cit., p410 ..

كما قامت إحدى الدراسات⁽¹⁾ باستخدام أكبر 200 شركة ذات القيمة السوقية الكبيرة في الولايات المتحدة وكذلك اليابان؛ لاستكشاف أثر استخدام منهجيات مختلفة للفرز المالي الشرعي في الأسهم المختلفة، وتوصلت إلى ما يلي:

- وجود تفاوت بنسبة 21,5% في حالة الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة في الولايات المتحدة، وهو ما يعني أن حوالي واحدة من أصل خمس شركات ستكون متوافقة باستخدام منهجية واحدة وغير متوافقة باستخدام غيرها:

جدول 13: أثر استخدام القيمة السوقية وإجمالي الأصول في السوق الأمريكية

المجموع	إجمالي الأصول		الأسهم الأمريكية
	متوافقة	غير متوافقة	القيمة السوقية
%53	%10	%43	غير متوافقة
%47	%35,50	%11,50	متوافقة
% 100	% 45,50	% 54,50	المجموع

المصدر:

.Shehab Marzban & Mehmet Asutay, Op. Cit., p. 158

- كان التفاوت بين المنهجتين أعلى بكثير في حالة الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة في اليابان بنسبة 29%:

جدول 14: أثر استخدام القيمة السوقية وإجمالي الأصول في السوق اليابانية

المجموع	إجمالي الأصول		الأسهم اليابانية
	متوافقة	غير متوافقة	القيمة السوقية
146	%23	%50	غير متوافقة
54	%21	%6	متوافقة
200	88	112	المجموع

المصدر:

Shehab Marzban & Mehmet Asutay, Op. Cit., p. 161.

- من المفيد استخدام معايير فرز مختلفة في مناطق جغرافية وفترات زمنية مختلفة؛

(1) See: Shehab Marzban & Mehmet Asutay, "The Impact of Asset-based versus Market Capitalization-based Shari'ah Screening on US and Japanese Equities: An Empirical Analysis", *Asian and African Area Studies*, 11 (2), 2012, pp. 151-165.

حيث:

- نتج عن المعايير «القائمة على الأصول» حجم أسهم أكبر في اليابان؛ في حين أدت «القيمة السوقية» إلى حجم أسهم أكبر في الولايات المتحدة؛
- جاءت المعايير القائمة على «القيمة السوقية» في مرحلة ما قبل الأزمة المالية بأداء مالي أفضل؛ في حين كانت المعايير «القائمة على الأصول» متفوقة خلال مرحلة ما بعد الأزمة المالية.

من أجل معالجة هذه الإشكالات ينبغي تطوير تحليل النسب المالية بحيث تراعي دورات السوق، فليس من العدل إدراج أو استبعاد الشركات على أساس دورات سوق الأسهم أو قوى السوق الخارجية التي تخرج عن سيطرة الشركات.

ولحل مشكلة مقام نسب الفرز المالي؛ طبقت بعض المؤسسات الاستثمارية الإسلامية مثل: مصرف الراجحي، مقام «مجموع الأصول/القيمة السوقية (أيهما أكبر)»، ومن الواضح أن مثل هذا المقام سيزيد دائماً من الاستثمارات في الأسهم المتوافقة مع متطلبات التداول الشرعية.

ولعل المنهج الأكثر قبولاً هو أن يكون اختيار المقام مبني على أساس الغرض من النسبة المستخدمة؛ بدلاً من تطبيق مقام واحد لجميع النسب؛ وذلك على النحو التالي⁽¹⁾:

- استخدام مقام القيمة السوقية لقياس السيولة يبدو أنه أكثر عقلانية؛ لأن الغرض من هذه النسبة هو التأكد من أن الأصول السائلة لا يتم تداولها بأعلى أو بأقل من القيمة الاسمية للسهم؛
- استخدام مقام إجمالي الأصول لقياس نسبة الديون يبدو أنه أكثر ملاءمة؛
- استخدام حقوق المساهمين كمقام لقياس مستوى الديون (نسبة الدين/حقوق المساهمين) الذي يُعرف باسم معدّل الرفح المالي؛ لأنها النسبة المالية التي يشيع استخدامها في قياس مستوى الدين؛

(1) See: Saeed Salem Binmahfouz, Op. Cit., p. 97; M.H. Khatkhatay & Shariq Nisar, Op. Cit., p. 66;

أشرف محمد دواية، مرجع سابق، ص: 48.

- استخدام مقام القيمة السوقية أو القيمة الدفترية لإجمالي أسهم الشركة (أيهما أقل)؛ في ظل الأسواق المالية التي تتسم بعدم الكفاءة.



ثالثاً: الإشكالات والحلول المرتبطة بإعداد مؤشر أسهم شرعي

إن مَطْلَب إعداد مؤشر أسهم شرعي يصنّف الشركات المتداولة في سوق الأسهم من حيث التزامها أو عدم التزامها بمعايير التوافق الشرعية؛ يُعدّ إضافة حقيقية لمتطلبات المستثمرين في هذه السوق، ويواجه عدة إشكالات من أهمها:

1- إشكالية التعريف بالمؤشر الشرعي؛

2- إشكالية متطلبات إعداد المؤشر الشرعي؛

3- إشكالية معوقات إعداد المؤشر الشرعي.

1- إشكالية التعريف بالمؤشر الشرعي: نَمِيز بين حالتين:

أ- تعريف مؤشر الأسهم الشرعي؛

ب- بنود مؤشر الأسهم الشرعي.

أ- تعريف مؤشر الأسهم الشرعي: المؤشر الشرعي هو عبارة عن قائمة بالشركات المدرجة في سوق الأسهم المتداولة المحلية والعالمية يُوضّح فيه الشركات المتوافقة مع الشريعة والشركات التي تجاوزت متطلبات التداول الشرعية⁽¹⁾.

ويعتمد المؤشر في إعدادهِ على تحليل القوائم المالية المنشورة من قبل الشركات بعد اعتمادها من مدقق الحسابات الخارجي (المحاسب القانوني)؛ حيث يتم تحديد نشاط الشركة ونسبة الديون والنقود ونسبة استثمار السيولة ونسبة المديونية ونسبة الإيراد الناتج من ممارسة نشاط غير متوافق مع الشريعة، ونصيب السهم من العنصر غير المشروع (قيمة التطهير)؛ ليصل المؤشر إلى تصنيف تلك الشركات من حيث موافقتها أو عدم موافقتها لمتطلبات التداول الشرعية.

ولكي يتمّ إعداد المؤشر الشرعي بقدر من الحيادية والعدالة؛ فإنه يتطلّب من معدّي القوائم المالية للشركات المتداولة الالتزام بعرض البيانات المالية؛ بطريقة تلبي متطلبات إعداد المؤشر المتوافق مع الشريعة.

(1) راجع: مصطفى إبراهيم، «متطلبات إعداد مؤشر شرعي لأسهم الشركات المتداولة في البورصة المصرية ومعوقات إعدادهِ»، مجلة التمويل الإسلامي، الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، ع1، 2012، ص: 48؛ مصطفى إبراهيم، «مؤشر الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي (نقاء)»، الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، 2013، ص: 1.

ويمكن الإفادة من قرارات الهيئة الشرعية لبنك البلاد على النحو التالي⁽¹⁾:

- الضابط 508: «المرجع في الحكم على الشركات هو القوائم المالية السنوية المدققة، ويمكن الاستفادة من القوائم الربعية للمتابعة، ويستثنى من ذلك ما يثبت من مصادر معتبرة، كأن يثبت أن لدى تلك الشركات معاملات محرمة لم تُفصح عنها»؛
- الضابط 509: «لا يدخل ضمن العناصر المحرمة - في الحكم على الشركات المساهمة- أيّ معاملة أجازت من هيئة رقابة شرعية معتبرة».

ب- بنود مؤشر الأسهم الشرعي: يمكن تلخيص البنود الرئيسة للمؤشر الشرعي في الجدول التالي:

جدول 15: البنود الرئيسة للمؤشر الشرعي

البند	المعنى
النقود	يُقصد بها النقدية في خزينة الشركة والحسابات الجارية لدى البنوك بالعملة المحلية وبالعملات الأجنبية مقومة بالعملة المحلية.
الديون	يُقصد بها بنود شبه النقدية مثل: ودائع قصيرة الأجل بفائدة، سندات التتمية الحكومية، المرابحات قصيرة الأجل، أوراق مالية مقتناة إلى تاريخ الاستحقاق مثل: سندات الديون والسندات الربوية.
المدينون	يُقصد بها كل المبالغ التي للشركة تجاه الغير، وتُعدّ ديناً للشركة على طرف آخر قابل للتحويل أو التسوية خلال فترة معينة، مثل: رصيد العملاء التجاريين والمدفوعات المقدمة والذمم المدينة الأخرى والذمم المتنوعة والإيرادات المستحقة.
الاستثمارات طويلة الأجل	مثل: الودائع والسندات طويلة الأجل والمرابحات طويلة الأجل والبيع الأخرى، بعد استبعاد الاستثمارات التي تُمثل حقوق ملكية وليست ديناً مثل: المتاجرة في الأسهم والاستثمارات في شركات زميلة والاستثمارات في العقارات والاستثمار في وحدات صناديق استثمارية والمشاركات والمضاربات.
المديونية	يُقصد بها بنود القروض بفائدة ثابتة، مثل: القروض والتسهيلات المصرفية قصيرة الأجل والجزء المتداول من القروض طويلة الأجل وحسابات البنوك الدائنة بفائدة وحسابات السحب على المكشوف، بالإضافة إلى قروض صناديق التتمية وما يماثلها من قروض حكومية أخرى (يتم استبعاد أرصدة القروض الحسنة والتسهيلات والقروض الإسلامية).
الإيرادات غير المشروعة	هي بنود الفوائد المصرفية على أرصدة الحسابات الجارية وتحت الطلب والودائع لأجل، وكذلك الفوائد على سندات التتمية الحكومية وسندات الديون والسندات الربوية والأرباح الناتجة عن بيع أسهم بنوك تقليدية وأسهم شركات التأمين التقليدي والأرباح الموزعة على هذه الأسهم (منح، نقد)، وكذا الأرباح الناتجة عن أنشطة فرعية غير متوافقة (مثل: عوائد إيجارات مقرات للبنوك التقليدية أو دور السينما، ومحلات بيع أشربة الفيديو التي لا تلتزم بالأداب الإسلامية...) وكل إيراد ناتج عن ممارسة نشاط غير متوافق.

المصدر: راجع: مصطفى إبراهيم، «متطلبات إعداد مؤشر شرعي لأسهم الشركات المتداولة في البورصة المصرية ومعوقات إعداده»، مرجع سابق، ص: 48-49.

(1) أمانة الهيئة الشرعية لبنك البلاد، مرجع سابق، ص: 155.

وجاء في قرارات الهيئة الشرعية لبنك البلاد ما يلي⁽¹⁾:

- الضابط 510: «تُعدّ مصطلحات المعاملات المحرّمة التي تشتمل عليها القوائم المالية - كمصطلح التسهيلات البنكية والسندات والعمولات البنكية- دليلاً على اشتغال الشركة على معاملات محرّمة إلا إذا ثبت خلاف ذلك»؛
- الضابط 511: «يحكم على المصطلحات المتردّدة بين التحريم والإباحة التي تشتمل عليها القوائم المالية - كمصطلح النقد في الصندوق أو البنك، والذمم الدائنة، والإيرادات المتنوّعة- من خلال: التحليل بالقرائن والشواهد، والنظر في الإيضاحات المرفقة، ومراسلة الشركات، ونحو ذلك»؛
- الضابط 512: «من صور الاستثمار المحرّم تملك الشركة في شركات محرّمة، أو سندات، أو وحدات صناديق محرّمة، أو أن يكون لها ودائع ربوية، أو إيرادات من تأجير عقارات على شركات نشاطها محرّم»؛
- الضابط 513: «إذا لم يُفصح بالشكل المطلوب عن بعض الإيرادات في القوائم المالية للشركات، فالواجب الاجتهاد في معرفتها ومراعاة جانب الاحتياط لإبراء الذمّة».

2- إشكالية متطلبات إعداد المؤشر الشرعي: يعتمد مُصدّر المؤشر الشرعي بالدرجة الأولى على البيانات المثبتة في القوائم المالية المعتمّدة والمنشورة من قبل الشركات؛ لذلك لا بدّ أن تحتوي هذه القوائم على البنود الآتية مع الإفصاح في الإيضاحات المرفقة عن طبيعة هذه البنود ومكوّناتها الجزئية⁽²⁾:

أ- تحديد طبيعة نشاط الشركة؛

ب- تحديد عدد الأسهم المدفوعة؛

ج- تحديد بند النقدية؛

(1) المرجع السابق، ص: 156.

(2) راجع: مصطفى إبراهيم، «متطلبات إعداد مؤشر شرعي لأسهم الشركات المتداولة في البورصة المصرية ومعوقات إعدادها» مرجع سابق، ص: 50؛ مصطفى إبراهيم، «مؤشر الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي (نقاء)»، مرجع سابق، ص: 5؛ دار المراجعة الشرعية، «الحوكمة في المؤسسات المالية والمصرفية العاملة وفق الشريعة الإسلامية»، في مؤتمر حوكمة الشركات المالية والمصرفية (البنوك، شركات التأمين، شركات الوساطة)، مركز القانون السعودي للتدريب بالتعاون مع هيئة السوق المالية، 17-18 أبريل 2007، ص: 12-13.

د- تحديد بند الديون على الغير؛

هـ- تحديد رصيد المبالغ المستثمرة؛

و- تحديد بند القروض؛

ز- تحديد بند إجمالي الدخل؛

ح- تحديد بند الإيرادات الأخرى.

أ- تحديد واضح لطبيعة نشاط الشركة من واقع السجل التجاري مع الإشارة إلى الأنشطة الفعلية التي مارستها خلال الفترة المحاسبية المُعدَّ عنها القوائم المالية؛ حيث يساعد هذا الإفصاح عن نشاط الشركة معرفة الشركات التي يُسمح أو لا يُسمح بتداول أسهمها بسبب ممارستها لأنشطة متوافقة أو غير متوافقة مع الشريعة الإسلامية؛

ب- تحديد عدد الأسهم المدفوعة، وأي تعديلات عليها (زيادة أو نقص)، وتاريخ التعديل وسببه (أسهم مجانية أو اكتتاب جديد)؛ حيث يساعد هذا الإفصاح على تحديد القيمة الدفترية و/أو متوسط القيمة السوقية للشركة التي قد تُعد الأساس في احتساب نسب المؤشر مثل: نسبة الديون والنقود، استثمار السيولة، نسبة المديونية، كما يساعد على احتساب مبلغ التطهير؛

ج- تحديد واضح لبند النقدية وما في حكمها (حسابات جارية، ودائع قصيرة الأجل بفائدة)؛ حيث يساعد هذا الإفصاح على معرفة نسبة استثمار السيولة؛

د- تحديد واضح لبند الديون على الغير؛ حيث يساعد هذا الإفصاح على احتساب نسبة الديون والنقود؛

هـ- تحديد واضح لرصيد المبالغ المستثمرة (أسهم، سندات، حسابات لأجل، حسابات استثمارية إسلامية، صناديق استثمار...); حيث يساعد ذلك على احتساب نسبة استثمار السيولة؛

و- تحديد بند القروض (تقليدي، إسلامي، قرض حسن)؛ حيث يساعد هذا الإفصاح على احتساب نسبة المديونية؛

ز- تحديد بند إجمالي الدخل من العمليات الرئيسية (المبيعات، رقم الأعمال)؛

حيث يساعد الإفصاح عن هذا البند في احتساب نسبة العائد غير المشروع؛

ح- تحديد بند الإيرادات الأخرى (الاستثمار في الأسهم، السندات، الودائع، بيع

أصول، متاجرة في عملات...); حيث يساعد الإفصاح عن هذا البند في احتساب

نسبة العائد غير المشروع؛ ومن ثمّ مبلغ التطهير الواجب على كل سهم.

3- إشكالية معوقات إعداد المؤشر الشرعي: تشير الدراسات⁽¹⁾ حول إعداد مؤشر

شرعي لأسهم الشركات المتداولة؛ وما يتطلّب ذلك من جمع وتحليل القوائم المالية

المعتمّدة والمنشورة لهذه الشركات؛ إلى معوقات إعداد هذا المؤشر في ضوء مستوى

العرض والإفصاح الحالي.

ورغم تأكيد الشركات محلّ الدراسة على التزامها بمعايير المحاسبة والتدقيق التي يفرضها

قانون الشركات والمعايير الصادرة عن جمعية المحاسبين والمدققين المحلية والدولية؛ إلا

أنه تبين تعدّد طرق عرض هذه القوائم واستخدام مصطلحات متعدّدة تحمل معنىً

واحداً، ودمج بعض البنود غير المتشابهة مع عدم الإفصاح عن مفرداتها، وذكر بعض

البنود دون إيضاح مفرداتها، وشحّ في العرض والإفصاح للبنود التي تشكّل القاعدة

الأساسية لإعداد المؤشر الشرعي مثل بنود: (النقد، الاستثمارات، القروض، الإيرادات).

لقد توصلت دراسة عيّنة مكوّنة من 80 قائمة مالية معتمّدة ومنشورة إلى الإشكالات

والاقتراحات التالية⁽²⁾:

أ- تعدّد أسماء البنود رغم كون المعنى واحد؛

ب- دمج بعض البنود مع شحّ الإفصاح؛

ج- إجراء المقاصة بين بعض البنود رغم أهمية عرض البنود دون هذه المقاصة؛

د- تناقض مدلول بعض البنود مع الأسماء التي وردت بها؛

هـ- ذكر المعيار المحاسبي مع عدم الالتزام بمقتضاه.

(1) راجع: مصطفى إبراهيم، «متطلبات إعداد مؤشر شرعي لأسهم الشركات المتداولة في البورصة المصرية ومعوقات إعدادها» مرجع سابق، ص: 50-51؛ دار المراجعة الشرعية، مرجع سابق، ص: 13-15.

(2) راجع: مصطفى إبراهيم، «متطلبات إعداد مؤشر شرعي لأسهم الشركات المتداولة في البورصة المصرية ومعوقات إعدادها» مرجع سابق، ص: 50-51.

أ- تعدد أسماء البنود رغم كون المعنى واحد: أظهرت الدراسة ورود بند النقد وما في حكمه بعدد (11 اسماً) رغم كون المعنى واحداً.

لذلك يُقترح توحيد اسم البند ليكون (نقدية بالصندوق ولدى البنوك)؛ مع الإشارة في الإيضاحات المرفقة إلى تفصيلات هذا البند .

ويتطلب إعداد المؤشر الشرعي الإفصاح عن تفصيلات هذا البند، مثل: ذكر مقدار حسابات الودائع لأجل والودائع التي يتم ربطها بغرض الحصول على فوائد ربوية من هذا البند .

ويُقترح ذكر تفصيلات هذا البند في الإيضاحات المرفقة على النحو التالي:

- نقدية بالصندوق وحسابات جارية لدى البنوك دون عائد؛
- ودائع تحت الطلب، بفائدة... سنوياً؛
- ودائع قصيرة الأجل، بفائدة... سنوياً؛
- ودائع إسلامية.

ب- دمج بعض البنود مع شح الإفصاح: أظهرت الدراسة في كثير من الحالات جمع بنود ليست من طبيعة واحدة في بند واحد؛ دون بيان مقدار كل مفردة من مفردات هذا البند في الإيضاحات المرفقة، ومن أمثلة ذلك:

- نقد وودائع لأجل؛

- أرصدة لدى البنوك ونقد بالصندوق؛

- استثمارات في سندات تنمية وسندات إسلامية.

ويتطلب إعداد المؤشر الشرعي فصل هذه البنود؛ حتى يتمكن معدّ المؤشر من تصنيف البنود بشكل عادل حسب توافقها أو عدم توافقها مع المتطلبات الشرعية.

ج- إجراء المقاصة بين بعض البنود رغم أهمية عرض البنود دون هذه المقاصة: لقد اعتاد كثير من الشركات على إجراء مقاصة بين بندين من طبيعة مختلفة والاكتفاء بذكر الصافي فقط بعد هذه المقاصة؛ في حين أن الشفافية تتطلب الإفصاح عن

كلا البندين دون إجراء هذه المقاصة؛ ومن أمثلة ذلك:

- إيرادات ومصاريف أخرى - صايف؛

- عمولات مالية - صايف.

ويتطلب إعداد المؤشر الشرعي ما يلي:

- معرفة قيمة الإيرادات الأخرى ومفرداتها، وقيمة المصاريف الأخرى ومفرداتها؛ دون

إجراء هذه المقاصة، وكذا العمولات المالية المقبوضة والمدفوعة لتحري البنود التي

تُصنّف كمكاسب مشروعة أو غير مشروعة، والمدفوعات المشروعة أو غير المشروعة؛

حيث يُسهم ذلك في احتساب مقدار التطهير المقرر عن كل سهم بشكل سليم؛

- معرفة قيمة مفردات الإيرادات الأخرى (مثل: قيمة الفوائد الربوية المحققة على

أرصدة الودائع لأجل أو الودائع تحت الطلب، والفوائد والعمولات المقبوضة على

أرصدة الحسابات الجارية)؛

- الإفصاح عن قيمة فوائد الأذونات والسندات الحكومية والسندات الربوية التي

تُصنّف تحت الإيرادات الأخرى دون إيضاح؛

- بيان قيمة الإيرادات المحققة من الاستثمار في أسهم بنوك تقليدية أو شركات

تأمين تقليدي أو أسهم شركات لا يتوافق نشاطها مع الضوابط الشرعية.

د- تناقض مدلول بعض البنود مع الأسماء التي وردت بها؛ ومن أمثلة ذلك:

- قروض قصيرة الأجل: وبلاستفسار من الشركة عن هذا البند اتضح أنه تمويل

إسلامي بالمرابحة والتورق؛

- بنوك دائنة: اتضح أنها ليست قرضاً ربوياً وليست جاري المدين؛

- نقد وودائع لأجل: اتضح أن الودائع تنفذ بطريقة إسلامية.

وقد يحتج مدقق الحسابات بالتزامه بالمصطلحات المتعارف عليها محلياً ودولياً، وأن

المصطلحات الإسلامية ليست من بين تلك القوالب؛ لكن المطلوب منه الإفصاح في

الإيضاحات عن حقيقة هذه البنود وإظهار طبيعتها الشرعية.

هـ- ذكر المعيار المحاسبي مع عدم الالتزام بمقتضاه: مثال ذلك: ذكر المقصود بالاستثمارات في أوراق مالية؛ دون تفصيل هذه الاستثمارات في الإيضاحات المرفقة. ومن أمثلة ذلك: الإيضاحات الخاصة ببند الاستثمارات؛ حيث يرد تحتها النص التالي: «تُصنّف الاستثمارات في الأوراق المالية وفقاً لنية الشركة بالاحتفاظ بهذه الاستثمارات، تُقيّم الاستثمارات المالية للتّجار بالقيمة العادلة لها، وتظهر المكاسب والخسائر غير المحقّقة ضمن قائمة الدخل الأولية، وتقييم الاستثمارات في أوراق مالية المتاحة للبيع بالقيمة العادلة لها، وتظهر المكاسب والخسائر غير المحقّقة ضمن حقوق المساهمين...». إلا أن الإيضاحات لم تُفصح عن أنواع هذه الأوراق المالية (أسهم أو سندات)، ولم توضح أسماء الشركات المستثمر فيها وأنشطتها وحصّة الشركة، وكل ذلك على قدر كبير من الأهمية في إعداد المؤشر الشرعي.



نتائج واقتراحات

لقد تبين لنا من خلال هذه الورقة البحثية ما يلي:

- تفاوت في الممارسات المتبعة في فرز الأسهم المتوافقة مع الشريعة؛ الأمر الذي أدى إلى ظهور إشكالات ملحوظة على مستوى الفرز المالي الشرعي:

إشكالات الفرز المالي (الكمي)		
إعداد مؤشر أسهم شرعي	التحليل المالي الشرعي	نسب الفرز المالي الشرعي
• عدم إعداد القوائم المالية للشركات بطريقة تلبّي متطلبات إعداد المؤشر المتوافق مع الشريعة	• قصور في مصداقية معايير الفرز المالي وعدم تطابقها وعدم ثباتها في الممارسة العملية	• اختلاف طبيعة المستويات المقبولة للنسب المالية المستخدمة (الديون، السيولة، الاستثمار، الإيراد)
• عدم الإفصاح في الإيضاحات المرفقة عن طبيعة البنود الرئيسية للمؤشر الشرعي ومكوناتها الجزئية	• ارتباط مستويات الفرز بمؤشرات اجتهادية، وهي قابلة لإعادة النظر حسباً للظروف	• تفاوت النسب المالية المقبولة لحجم التمويل والاستثمار والإيراد غير المتوافق (معايير فرز مرنة وأخرى صارمة)
• معوقات إعداد مؤشر الأسهم الشرعي في ضوء مستوى العرض والإفصاح الحالي (استخدام مصطلحات متعددة، دمج بعض البنود...)	• تأثر قياس التوافق المالي الشرعي بحسب طبيعة مقام النسبة (إجمالي الأصول، متوسط القيمة السوقية)	• عدم ملاءمة النسب المالية المستخدمة في عملية الفرز المالي مع نشاط المؤسسات الاستثمارية الإسلامية

بناء على ما سبق؛ فإن الإشكالات القائمة تقتضي وضع حلول مقبولة لها من الناحية النظرية والعملية وفقاً لتطور أسواق الأسهم المتوافقة مع الشريعة؛ وذلك على النحو التالي:

- مراجعة المعايير المستخدمة في عملية الفرز المالي الشرعي للأسهم المتوافقة مع الشريعة على نحو مستمر وتدرجي؛ بهدف تجنب تكوين صورة ذهنية خاطئة لدى المتعاملين مفادها أن بعض الأنشطة غير المتوافقة مع الشريعة مباحة كقاعدة عامة وليس استثناءً؛
- تخفيض مستويات التسامح في معايير الفرز المالي لدى الدول الإسلامية؛ في ظلّ توافر التمويل الإسلامي فيها؛
- تطوير عملية التحليل المالي الشرعي؛ بحيث يُراعى فيها ما يلي:

- اختيار المقام يكون على أساس الغرض من النسبة المستخدمة؛ بدلاً من تطبيق مقام موحد لجميع النسب المالية؛
- استخدام مقام القيمة السوقية لقياس نسبة السيولة؛
- استخدام مقام إجمالي الأصول لقياس نسبة الديون؛
- استخدام معدل الرفع المالي بجعل حقوق المساهمين كمقام لقياس مستوى الديون (المديونية الربوية/ حقوق المساهمين)؛
- استخدام مقام «مجموع الأصول/ القيمة السوقية» (أيهما أقل) في أسواق الأسهم غير الكفوءة؛
- استخدام نسبة المصاريف غير المشروعة إلى إجمالي المصاريف؛
- استخدام نسبة النقدية والذمم المدينة بديلاً لنسبة الإيراد غير المشروع؛
- لا تتعارض نسبة الإقراض الربوي مع نسبة الإيرادات غير المشروعة؛
- لا تتعارض نسبة الاقتراض الربوي مع نسبة المصاريف غير المشروعة؛

النسبة	مستوى الاقتراض بفائدة	مستوى المصاريف غير المشروع	مستوى السيولة النقدية	مستوى الإقراض بفائدة	مستوى الإيراد غير المشروع
اقتراح 1	الديون الربوية / مجموع الأصول	المصاريف غير المشروعة / مجموع المصاريف	النقود والذمم المدينة / القيمة السوقية	الاستثمارات الربوية / القيمة السوقية	الإيرادات غير المشروعة / مجموع الإيرادات
اقتراح 2	الديون / حقوق المساهمين	ترتبط مع نسبة الاقتراض بفائدة	إمكانية إلغاء النسبة (← قاعدة التبعية)	الاستثمارات الربوية / الأصول أو القيمة السوقية (أيهما أقل)	ترتبط مع نسبة الإقراض بفائدة

- ضرورة وضع سلطة شرعية عليا على المستوى المحلي لمعالجة التناقض الحاصل في نتائج الفرز المالي الشرعي، وتجنب الضغوط على الهيئات الشرعية الخاصة بالمؤسسات الاستثمارية الإسلامية؛
- ضرورة تفعيل دور مجمع الفقه الإسلامي الدولي بصفته سلطة شرعية عالمية موثوق بها يمكنها أن تضع معايير الفرز المالي الشرعي العالمي؛ بحيث يمكن استخدام معايير فرز عادلة يتحقق فيها التوازن بين المناطق الجغرافية المختلفة، والهيكل المالية للصناعات المتنوعة، والفترات الزمنية المرتبطة بدورات أسواق الأسهم.

ملخص
الفصل الثاني

لا شكّ في أن ظاهرة الاستثمار والمتاجرة في أسهم الشركات المختلطة هي واحدة من أهم القضايا المعاصرة التي أثارت اهتمام شريحة واسعة من الأفراد الذين طرحوا حولها تساؤلات فقهية ومالية عديدة.

ولقد اجتهد الباحثون في مجال الفقه والتمويل الإسلامي في وضع حلول لهذه التساؤلات؛ من خلال الفرز المالي للأسهم؛ حتى يكون الاستثمار متوافقاً مع الشريعة.

ومع ذلك؛ لا تزال هناك العديد من الإشكالات الشرعية والمالية المتعلقة بالفرز المالي؛ الأمر الذي يجعل من الممارسات المتبعة في هذا المجال تخضع للتحسين المستمر.

وتأتي هذه الدراسة لتقديم جانب مهم من جوانب التجديد في القطاع المالي وهو سوق الأسهم الإسلامية؛ في إطار مشروع بحث مسحي كبير يتعلّق بالفرز الشرعي للأسهم، ويغطّي في أجزائه الأخرى الموضوعات التي لم تتمّ تغطيتها من قبل هذه الورقة البحثية وهي الفرز القطاعي والتطهير المالي.

الكلمات المفتاحية: سوق الأسهم الإسلامية، الأسهم المتوافقة مع الشريعة، الفرز الشرعي للأسهم، الفرز المالي، الفرز الكمي، مالية الشركة.



Abstract:

Financial Screening of Sharī'ah-Compliant Stocks: Problematics & Solutions

There is no doubt that the phenomenon of investment and trading in the shares of mixed companies is one of the most important contemporary issues which aroused the attention of a large segment of individuals who put about it many fiqh and financial questions.

Researchers have worked hard in the field of fiqh and Islamic finance in developing solutions to these questions; through financial screening; in order to be Sharī'ah-compliant investment.

However, there are still many problematics related to quantitative screening; which make the practices in this area are subject to continuous improvement.

This study is to present an important aspect of renewal financial sector, which is the Islamic equity market; in the framework of a big survey research project, related to the Sharī'ah stock screening, it covers in the other parts topics that are not covered by the current paper which are sector screening and purification processes.

Keywords: Islamic Equity Market, Sharī'ah-Compliant Stocks, Sharī'ah Stock Screening, Financial Screening, Quantitative Screening, Company's Finances.



مصادر ومراجع الفصل الثاني

- 1- إبراهيم علي أحمد الشال الطنجي، «الضوابط والمعايير الحاكمة لشركات المختلطة في ضوء الشريعة الإسلامية»، في مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون بجامعة الإمارات العربية المتحدة وغرفة تجارة وصناعة دبي، 16 - 18 صفر 1428هـ الموافق 6 - 8 مارس 2006م.
- 2- أحمد عبد العليم أبو عليو (محرّر)، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة التعاون الإسلامي، الأمانة العامة للأوقاف، الشارقة، ط1، 2011.
- 3- أسامة علي الفقير الربابعة، «المعايير الشرعية للمؤشرات الإسلامية: دراسة وتحليل»، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، جامعة آل البيت، عمّان، 2009.
- 4- أشرف محمد دوابة، «الاستثمار والمضاربة في أسهم البنوك والشركات التقليدية: رؤية إسلامية»، في مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 مايو - 3 يونيو 2009.
- 5- أشرف وجدي دسوقي (محرّر)، النظام المالي الإسلامي: المبادئ والممارسات، ترجمة: كرسي سابع لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 1435هـ.
- 6- الاقتصادية الإلكترونية، «محلّون: توافق المعاملات المالية للشركات مع الشريعة الإسلامية ميزة وليس عبئاً»، الاقتصادية الإلكترونية، 2008/05/31، ع5346، في الموقع الإلكتروني:
http://www.aleqt.com/2008/05/31/article.143156_html
- 7- أمانة الهيئة الشرعية لبنك البلاد، الضوابط المستخلصة من قرارات الهيئة الشرعية لبنك البلاد، دار الميمان، الرياض، ط1، 2013.
- 8- دار المراجعة الشرعية، «الحوكمة في المؤسسات المالية والمصرفية العاملة وفق

الشريعة الإسلامية»، في مؤتمر حوكمة الشركات المالية والمصرفية (البنوك، شركات التأمين، شركات الوساطة)، مركز القانون السعودي للتدريب بالتعاون مع هيئة السوق المالية، 17-18 ابريل 2007.

9- رانية زيدان العلاونة، مؤشرات أسعار الأسهم الإسلامية في الأسواق العالمية: تقييم شرعي اقتصادي، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة اليرموك، 2010.

10- سامر مظهر قنطقجي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دار شعاع، حلب، 2010.

11- شركة المشورة والراية للاستشارات المالية الإسلامية، «رؤية تحليلية حول معايير التوافق الشرعية التي تسمح بتداول الأسهم»، التقرير الدوري الأول، الكويت، 2011، في الموقع الإلكتروني:

<http://www.mandr.com.kw/index.php/ar/research/periodicreports/pr-1-2011/>

12- عادل عوض بابكر، «استكمال موضوع الصكوك الإسلامية: دراسة مقارنة للجوانب القانونية والعملية والفقهية»، في الدورة الحادية والعشرون لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 15-19 محرم 1435هـ الموافق 18-22 نوفمبر 2013.

13- عبد الباري مشعل، «حكم تأجيل الأجرة في إجارة الموصوف في الذمة، حكم تداول صكوك إجارة الموصوف في الذمة قبل تعيين محل العقد، معايير التبعية وحالاتها، معايير الغلبة وحالاتها»، في الدورة الحادية والعشرون لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 15-19 محرم 1435هـ الموافق 18-22 نوفمبر 2013.

14- عبد الستار أبو غدة وعز الدين خوجة (محرر)، فتاوى الهيئة الشرعية للبركة: فتاوى الهيئة الشرعية الموحدّة لقطاع الأموال بمجموعة دلة البركة (مضموماً إليها فتاوى هيئة الرقابة الشرعية لشركتي التوفيق والأمين سابقاً)، مجموعة دلة البركة، قطاع الأعمال، شركة البركة للاستثمار والتنمية، ط2، 2003.

15- عبد الستار أبو غدة وعز الدين محمد خوجة (محرر)، قرارات وتوصيات ندوات

البركة للاقتصاد الإسلامي (1403-1422هـ/1981-2001م)، مجموعة دلة البركة، الأمانة العامة للهيئة الشرعية، جدة، ط6، 2001.

16- عبد العظيم أبو زيد ومعبد علي الجارحي، «القضايا المتبقية من الناحيتين الفقهية والاقتصادية»، في الدورة الحادية والعشرون لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 15-19 محرم 1435هـ الموافق 18-22 نوفمبر 2013.

17- عبد العظيم أبو زيد، «قراءة فقهية نقدية للمعايير الشرعية في المختلط حلالاً وحراماً»، في مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 مايو-3 يونيو 2009.

18- عبد الله بن محمد العمراني، الاستثمار والمتاجرة في أسهم الشركات المختلطة: مراجعة فقهية ومقترحات للبحث المستقبلي، دار كنوز إشبيليا، الرياض، ط1، 2006.

19- علي القره داغي، فتاوى هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لبنك دبي الإسلامي، مج2، دار البشائر الإسلامية، بيروت، 2005.

20- علي محيي الدين القره داغي، «أثر الديون ونقود الشركة أو المحفظة على تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية: المشكلة والحلول، دراسة فقهية اقتصادية»، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، ط1، 2003.

21- العياشي فداد، «استكمال الصكوك الإسلامية»، في الدورة الحادية والعشرون لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 15-19 محرم 1435هـ الموافق 18-22 نوفمبر 2013.

22- فهد بن عبد الرحمن اليحي، «المضاربة على الأسهم قبل بدء الشركة في نشاطها»، في مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون بجامعة الإمارات العربية المتحدة وغرفة تجارة وصناعة دبي، 16 - 18 صفر 1428هـ الموافق 6 - 8 مارس 2006م.

23- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، الاكتتاب والمتاجرة بالأسهم: مع بيان

حكم تداول أسهم الشركات المشتملة على نقود أو ديون، دار كنوز إشبيليا، الرياض، ط1، 2006.

24- المجمع الفقهي الإسلامي، قرارات المجمع الفقهي الإسلامي بمكة المكرمة: الدورات من الأولى إلى السابعة عشرة، القرارات من الأول إلى الثاني بعد المائة 1398-1424هـ/1977-2004م، رابطة العالم الإسلامي، مكة المكرمة، ط2، د. ت.

25- المجموعة الشرعية بمصرف الراجحي، قرارات الهيئة الشرعية بمصرف الراجحي، ج 1 و 2، دار كنوز إشبيليا، الرياض، ط1، 2010.

26- محمد القري، «القول في اعتبار نسبة 5 % من الفوائد المقبوضة للشركة معياراً مقبولاً من الناحية الشرعية»، 2002، في الموقع الإلكتروني:

<http://www.elgari.com>

27- محمد عبد الحليم عمر، «بعض قضايا الصكوك الإسلامية حول الإجارة الموصوفة في الذمة والتبعية والغلبة»، في الدورة الحادية والعشرون لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 15-19 محرم 1435هـ الموافق 22-18 نوفمبر 2013.

28- مصطفى إبراهيم، «متطلبات إعداد مؤشر شرعي لأسهم الشركات المتداولة في البورصة المصرية ومعوقات إعداده»، مجلة التمويل الإسلامي، الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، ع1، 2012.

29- مصطفى إبراهيم، «مؤشر الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي (نقاء)»، الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، 2013.

30- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المنامة، 2010.

31- Abdelbari El Khamlichi, **Éthique et performance: le cas des indices boursiers et des fonds d'investissement en finance islamique**, Thèse De Doctorat, Université d'Auvergne, 2012.

32- Biswadeep Sengupta, "Sharia Stock Screening: A Fund Manager's

Conundrum”, Cognizant 20-20 Insights, January 2012.

33- Catherine Soke Fun Ho et al, “**Comparison of Quantitative Shariah-Compliant Screening Methods**”, ISRA International Journal of Islamic Finance, Vol. 3, , No. 2, 2011.

34- Catherine Soke Fun Ho et al, “**Syariah accounting and compliant screening practices**”, Qualitative Research in Financial Markets, Vol. 4, No. 2/3, 2012.

35- Dow Jones Official Website; See <http://www.djindexes.com/>

36- FTSE Official Website; See <http://www.ftse.com/>

37- Kabir Hassan & Michael Mahlke, **Islamic Capital Markets: Products and Strategies**, Chichester, West Sussex, Wiley, U.K , 2011.

38- M. H. Khatkhatay & Shariq Nisar, “**Shariah Compliant Equity Investments: An Assessment of Current Screening Norms**”, Islamic Economic Studies, Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, Vol. 15, No. 1, July 2007.

39- Mahmoud A. El-Gamal, **Islamic Finance: Law, Economics and Practice**, Cambridge University Press, New York, 2006.

40- Mohammad Obaidullah, “**Some Issues In Shari’ah Compliance and Regulation of Islamic Funds**”, J.KAU: Islamic Econ., Vol. 22, No. 1, 2009.

41- Mondher bellalah et al, “**Syariah Compliant Screening Practices**”, Thema Working Paper, No. ,2013-16 Université de Cergy Pontoise, France, 2013.

42- Morgan Stanley Capital International (MSCI) Official website; See <http://www.msci.com/>

43- Nizam Yaquby, “**Trading In Equities: A Sharia Perspective**”, Proceedings

of the Fourth Harvard University Forum on Islamic Finance: Islamic Finance: The Task Ahead Cambridge, Massachusetts, Center for Middle Eastern Studies, Harvard University, 2000.

44- Saeed Salem Binmahfouz, **Investment Characteristics of Islamic Investment Portfolios: Evidence from Saudi Mutual Funds and Global Indices**, Doctoral thesis, Durham University, 2012.

45- Securities Commission Malaysia, “Frequently-Asked Questions On Revised Shariah Screening Methodology”, 2013, Website: <http://www.sc.com.my/frequently-asked-questions-on-revised-shariah-screening-methodology/>

46- Shehab Marzban & Mehmet Asutay, “**The Impact of Asset-based versus Market Capitalization-based Shari’ah Screening on US and Japanese Equities: An Empirical Analysis**”, Asian and African Area Studies, 11 (2), 2012.

47- Standard and Poor’s (S&P) Official Website; See <http://www.standardandpoors.com/>

48- Ulrich Derigs & Shehab Marzban, “**New strategies and a new paradigm for Shariah-compliant portfolio optimization**”, Journal of Banking & Finance, Vol. 33, No. 6, 1 January 2009.

49- Ulrich Derigs & Shehab Marzban, “**Review and analysis of current Shariah-compliant equity screening practices**”, International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management, Vol. 1 No. 4, 2008.

50- Website: <http://ar.idealratings.com/>



الفصل الثالث

التطهير المالي

للأسهم المتوافقة مع الشريعة:

إشكالات وحلول

تقوم الهيئات الشرعية للمؤسسات الاستثمارية الإسلامية (شركات، بنوك، صناديق)، والهيئات الشرعية لمؤشرات الأسهم الإسلامية في أسواق المال العالمية باعتماد معايير للتطهير المالي *Purification Criteria* (1) يُطلق عليها معايير التخلّص *Cleansing*؛ كآلية لتنقية الإيرادات الناتجة من العمليات غير المشروعة -إن وُجدت- للأسهم المتوافقة مع الشريعة بناءً على نتائج الفرز القطاعي (النوعي) والفرز المالي (الكمي)؛ حيث تتم عملية تطهير الإيرادات المكتسبة من الفائدة الربوية والأنشطة غير المتوافقة؛ ومن ثم توجيه العوائد المستبعدة نتيجة لعملية التطهير إلى الأعمال الخيرية.

وإذا كان بعض الباحثين يرون بأنه يمكن تجنب مرحلة الفرز الشرعي، والاكتفاء بمرحلة التطهير فقط (2)؛ فإن آخرين يرون بأن المشروعية الكاملة للمؤسسات الاستثمارية الإسلامية تتوقف على التنقية؛ حيث يشتمل برنامج الاستثمار في الأسهم المتوافقة مع الشريعة على مرحلتين متكاملتين هما: مرحلة اختيار الشركات (الفرز) ومرحلة التنقية (التطهير) (3). هذه الأخيرة تميّز المؤسسات الاستثمارية الإسلامية عن المؤسسات الاستثمارية الأخلاقية *SRI* (4) التقليدية التي لا تتطلب مثل هذا التطهير (5).

تهدف هذه الورقة البحثية إلى معالجة المحاور التالية:

- أولاً: الإشكالات والحلول المرتبطة بقياس التطهير المالي؛
- ثانياً: الإشكالات والحلول المرتبطة بمنهجية التطهير المالي؛
- ثالثاً: الإشكالات والحلول المرتبطة بآليات التطهير المالي.

وينتهي البحث بعرض أهم النتائج والاقتراحات.

(1) تجدر الإشارة إلى أن عبارة "التطهير المالي" قد ترتبط بمجال يختلف عن سوق الأسهم؛ وهو عملية القضاء على العجز المالي للمؤسسات العمومية (التخلص من جميع ديونها المتعثرة)؛ باعتبارها سياسة تعتمدها الدولة لإعادة التوازن المالي لهذه المؤسسات بغرض إعانتها حتى تتمكن من مواصلة نشاطها في أحسن الظروف.

(2) أشرف وجدي دسوقي (محرر)، النظام المالي الإسلامي: المبادئ والممارسات، ترجمة: كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 1435هـ، ص: 544.

(3) See: Mohamed Ali Elgari, "Purification of Islamic Equity Funds: Methodology and Shari'ah Foundation", *Proceedings of the Fourth Harvard University Forum on Islamic Finance; Islamic Finance: The Task Ahead*, Cambridge, Massachusetts, Center for Middle Eastern Studies, Harvard University, 2000, pp.77-80.

(4) SRI: *Socially Responsible Investing*.

(5) Saeed Salem Binmahfouz, *Investment Characteristics of Islamic Investment Portfolios: Evidence from Saudi Mutual Funds and Global Indices*, Doctoral thesis, Durham University, 2012, p. 82.

أولاً: الإشكالات والحلول المرتبطة بقياس التطهير المالي

توجد بعض التساؤلات العالقة حول إمكانية تحديد مقدار العائد الناتج عن الاستثمارات غير المشروعة على نحوٍ دقيق؛ لأن المؤسسات الاستثمارية الإسلامية تستثمر جزءاً من أموالها في شركات تابعة أو في صناديق استثمارية في الأسهم والسندات، وقد تكون تلك الأسهم لشركات متوافقة أو غير متوافقة مع الشريعة، ثم تقوم هذه الشركات كذلك بالاستثمار في شركات وصناديق استثمارية أخرى، وهكذا تمتد السلسلة إلى ما لا نهاية، ويصبح تحديد العنصر غير المشروع في هذه السلسلة من الشركات والصناديق أشبه بالمستحيل.

إن قياس الإيرادات الناتجة من العناصر غير المشروعة⁽¹⁾ للأسهم المتوافقة مع متطلبات التداول الشرعية يواجه عدة إشكالات؛ من أهمها:

1- إشكالية احتساب التطهير المالي على أساس الفوائد الربوية فقط؛

2- إشكالية احتساب التطهير المالي على أساس الإيرادات غير المشروعة؛

3- إشكالية احتساب التطهير المالي على أساس تقديري.

1- إشكالية احتساب التطهير المالي على أساس الفوائد الربوية فقط: تباينت الاجتهادات التطبيقية في إشكالية التخلص من منفعة القروض الربوية في حال اقتراض الشركة بفائدة ربوية، وكيفية احتساب العائد المتولد من هذا النشاط غير المتوافق مع الشريعة؛ وذلك على النحو التالي:

أ- اتجاه يركز على المقارنة بين معدل الفائدة المدفوع ومعدل العائد المتحقق؛

ب- اتجاه يستبعد منفعة المال المقترض بالنظر إلى صافي الربح؛

ج- اتجاه يؤكد أن حالة الاقتراض الربوي لا تتطلب عملية التطهير؛

(1) يُقصد بالإيرادات غير المشروعة: الفوائد المقبوضة على أرصدة الحسابات المصرفية، والفوائد على سندات التتمية الحكومية وسندات الديون الربوية، والأرباح الناتجة عن بيع أسهم بنوك تقليدية وأسهم شركات تأمين تقليدية، والأرباح الموزعة على هذه الأسهم (نقدية، مجانية)، والأرباح الناتجة عن أنشطة فرعية غير مشروعة، مثل: إيرادات من تأجير عقارات لشركات نشاطها غير مشروع...

د- اتجاه يركز على استخدام طريقة تحليل الهيكل التمويلي.

أ- الاتجاه الأول: يرى أصحاب هذا الاتجاه وجوب التخلص من منفعة الاقتراض الربوي العائدة على السهم من خلال إجراء المقارنة بين معدّل الفائدة المدفوعة من الشركة عن القروض، ومعدّل العائد الربحي المتحقّق فعلاً في الشركة المقترضة؛ حيث تؤدي نتيجة المقارنة إلى أحد الاحتمالات الثلاثة التالية: (1)

- الاحتمال الأول: مساواة معدّل الفائدة المدفوع مع معدّل العائد المتحقّق، وفي هذه الحالة يكون ما حقّقه الشركة من عوائد نتيجة الاقتراض قد خرج من ملكها بدفعه بالكامل إلى المؤسسات المقرضة؛ ومن ثمّ يكون ما لدى الشركة من أموال قد تخلّص من الشوائب وأصبح طاهراً؛

- الاحتمال الثاني: زيادة معدّل الفائدة المدفوع عن معدّل العائد المتحقّق، وذلك بأن يكون معدّل الفائدة على القرض 10 % مثلاً؛ في حين يكون معدّل العائد المتحقّق فعلاً 7 % مثلاً، وبذلك تكون الشركة قد أخرجت من أموالها 3 % زيادة عن معدّل العائد المتحقّق؛ ومن ثمّ فإنّ الشركة ليست في حاجة إلى التطهير؛ لأنّ التطهير إنما يكون إذا بقي جزء من الربح غير المشروع بعد خصم مقدار الفائدة؛

- الاحتمال الثالث: انخفاض معدّل الفائدة المدفوع عن معدّل العائد المتحقّق، وذلك بأن يكون معدّل الفائدة على القرض 10 % مثلاً؛ في حين يكون معدّل العائد المتحقّق فعلاً 15 % مثلاً، ففي هذه الحالة يكون الفرق بين المعدّلين 5 % كسباً غير مشروع، وعلى مالك السهم تطهير أمواله من هذا الجزء.

ولكي يتمّ احتساب مبلغ التطهير يمكن اتّباع الخطوات التالية:

- حساب الفرق بين قيمة (وليس نسبة) العائد المتحقّق فعلاً في الشركة المقترضة والفائدة المدفوعة من الشركة عن القروض؛

(1) راجع: موسى عبد العزيز شحادة وعلي محمد أبو العز، «معالجة الإيرادات المحرّمة الناشئة عن المساهمة في الشركات المختلطة»، في بحوث ندوة البركة الثانية والثلاثين للاقتصاد الإسلامي، جدة، 10-11 أغسطس 2011، ص: 97؛ عصام أبو النصر، «الحكم الشرعي في تملك الأسهم وكيفية تطهير أسهم الشركات التي اختلط فيها الحلال بالحرام»، في مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون بجامعة الإمارات العربية المتحدة وغرفة تجارة وصناعة دبي، 16 - 18 صفر 1428هـ الموافق 6 - 8 مارس 2006م، ص: 22.

- حساب نصيب كل سهم من نتيجة الخطوة السابقة بقسمة النتيجة على عدد الأسهم؛
- حساب نصيب كل مساهم من القدر الواجب إخراجهُ وهو محصلة ضرب نصيب السهم في عدد الأسهم المملوكة له؛
- التخلُّص من كامل هذا المبلغ.

ويمكن تلخيص الحالات الثلاث السابقة في الجدول التالي:

جدول 1: إمكانية التطهير في حالة قيام الشركة بالاقتراض الربوي

(المقارنة بين معدل الفائدة والربح)

3		2		1		قائمة الدخل
الربح المتحقَّق	الفائدة المدفوعة	الربح المتحقَّق	الفائدة المدفوعة	الربح المتحقَّق	الفائدة المدفوعة	
15 %	10 %	7 %	10 %	10 %	10 %	النسبة
+ 5 %: الفرق هو كسب غير مشروع		- 3 %: تُخرج الشركة من أموالها ما يزيد عن الربح المتحقَّق		0 %: تُخرج الشركة من أموالها بقدر ما تحقَّق لها من الربح		الفرق
نعم		لا		لا		التطهير

لقد تعرَّض هذا الاتجاه إلى الانتقادات التالية⁽¹⁾:

- قد يكون من الصَّعب تحديد الربح الناتج عن الاقتراض الربوي؛ حيث يظهر بوضوح الاقتراض الربوي في الميزانية، لكن قد لا يظهر بوضوح مقدار الربح الناتج عن الاقتراض الربوي؛
- إن حالة اقتراض الشركة بفائدة لا يلزم فيها التطهير؛ لأن الشركة دفعت الفائدة ولم تأخذها، ولم يدخل المقدار غير المشروع إلى إيرادات الشركة، وما استلمته من مبلغ القرض هو مباح أصلاً؛
- إن الاستفادة من الفائدة الربوية في هذه الحالة هو المقرض لا المقترض؛ فلا يوجد

(1) راجع: عبد الله بن محمد العمراني، الاستثمار والمتاجرة في أسهم الشركات المختلطة: مراجعة فقهية ومقترحات للبحث المستقبلي، دار كنوز إشبيلية، الرياض، ط1، 2006، ص: 61؛ خالد بن عبد الله المزني، «قاعدة التطهير المالي في مجال الأسهم»، في ندوة التخلُّص والتطهير في الأسهم والوحدات الاستثمارية، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل بالتعاون مع موقع الفقه الإسلامي، 2009/6/9، ص: 21-22.

مبّرر للمقترض بالتخلّص من شيء لم يقبضه؛

- يسمح هذا الاتجاه بالمقاصّة بين مال غير مشروع (الفائدة الربوية) ومال غير مشروع آخر (الربح المتحقّق)؛ حيث إن المال غير المشروع يجب التخلّص منه، ولا يجوز صرفه فيما يعود على مالك الأسهم بالنفع، حتى وإن كان سداداً لفائدة ربوية؛ ففي الحالة الثالثة من الاحتمالات السابقة ينبغي على مالك الأسهم التخلّص من الربح المتحقّق كاملاً.

ب- الاتجاه الثاني: يرى أصحاب هذا الاتجاه أنه يجب التخلّص من الربح العائد على السهم من القروض الربوية، ويتمّ استبعاد منفعة المال المقترض بالنظر إلى صافي الربح؛ وفقاً للطريقة التالية⁽¹⁾:

إذا افترضنا أن رأس مال الشركة 1.000.000 ريال، وتسلّمت قرضاً من بنك تقليدي قيمته 200.000 ريال، فأصبح مجموع ذلك 1.200.000 ريال، وربح السهم 120 ريال؛ فإن ذلك يعني أن الكسب قد تولّد من مجموع العمل ورأس المال (ومنه المبلغ المقترض)، وبما أن الربح قد نشأ نتيجة التقاء المال المقترض بالجهد المبذول معاً؛ فإن ربح السهم يُقسّم إلى نصفين: نصف من العمل المباح، ونصفه الآخر من جزء رأس مال السهم المأخوذ بطريق غير مشروع، ومقدار ذلك الجزء هو السُدس في الحالة السابقة، فيكون نصف سُدس السهم وقدره 10 ريال كسباً غير مشروع.

وانتهت الهيئة الشرعية لمصرف الراجحي في قرارها رقم 485 إلى النتيجة الآتية⁽²⁾:

- «في حالة الاقتراض الربوي؛ فإنه يتمّ تجنيب منفعة المال المقترض بالرباً بالنظر إلى صافي الربح، ويكون احتساب تلك المنفعة وفقاً للقرار ذي الرقم (310)، الذي جاء فيه: «وبما أن الربح ينتج من عنصرين هما: رأس المال والعمل، وأن الخبث في ربح السهم إنما جاء من الجزء المأخوذ بالرباً؛

- وعليه فلو كانت نسبة القرض الربوي إلى الموجودات (20 %) مثلاً؛ فإنه يتم

(1) راجع: المجموعة الشرعية بمصرف الراجحي، قرارات الهيئة الشرعية بمصرف الراجحي، ج1، دار كنوز إشبيلية، الرياض، ط1، 2010، ص: 482؛ 721.

(2) المرجع السابق، ص: 721-722.

التخلص من (10%) من صافي الربح سواء وُزِعَ الربح أم لم يوزع، فإن لم يوجد ربح فلا يجب التخلص؛

- ويكون التخلص من منفعة القروض قصيرة الأجل بقدر مدة بقائها في الفترة المالية محلّ التخلص».

ورأت الهيئة الشرعية لمجموعة البركة أنه: «إذا ارتفعت قيمة أسهم شركة تقترض أحياناً بالرّيا إلى جانب رأسمالها، وكان الارتفاع ناشئاً عن القروض الربوية والجهد التشغيلي، فعند بيع السهم يجب التخلص ممّا نتج عن تلك القروض الربوية من الربح وارتفاع قيمة السهم وذلك بمقدار يتناسب مع أثر هذه القروض في ارتفاع القيمة؛ وفقاً للمعايير المحاسبية المتاحة»⁽¹⁾.

وهكذا يتمّ تطهير 50% من العائد الذي تحقّق من المال المقترض، فيكون ما يصحّ تملكه هو ما يخصّ جانب العمل وهو النصف، على أن يُستبعد النصف الآخر الذي يخصّ الاقتراض من صافي الربح، سواء وُزِعَ الربح أو لم يوزع، فإن لم يوجد ربح؛ فلا يجب التطهير.

جدول 2: إمكانية التطهير في حالة قيام الشركة بالاقتراض الربوي (بالنظر إلى صافي الربح)

خسارة		ربح		قائمة الدخل
منفعة القرض الربوي	عمل	منفعة القرض الربوي	عمل	مصدر ربح السهم
-	-	50 %	50 %	النسبة
لا		نعم		التطهير

ويبدو أن هذا الرأي يتحقّق فيه المصلحة والعدالة؛ بالنظر إلى أن العائد نشأ نتيجة تضافر المال المقترض والجهود الاستثمارية المبذولة من قبل الشركة⁽²⁾، التي لولاها لم

(1) عبد الستار أبو غدة وعز الدين خوجة (محرّر)، فتاوى الهيئة الشرعية للبركة: فتاوى الهيئة الشرعية الموحدّة لقطاع الأموال بمجموعة دلة البركة (مضموماً إليها فتاوى هيئة الرقابة الشرعية لشركتي التوفيق والأمين سابقاً)، مجموعة دلة البركة، قطاع الأعمال، شركة البركة للاستثمار والتنمية، ط2، 2003، ص: 111.

(2) يستند هذا الرأي إلى فعل عمر رضي الله عنه في تمليك ابنه نصف الربح الناشئ من استثمارهما للمال الذي كان بيدهما أمانة لنقله إلى بيت المال في المدينة؛ حيث يشبه التصرف غير المشروع بالاقتراض الربوي ذلك التصرف بالتعدّي على الأمانة واستثمارها دون إذن، مع أن المال في الحالتين دخل في ضمان من هو بيده.

يتحقق الربح، ولذلك على المساهم التخلّص من نصف العائد 50% المتحقّق من المال المقترَض، والاحتفاظ بالنصف الآخر المتحصّل من رأس المال الحلال والعمل⁽¹⁾.
لقد تعرّض هذا الاتجاه إلى الانتقادات التالية⁽²⁾:

- يصعب تحديد الربح الناتج عن منفعة الاقتراض الربوي؛
- قد لا تحقّق الشركة أرباحاً تُذكر من مبيعاتها في بعض السنوات؛ فتبقى معتمدة في توزيعات الأرباح على فوائد الودائع والسندات ذات الدخل الثابت، كما أن بعض الشركات تقوم بتوزيع الأرباح قبل البدء بتشغيل منشآتها، وهذه الأرباح تحصّلت عليها من إيداع رأس المال في البنوك؛
- يلزم التمييز بين الاقتراض الربوي قصير الأجل وطويل الأجل؛
- لا يلزم أن تكون النسبة في المضاربة 50%؛ فالمضاربة في الوقت الحاضر قد تكون 30% للعامل و 70% لصاحب المال.

ج- الاتجاه الثالث: لا يرى أصحاب هذا الاتجاه وجوب التخلّص من عائد الأموال التي تقترضها الشركة؛ وذلك للاعتبارات التالية⁽³⁾:

- إن نشاط الاقتراض الربوي غير مشروع؛ إلا أن الأموال المقترضة بالفائدة قد دخلت ضمان الشركة وأن الربح قد حصل من مال مضمون؛ عملاً بقاعدة الخراج بالضمان، فما دام أن القرض المقبوض بالعقد الربوي الفاسد مضمون على الشركة؛ فإن عائده سيكون للشركة؛
- إن الاقتراض الربوي لا يُدخل الفائدة في أرباح الشركة؛ لأنها في هذه العملية تعطي الفائدة لمقرضها، ولا تأخذها، فلماذا تُستبعد؟!؛
- إن المقترض يستحقّ الربح الناتج من التعامل والاستثمار في المال المقترض على أساس الفائدة، ولا يجب عليه التخلّص منه.

(1) راجع: موسى عبد العزيز شحادة وعلي محمد أبو العز، مرجع سابق، ص: 302؛ عبد الستار أبو غدة وعز الدين خوجة، فتاوى الهيئة الشرعية للبركة، مرجع سابق، ص: 111-112.

(2) راجع: عبد الله بن محمد العمراني، مرجع سابق، ص: 61؛ يوسف بن عبد الله الشبيلي، الخدمات الاستثمارية في المصارف وأحكامها في الفقه الإسلامي: الصناديق والودائع الاستثمارية، ج 2، رسالة دكتوراه منشورة، دار ابن الجوزي، الرياض، ط1، 2005، ص: 275-276.

(3) خالد بن عبد الله المزيني، مرجع سابق، ص: 19؛ 21-22.

ويبدو أن هذا الرأي يميّز بين الإقراض بفائدة والاقتراض بفائدة؛ حيث إن الإقراض ينتج عنه كسب غير مشروع؛ بينما يُعتبر الاقتراض تصرفاً غير مشروع؛ لذلك كانت النسبة المقبولة في الحالة الأولى 5 % وفي الحالة الثانية 30 %⁽¹⁾.

جدول 3: إمكانية التطهير في حالة قيام الشركة بالإقراض أو الاقتراض الربوي

عنصر المقارنة	الإقراض بفائدة	الاقتراض بفائدة
المخالفة	ينتج عنه إيراد غير مشروع	تصرف غير مشروع
النسبة	5 %	30 %
التطهير	نعم	لا

ولم يُعط المعيار الشرعي رقم 21 الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) للفوائد المدينة حظاً من البحث والدراسة مثلما أعطى ذلك للفوائد الدائنة؛ فهل يُفسّر سكوت المعيار عن بيان معالجة الفوائد المدينة بأنه إعفاء لها من أن يشملها الحكم بوجوب التطهير؟ بمعنى أن التطهير لا يجب في هذه الحالة التي يكون فيها المتعامل مدينًا بالفائدة لا دائناً⁽²⁾.

وبتطبيق هذا الرأي على أصحاب الاتجاه الأول، نجد ما يلي:

جدول 4: عدم إمكانية التطهير في حالة قيام الشركة بالاقتراض الربوي

(المقارنة بين معدل الفائدة والربح)

قائمة الدخل	1		2		3	
	الفائدة المدفوعة	الربح المتحقق	الفائدة المدفوعة	الربح المتحقق	الفائدة المدفوعة	الربح المتحقق
النسبة	10 %	10 %	10 %	7 %	10 %	15 %
التطهير	لا	لا	لا	لا	لا	لا

وتجدر الإشارة إلى المعيار الذي توجّهت إليه حديثاً الدراسات البحثية⁽³⁾ والهيئات الشرعية

(1) عبد الله بن محمد العمراني، مرجع سابق، ص: 55؛ 58.

(2) موسى عبد العزيز شحادة وعلي محمد أبو العز، مرجع سابق، ص: 297.

(3) راجع: أشرف محمد دوابة، «الاستثمار والمضاربة في أسهم البنوك والشركات التقليدية: رؤية إسلامية»، في مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 مايو-3 يونيو 2009، ص: 48؛ سامر مظهر قنطجني، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دار شعاع، حلب، 2010، ص: 338-339؛ أسامة عبد العليم الشيخ، المعاملات الواردة على الأسهم على خلاف القواعد الشرعية: دراسة فقهية مقارنة، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، ط1، 2013، ص: 234.

للمؤسسات الاستثمارية الإسلامية الخاص بتحديد نسبة المصاريف غير المشروعة إلى إجمالي مصاريف الشركة؛ حيث حُدِّت هذه النسبة بـ 5 % من إجمالي المصاريف.

جدول 5: نموذج من النسب المقترحة في عملية الفرز الشرعي

م	النسبة	الحد الأقصى (%)
1	القروض / القيمة السوقية أو الدفترية لإجمالي أسهم الشركة أيهما أقل	30 %
2	العنصر الحرام (الاستثمار) / القيمة السوقية أو الدفترية لإجمالي أسهم الشركة أيهما أقل	30 %
3	المصرفات المحرّمة / إجمالي مصرفات الشركة	5 %
4	الإيراد الناتج من عنصر محرّم / إجمالي إيرادات الشركة	5 %

المصدر: أشرف محمد دوابه، مرجع سابق، ص: 48.

وجاء في قرارات الهيئة الشرعية لبنك البلاد (الضابط 505) ما يلي:

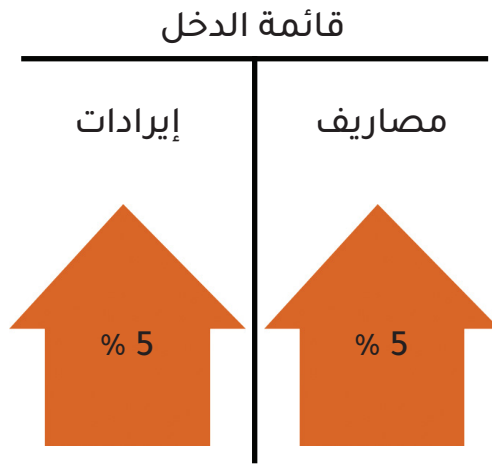
- «يجوز التعامل بأسهم الشركات المساهمة التي أصل نشاطها مباح ولو كان لديها تعاملات محرّمة؛ إذا تحقّق ما يلي:
 - ألا يزيد التمويل المحرّم عن 30 % من إجمالي الموجودات؛
 - ألا تزيد تكلفة التمويل المحرّم أو غيرها من المصرفات المحرّمة عن 5 % من إجمالي المصرفات؛
 - ألا تزيد الاستثمارات المحرّمة عن 30 % من إجمالي الموجودات؛
 - ألا تزيد الإيرادات المحرّمة عن 5 % من إجمالي الإيرادات.
- ويجب على المستثمر الالتزام بالتطهير، وألا يأذن للشركة بالتعامل في المحرّم بل يسعى في التصحيح ما أمكن»⁽¹⁾.

ويمكن توضيح ذلك من خلال قائمة الدخل:

(1) أمانة الهيئة الشرعية لبنك البلاد، الضوابط المستخلصة من قرارات الهيئة الشرعية لبنك البلاد، دار الميمان، الرياض، ط1، 2013، ص: 154.

شكل 1: قائمة الدخل وتحديد نسبة المصاريف/الإيرادات غير المشروعة إلى إجمالي

مصاريف/إيرادات الشركة



د- الاتجاه الرابع: يرى أصحاب هذا الاتجاه أنه لمعرفة نسبة الإيرادات غير المشروعة في الشركة؛ يتم استخدام طريقة تحليل هيكل التمويل التي تقوم على تحليل عناصر هيكل التمويل الذاتي، وعناصر التمويل بفائدة، ومعرفة النسبة المئوية لكل منهما⁽¹⁾:

- تتمثل مصادر التمويل الذاتي (حقوق المساهمين) في الآتي:

- رأس المال المصدّر والمدفوع؛
- الاحتياطات وما في حكمها؛
- الأرباح غير الموزعة؛
- أرباح الفترة.
- (-) مطروحاً من البنود السابقة خسائر الفترة - إن وجدت -.

- تتمثل مصادر التمويل بنظام التمويل بفائدة في الآتي:

- قروض طويلة الأجل من البنوك أو من غيرها بفائدة؛
- قروض السندات بفائدة؛
- السحب على المكشوف من البنوك أو من غيرها بفائدة.

(1) حسين شحاتة، «التحليل المالي الشرعي للقوائم المالية للشركات من منظور التطهير مع دراسة تطبيقية»، ص: 14-16، في الموقع الإلكتروني: <http://www.darelmashora.com>

وتُحسَب نسبة التمويل بفائدة إلى إجمالي هيكل التمويل وفق المعادلة التالية:

$$\frac{\text{إجمالي التمويل بنظام الائتمان بفائدة}}{\text{إجمالي التمويل (التمويل الذاتي + التمويل بنظام الائتمان بفائدة)}} =$$

فلو فرضنا أن المعلومات الآتية مستخرجة من قائمة المركز المالي لإحدى الشركات المطلوب حساب نسبة التطهير لها:

جدول 6: بيانات مصادر أموال شركة متوافقة

المبلغ (ريال)	البيان
5.000.000	رأس مال الشركة المصدّر والمدفوع
2.000.000	الاحتياطات
1.000.000	الأرباح غير الموزعة
2.000.000	تمويل بالفائدة
10.000.000	إجمالي هيكل التمويل

فُتُحسَب نسبة التمويل بنظام الائتمان بفائدة على النحو التالي:

$$\% 20 = \% 100 \times \frac{2.000.000}{(2.000.000 + 8.000.000)}$$

وبناءً على المعطيات السابقة:

- تكون نسبة التطهير الواجبة 20 % من الأرباح المكتسبة؛
- إذا كانت الأرباح الناشئة من أسهم الشركة مثلاً 1.000 ريال للسهم الواحد؛ يكون مقدار الربح غير المشروع الواجب التخلُّص منه 200 ريال لكل سهم، ويكون مقدار الربح المشروع 800 ريال لكل سهم؛
- إذا كان أحد المساهمين مثلاً يمتلك 500 سهماً؛ نضرب عدد أسهمه في مقدار الأرباح الإجمالية لكل سهم (500 سهم × 1.000 ريال = 500.000 ريال)، ثم نضرب الحاصل في 20 % نسبة التطهير؛ لحساب المبلغ الواجب تطهيره ومقداره: (500.000 × 20 % = 100.000 ريال).

2- إشكالية احتساب التطهير المالي على أساس الإيرادات غير المشروعة: قامت الهيئات الشرعية لدى بعض المؤسسات الاستثمارية الإسلامية بربط عملية استبعاد العنصر غير المشروع من الاستثمار بمعايير يرى أصحابها أنها توفر الثقة بأن عملية التطهير تمت بصورة صحيحة، واختلفت هذه المعايير من هيئة إلى أخرى تبعاً لاختلاف الاجتهادات من عالم لآخر.

وتمّ رصد أربعة معايير تتعلق بإشكالية معالجة الإيرادات غير المشروعة وكيفية تمييزها والتخلص منها، ويمكن تقسيمها على النحو التالي:

- أ- معيار يركّز على نسبة مجموع الإيراد غير المشروع إلى إجمالي الإيراد؛
- ب- معيار ينسبه إلى عدد أسهم الشركة؛
- ج- معيار يؤكّد نسبته إلى موجودات الشركة؛
- د- معيار يرتكز على نسبته إلى صافي الدخل قبل الضريبة.

أ- المعيار الأول: نسبة الإيرادات غير المشروعة إلى إجمالي الإيرادات: يرى أصحاب هذا الاتجاه أنه إذا كانت الغاية التي أنشئت الشركة لأجل تحقيقها مشروعة، ثم دخلت الفائدة الربوية عرضاً في إجمالي الإيرادات نتيجة الممارسات المخالفة لأحكام الشريعة، ولم تتجاوز الحد الذي وضعته معايير التوافق الشرعية؛ فإن المعالجة المحاسبية السليمة تقضي بنسبة الإيرادات غير المشروعة إلى إجمالي الإيرادات⁽¹⁾.

وتقوم هذه المعالجة على طريقة تحليل عناصر الإيرادات والمصروفات لتقدير الإيرادات غير المشروعة؛ وذلك من خلال فصل الإيرادات المتولّدة من نشاط متوافق عن الإيرادات المتولّدة من نشاط غير متوافق⁽²⁾، ونسبة الإيرادات غير المشروعة إلى إجمالي الإيراد؛ للوصول إلى النسبة المئوية التي تمثل حصة السهم الواحد من العوائد غير المشروعة؛

(1) يُلاحظ أنها الصيغة نفسها المستخدمة في عملية الفرز المالي الشرعي على مستوى الشركة؛ بمعنى أن النسبة لا تزيد عن 5% وفقاً للعرف في الأسواق المالية؛ حيث إذا كان أيّ نشاط غير مشروع للشركة لا يتجاوز 5% من إجمالي نشاط الشركة؛ فإن هذا النشاط يعدّ من الأنشطة التابعة.

(2) على سبيل المثال: الفوائد المصرفية المحصّلة، وأرباح أسهم لشركات غير متوافقة، والفوائد المحصّلة الناجمة عن جدولة الديون للغير، وغرامات التأخير المحصّلة، وفوائد السندات الحكومية...

وذلك على النحو التالي⁽¹⁾:

$$\% \dots = \% 100 \times \frac{\text{إجمالي الإيرادات غير المشروعة التي حصلت عليها الشركة في العام}}{\text{إجمالي إيرادات الشركة (الإيراد المشروع + الإيراد غير المشروع)}}$$

فإذا فرضنا أن الشركة أفصحت في قائمة دخلها عن الإيرادات التالية:

- إجمالي الإيرادات خلال الفترة المالية: 50.000.000 ريال؛ وتتضمن ما يلي:

• إيرادات من الفوائد المصرفية المحصلة: 500.000 ريال؛

• إيرادات أخرى (أنشطة غير مشروعة): 2.000.000 ريال؛

° إجمالي الإيرادات غير المشروعة: 2.500.000 ريال.

يُحسب نصيب المساهم من دخل الشركة غير المشروع عن طريق قسمة مجموع الإيراد غير المشروع الذي قبضته الشركة خلال الفترة المالية على مجموع إيرادات الشركة على هذا النحو:

$$\% 5 = \% 100 \times \frac{2.500.000}{50.000.000}$$

وبناءً على ما سبق؛ تكون نسبة التطهير 5%؛ يستبدها المساهم من ربح أسهمه، فلو افترضنا أن الأرباح المتولدة للسهم الواحد 1.000 ريال؛ فإن مقدار الربح المشروع للسهم الواحد هو: $950 = \% 95 \times 1.000$ ريال للسهم، ويكون مقدار الربح غير المشروع للسهم الواحد الواجب التخلُّص منه = 50 ريالاً للسهم.

وتجدر الإشارة هنا إلى ثلاثة أمور، هي⁽²⁾:

- أن نسبة التطهير المحددة أعلاه 5% مأخوذة من إجمالي الإيرادات قبل احتساب المصاريف، وليس من صافي الربح المحقق؛

- يلزم المساهم التخلُّص من نسبة 5% من جميع إيرادات أسهمه، ولا يقصرها على الأرباح المقبوضة فقط؛ لأن الأرباح الموزعة فعلاً على المساهمين لا تمثل جميع

(1) المرجع السابق، ص: 16-17.

(2) موسى عبد العزيز شحادة وعلي محمد أبو العز، مرجع سابق، ص: 304.

الأرباح، فهناك الأرباح المحتجزة، والأسهم المجانية الموزعة كرباح، والأرباح التي دخلت في تكوين الاحتياطات؛

- محلّ التخلّص بالنسبة للمتعامل هو الإيراد أو الربح العائد لكل سهم، ومن ثمّ لا يمكن تصوّر الاستبعاد في هذه الحالة ما لم يكن هناك ربح قد تحقّق، سواءً وُزِع أو تمّ تدويره، أو جرى تخصيصه كاحتياطات.

ب- المعيار الثاني: نسبة الإيراد غير المشروع إلى عدد أسهم الشركة: يتم التوصل إلى ما يجب على المتعامل التخلّص منه باتّباع الإجراءات التالية:

- حصر الفوائد المقبوضة خلال العام سواء كانت من قروض قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل، وفي حالة الشركات التي لا تُفصح عن حجم الفوائد المقبوضة؛ فيلزم الاجتهاد في التعرّف على هذه الفوائد، ويراعى جانب الاحتياط؛

- حساب نصيب كل سهم من الفوائد المقبوضة بقسمة مجموع هذه الفوائد على عدد أسهم الشركة؛

- تحديد نصيب كل مساهم من القدر الواجب التخلّص منه عن طريق ضرب نصيب السهم في عدد الأسهم المملوكة للمساهم (فرداً كان أو شركة أو صندوقاً أو غير ذلك).

$$\text{مجموع الإيراد غير المشروع} \div \text{عدد أسهم الشركة} \times \text{عدد الأسهم المملوكة للمساهم} = \text{مبلغ التطهير}$$

وقد صدر بشأن تأييد هذه الطريقة واعتمادها كأساس في التعرّف على مقدار ما يُستبعد من أرباح الاستثمار في أسهم الشركات المتوافقة؛ قرار الهيئة الشرعية لمصرف الراجحي رقم 485، وقرار المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة (AAOIFI) في المعيار رقم 21، وقرار الهيئة الشرعية لبنك البلاد في الضابط رقم 537؛ ولعلّ ذلك يرجع إلى أن رأس المال هو الأصل في توليد الإيرادات.

كما أقرّت هيئة الرقابة الشرعية لبنك دبي الإسلامي⁽¹⁾ آلية للتخلّص من الفوائد

(1) علي القره داغي، فتاوى هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لبنك دبي الإسلامي، مج2، دار البشائر الإسلامية، بيروت، 2005، ص: 698.

الربوية قريبة من الآلية السابقة غير أنها أخذت في الاعتبار عدد الأيام التي بقي السهم فيها لدى المساهم قبل بيعه، وهي تتلخّص في تحديد مبلغ الفائدة للسهم الواحد؛ وذلك بقسمة مبلغ الفوائد الذي قبضته الشركة في خلال السنة المالية على عدد أسهمها، ثم ضرب الناتج في عدد الأسهم التي اشتراها المساهم من الشركة، ثم ضرب الناتج في مقدار المدة التي بقي فيها السهم لدى المساهم؛ وذلك وفقاً للمعادلة التالية:

$$\text{مبلغ الفوائد الذي استوفته الشركة في السنة} \times \frac{\text{عدد الأسهم المملوكة للمساهم} \times \text{مدة بقاء السهم في حيازة المساهم}}{\text{عدد أسهم الشركة}} = \text{مبلغ التطهير}$$

ج- المعيار الثالث: نسبة الإيراد غير المشروع إلى موجودات الشركة: يتم تحديد مقدار الإيرادات غير المشروعة الداخلة على أرباح السهم بقسمة الإيرادات غير المشروعة على موجودات الشركة لمعرفة حصة السهم الواحد من الفائدة⁽¹⁾:

- فلو فرضنا أن القوائم المالية لشركة ما أظهرت أن قيمة موجوداتها 90.000 ريال؛ مقسّمة إلى 9.000 سهم، كل سهم 10 ريال، وحققت أرباحاً بقيمة 10.000 ريال، وبلغ مقدار فوائدها الدائنة (الناتجة عن الإيداع الربوي) 1.000 ريال؛ فإنه يتم إضافة مجموع الأرباح إلى الموجودات، فتصبح القيمة الإجمالية للموجودات 100.000 ريال؛ ومن ثم الوصول إلى النسبة التالية:

$$\% \dots = \% 100 \times \frac{\text{مجموع الإيراد غير المشروع}}{\text{إجمالي موجودات الشركة (بعد إضافة الأرباح إليها)}}$$

أي:

$$\% 1 = \% 100 \times \frac{1.000}{100.000}$$

- فيكون الناتج 1 % هو المقدار الذي يجب استبعاده؛ أي يجب التخلّص من 10 هلات من كل سهم (على أساس أن كل ريال 100 هللة).

(1) علي محيي الدين القره داغي، «النسب الواجب دفعها، والتخلّص منها من أرباح أسهم الشركات المختلطة»، في الموقع الإلكتروني: http://www.qaradaghi.com/portall/index.php?option=com_content&view=article&id=1880:2011-04-12-10-55=-&15catid&14:2009-04-11-15-11-36=Itemid8=

- وتُضرب النسبة المئوية السابقة 1 % إما :

• في عدد الأسهم المملوكة للمساهم للوصول إلى المبلغ الذي يجب إنفاقه في سبيل الخير؛

• أو في الربح لكونه هو محلّ التخلُّص؛ سواءً الموزَّع نقداً أو أسهماً مجانية، أو للربح الحاصل بسبب البيع والشراء (تنقية الأسهم هي للربح، وليست لموجودات الشركة).

$$\frac{\text{مجموع الإيراد غير المشروع}}{\text{إجمالي موجودات الشركة}} \times \text{ربح المساهم سواء كان نقدياً أو أسهماً مجانية} = \text{مبلغ التطهير}$$

وتجدر الإشارة إلى أنه في حال توزيع الشركة المستثمر فيها على مساهميها سهماً مجانياً لكل سهم مملوك، وكان المساهم على سبيل الافتراض يملك 3.000 سهم، فيضاف إلى أسهمه 3.000 أخرى، وعندئذ تُحسب قيمة كل سهم مجاني⁽¹⁾، ولو افترضنا أن الشركة وزَّعت للمساهم ربحاً نقدياً مقداره 5.000 ريال، فيكون مجموع أرباحه 8.000 ريال، ويتم ضرب هذا المبلغ في نسبة التطهير.

د- المعيار الرابع: نسبة الإيراد غير المشروع إلى صافي دخل الشركة (قبل الضريبة): تتم معالجة الإيرادات غير المشروعة باستخدام طريقة صافي دخل الشركة قبل الضريبة (الربح التشغيلي) على النحو التالي:

$$\frac{\text{مجموع الإيراد غير المشروع}}{\text{صافي دخل الشركة (قبل الضريبة)}} \times \text{الأرباح الموزَّعة (المقبوضة)} = \text{مبلغ التطهير}$$

وهذه الطريقة اعتمدها هيئة الرقابة الشرعية في البنك الإسلامي الأردني؛ وذلك للاعتبارات المنطقية التالية⁽²⁾:

- يُنسب الإيراد غير المشروع (الذي يمثل أحد عناصر قائمة الدخل) إلى صافي الدخل قبل الضريبة (الربح التشغيلي)، وهو أكثر تنسيقاً ومنطقاً من جهة التحليل

(1) وتُحسب عادة في المملكة العربية السعودية على أساس ريال.

(2) راجع: موسى عبد العزيز شحادة وعلي محمد أبو العز، مرجع سابق، ص: 308-311.

المالي من نسبته إلى عنصر بعيد عنه وهو عدد أسهم الشركة كما فعل المعيار الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة (AAOIFI)، أو إلى حقوق الملكية؛ حيث إن التحليل الرأسي أو العمودي للقوائم المالية ينسب كل بند في القائمة إلى مجموع بنود القائمة نفسها؛ بهدف تحديد الأهمية النسبية لكل عنصر في قائمة الدخل والميزانية؛ وبذلك يمكن وضع تصوّر عام للتغيّرات التي أثّرت في ربحية السهم؛

- عند الإعداد لمعالجة الإيراد غير المشروع يتمّ حساب نسبة ذلك الإيراد كما هو في القوائم المالية للشركة إلى صافي الدخل قبل الضريبة في كل سنة مالية:

$$\text{قيمة العنصر غير المشروع} \\ \text{صافي الدخل قبل الضريبة} \times 100\% = \dots\%$$

- التطهير محلّه الأرباح؛ لأنها نماء رأس المال؛ كنصاب المال في الزكاة إذا نقص عن حدّه المعلوم لم يكن ذلك المال محلاً لإخراجها، وإذا بلغه فصاعداً وجبت في جميعه الزكاة، وكذلك في تطهير الأسهم فإن رأس المال هو الحدّ المشروع الذي لا يجب فيه التخلّص، وما زاد عن ذلك فإما أن تكون:

- جميع الإيرادات غير مشروعة؛ بحيث يتم تطهير الزائد عن أصل رأس المال ولا يبقى منه شيئاً؛
- أو مالاً مشروعاً مختلطاً بمال ربوي؛ بحيث يُخرج منه المساهم ما يقابل الدخل غير المشروع بحسب نسبته، ويحقّ له تملك الباقي.

- يُرَجَّح كون المنسوب إليه صافي الإيراد قبل الضريبة، وليس إجمالي الإيراد فيما يتعلّق بنسبة الفائدة؛ لأنه أكد في الاحتياط، وأبلغ في التنقية؛ حيث يرفع نسبة التطهير مقارنة بإجمالي الإيراد، وذلك على النحو التالي:

$$\text{شركة (A)} = \frac{\text{الفوائد الدائنة}}{\text{صافي الدخل قبل الضريبة}} = \frac{29.000}{680.000} \times 100\% = 5,9\%$$

$$\text{شركة (A)} = \frac{\text{الفوائد الدائنة}}{\text{إجمالي الإيراد}} = \frac{29.000}{945.000} \times 100\% = 4,3\%$$

3- إشكالية احتساب التطهير المالي على أساس تقديري: لا تقوم بعض الشركات بالإفصاح عن نسبة الإيرادات غير المشروعة من أرباحها؛ حتى لا تخسر قطاعاً كبيراً من المساهمين؛ لذلك تُدرج هذه العوائد تحت بند «إيرادات أخرى».

وتمّ رصد اتجاهات تتعلّق بإشكالية تقدير الإيرادات غير المشروعة وكيفية التخلّص منها في حال لم يتمكّن المساهم من معرفة حجمها، ويمكن تقسيمها على النحو التالي:

- أ- اتجاه يركّز على تطهير نسبة 50% من الربح؛
- ب- اتجاه يركّز على تطهير نسبة 10% من الربح؛
- ج- اتجاه يركّز على تطهير نسبة اجتهادية تحوُّطية.

أ- الاتجاه الأول: يرى أصحاب هذا الاتجاه بأنه إذا لم يتمكّن المساهم من معرفة حجم الإيراد غير المشروع الناتج عن استثمار الشركة لبعض أموالها استثماراً غير مشروع؛ فعلى المساهم في هذه الحالة أن يجتهد ويتحرّى قدر ما يستطيع في معرفة ذلك؛ وإلاّ فيُخرج ما يغلب على ظنّه أن فيه خلاص مسؤوليته، وبراءة ذمّته من الجزء غير المشروع العالق في تلك الأرباح؛ وذلك على النحو التالي:

- أكثر ما قيل في هذا المجال أن يُخرج المساهم نصف (50%) الأرباح، بأن يجعل ربحه شطرين، شطر له، والآخر يتخلّص منه⁽¹⁾؛

- وفقاً للهيئة الشرعية لمجموعة البركة أنه: «إذا لم يمكن معرفة قدر الفوائد التي تكون في بند عام باسم إيرادات أخرى، ولا يمكن ضبطها بشكل واضح، فترى الهيئة أنه يُصار إلى اعتبار النصف حلالاً والنصف الآخر مالمّاً غير مشروع ويتخلّص من تلك النسبة؛ لأنه يُؤخذ بالتقدير عند عدم القدرة على التحديد»⁽²⁾؛

- يبدو أن القول بالنصف فيه مبالغة في تطهير الربح؛ حيث إن الطبيعة الاستثمارية

(1) راجع: خالد بن عبد الرحمن الجريسي (محرّر)، الفتاوى الشرعية في المسائل العصرية من فتاوى علماء البلد الحرام، مؤسسة الجريسي، الرياض، ط1، 1999، ص: 686-687؛ هاني بن عبد الله الجبير، «تطهير الكسب الحرام في الأسهم»، في ندوة التخلّص والتطهير في الأسهم والوحدات الاستثمارية، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل بالتعاون مع موقع الفقه الإسلامي، 2009/6/9، ص: 14؛ صالح بن مقبل العصيمي التميمي، الأسهم المختلطة: أسهم الشركات التي أنشئت لغرض مباح ولكنها تتعامل بالمحرّم أحياناً، دار التدمرية، الرياض، ط2، 1427هـ، ص: 120، 137.

(2) عبد الستار أبو غدة وعز الدين خوجة، فتاوى الهيئة الشرعية للبركة، مرجع سابق، ص: 116.

لأسهم قد لا تصل بالمقدار غير المشروع فيها إلى النصف؛ وبخاصة أن الأمر يتعلق بشركات قامت في الأصل على أساس مشروع؛ ثم طرأ على أعمالها جزء غير مشروع يُعتبر ضئيلاً قياساً إلى حجم عمل الشركة ورأس مالها⁽¹⁾.

ب- الاتجاه الثاني: يرى أصحاب هذا الاتجاه بأن المساهم يُخرج بدل النصف (50%) عُشر (10%) الأرباح المقبوضة قياساً على المقدار الواجب إخراجه في زكاة الزروع والثمار؛ باعتبار توافر معنى التطهير في كلٍّ منهما، وتحديد الزروع والثمار لإخراج العُشر جاء بناءً على قياس السهم بالأرض الزراعية، وجعل ربحه بمثابة غلّة الأرض؛ وذلك على النحو التالي⁽²⁾:

- الزكاة تجب في ناتج الأرض؛ وكذلك السهم يجب التطهير في ربحه؛

- الزكاة يُؤخذ منها العُشر؛ وكذلك الشركة التي لن يتبين للمساهم فيها المبلغ غير المشروع؛ يُخرج عُشر أرباحها كنسبة للتطهير.

ج- الاتجاه الثالث: يرى أصحاب هذا الاتجاه أن تقدير الدخل غير المشروع الذي يحتاج إلى عملية تطهير هو مهمة صعبة تتطلب معرفة مجالات المحاسبة وتمويل الشركات والتعامل مع القضايا الشرعية⁽³⁾؛ وذلك على النحو التالي:

- ترى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) ضرورة «أن لا يتجاوز مقدار الإيراد الناتج عن عنصر محرّم نسبة 5% من إجمالي إيرادات الشركة، سواء أكان هذا الإيراد ناتجاً عن ممارسة نشاط محرّم أم عن تملك محرّم، وإذا لم يتم الإفصاح عن بعض الإيرادات فيجهد في معرفتها ويراعى جانب الاحتياط»⁽⁴⁾؛

- جاء في قرارات الهيئة الشرعية لبنك البلاد ما يلي:

(1) عباس أحمد محمد الباز، «أحكام الربح الناشئ عن المساهمة في الشركات التي فيها شبهة من حيث التصرف والامتلاك»، في مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون بجامعة الإمارات العربية المتحدة وغرفة تجارة وصناعة دبي، 16 - 18 صفر 1428هـ الموافق 6 - 8 مارس 2006م، ص: 25.

(2) موسى عبد العزيز شحادة وعلي محمد أبو العز، مرجع سابق، ص: 311.

(3) See: Mohamed Ali Elgari, Op. Cit., p. 78;

عبد العظيم أبو زيد، «قراءة فقهية نقدية للمعايير الشرعية في المختلط حلالاً وحراماً»، في مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 مايو-3 يونيو 2009، ص: 19؛ يوسف بن عبد الله الشبيلي، مرجع سابق، ص: 275-276.

(4) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، النامة، 2010، ص: 297.

- الضابط 513: «إذا لم يُفصح بالشكل المطلوب عن بعض الإيرادات في القوائم المالية للشركات؛ فالواجب الاجتهاد في معرفتها ومراعاة جانب الاحتياط لإبراء الذمة»⁽¹⁾؛
- الضابط 538: «في حال تعذر الوصول إلى مبلغ التطهير الفعلي، فيُجْتهد في احتساب مبلغ التطهير تقديراً، ويُؤخذ نسبة 5% من معدل العائد على السوق للمحافظ التي تستثمر في أسهم الشركات المختلطة، ونسبة 30% من الإيرادات التي لم يُفصح عنها في قوائم الشركات»⁽²⁾.

- يتمّ تطهير النسبة المقابلة للفائدة الربوية؛ فإذا كانت نسبة الفائدة تعادل 3% من إجمالي الإيرادات؛ فيجب التخلّص من 3% من الأرباح الموزّعة تبعاً لذلك⁽³⁾؛

- رغم أن الفنادق والمطاعم وشركات الطيران لا تشير عادة إلى النسبة من الإيرادات أو الدخل الذي تمّ تحقيقه من النشاطات غير المتوافقة مع الشريعة، مثل: الكحول ولحم الخنزير والمنتجات ذات الصلة؛ إلا أنه يشار إلى «الدخل غير التشغيلي» بما في ذلك دخل الفائدة الربوية، في بند منفصل في قائمة الدخل؛ ومن ثمّ فإنه يمكن أن يكون تقدير التطهير المالي كميّاً⁽⁴⁾؛

- احتساب مخصّص للتطهير لكل فترة على أساس نسبة التطهير للسنة الماضية، وفي نهاية العام يُحتسب التطهير الفعلي، ثم يُقارن مبلغ التطهير الفعلي بالمبلغ التقديري ويُعالج الفرق⁽⁵⁾، ويمكن الإفادة من قرارات الهيئة الشرعية لبنك البلاد (الضابط 490) بخصوص آلية تطهير صناديق الأسهم إذا تعذّر احتسابها على وجه الدقة كالآتي⁽⁶⁾:

- «تؤخذ نسبة آخر تطهير احتسب في مدة سابقة كمؤشر للمدة الحالية؛
- عند كل تقييم، يُجنّب ما يعادل تلك النسبة في مخصّص⁽⁷⁾ يُحسم من تقييم

وحدات الصندوق؛

(1) أمانة الهيئة الشرعية لبنك البلاد، مرجع سابق، ص: 156.

(2) المرجع السابق، ص: 161.

(3) عباس أحمد محمد الباز، مرجع سابق، ص: 25.

(4) Saeed Salem Binmahfouz, Op. Cit., p. 93.

(5) إذا كان مبلغ التطهير الفعلي أكبر من المبلغ المرصود في المخصّص؛ أخرج مدير الصندوق الباقي من التطهير، وإذا كان أقلّ يعاد الفرق إلى الصندوق.

(6) أمانة الهيئة الشرعية لبنك البلاد، مرجع سابق، ص: 147.

(7) مخصّص التطهير = أصول الصندوق × نسبة التطهير × (مدة التقييم/360)

- عند صدور القوائم المالية واحتساب المقدار الواجب حقيقة، يقارن المقدار الواجب مع المجنّب في المخصّص ويُخرج العجز أو تُردّ الزيادة إلى الصندوق».

جدول 7: آلية تطهير صناديق الأسهم في حال تعذّر احتسابها على وجه الدقة

إجمالي أصول الصندوق	مبلغ التطهير الفعلي للعام الماضي	نسبة التطهير إلى إجمالي الأصول
1.000.000.000 ريال	50.000 ريال	0,00005
إجمالي الصندوق عند أول تقييم	عدد أيام كل تقييم	مخصص التطهير في كل تقييم
التقييم الأول	7	1.458,33
التقييم الثاني	7	1.944,44
التقييم الثالث	7	2.916,67
التقييم الرابع	7	3.402,78
	إجمالي مخصص الربع الأول	9.722,22 ريال

المصدر: بنك البلاد، قرار الهيئة الشرعية رقم (69/ج)، «منهجية تطهير صناديق المتاجرة في الأسهم»، ص: 2، في الموقع الإلكتروني:

<http://www.bankalbilad.com/Documents>



ثانياً: الإشكالات والحلول المرتبطة بمنهجية التطهير المالي

توجد بعض التساؤلات العالقة التي لا تزال بحاجة لمعالجة «ما الذي يجب تنقيته في المؤسسات الاستثمارية الإسلامية؟»: هل ينبغي تطهير أرباح الأسهم الموزعة فقط؟ أم يجب أن يشمل التطهير المكاسب الرأسمالية عند بيع الأسهم؟ وهل يتم التطهير لدى الشركات التي تقوم بإعادة استثمار أرباحها كجزء من إستراتيجياتها المتبعة؟⁽¹⁾

إن منهجية تطهير أرباح الاستثمار غير المشروعة تواجه عدة إشكالات؛ ومن أهمها:

- 1- إشكالية التطهير المالي على أساس الأرباح الموزعة *Dividends*؛
- 2- إشكالية التطهير المالي على أساس الأرباح المحتجزة *Retained Earnings*؛
- 3- إشكالية التطهير المالي على أساس الأرباح الرأسمالية *Capital Gains*.

1- إشكالية التطهير المالي على أساس الأرباح الموزعة: توجد طريقتان:

- أ- طريقة الأرباح الموزعة النقدية *Cash Dividends*؛
- ب- طريقة الأرباح الموزعة في شكل أسهم (أسهم المنحة) *Stock Dividends*.

أ- إذا كان الربح الموزع نقداً: تتم معالجة إيرادات الاستثمار غير المشروعة على أساس أنها عبء على الربح لا على رأس المال؛ لذا يتطلب اقتطاعها من ربح المساهم الموزع، وعليه يتم ضرب (حاصل قسمة الإيراد غير المشروع على إجمالي الإيرادات أو صافي الدخل قبل الضريبة) في حصة المساهم في الأرباح الموزعة المقبوضة؛ لأنها بالنسبة له أرباح محققة تم التأكد من ملكيتها له؛

(1) راجع: أشرف وجدي دسوقي، مرجع سابق، ص: 544؛

Saeed Salem Binmahfouz, Op. Cit., p. 82-83; 92-94; Mohamed Ali Elgari, Op. Cit., p. 77-80.; Biswadeep Sengupta, "Sharia Stock Screening: A Fund Manager's Conundrum", *Cognizant 20-20 Insights*, January 2012, p. 4-5; Mahmoud A. El-Gamal, *Islamic Finance: Law, Economics, and Practice*, Cambridge University Press, New York, 2006, p. 133; M. H. Khatkhatay & Shariq Nisar, "Shariah Compliant Equity Investments: An Assessment of Current Screening Norms", *Islamic Economic Studies*, Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, Vol. 15, No. 1, July 2007, p. 69-70; Said Elfakhani et al, "Comparative Performance of Islamic versus Secular Mutual Funds", *Proceedings of the 12th Economic Research Forum*, University of New Orleans, US, 2005, p. 6.

ب- إذا كان الربح الموزع عبارة عن أسهم منحة: إذا قامت الشركة بتوزيع أسهم منحة (مجانية) على مساهميها في نهاية السنة المالية بدلاً من التوزيعات النقدية؛ فيجب أن تخضع تلك الأسهم الموزعة بعد تقييمها إلى عملية التطهير؛ لأنها أرباح محققة، وقبض المساهم لها متحقق وظاهر في زيادة رأس ماله، كل ما في الأمر أن كيفية توزيع الربح اختلفت صورتها لاعتبارات خاصة بالشركة رأت أنها محققة للمصلحة⁽¹⁾، وقد رضي المساهم عند عقد الشركة بذلك وفوض إليها أن تختار ما تراه مناسباً في كيفية توزيع الأرباح سواءً بتوزيعها أرباحاً نقدية أو أسهماً مجانية، أو بهما معاً.

بناءً على ما سبق؛ على المساهمين التخلّص ممّا وُزِعَ عليهم من إيرادات غير مشروعة دون اعتبار للأرباح المحتجزة. ولمعرفة مقدار ما يجب إخراجه من مجموع الإيراد بصفته إيراداً غير مشروع، تمّ اقتراح الخطوات التالية⁽²⁾:

- تحديد مقدار الإيراد غير المشروع من خلال مراجعة القوائم المالية الخاصة بالشركة؛

- قسمة الإيراد غير المشروع على صافي أرباح استثمارات الشركة؛ لأنها هي محلّ التطهير، واستثناء رأس المال المستثمر فيها، وعدم إدراجه ضمن معطيات معادلة التطهير؛

- ضرب ناتج الخطوة الثانية في مقدار الأرباح المقبوضة (الموزعة).

على ضوء الممارسات المتبعة حالياً في عملية تطهير الأرباح⁽³⁾ يتّضح بأن الطريقة الشائعة تعتمد ببساطة على تطهير جزء من الأرباح المدفوعة. وقد ثار جدل حول هذا الحلّ باعتباره منهجية غير صحيحة، ولا تؤدي إلى تطهير شامل، ويتمّ اتّباعه لمجرد إرضاء ضمير المستثمرين الذين يبحثون عن التوافق مع الشريعة⁽⁴⁾.

(1) تلجأ الشركات أحياناً إلى توزيع أرباح على المساهمين في شكل أسهم إضافية بدلاً من أرباح نقدية كطريقة لزيادة رأس مالها المدفوع، فهي تقوم باحتجاز صافي الأرباح لاستخدامها في تمويل استثمارات؛ دون أن تطلب من المساهمين تقديم أموال جديدة.

(2) موسى عبد العزيز شحادة وعلي محمد أبو العز، مرجع سابق، ص: 311.

(3) See: Saeed bin Mahfooz and Habib Ahmed, "Shari'ah Investment Screening Criteria: A Critical Review", *JKAU: Islamic Econ.*, Vol. 27 No. 1, 2014, p. 17; Abdelbari El Khamlichi et al, "Islamic Equity indices: Insight and Comparison with Conventional Counterparts", 30th AFFI Conference, Lyon, France, 28-31 May 2013, p. 6.

(4) راجع: أشرف وجدي دسوقي، مرجع سابق، ص: 544؛ رانية زيدان العلوانة، مؤشرات أسعار الأسهم الإسلامية في الأسواق العالمية: تقييم شرعي اقتصادي، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة اليرموك، 2010، ص: 195-196؛

Faraz Younus Bandukda & Irshad Ahmad Aijaz, "Dividend Purification for Shariah Compliance of Investments In Joint Stock Companies", *Fortune Islamic Services (Pvt.) Limited*, Karachi, Pakistan, 2013, p.4, Website: <http://www.academia.edu/5079525>

جدول 8: عملية تطهير الأرباح المستخدمة في عدد من المؤشرات المتوافقة مع الشريعة

FTSE	S&P	MSCI	DJIM	SAC	مؤشر المؤشر
مؤشرات فوتسي للأسهم المتوافقة مع الشريعة	مؤشرات ستاندرد آند بورز 500 الشرعية	مؤشرات مورغان ستانلي كابيتال الإسلامية	مؤشرات داو جونز للأسواق المالية الإسلامية	المجلس الاستشاري الشرعي لهيئة الأوراق المالية بماليزيا	
2000	2006	2007	1999	1999	سنة الإنشاء
ربع سنوي	شهري	سنوي	ربع سنوي	مرتان في السنة	دورية المراجعة
نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	الفرز القطاعي
نعم	نعم	نعم	نعم	بشكل غير صريح	الفرز المالي
محددة بنسبة 5% على أن تُدفع من قبل المستثمرين	تعلن نسب التطهير للمستثمرين	تطبق على أرباح الأسهم التي يعاد استثمارها	فقط في حال وجود اتفاقية خاصة مع المستفيد	لا	تطهير الأرباح الموزعة

المصدر: أشرف وجدي دسوقي، مرجع سابق، ص: 545.

تري هيئة معايير المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية أن: «محلّ التخلّص هو ما يخصّ السهم من الإيراد المحرّم، سواء وُزعت أرباح أم لم توزّع، وسواء ربحت الشركة أم خسرت»⁽¹⁾.

كما نصّت الهيئة الشرعية لبنك البلاد (الضابط 537) على أنه: «يجب تطهير السهم من العائد المحرّم، سواء أربحت الشركة أم خسرت، وسواء أوزعت أرباحاً أم لم توزّع»⁽²⁾.

إن استبعاد الإيراد غير المشروع دون اعتبار للنتيجة المالية الصافية وأرباح الأسهم هي منهجية أكثر منطقية؛ لأن المستثمر ينبغي أن لا يستفيد من هذا الدخل بأي شكل من الأشكال؛ لكن تعريض المستثمرين لمخاطر إضافية تتطلب منهم تطهير الدخل غير المشروع من أموالهم الخاصة (إذا كانت الشركة لا توزّع الأرباح أو حققت خسارة) قد لا يبدو اقتراحاً عملياً⁽³⁾.

(1) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 298.

(2) أمانة الهيئة الشرعية لبنك البلاد، مرجع سابق، ص: 161.

(3) راجع: عبد العظيم أبو زيد، مرجع سابق، ص: 19؛ 92-93، pp. Saeed Salem Binmahfouz, Op. Cit.,

لذلك تثار إشكالية نصيب الإيراد غير المشروع من خسارة الشركة؛ لا سيما أن إيرادات الودائع والسندات ثابتة؛ الأمر الذي يعني أن الخسارة على من يريد التطهير ستكون مضاعفة⁽¹⁾.

لقد انتهت الهيئة الشرعية لمصرف الراجحي في القرار 485 إلى أن التخلُّص يرد على شبيئين⁽²⁾:

- أولهما: منفعة القرض الربوي في حالة اقتراض الشركة المساهمة بفائدة: يتم تجنيب منفعة المال المقترض بالرُّبَا بالنظر إلى صافي الربح؛ فلو كانت نسبة القرض الربوي إلى الموجودات (20%) مثلاً، فإنه يتم التخلُّص من (10%) من صافي الربح سواء وُزِعَ الربح أم لم يوزع، فإن لم يوجد ربح فلا يجب التخلُّص؛
- ثانيهما: الإيراد المحرّم أياً كان مصدره: يتم التوصل إلى ما يجب على المتعامل التخلُّص منه بقسمة مجموع الإيراد المحرّم للشركة المتعامل في أسهمها على عدد أسهم تلك الشركة، فيخرج ما يخص كل سهم، ثم يضرب الناتج بعدد الأسهم المملوكة لذلك المتعامل - فرداً كان أو شركة أو صندوقاً أو غير ذلك - وما نتج فهو مقدار ما يجب التخلُّص منه.

ويمكن توضيح منهجية التطهير المالي إذا كان الربح الموزع لكل سهم 10 ريال على النحو التالي:

(1) راجع: عبد الله بن محمد العمراني، مرجع سابق، ص: 63؛ يوسف بن عبد الله الشبيلي، مرجع سابق، ص: 276.
(2) المجموعة الشرعية بمصرف الراجحي، مرجع سابق، ص: 721-722.

جدول 9:

منهجية التطهير المالي وفقاً لضوابط القرار 485 للهيئة الشرعية لمصرف الراجحي

إجمالي الأصول	إجمالي القروض الربوية	إجمالي الاستثمارات المحرمة	إجمالي الإيرادات	الإيرادات المحرمة	عدد أسهم الشركة
100.000.000	20.000.000	10.000.000	40.000.000	400.000	200.000
الضوابط الشرعية	نسبة القرض الربوي	نسبة الاستثمار المحرم	نسبة الإيراد المحرم	الصافي الحلال للمساهم	7,20 ريال
	$\geq 25\%$	$\geq 15\%$	$\geq 5\%$		
	$\geq 20\%$	$\geq 10\%$	$\geq 1\%$		
التطهير المالي	منفعة القرض الربوي من الأرباح (نسبة القرض الربوي/2)	نصيب السهم من الإيراد المحرم	الربح الموزع لكل سهم	الربح بعد إخراج الإيراد المحرم	ما يجب إخرجه من منفعة القرض الربوي
	10%	2	10	8	0,8

وحتى تتم مقارنة منهجية تطهير الأرباح الموزعة *Dividend Purification* ومنهجية تطهير الاستثمار *Investment Purification* نفرض أنه لدينا البيانات التالية:

جدول 10: بيانات محفظة استثمارية وشركة في سوق الأسهم

بيانات المحفظة	السوق A	السوق B
عدد الأسهم	10.000	40.000
القيمة السوقية	28 ريال	1,36 ريال
بيانات الشركة		
ربح السهم	0,2 ريال	0,18 ريال
مجموع الأسهم العادية	3.000.000.000	5.300.000.000
الدخل غير المشروع	200.000.000 ريال	30.000.000 ريال
إجمالي الدخل	8.000.000.000 ريال	1.300.000.000 ريال

وبتطبيق منهجية تطهير الأرباح الموزعة وتطهير الاستثمار على البيانات السابقة؛ نحصل على النتائج التالية:

جدول 11:

مقارنة بين منهجية تطهير الأرباح الموزعة وتطهير الاستثمار في سوق الأسهم

تطهير الاستثمار		تطهير الأرباح الموزعة	
السوق A		السوق A	
$\frac{200.000.000}{3.000.000.000}$ سهم = 0,066667 ريال/سهم	حصة السهم الواحد من الدخل غير المشروع	نسبة التطهير	$\frac{200.000.000}{8.000.000.000} \times 100 = 2,5\%$
		الأرباح غير المشروعة الموزعة للسهم الواحد	0,2 ريال $\times 2,5\% = 0,005$ ريال/سهم
مبلغ التطهير	10.000 سهم $\times 0,066667 = 666,67$ ريال	مبلغ التطهير	10.000 سهم $\times 0,005$ ريال/سهم = 50 ريال
السوق B		السوق B	
$\frac{30.000.000}{5.300.000.000}$ سهم = 0,00566 ريال/سهم	حصة السهم الواحد من الدخل غير المشروع	نسبة التطهير	$\frac{30.000.000}{1.300.000.000} \times 100 = 2,3\%$
		الأرباح غير المشروعة الموزعة للسهم الواحد	0,18 ريال $\times 2,3\% = 0,00414$ ريال/سهم
مبلغ التطهير	40.000 سهم $\times 0,00566 = 226,42$ ريال	مبلغ التطهير	40.000 سهم $\times 0,00414$ ريال/سهم = 165,6 ريال
تطهير المحفظة	893,09 ريال	تطهير المحفظة	215,6 ريال

المصدر: راجع:

Kabir Hassan & Michael Mahlkecht, *Islamic Capital Markets: Products and Strategies*,

Chichester, West Sussex, Wiley, U.K, 2011, p. 412.

في ضوء نتائج المقارنة السابقة؛ يُلاحظ أن استخدام منهجية تطهير الاستثمار يعطي قيمة أكبر تصل إلى أربع مرات مقارنة باستخدام منهجية تطهير الأرباح الموزعة. بالإضافة إلى ذلك، في حالة عدم توزيع الأرباح فلا يوجد شيء يتم تطهيره باستخدام منهجية تطهير الأرباح الموزعة؛ بينما في حالة استخدام منهجية تطهير الاستثمار؛ فإنه لا بد من تطهير المبلغ الإجمالي.

ويبدو مُهماً للمؤسسات الاستثمارية الإسلامية معرفة صافي العائد بعد خصم مبلغ التطهير حتى تتمكن من تقدير هذه الأعباء مقدماً؛ لذلك ينبغي تقدير العوائد المتوقعة بالنظر لأعباء التطهير؛ بحيث يتم اتخاذ القرار الاستثماري المناسب.

2- إشكالية التطهير المالي على أساس الأرباح المحتجزة: يوجد اتجاهان:

أ- اتجاه يرى عدم تطهير الأرباح المحتجزة؛

ب- اتجاه يرى تطهير الأرباح المحتجزة.

أ- عدم تطهير الأرباح المحتجزة: تختلف حصة المساهم في الأرباح الموزعة عن حصته في الأرباح المحتجزة (المدوّرة)؛ حيث إن ملكيتها له ضعيفة وغير مستقرّة، وقد يحصل أن يبيع أسهمه فتؤول إلى غيره؛ ولهذا يرى أصحاب هذا الاتجاه بعدم إلزام المساهمين (أصحاب حقوق الملكية) بتطهير الأرباح التي يقرّر مجلس إدارة الشركة احتجازها (عدم توزيعها)؛ لأنها تُعتبر كالديون التي تكون للشخص في ذمّة الغير، لا يجب عليه زكاتها حتى يقبضها؛ باعتبار ملكية الدائن لها وهي لا تزال في يد الغير ملكية ضعيفة غير قابلة للنماء، والزكاة إنما تجب في المال النامي المملوك لصاحبه ملكاً تاماً.

ب- تطهير الأرباح المحتجزة: إن الأرباح المحتجزة تمثّل جزءاً من الأرباح المتاحة للتوزيع على المساهمين، وهي من حقّ المساهمين؛ حيث إن البديل لاحتجاز الأرباح هو دفعها للمساهمين في شكل أرباح موزعة؛ ولذلك تثار إشكالية من يتحمّل مبلغ التطهير إذا تمّ تدوير كامل الأرباح أو أيّ جزء منها؟ هل المستثمرون في هذا العام أم في الأعوام اللاحقة؟ وتولّد هذه مشكلة من يتحمّل التطهير؟

فلو افترضنا أن جزءاً من أرباح عام 2014م تمّ احتجازه، ثم في عام 2015م تمّ توزيعه على المساهمين، فهذا قد يصعب تطبيق المعادلة، ويقع الإشكال فيما إذا أراد المساهم تطهير ما قبضه من أرباح غير مشروعة، هل يتخلّص منها بالاعتماد على نسبة التطهير لعام 2014 أم لعام 2015؟

لا يبدو أن الهيئات الشرعية للمؤسسات الاستثمارية الإسلامية قد عالجت هذه الإشكالية، لكن إحدى الدراسات البحثية اقترحت الأخذ بمتوسط النسبتين، أو بإحدهما أيّهما أكبر⁽¹⁾.

(1) موسى عبد العزيز شحادة وعلي محمد أبو العز، مرجع سابق، ص: 311.

3- إشكالية التطهير المالي على أساس الأرباح الرأسمالية: تحصل الأرباح الرأسمالية⁽¹⁾ عند قيام مالك الأسهم ببيع أسهمه خلال الفترة المالية؛ بصرف النظر عن نيته من اقتنائها (استثمار/متاجرة⁽²⁾)، فهل يلتزم مَنْ باع أسهمه قبل نهاية الفترة المالية بالتطهير؟ وهل تخضع الأرباح الرأسمالية في الشركات المتوافقة لعملية التطهير؟ هناك مَنْ يرى أن التطهير يكون على المستثمر فقط؛ لأنه لا يعلم بظهور العنصر غير المشروع إلا عند صدور الميزانية وحصول الأرباح، وحتى لا يلزم منه تعدد التخلُّص والتطهير للسهم الواحد؛ بينما لا يكون التطهير على المتاجر؛ لأن الأرباح الرأسمالية لم تُكتسب من نشاط الشركة. وهناك مَنْ يرى وجوب التخلُّص حتى على المتاجر؛ لأنه بقي عنده السهم مدة من الزمن خالطها كسب غير مشروع⁽³⁾.

يُستفاد من قرار الهيئة الشرعية لمصرف الراجحي⁽⁴⁾ رقم 485، ومن معيار الأوراق المالية الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية⁽⁵⁾ رقم 21، أن الذي يجب عليه التخلُّص هو مَنْ كان مالكاً للأسهم حين صدور القوائم المالية النهائية سواء كانت ربعية أو سنوية، وسواء كان مالك الأسهم مستثمراً أو متاجراً.

وعليه؛ لا يجب على مَنْ باع أسهمه قبل صدور تلك القوائم المالية أن يتخلَّص من العنصر غير المشروع؛ لأنه لا يتبيَّن ذلك إلا بعد صدورها، والبائع قد باعها بغرْمها وغنْمها.

أضف إلى ذلك؛ أن المساهم (المتاجر) الذي يبيع ويشترى بقصد الربح من فروق الأسعار، ولا ينتظر للحصول على الربح الذي يحققه السهم في نهاية الفترة المالية؛ لم يدخل الإيراد غير المشروع في ماله، وإنما حصل له الربح من أسباب خارجية غير مرتبطة بالنشاط غير المتوافق للشركة؛ كتوقُّع ارتفاع السعر وانخفاضه، بالإضافة إلى مؤثَّرات فنية بالغة التعقيد⁽⁶⁾.

(1) الربح الذي يتحقَّق من بيع الأصول يسمَّى "الربح الرأسمالي"؛ لأن فيه تنضيضاً لقسم من رأس المال بأكثر من تكلفته على الشركة.

(2) عادة ما يُطلق عليها مضاربة في السوق المالية، كما يُستخدم لفظ المضارب بالنسبة للمتاجر؛ لكنه يُفضَّل استخدام مصطلح المتاجرة بالأسهم بدل المضاربة بها؛ لأن المضاربة المستخدمة في لغة الفقهاء ليست هي المقصودة هنا.

(3) عبد الله بن محمد العمراني، مرجع سابق، ص: 63.

(4) المجموعة الشرعية بمصرف الراجحي، مرجع سابق، ص: 721.

(5) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 297-298.

(6) M. H. Khatkhatay & Shariq Nisar, Op. Cit., p. 70.

وإذا كان المساهم (المُتاجر) لا يلزمه التطهير؛ فكذلك المساهم (المستثمر) بالقياس عليه لا يلزمه التطهير إذا هو باع أسهمه قبل نهاية الفترة المالية، وقبل توزيع الأرباح، وتنتقل الأسهم بعد بيعها إلى مشتريها محمّلة بعبء التطهير إذا بقي مالكا لها عند صدور القوائم المالية للشركة وتوزيع الأرباح وقبضها.

ويستند عدم لزوم التطهير على مَنْ باع الأسهم أثناء الفترة المالية مستثمراً أو متاجراً إلى القاعدة الفقهية: «المتسبب لا ضمان عليه مع المباشرة»؛ أي أن المساهم إذا باع أسهمه لا يكون مباشراً للفوائد الناتجة عن النشاط غير المشروع للشركة؛ ولكنه يكون متسبباً في حصول غيره عليها؛ حيث اشتراها أولاً ثم باعها لمن باشر تلك الفوائد وقبضها، فالتطهير إذن واجبٌ على المباشر، ولا شيء على المتسبب⁽¹⁾.

وكذلك بالنسبة للمساهم (المُتاجر أو المستثمر) مع المباشر لقبض الأرباح، يكون التطهير على القابض للربح لا على بائع الأسهم وإن كان متسبباً⁽²⁾.

جدول 12: التطهير بالنسبة للمساهم المستثمر والمتاجر

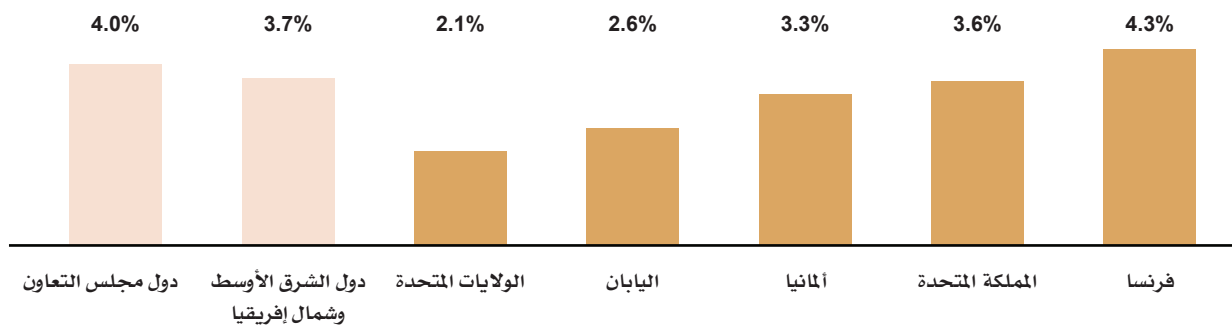
المساهم	المستثمر	المتاجر
نية الاقتناء	الاحتفاظ بها بقصد الحصول على توزيعات أرباح دورية	الشراء والبيع بقصد الربح من الفرق بين السعيرين
درجة الاهتمام	يهتم بالشركة وليس بالسهم	يهتم بالسهم وليس بالشركة
طبيعة الاستثمار	مستثمر طويل الأجل	مستثمر قصير الأجل
المعالجة المحاسبية للأسهم	تقيّد في بند «استثمارات طويلة الأجل» أو «الأصول غير المتداولة»	تقيّد في بند «استثمارات قصيرة الأجل» أو «أوراق مالية لغرض الاتجار»
التطهير: بيع الأسهم قبل نهاية الفترة المالية	لا	لا
التطهير: ملكية الأسهم في نهاية الفترة المالية	نعم	نعم

(1) كما لو حضر شخصٌ بئراً في الطريق العام، فجاء آخر وألقى فيه إنساناً فمات، فالضمان على الملقى؛ لأنه المباشر، ولا ضمان على حافر البئر، وكما لو فتح إنسان قفص طائر فجاء آخر ونفّسه فطار، فالضمان على المنفّر وحده.

(2) راجع: خالد بن عبد الله المزيني، مرجع سابق، ص: 25-26.

والحقيقة أن الأرباح الرأسمالية تُعدّ من أشكال عوائد المستثمرين وتحتوي ضمناً على أجزاء من الدخل غير المشروع للشركة⁽¹⁾، وتبرز إشكالية عدم تطهيرها في بعض أسواق الأسهم التي تكون فيها نسب الأرباح الموزعة منخفضة؛ في حين يأتي الجزء الأكبر من عوائد المساهمين من المكاسب الرأسمالية الناتجة عن ارتفاع أسعار الأسهم.

شكل 2: مقارنة بين مستويات الأرباح الموزعة في أسواق الأسهم العالمية لعام 2011



المصدر: جريدة القبس، «تقرير إقليمي صادر عن شركة NBK كابيتال: التوزيعات جاذبة.. لكن ماذا عن جودة الأرباح؟»، الكويت، 27 مايو 2012، ص: 38.

إن عدم تطهير الأرباح الرأسمالية المكتسبة هو منهجية غير عادلة⁽²⁾؛ باعتبار أن الأسهم يتم تداولها عدة مرات خلال السنة، والمساهم الأخير هو من يتحمل عبء تطهير الأرباح، إلى جانب ذلك قد تشجّع هذه الطريقة على بيع الأسهم في الأيام الأخيرة من السنة المالية؛ ومن ثمّ تولّد تقلبات لا لزوم لها وغير مبرّرة في أسعار الأسهم.

ومن المقترحات لحلّ هذه المشكلة ربط حجم مبلغ التطهير بوقت الاحتفاظ بالأسهم⁽³⁾؛ حيث إن فترة الاحتفاظ بالسهم *Holding Period* هي الفترة التي تمتدّ بين تاريخ حيازة أو اقتناء السهم وتاريخ بيعه؛ ففي أغلب الأحيان تكون هذه الفترة بالنسبة للمتاجر قصيرة جداً؛ في حين تطول نسبياً بالنسبة للمستثمر.

(1) See: Mohammad Obaidullah, *Islamic Financial Services*, Islamic Economics Research Center, Jeddah, 2005, pp. 221-222.

(2) كل مالك للسهم في تاريخ توزيع الأرباح يلزمه التطهير، ومنّ باع قبل تاريخ التوزيع لا يلزمه التطهير.

(3) راجع: أشرف وجدي دسوقي، مرجع سابق، ص: 544؛ علي القره داغي، فتاوى هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لبنك دبي الإسلامي، مرجع سابق، ص: 698.

لقد بينت إحدى الدراسات البحثية⁽¹⁾ الخلل الموجود في المنهجية الحالية للتطهير المالي، واقتُرحت منهجية جديدة لحساب التطهير الفعلي الذي تُستبعد من خلاله الفائدة الربوية بشكل كامل من الأرباح المستلمة من قبل المستثمر، والتخلُّص منها في الأعمال الخيرية.

ويمكن توضيح الفرق بين منهجية التطهير الحالية ومنهجية التطهير المقترحة في الجدول التالي:

جدول 13: مقارنة بين منهجية التطهير الحالية ومنهجية التطهير المقترحة

عنصر المقارنة	منهجية التطهير الحالية	منهجية التطهير المقترحة
مجال التطهير	الأرباح الموزعة فقط	الأرباح الموزعة + الأرباح الرأسمالية
شمولية التطهير	على أساس جزئي (يبقى جزء معتبر من الفائدة في عمليات الشركة)	على أساس شامل (لا يبقى أي جزء من الفائدة في عمليات الشركة)
معادلة التطهير	<p>1- حساب معامل التطهير:</p> <p>الإيرادات غير المشروعة / إجمالي الإيرادات (حيث إجمالي الإيرادات = إجمالي المبيعات بالإضافة إلى الإيرادات الأخرى)</p> <p>2- حساب مبلغ التطهير:</p> <p>معامل التطهير × الأرباح الموزعة</p>	<p>1- حساب نصيب المصاريف الإدارية من إيرادات الفوائد: (المصاريف الإدارية / إجمالي الإيرادات) × إيراد الفائدة</p> <p>2- حساب المبلغ المتبقي النهائي لإيرادات الفوائد: إيرادات الفائدة - المصاريف الإدارية لإيراد الفائدة</p> <p>3- حساب نصيب السهم الواحد من إيرادات الفوائد (هو مبلغ إيرادات الفوائد التي يحصل عليها المستثمر من سهم واحد دون أي اعتبار لنتيجة أعمال الشركة و / أو الأرباح الموزعة):</p> <p>المبلغ المتبقي النهائي لإيرادات الفوائد / عدد أسهم الشركة</p> <p>4- حساب مبلغ التطهير:</p> <p>إيرادات الفوائد للسهم الواحد × عدد الأسهم المملوكة × عدد أيام ملكية السهم</p>
معالجة المصاريف	<p>- يتم توزيع جميع المصاريف بما في ذلك تكلفة البضاعة المباعة بالتناسب مع العمليات المتوافقة والعمليات غير المتوافقة؛ على الرغم من أن الأمر ليس كذلك.</p>	<p>- يمكن تحديد المصاريف الإدارية المقابلة لمصاريف الفوائد؛ لأن تحصيل الفائدة، يقابله مصاريف إدارية؛ أي مصاريف دون اعتبار لتلك التي تم تحملها مباشرة لكسب الفائدة يمكن أن تُخصم من إيرادات الفوائد.</p>
نتائج التطهير	<p>- منهجية خاطئة: لا يتم استبعاد عنصر الفائدة عن توزيعات الأرباح بشكل كامل؛</p> <p>- إشكالية قرار الشركة بتخفيض نسبة التوزيعات؛ كلما انخفضت نسبة التوزيع؛ ارتفعت الفائدة المتبقية في الشركة؛</p> <p>- أسوأ الحالات: إذا لم تقرر الشركة أي توزيعات للأرباح؛ فإنه لا يتم أي تطهير على الرغم من أن الشركة قد حصلت على إيرادات الفوائد.</p>	<p>- منهجية صحيحة: يتم استبعاد عنصر الفائدة بشكل كامل دون اعتبار لأي توزيع للأرباح؛</p> <p>- يتم التطهير سواء حققت الشركة المستثمر فيها ربحاً أو خسارة؛</p> <p>- يتم التطهير سواء وزعت الشركة المستثمر فيها أرباحاً أم لم توزع؛</p> <p>- استفادة المستثمر من عوائد حلال.</p>

فإذا افترضنا أن أحد المستثمرين يملك 10% من أسهم شركة متوافقة نوجز بياناتها المالية كما يلي:

(1) See: Faraz Younus Bandukda & Irshad Ahmad Aijaz, Op. Cit., pp. 1-4.

جدول 14: حالة افتراضية لإحدى الشركات المتوافقة مع متطلبات التداول الشرعية

المبلغ (مليون ريال)	البيان
900	إجمالي المبيعات
100	(-) الضرائب
800	صافي المبيعات
500	(-) تكلفة البضاعة المباعة
300	إجمالي الربح
100	(-) المصاريف الإدارية
100	(-) مصاريف التسويق
50	+ إيرادات أخرى
50	+ إيرادات الفوائد
200	صافي الربح قبل الضريبة
70	الضريبة
130	صافي الربح بعد الضريبة

المصدر: راجع:

Faraz Younus Bandukda & Irshad Ahmad Aijaz, Op. Cit., p. 2

فستكون نتائج التطهير وفقاً للمنهجية الحالية على النحو التالي:

جدول 15: نتائج التطهير المالي لإحدى الشركات المتوافقة وفقاً للمنهجية الحالية

القيمة	البيان
5 %	إيرادات الفوائد / إجمالي الإيرادات
100.000.000	عدد الأسهم
1,3	نصيب السهم الواحد من الأرباح (ريال)
1,3	نصيب السهم الواحد من الأرباح الموزعة (100 % مدفوعة)
10 %	الأسهم المملوكة للمستثمر
13	الأرباح الموزعة على المستثمر (مليون ريال)
0,65	التطهير (مليون ريال)
6,5	التطهير لجميع المستثمرين (مليون ريال)
43,5	المبلغ المتبقي لإيرادات الفوائد (مليون ريال)

المصدر: راجع:

Faraz Younus Bandukda & Irshad Ahmad Aijaz, Op. Cit., p. 2

أما نتائج التطهير وفقاً للمنهجية المقترحة فستكون على النحو التالي:

جدول 16: نتائج التطهير المالي لإحدى الشركات المتوافقة وفقاً للمنهجية المقترحة

البيان	القيمة
نصيب المصاريف الإدارية من إيرادات الفوائد (مليون ريال)	5
المبلغ المتبقي النهائي لإيرادات الفوائد (مليون ريال)	45
نصيب السهم الواحد من إيرادات الفوائد (ريال)	0,45
نصيب المستثمر من الأسهم	% 10
عدد الأسهم المملوكة	10.000.000
التطهير (مليون ريال)	4,5
التطهير لجميع المستثمرين (مليون ريال)	45
المبلغ المتبقي لإيرادات الفوائد (مليون ريال)	0

المصدر: راجع:

Faraz Younus Bandukda & Irshad Ahmad Aijaz, Op. Cit., p. 4



ثالثاً: الإشكالات والحلول المرتبطة بآليات التطهير المالي

لقد تطوّرت عملية التحليل الشرعي للأسهم؛ حيث انتشرت في سوق الأسهم قوائم محدّثة باستمرار تبين الشركات المتوافقة مع متطلّبات التداول الشرعية ونسبة التطهير الواجب إخراجها.

إن آليات التخلّص من أرباح الاستثمار غير المشروعة تواجه عدة إشكالات؛ ومن أهمها:

1- إشكالية توقيت التطهير المالي؛

2- إشكالية مسؤولية التطهير المالي؛

3- إشكالية مجالات التطهير المالي

1- إشكالية توقيت التطهير المالي: نُميّز بين حالتين:

أ- تاريخ التطهير المالي؛

ب- تاريخ الخروج من قائمة الشركات المتوافقة.

أ- تاريخ التطهير المالي: ترى الهيئة الشرعية لبنك البلاد وجوب التطهير على مالك السهم يوم استحقاق الربح، وهو يوم انعقاد الجمعية العامة⁽¹⁾.

ووفقاً للمعيار الشرعي رقم 21 الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية يُقسّم إجمالي الإيراد غير المشروع على عدد الأسهم المصدرة من الشركة⁽²⁾، ثم تُضرب النتيجة في عدد الأسهم المملوكة من قبل المستثمر الذي يتحمّل عبء التطهير في نهاية السنة المالية⁽³⁾؛ أي يلزم التطهير على مالك السهم في تاريخ اليوم الذي حدّدته إدارة الشركة التي أقرت توزيع أرباح على المساهمين المالكين للسهم في تاريخ في هذا اليوم، سواء تمّ التوزيع أم لم يتمّ، وسواء أكان التوزيع نقدياً أم أسهم منحة.

(1) أمانة الهيئة الشرعية لبنك البلاد، مرجع سابق، ص: 155.

(2) لا يشير المعيار إلى كيفية حساب عدد الأسهم؛ هل يكون على أساس عدد الأسهم القائمة التي ذُكرت في التقرير المالي؟ أم يعتمد على المتوسط المرجح لعدد الأسهم خلال الفترة؟ لأنه خلال الفترة المالية يمكن للشركات أن تُصدر أسهماً جديدة أو تقوم بإعادة شراء جزء من أسهمها.

(3) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 298.

يُلاحَظ أن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية تقضي بأن تكون عملية التطهير بعد نهاية الفترة المالية، فلا يكون التطهير إلزامياً قبل هذه الفترة؛ الأمر الذي قد يؤدي بالمستثمر إلى أن يقوم ببيع هذه الأسهم تهرباً من ذلك، ويمكن أن يقوم بشرائها في اليوم التالي، إذ يصبح مالكاً جديداً يبدأ سنة جديدة، وعلاوة على خطورة هذا الأمر من الناحية الشرعية؛ فإنه سيعرض المؤسسة إلى مخاطر ناتجة عن إحداث تقلبات فيها، إضافة إلى أنها قد تجعل المؤسسات الاستثمارية الإسلامية توازن بين تكلفة التطهير وتكلفة بيع السهم، وهذا يولد فرصاً للمراجعة لا ضرورة لها⁽¹⁾.

ب- تاريخ الخروج من قائمة الشركات المتوافقة: لا شك أن الشركات التي تتجاوز متطلبات التداول الشرعية؛ فإنها تخرج من قائمة الشركات المتوافقة وتتحول إلى شركات غير متوافقة، ووفقاً للمعيار الشرعي رقم 21 الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية فإنه: «يجب استمرار مراعاة هذه الضوابط طوال فترة الإسهام أو التعامل، فإذا اختلت الضوابط وجب الخروج من هذا الاستثمار»⁽²⁾.

إذا زادت معايير الفرز على الضابط ولو قليلاً يتم الانسحاب من الشركة والتخلص من أسهمها بقدر الإمكان، ويُرجع في تحديد الزمن الذي يجب على المؤسسة إنهاء عقد الشركة إلى ما تقرره هيئة الرقابة الشرعية لديها.

وقد اختلفت الهيئات الشرعية في المدة التي يتخارج فيها المستثمر بعد اختلال متطلبات التداول الشرعية؛ حيث قدرها بعضهم بثلاثة شهور، وبعضهم الآخر بسنة، وبعضهم الآخر حتى يسترد رأس ماله، والأحوط أن يترك المستثمر الشركة كلما أمكن بأقل الخسائر.

نصت الهيئة الشرعية لمصرف الراجحي على أنه: «إذا تغيّرت أوضاع الشركات بحيث لا تنطبق عليها الضوابط السابقة وجبت المبادرة إلى التخلص منها ببيع أسهمها حسب الإمكان؛ على ألا تتجاوز مدة الانتظار تسعين يوماً من تاريخ العلم بتغيّرها»⁽³⁾.

(1) رانية زيدان العلاونة، مرجع سابق، ص: 195-196.

(2) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 298.

(3) المجموعة الشرعية بمصرف الراجحي، مرجع سابق، ص: 720.

ونصت الهيئة الشرعية لبنك البلاد في (الضابط 489) على أنه: «يجب على مدير الصندوق الاستثماري التخلُّص من أسهم الشركات التي خرجت عن الضابط الشرعي للصندوق، فبيعها خلال 90 يوماً إن كانت حققت رأس المال، وذلك بأن يبلغ سعر السهم مع الأرباح الموزعة المبلغ الذي اشترت به، فإن لم تكن حققت رأس المال فيجب بيعها في مدة لا تزيد عن سنة»⁽¹⁾. كما نصت في (الضابط 514) على أنه: «يجب إيقاف التعامل مع أسهم الشركات التي يتغيّر تصنيفها إلى تصنيف محظور، وفق آلية لا يتضرر بها السوق ولا العملاء»⁽²⁾.

في حين ورد في قرارات وتوصيات ندوات البركة للاقتصاد الإسلامي (14/4/و) النصّ الآتي: «إذا تبين أن الشركة التي تمّ شراء أسهمها في الحالات المستوفية للضوابط قد أخلت بأحد تلك الضوابط؛ فإنه يجب على إدارة صندوق الأسهم بيعها فوراً، إلا إذا كان البيع الفوري يؤدي إلى خسارة من تكلفة السهم، فتتمهل الإدارة مدة لا تزيد عن شهر»⁽³⁾.

كما ورد في المعيار الشرعي رقم 6 بعنوان «تحوّل البنك التقليدي إلى مصرف إسلامي» الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، بند كيفية التخلُّص من الكسب غير المشروع، ما يلي: «ما آل إلى البنك قبل التحوّل من الكسب غير المشروع الذي يجب التخلُّص منه حسبما جاء في هذا المعيار، فإن عليه المبادرة إلى صرفه جميعه دون تأخير إلا إذا تعذّر ذلك بأن كان التخلُّص الكلي الفوري يؤدي إلى شلل أنشطة البنك أو إفلاسه فيمكن حينئذ التخلُّص على مراحل مناسبة»⁽⁴⁾.

ويمكن توضيح المعالجة الماليزية عند إعادة تصنيف الشركات من الحالة المتوافقة إلى الحالة غير المتوافقة من خلال المعطيات التالية⁽⁵⁾:

(1) أمانة الهيئة الشرعية لبنك البلاد، مرجع سابق، ص: 146-147.

(2) المرجع السابق، ص: 156.

(3) عبد الستار أبو غدة وعز الدين محمد خوجة (محرّرين)، قرارات وتوصيات ندوات البركة للاقتصاد الإسلامي (1403-1422هـ/1981-2001م)، مجموعة دلة البركة، الأمانة العامة للهيئة الشرعية، جدة، ط6، 2001، ص: 242.

(4) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 67.

(5) See: Md Nurdin Ngadimon, "Shariah Screening Process in Islamic Capital Market", *IFSB Seminar on Islamic Capital Market*, Mauritius, 19-20 May 2009, p. 26; Asyraf wajdi dusuki et al, "A framework for islamic financial institutions to deal with shari'ah non-compliant transactions", *ISRA research paper, International Shari'ah Research Academy For Islamic Finance (ISRA)*, No. 42, 2012, p. 28.

- سعر الشراء في يوم $1/2 = 5,5$ ريال/للسهم؛
- سعر الإغلاق في تاريخ التوزيعات $5/30 = 6$ ريال/للسهم؛
- سعر البيع في يوم $6/3 = 7,5$ ريال/للسهم.

وعندما يبيع المستثمر السهم وتتحقق له أرباح رأسمالية: 2 ريال/للسهم؛ فإنه سيحتفظ بـ 0,5 ريال/للسهم فقط؛ ويقوم بالتخلص من 1,5 ريال.

أما إذا كان سعر الإغلاق 4 ريال/للسهم (أقل من سعر الشراء)؛ فإن المستثمر يحتفظ بالسهم حتى يكون سعر السهم يساوي تكلفة الاستثمار الأصلي، مع التخلص من الأرباح الموزعة.

جدول 17: آلية التخلص في حالة التحول من أسهم متوافقة إلى أسهم غير متوافقة

في ماليزيا

سعر البيع (6/3)	سعر الإغلاق (تاريخ التوزيع) (5/30)	تكلفة الاستثمار (1/2)
7,5 ريال	6 ريال	5,5 ريال
بيع فوري للأسهم غير المتوافقة الربح الذي يستحقه المستثمر = 0,5 ريال		
بيع فوري للأسهم غير المتوافقة الربح الذي يتطلب التخلص = 1,5 ريال		
	4 ريال	5,5 ريال
احتفاظ المستثمر بالسهم حتى يكون سعر السهم = تكلفة الاستثمار الأصلي التخلص من الأرباح الموزعة		

2- إشكالية مسؤولية التطهير المالي: هناك جدل حول المسؤول عن مبالغ التطهير المالي، وهل يلزم إخراجها بالنيابة عن المستثمر أم يكفي بإعلامه بالجزء المطلوب تطهيره، فالمسؤول عن التطهير قد يكون الشركة نفسها أو مدير الصندوق (في حالة

صناديق الاستثمار) أو المستثمر نفسه⁽¹⁾. ونميّز بين حالتين:

أ- المؤسسة هي المسؤولة عن عملية التطهير المالي؛

ب- المستثمر هو المسؤول عن عملية التطهير المالي.

أ- المؤسسة هي المسؤولة عن عملية التطهير المالي: ورد في قرار الهيئة الشرعية

لمصرف الراجحي⁽²⁾ رقم 485، وفي معيار الأوراق المالية الصادر عن هيئة المحاسبة

والمراجعة⁽³⁾ رقم 21 ما يلي:

- تقع مسؤولية التخلّص من الإيراد المحرّم لصالح وجوه الخير على المؤسسة في

حال تعاملها لنفسها أو في حال إدارتها للصناديق أو المحافظ الاستثمارية؛

- لا يلزم الوسيط أو الوكيل أو المدير التخلّص من جزء من عمولته أو أجرته؛ التي

هي حقّ لهم نظير ما قاموا به من عمل.

كما نصّت الهيئة الشرعية لبنك البلاد على ما يلي:

- الضابط 487: «يجب على مديري الصناديق الاستثمارية تطهير ما يطرأ على

الصناديق من إيرادات محرّمة، أو أن يزودوا المستثمرين بالتطهير الواجب دورياً»⁽⁴⁾؛

- الضابط 536: «إذا تمّ تطهير أسهم شركة ما فليس على مالك السهم أن يطهّر

شيئاً من أرباحها، سواء أكانت الأرباح في شكل توزيعات نقدية أم أسهم منحة»⁽⁵⁾.

وورد في قرارات الهيئة الشرعية لمجموعة البركة بشأن من يجب عليه التخلّص من

الكسب غير المشروع؛ ما نصّه: «بما أن تجنيب الكسب غير المشروع وصرّفه في وجوه البرّ

من أهم الضوابط التي تتحقّق بها إسلامية الصندوق؛ فإن هذا التجنيب والصرّف في

وجوه البرّ من مسؤوليات إدارة الصندوق باعتباره شخصية معنوية، ولا يجوز ضمّ ذلك

الكسب المحرّم إلى الأرباح الموزّعة على المشاركين في الصندوق ولو بتفويضهم بصرّفه في

(1) أشرف وجدي دسوقي، مرجع سابق، ص: 544.

(2) المجموعة الشرعية بمصرف الراجحي، مرجع سابق، ص: 723.

(3) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 298.

(4) أمانة الهيئة الشرعية لبنك البلاد، مرجع سابق، ص: 146.

(5) المرجع السابق، ص: 161.

وجوه البر»⁽¹⁾.

ب- المستثمر هو المسؤول عن عملية التطهير المالي: ورد في قرار الهيئة الشرعية لمصرف الراجحي⁽²⁾ رقم 485، وفي معيار الأوراق المالية الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة⁽³⁾ رقم 21 ما يلي:

- في حالة وساطة المؤسسة (السمسرة) فعليها أن تُخبر المتعامل بآلية التخلُّص من العنصر المحرَّم حتى يقوم بها بنفسه؛

- للمؤسسة أن تقدِّم هذه الخدمة بأجر أو دون أجر لمن يرغب من المتعاملين.

لقد نصَّت الهيئة الشرعية لبنك البلاد على توصية العملاء الذين أصبحوا يملكون أسهماً غير متوافقة بما يلي⁽⁴⁾:

- الضابط 525: «إذا ورد على محفظة العميل شيء من الأسهم المحرَّمة؛ فعلى البنك أن يقصر ظهور السهم المحرَّم على شاشة الموظف والعميل دون بقية العملاء، وذلك ليتخلَّص العميل منها»؛

- الضابط 528: «يجوز قبول محافظ الأسهم المنقولة من الشركات الأخرى، فإن كانت هذه المحافظ متضمَّنة لشيء من الأسهم المحرَّمة فيتاح البيع للعميل دون الشراء، ويجب حثَّ العميل على سرعة التخلُّص منها»؛

- الضابط 529: «يجب حثَّ العملاء على التخلُّص من أسهم الشركات المحرَّمة الموجودة في محافظهم، ويكون ذلك بإتاحة بيعها دون الشراء؛ وذلك في مثل أسهم الشركات المحرَّمة الموجودة في محافظ العملاء المنقولة من شركات أخرى، أو التي تحوَّل تصنيفها إلى أسهم محرَّمة، أو التي دخلت المحفظة بناءً على اكتتاب ألزم به البنك»؛

- الضابط 540: «يجوز أخذ عمولات البيع مقابل التوسُّط في التخلُّص من أسهم الشركات المحرَّمة، ولا يجب تطهيرها»⁽⁵⁾.

(1) عبد الستار أبو غدة وعز الدين محمد خوجة، قرارات وتوصيات ندوات البركة للاقتصاد الإسلامي (1403-1422هـ/1981-2001م)، مرجع سابق، ص: 242؛ عبد الستار أبو غدة وعز الدين خوجة، فتاوى الهيئة الشرعية للبركة، مرجع سابق، ص: 81.

(2) المجموعة الشرعية بمصرف الراجحي، مرجع سابق، ص: 723.

(3) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 298.

(4) أمانة الهيئة الشرعية لبنك البلاد، مرجع سابق، ص: 159-160.

(5) المرجع السابق، ص: 162.

ومن منظور زكوي؛ هناك مَنْ يرى بأنه من الأفضل ترك زكاة الأسهم للمستثمرين أنفسهم؛ حيث إنها تعتمد على ظروف كل مستثمر⁽¹⁾؛ بدلاً من أن تقوم الشركة بدفع الزكاة نيابة عن حملة أسهمها في الحالات الأربع التي نصّ عليها مجمع الفقه الإسلامي بجدة كما يلي: «تجب زكاة الأسهم على أصحابها، وتُخرجها إدارة الشركة نيابة عنهم إذا نُصِّ في نظامها الأساسي على ذلك، أو صدرَ به قرار من الجمعية العمومية، أو كان قانون الدولة يُلزم الشركات بإخراج الزكاة، أو حصل تفويض من صاحب الأسهم لإخراج إدارة الشركة زكاة أسهمه»⁽²⁾.

وفي هذه الحالة إذا قامت الشركة بتطهير ودفع زكاة أسهمها؛ فإن المستثمرين غير المسلمين يكونون قد خضعوا للتطهير ودفع الزكاة، ولعلَّ حلَّ هذه الإشكالية نصَّ عليها مجمع الفقه الإسلامي بجدة على أنه: «يُطرح نصيب الأسهم التي لا تجب فيها الزكاة، ومنها: أسهم الخزنة العامة، وأسهم الوقف الخيري، وأسهم الجهات الخيرية، وكذلك أسهم غير المسلمين»⁽³⁾.

وفيما يلي جدول يميّز بين الطريقة المباشرة والطريقة غير المباشرة لعملية التطهير:

(1) Saeed Salem Binmahfouz, Op. Cit., p. 83.

(2) أحمد عبد العليم أبو عليو (محرّر)، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة التعاون الإسلامي، الأمانة العامة للأوقاف، الشارقة، ط1، 2011، ص: 143.

(3) المرجع السابق، ص: 144.

جدول 18: عبء التطهير المالي وآثاره في المؤسسات الاستثمارية الإسلامية

الطريقة	الاقتطاع المباشر	الاقتطاع غير المباشر
تحمل عبء التطهير	المؤسسة	المستثمر
التوقيت	قبل توزيع الأرباح على المستثمرين	بعد توزيع الأرباح على المستثمرين
مبلغ التطهير	- حساب مبلغ التطهير والتخلص منه بالنيابة عن المستثمر؛ - للمؤسسة الوسيطة أن تقدم هذه الخدمة مجاناً أو مقابل عمولة لمن يرغب من المتعاملين.	- إعلام المستثمرين بالمبلغ الذي يحتاج إلى تطهيره بشكل فردي؛ - يقوم المستثمر بعملية التطهير بعد تسلّم كامل المبلغ.
الأثر	- يؤدي إلى تخفيض العوائد؛ - ينطلق من افتراضات معينة حول ديانة المستثمر الذي قد يكون غير مسلم.	- يُظهر المؤسسات الاستثمارية الإسلامية أكثر ربحية؛ - يجعل المؤسسات الاستثمارية الإسلامية قابلة للمقارنة مع مؤسسات الاستثمار المسؤولة اجتماعياً.

المصدر: راجع:

Saeed Salem Binmahfouz, Op. Cit., p. 83; Biswadeep Sengupta, Op. Cit., pp. 4-5; Mohamed Ali Elgari, Op. Cit., p. 79.

3- إشكالية مجالات التطهير المالي: نميز بين حالتين:

- أ- أموال التطهير المتعلقة بالمساهم ومجالات التخلص منها؛
- ب- أموال التطهير المتعلقة بالمؤسسات ومجالات التخلص منها.

أ- أموال التطهير المتعلقة بالمساهم ومجالات التخلص منها: يجد المساهم أمامه

الاحتمالات التالية التي يمكن من خلالها أن يتخلص من أموال التطهير:

جدول 19: طرق التصرف بأموال التطهير من قبل المساهم

مجال التخلُّص	المستفيد من أموال التطهير	المعالجة
المرفوضة	منفعة المساهم المستثمر	المساهم ليس هو المالك الشرعي لأموال التطهير، ويكون إخراج هذه الأموال بنية التخلُّص منها؛ لا بنية التصدُّق بها.
	تركها لدى الشركة الموزعة للأرباح	الشركة التي تسببت في وجود الكسب غير المشروع ليست هي المالك لأموال التطهير؛ حتى لا يكون مكافأة لها عن هذا الفعل. إذا وجد المساهم في نفسه ميلاً إلى هذه الأرباح؛ فلا يأخذ منها شيئاً؛ بل إن تركها لدى الشركة أسلم من أخذها.
	التخلُّص منها بإتلافها	اقتراح عدم جواز التصدُّق بأموال التطهير؛ وإلقائها في البحر أو حرقها أو إتلافها؛ فيه إضاعة للمال وتضويت لمنفعة هذه الأموال الضخمة على المجتمع.
المشروعة	حصرياً في مصرف الفقراء والمساكين	كل مال لا يُعرف صاحبه فسبيله الفقراء والمساكين (بالقياس على اللقطة الضائعة التي لم يظهر صاحبها)، ولعل جعل المال غير المشروع والمال الضائع مقصوراً على الفقراء والمساكين هو عدم وجود بيت مال للمسلمين.
	دفعها إلى الجهات الخيرية	تُدفع أموال التطهير إلى أي جهة خيرية ترعى مصلحة عامة أو مشروع خيري يعود بالمنفعة على المجتمع، ومن هذه المشاريع: بناء دور الأيتام والمستشفيات الطبية، كفالة الأيتام ورعاية الأراامل ومساعدة طلاب العلم، توصيل وتنقية المياه، تمويل المشروعات الصغيرة للفقراء العاطلين.
	عدم التمييز بين دفعها إلى الفقراء والمساكين أو التبرع بها إلى مصالح المسلمين العامة	لا مبرر للفرقة بين دفع أموال التطهير للفقراء والمساكين حصراً، أو جعلها في مصالح المسلمين العامة؛ لأن المقصود من التطهير إبراء الذمة. جاء في قرارات المجمع الفقهي الإسلامي بمكة: «كل ما جاء عن طريق الفوائد الربوية هو مال حرام شرعاً، ولا يجوز أن ينتفع به المسلم في أي شأن من شؤونه، ويجب أن يُصرف في المصالح العامة للمسلمين من مدارس ومستشفيات وغيرها، وليس هذا من باب الصدقة، وإنما هو من باب التطهر من المال الحرام، ولا يجوز بحال ترك هذه الفوائد الربوية للبنوك لتتقوى بها».
العبادات	أداء الحج والعمرة	يصح الحجّ وتسقط الفريضة، لكن المساهم يكون أئماً بإنفاق أموال التطهير في أداء الطاعة.
	إقامة المساجد ودور العبادة	لا يتم بناء المساجد وإقامة دور للقرآن وطباعة المصاحف من أموال التطهير؛ حتى لا يكون ذلك من باب الإكرام والإحسان لهذه الأموال غير المشروعة. يمكن صرف أموال التطهير في استئجار الأماكن التي يُصلّى فيها للعيد والجمعة في الدول التي لا مساجد للمسلمين فيها. جاء في قرارات مجمع الفقه الإسلامي بشأن وقف الأسهم ما يلي: «يمكن لمن حاز أموالاً مشبوهة أو محرمة لا يعرف أصحابها أن يبرئ ذمته ويتخلص من خبثها بوقفها على أوجه البر العامة في غير ما يُقصد به التعبد، من نحو بناء المساجد أو طباعة المصاحف».
	دفع الزكاة	لا تجب على المساهم الزكاة عن المال غير المشروع؛ وإنما يجب على المزكي الاجتهاد في تقدير أموال التطهير، ويتخلص منه في وجوه الخير، ويزكي الجزء الحلال.
الالتزامات	دفع الزكاة والضرائب	لا يمكن للمساهم أن يدفع أموال التطهير إلى الدولة في شكل ضرائب حكومية أو ينتفع به في سداد الالتزامات التي عليه. ذهبت الهيئات الشرعية إلى أنه: «لا يجوز الانتفاع بالعنصر المحرم بأي وجه من وجوه الانتفاع، ولا التحايل على ذلك بأي طريق كان، فلا يحتسبه من زكاة، ولا من صدقاته، ولا يدفع منه ضريبة».

المصدر: راجع: عباس أحمد محمد الباز، مرجع سابق، ص: 26-32؛ فيصل بن سلطان المري، «مسائل في تطهير الأسهم»، في ندوة التخلُّص والتطهير في الأسهم والوحدات الاستثمارية، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل بالتعاون مع موقع الفقه الإسلامي، 2009/6/9، ص: 50-66؛ أحمد عبد العليم أبو عليو، مرجع سابق، ص: 589؛ محمود عبد الكريم إرشيد، «هل يجوز تحويل البنوك الربوية إلى إسلامية على طريقة غسيل الأموال»، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، ع17، 2009، ص: 268-275.

ب- أموال التطهير المتعلقة بالمؤسسات ومجالات التخلص منها: تحرص المؤسسات الاستثمارية الإسلامية على سلامة معاملاتها من الناحية الشرعية؛ بحيث لا يدخل المال غير المشروع إلى أرباح المؤسسة، وعند دخول هذه المبالغ يتم تجميعها ووضعها في حساب خاص ومن ثم يتم التخلص من هذه الأموال بالطرق الشرعية في أحد أوجه الخير.

وتقرر الهيئات الشرعية لدى المؤسسات الاستثمارية الإسلامية التخلص منها ووضعها في حساب التطهير (حساب وجوه الخير)، ومن مصادر أموال هذا الحساب ما يلي:

- العمليات التي تتم بين المؤسسة والعملاء بطريقة ترى الهيئة الشرعية للمؤسسة أن فيها مخالفة للعقد الشرعي الواجب تطبيقه؛ فتقرر استبعاد أرباح هذه المعاملات ووضعها في حساب التطهير؛

- أن يكون لدى المؤسسة حسابات مصرفية مع بنوك تقليدية يتم احتساب فوائد عليها فتقوم المؤسسة بسحب هذه الفوائد ووضعها في حساب التطهير؛

- بعض المؤسسات الاستثمارية لديها صناديق استثمار في الأسهم فيتم استخراج العنصر غير المشروع في السهم ويوضع في حساب التطهير؛

- من الأموال التي يتم تطهيرها ما يسمى غرامات التأخير، وهي أنه في حالة تأخر العميل المليء المماطل عن السداد؛ يمكن أن يؤخذ منه مبلغ زائد عن الدين مقابل تأخيره؛ حيث قررت بعض الهيئات الشرعية إمكانية أخذ الزيادة بشرط التصديق بها وذلك من باب الالتزام بالتبرع، كما قررت ذلك هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في المعيار الشرعي رقم 3 للمدين المماطل⁽¹⁾.

لقد نصت الهيئة الشرعية لبنك البلاد على ما يلي⁽²⁾:

- الضابط 541: «لا يجوز للبنك أن يطهر الأموال المحرمة فيما يعود عليه بالنتفح المادي أو المعنوي؛ كتسديد الضرائب والرسوم أو رعاية الأنشطة الخارجية باسمه أو تدريب موظفيه»؛

(1) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 26؛ 31.

(2) أمانة الهيئة الشرعية لبنك البلاد، مرجع سابق، ص: 162.

- الضابط 542: «تجب المبادرة للتخلص من كل مال محرّم، سواء أحصل عن عمد أم خطأ، ويكون التخلص في وجوه الخير وأغراض النفع العام بنية التخلص لا الصدقة، ومن غير أن ترجع على المتخلص بأي نفع مادي أو معنوي».

كما نصّ المعيار رقم 6 «تحوّل البنك التقليدي إلى مصرف إسلامي» الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على ما يلي: «يجب أن تُصرف الفوائد وغيرها من الكسب غير المشروع في وجوه الخير وأغراض النفع العام، ولا تجوز استفادة المصرف منها بأيّ طريقة مباشرة كانت أو غير مباشرة، مادية كانت أو معنوية، ومن أمثلة وجوه الخير: التدريب والبحوث، وتوفير وسائل الإغاثة، وتوفير المساعدات المالية والمساعدة الفنية للدول الإسلامية، وكذلك للمؤسسات العلمية والمعاهد والمدارس، وما يتصل بنشر المعرفة الإسلامية وغير ذلك من الوجوه، طبقاً لما تقرّره هيئة الرقابة الشرعية للمصرف»⁽¹⁾.

ويرى أحد الباحثين⁽²⁾ أن تحديد المعايير الشرعية لكيفية التخلص من الكسب غير المشروع؛ قد يعكس أن الأموال المكتسبة بهذه الطريقة ضخمة بحيث تكفي لتغطية هذه المجالات، كما أدّت التطبيقات الإدارية في بعض المؤسسات الاستثمارية الإسلامية إلى استخدام الفائدة الربوية التي تحصل عليها لتدريب الموظفين لمصلحة العمل داخلها، وطبع المطبوعات الدعائية لها، والصّرف على برامج الدعاية في وسائل الإعلام، وتغطية جوائز الحج والعمرة، وجوائز الزواج⁽³⁾؛ من خلال الإيرادات غير المشروعة؛ الأمر الذي يناقض معايير التخلص من المال غير المشروع.

وبناءً على ذلك؛ تمّ اقتراح بعض الحلول والمعالجات في حساب التطهير، منها ما يلي⁽⁴⁾:

- أن تقوم المؤسسات الاستثمارية بالإعلان عن المصادر التي تمّ الصّرف فيها حتى يعطي العملاء مزيداً من الثقة والاطمئنان بالآلية المتبعة للتوزيع، ومن المعلوم أن

(1) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 67.

(2) محمود عبد الكريم إرشيد، مرجع سابق، ص: 263؛ 267.

(3) هي جائزة شهرية تسحب على حسابات التوفير المشتركة في الجائزة، ويُدفع للفائز مبلغاً من أجل الزواج.

(4) ياسر بن عبد الرحمن آل عبد السلام، «حساب التطهير»، الاقتصادية الإلكترونية، ع6082، 2010/06/06، في الموقع الإلكتروني:

http://www.aleqt.com/2010/06/06/article.402828_html

الهيئات الشرعية اشترطت ألا يتم الاستفادة من هذا الحساب لمصلحة المؤسسة مادياً كأن يدخل في الأرباح أو يعاد استثماره، ولا معنوياً كدعاية وإعلان؛ إلا أن الأمر مختلف هنا حيث يُعلن أن هذا التبرع من حساب التطهير وليس من صافي أرباح المؤسسة؛ - من المناسب عند توزيع هذه المبالغ التركيز على قطاع معين؛ فمثلاً تركّز مؤسسة على القطاع الصحي بشراء بعض الأجهزة والمعدات الطبية والتكفل بعلاج المرضى وإجراء العمليات الجراحية...، ومؤسسة أخرى تركّز على قطاع التعليم والبحث العلمي وكراسي البحث...، ومؤسسة تهتم بالجانب الإغاثي ومعالجة الفقر...؛ بحيث تظهر آثار هذا التبرع في الأجل الطويل عند دعم المؤسسات الاستثمارية لجهة معينة في أحد القطاعات السابقة؛

- إن هذه الأموال يراد بها التخلّص من العنصر غير المشروع وليس التبرع؛ لهذا على المؤسسات الاستثمارية أن تفصل بين التبرعات التي هي من صافي أرباح المؤسسة وحساب التطهير الذي أصله غير مشروع؛ وذلك بأن تستمر المؤسسة في التبرع والإسهام في خدمة المجتمع وتقديم الدعم ولا توقف ذلك بسبب ما دفعته من مبالغ التطهير.

مّا كانت المؤسسة تستثمر جزءاً من أموالها في شركات تابعة أو زميلة؛ فقد جاء في قرارات وتوصيات ندوات البركة للاقتصاد الإسلامي (2/31) بخصوص زكاة أسهم مشاركات الشركات القابضة ما يلي:

- «إذا كانت الأسهم لشركات مختلطة، فيجب التخلّص من الإيراد المحرّم المتحقّق من ذلك الاستثمار، ولا يجوز أن يُحتسب مبلغ التخلّص من الزكاة الواجبة عن تلك الأسهم»؛

- «إذا كانت الأسهم لشركات محرّمة النشاط، فيجب بيعها فوراً والتخلّص من جزء من الثمن يعادل نسبة قيمة الموجودات المحرّمة في تلك الأسهم إلى إجمالي قيمتها، وإخراج الزكاة عن الموجودات المباحة فيها»⁽¹⁾.

(1) إدارة التطوير والبحوث مجموعة البركة المصرفية، بحوث ندوة البركة الثانية والثلاثون للاقتصاد الإسلامي، جدة، ط1، 10-11 أغسطس 2011، ص: 350.

بناءً على ما سبق؛ فإن المؤسسات الاستثمارية التي تملك أسهم شركات تابعة تزكي عن تلك الأسهم ولا تحتسب مبلغ التطهير من الزكاة؛ لأن هذا المبلغ مال غير مشروع لا يمكنها أن تنتفع به في سداد الالتزامات التي عليها .
وتجدر الإشارة إلى أن الأمانة العامة للهيئة الشرعية الموحدّة لمجموعة البركة المصرفية قامت بإعداد لائحة بأوجه وشروط الصّرف من حساب التطهير (وجوه البرّ)؛ نلخصها في الجدول التالي:

جدول 20: المجالات والشروط المتعلقة بالتخلص من أموال حساب وجوه البرّ

الشروط المتعلقة بالصّرف من حساب وجوه البرّ (الأموال غير الحلال فقط)	أوجه الصّرف المسموح بها من حساب وجوه البرّ
1- كل الأموال في حساب وجوه البرّ يجب تجنيبها شرعاً في حساب مستقل عن حسابات المؤسسة؛	1- العاملون في البنك إذا توافرت فيهم صفات استحقاق الزكاة؛
2- يجب التخلص منها في أسرع وقت ممكن؛	2- الفقراء والمساكين بشكل عام (داخل أو خارج الدولة)؛
3- لا ينتفع البنك أو يستفيد منها بأيّ وجه من الوجوه، مثل: تقليل مصاريفه أو حماية أمواله وأصوله؛	3- الجمعيات الخيرية التي تُشرف على توزيع الأموال في الصالح العام للمسلمين؛
4- لا يستخدمها في تمويل عملياته المصرفية؛	4- المؤسسات العلمية الإسلامية غير الهادفة للربح، وغير المتعارضة مع الشريعة الإسلامية؛
5- لا تُحسب من الزكاة؛	5- رعاية وتنظيم الندوات والمؤتمرات والدورات التدريبية المقدمة للجمهور (بما فيهم الموظفين) دون اشتراط الدعاية؛
6- لا تُدفع منها الضرائب؛ باستثناء الضرائب المتعلقة بالمبالغ المجنّبة؛	6- نشر البحوث والدراسات الإسلامية التي توافق عليها الهيئة الشرعية؛
7- لا تُدفع بها أيّ مستحقات مترتبة على البنك سواء كانت مشروعة أم غير مشروعة، مثل: ما قد يلزم به من فوائد بصورة عرّضية؛	7- لا مانع من الصّرف في بناء المساجد ومكملاته وطباعة المصحف.
8- لا تُدفع قروضاً؛ حيث إن الأصل أن تسارع المؤسسة إلى التخلص من هذه الأموال؛	
9- في حالة الصّرف من حساب وجوه البرّ لرعاية أو تنظيم الندوات والمؤتمرات والدورات التدريبية، يُشترط أن تكون عامة، ولا مانع من استفادة بعض العاملين في المؤسسة الراعية، ولا يشمل تذاكرهم ومياوماتهم من إقامة أو غيرها، وعلى أن لا تشترط الرعاية أيّ دعاية للبنك من طاولات إعلان أو بوسترات، وفي حالة اشتراط المؤسسة الدعاية والإعلان يتحمّل البنك الفرق دون حساب وجوه البرّ؛	
10- في حالة نشر البحوث والدراسات الإسلامية التي توافق عليها الهيئة الشرعية، يجب أن لا تحمل صورة دعائية للمؤسسة؛ إلا أن يُدفع الفرق المتعلق بالدعاية من حساب المؤسسة؛	
11- يجب إعداد قائمة بأسماء الجمعيات والجهات التي تُصرف لها أموال حساب وجوه البرّ حتى تعتمد عليها هيئة الرقابة الشرعية قبل الصّرف من حساب وجوه البرّ.	

المصدر: راجع: موسى عبد العزيز شحادة وعلي محمد أبو العز، مرجع سابق، ص: 317-318.

بناءً على ما سبق؛ فإنه ينبغي عند استبعاد الدخل غير المشروع مراعاة الأمور التالية:

- توجيه ما دخل في الأسهم من إيرادات غير مشروعة إلى حساب التطهير؛
- صرف المبالغ المستبعدة في حساب التطهير بمعرفة وتدقيق هيئة الرقابة الشرعية؛
- الإفصاح في التقارير الدورية أو في الإيضاحات حول القوائم المالية أو في تقرير هيئة الرقابة الشرعية عن نسبة الدخل غير المشروع، وكيفية صرفه.



نتائج واقتراحات

لقد تبين لنا من خلال هذه الورقة البحثية ما يلي:

- قصور في توحيد الممارسات المتبعة في التطهير المالي للأسهم المتوافقة مع الشريعة؛ الأمر الذي أدى إلى ظهور إشكالات ملحوظة على مستوى قياس التطهير:

قياس التطهير		
الاقتراض الربوي	الاستثمار غير المشروع	تقدير الإيرادات غير المشروعة
(الربح المتحقق - الفائدة المدفوعة) / عدد الأسهم	(الإيراد غير المشروع / مجموع الإيراد) × الربح الموزع	50 % من الربح الموزع
1/2 منفعة القرض الربوي × ربح السهم	(الإيراد غير المشروع / صافي الربح قبل الضريبة) × الربح الموزع	10 % من الربح الموزع
القرض الربوي مضمون؛ فعائده معفى (التطهير = 0)	(الإيراد غير المشروع / عدد الأسهم) × الأسهم المملوكة	30 % من الإيرادات غير المفصح عنها
(التمويل الربوي / إجمالي التمويل) × ربح السهم	(الإيراد غير المشروع / الموجودات) × الأسهم المملوكة	مخصص التطهير > التطهير الفعلي (حالة العجز)

- قصور في توحيد الممارسات المتبعة في التطهير المالي للأسهم المتوافقة مع الشريعة؛ الأمر الذي أدى إلى ظهور إشكالات ملحوظة على مستوى منهجية التطهير:

منهجية التطهير		
محلّ التطهير	خضوع للتطهير	إعفاء من التطهير
الربح = نماء لرأس المال	الأرباح الموزعة (نقدية + أسهم منحة)	-
	الأرباح المحتجزة (إعادة استثمار الأرباح)	الأرباح المحتجزة (إعادة استثمار الأرباح)
	الأرباح الرأسمالية (سعر البيع - سعر الشراء)	الأرباح الرأسمالية (سعر البيع - سعر الشراء)
رأس المال = الأصل في توليد الإيرادات	السهم (مهما كانت نتيجة الأعمال + الأرباح الموزعة + الرأسمالية)	-

- قصور في توحيد الممارسات المتبعة في التطهير المالي للأسهم المتوافقة مع الشريعة؛ الأمر الذي أدى إلى ظهور إشكالات ملحوظة على مستوى آليات التطهير:

آليات التطهير		
مجالات التطهير	مسؤولية التطهير	توقيت التطهير
حساب التطهير (التخلص لفائدة الجهات الخيرية)	المؤسسة: تخفيض العائد + المستثمر غير المسلم	(قبل / بعد) تاريخ إعلان التوزيعات في الجمعية العامة
عدم الإفادة من أموال التطهير (لا تُحسب منها زكاة أو ضريبة...)	المستثمر: إعلامه من قبل المؤسسة + عمولة التطهير	تغير تصنيف الأسهم = الخروج من الاستثمار خلال (30، 60، 90، 360 يوماً)

بناء على ما سبق؛ فإن الإشكالات القائمة تقتضي وضع حلول مقبولة لها من الناحية النظرية والعملية وفقاً لتطور أسواق الأسهم المتوافقة مع الشريعة؛ وذلك على النحو التالي:

- ضرورة وضوح البيانات المالية ضمن القوائم والتقارير المالية بتحقيق الإفصاح والشفافية بما يوافق متطلبات التداول الشرعية؛ بأن تُفصح الشركات المتوافقة مع الشريعة عن كل إيراد غير مشروع ضمن قائمة الدخل بشكل مستقل؛
- العمل على تشجيع المؤسسات الاستثمارية التي تقوم بالإفصاح الشرعي الكافي عن البيانات المالية لقياس مبلغ التطهير فيها بصورة دقيقة؛ حتى تكسب التصنيف كشركة متوافقة مع الشريعة؛
- يمكن اقتراح حلول في المدى القصير والمتوسط لتطهير الإيرادات غير المشروعة؛ لكن التحدي القائم على المدى الطويل هو تطوير منهجية تطهير مالي سليمة ودقيقة وهادفة بعيداً عن البساطة، والتأكد من أنها لا تُحدث تشوّهات لا مبرر لها في قواعد اختيار محفظة الأسهم المثلى (مقارنة عوائد ما قبل التطهير وعوائد ما بعد التطهير)؛
- العمل على وضع إطار محاسبي مقترح لدى المؤسسات الاستثمارية الإسلامية يتضمن المعالجة المحاسبية للتطهير المالي للأسهم؛ في ظل تصور استتباط حسابات تفيد في تقديم معلومات محاسبية ذات جودة عالية لمستخدميها، مثل: ح/ التطهير، ح/ تطهير سنوات سابقة، ح/ أرباح قبل التطهير، ح/ أرباح بعد التطهير، ح/ عمولة التطهير، ح/ أتعاب التطهير، ح/ مخصص التطهير، ح/ الزيادة في التطهير، ح/ العجز

- في التطهير، ح/ ضريبة أموال التطهير، ح/ التخلُّص من أموال التطهير...؛
- ضرورة الإفادة من فقه الزكاة لحلّ الإشكالات المتعلقة بالتطهير المالي للأسهم المتوافقة مع الشريعة وتنقية أرباحها؛
 - العمل على توحيد معايير التوافق الشرعية والممارسات المتّبعة في عملية قياس ومنهجية وآليات تطهير الأسهم المتوافقة مع الشريعة على مستوى الهيئات الشرعية للمؤسّسات الاستثمارية الإسلامية (شركات، بنوك، صناديق)، والهيئات الشرعية لمؤشرات الأسهم الإسلامية في أسواق المال العالمية.



ملخص
الفصل الثالث

تُعدُّ ظاهرة الاستثمار والمتاجرة في أسهم الشركات المختلطة واحدة من أهم القضايا المعاصرة التي أثارت اهتمام شريحة واسعة من الأفراد الذين طرحوا حولها تساؤلات فقهية ومالية عديدة.

لقد اجتهد الباحثون في مجال الفقه والتمويل الإسلامي في وضع حلول لهذه التساؤلات من خلال عمليات التطهير المالي؛ حتى يكون الاستثمار متوافقاً مع الشريعة.

ومع ذلك؛ لا تزال هناك العديد من الإشكالات الشرعية والمالية المتعلقة بالتطهير؛ الأمر الذي يجعل من الممارسات المتبعة في هذا المجال تخضع للتّحسين المستمر.

تأتي هذه الدراسة لتقديم جانب مهمّ من جوانب التجديد في القطاع المالي وهو سوق الأسهم الإسلامية؛ من خلال ثلاثة محاور هي: الإشكالات والحلول المرتبطة بقياس التطهير المالي ومنهجيته وآلياته.

الكلمات المفتاحية: سوق الأسهم الإسلامية، الأسهم المتوافقة مع الشريعة، الفرز الشرعي للأسهم، تطهير الأرباح، تطهير الاستثمار، الدخل غير المشروع.



Abstract:

Purification of Sharī'ah-Compliant Stocks: Problems & Solutions

There is no doubt that the phenomenon of investment and trading in the shares of mixed companies is one of the most important contemporary issues which inspired the attention of a large segment of individuals who have raised many fiqh and financial questions. Researchers have worked hard in the field of fiqh and Islamic finance in developing solutions to these questions; through purification processes in order to make it a Sharī'ah-compliant investment. However, there are still many problems related to cleansing which make the practices in this area subject to continuous improvement. This study aims to present an important aspect relating to the financial sector, i.e., purifying the equity market for it to be Sharī'ah-compliant.

Keywords: Islamic Equity Market, Sharī'ah-Compliant Stocks, Sharī'ah Stock Screening, Dividend Purification, Investment Purification, Non-Permissible Income.



مصادر ومراجع الفصل الثالث

- 1- أحمد عبد العليم أبو عليو (محرّر)، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة التعاون الإسلامي، الأمانة العامة للأوقاف، الشارقة، ط1، 2011.
- 2- إدارة التطوير والبحوث مجموعة البركة المصرفية، بحوث ندوة البركة الثانية والثلاثون للاقتصاد الإسلامي، جدة، ط1، 10-11 أغسطس 2011.
- 3- أسامة عبد العليم الشيخ، المعاملات الواردة على الأسهم على خلاف القواعد الشرعية: دراسة فقهية مقارنة، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، ط1، 2013.
- 4- أشرف محمد دوابة، «الاستثمار والمضاربة في أسهم البنوك والشركات التقليدية: رؤية إسلامية»، في مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 مايو-3 يونيو 2009.
- 5- أشرف وجدي دسوقي (محرّر)، النظام المالي الإسلامي: المبادئ والممارسات، ترجمة: كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 1435هـ.
- 6- أمانة الهيئة الشرعية لبنك البلاد، الضوابط المستخلصة من قرارات الهيئة الشرعية لبنك البلاد، دار الميمان، الرياض، ط1، 2013.
- 7- بنك البلاد، قرار الهيئة الشرعية رقم (69/ج)، «منهجية تطهير صناديق المتاجرة في الأسهم»، في الموقع الإلكتروني:
<http://www.bankalbilad.com/Documents>
- 8- جريدة القبس، «تقرير إقليمي صادر عن شركة NBK كابيتال: التوزيعات جاذبة.. لكن ماذا عن جودة الأرباح؟»، الكويت، 27 مايو 2012.
- 9- حسين شحاتة، «التحليل المالي الشرعي للقوائم المالية للشركات من منظور التطهير مع دراسة تطبيقية»، في الموقع الإلكتروني:

- 10- خالد بن عبد الرحمن الجريسي (محرر)، الفتاوى الشرعية في المسائل العصرية من فتاوى علماء البلد الحرام، مؤسسة الجريسي، الرياض، ط1، 1999.
- 11- خالد بن عبد الله المزيني، «قاعدة التطهير المالي في مجال الأسهم»، في ندوة التخلص والتطهير في الأسهم والوحدات الاستثمارية، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل بالتعاون مع موقع الفقه الإسلامي، 2009/6/9.
- 12- رانية زيدان العلوانة، مؤشرات أسعار الأسهم الإسلامية في الأسواق العالمية: تقييم شرعي اقتصادي، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة اليرموك، 2010.
- 13- سامر مظهر قنطججي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دار شعاع، حلب، 2010.
- 14- صالح بن مقبل العصيمي التميمي، الأسهم المختلطة: أسهم الشركات التي أنشئت لغرض مباح ولكنها تتعامل بالمحرم أحياناً، دار التدمرية، الرياض، ط2، 1427هـ.
- 15- عباس أحمد محمد الباز، «أحكام الربح الناشئ عن المساهمة في الشركات التي فيها شبهة من حيث التصرف والامتلاك»، في مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون بجامعة الإمارات العربية المتحدة وغرفة تجارة وصناعة دبي، 16 - 18 صفر 1428هـ الموافق 6 - 8 مارس 2006م.
- 16- عبد الستار أبو غدة وعز الدين خوجة (محرر)، فتاوى الهيئة الشرعية للبركة: فتاوى الهيئة الشرعية الموحدّة لقطاع الأموال بمجموعة دلة البركة (مضموماً إليها فتاوى هيئة الرقابة الشرعية لشركتي التوفيق والأمين سابقاً)، مجموعة دلة البركة، قطاع الأعمال، شركة البركة للاستثمار والتنمية، ط2، 2003.
- 17- عبد الستار أبو غدة وعز الدين محمد خوجة (محرر)، قرارات وتوصيات ندوات البركة للاقتصاد الإسلامي (1403-1422هـ/1981-2001م)، مجموعة دلة البركة، الأمانة العامة للهيئة الشرعية، جدة، ط6، 2001.
- 18- عبد العظيم أبو زيد، «قراءة فقهية نقدية للمعايير الشرعية في المختلط حلالاً وحراماً»، في مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية

والعمل الخيري، دبي، 31 مايو-3 يونيو 2009.

19- عبد الله بن محمد العمراني، الاستثمار والمتاجرة في أسهم الشركات المختلطة:

مراجعة فقهية ومقترحات للبحث المستقبلي، دار كنوز إشبيليا، الرياض، ط1، 2006.

20- عصام أبو النصر، «الحكم الشرعي في تملك الأسهم وكيفية تطهير أسهم الشركات

التي اختلط فيها الحلال بالحرام»، في مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق

وتحديات، كلية الشريعة والقانون بجامعة الإمارات العربية المتحدة وغرفة تجارة وصناعة

دبي، 16 - 18 صفر 1428هـ الموافق 6-8 مارس 2006م.

21- علي القره داغي، فتاوى هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لبنك دبي الإسلامي،

مج2، دار البشائر الإسلامية، بيروت، 2005.

22- علي محيي الدين القره داغي، «النسب الواجب دفعها، والتخلص منها من أرباح

أسهم الشركات المختلطة»، في الموقع الإلكتروني:

http://www.qaradaghi.com/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=1880:2011-04-12-10-55-15=catid14:2009-04-11=&15-11-36Itemid8=

23- فيصل بن سلطان المري، «مسائل في تطهير الأسهم»، في ندوة التخلص والتطهير

في الأسهم والوحدات الاستثمارية، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل بالتعاون

مع موقع الفقه الإسلامي، 2009/6/9.

24- المجموعة الشرعية بمصرف الراجحي، قرارات الهيئة الشرعية بمصرف الراجحي،

ج1، دار كنوز إشبيليا، الرياض، ط1، 2010.

25- محمود عبد الكريم إرشيد، «هل يجوز تحويل البنوك الربوية إلى إسلامية على

طريقة غسل الأموال»، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، ع17،

2009.

26- موسى عبد العزيز شحادة وعلي محمد أبو العز، «معالجة الإيرادات المحرمة

الناشئة عن المساهمة في الشركات المختلطة»، في بحوث ندوة البركة الثانية والثلاثين

للاقتصاد الإسلامي، جدة، 10-11 أغسطس 2011.

27- هاني بن عبد الله الجبير، «تطهير الكسب الحرام في الأسهم»، في ندوة التخلص والتطهير في الأسهم والوحدات الاستثمارية، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل بالتعاون مع موقع الفقه الإسلامي، 2009/6/9.

28- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المنامة، 2010.

29- ياسر بن عبد الرحمن آل عبد السلام، «حساب التطهير»، الاقتصادية الإلكترونية، ع6082، 2010/06/06، في الموقع الإلكتروني:

http://www.aleqt.com/2010/06/06/article.402828_html

30- يوسف بن عبد الله الشبيلي، الخدمات الاستثمارية في المصارف وأحكامها في الفقه الإسلامي: الصناديق والودائع الاستثمارية، ج2، رسالة دكتوراه منشورة، دار ابن الجوزي، الرياض، ط1، 2005.

31- Abdelbari El Khamlichi et al, “Islamic Equity indices: Insight and Comparison with Conventional Counterparts”, 30th AFFI Conference, Lyon, France, 28-31 May 2013.

32- Asyraf wajdi dusuki et al, “A framework for islamic financial institutions to deal with shari’ah non-compliant transactions”, ISRA research paper, International Shari’ah Research Academy For Islamic Finance (ISRA), No. 42, 2012.

33- Biswadeep Sengupta, “Sharia Stock Screening: A Fund Manager’s Conundrum”, Cognizant 20-20 Insights, january 2012.

34- Faraz Younus Bandukda & Irshad Ahmad Aijaz, “Dividend Purification for Shariah Compliance of Investments In Joint Stock Companies”, Fortune Islamic Services (Pvt.) Limited, Karachi, Pakistan, 2013, Website: <http://www.academia.edu/5079525>

35- Kabir Hassan & Michael Mahlknecht, *Islamic Capital Markets: Products and Strategies*, Chichester, West Sussex, Wiley, U.K, 2011.

- 36- M. H. Khatkhatay & Shariq Nisar, “**Shariah Compliant Equity Investments: An Assessment of Current Screening Norms**”, *Islamic Economic Studies*, Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, Vol. 15, No. 1, July 2007.
- 37- Mahmoud A. El-Gamal, **Islamic Finance: Law, Economics, and Practice**, Cambridge University Press, New York, 2006.
- 38- Md Nurdin Ngadimon, “**Shariah Screening Process in Islamic Capital Market**”, *IFSB Seminar on Islamic Capital Market*, Mauritius, 19-20 May 2009.
- 39- Mohamed Ali Elgari, “**Purification of Islamic Equity Funds: Methodology and Shari’ah Foundation**”, *Proceedings of the Fourth Harvard University Forum on Islamic Finance; Islamic Finance: The Task Ahead*, Cambridge, Massachusetts, Center for Middle Eastern Studies, Harvard University, 2000.
- 40- Mohammad Obaidullah, **Islamic Financial Services**, Islamic Economics Research Center, Jeddah, 2005.
- 41- Saeed bin Mahfooz and Habib Ahmed, “**Shari’ah Investment Screening Criteria: A Critical Review**”, *JKAU: Islamic Econ.*, Vol. 27 No. 1, 2014.
- 42- Saeed Salem Binmahfouz, **Investment Characteristics of Islamic Investment Portfolios: Evidence from Saudi Mutual Funds and Global Indices**, Doctoral thesis, Durham University, 2012.
- 43- Said Elfakhani et al, “**Comparative Performance of Islamic versus Secular Mutual Funds**”, *Proceedings of the 12th Economic Research Forum*, University of New Orleans, US, 2005.



الفصل الرابع

نحو منهجية متدرّجة
للتصنيف الشرعي للأسهم

ظهرت وكالات التصنيف الائتماني بسبب حاجة المستثمرين والمقرضين لسدّ الفجوة المعلوماتية الموجودة بينهم، والرغبة في توفير رموز سهلة الفهم وموجزة وموثوقة عن مستوى الجودة المالية والائتمانية.

كما أدّت الحاجة إلى مرجع يعتمد عليه المستثمرون والممولون في تحقيق الجودة الشرعية من ناحية التزام الشركات بمتطلبات التوافق الشرعي إلى ظهور وكالات التصنيف الشرعي.

لقد أصبحت صناعة التصنيف تؤدي دوراً محورياً في الأسواق المالية العالمية؛ من خلال حلّ مشكلة قصور كفاءة المعلومات بين المتعاملين لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية الرشيدة، وفي الكشف عن الملاءة المالية والسلامة الشرعية للشركات؛ من خلال ما تُصدره من تصنيفات ائتمانية وشرعية في شكل درجات ومستويات محددة.

ويمكن التمييز بين التصنيف الائتماني والشرعي على النحو التالي:

- التصنيف الائتماني: عملية تهدف إلى توفير المعلومات بشأن مدى ملاءة الشركات وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها التعاقدية، أو جودة الأوراق أو المنتجات المالية؛
- التصنيف الشرعي: عملية تهدف إلى توفير المعلومات بشأن مدى توافق الشركات مع الشريعة؛ من خلال وضع درجات لمستوى هذا التوافق؛ من شأنها أن تعكس الواقع الشرعي للشركات وتعطي مؤشراً واضحاً للمستثمرين.

إن التصنيف الائتماني و/أو الشرعي ليس دعوة للمستثمرين بشراء أو بيع أسهم الشركات، وليس دعوة للتعامل مع الشركات ذات التصنيف العالي أو الابتعاد عن تلك الأقلّ تصنيفاً، كما لا يُعدّ التصنيف حقيقة مطلقة؛ بل هو مجرد رأي عن الوضع الحالي والمتوقّع مستقبلاً للشركة. فالتصنيف مرتبط بالأداء المالي والشرعي للشركة

التي بدورها مرتبطة بالدورة الاقتصادية والنوعية الشرعية المتغيرة؛ حيث من الممكن أن يتغير تصنيف الشركة ارتفاعاً وانخفاضاً حسب أداء الشركة والظروف المحيطة بها.

مشكلة البحث

تتمثل المشكلة البحثية في التساؤل التالي:

- كيف يمكن أن نستفيد من المنهجية المعتمدة من قبل وكالات التصنيف الائتماني في تطوير منهجية لتصنيف الأسهم المتوافقة مع الشريعة؟

أهداف البحث

يهدف البحث للوصول إلى ما يلي:

- مسح المنهجية المعمول بها في التصنيفات الائتمانية العالمية؛ بهدف توسيع نتيجة التصنيف الشرعي للأسهم؛
- اقتراح منهجية تعطي تصنيفاً شرعياً متدرجاً للأسهم كما هو الحال في التصنيف الائتماني للشركات (من AAA إلى D).

أهمية البحث

تتجلى أهمية هذا البحث فيما يلي:

- الحاجة الماسة إلى إرساء منهجية ملائمة للتصنيف الشرعي للأسهم؛ للارتقاء بدرجة نقاوة الشركات المتوافقة مع الشريعة؛
- حيوية موضوع التصنيف الشرعي للأسهم؛ حيث تدر الدراسات والمناقشات المثيرة للاهتمام البحثي بخصوص هذه الظاهرة؛
- الارتقاء بالدراسات العلمية من خلال الانتقال بها من طرح القضايا المتعلقة بالتصنيف الائتماني للمؤسسات المالية الإسلامية إلى التركيز على التصنيف الشرعي للمنتجات والأدوات المالية الإسلامية التي تُداول في الأسواق كالأسهم ونحوها؛
- الإسهام في إثراء الدراسات المتعلقة بتطوير الصناعة المالية الإسلامية.

ينهج البحث منهجاً نظرياً وتطبيقياً؛ وذلك باستخدام المناهج التالية:

- المنهج الوصفي: الذي سنستخدمه في مسح وتجميع وتحليل البيانات والمعلومات المرتبطة بالإشكالية موضوع البحث؛
- المنهج الاستقرائي: الذي سيستخدم في متابعة النواحي التطبيقية لوكالات التصنيف التقليدية والإسلامية؛
- المنهج الاستنباطي: الذي سوف نستعمله في إبراز تصور منهجية للتصنيف الشرعي للأسهم؛
- المنهج المقارن: الذي نستخدمه في دراسة الاختلافات الأساسية بين معايير ومؤشرات التصنيف الائتماني والتصنيف الشرعي.

خطة البحث

ستعالج هذه الورقة البحثية المحاور التالية:

- أولاً: منهجية وكالات التصنيف التقليدية؛
- ثانياً: منهجية وكالات التصنيف الإسلامية؛
- ثالثاً: منهجية التصنيف الشرعي للأسهم.

وينتهي البحث بعرض أهم النتائج والاقتراحات التي يمكن تقديمها للصناعة التصنيفية الإسلامية.



أولاً: منهجية وكالات التصنيف التقليدية

سيعالج هذا المحور العناصر التالية:

- 1- خطوات التصنيف الائتماني؛
- 2- درجات التصنيف الائتماني؛
- 3- التوقعات المستقبلية للتصنيف الائتماني.

1- خطوات التصنيف الائتماني

تُسيطر على نشاط التصنيف الائتماني ثلاث وكالات هي:

- وكالة ستاندرد آند بوررز⁽¹⁾ *Standard & Poor's*: يعود تاريخها إلى عام 1860 مع إصدار «هنري فارنم بور» *Henry Varnum Poor* كتاباً حول «تاريخ السكك الحديدية» والبيانات المالية المتعلقة بتلك الصناعة؛
- وكالة موديز لخدمة المستثمرين⁽²⁾ *Moody's Investors Service*: أسسها «جون مودي» *John Moody* عام 1909؛
- وكالة فيتش للتصنيف⁽³⁾ *Fitch Ratings*: تأسست من قبل «جون نولز فيتش» *John Knowles Fitch* عام 1913 في مدينة نيويورك، ثم اندمجت مع *IBCA* المحدودة ومقرها لندن عام 1997؛ ومن ثمّ الاندماج مع *Thomson Financial* عام 2000، وفي عام 2014 قامت شركة هيرست *Hearst Corporation* بزيادة حصتها في مجموعة فيتش إلى 80%.

وتبلغ حصة كل من موديز وستاندرد آند بوررز (نيويورك مقراً لهما) حوالي 40% من سوق التصنيف العالمي، أما فيتش (لها مقراً في نيويورك ولندن) فتبلغ حصتها حوالي 10%، فيما تتنافس باقي الوكالات على حصة سوقية لا تزيد عن 10% من حجم

(1) راجع وكالة ستاندرد آند بوررز، في الموقع الإلكتروني: www.standardandpoors.com

(2) راجع وكالة موديز لخدمة المستثمرين، في الموقع الإلكتروني: www.moodys.com

(3) راجع وكالة فيتش للتصنيف، في الموقع الإلكتروني: www.fitchratings.com

السوق في العالم؛ مما يعني أن الوكالات الثلاث السابقة تتمتع بوضع احتكاري عالمي في هذه الصناعة (الثلاث الكبار)⁽¹⁾. ولذلك سيركّز الباحث على تلك الوكالات في التحليل اللاحق.

أ- **العوامل المحددة للتصنيف الائتماني:** يعتمد تصنيف وكالات التصنيف الائتماني على مزيج من المدخلات الكمية والنوعية التحليلية لأداء الشركة المعنية⁽²⁾؛ حيث يتأثر التصنيف بما يُعرف بالتحليل التنافسي لعمليات الشركة للحصول على رأي حول نقاط قوة الشركة ونقاط ضعفها، بالإضافة إلى التحليل المالي (النسب المالية في المراجعة المفصلة) وعوامل أخرى:

- **التحليل التنافسي:** إن عملية التصنيف غير محصورة بمؤشرات مالية؛ لأن التقييم الدقيق لمستويات حماية الديون يتطلب مراجعة شاملة لأساسيات الشركة بما فيها القرارات عن وضع الشركة التنافسي، وتقييم الإدارة وإستراتيجياتها⁽³⁾:

● **تحليل السوق Market Analysis:** غالباً ما تُعطى حصّة الشركة من السوق أهمية كبيرة في تقييم مركزها التنافسي؛ إذ إن قدرة الشركة على حماية حصّتها في السوق غالباً ما تعتمد على حجم عقود البيع طويلة الأجل، ونموّ المنتجات الجديدة، أو من ملكيتها لشبكة توزيع شاملة. ومع ذلك؛ فإن الحصّة الكبيرة من السوق لا تعني دوماً أن الشركة ذات ميزة في السوق أو ذات سيطرة في مجالها الصناعي؛

● **تحليل مخاطر الصناعة Industry Risk Analysis:** أكثر شيوعاً من تحليل سوق المنتج؛ لأنه يأخذ في الاعتبار نقاط القوة الرئيسية في مجال الصناعة ككل، وتوقعاتها طويلة المدى، وتعرض الصناعة للدورات الاقتصادية، والسمات

(1) بانايوتيس غافراس، «لعبة التصنيف»، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، مج49، ع1، مارس 2012، ص: 35.
(2) راجع: ناجي التوني، «مؤشرات الجدارة الائتمانية»، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، ع44، 2005، ص: 8-11؛ خالد أمين عبد الله، «وكالات التصنيف الائتماني»، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمّان، مج22، ع1، مارس 2014، ص: 12-13؛

Marwan Elkhoury, "Credit Rating Agencies and their Potential Impact on Developing Countries", United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), Discussion Papers, No. 186, Geneva, January 2008, pp.4-7 .

(3) نصّ علماء النحو على أن الهمزة في الاسم الأعجمي (المنقول إلى العربية) لا تكون إلا همزة قطع، مثل كلمة: إستراتيجية أصلها Strategy.

الصناعية كالأضطراب العمالي، والتدخل الحكومي، والحاجة للإنفاق على المعدات الرأسمالية أو على البحث والتطوير R&D التي قد يكون لها علاقة أيضاً. إن تحليل مخاطر الصناعة يضع حداً أعلى للتصنيف الائتماني؛ فشركة بوضع تنافسي جيد جداً في صناعة ما؛ قد تتدهور على المدى البعيد (ربما مثل: الفولاذ) أو شركة تعمل في مجال موسمي (بناء مساكن مثلاً) لا يُتوقع أن تُعطى التصنيف الائتماني الأعلى؛

● تحليل مخاطر البلدان *Country Risk Analysis*: يمكن أن يكون مهماً جداً في بعض الأحيان، فالتصنيف لشركة ما في بلد معين لن يكون عادة أعلى من تصنيف الدين الحقيقي أو الضمني في البلد نفسه؛ إذ إن هناك عوامل أخرى يجب أن تُؤخذ في الاعتبار في تحليل مخاطر البلدان (دعم الدولة للصناعة، وما إذا كانت الشركة مملوكة للحكومة بشكل كامل أو جزئي).

وهذه العناصر لا يمكن تغطيتها عن طريق النسب المالية؛ ولكن عادة ما يتم تصميم استمارة استبيان تغطي جميع تلك الموضوعات توجه إلى الإدارة العليا للشركة من خلال المقابلة الشخصية. بالإضافة إلى ذلك؛ فإن المقابلة الشخصية تتطرق إلى مستقبل وتوجهات الشركة ورؤية الإدارة العليا لأهم المشكلات التي تواجه الشركة والتخطيط الإستراتيجي الذي يُستخدم للتغلب على هذه المشكلات. كما تتناول المقابلة أيضاً رؤية الإدارة لحالة السوق وتوقعاتها لمستقبله.

- تحليل النسب المالية: إن النسب المالية تضع الحدود لتصنيف ائتماني ما؛ لكنها لا تُستخدم بعينها لتثبيت التصنيف؛ حيث لا توجد معادلة لتحويل النسب المالية إلى تصنيف ائتماني. وتُعتبر النسب التالية ذات أهمية كبيرة بالنسبة لتصنيف وكالة *Standards & Poor's*:

● تقييم القدرة على دفع الفوائد في الوقت المحدد:

○ الربح التشغيلي (قبل طرح الاهتلاك⁽¹⁾) كنسبة من المبيعات: فالاهتلاك

(1) يستخدم علم المحاسبة مصطلح اهتلاك (*Depreciation/Amortization*)، ويسمى أيضاً الإهلاك والاندثار؛ وليس كما يترجمه بعض المتخصصين بالاستهلاك الذي يقابل باللغة الإنجليزية (*Consumption*).

لا يتمّ طرحه من الربح؛ لأن سياسات الاهتلاك تختلف بشكل كبير بين الشركات مما يؤثر في المقارنات فيما بينها. فبالنسبة للشركات العقارية، تستخدم نسبة (الدخل التّاجيري الصافي/مجمّل تكلفة الفوائد)؛ فإذا كانت النسبة أقلّ من (1,0) مرّة؛ فإنه من غير المحتمل أن تُمنح درجة تصنيف اتّماني عالية؛

○ **تغطية المصروفات الثابتة:** هي نسبة أرباح التشغيل إلى المصروفات الثابتة التي يجب أن تدفعها الشركة، والمصروفات الثابتة عبارة عن مجمل تكلفة الفوائد والدفعات التعاقدية ضمن عقود الإجارة التشغيلية، وأرباح الأسهم الممتازة. وللتصنيف بدرجة عالية فإن الشركة يجب أن لا يُتوقّع لها أن تغفل أرباح الأسهم الممتازة.

● **تقييم القدرة على تسديد أصل الدّين في الوقت المحدّد:** يفضّل استخدام التدفّق النقدي كمؤشّر لقدرة الشركة على تسديد ديونها في الوقت المحدّد على مؤشّر هيكل الميزانية، ولكن ليس هناك حدّ أدنى «مثالي» للتدفّق النقدي الصافي للدّين؛ لأن الصناعات المختلفة لديها اهتمامات مختلفة بالتدفّق النقدي. ففي حال المقارنة بين شركات التجزئة عالية السيولة والشركات العقارية قليلة السيولة؛ نجد أن شركات التجزئة ينبغي أن تكون لديها نسبة أعلى بكثير من صافي التدفّق النقدي الوارد منسوباً للديون من الشركات العقارية؛ لأن دورة النقدية في مجال التجزئة أسرع، كما أن حاجة شركات التجزئة للاقتراض (لتمويل الممتلكات والأصول الأخرى) ينبغي أن تكون أقلّ بكثير. وإن نسبة التدفّق النقدي الرئيّسة هي نسبة التدفّق النقدي إلى الدّين (الدّمم الدائنة) وتغطية التدفّق النقدي للفوائد.

ويمكن القول إن تحليل النسب المالية يعكس الوضع المالي والأداء الحقيقي للشركة المصنّفة، بينما يعكس التحليل النوعي بشكل مباشر دور الإدارة العليا والتوجّهات الإستراتيجية للشركة بما يمكن من تكوين صورة صحيحة وكاملة⁽¹⁾.

(1) راجع: أحمد طلفاح، «برنامج تحليل مؤشرات الجدارة الائتمانية والأداء الاقتصادي»، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2005.

- عوامل أخرى في التصنيف:

● المرونة المالية *Financial Flexibility*: تشير المرونة إلى قدرة الشركة على زيادة التمويل الإضافي، في حال احتياجها لذلك، سواء من الاقتراض المصرفي، أو إصدارات الدين الجديدة، أو رأس المال المملوك (غير المقترض)؛ حيث إن وجود مشاريع غير أساسية، أو أصول فائضة عن الحاجة ذات قيمة إعادة بيع حقيقية، قد يكون لها أهمية كبرى؛

● هناك بنود أخرى ينبغي أن تتحرى عنها وكالة التصنيف الائتماني، وإذا كان هناك أمر مهم أو غامض غير مفسر بدقة؛ فإن وكالة التصنيف ستأخذ بالأحوط، وفيما يلي نماذج لتلك البنود:

○ الالتزامات العرضية أو الاحتمالية، مثل: الضمانات، والقضايا القانونية المعلقة... إذ قد تضطر الشركة لدفع هذه التكاليف إذا ما حصل حدث معين، مثال ذلك: قد تكون هناك التزامات عرضية بـ 10 ملايين ريال يجب دفعها إذا حكمت المحكمة بذلك؛

○ التمويل والالتزامات خارج الميزانية كالتأجير التشغيلي، والالتزامات الاحتمالية التي قد تتحملها الشركة بعد إعداد الميزانية، والحسابات النظامية؛

○ ممارسة محاسبة المخصصات والاحتياطات المستخدمة بشكل واسع في بعض الدول؛ لأن سوء هذه التقديرات يرتبط بإجراءات المحاسبة الإبداعية (التجميلية)؛

○ مزيج رأس المال المقترض من حيث الاستحقاق وعلى أساس نسبة ثابتة أو متغيرة من الفائدة وسعر العملة، إن شركة ما مدينة بمبالغ كبيرة جداً بالعملة الصعبة، وذات استحقاقات متقاربة زمنياً؛ قد تكون ذات مخاطرة ائتمانية عالية.

ب- مراحل التصنيف الائتماني: تكون عملية التصنيف بناءً على طلب الشركة

الراغبة في الحصول على تصنيف يعكس مدى قوتها المالية والائتمانية؛ حيث تستغرق هذه العملية من 8 إلى 12 أسبوعاً وتتمّ على 4 مراحل هي⁽¹⁾:

- المرحلة الأولى: إعداد المستندات وتقديمها لوكالة التصنيف: بعد قيام الشركة الراغبة في الحصول على تصنيف بتقديم طلبها إلى وكالة التصنيف؛ فإنها تتبع ذلك بتقديم المستندات التي تطلبها الوكالة والمتعلقة بوضعها المالي، وهيكل رأس مالها، ووضعها في السوق، وقدرتها التنافسية، وهيكلها التنظيمي، وآفاق تطورها المستقبلية...، وزيادة على ذلك؛ فإنه يتواجد على مستوى كل شركة ما يسمى بـ «مستشار التصنيف» الذي يتولّى مهمة مرافقة ومساعدة وكالة التصنيف، وبالأخصّ توضيح نقاط القوة والجوانب الإيجابية للشركة المعنيّة بالتصنيف، وذلك كتبرير للجوانب السلبية التي قد تتوصّل إليها الوكالة من خلال دراستها للمستندات؛

- المرحلة الثانية: تحليل وكالة التصنيف للمستندات: تستغرق هذه العملية أسبوعين أو ثلاثة أسابيع، تتخلّلها إمكانية طلب الوكالة لمستندات إضافية من الشركة الخاضعة للتصنيف؛ حيث يتمّ التوصل إلى نتائج واقعية ودقيقة تعكس حقيقة الوضع المالي والائتماني للشركة؛

- المرحلة الثالثة: زيارة محلّي الوكالة للشركة الخاضعة للتصنيف: يتولّى المحلّلون زيارة الشركة الخاضعة للتصنيف؛ وذلك بغرض إجراء مقابلات مع المسؤولين بمختلف مستوياتهم ومهامهم؛ وذلك ما يدفع في الغالب مسؤولي كل شركة من الشركات الخاضعة للتصنيف إلى الاجتماع فيما بينهم قصد تحضير طريقة الردّ على أسئلة واستفسارات المحلّلين؛

- المرحلة الرابعة: تحضير التقرير النهائي وتقديم التصنيف: بعد القيام بزيارة الشركة الخاضعة للتصنيف، يقوم المحلّلون بإعداد تقاريرهم التي تقدّم إلى الهيئة المختصة بتقديم التصنيف، والتي تقوم بناءً على ما جاء فيها وعلى

(1) بودخدخ كريم وكرياش رحمة، «دور وكالات التنقيط العالمية: بين الحدّ من الأزمات المالية والتسبّب فيها»، في الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة وتأثيراتها على اقتصاديات شمال إفريقيا، الجزائر، 19-20 يونيو 2013، ص: 5.

ما جاء في تقارير تحليل المستندات الخاصة بمختلف جوانب نشاط الشركة الخاضعة للتصنيف، بوضع التصنيف النهائي⁽¹⁾ الذي يعكس حقيقة الوضعية المالية والائتمانية للشركة.

والشكل التالي يلخص مراحل عملية التصنيف الائتماني:

شكل 1: مراحل عملية التصنيف الائتماني



المصدر: خالد أمين عبد الله، مرجع سابق، ص: 12.

(1) الشركة صاحبة الإصدار المالي لها الحق في استئناف التصنيف المبدئي في حال توفير معلومات جديدة يمكن أن تغير رأي الهيئة المصدرة للتصنيف؛ ولكن ليس لديها أي تأثير في نتيجة القرار النهائي للتصنيف.

2- درجات التصنيف الائتماني

تقوم وكالات التصنيف الائتماني بإصدار درجات للتصنيف الائتماني تعبر عن رأي وكالة التصنيف بقدرة الشركة على مقابلة التزاماتها المالية بشكل كامل وفي الوقت المحدد مثل: الفوائد، أصل القرض، مبلغ التأمين... ويعتمد المستثمرون على درجات التصنيف الائتماني بصفاتها مؤشراً لمدى قدرتهم على استرجاع أموالهم التي قاموا باستثمارها. ويقسم التصنيف الائتماني وفقاً لمعيار الفترة الزمنية إلى التصنيف الائتماني للفترة القصيرة والتصنيف الائتماني للفترة الطويلة، كما يلي:

أ- التصنيف الائتماني للفترة الطويلة *Long-Term Credit Rating*: يعبر التصنيف الائتماني للفترة الطويلة⁽¹⁾ عن رأي وكالة التصنيف بمخاطر الائتمان ذات فترة الاستحقاق التي تتجاوز سنة، ويُحدد احتمال عدم الوفاء بالالتزامات المالية طويلة المدى. وتستخدم وكالات التصنيف الائتماني العالمية رموزاً في شكل حروف أبجدية للدلالة على جودة الائتمان⁽²⁾، والتي تدرج ضمن نوعين من مستوى المخاطر الائتمانية، وهي:

- درجة الاستثمار *Investment Grade*: هي مؤشر لانخفاض درجة المخاطر الائتمانية، وتأخذ الرموز (*Baa, A, Aa, Aaa*) وذلك بالنسبة لوكالة موديز، والرموز (*BBB, A, AA, AAA*) بالنسبة لوكالات ستاندرد آند بورز وفيتش للتصنيف؛

- درجة المجازفة *Speculative Grade*: هي مؤشر لارتفاع درجة المخاطر الائتمانية، وتأخذ الرموز (*C, Ca, Caa, B, Ba*) بالنسبة لوكالة موديز، والرموز (*C, CC, CCC, B, BB*) بالنسبة لوكالات ستاندرد آند بورز وفيتش للتصنيف⁽³⁾.

(1) يُعرف في بعض الأدبيات المالية باسم: *Through the Cycle*.

(2) إن الأحرف الأبجدية التي تستخدمها وكالات التصنيف الائتماني للدلالة على درجة التصنيف ليست اختصاراً لأي كلمات.

(3) تستخدم معظم وكالات التصنيف الائتماني الرمز نفسه لوكالات ستاندرد آند بورز وفيتش للتصنيف.

كما تضيف وكالات التصنيف الائتماني أرقاماً أو إشارات على يمين درجة التصنيف للدلالة على مستوى الجودة الائتمانية ضمن كل درجة تصنيف؛ حيث تضيف وكالة موديز أرقاماً لدرجات التصنيف الائتماني من Aa إلى Caa هي 1 أو 2 أو 3، ويشير الرقم 1 إلى النهاية العليا ضمن درجة التصنيف، والرقم 2 على منتصف درجة التصنيف، والرقم 3 إلى النهاية الدنيا ضمن درجة التصنيف. في حين تضيف وكالتا ستاندرد آند بورز وفيتش للتصنيف «+» أو «-» إلى درجات التصنيف الائتماني من AA إلى CCC للتعبير على مستوى الجودة الائتمانية ضمنها.

ويمكن توضيح مستويات الاستثمار والمجازفة ضمن درجات التصنيف الائتماني المختلفة حسب وكالات التصنيف العالمية من خلال الجدول التفصيلي التالي:

جدول 1: درجات التصنيف الائتماني حسب وكالات Fitch, Moody's, S&P

توضيح للرموز المستخدمة من قبل وكالات التصنيف الائتماني العالمية					
معدلات الخسارة عند كل درجة ⁽¹⁾	Fitch Ratings	Standard & Poor's	Moody's	الوصف	مستوى المخاطر الائتمانية
%0,0016	AAA	AAA	Aaa	الأكثر أماناً	درجة الاستثمار
%0,0171	AA+	AA+	Aa1	جدارة ائتمانية عالية	
%0,0374	AA	AA	Aa2		
%0,0781	AA-	AA-	Aa3		
%0,1436	A+	A+	A1	جدارة ائتمانية متوسطة إلى عالية	
%0,2569	A	A	A2		
%0,4015	A-	A-	A3		
%0,6050	BBB+	BBB+	Baa1	جدارة ائتمانية متوسطة إلى أقل من متوسط	
%0,8690	BBB	BBB	Baa2		
%1,6775	BBB-	BBB-	Baa3		
%2,9040	BB+	BB+	Ba1	غير استثمارية	درجة المجازفة
%4,6265	BB	BB	Ba2		
%6,5230	BB-	BB-	Ba3		
%8,8660	B+	B+	B1	مخاطرة	
%11,3905	B	B	B2		
%14,8775	B-	B-	B3		
%19,9726	CCC	CCC+	Caa1	مخاطرة عالية	
%26,8125		CCC	Caa2		
%38,4017		CCC-	Caa3		
%55,0000			Ca	متعثرة	
%100,0000			C		
	DDD				
	DD				
	D	D			

المصدر: أحمد مداني، «دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الأزمات في الأسواق المالية ومتطلبات إصلاحها»، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، الجزائر، ع10، 2013، ص: 55.

ويلاحظ من الجدول السابق ما يلي:

- تستخدم كل من وكالة S&P و Fitch مجموعات من الحروف الكبيرة من A إلى D لتشير إلى الفوارق في النوعية داخل الفئات المصنفة مع وجود إشارة «+» أو «-»؛ حيث إن إشارة الإضافة تدل على تصنيف أعلى من إشارة الطرح؛

(1) معدلات الخسارة عند كل درجة من درجات التصنيف الائتماني (متوسط السنوات بين 2004 و 2009) حسب وكالة موديز.

- تجمع وكالة *Moody's* بين الحروف الكبيرة والصغيرة على اعتبار أن *Aaa* أعلى تصنيف و *C* أقل تصنيف، إنها لا تعطي تصنيفاً للأوراق المالية⁽¹⁾ في حال العجز، وتوضّح الوكالة الاختلافات البسيطة داخل التصنيفات من خلال الأرقام 1، 2، 3؛
- يتكوّن سلّم *S&P* و *Fitch* من 20 مستوى، وسلّم *Moody's* من 21 مستوى؛
- هناك ارتباط قويّ بين ارتفاع درجة التصنيف الائتماني وانخفاض مستوى الخسائر المالية المحتملة؛
- تشير مستويات الاستثمار المضمونة إلى أيّ إصدار مالي مصنّف بدرجة *BBB* أو أعلى من قبل وكالتي *S&P* و *Fitch*، ويُعتبر التصنيف المقابل له لدى وكالة *Moody's* هو *Baa* أو أعلى؛
- تشير المستويات غير الاستثمارية التي تتّصف بالمجازفة إلى أيّ إصدار مالي مصنّف بدرجة *BB* أو أقلّ تبعاً لوكالتي *S&P* و *Fitch*، ويُعتبر التصنيف المقابل له لدى وكالة *Moody's* هو *Ba* أو أقلّ؛
- يُعتبر هذا التقسيم مهماً من الناحية القانونية؛ حيث تمنع العديد من التشريعات المستثمرين المؤسّسين وصناديق الاستثمار وهيئات التوظيف الجماعي بصفة عامة من الاستثمار في الفئة غير الاستثمارية؛ لارتفاع المخاطر فيها⁽²⁾.

ب- التصنيف الائتماني للفترة القصيرة *Short-Term Credit Rating*: يعبر التصنيف الائتماني للفترة القصيرة⁽³⁾ عن رأي وكالة التصنيف بمخاطر الائتمان ذات فترة الاستحقاق التي لا تزيد عن 12 شهراً، ويحدّد احتمال عدم الوفاء بالالتزامات المالية قصيرة المدى. وتستخدم فيه وكالات التصنيف العالمية رموزاً مختلفة عن الرموز المستخدمة للدلالة على درجات التصنيف الائتماني للفترة الطويلة.

(1) لا شك أن عملية التصنيف عملية معقّدة ولا تتعلّق فقط بدرجة الجودة الائتمانية للورقة المالية المصنّفة؛ ولكن للشركة المصدرة لها، وهي في مضمونها تحاول تحديد درجة المخاطرة التي سوف يتحمّلها المستثمر نتيجة شراء الورقة المالية، وتقييم مقدار مخاطرة عدم تسديد قيمتها من قبل الشركة المصدرة لها.

(2) راجع: جبار محفوظ بن علي، «وكالات تصنيف الائتمان: دراسة تحليلية»، مجلة المال والصناعة، بنك الكويت الصناعي، ع22، 2004، ص: 55.

(3) يُعرف في بعض الأدبيات المالية باسم: *At the Point in Time*.

جدول 2: سلم تصنيف الديون قصيرة الأجل لوكالات التصنيف الائتماني العالمية

معنى الرموز	Fitch Ratings	معنى الرموز	Standard & Poor's	Moody's
أعلى نوعية من الديون	F-1	إمكانية قوية للوفاء بالالتزامات	A-1	P1 (Prime1)
نوعية جيدة من الديون	F-2	إمكانية قوية للتسديد	A-2	P2 (Prime2)
نوعية معقولة من الديون	F-3	إمكانية مقبولة للتسديد	A-3	P3 (Prime3)
ديون تتصف بالمجازفة	B	مجازفة	B	NP
مخاطر عالية واحتمال التوقف عن التسديد	C	معرض للمخاطر	C	
التوقف عن التسديد	D	حالة إفلاس	D	

المصدر: راجع: جبار محفوظ بن علي، مرجع سابق، ص: 53.

يُلاحظ من الجدول السابق؛ أن وكالات التصنيف الائتماني المختلفة لا تستخدم العدد نفسه من الدرجات الأساسية في السلم؛ وإن كانت تتبع المنطق نفسه في التدرج؛ مما يصعب عليها الحكم على المخاطر المتعلقة بذات القرض مثلاً بالمستوى أو الكيفية نفسها؛ ومن ثمّ قد تضلّ المستثمر عند الاعتماد عليها في اتخاذ قراراته الاستثمارية، كما تجعل الباحث متردداً في المقارنة فيما بينها. وقد جاء سلم التصنيف مكتظاً في التدرج نوعاً ما؛ أي يحتوي على عدد أقل من الدرجات مقارنة بسلم تصنيف الديون طويلة الأجل.

إن درجات التصنيف الائتماني للفترة الطويلة والفترة القصيرة ليست مقياساً للخسارة المحتملة للورقة المالية المصنفة؛ حيث لا تعبر درجات التصنيف الائتماني إلا عن رأي وكالة التصنيف الائتماني بمستوى المخاطر المالية المرتبطة بالإصدار الذي تقوم بتصنيفه. وبناءً على ذلك؛ فإن حدود درجات التصنيف الائتماني للفترة الطويلة والفترة القصيرة هي:

- لا تحدّد درجات التصنيف الائتماني النسبة المئوية للخسارة المحتملة لأيّ فترة زمنية؛

- لا تعكس درجات التصنيف الائتماني القيمة السوقية لأي ورقة مالية مصدرة؛
- لا تعبّر درجات التصنيف الائتماني عن مدى سيولة الأوراق المالية؛
- لا تعبّر درجات التصنيف الائتماني عن حدة الخسارة المحتملة للالتزامات المالية في حال عدم التسديد *Default*؛
- لا تعبّر درجات التصنيف الائتماني سوى عن رأي وكالة التصنيف بمستوى المخاطر المؤدية لحدوث حالة عدم التسديد *Default*.

ج- التصنيف الائتماني ومعايير بازل للرقابة المصرفية: يُعتبر الهدف الرئيس لمعايير بازل تعديل المتطلبات القانونية لرأس المال من أجل تغطية المخاطر المحتملة؛ مما أدى إلى زيادة الاعتماد على وكالات التصنيف الائتماني العالمية؛ حيث ألزمت معايير بازل البنوك باستخدام التصنيف الائتماني لتحديد متطلبات رأس المال المتعلقة بها.

ويعتمد الأسلوب المعياري *Standardized Approach* على وكالات التصنيف الائتماني في تحديد درجة مخاطر الائتمان؛ كما يوضحه الجدول التالي:

جدول 3: تصنيف الشركات ونسبة كفاية رأس المال وفق معايير بازل

وزن المخاطر	درجة التصنيف الائتماني
20%	من AAA إلى AA-
50%	من A+ إلى A-
100%	من BB+ إلى BBB-
150%	أقل من BB-
100%	غير مصنّف

المصدر:

Basel Committee on Banking Supervision, "International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards", A Revised Framework Comprehensive Version, Bank for International Settlements, June 2006, p. 23.

ووفقاً للجدول السابق؛ يتم ربط كل قرض تجاري بدرجة التصنيف الائتماني الصادر من وكالة التصنيف؛ بهدف تقليل عنصر المخاطرة وعدم تعريض أموال المودعين في المؤسسات المصرفية لمخاطر الائتمان؛ حيث يتم تخصيص نسبة 100% للشركات غير المصنفة و 150%⁽¹⁾ للشركات ذات التصنيف الائتماني المنخفض الأقل من BB-؛ مما يوجد دافعاً لدى الشركات ذات الجدارة الائتمانية المنخفضة لعدم الخضوع للتصنيف؛ الأمر الذي قد يؤدي إلى رفع المخاطر على التزامات المؤسسات المالية. ولذلك فرضت الكثير من الدول على البنوك ألا يتم منح أي قرض تجاري إلا بعد خضوع الجهة المقترضة لعملية التصنيف من قبل وكالة التصنيف الائتماني من أجل تقليل المخاطر على القطاع المصرفي⁽²⁾.

كما اقترحت لجنة بازل ستة معايير ينبغي على وكالات التصنيف الالتزام بها لكي تعترف بها السلطات الإشرافية؛ لغرض حساب أوزان المخاطر؛ هي: «الموضوعية، الاستقلالية، إمكانية الوصول للمعلومات على النطاق الدولي/الشفافية، الإفصاح، الموارد، المصدقية»⁽³⁾.

ونصت لجنة بازل فيما يخص التصنيف على ما يلي⁽⁴⁾:

- إذا خضعت الشركة للتصنيف من قبل وكالة معينة؛ فإن المستثمرين يتوجب عليهم أخذه في الاعتبار؛
- إذا خضعت الشركة للتصنيف من قبل وكالتين؛ فإن المستثمرين يأخذون في الاعتبار التصنيف الأدنى؛
- إذا خضعت الشركة للتصنيف من قبل عدة وكالات؛ فإن المستثمرين يأخذون في الاعتبار أدنى تصنيفين ممنوحين لها.

(1) يلاحظ أن لجنة بازل حددت وزناً ترجيحياً يتجاوز 100% من قيمة الأصل الائتماني؛ أي أن البنوك مطالبة بالاحتفاظ برأس مال يصل إلى حد 12% (150% × 8%) لمواجهة بعض الأصول الائتمانية.

(2) أماني بورسلي، «التصنيف الائتماني وعلاقته باتفاقية بازل 2»، كابتال ستاندرزدز، الكويت، 2008، ص: 6.

(3) See: Basel Committee on Banking Supervision, Op, Cit., pp. 27-28.

(4) Ibid., p. 29.

3- التوقعات المستقبلية للتصنيف الائتماني

تقوم وكالات التصنيف الائتماني بدور رقابي ضمني؛ من خلال تجاوز فكرة توفير المعلومات الأولية، إلى تقديم معلومات ذات قيمة مضافة مثل: (*Credit Watch-Outlook*) بمعنى التوقعات المستقبلية لأداء الشركة المصدرة للأوراق المالية محلّ التصنيف؛ وذلك كما يلي⁽¹⁾:

أ- **مراقبة التصنيف *Rating Watch***: تشير إلى قيام وكالة التصنيف بمراقبة درجة التصنيف الائتماني؛ ومن ثمّ هناك احتمال كبير لتغييرها في الفترة القصيرة. وهناك ثلاثة اتجاهات لحالة مراقبة التصنيف، وهي:

- إيجابي *Positive*: تشير إلى احتمال رفع درجة التصنيف الائتماني؛

- سلبي *Negative*: تشير إلى احتمال تخفيض درجة التصنيف الائتماني؛

- تطور *Evolving*: تشير إلى إمكانية رفع درجة التصنيف الائتماني أو تخفيضها أو تثبيتها.

وتجدر الإشارة إلى أنه يمكن لوكالة التصنيف أن ترفع درجة التصنيف الائتماني أو تخفضها دون أن توضع في حالة مراقبة التصنيف *Rating Watch* إذا كان هناك ما يبرر ذلك.

وبشكل عام؛ فإن حالة مراقبة التصنيف تتمّ خلال الفترة القصيرة؛ أي خلال 90 يوماً، وتكون إما سابقة للتغيرات المرتبطة بالإصدارات المالية المصنّفة أو تتبعها، وهي فترة جمع معلومات إضافية واستخدامها لإجراء تحليل التصنيف الائتماني. ويخرج الإصدار من حالة المراقبة التصنيفية عندما يتمّ نشر التصنيف سواء برفع درجة التصنيف الائتماني أو تخفيضها أو تثبيتها.

(1) راجع: رامى زعتري، التصنيف الائتماني وآفاق تطبيقه في الاقتصاد السوري: دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة حلب، 2011، ص: 38-36؛

Fitch Ratings, "Definitions of Ratings and Other Scales", *Fitch Ratings*, NY, Dec 2014, pp. 54-59.

ب- أفق التصنيف *Rating Outlook*: تشير حالة أفق التصنيف إلى احتمال قيام وكالة التصنيف بتغيير درجة التصنيف الائتماني خلال الفترة الطويلة التي تمتد من سنة إلى سنتين. وهناك أربع حالات لأفق التصنيف، وهي:

- **مستقر *Stable***: تشير إلى احتمال بقاء درجة التصنيف الائتماني على حالها في الفترة الطويلة؛

- **إيجابي *Positive***: تشير إلى احتمال رفع درجة التصنيف الائتماني في الفترة الطويلة؛

- **سلبي *Negative***: تشير إلى احتمال تخفيض درجة التصنيف الائتماني في الفترة الطويلة؛

- **تطور *Developing/Evolving***: نادراً ما يأخذ أفق التصنيف حالة «تطور»، وهذا يتم إذا كان هناك تردد فيما بين الحالتين أكان إيجابياً أم سلبياً؛ أي فيما بين رفع درجة التصنيف الائتماني أو تخفيضها في الفترة الطويلة.

وتوضع الورقة المالية بحالة أفق التصنيف *Rating Outlook* إذا كان هناك تغييرات في الظروف المحيطة بها؛ ولكنها غير واضحة بدرجة كبيرة.

ج- إجراءات التصنيف الائتماني: توجد عدة إجراءات للتصنيف الائتماني تقوم بها وكالات التصنيف والتي تتعلق بإصدار درجات التصنيف الائتماني، وهي:

- **تثبيت التصنيف *Confirmed***: تعني أن درجة التصنيف الائتماني قد خرجت من قائمة مراقبة التصنيف بعد أن تمت مراجعته، ولم يتم إجراء أي تغيير ضروري له؛

- **تأكيد التصنيف *Affirmed***: تشير إلى بقاء درجة التصنيف الائتماني على حالها، ويتم اللجوء إليها بعد ما يلي:

- مراجعة رسمية لدرجة التصنيف الائتماني؛
- الحصول على معلومات جديدة تخص الورقة المالية؛
- أحداث مهمة حصلت في السوق مثل: التغييرات في البيئة القانونية، أو

حالات استحواذ مهمّة، أو حدوث اضطرابات في السوق؛

• يُستخدم مع التغيير في أفق التصنيف.

- خفض درجة التصنيف الائتماني *Downgrade*: تشير إلى قيام وكالة التصنيف بتخفيض درجة التصنيف الائتماني؛

- انتهاء عملية الدفع *Paid in Full*: إذا سُدَّت قيمة الورقة المالية؛ فإنها لا تُعدّ مصنّفة من قبل وكالة التصنيف الائتماني، سواء أوصلت لتاريخ الاستحقاق أم سُدَّت قيمتها قبل تاريخ الاستحقاق؛

- تفعيل مراقبة التصنيف *Rating Watch On*: تعني أن الإصدار قد وُضع في حالة مراقبة التصنيف، ويجري تصنيفه من قبل وكالة التصنيف الائتماني؛

- تحديث حالة أفق التصنيف *Revision Outlook*: ترمز إلى أن حالة أفق التصنيف قد تغيّرت؛

- رفع درجة التصنيف الائتماني *Upgrade*: تشير إلى قيام وكالة التصنيف برفع درجة التصنيف الائتماني؛

- التوقّف عن التصنيف *Withdrawn*: تعبّر عن حالة التوقّف عن التصنيف الائتماني؛ ومن ثمّ لم يعد الإصدار مصنّفاً من قبل وكالة التصنيف الائتماني، ويُرمز له بـ *WR*؛

- نشر التصنيف *Published*: تعني أن درجة التصنيف الائتماني قد تمّ نشرها على الموقع الإلكتروني لوكالة التصنيف؛

- لا يوجد تصنيف ائتماني *NR*: ترمز إلى أن وكالة التصنيف الائتماني لا تقوم بتصنيف الإصدار المالي.

وفي دراسة ميدانية لوكالة *S&P* حول احتمال تغيير التصنيف؛ اتّضح أن كافة الشركات المصنّفة يمكن تعديل تصنيفها مستقبلاً؛ كما يوضّحه الجدول التالي:

جدول 4: مصفوفة احتمالات التحوّل في التصنيف خلال عام واحد حسب وكالة S&P

الوحدة: %

تصنيف السنة المقبلة								التصنيف
D	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA	الحالي
0,00	0,00	0,00	0,12	0,06	0,68	8,33	90,81	AAA
0,00	0,02	0,14	0,06	0,64	7,79	90,65	0,70	AA
0,06	0,01	0,26	0,74	5,52	91,05	2,27	0,09	A
0,18	0,12	1,17	5,30	86,93	5,95	0,33	0,02	BBB
1,06	1,00	8,84	80,53	7,73	0,67	0,14	0,03	BB
5,20	4,07	83,46	6,48	0,43	0,24	0,11	0,00	B
19,79	64,86	11,24	2,38	1,30	0,22	0,00	0,22	CCC

المصدر: جبار محفوظ بن علي، مرجع سابق، ص: 56.

يُلاحظ من الجدول السابق؛ أن كل الشركات المصنّفة يمكن أن يُعدّل تصنيفها بدرجات متفاوتة وفقاً لتصنيفها الحالي. فمثلاً احتمال بقاء تصنيف الشركة التي تصنيفها الحالي A دون تغيير هو 91,05%⁽¹⁾، واحتمال رفع تصنيفها إلى AA هو 2,27%، واحتمال تخفيضه إلى BBB هو 5,52% وهكذا... وعليه؛ فإن وضع توقّعات حول التصنيف عادة ما يؤدي إلى تعديلها في المستقبل (على مدى سنة في دراسة S&P). كما يؤثر التغيير أو انتظار تغيير التصنيف في حال وضع الشركة المصنّفة «تحت المراقبة»؛ حيث إن معظم التغييرات في التوقّع أتت بتعدّلات في التصنيف، كما يوضّح الجدول التالي:

(1) يبيّن القطر الرئيسي للمصفوفة نسبة الحالات التي احتفظت بذات التصنيف؛ في حين أن خلايا المصفوفة التي تقع يسار القطر الرئيسي تمثل الحالات التي تراجع تصنيفها، أما الخلايا التي تقع يمين القطر الرئيسي للمصفوفة فهي الحالات التي تحسّن تصنيفها، كما يُلاحظ من الجدول أن مجموع كل صف يساوي 100%، كما يُلاحظ أيضاً أن حالات الإفلاس تتزايد مع انخفاض التصنيف؛ حيث وصلت إلى نحو 19.8% في الإصدارات المالية المصنّفة ضمن مجموعات C.

جدول 5: تغييرات التصنيف الناتجة عن تغيير التوقعات

المجموع	Fitch Ratings		Standard & Poor's		Moody's		الوكالات
	نزولي	صعودي	نزولي	صعودي	نزولي	صعودي	البيان/اتجاه التصنيف
73	3	5	23	13	16	13	العدد الكلي للتغييرات في التوقع
52	1	3	15	13	11	9	العدد الكلي للتغييرات في التصنيف
9	1	1	4	1	2	0	وذلك خلال: شهر
18	0	1	4	0	7	6	شهرين
7	0	1	4	0	1	1	3 أشهر
5	0	0	1	1	1	2	4 أشهر
13	0	0	2	11	0	0	أكثر من 4 أشهر

المصدر: راجع: جبار محفوظ بن علي، مرجع سابق، ص: 56.

يتضح من الجدول السابق؛ بأن معظم التغييرات في التوقع أُتبعَت بتعديلات في التصنيف وخلال فترات متفاوتة؛ ليس فقط فيما بين الوكالات وإنما داخل الهيكل الزمني لكل وكالة أيضاً؛ إذ تمت تلك التعديلات مثلاً خلال شهر بنسبة 17,30 %، وخلال شهرين بنسبة 34,61 %، وخلال 3 أشهر بنسبة 13,46 %، وخلال 4 أشهر بنسبة 9,61 %، وأطول من ذلك بنسبة 25 %؛ وذلك بالنسبة للوكالات الثلاث واتجاهي التغيير.



ثانياً: منهجية وكالات التصنيف الإسلامية

سيعالج هذا المحور العناصر التالية:

- 1- إجراءات التصنيف في وكالات التصنيف الإسلامية؛
- 2- التصنيف الائتماني في وكالات التصنيف الإسلامية؛
- 3- التصنيف الشرعي في وكالات التصنيف الإسلامية.

1- إجراءات التصنيف في وكالات التصنيف الإسلامية

يشمل مفهوم عملية التصنيف في وكالات التصنيف الإسلامية توفير المعلومات والتقييم المستقل لكل من الجدارة الائتمانية والسلامة الشرعية للشركات محلّ التصنيف، وهي تهتمّ بجانبين هما:

- الجودة الشرعية: تتعلّق بمستويات الالتزام بالمتطلبات الشرعية؛
- الجودة الائتمانية: تتعلّق بمستويات الملاءة المالية.

ومن نماذج هذه الوكالات للتصنيف وفق المتطلبات الشرعية ما يلي:

- وكالة التصنيف الماليزية بيرهاد (MARC) تأسّست عام 1996 وهي وكالة محلية في ماليزيا⁽¹⁾؛
- وكالة التصنيف الائتماني المحدودة، باكستان (JCR-VIS) تأسّست عام 1997 وهي وكالة محلية في باكستان⁽²⁾؛
- الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف (IIRA) بدأت عام 2005 ومقرّها في البحرين⁽³⁾؛
- الهيئة الشرعية للتصنيف والرقابة (SCRA) تأسّست عام 2008 ومقرّها في البحرين⁽⁴⁾.

(1) راجع: وكالة التصنيف الماليزية، في الموقع الإلكتروني: <http://www.marc.com.my>

(2) See: Hideaki Ohta, "The Finance in the Capital Market and Credit Rating in Pakistan", Center for China and Asian Studies, Nihon University College of Economics, February 2009, pp. 10-11.

(3) راجع: الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف، في الموقع الإلكتروني: <http://www.iirating.com/Default.aspx>

(4) راجع: المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، «تقويم المنتجات المالية الإسلامية ومنهج عمل الهيئة الشرعية للتصنيف والرقابة»، سبتمبر 2008.

أ- التصنيفات المتنوعة وفق المتطلبات الشرعية: سيتم التركيز على تجربة «الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف» التي قام بتأسيسها عدد من البنوك الإسلامية ووكالات التصنيف الائتماني بقيادة البنك الإسلامي للتنمية⁽¹⁾؛ حيث تقدم هذه الوكالة نوعين من التصنيف على المستوى العالمي هما:

- تصنيف ائتماني: لإيضاح مدى القوة والملاءة المالية للمؤسسة المالية أو منتجاتها؛
- تصنيف شرعي: لإيضاح مدى موافقة المؤسسة المالية أو منتجاتها للمتطلبات الشرعية والتزامها بتوجيهات هيئتها الشرعية.

وأنشئت الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف للقيام بأعمال البحوث والتحليل والتقييم المتعلقة بالأسهم والأوراق المالية والصكوك للسلطات الحكومية، أو نيابة عنها للشركات المسجلة في البحرين أو خارجها؛ لإتاحة استخدامها من قبل المستثمرين وشركات التأمين والوكالات الحكومية والبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية والوكالات الدولية والباحثين وغيرهم؛ لذلك تهدف الوكالة إلى ما يلي⁽²⁾:

- تصنيف الشركات العامة والخاصة؛
- إجراء تقييم مستقل وإبداء الرأي عن الخسائر المحتملة مستقبلاً للشركة المصنفة؛
- إجراء تقييم مستقل عن مدى التوافق الشرعي للشركة أو الأداة المالية؛
- نشر البيانات والمعلومات التي تساعد على تطوير السوق المالية المتوافقة مع الشريعة؛
- أن تكون أداة فعالة لإدخال معايير تحقق المزيد من الإفصاح والشفافية؛
- الإسهام في تعزيز السوق المالية والأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة؛
- تعزيز البنية الأساسية للسوق المالية المتوافقة مع الشريعة بما يضمني القوة والشفافية على أعمال الشركات المتوافقة وتمكينها من تقدير حجم المخاطر التي تواجهها؛

(1) تتوزع ملكية رأس مال الوكالة بين البنك الإسلامي للتنمية بنسبة 27 %، ووكالات تصنيف بنسبة 7 %، وعدد من الشركات والمؤسسات المالية الإسلامية بنسبة 66 %.

(2) راجع: سامر مظهر قنطججي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دار شعاع، حلب، 2010، ص: 428.

- تطوير النشاط المصرفي والمالي المتوافق مع الشريعة.

وتوفّر الوكالة الإسلامية الدولية التصنيفات التالية:

جدول 6: التنوع في التصنيفات التي توفّرها الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف

تصنيفات محلية ودولية	تصنيفات متخصصة
التصنيفات السيادية	تصنيف جودة إدارة الأصول
التصنيفات الائتمانية للجهة المصدرة	تصنيفات الاستقرار المالي
تصنيف الصكوك	تصنيف الجودة الشرعية
تصنيف القوة المالية للتكافل	تصنيفات حوكمة الشركات
تصنيف العملات	التصنيفات الائتمانية

إن تصنيف الجودة الشرعية هو عملية غرضها توفير المعلومات والتقييم المستقلّ للانضباط الشرعي للمؤسسات المالية الإسلامية أو تلك التي تقدّم خدمات مصرفية أو مالية إسلامية، وللمنتجات المالية الإسلامية التي تُتداول في الأسواق كالصكوك ونحوها؛ حيث إن من الأهداف التي تسعى وكالة التصنيف إلى الوصول إليها أن تكون مرجعاً يعتمد عليه المستثمرون والممولّون في تحقيق «المستوى النوعي» من ناحية الالتزام بالأحكام الشرعية ذات العلاقة بالخدمات التي تُسوّق تحت شعار «الإسلامية».

ويختلف التصنيف الشرعي عن التصنيف الائتماني في أن الأخير هو تقييم قدرة الشركات المالية على الوفاء بالتزاماتها تجاه الآخرين وقدرتها وملاءتها المالية، أما التصنيف الشرعي فهو لا يتعلّق بالملاءة أو القوة المالية للشركة أو النوعية الائتمانية للورقة المالية ولا بالكفاءة الإدارية للجهة محلّ التصنيف وإنما يختصّ بإصدار رأي مستقلّ حول «النوعية الشرعية»⁽¹⁾.

ب- مراحل التصنيف وفقاً للوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف: تتمثل آلية

تنفيذ عمل الوكالة في التصنيف على النحو التالي:

(1) راجع: عبد الستار أبو غدة، «تصنيف المصارف الإسلامية ومعايير الجودة الشاملة»، في المؤتمر الرابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2004، ص: 3.

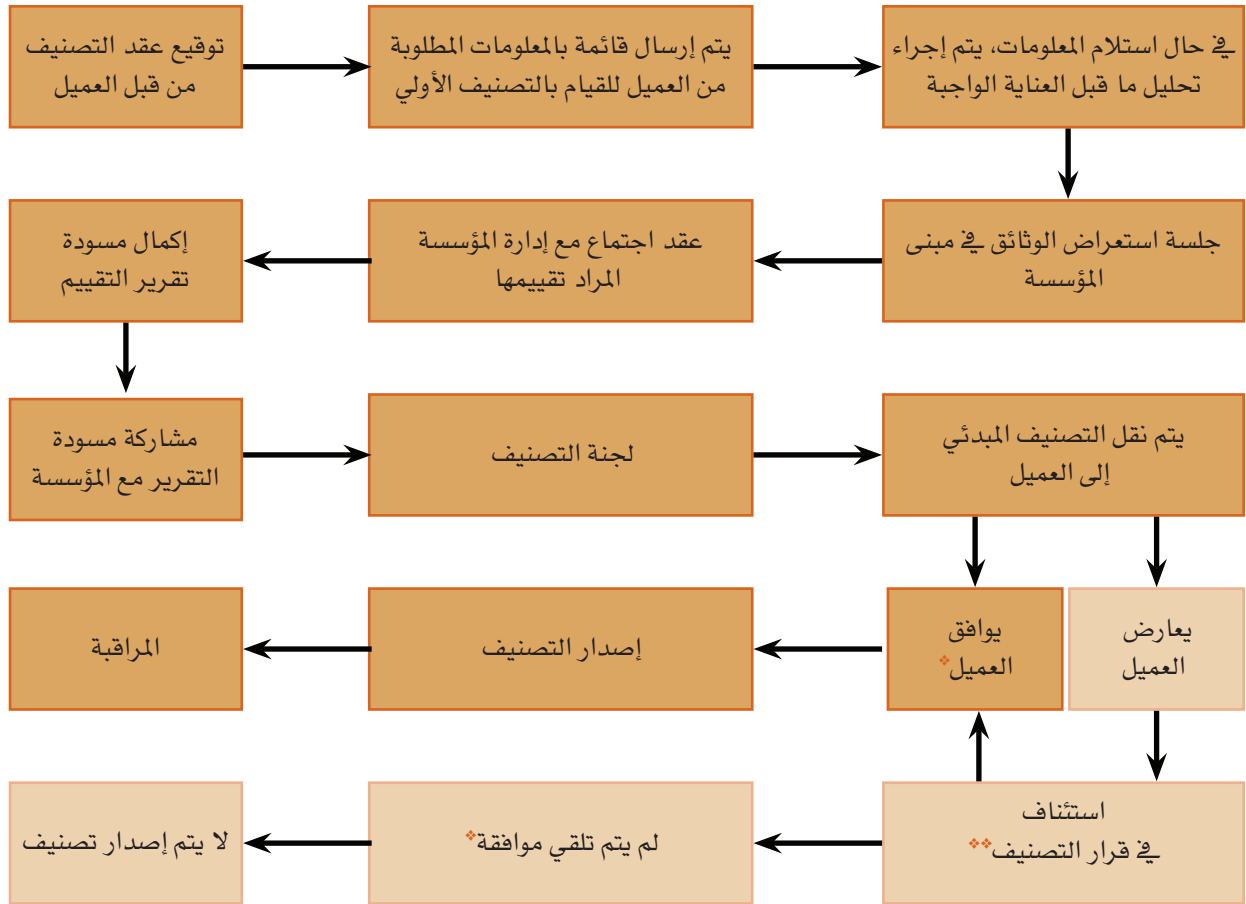
جدول 7: تسلسل إجراءات التصنيف تبعاً للوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف

الطرف المسؤول	الرقم التسلسلي	الإجراء المتبّع من الوكالة ودورة تنفيذ العملية
المُصدّر/العميل	1	يوقّع اتفاقية للتصنيف الشرعي مع الوكالة.
	2	يقدم مواد المعلومات المبدئية المطلوبة إلى الوكالة.
الوكالة	3	تبليغ الوكالة أمانة هيئة الرقابة الشرعية لتشكيل لجنة جودة التصنيف الشرعي.
	4	تقوم بدراسة مبدئية وترسل المعلومات الأولية إلى لجنة جودة التصنيف الشرعي.
لجنة جودة التصنيف الشرعي	5	تقوم بالاتصال بالوكالة لتقديم استبانة تفصيلية إلى المُصدّر/العميل.
المُصدّر/العميل	6	يقدم معلومات تفصيلية للردّ على الاستبانة التفصيلية.
الوكالة	7	تحدّد مع لجنة التصنيف الشرعي النقاط الواجب تناولها في مرحلة الدراسة والتدقيق.
	8	تقوم بإجراء تحليل لما قبل اجتماع التدقيق والدراسة.
	9	تقوم بعقد اجتماعات للدراسة اللازمة.
	10	تقوم بإجراء تحليل لما بعد مرحلة الدراسة.
	11	تعدّ تقريراً خاصاً باجتماعات لجنة جودة التصنيف الشرعي.
لجنة جودة التصنيف الشرعي	12	تقرّر جودة التصنيف المبدئي/الأولي.
الوكالة	13	تُخطر المُصدّر/العميل بالتصنيف المبدئي/الأولي.
	14	تبحث أسس ومبادئ التصنيف والمسائل ذات العلاقة مع المُصدّر/العميل.
المُصدّر/العميل	15	يمكن له الاستئناف بالاستناد إلى أيّ حقائق أو معلومات جديدة.
لجنة جودة التصنيف الشرعي	16	تبحث الاستئناف المقدم من المُصدّر/العميل وتصدر قرارها.
الوكالة	17	تبليغ قرار لجنة جودة التصنيف الشرعي إلى المُصدّر/العميل.
المُصدّر/العميل	18	يوافق على الإعلان عن التصنيف الشرعي للجُمهور.
الوكالة	19	تعلن التصنيف الشرعي لوسائل الإعلام.

المصدر: الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف، منهجية تصنيف الجودة الشرعية، مايو 2006، ص: 5.

ويمكن توضيح عملية التصنيف المبدئي والمراقبة في الشكل التالي:

شكل 2: طريقة التصنيف المبدئية المطبقة في الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف



❖ يتطلب موافقة العميل عند القيام باتخاذ إجراءات التصنيف الأولي. أما بالنسبة لإجراءات مراقبة التصنيف اللاحقة؛ فإنه يتم الإفصاح عن التصنيفات للجمهور حتى لو لم تتم موافقة العميل.

❖❖ إذا كانت الشركة تعتقد بأن هناك معلومات تؤثر في عملية التصنيف ولم يتم التصريح عنها بالشكل الوافي أو هناك تطورات لاحقة يجب أن تؤخذ في الاعتبار من قبل لجنة التصنيف؛ فيجب عليها طلب الاستئناف خلال يومين من تحديد التصنيف. إن عملية الاستئناف مصممة لتعالج نقاط محددة متعلقة بقرار التصنيف؛ ومن ثم اجتماع الاستئناف يكون مركزاً بشكل محكم. يقوم المحلل بإدراج معلومات جديدة ضمن التحليل، ويتم بعد ذلك إعادة النظر فيها من قبل لجنة التصنيف. قد تقرّر اللجنة تغيير التصنيف إلى آخر بسبب المعلومات الإضافية-التي يجب توافرها خلال 10 أيام عمل من بدء الاستئناف- أو أن يبقى التصنيف على ما هو عليه. إن قرار التصنيف على الاستئناف يكون نهائياً لا يمكن التغيير فيه.

المصدر: الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف، في الموقع الإلكتروني.

2- التصنيف الائتماني في وكالات التصنيف الإسلامية

أ- درجات التصنيف الائتماني

- التصنيف قصير الأجل: تستخدم الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف سلماً من A1+ إلى C لتصنيف القدرة الائتمانية للمصدر والإصدارات قصيرة المدى؛ حيث A1+ أعلى تصنيف ممكن، وتصنيف C كأدنى حد ممكن.

جدول 8: سلم تصنيف الالتزامات قصيرة الأجل للوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف

معنى الرموز	IIRA
أعلى قدرة للتسديد في الوقت المحدد. السيولة قصيرة الأجل ممتازة، بما في ذلك عوامل التشغيل الداخلية و/أو الوصول إلى مصادر بديلة للتمويل، والأمان أقل بقليل من التزامات قصيرة المدى الخالية من المخاطر	A-1+
قدرة عالية للتسديد في الوقت المحدد. عوامل سيولة ممتازة ومدعومة بعوامل حماية أساسية جيدة. عوامل الخطر طفيفة	A-1
قدرة جيدة للتسديد في الوقت المحدد. عوامل السيولة وأسس الشركة سليمة. المنفذ إلى أسواق رأس المال جيد. عوامل الخطر صغيرة	A-2
السيولة مرضية وعوامل الحماية الأخرى تعادل الشركات/الصكوك كما في درجة الاستثمار. عوامل الخطر أكبر وتخضع لمزيد من الاختلاف. ومع ذلك، يُتوقع التسديد في الوقت المحدد	A-3
خصائص المجازفة الاستثمارية. قد لا تكون السيولة كافية لضمان تسديد الالتزامات في الوقت المحدد	B
القدرة على التسديد الفوري للالتزامات أمر مشكوك فيه	C

المصدر: الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف، في الموقع الإلكتروني.

- التصنيف في المدى المتوسط إلى الطويل: تستخدم الوكالة الإسلامية الدولية سلماً من AAA إلى C لتصنيف القدرة الائتمانية للمصدر والإصدارات طويلة المدى؛ حيث AAA أعلى تصنيف ممكن، وتصنيف D كأدنى حد ممكن.

جدول 9: سلم تصنيف الالتزامات طويلة الأجل للوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف

معنى الرموز	IIRA
أعلى جودة الائتمان. وتمثل أقل مخاطر الائتمان	AAA
جودة الائتمان عالية. عوامل الحماية قوية. الخطر بسيط ولكن قد يختلف قليلاً من وقت لآخر بسبب الظروف الاقتصادية	AA-, AA, AA+
جودة الائتمان جيدة. عوامل الحماية مقبولة. قد تختلف عوامل الخطر مع التغييرات المحتملة في الاقتصاد	A-, A, A+
جودة الائتمان مقبولة. عوامل الحماية معقولة وكافية. وتعتبر عوامل الخطر متغيرة إذا حدثت أي تغييرات في الاقتصاد	BBB-, BBB, BBB+
إنه من المرجح أن يتم تلبية الالتزامات. عوامل حماية قابلة للإضعاف إذا حدثت أي تغييرات في الاقتصاد. قد تتحرك الجودة الشاملة صعوداً أو هبوطاً في كثير من الأحيان ضمن هذه الفئة	BB-, BB, BB+
إنه من المرجح أن يتم تلبية الالتزامات. عوامل حماية قابلة للتذبذب بشكل واسع إذا حدثت أي تغييرات في الاقتصاد. قد تتحرك الجودة الشاملة صعوداً أو هبوطاً في كثير من الأحيان ضمن هذه الفئة أو إلى درجة تصنيف أعلى أو أدنى	B-, B, B+
وجود شكوك كبيرة نحو القدرة على الوفاء بالالتزامات. عوامل الحماية شحيحة والمخاطر قد تكون كبيرة	CCC
خطر افتراضي مرتفع	CC
خطر افتراضي مرتفع جداً	C
الالتزامات المتعثرة	D

المصدر: الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف، في الموقع الإلكتروني.

- قائمة مراقبة التصنيف: تضع الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف الشركات والصكوك على «قائمة المراقبة» عندما ترى أن هناك ظروفاً تحتم أن يتم إعادة تقييم لتصنيفات معينة. إعلان «قائمة المراقبة» يعني أن الوضع القائم في هذه التصنيفات غير مؤكد، وحدث ما أو انحراف عن اتجاه متوقع الحدوث، فمن الضروري الحصول على معلومات إضافية لاتخاذ إجراء التصنيف مرة أخرى؛
- توقعات التصنيف: هناك ثلاثة تصنيفات: إيجابي، مستقر، سلبي تحدد أفق التصنيفات. وليس من الضروري أن يكون التوقع دليلاً على تغيير التصنيف؛
- حالة التعثر: التعثر هو عدم قدرة المصدر على الوفاء بالتزاماته في الوقت المحدد. والأسباب التي تدعو إلى التعثر هي عدم رغبة الملتزم بالدفع أو عدم قدرته على فعل ذلك؛

- التعليق: في حال رأت الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف أنه من غير الممكن تقييم الوضع الحالي للإصدار المعين نتيجة لعدم التعاون فيما يتعلق بتوفير المعلومات أو لأي سبب آخر؛ فإنه سيتم تعليق هذا التصنيف؛

- الانسحاب: يتم سحب التصنيفات في الحالات التالية:

• عدم التجديد/إلغاء اتفاق التصنيف؛

• استحقاق الصك؛

• توقّف الشركة لأي سبب من الأسباب.

ب- معايير الاعتراف بوكالة التصنيف الشرعي: لقد أوصت المعايير الرقابية والمبادئ الإرشادية الصادرة عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية باستخدام أربعة أنواع من المعايير من قبل السلطات الإشرافية للاعتراف بوكالات التصنيف، وتتعلق بما يلي⁽¹⁾:

- معيار إجراءات التصنيف والرقابة الداخلية والشفافية لدى وكالة التصنيف:

• يجب أن تثبت وكالة التصنيف أن إجراءات التصنيفات ونتائجها لا تتأثر بمبدأ تعارض المصالح؛ وفي حالة عدم التمكن من تفادي تعارض المصالح يجب وضع إجراءات مناسبة تؤكد عدم التأثير في قرارات التصنيف؛

• يجب أن تثبت وكالة التصنيف أن لديها إجراءات مستقلة لإصدار التصنيفات تمنع قدرة الأطراف الخارجية من الضّغط على الوكالة أو على موظفيها بقصد التأثير في نتائج تصنيفاتها؛

• يجب أن تثبت وكالة التصنيف أن لديها آلية قوية ومتناسقة يتم من خلالها إصدار التصنيفات؛

• يجب أن توفر الوكالات تصنيفاتها ومنهجياتها التصنيفية لعامة المستخدمين دون مقابل، كما يجب أن تبين لهم معنى ودلالة تصنيفاتها، بما في ذلك المدى الزمني لصلاحية التصنيف؛

(1) راجع: مجلس الخدمات المالية الإسلامية، «الإرشادات المتعلقة بمعيار كفاية رأس المال: الاعتراف بالتصنيفات للأدوات المالية المتفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية الصادرة من مؤسسات تصنيف ائتماني خارجية»، مارس 2008، ص: 11-21.

● وفي حالة وجود البيانات الكافية، يجب على وكالة التصنيف أن تنشر دون مقابل تحليلاتها لدقة تصنيفاتها واتجاهات تغيير التصنيف من درجة إلى أخرى.

- معيار الكفاءات التحليلية لوكالة التصنيف:

● يجب اعتبار الموجودات المالية المتوافقة مع الشريعة فئة منفصلة في التمويل الدولي؛ حيث إنها تتميز بخصائص ائتمانية مختلفة عن خصائص الفئات الثلاث للموجودات الأخرى (التمويل المهيكّل، والتمويل العام، والكيانات التجارية) التي عرفت لها لجنة مشرّفية المصارف الأوروبية في إرشاداتها الصادرة في يناير 2006. ومثلما تقترح اللجنة المذكورة أن تشكّل الفئات الثلاث للموجودات قاعدة لعملية الاعتراف بوكالات التصنيف «مع تقييمات منفصلة منهجية تصنيف لكل فئة من الموجودات الشاملة التي تقوم بها السلطات الإشرافية»؛ فإنه يجب على السلطات عند إشرافها على مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية أن تجري تقييماً منفصلاً منهجية وكالة التصنيف لفئة الموجودات المالية المتوافقة مع الشريعة؛

● يجب أن تنشر وكالات التصنيف منهجية تصنيفات تبرّر تحليلاتها للموجودات المالية المتوافقة مع الشريعة، ويجب أن توضّح هذه المنهجية فهم وكالة التصنيف لخصائص أدوات التمويل المتوافق مع الشريعة التي تجعل مخاطرها الائتمانية مختلفة عن أدوات التمويل التقليدي.

- معيار دقة التصنيفات التي تصدّرها وكالة التصنيف:

● من المعقول أن تتوقّع السلطات الإشرافية من وكالات التصنيف تقديم تصنيفات دقيقة. وقد تكون مهمة إثبات الدقة يسيرة حيث تتوافر بكثرة البيانات التاريخية المتعلقة بالإخلال بالالتزام وبالانتقال من تصنيف لآخر؛ ولكن المهمة تكون أصعب بكثير حين لا توجد هذه البيانات. إن غياب بيانات الإخلال بالالتزام المتعلقة بالموجودات المتوافقة مع الشريعة، بالإضافة إلى

الكمية المحدودة من التصنيفات المتوافرة؛ يعني أنه لا توجد وكالة تصنيف قادرة أن تثبت إحصائياً دقة تنبؤاتها التصنيفية للموجودات المالية المتوافقة مع الشريعة؛

● يجب على وكالة التصنيف التي تسعى للحصول على الاعتراف أن تُبرز المعنى المقصود من تصنيفاتها، وذلك فيما يتعلّق باحتمال الإخلال بالالتزام أو إمكانية التغيير إلى تصنيف مختلف، كما تُظهر أنها تعمل على بناء أنظمة تسمح لها بمقارنة تصنيفات مقابل نتائج حقيقية للإخلال بالالتزام عندما تصبح تلك البيانات متوافرة؛

● يجب أن توضّح وكالات التصنيف التي تسعى للاعتراف التكرار المتوقع للإخلال بالالتزام الذي تحدده الموجودات المالية المتوافقة مع الشريعة، عندما تصنّفها في درجة معيّنة، وتؤخذ في الاعتبار الدورات الاقتصادية والعوامل الأخرى؛

● يجب أن تنشر وكالات التصنيف البيانات المتعلقة باتجاهات تحوّل تصنيفاتها نحو درجات أخرى وإمكانية تغييرها. ويُفترض عادة أن تظهر تغييرات التصنيفات من درجة إلى أخرى تحولات متناسقة ومنطقية.

– معيار موارد وكالة التصنيف وأوضاعها المالية:

● يجب أن تثبت وكالات التصنيف أن لديها موارد كافية لإجراء تحليلات عالية الجودة، وذلك في حالتي القيام بالتصنيفات لأول مرة والمحافظة على التصنيفات بعد القيام بها. ويجب أن تثبت وكالات التصنيف أن محلّليها يتمتّعون بخبرة ملائمة في مجالات عمل الوكالة؛

● يجب أن تثبت وكالات التصنيف أن لديها أنظمة لتقنية المعلومات قادرة على تجميع البيانات المتعلقة بدقّة التصنيفات وتحليلها. وتشمل هذه البيانات على سبيل المثال إحصاءات تكرار الإخلال بالالتزام وإحصاءات التغيير من تصنيف لآخر؛

- يجب أن تثبت وكالة التصنيف أن لديها الموارد المالية الكافية لضمان عملها طوال الأفق الزمني الذي تضعه في تصنيفاتها.

3- التصنيف الشرعي في وكالات التصنيف الإسلامية

أ- العوامل المحددة للتصنيف الشرعي: تعتمد الطريقة المتبعة في التصنيف من قبل الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف على مراجعة العناصر الرئيسية التالية⁽¹⁾:

- لا تهدف جودة التصنيف الشرعي إلى إبداء رأي شرعي حول المنتجات المالية الإسلامية أو التعليق على قرارات الهيئات الشرعية في المصارف والمؤسسات المالية أو تصحيح الفتاوى الصادرة منها. ذلك لأن التصنيف الشرعي مقتصر على تلك المؤسسات والمنتجات التي تشرف على أعمالها هيئة شرعية هي محل ثقة الشركة ملاكاً وإدارة وعملاء. لكن هذا لا يعني أن المجلس الشرعي التابع للوكالة واللجان المتفرعة عنه لن تهتم بالتحفظات التي قد يتم التعبير عنها بشأن الفتاوى من قبل الخبراء. في مثل هذه الحالة سيكون لهذا «التقييم الاعتباري» تأثير في تصنيف الجودة الشرعية؛

- تقوم لجنة تصنيف الجودة الشرعية لدى الوكالة بدراسة الهيكل التفصيلي لكل من أصول وخصوم المنتجات أو الأنظمة للتحقق من مدى توافقها مع المتطلبات الشرعية؛

- مراجعة الإجراءات المتبعة للتحقق من صحة المنتجات والأنظمة التي تقدمها الشركة على أنها متوافقة مع الشريعة؛

- دراسة الفتاوى المعلنة بمطابقة المنتج والأنظمة للمتطلبات الشرعية، ويكون لأسماء العلماء الذين يُصدرون الفتاوى تأثير في طبيعة الفتوى، وتكون استقلاليتهم أمراً بالغ الأهمية؛

- تقوم لجنة تصنيف الجودة الشرعية التابعة للوكالة بدراسة بعض الاتفاقات الموقعة لضمان درجة الالتزام بالمتطلبات الشرعية؛

(1) راجع: الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف، منهجية تصنيف الجودة الشرعية، مرجع سابق، ص: 2-3.

- دراسة نظام الرقابة الداخلية ونظام التدقيق للتحقق من مراعاة المتطلبات الشرعية، والتعامل مع حالات عدم الالتزام الشرعي؛
 - دراسة الإجراءات والضوابط الكفيلة بعدم خلط الأموال في حال وجود فرع إسلامي أو نافذة إسلامية؛ حيث إن الفصل الكامل للأموال ونشاطات التمويل من الأمور المرغوب فيها؛
 - تقييم الإفصاح عن المعلومات للعملاء والمستثمرين بشأن عمليات الشركة وطريقة حساب الربح والخسارة والمشاركة فيها ونوع النشاطات التي يتم القيام بها؛ وسيكون لذلك تأثيره في تصنيف الجودة الشرعية؛
 - دراسة لائحة مبادئ الالتزام بالمتطلبات الشرعية لدى الشركة المعنية، والتحقق من أن نصوصها مفهومة من قبل المسؤولين التنفيذيين والموظفين؛
 - دراسة السياسات والممارسات المحاسبية وأسلوب عرض البيانات المالية لتقييم مدى تقيّد الشركة المصنّفة بالمعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية أو المعايير الأخرى مثل: المعايير الدولية لإصدار التقارير المالية طالما لا يوجد تعارض مع المتطلبات الشرعية؛ بحيث يكون للأوضاع التنظيمية المحلية ومدى مراعاتها تأثير في عمليات التصنيف؛
 - دراسة مدى كفاءة الإدارة والنظم والإجراءات التي تتبناها في استخدام الأموال، والسياسات والممارسات لتأمين سلامة الأموال؛ من خلال فحص إجراءات الضمان وطرق تقييم المخاطر المتبّعة من قبل إدارة الشركة.
- وفيما يلي معايير التصنيف في البنوك وشركات التأمين والصناديق الاستثمارية تبعاً للوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف:

جدول 10: معايير التصنيف في المؤسسات المالية الإسلامية تبعاً للوكالة الإسلامية

الدولية للتصنيف

البنوك	شركات التأمين (تختص بمعايير إضافية)	الصناديق الاستثمارية (تختص بمعايير إضافية)
الهيئة الشرعية	استثمار أموال وعاء التأمين	وجود إجراءات معتمدة للتطهير من المكاسب غير المشروعة وغرامات التأخير
الرقابة الشرعية الداخلية لدى الشركة	طريقة معالجة الفائض في الوعاء	التسويق
المعايير الشرعية، والمعايير المحاسبية	طريقة معالجة العجز في الوعاء	محتوى نشرة الصندوق ووثائق الإصدار
التدريب والموارد البشرية	إعادة التأمين لدى أي نوع من شركات إعادة	
الزكاة	الإسناد، وما يتعلق بنقل جزء من المخاطر لشركات إعادة بنوعيتها (الإسلامية، والتقليدية عند الحاجة) والعمولات والعوائد على احتياطات الأخطار السارية	
المصلحة الاجتماعية		
صيغ التمويل لدى الشركة		
الهوية والصورة الانطباعية		
اعتبارات أخرى: - وجود مكان مخصص للصلاة في مكاتب الشركة؛ - وجود فروع مستقلة للسيدات؛ - عدم اختلاط الرجال بالنساء في العمل؛ - وجود إجراءات معتمدة للتطهير من المكاسب المحرمة بما فيها غرامات التأخير.		

المصدر: راجع: عبد الباري مشعل، «سبل دعم جهود المؤسسات المعنية بالتصنيف للمؤسسات المالية الإسلامية»، في مؤتمر المصارف الإسلامية: الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 2009، ص: 14-15؛ عبد الستار أبو غدة، «تصنيف المصارف الإسلامية ومعايير الجودة الشاملة»، مرجع سابق، ص: 9-14.

ب- درجات تصنيف الجودة الشرعية

يرى عدد من الخبراء أنه لا بدّ من وجود طريقة لقياس التوافق الشرعي في الوحدات الاقتصادية بناءً على درجة التزامها بعنصر المشروعية، إذ لا يُتصوّر أن تكون جميعها عند المستوى نفسه. فإذا لم يوجد مثل هذا القياس؛ فإن النتيجة الطبيعية هي تدهور «النوعية الشرعية» ليسود الحد الأدنى منها وليس الحد الأعلى، ومن أهمّ النتائج المترتبة على توافر هذه الوسائل والأدوات التأكّد من أن المنافسة الضرورية لا تؤدي إلى تدهور النوعية الشرعية للعمل المصرفي والمالي المتوافق مع الشريعة⁽¹⁾.

إن نظام التصنيف «التقييم بالنقاط» للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية يشتمل على توزيع نقاط وإعطاء درجات مختلفة على أن يكون المجموع الكلي للنقاط 1.000 نقطة؛ لكل درجة 100 تنزلياً (900، 800، 700، وهكذا...)، وأعلى درجة هي AAA وأدنى درجة هي B لما هو أقلّ من 500 نقطة. والبنود الموزعة عليها النقاط بصورة مجملية هي: الهيئة الشرعية، الرقابة الشرعية الداخلية لدى الشركة، المعايير الشرعية والمعايير المحاسبية، التدريب والموارد البشرية، الزكاة، والمصلحة الاجتماعية، صيغ التمويل لدى الشركة، الهوية والصورة الانطبائية، اعتبارات أخرى مثل: وجود مكان مخصّص للصلاة في مكاتب الشركة المصنّفة، ووجود فروع مستقلة للسيدات، وعدم اختلاط الرجال بالنساء في العمل، ووجود إجراءات معتمدة للتطهير من المكاسب المحرّمة بما فيها غرامات التأخير⁽²⁾.

لقد قامت الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف بوضع سلّم درجات للتصنيف الشرعي بناءً على منهجية تقيس بها مدى قرب أو بُعد الشركة محلّ التصنيف من قمة الهرم، ويمكن تلخيص تسلسل الدرجات (من الأعلى إلى الأدنى) في الجدول التالي:

(1) راجع: عبد الستار أبو غدة، «تصنيف المصارف الإسلامية ومعايير الجودة الشاملة»، مرجع سابق، ص: 4؛ محمد علي القرني، «تصنيف المصارف الإسلامية ومعايير الجودة الشاملة»، في المؤتمر الرابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2004، ص: 6.

(2) راجع: عبد الستار أبو غدة، «تقويم تجارب الجودة الشرعية المالية وتصنيفها شرعياً»، جريدة الأنباء الكويتية، 24 مارس 2008، ص: 40.

جدول 11: درجات تصنيف الجودة الشرعية ومدلولاتها تبعاً للوكالة الإسلامية الدولية

للتصنيف

مدلول الدرجة	درجة التصنيف
في رأي الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف؛ فإن الشركة أو الصك بمعدل AAA (SQR) يلتزم بمستوى ممتاز جداً بمعايير ومتطلبات تصنيف الجودة الشرعية طبقاً لمنهجية تصنيف الجودة الشرعية المعتمدة من مجلس تصنيف الجودة الشرعية للوكالة.	AAA
في رأي الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف؛ فإن الشركة أو الصك بمعدل AA (SQR) يلتزم بمستوى ممتاز بمعايير ومتطلبات الشريعة طبقاً لمنهجية تصنيف الجودة الشرعية المعتمدة من مجلس تصنيف الجودة الشرعية للوكالة.	AA
في رأي الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف؛ فإن الشركة أو الصك بمعدل A (SQR) يلتزم بمستوى مرتفع جداً بمعايير ومتطلبات الشريعة طبقاً لمنهجية تصنيف الجودة الشرعية المعتمدة من مجلس تصنيف الجودة الشرعية للوكالة، ويعاني من أوجه قليلة جداً من الضعف في بعض مجالات الالتزام الشرعي.	A
في رأي الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف؛ فإن الشركة أو الصك بمعدل BBB (SQR) يلتزم بمستوى مرتفع بمعايير ومتطلبات الشريعة طبقاً لمنهجية تصنيف الجودة الشرعية المعتمدة من مجلس تصنيف الجودة الشرعية للوكالة، ويعاني من أوجه قليلة من الضعف في بعض مجالات الالتزام الشرعي.	BBB
في رأي الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف؛ فإن الشركة أو الصك بمعدل BB (SQR) يلتزم بمستوى مرض بمعايير ومتطلبات الشريعة طبقاً لمنهجية تصنيف الجودة الشرعية المعتمدة من مجلس تصنيف الجودة الشرعية للوكالة، ويعاني من بعض أوجه الضعف في بعض مجالات الالتزام الشرعي.	BB
في رأي الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف؛ فإن الشركة أو الصك بمعدل B (SQR) يلتزم بمستوى مقبول بمعايير ومتطلبات الشريعة طبقاً لمنهجية تصنيف الجودة الشرعية المعتمدة من مجلس تصنيف الجودة الشرعية للوكالة، ويعاني من أوجه الضعف في بعض مجالات الالتزام الشرعي.	B

المصدر: الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف، منهجية تصنيف الجودة الشرعية، مرجع سابق، ص: 4.

- مرحلة المراقبة: يبقى التصنيف تحت المراقبة خلال فترة العقد، ويتمّ اتّباع عملية التصنيف الأولية نفسها عند القيام بالمراجعة السنوية الشاملة للتصنيف؛ ولكن لا يُشترط موافقة العميل لاتخاذ إجراءات التصنيف مرةً أخرى ما إن تمّ التصنيف الأولي مسبقاً. بالنسبة للتصنيفات التابعة لصكوك الدّخل تبقى سائدة طوال فترة استحقاق الصك.

ج- التقرير النمطي للوكالة:

تُعدُّ الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف بعد إنهاء عملها تقريراً يوجّه للشركة محلّ التصنيف، يحوي ملحوظات لجنة التصنيف عند مراجعتها أعمال الشركة والدرجة التي مُنحت في ضوئها، ويتضمّن تقرير الوكالة الفقرات الرئيسة التالية⁽¹⁾:

- عنوان التقرير: يكون له عنوان مناسب؛

- الجهة التي يوجّه إليها التقرير: الشركة التي تمّ تصنيفها؛

- الفقرة الافتتاحية أو التمهيدية: بمعنى أن يُذكر «ووفقاً لخطاب التكليف (إذا كان بتكليف من جهات معيّنة) يجب علينا تقديم التقرير الآتي»، أو يُقال: «وفقاً للخطاب الموجه إليكم رقم... تاريخ... وموافقكم على إجراء تصنيف لمنتجاتكم وبناءً على مراقبتنا للمنتجات المطروحة لديكم نقدّم لكم التقرير الآتي»؛

- فقرة النطاق: تشمل نطاق عمل الوكالة، وتحتوي على وصف طبيعة العمل الذي تمّ أدائه؛ بحيث توضح هذه الأمور في فقرة النطاق «لقد راقبنا المبادئ المستخدمة والعقود المتعلقة بالمعاملات والتطبيقات التي طرحتها الشركة المعنية خلال الفترة، لقد قمنا بالمراقبة الواجبة لإبداء الرأي عمّا إذا كانت المنتجات متوافقة وأحكام الشريعة ومبادئها وكذلك الفتاوى والقرارات والإرشادات المحددة التي تمّ إصدارها من قبل الهيئة الشرعية لمؤسستكم، إضافة إلى المعايير المقررة من قبلنا لتصنيف المنتجات». وينبغي التأكيد هنا أيضاً بأن لجنة التصنيف قد قامت بتنفيذ الاختبارات والإجراءات المناسبة ومراقبة العمل بالكيفية المناسبة، ويمكن إيضاح ذلك على النحو الآتي: «لقد قمنا بمراقبتنا التي اشتملت على فحص التوثيق والإجراءات المتبعة على أساس اختبار كل نوع من أنواع العمليات». وتشير الوكالة إلى أنه تمّ اختبار المنتجات لدى الشركة المعنية لبيان مدى موافقتها للمعايير الاقتصادية والشرعية المقررة لتصنيف المنتجات. وتشير إلى أن القوائم المالية قد تمّ فحصها من حيث ملاءمة الأساس الشرعي الذي تمّ الاستناد إليه في توزيع الأرباح

(1) راجع: منصور علي القضاة، التصنيف الشرعي لمنتجات المؤسسات المالية الإسلامية ودوره في تطوير أدائها، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة اليرموك، 2009، ص: 89-91.

بين أصحاب حقوق الملكية وأصحاب حسابات الاستثمار، وأن المكاسب التي تحققت من مصدر أو بطرق تحرّمها الشريعة تُصرف لأغراض خيرية، وكذلك تبين كيفية إخراج الزكاة في الأسهم، فيما إذا كانت للاستثمار أو للمتاجرة؛

- **فقرة الرأي:** تحتوي على إبداء الرأي بشأن التزام الشركة المعنية بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية في عقودها ووثائقها، ومنتجاتها وتبدي في هذه الفقرة تحفظها على بعض الأمور، ويمكن أن تبين هنا مبررات التصنيف، أو استحقاق الدرجة، والاحتمالات المستقبلية للتصنيف، والتحليل المقارن بشيء من السرية، ويمكن بيان نقاط القوة ونقاط الضعف للشركة المعنية من الناحية الشرعية؛

- **تاريخ التقرير:** تبين الفترة التي يشملها التقرير، وتؤرخ تقريرها بتاريخ إتمام عملية التصنيف؛

- **توقيع أعضاء لجنة التصنيف المفوضين عن الوكالة على التقرير؛**

- **نشر تقرير الوكالة وتوزيعه على الجهات المعنية:** الإدارة العامة للشركة محلّ التصنيف، والبنك المركزي، والمجلس العام للبنوك الإسلامية، والهيئة الشرعية العليا للتصنيف والرقابة.

إن لجنة التصنيف الشرعي تتمتع بالاستقرار التام من الناحية المهنية ولا يمكن التأثير أو التدخل في أعمالها أو قراراتها؛ حيث يكون التصنيف الشرعي للشركة المراد تصنيفها مستقلاً ومنفصلاً عن التصنيف الفني لتلك الجهة، وليس هناك تلازم بينهما؛ بحيث يصدر تقرير التصنيف النهائي الذي تصدره الوكالة عن الشركة المصنّفة متضمناً قسمين منفصلين أحدهما للتصنيف الائتماني والآخر للتصنيف الشرعي، وتقوم لجنة التصنيف الشرعي بعملها في ضوء منهجية التصنيف المعتمدة من مجلس التصنيف وإدارة الشركة محلّ التصنيف⁽¹⁾.



(1) راجع: عبد الستار أبو غدة، «تقويم تجارب الجودة الشرعية المالية وتصنيفها شرعياً»، مرجع سابق، ص: 40.

ثالثاً: منهجية التصنيف الشرعي للأسهم

سيعالج هذا المحور العناصر التالية:

- 1- منهجية بنك البلاد في التصنيف الشرعي للأسهم؛
- 2- منهجية مركز المقاصد في التصنيف الشرعي للأسهم؛
- 3- منهجية مقترحة في التصنيف الشرعي للأسهم.

1- منهجية بنك البلاد في التصنيف الشرعي للأسهم

لقد وضعت الهيئة الشرعية لبنك البلاد منهجية تصنيف أسهم الشركات المساهمة في قرارين هما: القرار رقم (69) والقرار رقم (69 ب) الذي جاء مكملاً ومعدلاً؛ وذلك على النحو التالي⁽¹⁾:

أ- المنهجية في مصادر المعلومات عن الشركات:

- الأصل أن القوائم المالية المدققة التي تصدر نهاية كل عام مالي هي المرجع، ويُستفاد من القوائم المالية الربعية للمتابعة؛
- إذا علمت الهيئة عن معاملة محرمة وثبت لها ذلك؛ فإنها ستعتبرها في تصنيف الشركة وإن لم يكن منصوصاً عليها في قوائمها المالية؛
- لا تلتزم الهيئة في التصنيف إلا بما علمته أو ثبت لديها في القوائم المالية؛ وعليه فقد يكون عند الشركات معاملات محرمة لم يُفصح عنها في القوائم المالية، ولم تعلم الهيئة عنها؛

- إذا أعلنت إحدى الشركات عن تحول جميع أنشطتها واستثماراتها وتمويلاتها إلى الاستثمارات والتمويلات الإسلامية؛ فإن ذلك الإعلان لا يُعدّ كافياً لتغيير تصنيف الهيئة للشركة؛ بل يجب أن يثبت ذلك للهيئة الشرعية. ومن الوسائل المفيدة في

(1) راجع: بنك البلاد، «منهج الهيئة الشرعية في قراءة القوائم المالية وتصنيف أسهم الشركات المساهمة»، قرار الهيئة الشرعية رقم (69)، د. ت، ص: 1-6؛ بنك البلاد، «منهج دراسة أسهم الشركات المساهمة»، قرار الهيئة الشرعية رقم (69 ب)، 2014/4/2، ص: 1-6.

ذلك حصول الهيئة على خطاب رسمي من رئيس مجلس إدارة الشركة، أو رئيسها التنفيذي يفيد بذلك، مع تثبت إدارة الرقابة الشرعية بالبنك عن مدى تطابق ذلك مع القوائم المالية الأخيرة المعلنة للشركة.

ب- منهجية قراءة القوائم المالية:

- الأصل أنه لا يدخل ضمن عقود التمويل المحرّم أو الاستثمارات المحرّمة المعاملات المجازة من هيئات شرعية، وترى الهيئة دخول عقود التمويل والاستثمار الإسلامي -التي لا تطبق تطبيقاً سليماً- ضمن العناصر المحرّمة، مثل: إعادة جدولة الدين الثابت في الذمّة، وصكوك العينة وغيرها؛

- القيمة المعتبرة في كل ما يتعلّق بتصنيف الشركات هي قيمة إجمالي الموجودات أو المطلوبات، لا القيمة السوقية؛

- مصطلحات المعاملات المحرّمة التي تشتمل عليها القوائم المالية عبارة عن ثلاثة أنواع؛ في التمويل والاستثمار والإيراد -إلا إذا ثبت للهيئة الشرعية أنها خلاف ذلك-، وتفصيلها على ما يأتي:

● **مصطلحات التمويل المحرّم:** ومنها: القروض طويلة الأجل وقصيرة الأجل بكل مبالغها، والتسهيلات البنكية، والتسهيلات الائتمانية، والحسابات البنكية الدائنة، الحسابات المكشوفة لدى البنوك، والقروض التجاري، والقسط المتداول من قرض طويل الأجل (أي المبلغ الذي سيسدّد خلال السنة من القرض طويل الأجل)، والدين الذي أُعيدت جدولته؛

● **مصطلحات الاستثمار المحرّم:** ومنها: ودائع البنوك (الودائع لأجل)، والسندات، والصكوك التي ترى الهيئة وجود مخالفات شرعية في عقودها وتطبيقاتها، والاستثمارات قصيرة الأجل، والحسابات الجارية (التي يُؤخذ عليها عمولات)، والقروض لشركات أخرى (قروض بفائدة)؛

● **مصطلحات الإيراد المحرّم:** منها: إيرادات السندات، والعمولات البنكية، وإيرادات الودائع (فوائد بنكية)، وإيرادات القروض، وإيرادات الأسهم المحرّمة

(كأسهم البنوك الربوية)، وإيرادات الصناديق المحرمة (كصناديق المتاجرة بالسندات).

- هناك مصطلحات تشتمل عليها القوائم المالية يتم النظر فيها حسب الإيضاحات المرفقة، ومراسلة الشركات، ويتمّ البتّ في حكمها عن طريق التحليل بالقرائن والشواهد: ومن أمثلة ذلك ما يأتي: النقد في الصندوق أو البنك، والنقد وما يعادله، أو النقد وما في حكمه، والاستثمارات، أو الاستثمارات الأخرى، وإيرادات الاستثمارات، أو الذمم الدائنة، أو الذمم المدينة الأخرى، والإيرادات الأخرى، أو الإيرادات المتنوعة، وأرصدة البنوك والودائع التي تحت الطلب، أو الأرصدة الدائنة الأخرى، وقروض الشركات التابعة، والتسهيلات المصرفية غير المستخدمة.

ج- منهجية تصنيف أسهم الشركات المساهمة: تصنّف الشركات المساهمة إلى أربعة أنواع، وهي:

- النوع الأول: أسهم الشركات ذات النشاط المباح، التي لم يظهر للهيئة في قوائمها المالية أي محظور أو مخالفة شرعية؛ حيث يجوز التعامل بأسهم هذا النوع، وليس فيه ما يوجب التطهير؛

- النوع الثاني: أسهم الشركات ذات النشاط المباح، وليس لديها قروض ولا استثمارات محرمة، ولكن أظهرت قوائمها المالية أو ثبت للهيئة وجود بعض الملحوظات الشرعية عليها، مثل: تملك أقل من 20% في أسهم شركات مساهمة مختلطة، أو تملكها وحدات صناديق مختلطة؛ والمعتبر في تصنيف الصناديق هو تصنيف الصندوق حسب التصنيف الرسمي للسوق المالية إلا إذا تبين لدى الهيئة غير ذلك، على ألا تزيد قيمة هذه الأسهم أو الوحدات عن ثلث موجودات الشركة؛ حيث يجوز التعامل بأسهم هذا النوع، مع وجوب تطهير العنصر المحرّم الناتج عن تلك الملحوظات الشرعية؛

- النوع الثالث: أسهم الشركات ذات النشاط المباح، التي لديها قروض أو استثمارات محرمة يسيرة، ويُعدّ من الاستثمار المحرّم الذي يجب أن ينضبط بالمعايير:

● تملك أسهم في شركات محرمة (من النوع الرابع)؛

● تملك السندات المحرمة؛

● وجود ودائع لأجل لدى بنوك ربوية؛

● تأجير عقارات مملوكة للشركة على شركات نشاطها محرّم، كتأجير عقارات الشركة على بنوك ربوية أو فروع تسويق القنوات الفضائية المحرّمة ونحو ذلك؛
تملك وحدات صناديق محرّمة، كوحدات صناديق السندات؛

● استثمار الشركة في شركات مساهمة مختلطة بلغت نسبة ملكيتها فيها 20% أو أكثر من أسهمها أو في شركات غير مساهمة (ذات المسؤولية المحدودة أو المتضامنة)، وكان لدى الشركة المستثمر فيها معاملات محرّمة؛ فإننا ننظر إلى هذا العنصر المحرّم على النحو التالي:

○ إذا تجاوز العنصر المحرّم في الشركة المستثمر فيها النسب التي وضعتها الهيئة للشركات المختلطة؛ فإنه يُعتبر استثماراً محرّماً؛

○ إذا لم يتجاوز العنصر المحرّم في الشركة المستثمر فيها النسب؛ فإننا نعتبره استثماراً محرّماً ولكن بنسبة تملك الشركة الأم في الشركة المستثمر فيها فقط (أي ضرب المبلغ المحرّم في نسبة تملك الشركة الأم)، ولا يُعتبر الاستثمار محرّماً بكامله؛

○ إذا جهلت الشركة ولم نتوصّل إلى أيّ معلومات عنها؛ فإننا نُدرج هذا الاستثمار ضمن الاستثمارات المختلطة.

● يجب أن يتحقّق في هذا النوع من الشركات الضوابط التالية:

○ أن يكون نشاط الشركة مباحاً؛

○ ألا يزيد إجمالي التمويل المحرّم على 30% من إجمالي الموجودات، وألا تزيد تكلفة التمويل المحرّم أو غيرها من المصروفات المحرّمة على 5% من إجمالي المصروفات؛

○ ألا يزيد إجمالي الاستثمارات المحرّمة على 30% من إجمالي الموجودات، وألا

تزيد الإيرادات المحرمة من تلك الاستثمارات على 5% من إجمالي الإيرادات؛
◦ الالتزام بالتطهير.

- النوع الرابع: الأسهم المحرمة (يحرم التعامل بهذا النوع من الأسهم)، وهي:

- أسهم الشركات التي يكون نشاطها أو جزء منه محرماً، مثل: أسهم البنوك الربوية، وأسهم شركات التأمين التجاري، وأسهم شركات التبغ والخمور والميسر والأفلام والمطبوعات والإعلام المحرّم ونحو ذلك؛
- الشركات ذات النشاط المباح، ولكن لديها قروضاً أو استثمارات محرّمة تتجاوز الضوابط السابقة.

بينما جاء في القرار المكمل والمعدّل (69 ب) ما يلي:

- الحكم على الشركة: يحكم على الشركة المساهمة بأنها مباحة، أو مختلطة، أو

محرّمة؛ بالنظر في نشاطها، واستثماراتها، وإيراداتها، وقروضها وفق ما يأتي:

- الشركة المباحة: هي الشركة التي نشاطها مباح، وليس لديها تعامل محرّم في استثمار، أو إيراد أو قرض؛
- الشركة المختلطة: هي الشركة التي نشاطها مباح، ولديها تعاملات محرّمة يتحقّق فيها الآتي:

◦ لا يزيد الاستثمار المحرّم على 33% من إجمالي الموجودات؛

◦ لا يزيد القرض المحرّم على 33% من إجمالي الموجودات؛

◦ لا يزيد الإيراد المحرّم على 5% من إجمالي الإيرادات. ولا تنطبق هذه

النسبة على الشركات التي لم تبدأ في عملية الإنتاج؛ إذ لا تعكس النسبة حينئذ حقيقة إيراد نشاط الشركة.

- الشركة المحرّمة: هي الشركة التي أصل نشاطها محرّم، أو الشركة التي نشاطها مباح ولديها تعاملات محرّمة تجاوزت إحدى النسب (التي وضعتها الهيئة للشركة المختلطة).

- إذا لم يستطع الدّارس الوصول لحكم أحد البنود محلّ الدراسة فعليه الاجتهاد

في الحكم، ويُراعى في ذلك ما يأتي:

◦ حال الشركة محلّ الدراسة من حيث قبولها للربّاء من عدمه؛

◦ وضع السوق المالية التي أُدرجت فيها الشركة، والبند محلّ الدراسة من

ناحية توافر البدائل الإسلامية من عدمه.

- **الحكم على النشاط:** يحكم على النشاط بأنه مباح، أو محرّم؛ بناءً على النظر في الأغراض التي أنشئت من أجلها الشركة؛ وذلك وفق ما يأتي:

• **النشاط المباح:** مثل: شركات الزراعة والصناعات الغذائية، والاستثمار الصناعي، والإسمنت، والاتصالات وتقنية المعلومات، والطاقة، والمصارف الإسلامية والتأمين التعاوني. وأما الأعمال العارضة التي لا تدخل في أصل نشاط الشركة؛ فمع حرمتها شرعاً إلا أنها لا تُخرج الشركة من دائرة أصل نشاطها؛

• **النشاط المحرّم:** مثل: شركات الكحول والسجائر ولحوم الخنزير، والبنوك التقليدية والتأمين التجاري، ودُور الملاهي والقمار، والقنوات التلفزيونية والأفلام والمجلات المحرّمة، والأدوات الموسيقية.

- **الحكم على الاستثمار:** يحكم على الاستثمار بأنه مباح، أو محرّم؛ بناءً على النظر في الأوعية الاستثمارية للشركة وفق ما يأتي:

• **الاستثمار المباح:** هو الأصل في الاستثمارات كلها؛ ما لم يُعلم فيها محرّم أو يغلب على الظن وجوده، مثل: الودائع الاستثمارية الإسلامية، والشركات المباحة، والمختلطة ووحدات الصناديق الإسلامية؛

• **الاستثمار المحرّم:** السندات الربوية، الودائع الآجلة التي لم ينصّ على أنها إسلامية، أسهم الشركات المحرّمة للنشاط أو لتجاوز النسب، الصناديق الاستثمارية غير الإسلامية.

- **الحكم على الإيراد:** يحكم على الإيراد بأنه مباح، أو محرّم؛ بناءً على النظر في الأوعية الاستثمارية، وفق ما يأتي:

● الإيراد المباح: هو الأصل في كل الإيرادات، ما لم يُعلم فيها محرّم أو يغلب على الظن وجوده؛

● الإيراد المحرّم: هو الإيراد الناتج عن الاستثمار في أحد الأوعية الاستثمارية المحرّمة.

- الحكم على التمويل: يحكم على التمويل بأنه مباح، أو محرّم بناءً على النظر في منتج التمويل، والجهة الممولة، وفق ما يأتي:

● التمويل المباح: التمويل من البنوك الإسلامية بالكامل مباح ما لم يثبت خلاف ذلك، التمويل بصيغة إسلامية من البنوك التقليدية، القرض بين الشركة محلّ الدراسة والشركة المملوكة لها بالكامل ولو كان بزيادة، إصدار الشركة صكوكاً إسلامية، قروض صندوق التنمية الزراعية، وصندوق التنمية الصناعية، قروض وزارة المالية إلا إذا نصّ على أنها بفائدة؛

● التمويلات المحرّمة: القروض الربوية، والقروض من بنوك تقليدية ما لم يُنصّ على أنها تمويلات إسلامية، وإصدار الأسهم الممتازة المحرّمة، والسندات ما لم يُنصّ على أنها إسلامية، وما زاد على نسبة تملك الشركة محلّ الدراسة في قروضها للشركة المملوكة لها بشكل جزئي؛ إذا كان القرض بفائدة، وقرض صندوق الاستثمارات العامة؛ إلا إذا نصّ على أنه بصيغة إسلامية.

- الحكم على نشاط شركات التأمين: يحكم على شركات التأمين بأنها مباحة أو محرّمة بناءً على النظر في منهج التصنيف الشرعي ووثائقها التأمينية ووجود رقابة شرعية، وفق ما يأتي:

● شركة التأمين المباحة داخل السعودية: هي التي تتحقّق فيها الضوابط التالية: وجود رقابة شرعية على أعمال الشركة، أن تكون وثائقها التأمينية متوافقة مع المعايير الشرعية، أن تكون الشركة مباحة أو مختلطة؛

● شركة التأمين المباحة خارج السعودية: هي التي تتحقّق فيها الضوابط التالية: النصّ في نظامها أو في قوائمها المالية على أنها شركة تأمين تعاوني،

وجود رقابة شرعية على أعمال الشركة، أن تكون الشركة مباحة أو مختلطة؛
● شركة التأمين المحرمة: هي التي تخالف ما سبق.

- د- منهجية التطهير: ورد في القرار رقم (69) بخصوص التطهير ما يلي:
 - محلّ التطهير هو ما يخصّ السهم من الإيراد المحرّم، سواء وزّعت الشركة أرباحاً أم لم توزّع، وسواء ربحت الشركة أم خسرت، وإذا لم يتمّ الإفصاح عن بعض الإيرادات فيجتهد في معرفتها، ويراعى جانب الاحتياط لإبراء الذمّة؛
 - يجب على مدير الصندوق أو مدير المحفظة الاستثمارية أن يقوم بتطهير العنصر المحرّم الناتج عن الأسهم التي تاجر بها؛
 - لا يلزم الوكيل أو الوسيط أو المدير التخلّص من جزء من عمولته أو أجرته؛ التي هي حقّ لهم نظير ما قاموا به من عمل؛
 - وقت التطهير هو وقت صدور القوائم المالية الختامية؛
 - طريقة التطهير:

● تطهير جميع الإيرادات المحرّمة الناتجة عن الاستثمار المحرّم، مثل: السندات، والعوائد على الودائع الربوية، والفوائد على الحسابات الجارية، وغيرها من العوائد المحرّمة؛

- تطهير 5% من معدّل العائد على السوق للمحفظة الاستثمارية المختلطة؛
- تطهير 30% من الإيرادات الأخرى التي لم يفصح عنها.

وجاء في القرار المكملّ والمعدّل (69 ب) بهذا الشأن ما يلي:

- يجب على مالك السهم بغرض الاستثمار أو المتاجرة التخلّص من الإيراد المحرّم، سواء أربحت الشركة أم لم تربح، وسواء أوزّعت أرباحاً أم لم توزّع، وذلك عن أيام تملكه لتلك الأسهم؛

- يُحسب إجمالي مبلغ التطهير بجمع البنود الآتية:

- الإيراد المحرّم بالكامل؛
- مبلغ التطهير لإيراد استثمار الشركة محلّ الدراسة في أسهم شركة مختلطة،

فإن جُهَل فيطهّر 0,25% من إجمالي قيمة الاستثمار؛

- تطهير نسبة 0,25% من الحساب الجاري للشركات المختلطة والشركات المحرّمة؛ إلا إذا ثبت أن الشركة لا تأخذ عمولات أو فوائد على حساباتها الجارية.
- تطهّر الأسهم بضرب عدد الأسهم المملوكة للمساهم في مبلغ التطهير للسهم الواحد، ويقسم على أيام السنة، ويضرب في عدد أيام تملكّ الأسهم:

$$[\text{عدد الأسهم} \times \text{مبلغ التطهير} \div \text{أيام السنة} \times \text{عدد أيام تملكّ الأسهم}]$$

ويُلاحظ من خلال هذا التعديل على التصنيف الشرعي في بنك البلاد ما يلي:

- تعديل النسب المالية الشرعية إلى 33%؛
- عدم العمل بنسبة 5% للمصروفات المحرّمة من إجمالي المصروفات؛
- عدم معالجة مشكلة تملكّ الشركة الأم في الشركات التابعة وأثر ذلك في التصنيف الشرعي؛

- التطهير عملية مستمرة ومرتبطة بمدّة التملكّ لا عند صدور القوائم المالية؛ حيث إن ربط التطهير بمدّة التملكّ أدق؛ ليتحمّل مَنْ ملك السهم في كل وقت من أوقات السنة جزءاً من التطهير؛ بدلاً من أن يحمّل تطهير الفترة كاملة على مالك السهم في نهايتها؛

- استخدام التقدير في التصنيف وحساب التطهير: يمكن أن يكون ذلك بداية ونواة لمعيار يضبط المحلّين الشرعيين في تقدير البنود غير المفصّل عنها في القوائم المالية؛ وذلك على النحو التالي:

- مراعاة السوق المالية المدرجة فيها الشركة في الحكم على البنود المدمجة، فالأصل أن الحساب الجاري في السوق السعودية لا تمنح البنوك عوائد عليه؛ بخلاف بعض الأسواق الأخرى التي تعطي فيها البنوك فوائد ربوية على الحساب الجاري؛ ومن ثمّ فإن معرفة المصنّف بالسوق المالية التي يدرسها يوفّر له معلومات تساعد في تقدير بعض البنود المجهولة والمدموجة التي قد لا يجد إيضاحاً لها في القوائم المالية؛

- مراعاة حال الشركة في تقدير البنود غير المفصح عنها وفقاً لما يلي:
 - الشركات النقية: الأصل فيها السلامة الشرعية؛ لأنها توخّت الحذر في معاملاتها؛ إلا إذا ثبت ما يدلّ على خلاف ذلك؛
 - الشركات المختلطة: إذا قبلت الشركة التعامل بالفائدة الربوية ابتداءً؛ فإنها قد لا تلتزم بالاستثمار في أوعية مشروعة، فضلاً عن مؤشرات عدم اهتمام القائمين على الشركة وملاكها بالناحية الشرعية؛ ومن ثمّ عند عدم الإفصاح عن بند من بنود القوائم المالية سيفترض المحلل الشرعي أنه مشبوه، ويتبنّى نسبة الشركات المختلطة كأساس للتقدير، وهو 33% من الاستثمار و 5% من الإيرادات.

2- منهجية مركز المقاصد في التصنيف الشرعي للأسهم

لقد تطوّرت عمليات التصنيف الشرعي للأسهم؛ حيث برزت عدّة جهات تنشر قوائم محدّثة باستمرار تبين فيها الشركات المتوافقة ونسبة التطهير الواجب إخراجها؛ وسنركّز على مركز المقاصد للاستشارات الاقتصادية⁽¹⁾ بالرياض الذي ينشر تصنيف الشركات المساهمة⁽²⁾ بصفة دورية، بالإضافة إلى الصناديق الاستثمارية في المملكة العربية السعودية.

أ- التصنيف الشرعي للشركات المساهمة في السعودية

قام مركز المقاصد للاستشارات الاقتصادية بنشر تصنيف الشركات السعودية المدرجة في نهاية شهر يونيو 2016؛ من خلال دراسة القوائم المالية للشركات المساهمة عن الفترة المنتهية في 2015/12/31؛ حيث استغرق العمل التصنيفي أكثر من 4 أشهر؛ بدءاً بتزليل القوائم المالية من موقع تداول ثم إدخال البيانات ثم الدراسة الشرعية والقراءة الفاحصة للقوائم المالية السنوية، ومراجعة أخبار الشركات عن السنوات السابقة (2013،

(1) تأسّس مركز المقاصد *Almaqased Economic Advisory Center* عام 2012؛ بحيث يقدّم منتجات وخدمات وحلول وآراء شرعية اقتصادية. والمشرف عليه هو محمد بن سعود العصيمي.

(2) تنشر في السوق السعودية قوائم الأسهم المتوافقة مع المتطلبات الشرعية من قبل عدّة جهات، أهمّها: محمد بن سعود العصيمي، عبد العزيز بن فوزان الفوزان، يوسف بن عبد الله الشيبلي (توقّف منذ عام 1432هـ/2011م)، البلاد المالية، الراجحي المالية، الإنماء للاستثمار. ويقوم بالدراسة التصنيفية العصيمي وفريق العمل في الراجحي من عام 2002 حتى 2005، ثم فريق العمل في البلاد من عام 2005 حتى 2011، ثم بعد ذلك فريق العمل في مركز الأوائل لعام 2012، ثم بعد ذلك فريق العمل في مركز المقاصد. وكان الشيبلي ينظر في القائمة المختلطة التي يعرضها عليه العصيمي (الذي لا يرى جواز المختلطة) وينشرها في موقعه. أما الشيخ الفوزان فيأخذ الجديد من بنك البلاد منذ عام 2006 وينشره في موقعه. وتجدر الإشارة إلى أن شركة أيدبال ريتنغز *IdealRatings* هي التي تقوم بالدراسة للبنوك السعودية الآن.

2014، 2015) وهي حوالي 8.000 خبر، ومراجعة البيانات أكثر من مرة⁽¹⁾.

ويمكن تلخيص منهجية التصنيف الشرعي في مركز المقاصد للاستشارات الاقتصادية على النحو التالي:

- مصادر المعلومات عن الشركات:

● **القوائم المالية السنوية:** هي الأصل في الحكم على الشركة؛ لما فيها من الإيضاحات. بالإضافة إلى قراءة ومراجعة لأخبار الشركات من موقع شركة تداول، وبعض تقارير مجالس الإدارة، ونشرات الإصدار، إلا أن العبرة في ما كتب وأقرّ وشهد عليه المحاسب القانوني للشركة في القوائم المالية؛

● **الإفصاح المحاسبي:** تتفاوت طرق الإفصاح في قوائم الشركات المساهمة تفاوتاً كبيراً، ولكن الدراسة لم تبحث عن عذر للشركة لأجل تحسين وضعها الشرعي، كما أنه لم يتم التواصل مع أي شركة لبيان ما أغفل من شرح أو خفي من إيضاحات في القوائم المالية؛ بل غلب جانب الاحتياط، وخاصة في التطهير. وقد كان العمل في السابق خلاف ذلك؛ حيث تمّ التواصل مع بعض المديرين الماليين لبيان ما يُستشكل من القوائم المالية⁽²⁾. وأما الآن، فقد حان الوقت بعد انتشار التمويلات والعقود الإسلامية أن يكون الإفصاح عنها موازياً للمجال الذي تبوّأته وتستحقّه؛

● **المعيار الخاص بالنشاط:** يُعتبر من أصعب المعايير لقلّة الإفصاح فيه⁽³⁾.

فمثلاً، هناك شركات تُعنى بالألعاب، ومن زار تلك الأماكن رأى أن هناك بعض الألعاب تُلعب بطريقة الميسر المحرّم. كذلك، بعض الشركات تبيع الذهب. وليس هناك إفصاح عن طبيعة بيع الذهب، وهل تنطبق عليه المعايير الشرعية. كذلك

(1) راجع: مركز المقاصد للاستشارات الاقتصادية، «منهجية قراءة القوائم المالية»، في الموقع الإلكتروني:

<http://www.almaqased.net/Search.aspx>

(2) بعد خبرة في مجال الدراسة الشرعية لأسهم الشركات السعودية؛ يرى العصيمي المشرف على مركز المقاصد للاستشارات الاقتصادية أنه جرّب التواصل مع مسؤولي الشركات ووجده غير مجد؛ بل هو مشعر ببعض تعارض المصالح؛ ولذلك يكتفي بالقوائم المالية المنشورة مع حث المحاسبين القانونيين على الاهتمام بالمعايير الشرعية، ويتوقع أن يكون تطبيق المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية (*International Financial Reporting Standards IFRS*) ملهماً للباحثين لوضع وتحديث التصنيف الشرعي بحكم الإفصاحات الجديدة.

(3) يرى العصيمي المشرف على مركز المقاصد للاستشارات الاقتصادية أن أهم الصعوبات المتعلقة بدراسة الأسهم الشرعية ما يلي: تصنيف الصكوك من الناحية الشرعية، تصنيف القروض المقدّمة من جهات حكومية وهي تضع فوائدها قليلة (صندوق التنمية الصناعي مثلاً)، جهالة نشاط الشركات التابعة والشقيقة غير المدرجة، التعامل مع القضايا الخلافية لبعض المنتجات الشرعية؛ من الناحية الشرعية، التعامل مع البنود قليلة الإفصاح، التعامل مع البنود المدموجة، مثل: دمج القروض والتمويلات الإسلامية، التعامل مع المشتقات المعاصرة، ويمكن تسميته بمعيار المحرمات المحتملة (لأن المبلغ قد يأتي أو لا يأتي)، التعامل مع عقود قلب الدين، التعامل مع بعض مزاييا الموظفين المختلف فيها شرعاً، التعامل مع القروض الداخلية للشركات التابعة، التعامل مع البنود التي تعرض بالصافي.

هناك شركات متخصصة في الإيجار المنتهي بالتمليك، وليس هناك إفصاح عن العقد وإجازته شرعاً. ولعلّ المحاسبين القانونيين يضعون مزيداً من الإفصاح في هذا الإطار.

- مرتكزات التصنيف الشرعي: ينحصر مجال التصنيف في: نشاط الشركة، والقروض، والاستثمارات؛

- التصنيف الشرعي للشركات: إن الشركات أربعة أنواع:

● الشركة النقية: هي الشركة مباحة النشاط ولا يوجد فيها استثمارات ولا تمويلات محرمة:

○ نسبة الاستثمار المحرم إلى إجمالي الموجودات + نسبة الإيراد المحرم إلى إجمالي الإيرادات + نسبة الاقتراض المحرم إلى إجمالي الموجودات + نسبة المصروفات التمويلية إلى إجمالي المصروفات = 0.

● الشركة المختلطة: هي الشركة مباحة النشاط، ولكنها اقتضت أو استثمرت في محرّم لا يزيد عن الثلث، أو أن إيراداتها المحرمة لا تزيد على 5% من عوائدها⁽¹⁾؛

● الشركة المحرمة لتجاوز النسب: هي الشركة التي لم تنطبق عليها الشروط⁽²⁾:

○ إذا كانت نسبة الاستثمار المحرم إلى إجمالي الموجودات < 33%؛

○ إذا كانت نسبة الإيراد المحرم إلى إجمالي الإيرادات < 5%؛

○ إذا كانت نسبة الاقتراض المحرم إلى إجمالي الموجودات < 33%؛

○ إذا كانت نسبة المصروفات التمويلية إلى إجمالي المصروفات < 5%.

● الشركة محرمة النشاط: هي ما كان أصل نشاطها محرماً؛ حتى لو تموّلت أو استثمرت في مباح، مثل: البنوك التقليدية.

(1) لا يرى العصيمي المشرف على مركز المقاصد للاستشارات الاقتصادية جواز الشركات المختلطة. راجع: موقع الربح الحلال، في الموقع الإلكتروني:

<http://www.halal2.com>

(2) قام الباحث بزيارة مركز المقاصد للاستشارات الاقتصادية؛ للاطلاع على النسب المالية المستخدمة في عملية التصنيف، وتبين له في المقابلة الشخصية مع المشرف العام ورئيس قسم بحوث الأسهم أن معيار المصروفات لا يعمل به. وهذا المعيار طرحه الشبيلي، وثبتت صعوبة الحصول على بياناته؛ وبخاصة مع عرض تكاليف التمويل بالصافي. ثم ترك لأجل ذلك.

جدول 12: التصنيف الشرعي للشركات المساهمة تبعاً لمركز المقاصد للاستشارات

الاقتصادية

التصنيف	النسب المالية	النشاط	الشركة
متوافقة (نقية)	0%	مشروع	1
متوافقة [مع الفتوى السائدة] (مختلطة)	33% ≥ ، 5% ≥	مشروع	2
غير متوافقة (لتجاوز النسب)	33% < ، 5% <	مشروع	3
غير متوافقة (محرمّة)	-	غير مشروع	4

- الأنشطة المحرّمة: المصرفية التقليدية، والتأمين التقليدي، والإعلام والنشر المحرّم، والاستثمار في المصارف والبنوك الإسلامية وشركات التأمين

- القطاعات غير المصنّفة: لم يتمّ تصنيف البنوك الإسلامية وشركات التأمين التعاوني الشرعية؛ لأن الهيئات الشرعية القائمة عليها تقوم بمتابعة عمليات التمويل والاستثمار والتطهير المالي؛

- القروض والاستثمارات: الأصل أن ما كُتِبَ بطريقة تُوحي أنه تمّ حسب الضوابط الشرعية، جعل شرعياً، مثل: المرابحة والتورق... وأما ما كُتِبَ بطريقة تدلّ على أنه تمّ بأسلوب تقليدي فجعل تقليدياً، وأما ما تمّ تسميته بطريقة مدمجة مجملة؛ بحيث أصبحت القروض والمرابحات في مبلغ واحد من دون إيضاحات؛ فتمّ تصنيفه في القروض التقليدية⁽¹⁾؛ حيث تقع مسؤولية الإفصاح على الشركة والمحاسب القانوني؛

- القروض المقدّمة من جهات حكومية:

• تمويلات صندوق الاستثمارات العامة: تُعتبر تقليدية، وفي الشركات التي يملك فيها صندوق الاستثمارات العامة نصيباً؛ تمّ خصم حصة الصندوق من القرض التقليدي في الشركة الأم فقط، ولم يتمّ ذلك في الشركات التابعة؛

• تمويلات صندوق التنمية الصناعية السعودي: تُعتبر تمويلات شرعية عند الهيئات الشرعية منذ بداية العمل التصنيفي⁽²⁾.

(1) حين تذكر الشركة أسماء البنوك التي تموّلت منها؛ فتُعامل تمويلات البنوك الإسلامية كتمويلات إسلامية.

(2) اعتبرت تمويلات صندوق التنمية الصناعية السعودي قروضاً ربوية في دراسة الأسهم الشرعية لعام 2016؛ لأن النسبة المئوية 7,5% التي فرضت على شركتين هي أقرب إلى الفائدة من كونها تكلفة حقيقية لمتابعة عمل الصندوق.

- التصنيف تحت المراقبة: هناك متابعة لبعض التمويلات في بعض الشركات، وهي تحت المراقبة. وإذا تبين خلاف ما يأخذ به التصنيف الحالي؛ فسوف يكون لها تأثير على الشركة في التصنيف المستقبلي؛

- التطهير: الأصل إخراج ما دخل على الشركة من الدّخل المحرّم أو المشبوه، ويشمل ذلك تطهير كامل مبالغ غرامات التأخير أو العمولات والفوائد المكتسبة. أما ما أُدرج تحت كلمة «أخرى» في الإيرادات من دون إفصاح، ومحافظة الأسهم، وعوائد الاستثمار فيها، والحسابات الجارية فتطهّر بنسبة 0,25%. وقد تمّ إدراج الحسابات الجارية لأن الشركات تنتفع من البنوك بصفة مباشرة أو غير مباشرة. وهناك عُرف محاسبي يؤدي إلى عدم الدقّة في التطهير، وهو عرض بعض البنود بالصافي؛ ممّا يتطلّب زيادة الاحتياط في التطهير⁽¹⁾؛ حيث تقع على المحاسبين القانونيين مسؤولية الإفصاح عن الإيرادات المحرّمة مستقلة؛

- مبلغ التطهير: تمّ حساب التطهير عن كل سهم، وتقريب مبلغ التطهير لكل سهم إلى 4 أرقام حتى يتّضح مقدار التطهير، وبالنسبة لمن يملكون عدداً كبيراً من الأسهم؛ فيمكن معرفة المبلغ بدقّة من خلال تطبيق الهواتف الذكية «مقاصد الأسهم»⁽²⁾؛

- المشتقات المالية: لم يتعرّض التصنيف الحالي لعقود التحوط والمشتقات المالية مع أهميتها وازدياد حجمها في الشركات؛ حيث يوصي بإضافتها للمعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI؛

- معايير الاستثمار الأخلاقي: لا توجد بيانات يمكن الاعتماد عليها في تصنيف الشركات من الناحية الأخلاقية (أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركة، ودرجة الوعي البيئي، ومقدار الشفافية مع الموظفين والعملاء...); فقد تستغل بعض الشركات الجانب العاطفي للتصنيف الشرعي في الاكتتابات وغيرها؛

(1) تمّ في دراسة الأسهم الشرعية لعام 2016 تطهير التعويضات التي حصلت عليها الشركات من شركات التأمين التي لم يفصح عن كونها شركات تأمين إسلامية.

(2) تطبيق «مقاصد الأسهم» على المتاجر الإلكترونية، يحتوي على الرأي الشرعي للشركات السعودية المساهمة، وحاسبة لتطهير الأسهم من الإيرادات والاستثمارات التقليدية. رابط التحميل: <http://maqasedmea.net/app>

- إخلاء المسؤولية القانونية: لا يُقصد من هذا التصنيف الشرعي أي أغراض تجارية، وأنه ليس إعلان أوراق مالية أو دعوة لممارسة أي نشاط في الأوراق المالية، والغرض منه إبراء للذمة من الناحية الشرعية، وليكون عوناً لمن قرّر أن يمارس نشاط الأوراق المالية في معرفة الأسهم التي لا يجوز تملكها، وإذا تملك من الأسهم التي يجوز تملكها أن يحرص على تطهير ما يدخل عليه منها؛
- نشر التصنيف: تمّ نشر قائمة التصنيف الشرعي للشركات؛ حيث يمكن تلخيص نتائجها على النحو التالي:

جدول 13: تطور قوائم التصنيف الشرعي للشركات السعودية المساهمة خلال الفترة 2015-2013

2015		2014		2013		التصنيف
النسبة	العدد	النسبة	العدد	النسبة	العدد	
% 42,74	53	% 50,85	60	-	55	نقية
% 44,36	55	% 37,29	44	-	-	مختلطة
% 10,48	13	% 9,32	11	-	-	غير متوافقة
% 2,42	3	% 2,54	3	-	-	غير متوافقة النشاط
% 100	124	% 100	118	-	-	المجموع

المصدر: راجع: مركز المقاصد للاستشارات الاقتصادية، مرجع سابق.

ب- التصنيف الشرعي للصناديق الاستثمارية في السعودية

قام مركز المقاصد للاستشارات الاقتصادية بنشر قائمة التصنيف الشرعي للصناديق الاستثمارية في المملكة العربية السعودية؛ حيث إن مجموع الصناديق الاستثمارية في السوق المالية السعودية بتاريخ 2015/2/5 بلغ 250 صندوقاً، 174 منها متوافقة مع الشريعة (بنسبة 70%)، و76 منها غير متوافقة (بنسبة 30%). كما يوضّح الجدول التالي:

جدول 14: التصنيف الشرعي للصناديق الاستثمارية السعودية

الضئة	عدد الصناديق الاستثمارية	عدد الصناديق الاستثمارية المتوافقة	عدد الصناديق غير المتوافقة
الأسهم المحلية	74	51	23
الأسهم الدولية	31	23	8
الأسهم الأمريكية	4	1	3
الأسهم الأوروبية	6	2	4
الأسهم الآسيوية	7	1	6
الأسهم العربية	30	25	5
السندات الدولية	9	5	4
السندات المحلية	1	0	1
أسواق النقد - بالعملة الأجنبية	4	1	3
أسواق النقد - بالريال السعودي	13	6	7
مربحة- بالعملة الأجنبية	8	8	0
مربحة- بالريال السعودي	20	20	0
متوازن دولي	25	13	12
متوازن محلي	6	6	0
العقارية	12	12	0
مجموع الصناديق الاستثمارية	250	174	76
النسبة من إجمالي الصناديق	% 100	% 69,6	% 30,4

المصدر: مركز المقاصد للاستشارات الاقتصادية، مرجع سابق.

ج- أثر نشر قوائم التصنيف الشرعي في الشركات السعودية

لقد كشفت التجربة العملية أثر نشر قوائم التصنيف الشرعي للشركات في الارتقاء بالوعي التصنيفي؛ الأمر الذي ساعد في تصحيح أوضاعها من عدة جوانب؛ ومن ذلك ما يلي⁽¹⁾:

- إضافة المزيد من الإيضاح للقوائم المالية من قبل المحاسبين القانونيين؛ حيث

(1) محمد بن عبد العزيز الزومان، «التصنيف الشرعي لأسهم الشركات المساهمة: التحديات العملية»، في مؤتمر الهيئات الشرعية السنوي الرابع عشر لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، 22-23 مارس 2015، ص: 16.

استوعبت الشركات أثر هذا الإيضاح في تعديل تصنيفها الشرعي؛
- رغبة ملاك الشركات في إدراج أسهمهم في القوائم الشرعية؛ فقد التبس الأمر على كثير منهم خروج أسهم شركاتهم من التصنيف الشرعي، وطرحوا استفسارات متعددة عن سبب كون أسهمهم مختلطة أو محرمة، وكيف يمكن لهم تعديل الوضع في سلم الشرعية.

3- نموذج مقترح في التصنيف الشرعي للأسهم

يقترح الباحث نموذجاً للتصنيف الشرعي للأسهم؛ حيث يتضمّن العناصر التالية:

أ- محتويات النموذج المقترح للتصنيف الشرعي للأسهم

يرى الباحث أن هذا النموذج المقترح يمكن أن يُعدّ نواة لنموذج يمكن تطويره واستخدامه في عملية التصنيف الشرعي للأسهم؛ حيث يحتوي على أنواع المعايير المستخدمة في التصنيف الشرعي للأسهم وأوزانها النسبية والمؤشّرات المقترحة للقياس والوزن النسبي لكل مؤشّر، بالإضافة إلى معدّل تحقّق المعايير والوزن النسبي للتحقّق وصولاً إلى معدّل قياس الجودة الشرعية.

ويهدف النموذج المقترح⁽¹⁾ إلى توفير أداة من أدوات المحاسبة الإدارية لمساعدة الإدارة على التعرّف على مصادر المخاطر الشرعية والعمل على معالجتها، وهذا النموذج غير مطبّق في هيئات التصنيف التقليدية والإسلامية؛ بالرغم من أن تحديد الأوزان النسبية التي يجب إعطاؤها لهذه المعايير سيمثّل نقطة خلاف. ولعلّ هذا ما يؤدي في معظم الحالات إلى اختلافات فيما بين وكالات التصنيف.

(1) استفاد الباحث في هذا التصوّر من:

محمد البلتاجي، "نموذج لقياس مخاطر المصارف الإسلامية بغرض الحدّ منها"، في ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية الرابع، مركز بيان للهندسة المالية الإسلامية، 5-6 أبريل 2012.
بالإضافة إلى دراسات مسحية للباحث تتعلق بالفرز الشرعي للأسهم المتوافقة مع الشريعة *Sharia Stock Screening*، وتغطّي الموضوعات التالية: الفرز القطاعي *Sector Screening*، والفرز المالي *Financial Screening*، والتطهير المالي *Purification Processes*.

جدول 15: وصف محتويات النموذج المقترح للتصنيف الشرعي للأسهم على مستوى

الهيئة المصنفة

(8)	(7)	(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)
تحليل النتائج	معدّل قياس الأداء (الالتزام)	الوزن النسبي لتحقّق المعيار %	معدّل تحقّق المؤشر %	الوزن النسبي للمؤشر %	المؤشرات المقترحة للقياس	الوزن النسبي للمعيار %	المعايير المقترحة
...	...	...	...	25 %	1- وجود رقابة شرعية على أعمال الشركة	40 %	1- معيار سلامة النشاط
...	...	...	...	25 %	2- أن تكون وثائقها متوافقة مع المعايير الشرعية		
...	...	...	...	25 %	3- النصّ في النظام الأساسي أو في القوائم المالية على أنها شركة متوافقة		
...	...	...	...	25 %	4- ارتباط مصدر الدّخل المتوافق بنشاط الشركة الرئيس وأنشطتها الفرعية		
	xxx %		... %	100 %			
...	...	...	...	25 %	1- الاستثمار المحرّم > 33 % من إجمالي الموجودات	30 %	2- معيار النسب المالية
...	...	...	...	25 %	2- التمويل المحرّم > 33 % من إجمالي الموجودات		
...	...	...	...	25 %	3- الإيراد المحرّم > 5 % من إجمالي الإيرادات		
...	...	...	...	25 %	4- المصروفات المحرّمة > 5 % من إجمالي المصروفات		
	xxx %		... %	100 %			
...	...	...	...	33 %	1- زكاة الأسهم	20 %	3- معيار التطهير
...	...	...	...	33 %	2- التخلّص من الإيرادات الناتجة عن استثمارات مخالفة		
...	...	...	...	33 %	3- الإعلان عن نسب التطهير		
	xxx %		... %	100 %			

(8)	(7)	(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)
تحليل النتائج	معدّل قياس الأداء (الالتزام)	الوزن النسبي لتحقّق المعيار %	معدّل تحقّق المؤشر %	الوزن النسبي للمؤشر %	المؤشرات المقترحة للقياس	الوزن النسبي للمعيار %	المعايير المقترحة
...	...	...	...	20 %	1- الإفصاح المحاسبي الشرعي	10 %	4- التقدير في التصنيف
...	...	...	...	20 %	2- الالتزام بالاستثمار الأخلاقي		
...	...	...	...	20 %	3- تاريخ الشركة السابق في النقاء الشرعي		
...	...	...	...	20 %	4- نيّة الشركة في التحوّل إلى شركة متوافقة في ضوء رؤيتها ورسالتها وأهدافها الإستراتيجية		
...	...	...	...	20 %	5- توافق القرارات الشرعية للشركة مع القرارات المجمعية		
	...		...%	100 %			
	xxx%			100 %		100 %	الإجمالي
	xxx%						معدّل تحقّق المعايير

ب- إيضاح محتويات النموذج المقترح للتصنيف الشرعي للأسهم

- معايير التصنيف (العمود 1): وعددها 4 معايير (سلامة النشاط، النسب المالية،

التطهير، التقدير في التصنيف)؛

- الوزن النسبي للمعيار (العمود 2): جاءت الأوزان النسبيّة لكافة المعايير على

النحو المبين في النموذج؛ مراعيًا ترتيب المعايير حسب الأهمية؛ حيث يمكن اعتبار

أن عدم التزام الشركة بالمتطلّبات الشرعية للنشاط يشكّل نسبة 40% من إجمالي

المخاطر الشرعية التي تتعرّض لها، ونسبة المخاطر التي تتعرّض لها الشركة نتيجة

عدم التزامها بمعايير الفرز المالي تشكّل 30% من إجمالي المخاطر الشرعية، ونسبة

مخاطر عدم التطهير 20%، ونسبة مخاطر التقدير في التصنيف 10%؛

- المؤشرات المقترحة للقياس (العمود 3): يتضمّن النموذج 16 مؤشراً (كمي ونوعي)⁽¹⁾ يمكن استخدامها في قياس الأداء الشرعي؛ حيث يمكن قياس مخاطر عدم التزام الشركة بالمتطلبات الشرعية عن طريق مدى وجود رقابة شرعية على أعمال الشركة أو النصّ في النظام الأساسي أو في القوائم المالية على أنها شركة متوافقة أو عن طرق التأكد من أن وثائقها متوافقة مع المعايير الشرعية وأن مصدر دخلها يتعلّق بنشاطها الرئيسي؛ فعدم وجود أيّ من تلك المؤشرات يؤثّر في مدى الالتزام الشرعي للشركة، ويعرّضها لمخاطر تدهور الجودة الشرعية؛
- الوزن النسبي لمؤشرات القياس (العمود 4): افترض الباحث إعطاء أوزان نسبيّة متساوية للمؤشرات؛ حيث تمّ وضع المؤشرات الخاصة بقياس مدى تحقّق المعيار في درجة متساوية من الأهمية؛ فيكون لكل مؤشر الدرجة نفسها التي يأخذها أيّ مؤشر على مستوى المعيار الذي تتبع له هذه المؤشرات أو في أيّ معيار آخر؛ وبهذه الطريقة لا يكون لكثرة المؤشرات التي تقيس أيّ معيار أثر في تضخيم الوزن النسبي النهائي للمعيار لمجرد زيادة عدد مؤشّراته؛ وهي تشكّل في مجموعها 100%؛
- معدّل تحقّق المؤشر (العمود 5): يُعبّر عن نتائج القياس الفعلي للتطبيق؛ ففي حال التحقّق والوجود يأخذ الوزن النسبي نفسه، وفي حال عدم التحقّق يأخذ صفراً ولا توجد مرحلة وسط بين التحقّق وعدمه؛ فعند وجود رقابة شرعية على أعمال الشركة يُعطى نسبة 25%، وعند وجود نصّ في النظام الأساسي أو في القوائم المالية على أنها شركة متوافقة يُعطى نسبة 25%، وعند التأكد من أن نماذجها وعقودها متوافقة مع المعايير الشرعية يُعطى نسبة 25%؛ وعند التأكد من أن مصدر الدّخل يرتبط بنشاطها الرئيسي يُعطى نسبة 25%؛ فيكون مجموع معدّل تحقّق المعيار 100%. ولكن بفرض عدم وجود رقابة شرعية (نسبة 25%)؛ فإنه يتمّ إدراج نسبة 0% فيكون معدّل تحقّق المعيار بنسبة 75%. فكلما زادت النسبة المئوية لتحقّق المعيار؛ انخفضت المخاطر الشرعية، ويتّضح ذلك من نتائج التصنيف؛

(1) يوجد تفاوت في استخدام نسب الفرز المالي فيما بين الهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية والمؤشّرات الشرعية؛ راجع: Mohamed Nafeel Mohamed Mahboob, "Investing in shares from an Islamic Point of view", *International Academic Refereed journal on Islamic Finance and Banking*, Bait Al-Mashura Finance Consultations Company, Doha, Issue 3, October 2015.

- الوزن النسبي لتحقيق المعيار (العمود 6): هو نسبة الأداء الفعلي أو الوجود الفعلي، وهي 100% من المعيار في حال التحقق؛ أي أن المعيار في هذا المؤشر تحقق 100%، و 0% في حال عدم التحقق؛

- معدل قياس الأداء (الالتزام) (العمود 7): يوضح هذا البند إجمالي معدل درجات قياس الأداء للشركة محل التصنيف، وهو حاصل ضرب معدل تحقق المؤشر (العمود 5) × الوزن النسبي للمعيار (العمود 2)؛ بمعنى ضرب 25% × 40% = 10 درجات، و 25% × 40% = 10 درجات، و 0% × 40% = صفر درجة، الإجمالي = 30 درجة؛

- تحليل النتائج (العمود 8): يوضح ملاحظات الدراسة الميدانية (قوائم مالية، استبانات، مقابلات شخصية، مراسلات رسمية، زيارات ميدانية، أخبار منشورة...);

- معدل تحقق المعايير: هو حاصل جمع مجاميع معدل الأداء الكلي لكل معيار. ويوضح إجمالي «معدل قياس الأداء» (العمود 7) مدى تعرّض الشركة المصنّفة للمخاطر الشرعية؛ حيث يوضح الفرق بين المعدل المحقق ونسبة 100% حجم المخاطر التي تتعرّض لها الشركة المعنية؛ فبفرض تحقيق الشركة لنسبة 85% فيكون حجم مخاطر الشركة نسبة 15% ويمكن من خلال النموذج تحديد عناصر المخاطر التي تتعرّض لها الشركة وهي العناصر التي لم تحقق فيها نسبة 100%؛

- متطلبات تطبيق النموذج: يتطلّب تطبيق النموذج المقترح لقياس المخاطر الشرعية داخل/ خارج الشركة الخاضعة للتصنيف تشكيل لجنة لتجميع البيانات الداخلية والخارجية وتحليلها واستخراج النسب والمؤشرات المالية، وعقد لقاءات مع المسؤولين داخل الشركة لاستيفاء البيانات المطلوبة، بالإضافة إلى الحصول على التقارير الدورية الصادرة عن الشركة والأخبار المتعلقة بها؛

- أهمية النموذج: يترتب على هذا النموذج المبسط قياس وتطوير الأداء الشرعي؛ حيث يوفر آلية لقياس معايير السلامة الشرعية في التطبيق العملي؛ الأمر الذي يؤدي إلى تحسين النوعية الشرعية ليسود الحد الأعلى منها وليس الحد الأدنى،

كما يكشف هذا النموذج عن مواطن التعرّض للخطر، فمثلاً إذا كانت أسهم الشركة المعنية منخفضة المخاطر الشرعية (تقلّ عن 10%)؛ فإنه يمكن الإشارة إلى إدارة الشركة أنه يوجد خطر ناتج عن عدم وجود إدارة للرقابة الشرعية بنسبة 3% (معيار 1)، وخطر ناشئ عن عدم الإفصاح عن المعلومات الشرعية في القوائم المالية بنسبة 3,6% (معيار 4) وهكذا...؛ الأمر الذي سيساعد إدارة الشركة في معالجة تلك المخاطر والعمل على الحدّ منها (مرحلة المراقبة).

ج- مخرجات التصنيف الشرعي في النموذج المقترح:

يتمّ استخدام النموذج المقترح في قياس المخاطر الشرعية لأسهم الشركات محلّ التصنيف؛ حيث يتمّ توفير البيانات المطلوبة للنموذج الذي يتمّ تعبئته، وتُستخرج نتائج القياس في صورة نسبة مئوية. ويمكن الاجتهاد في تلخيص رموز التصنيف الشرعي للأسهم (A, B, C, D)⁽¹⁾؛ أي الدرجات ومدلولاتها على النحو التالي:

(1) يمكن استكمال الرموز بالأرقام 1، 2، 3 بدلاً من إشارة +/- للدلالة على الفوارق في الجودة الشرعية داخل كل درجة تصنيف، وكذلك للإشارة إلى توقع النزول أو الصعود من مستوى التصنيف الحالي.

جدول 16:

سلم التصنيف الشرعي الممنوح للأسهم تبعاً لتحقق المعايير في النموذج المقترح

الصفات المميزة	المخاطر الشرعية	السلامة الشرعية	درجة التصنيف	معدّل تحقق المعايير
المستوى الشرعي الجيد				
المستوى 1: أفضل وأعلى تقييم للجودة الشرعية للأسهم، وتعني أن الأسهم تتضمن أكبر نسبة ممكنة من التوافق الشرعي، وتمثل أقل المخاطر الشرعية	الأقل	الأعلى	AAA	% 100-90
المستوى 2: جودة شرعية عالية للأسهم، مع درجة منخفضة جداً للمخاطرة الشرعية	قليل جداً	عالي جداً	AA-, AA, AA+	% 89-80
المستوى 3: جودة شرعية فوق المتوسط للأسهم، وتخضع لنسبة مقبولة من عدم التوافق	منخفض	عالي	A-, A, A+	% 79-70
المستوى 4: جودة شرعية متوسطة للأسهم، وتحمل نسبة مقبولة حالياً من عدم التوافق؛ ولكن يجب توخي الحذر في المستقبل	متوسط	متوسط	BBB-, BBB, BBB+	% 69-60
دون المستوى الشرعي الجيد (يميل إلى عدم التوافق)				
المستوى 5: تصنيف دون المتوسط مع عنصر مخاطرة شرعية؛ ولذلك فإن مستقبل هذه الأسهم لا يمكن ضمانه %	حذرة	حذرة	BB-, BB, BB+	% 59-50
المستوى 6: تصنيف يخلو من العناصر الأساسية المرغوب فيها لقبول الأسهم؛ مع تزايد عنصر عدم التوافق	مقبول جزئياً	مقبول جزئياً	B-, B, B+	% 49-40
المستوى 7: جودة شرعية ضعيفة للأسهم؛ مع وجود شكوك كبيرة في عدم التوافق	مرتفع	منخفض	CCC-, CCC, CCC+	% 39-30
المستوى 8: جودة شرعية ضعيفة جداً للأسهم؛ مع مخاطرة شرعية مرتفعة	مرتفع جداً	منخفض جداً	CC-, CC, CC+	% 29-20
المستوى 9: أدنى تصنيف يمكن أن تحصل عليه أسهم؛ لأن المخاطرة الشرعية مرتفعة جداً	مرتفع على نحو كبير	منخفض على نحو كبير	C-, C, C+	% 19-10
مستوى الإخلال بالالتزام الشرعي (عدم التوافق)				
المستوى 10: حالة أسهم غير مشروعة	إنذار	خطير	DDD	% 9-0
			DD	
			D	
لا يوجد تصنيف شرعي: لا تقع الأسهم ضمن أي من درجات التصنيف السابقة؛ حيث يشير إلى أنه لم يُطلب التصنيف، أو ليس هناك معلومات كافية يمكن على أساسها إجراء تصنيف، أو أن الجهة المصنفة لم تقم به بناءً على سياستها	-	-	NR	-

- إخلاء المسؤولية القانونية: إذا كان المصنّف جهة خارجية؛ فينبغي إخلاء المسؤولية القانونية على النحو الذي استخدمته الهيئة الشرعية لمصرف الراجحي: «تصنيف الشركات وفقاً للضوابط الشرعية السابقة، خدمة تقدّمها الشركة لعملائها وذلك لمساعدتهم على تحديد الشركات الموافقة والمخالفة للضوابط الشرعية في ضوء البيانات والقوائم المنشورة والمتاحة من الشركات، ودون أدنى مسؤولية على شركة الراجحي المالية»⁽¹⁾.



(1) الراجحي المالية، «الضوابط الشرعية للمتاجرة والاستثمار في الأسهم»، في الموقع الإلكتروني:
<http://www.alrajhi-capital.com/ar/Pages/shariahguide.aspx>

نتائج واقتراحات

لقد تناولت هذه الدراسة قضية حيوية في الصناعة المالية الإسلامية، وفيما يلي بيان لأهم النتائج التي توصلت إليها والاقتراحات التي تساعد على تطوير منهجية التصنيف الشرعي للأسهم:

أولاً: نتائج البحث

- لا يوجد تصنيف للأسهم لأنها ليست ديوناً، ولا توجد معادلة لتحويل النسب المالية إلى تصنيف ائتماني؛ لأنه ليس هناك علاقة خطية بسيطة بين درجات التصنيف الائتماني والمتغيرات المستخدمة فيه، كما لا توجد منهجيات ونماذج تصنيف متاحة لمستخدمي التصنيفات؛ لأنها مصدر دخل وكالات التصنيف وسرّ مهنتها؛

- استحداث «مخاطر التوافق الشرعي» مفهوم جديد في الصناعة المالية الإسلامية؛ حيث أصبحت هذه المخاطر تؤخذ في الاعتبار من قبل وكالات التصنيف الشرعي للأسهم؛ باعتبار أن أسهم الشركات ليست على درجة واحدة في تحقيق الجودة الشرعية؛

- قابلية قياس عنصر السلامة الشرعية للأسهم؛ حيث إن النموذج المقترح لتقييم معايير التوافق الشرعي يُنتج رأياً تصنيفياً معقولاً يعكس مستوى الجودة الشرعية للأسهم وفقاً لسلم درجات مماثل لوكالات التصنيف الائتماني، ويولد حوافز تنافسية تلقائية لدى الشركات المصنفة للتركيز على المعايير والمؤشرات غير المتحققة لاستدراكها مستقبلاً؛

- تم إحداث نقلة نوعية في منهجية التصنيف الشرعي للأسهم؛ من خلال الانتقال من التصنيف الثنائي (متوافقة، غير متوافقة) والثلاثي (نقية، مختلطة، محرمة) والرباعي (نقية، مختلطة، غير متوافقة لتجاوز النسب، غير متوافقة للنشاط) إلى تصنيف متدرج المستويات (من AAA ونزولاً إلى D) يستوعب 28 تصنيفاً؛

- تُميّز المنهجية المقترحة للتصنيف الشرعي للأسهم بين ثلاثة مستويات من المخاطر الشرعية، هي:

• مستوى التوافق الشرعي *Sharia Compliant Grade*: هو مؤشر لانخفاض درجة المخاطر الشرعية، ويمثل التصنيفات ما بين AAA حتى BBB، وهي للأسهم الأكثر جودة شرعية؛

• مستوى عدم التوافق الشرعي *Sharia Non-Compliant Grade*: هو مؤشر لارتفاع درجة المخاطر الشرعية، ويمثل التصنيفات ما بين BB حتى C، وهي للأسهم الأقل جودة شرعية؛

• مستوى الإخلال بالالتزام الشرعي *Sharia Default Grade*: هو مؤشر لحالة التعثر وعدم الامتثال لمتطلبات التوافق الشرعي، ويمثل التصنيفات الخاصة بمجموعات D، وهي للأسهم غير المشروعة.

ثانياً: اقتراحات البحث

- ضرورة تشجيع المزيد من المناقشة حول منهجيات وكالات التصنيف؛ من خلال إتاحتها للجمهور في الصورة التي يمكن من خلالها الوصول إليها ودون مقابل (عمل غير ربحي)؛

- ضرورة إيجاد معيار محاسبي شرعي يضبط اجتهاد المصنِّفين في تقدير البنود غير المفصَّح عنها في القوائم المالية؛

- العمل على توحيد منهجية التصنيف الشرعي للأسهم ليتم استخدامها من قبل وكالات التصنيف؛ الأمر الذي يضمن تصنيفات متقاربة بين الوكالات، ويساعد المتعاملين على اتخاذ أفضل القرارات الاستثمارية؛

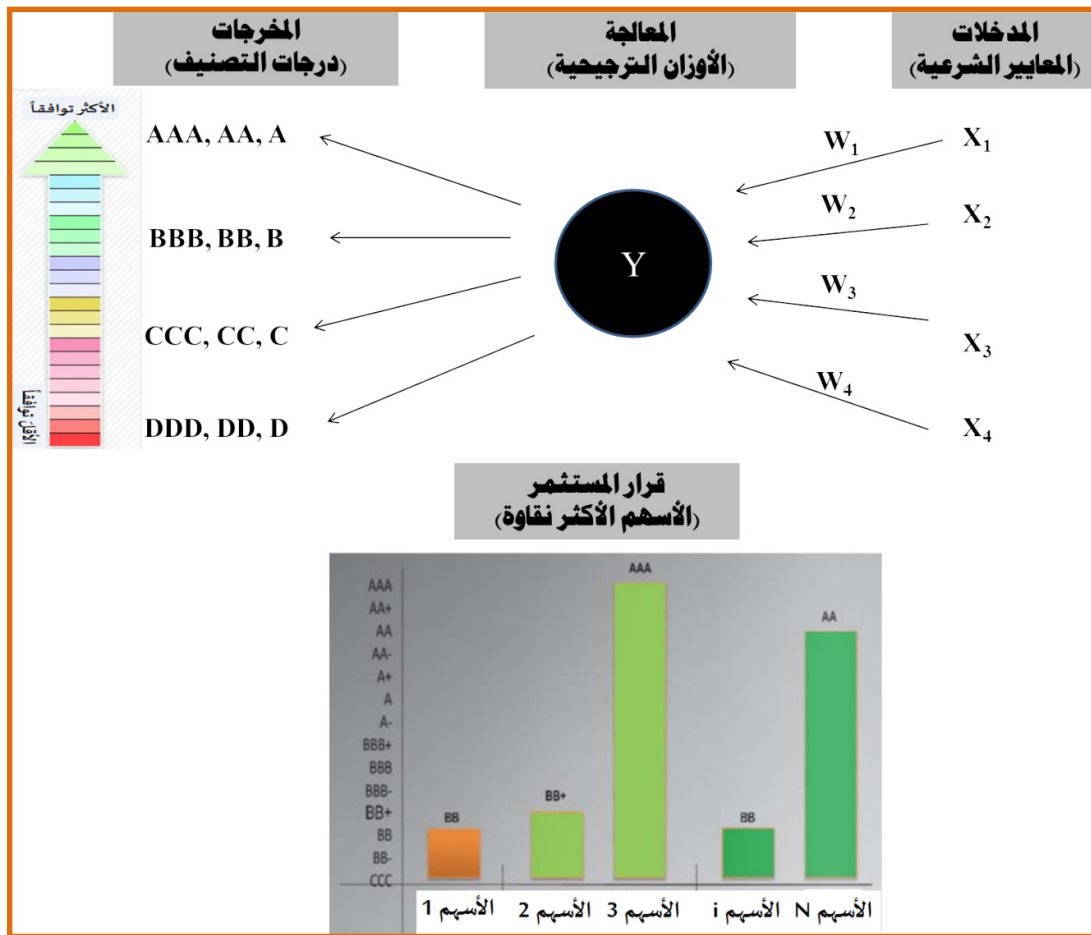
- العمل على تنظيم صناعة التصنيف الشرعي للأسهم من خلال وضع إرشادات رقابية تتضمن توجيهات بشأن المعايير الشرعية المعتمدة ودرجة الترجيح المعطاة لكل معيار؛ للوصول إلى التصنيف النهائي؛

- منح شهادات جودة شرعية للشركات المصنِّفة في أعلى مستوى للتصنيف الشرعي

AAA؛ تحفيزاً لها للمحافظة على أدائها الشرعي، وتشجيعاً للمتعاملين على الوعي بالتصنيف الشرعي للأسهم الذي يقيس سلامتها الشرعية، وتطويراً للسوق المالية المتوافقة مع الشريعة وحمايتها من مبدأ «الأسهم الرديئة تطرد الأسهم الجيدة من التداول»⁽¹⁾؛

- تطوير نموذج التصنيف الشرعي للأسهم المقترح، والعمل على إيجاد آلية لتطبيقه واختبار نتائجه؛ من خلال نمذجة المنهجية المطروحة ووضعها في شكل خوارزميات ومعادلات⁽²⁾ تحوّلها إلى المخرجات التصنيفية المطلوبة.

شكل 3: مدخلات ومخرجات النموذج المقترح للتصنيف الشرعي للأسهم



(1) تطبيق مقولة المقربيزي الاقتصادية المنسوبة إلى قانون غريشام *Gresham's Law* "النقود الرديئة تطرد النقود الجيدة من التداول"، سائدة لكن ليس على مستوى تداول النقود؛ إنما على مستوى تداول الأسهم.

(2) See: Tika Arundina & Mohd. Azmi Omar, "Sukuk Rating Prediction; a Comparison of Ordered and Multinomial Logistic Models", *International Conference on Islamic Capital Markets: Towards a Resilient, Robust and Competitive Islamic Capital Market*, Jakarta, Indonesia, June 19-20, 2012; Ioannis Akkizidis & Sunil Kumar Khandelwal, *Financial Risk Management for Islamic Banking and Finance*, Palgrave Macmillan, 2008.

وهذا الأخير تمّ ترجمته؛ راجع:

عبير فوزان العبادي (مترجم)، إدارة المخاطر المالية في أعمال الصيرفة والتمويل الإسلامي، دار الفكر، عمان، ط1، 2015.

- إن هذه الدراسة ستفتح آفاقاً جديدة للمجالات البحثية أمام الباحثين والممارسين والمهتمين بالصناعة المالية الإسلامية؛ من خلال دراسة الموضوعات المقترحة التالية:
- دراسة القضايا التصنيفية المتخصصة المتعلقة بتصنيفات مؤسسات ومنتجات الصناعة المالية الإسلامية (البنوك الإسلامية، التأمين التكافلي وإعادة التكافل، الصناديق الاستثمارية، الصكوك، المنتجات المالية الإسلامية،...) (1)؛
 - دراسة منهجية التصنيف الائتماني (القائم على الثقة والأمانة) *Fiduciary Rating* ومجالات تطبيقه في الأوراق المالية؛
 - دراسة الإشكالات الشرعية والمحاسبية المتعلقة بتصنيف الشركات القابضة *Holding Company* (أثر تملك الشركة الأم لشركات تابعة من خلال عمليات الاندماج والاستحواذ، الفحص الشرعي للقوائم المالية الموحدة، المعاملات المتبادلة، حالة الشركة المستثمر فيها (غير مدرجة في سوق الأسهم، أو متضامنة، أو ذات مسؤولية محدودة)، تصنيف المكونات المختلفة للهيكل التنظيمي للشركة...؛
 - دراسة الطرق الآلية للتصنيف الشرعي المستخدمة من قبل أيديال ريتنغز *IdealRatings* ومقارنتها بقرارات الهيئات الشرعية؛ في ظل عجز الإفصاحات المالية في القوائم الإلكترونية للشركات عن الوفاء بالمتطلبات الشرعية؛
 - دراسة العلاقة بين التصنيف الائتماني والتصنيف الشرعي لتفسير الممارسات والتطبيقات العملية المتعلقة بأداء الشركات التي حصلت على تصنيف شرعي أعلى، وتصنيف ائتماني أقل؛
 - دراسة سلم الدرجات (الدركات) (2) الدنيا للأسهم؛ حيث إن المحرمات ليست متساوية في درجة حرمتها؛ فكيف سيتم ترتيبها من حيث درجة الحرمة (تصنيف مجموعات D)؟

(1) راجع: مجلس الخدمات المالية الإسلامية، «الإرشادات المتعلقة بالاعتراف والتصنيفات الصادرة عن مؤسسات تصنيف ائتماني خارجية للتأمين وإعادة التكافل»، مارس 2011؛

Mohammed Obaidullah, "Rating of Islamic Financial Institutions: Some Methodological Suggestions", *Islamic Economics Research Centre*, King Abdulaziz University, 2005.

(2) تُطلق العرب: الدرّك على كلّ ما تسافل، كما تُطلق: الدرّج على كلّ ما تعالي؛ فيقال: للجنة درجات وللنار دركات.

ملخص
الفصل الرابع

عادة ما يميّز الباحثون بين الشركات المتوافقة مع الشريعة والشركات غير المتوافقة، كما برزت عدة مصطلحات تصنّف الشركات إلى نقية ومختلطة ومحرمّة؛ حيث لا يمكن تصوّر أن جميع الشركات على درجة واحدة من الجودة الشرعية؛ لذلك تبدو الحاجة إلى التصنيف الشرعي للأسهم على غرار التصنيفات الائتمانية التي تقوم بها وكالات التصنيف العالمية مثل: موديز وستاندرد آند بورز وفيتش...

يختلف التصنيف الشرعي عن التصنيف الائتماني الذي يركّز على مدى ملاءة الشركات وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها، ويُعتبر التصنيف الشرعي مكملًا لهذا الأخير. فكما أن المستثمرين في الأسواق المالية يتفحصون التصنيفات الائتمانية حتى يتجنّبوا الاستثمار في الشركات الفاشلة؛ كذلك الحال بالنسبة للمستثمرين في سوق الأسهم الإسلامية يتخيرون الشركات الأكثر توافقاً مع الشريعة؛ أي الأعلى تصنيفاً من الجانب الشرعي، ويتجنّبون الأسهم الأقل نقاوة في الشركات الأدنى تصنيفاً.

وتأتي هذه الدراسة لتقديم منهجية ملائمة لتصنيف الأسهم المتوافقة مع الشريعة.

الكلمات المفتاحية: التصنيف الائتماني، وكالات التصنيف العالمية، الأسهم المتوافقة مع الشريعة، التصنيف الشرعي للأسهم، تصنيف الجودة الشرعية، الشركات النقية، الشركات المختلطة.



Abstract:

Towards a Gradual Methodology for Sharī'ah Stock Rating

Researchers are used to distinguish between *Sharī'ah*-compliant companies and non-compliant companies, then a number of terms has appeared such as “pure companies”, “mixed companies” and “illegal companies”; where it can't be imagined that all the companies are on the same degree of Sharī'ah Quality; So it looks needed to Sharī'ah Stock Rating similar to Credit Ratings by the international rating agencies such as: Moody's, Standard & Poor's and Fitch...

Sharī'ah Rating differs from Credit Rating that focuses on the company solvency and ability to fulfill its obligation. *Sharī'ah* Rating is complement to the latter. While investors in financial markets check Credit Ratings to avoid the failed companies; Thus is the case with the Islamic stock market investors' who prefer Top *Sharī'ah*-compliant companies rated to avoid the lowest purity stock.

This study is to present an appropriate methodology for rating of *Sharī'ah*-Compliant stocks.

Keywords: Credit Rating, International Rating Agencies, Sharī'ah-Compliant Stocks, Sharī'ah Stock Rating, Sharī'ah Quality Rating, Pure Companies, Mixed Companies.



مصادر ومراجع الفصل الرابع

- 1- أحمد طلفاح، «برنامج تحليل مؤشرات الجدارة الائتمانية والأداء الاقتصادي»، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2005.
- 2- أحمد مداني، «دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الأزمات في الأسواق المالية ومتطلبات إصلاحها»، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، الجزائر، ع10، 2013.
- 3- أماني بورسلي، «التصنيف الائتماني وعلاقته باتفاقية بازل2»، كابييتال ستاندارز، الكويت، 2008.
- 4- بانايوتيس غافراس، «لعبة التصنيف»، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، مج49، ع1، مارس 2012.
- 5- بنك البلاد، «منهج الهيئة الشرعية في قراءة القوائم المالية وتصنيف أسهم الشركات المساهمة»، قرار الهيئة الشرعية رقم (69)، د. ت.
- 6- بنك البلاد، «منهج دراسة أسهم الشركات المساهمة»، قرار الهيئة الشرعية رقم (69) ب، 2/4/2014.
- 7- بودخدخ كريم وكرباش رحمة، «دور وكالات التنقيط العالمية: بين الحد من الأزمات المالية والتسبب فيها»، في الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة وتأثيراتها على اقتصاديات شمال إفريقيا، الجزائر، 20-19 يونيو 2013.
- 8- جبار محفوظ بن علي، «وكالات تصنيف الائتمان: دراسة تحليلية»، مجلة المال والصناعة، بنك الكويت الصناعي، ع22، 2004.
- 9- خالد أمين عبد الله، «وكالات التصنيف الائتماني»، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، مج22، ع1، مارس 2014.
- 10- الراجحي المالية، «الضوابط الشرعية للمتاجرة والاستثمار في الأسهم»، في الموقع الإلكتروني:

<http://www.alrajhi-capital.com/ar/Pages/shariahguide.aspx>

- 11-** رامي زعتري، التصنيف الائتماني وآفاق تطبيقه في الاقتصاد السوري، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة حلب، 2011.
- 12-** سامر مظهر قنطججي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دار شعاع، حلب، 2010.
- 13-** عبد الباري مشعل، «سبل دعم جهود المؤسسات المعنية بالتصنيف للمؤسسات المالية الإسلامية»، في مؤتمر المصارف الإسلامية: الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 2009.
- 14-** عبد الستار أبو غدة، «تصنيف المصارف الإسلامية ومعايير الجودة الشاملة»، في المؤتمر الرابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2004.
- 15-** عبد الستار أبو غدة، «تقويم تجارب الجودة الشرعية المالية وتصنيفها شرعياً»، جريدة الأنباء الكويتية، 24 مارس 2008.
- 16-** عبير فوزان العبادي (مترجم)، إدارة المخاطر المالية في أعمال الصيرفة والتمويل الإسلامي، دار الفكر، عمان، ط1، 2015.
- 17-** مجلس الخدمات المالية الإسلامية، «الإرشادات المتعلقة بالاعتراف بالتصنيفات الصادرة عن مؤسسات تصنيف ائتماني خارجية للتأمين وإعادة التكافل»، مارس 2011.
- 18-** مجلس الخدمات المالية الإسلامية، «الإرشادات المتعلقة بمعيار كفاية رأس المال: الاعتراف بالتصنيفات للأدوات المالية المتفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية الصادرة من مؤسسات تصنيف ائتماني خارجية»، مارس 2008.
- 19-** المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، «تقويم المنتجات المالية الإسلامية ومنهج عمل الهيئة الشرعية للتصنيف والرقابة»، سبتمبر 2008.
- 20-** محمد البلتاجي، «نموذج لقياس مخاطر المصارف الإسلامية بغرض الحد منها»، في ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية الرابع، مركز بيان للهندسة المالية

الإسلامية، 5-6 أبريل 2012.

- 21-** محمد بن عبد العزيز الزومان، «التصنيف الشرعي لأسهم الشركات المساهمة: التحديات العملية»، في مؤتمر الهيئات الشرعية السنوي الرابع عشر لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، 22-23 مارس 2015.
- 22-** محمد علي القري، «تصنيف المصارف الإسلامية ومعايير الجودة الشاملة»، في المؤتمر الرابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2004.
- 23-** مركز المقاصد للاستشارات الاقتصادية، «منهجية قراءة القوائم المالية»، في الموقع الإلكتروني:

<http://www.almaqased.net/Search.aspx>

- 24-** منصور علي القضاة، التصنيف الشرعي لمنتجات المؤسسات المالية الإسلامية ودوره في تطوير أدائها، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة اليرموك، 2009.
- 25-** موقع الربح الحلال، في الموقع الإلكتروني:

<http://www.halal2.com>

- 26-** ناجي التوني، «مؤشرات الجدارة الائتمانية»، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، ع44، 2005.
- 27-** الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف، منهجية تصنيف الجودة الشرعية، مايو 2006.

28- Basel Committee on Banking Supervision, “**International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards**”, *A Revised Framework Comprehensive Version*, Bank for International Settlements, June 2006.

29- Fitch Ratings Website; See: <http://www.fitchratings.com>

30- Fitch Ratings, “**Definitions of Ratings and Other Scales**”, *Fitch Ratings*, NY, Dec 2014.

31- Hideaki Ohta, “**The Finance in the Capital Market and Credit Rating in Pakistan**”, *Center for China and Asian Studies*, Nihon University College

of Economics, February 2009.

32- Ioannis Akkizidis & Sunil Kumar Khandelwal, *Financial Risk Management for Islamic Banking and Finance*, Palgrave Macmillan, 2008.

33- Islamic International Rating Agency Website; See: <http://www.iirating.com/Default.aspx>

34- Malaysian Rating Corporation Berhad Website; See: <http://www.marc.com.my>

35- Marwan Elkhoury, “**Credit Rating Agencies and their Potential Impact on Developing Countries**”, United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), *Discussion Papers*, No. 186, Geneva, January 2008.

36- Mohamed Nafeel Mohamed Mahboob, “**Investing in shares from an Islamic Point of view**”, *International Academic Refereed journal on Islamic Finance and Banking*, Bait Al-Mashura Finance Consultations Company, Doha, Issue 3, October 2015.

37- Mohammed Obaidullah, “**Rating of Islamic Financial Institutions: Some Methodological Suggestions**”, *Islamic Economics Research Centre*, King Abdulaziz University, 2005.

38- Moody’s Investors Service Website; See: <http://www.moody.com>

39- Standard & Poor’s Website; See: <http://www.standardandpoors.com>

40- Tika Arundina & Mohd. Azmi Omar, “**Sukuk Rating Prediction; a Comparison of Ordered and Multinomial Logistic Models**”, *International Conference on Islamic Capital Markets: Towards a Resilient, Robust and Competitive Islamic Capital Market*, Jakarta, Indonesia, June 19-20, 2012.



الفصل الخامس

كفاءة المالية التقليدية
والمتوافقة مع الشريعة في تحقيق
الاستقرار الاقتصادي العالمي:
دراسة تحليلية مقارنة

يقف العالم اليوم مندهشاً أمام توالي أزمات مالية ومصرفية تحولت بعدها إلى أزمات اقتصادية؛ بما فيها الأزمة المالية العالمية 2007-2009 التي وُصفت بأنها أسوأ من أزمة الكساد الاقتصادي العظيم، مروراً بأزمة الديون السيادية الإقليمية عام 2010 التي عرّضت عدداً من الحكومات الأوروبية إلى خطر الإفلاس والانهيار، ثم تبعتها الأزمة المصرفية القبرصية عام 2013 التي أصبح يتحمل فيها المودعون خسائر كبيرة.

وفي ظل هذه المشاهد المأزومة؛ أصبح هناك تنافس دولي على المركز العالمي للمالية المتوافقة مع الشريعة، وتساؤلات عمّا إذا كانت المالية المتوافقة مع الشريعة بديلاً إستراتيجياً عن المالية التقليدية، وتطورات في تأسيس برامج لتدريس المالية المتوافقة مع الشريعة التي تستند إلى مبادئ عالمية لا تختصّ بالمسلمين فقط؛ بل تهدف إلى خدمة الاقتصاد العالمي.

لقد حقّقت الصناعة المالية المتوافقة مع الشريعة تطوراً كمياً ملحوظاً في الأعوام الأخيرة؛ من حيث معدلات النمو وحجم الأصول والتوسع الجغرافي؛ حيث تُقدّر الأصول المالية المتوافقة مع الشريعة بحوالي 2 تريليون دولار وبمعدل نمو سنوي يتراوح بين 15% و 20%، ومن المتوقع أن تصل إلى 3,5 تريليون دولار عام 2021. وكان تركيز المالية المتوافقة مع الشريعة على البنوك التي تشكّل حوالي 80% من موجودات الصناعة، تليها الصكوك بنسبة 15%، ثم صناديق الاستثمار بنسبة 4%، وأخيراً التأمين بنسبة 1%.

جدول 1: التوزيع الجغرافي والقطاعي للصناعة المالية المتوافقة مع الشريعة عام 2015

(الوحدة: مليار دولار)

التأمين التكافلي	الصناديق الاستثمارية	الصكوك المتوافقة مع الشريعة	المصرفية المتوافقة مع الشريعة	المنطقة
5,2	23,2	174,7	209,3	آسيا
10,4	31,2	103,7	598,8	دول مجلس التعاون الخليجي
7,1	0,3	9,4	607,5	المينا: منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (دون دول الخليج العربية)
0,5	1,4	0,7	24,0	إفريقيا جنوب الصحراء
-	15,2	2,1	56,9	أخرى
23,2	71,3	290,6	1.496,5	المجموع
1.881,6				

المصدر:

Islamic Financial Services Board , *Islamic Financial Services Industry :Stability Report* 2016, Kuala Lumpur, May 2016, p. 7.

مشكلة البحث

تجيب هذه الورقة البحثية لتثير التساؤل التالي:

- أيهما أكفاً في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي العالمي؛ المالية المتوافقة مع الشريعة أم المالية التقليدية؟

أهداف البحث

بناءً على الإشكالية السابقة، يمكن تحديد أهداف البحث على النحو التالي:

- إبراز محدودية الكفاءة الاقتصادية للمالية التقليدية، والتعرف على الآثار السلبية والخطيرة لنظام الوساطة المالية القائمة على الفائدة الربوية؛
- توضيح الكفاءة التمويلية للمالية المتوافقة مع الشريعة المتعلقة بتنوع منتجاتها

- وتلبيتها للاحتياجات التمويلية للنشاطات الاقتصادية ومجالاتها القطاعية؛
- إبراز كفاءة المالية المتوافقة مع الشريعة المتعلقة بقدرتها الاحتوائية للمخاطر والأزمات والتقلبات الاقتصادية الدورية؛
- التعرف على كفاءة المالية المتوافقة مع الشريعة في إطار تكاملها مع المنظومة المؤسسية التي تسهم في التمويل والتقليل من الأزمات؛
- إبراز الكفاءة الاقتصادية للمنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة لتمييزها بانخفاض تكاليفها على المستوى الجزئي والكلي، والتعرف على الآثار السلبية والخطيرة لمنهج محاكاة المنتجات المالية التقليدية.

أهمية البحث

تتبين أهمية هذا الموضوع في النقاط الآتية:

- اعتماد المالية التقليدية على آلية الفوائد الربوية المسبقة التي تُنمي الاقتصاد الرمزي المضاربي الذي لا يرتبط في كثير من الحالات بالاقتصاد الحقيقي المنتج؛ ومن ثم فهي تُعدّ من بين العوامل الأساسية للأزمات المالية والتقلبات الاقتصادية الدورية؛
- تزايد الطلب العالمي على المالية المتوافقة مع الشريعة بمؤسساتها ومنتجاتها وأنظمتها ومعاهدها ومراكزها البحثية؛ حيث يرتبط فيها الاقتصاد الحقيقي بالاقتصاد المالي بما يؤدي إلى احتواء الأزمات المالية والاقتصادية والدورات المرتبطة بها؛
- بروز تحديات ومخاطر إستراتيجية تتعلق بالتأخر في تطبيق المالية المتوافقة مع الشريعة؛ حيث إن العديد من الدول المتأخرة في اعتماد المالية المتوافقة مع الشريعة قد اكتشفت محدوديتها الاستقطابية للموارد والأصول المالية والمصرفية المتوافقة مع الشريعة؛ الأمر الذي قلّل من تنافسيتها وجاذبيتها على المستوى العالمي والإقليمي.

فرضية البحث

في ضوء إشكالية البحث وأهدافه؛ سوف تعمل هذه الورقة على التأكيد من صحة الفرضية التالية:

- إن المالية المتوافقة مع الشريعة تمتلك درجة عالية من الكفاءة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي العالمي تتفوق على درجة الكفاءة لدى المالية التقليدية.

منهج البحث

يعتمد البحث على المنهج الوصفي والمنهج المقارن؛ وذلك من خلال الرجوع إلى مختلف الأدبيات والتطبيقات ذات الصلة بالمشكلة موضوع الدراسة ثم تحليلها لاستخلاص النتائج والوصول إلى الاقتراحات.

وتتميز هذه الورقة البحثية باستخدام وسائل الإيضاح المختلفة (جداول وأشكال بيانية)؛ حتى تؤدي دورها في عملية عرض المعلومات المطروحة.

خطة البحث

سوف نبرز كفاءة المالية المتوافقة مع الشريعة والمالية التقليدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي العالمي؛ حيث ستعالج هذه الورقة البحثية المحاور التالية:

- أولاً: الكفاءة الاقتصادية لنظام المالية التقليدية وآثارها السلبية؛
- ثانياً: الكفاءة التمويلية والاستثمارية للمنتجات المتوافقة مع الشريعة؛
- ثالثاً: الكفاءة الاحتوائية للمخاطر والأزمات الاقتصادية الدورية؛
- رابعاً: الكفاءة التكاملية للمؤسسات المالية المتوافقة مع الشريعة؛
- خامساً: الكفاءة التطبيقية المتوقعة للصناعة المالية المتوافقة مع الشريعة.

وينتهي البحث بعرض أهم النتائج والاقتراحات التي يمكن تقديمها للصناعة المالية المتوافقة مع الشريعة.

أولاً: الكفاءة الاقتصادية لنظام المالية التقليدية وآثارها السلبية

1- الآثار السلبية الخطيرة للوساطة المالية التقليدية

تقوم الوساطة المالية التقليدية على أساس آلية الفوائد المسبقة المضمونة؛ فالوسيط المالي يقترض بفائدة من وحدات الفأض ويُقرض بفائدة أعلى منها لوحدات العجز، ومن الفرق بين الفائدة الدائنة والمدينة يُحقق الممول فائدة تُشكّل تكلفة يتحملها المستثمر والمودع.

إن لهذه الوساطة والتمويل المقدم من خلالها، جملة من الآثار السلبية البالغة الخطورة، ومن بينها⁽¹⁾:

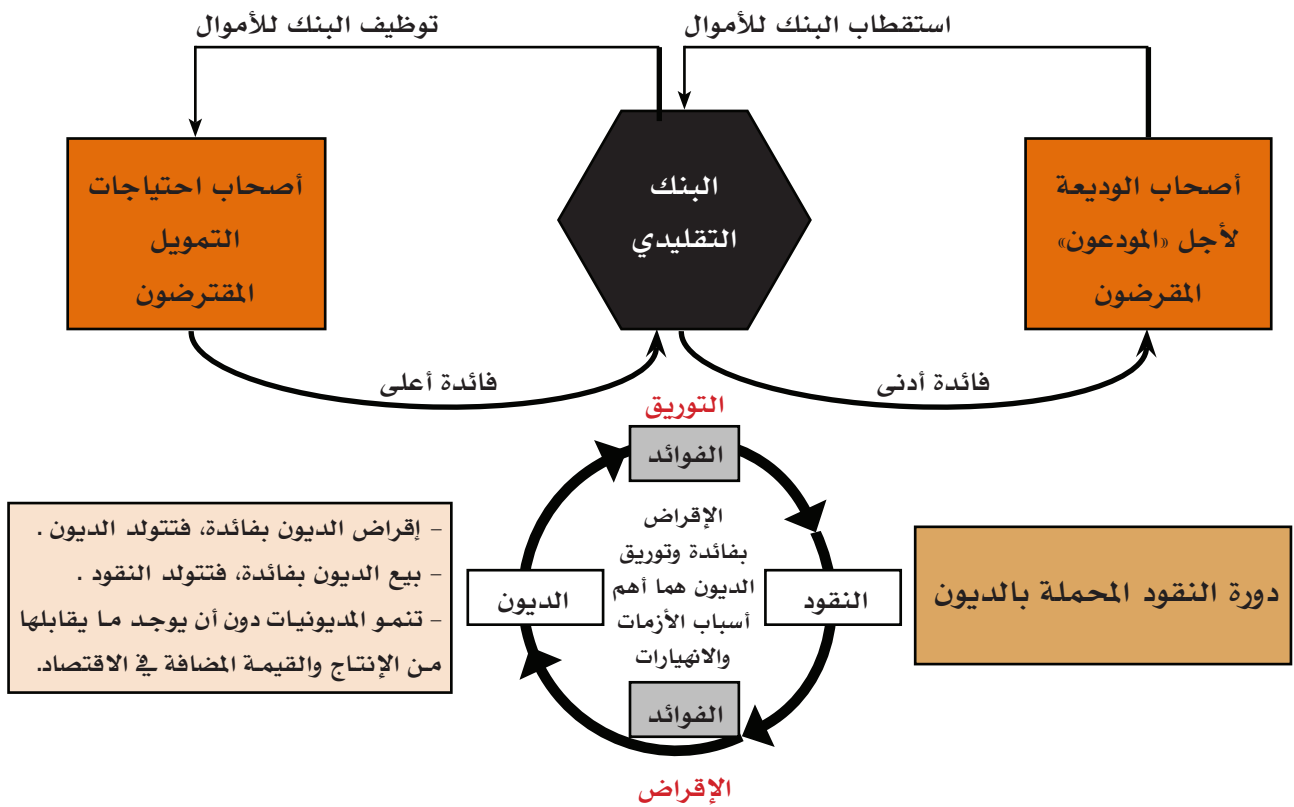
- تؤدي المالية التقليدية إلى تركّز الثروة على خلاف المالية المتوافقة مع الشريعة التي تسعى لتوسيع قاعدة الملكية؛
- تُسهم المالية التقليدية في التضخم وارتفاع تكاليف الإنتاج، وهي التكاليف التي يدفعها المستثمر للممول الوسيط وينتقل عبؤها للمستهلكين عبر الأسعار؛
- تُرحّل المالية التقليدية كل مخاطر النشاط الاقتصادي إلى فئة من المستثمرين، بعد أن تحتاط لمخاطرة الإقراض بالضمانات الكافية؛
- تُمثّل المالية التقليدية عقبة أمام الاستثمار الحقيقي؛ حيث تمثل الفائدة قيلاً مؤسسياً مسبقاً على الاستثمار الحقيقي والطاقة الإنتاجية التي ترتعن به؛
- ينتقل التمويل في المالية التقليدية باتجاه الوحدات المليئة التي تستطيع تقديم الضمانات المالية الكافية، وهذا يعني أنها تسيء تخصيص السيولة؛
- تميل المالية التقليدية إلى التمويل قصير الأجل، وهذا يعني أن فرص الاستثمار الحقيقي طويل الأجل لا تنافس التوظيفات والتمويلات التجارية القصيرة؛

(1) راجع: عبد الجبار السبهاني، «آثار التمويل الربوي»، في الموقع الإلكتروني: <http://al-sabhany.com/index.php2012-08/>؛ شوقي أحمد دنيا، «كفاءة نظام التمويل الإسلامي: دراسة تحليلية مقارنة»، مجلة جامعة أم القرى للبحوث العلمية، السعودية، ع9، 1994، ص: 116-121؛ عبد الحميد الغزالي، الأرباح والفوائد المصرفية بين التحليل الاقتصادي والحكم الشرعي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، ط1، 1994، ص: 17-22؛ سامر مظهر قنطجني، أيهما أصلح في الاستثمار معيار الربح أم معيار الفائدة، سلسلة فقه المعاملات، ج1، مؤسسة الرسالة ناشرون، بيروت، ط1، 2004، ص: 29-32.

- تفتقر المالية التقليدية إلى الكفاءة الاقتصادية؛ لأنها لا تتضمن آلية لإعادة توجيه الموارد المالية إلى الاستخدامات الأكثر جدوى اقتصادياً واجتماعياً؛
- تتسبب المالية التقليدية في الدورات التي تُؤثر في النشاط الاقتصادي، وما يعنيه ذلك من تراجع لفرص النمو.

إن الأزمات المالية المتتالية تحدث بسبب دورة النقود المحملة بالديون؛ حيث إن هذه الدورة هي عبارة عن قيام البنوك باستقطاب الأموال من المودعين، ومن ثمّ إقراضها للمدينين بفائدة؛ الأمر الذي بدوره يحوّل النقود إلى ديون؛ ومن ثمّ بيع الديون عن طريق التوريق.

شكل 1: الوساطة المالية التقليدية وآثارها



المصدر: راجع: عز الدين خوجة، النظام المصرفي الإسلامي، الموسوعة الميسرة للمعاملات المالية الإسلامية، دار

الامتثال للمالية الإسلامية، تونس، ط1، 2013، ص: 64-65.

2- الانتقادات الموجهة لنظام المالية التقليدية

لقد شبه الكاتب والطبيب جيكاران *J. Jaikaran* الفائدة بالفيروس الذي يتكاثر بشكل كبير إلى أن يدمر الخلايا الحية، في كتاب أسماه «فيروس الدين» ⁽¹⁾ *Debt Virus*، وبعضهم شبهها بالورم السرطاني الذي يستفحل إلى أن يقضي على الجسم؛ حيث إن وضع الفائدة في النظام الاقتصادي لا يختلف كثيراً عن الورم السرطاني في الجسم الحي. كما تعرّضت المشتقات المالية إلى انتقادات كبيرة من قبل العديد من الاقتصاديين، نوجز أهمها في الجدول التالي:

جدول 2: الانتقادات المرتبطة بالمشتقات المالية

الاقتصادي	وصف المشتقات المالية
«بيتر دراكر» <i>Peter Drucker</i>	«المشتقات المالية من أدوات القمار التي يجري التعامل عليها في لاس فيغاس ومونتي كارلو».
«جورج سوروس» <i>George Soros</i>	«إن بعض أدوات المشتقات قد تم تصميمها خصيصاً لتمكين المؤسسات الاستثمارية من المقامرة».
«هنري غونزاليز» <i>Henry Gonzalez</i>	«يمكنكم أن تسموا تجارة المشتقات كما تشاؤون، ولكن اسمها في كتابي هو القمار».
«ستيفن ليبين» <i>Steven Lipin</i>	«لم أر موضوعاً المعرفة فيه محدودة، قدر موضوع المشتقات».
«ألفريد ستاينر» <i>Alfred Steinherr</i>	«المشتقات المالية = وحش المالية المفترس».
«وارن بافيت» <i>Warren Buffett</i>	«المشتقات المالية = أسلحة مالية للدمار الشامل».

وفي ظلّ الجدل الدائر لدى واضعي السياسات الاقتصادية بشأن تقديم حلول للأزمة المالية العالمية؛ ظهرت دعوات غربية لتطبيق المالية المتوافقة مع الشريعة، نستعرض أهمها فيما يلي:

- طرح «بوفيس فانسون» *Beaufils Vincent* رئيس تحرير مجلة «تحديات»

(1) See: Jacques S. Jaikaran, *Debt Virus: A Compelling Solution to the World's Debt Problems*, Glenbridge Publishing, U.S., 1st ed, 1992.

الاقتصادية *Challenges* في افتتاحية 2008/09/11 موضوعاً بعنوان «البابا أو القرآن» *Le pape ou le Coran*، ومما جاء فيه: «أظن أنه لو حاول القارئون على مصارفنا احترام ما ورد في القرآن من تعاليم وأحكام وطبّقوها، ما حلّ بنا ما حلّ من كوارث وأزمات، وما وصل بنا الحال إلى هذا الوضع المزري؛ لأن النقود لا تلد نقوداً»⁽¹⁾.

- وجّه الاقتصادي الفرنسي «موريس آليه» *Maurice Allais* الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد عام 1988، في مقال بعنوان: «الشروط النقدية لاقتصاد الأسواق: من دروس أمس إلى إصلاحات الغد»، انتقادات حادة إلى أسلوب عمل الأسواق المالية والنظام المالي الرأسمالي، وتتّبأ فيه بحدوث الأزمة المالية العالمية. واقترح للخروج من الأزمة وإعادة التوازن شرطين هما⁽²⁾:

• تعديل معدّل الفائدة إلى حدود الصفر؛

• مراجعة معدّل الضريبة إلى ما يقارب 2%.

وهذا ما يتطابق مع نسبة الزكاة وإلغاء الربا في المالية المتوافقة مع الشريعة.

3- تنامي الأزمات المالية والاقتصادية

لقد أسهمت آليات وأساليب المالية التقليدية في تطور وتفاقم الأزمة المصرفية والمالية وتحولها إلى أزمة اقتصادية، ونقلت تكاليفها على جميع الشعوب، وتحولت إلى حالة ركود⁽³⁾.

إن هذه النتيجة تبين أن توسّع القطاع المالي على حساب القطاع الحقيقي مضرّ بالاقتصاد. فإذا توسّع القطاع القائم على مبادلة النقد بالنقد من خلال الفائدة الربوية؛ كانت النتيجة سلبية على الأداء الاقتصادي. وهذا ما توصلت إليه إحدى الدراسات الحديثة

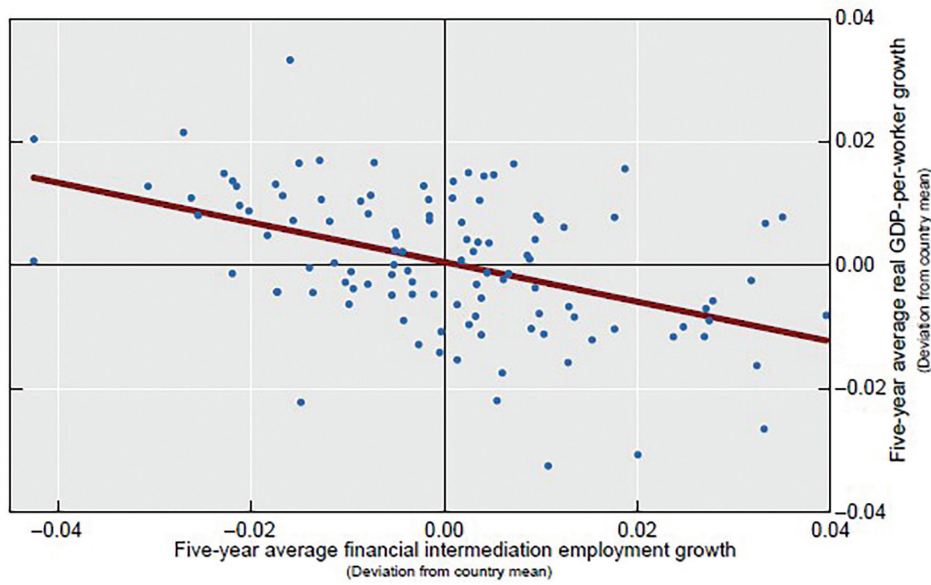
(1) Vincent Beaufigs, «Le pape ou le Coran», *Challenges magazine*, 11/09/2008, See Website: <http://www.challenges.fr/magazine/20080911.CHA9752/le-pape-ou-le-coran.html>

(2) راجع: موريس آليه، الشروط النقدية لاقتصاد الأسواق: من دروس أمس إلى إصلاحات الغد، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، ط1، 1993.

(3) Nicolas Couderc et Olivia Montel-Dumont, *Des Subprimes à la Récession: Comprendre la Crise*, La documentation Française, Paris, 2009, p. 34.

التي نشرها بنك التسويات الدولية؛ حيث شملت 21 دولة من الدول المتقدمة خلال الفترة (1980-2009)، ووجدت أن النمو في القطاع المالي يرتبط سلباً بنمو الإنتاجية في القطاع الحقيقي؛ كما يوضحه الشكل البياني التالي:

شكل 2: العلاقة بين نمو القطاع المالي والقطاع الحقيقي



القطاع الحقيقي

القطاع المالي

المصدر:

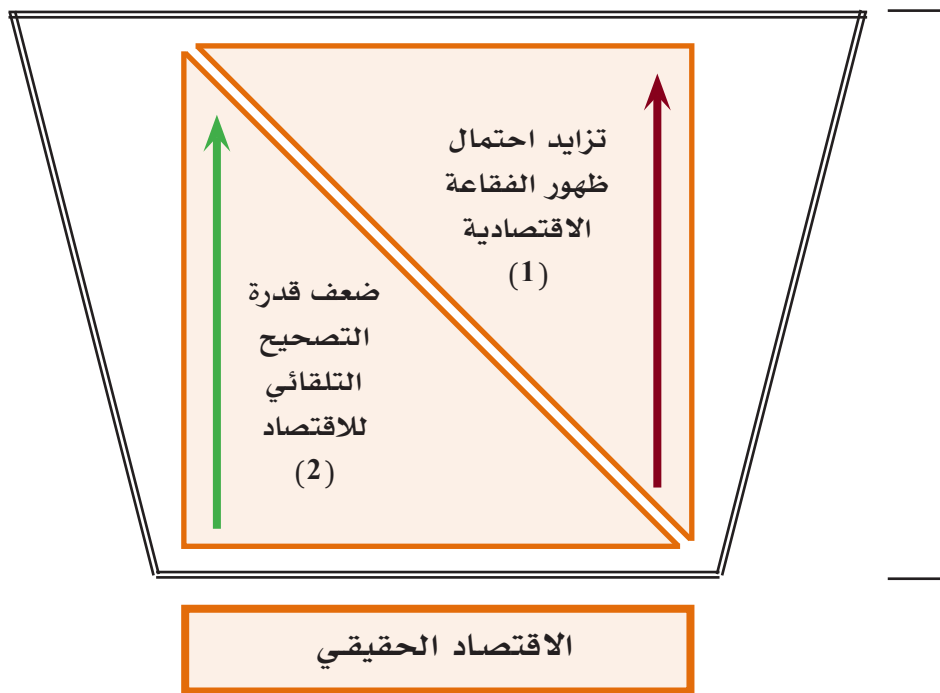
Stephen G Cecchetti and Enisse Kharroubi, "Why does Financial Sector Growth Crowd out Real Economic Growth?", BIS Working Papers, No. 490, Monetary and Economic Department of the Bank for International Settlements, February 2015, p. 2.

4- الهرم الاقتصادي المقلوب

تؤدي آليات الفوائد المسبقة إلى اختلال هرم التوازن الاقتصادي لصالح التفاقم المتوالي للمديونيات، فيصبح الهرم مقلوباً في غير صالح النمو الاقتصادي الحقيقي؛ حيث أشارت الإحصاءات إلى أن إجمالي حجم الاقتصاد الحقيقي بلغ على مستوى العالم حوالي 70 تريليون دولار، في حين بلغ إجمالي حجم الاقتصاد المالي والنقدي حوالي 700 تريليون دولار!

ويُشير الوضع المعكوس للهرم إلى أن حجم الصفقات المالية يتجاوز حجم الاقتصاد الحقيقي الذي نشأت عليه؛ حيث يتّضح من ملاحظة الهرم المقلوب أن قاعدته تقوم على مساحة الاقتصاد الحقيقي المتمثل في إنتاج السلع والخدمات، ومن الطبيعي أن يرافق هذا النشاط تعاملات مالية تُعبّر عن هذا النشاط. ولكن عندما تبدأ هذه التعاملات بالتحرك بوتيرة منفلّطة؛ فإن حجمها سيبدأ بتجاوز حجم الاقتصاد الحقيقي ولن تُعبّر القيمة التي يتم التبادل بها عن القيمة الحقيقية للصفقة! من هنا وفي داخل الهرم ستبدأ احتمالات ظهور «الفقاعة الاقتصادية» *Economic Bubble*. ويمكن تصميم صورة الهرم القلوب على النحو التالي:

شكل 3: هرم الاضطراب الاقتصادي في ظل آليات المالية التقليدية



المصدر: راجع: وزارة المالية العراقية، «الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاد العراقي»، الدائرة الاقتصادية، 2009، ص: 11.

ويُمثّل النظام الاقتصادي بهذه الصورة عبئاً كبيراً على المجتمعات الإنسانية؛ الأمر الذي يستدعي إعادة بناء نظام اقتصادي مستقر وقابل للاستمرار والنمو، من خلال معالجة العلاقة بين المديونية والثروة معالجة جذرية لضمان تجنّب هذه الأزمات مستقبلاً.

ثانياً:

الكفاءة التمويلية والاستثمارية للمنتجات المتوافقة مع الشريعة

1- مبادئ وأسس المالية المتوافقة مع الشريعة

تقوم المالية المتوافقة مع الشريعة على مجموعة من المبادئ نلخصها في العناصر التالية:

- الاستناد إلى الشريعة: ثلاثية: العقيدة، الأخلاق، الفقه؛
- استبعاد محرّمات المعاملات: ثلاثية: الربا، الغرر، الظلم؛
- خصائص العقود المالية: ثلاثية: الإباحة، الإرادة، التراضي؛
- خصائص الوساطة: ثلاثية: الوساطة الاستثمارية، الارتباط بالاقتصاد الحقيقي، الغنم بالغرم؛
- التمييز بين مكونات العائد: ثلاثية: الربح، الأجر، الرسوم.

إن التمويل المتوافق مع الشريعة، من حيث المبدأ، أكثر كفاءة من التمويل التقليدي؛ وذلك للاعتبارات التالية⁽¹⁾:

- آلية التعاقد: يتم في التمويل المتوافق مع الشريعة من خلال عقد واحد، بينما يتطلب عقدين في التمويل التقليدي؛
- توظيف الموارد: يتم الالتزام بسداد الدين في وقته دون السماح بأرباح أو عوائد مقابل التأخير؛ ممّا يتيح توظيف رأس المال في مشروعات ونشاطات اقتصادية أخرى، بخلاف التمويل التقليدي الذي لا يتطلب السداد ومن ثم لا يرفع من كفاءة التوظيف؛
- تكلفة التمويل: تصبح التكلفة الفعلية للتمويل في التمويل المتوافق مع الشريعة أقلّ منها في التمويل التقليدي؛ إذا أخذنا في الاعتبار مجموع الفوائد التأخيرية وتكاليف خدمة الدين والجدولة وما يتصل بها.

وتتوقّف الكفاءة التمويلية على تلبية أكبر قدر ممكن من احتياجات مختلف أطراف العملية التمويلية بشكل متوازن؛ وذلك على النحو التالي:

(1) سامي بن إبراهيم السويلم، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، مركز نماء للبحوث والدراسات، بيروت، ط1، 2013، ص: 108.

جدول 3:

كفاءة المالية المتوافقة مع الشريعة في تلبية متطلبات أطراف العملية التمويلية

أطراف العملية التمويلية	الممول	المستثمر	الاقتصاد الوطني
الاحتياجات	• توفير كل ما لديه من موارد	• تأمين القدر المطلوب من التمويل	• تحقيق التوظيف الأمثل للموارد
	• تحقيق عائد مناسب	• النوع المناسب من الأموال	• استقرار اقتصادي على المستوى الحقيقي والمستوى السعري
	• درجة أمان معقولة	• في الوقت المناسب	• عدالة اقتصادية واجتماعية
	• إمكانية استرداد ماله في فترة مناسبة	• بتكلفة مناسبة	• العمل على تحقيق تنمية مستدامة
صيغ التمويل المتوافق مع الشريعة	القدرة على تلبية هذه الاحتياجات		
درجة الكفاءة	المالية المتوافقة مع الشريعة < المالية التقليدية		

المصدر: راجع: شوقي أحمد دنيا، مرجع سابق، ص: 98-100؛ 122-136.

2- صيغ التمويل والاستثمار المتوافق مع الشريعة

تقوم المالية المتوافقة مع الشريعة على أساليب متنوعة أهمها:

- أساليب الأتجار: ومن نماذجها: بيع الأجل، وبيع المراهجة، وبيع السلم، وبيع الاستصناع؛
- أساليب الإيجار: ومن نماذجها: الإجارة التشغيلية، والإجارة التمليلية؛
- أساليب الاشتراك: ومن نماذجها: المشاركة الدائمة، والمشاركة المتناقصة؛
- أساليب الاسترباح: ومن نماذجها: المضاربة، والمزارعة؛
- أساليب التكافل: ومن نماذجها: الوقف، والزكاة، والقرض الحسن.

إن هذا التنوع الصيغي والتعدد في أساليب التمويل يؤدي إلى تغطية الاحتياجات التمويلية لمختلف وحدات العجز المالي، بما يتناسب مع طبيعتها وحجمها ومجال نشاطها.

وتلتزم المؤسسات المالية المتوافقة مع الشريعة بتوظيف أموالها إما في عمليات استثمار من أجل توليد ثروات جديدة أو في عمليات التمويل من أجل تسهيل انتقال تلك الثروات الموجودة؛ حيث تختلف عمليات التمويل عن عمليات الاستثمار فيما يلي (1):

- **عمليات التمويل:** يُقصد بها تبادل السلع والأصول أو منافعها، ويُحدّد لها ثمن أو أجر محدّد؛ بحيث يكون العائد منها معلوماً مسبقاً عند التعاقد، كما أن درجة المخاطر فيها تكون منخفضة، ويترتب عليها نشوء مديونية في ذمّة المتعاقد المستفيد بالأصل أو بالمنفعة، ويندرج ضمن هذه العمليات مختلف عقود البيوع المعروفة في الفقه المالي، وكذلك صيغ الإجارة بمختلف أنواعها؛

- **عمليات الاستثمار:** يُقصد بها الصيغ والأساليب التي تشترك فيها أكثر من جهة بتقديم عنصري المال والعمل؛ من أجل القيام بالنشاطات الاقتصادية المنتجة لثروة جديدة في المجتمع؛ ومن ثمّ تحقيق الأرباح التي توزّع بين تلك الجهات المسّهمة. فلا يكون العائد من هذه العمليات محدّداً مسبقاً؛ وإنما يكون مرتبطاً بما يتحقّق من نتائج ربحاً أو خسارة؛ ولذلك لا يترتب عنها مديونية في ذمّة طرف لصالح طرف آخر، ومن الطبيعي أن تكون نتائج هذه العمليات غير مؤكّدة؛ ممّا يجعل درجة مخاطرها مرتفعة، ويندرج ضمن هذه العمليات مختلف عقود المشاركات وعقود الاسترباح المعروفة في الفقه المالي.

3- تطوير المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة

تتميّز المالية المتوافقة مع الشريعة بتنوع منتجاتها المالية؛ حيث يمثّل التراث الفقهي مجالاً خصباً للمنتجات والأدوات المالية، وهو ما تحتاج إليه الصناعة المالية المتوافقة مع الشريعة، ومن المتوقع أن تفتح تلك المصادر الفقهية فرصاً وآفاقاً أوسع أمام هذه الصناعة.

فقد قام فريق من الباحثين في المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية باستخراج 1.357 منتجاً مالياً من 14 مرجعاً فقهياً أصيلاً من المذاهب الأربعة (2).

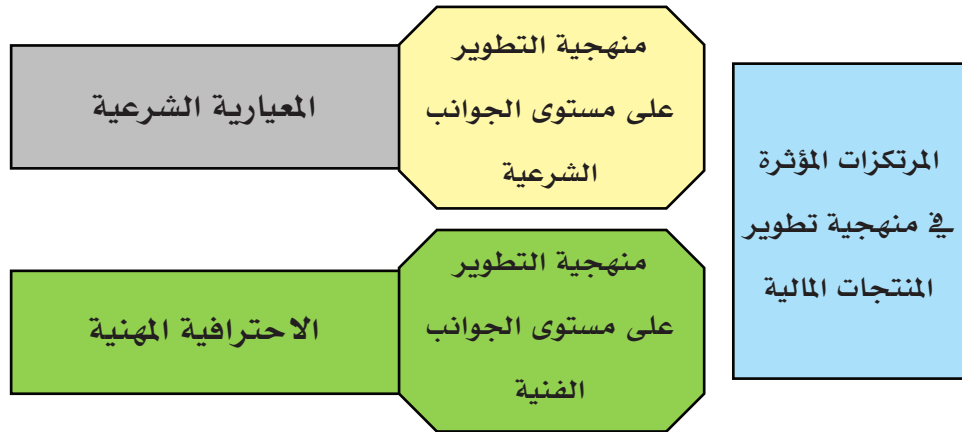
(1) راجع: عز الدين خوجة، النظام المصرفي الإسلامي، مرجع سابق، ص: 78.

(2) راجع: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، مشروع المنتجات والأدوات المالية في الفقه الإسلامي: المرحلة الأولى، البنك الإسلامي للتنمية، ط1، 2008، ص: 16-18.

ونظمت الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل بالتعاون مع المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية عام 2007 حلقة نقاش حول: تطوير المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة⁽¹⁾ بمشاركة مجموعة من مديري التطوير بالبنوك والخبراء الشرعيين والاقتصاديين والمهتمين؛ حيث تمت مناقشة الممارسات المتبعة في تطوير المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة، وآليات تطوير المنتجات وتحسينها من الناحية الشرعية والفنية. إن الوقوف على إشكالية المنهجية المناسبة لتطوير المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة يتم على مستويين:

- الجوانب الشرعية: المعيارية الشرعية؛ من خلال الالتزام بمبادئ وأسس المالية المتوافقة مع الشريعة، وكذلك الالتزام بالفتاوى والمعايير الشرعية؛
- الجوانب الفنية: الاحترافية المهنية؛ من خلال تقسيم مراحل تطوّر المنتجات المالية إلى ستّ مراحل أساسية في ضوء الممارسات والتطبيقات المتبعة (ثقافة المؤسسة، تحديد احتياجات العملاء، إستراتيجية المنتج، توليد الأفكار واختيار أفضلها، تصميم المنتج، إطلاق المنتج).

شكل 4: منهجية وآلية تطوير المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة



المصدر: عز الدين خوجة، «تطوير المنتجات المالية الإسلامية: المنهجية والآلية»، في ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، مركز بيان للهندسة المالية الإسلامية، السودان، 6-7/4/2011، ص: 52.

(1) راجع: المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية والهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، «تقرير حول جلسة العصف الذهني: تطوير المنتجات المالية الإسلامية»، 2007، ص: 4-9.

4- المعايير الموضوعية للمنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة

هناك خمسة معايير ومؤشرات موضوعية تُبين مدى سلامة صيغ وأساليب التمويل المتوافق مع الشريعة ومنتجاتها، نستعرضها فيما يلي⁽¹⁾:

- **معيار المديونية:** إن النتيجة الطبيعية لآلية الفوائد المسبقة هي أن ينمو الاقتصاد المالي بمتتالية هندسية - خلافاً للاقتصاد الحقيقي الذي ينمو بمتتالية حسابية - وهو ما يؤدي إلى حدوث الأزمات والتقلبات الاقتصادية الدورية سواء من خلال الانهيار أو الإفلاس. والتمويل المتوافق مع الشريعة مقيّد دائماً بالاقتصاد الحقيقي؛ ولذلك فإن نسبة الديون إلى الثروة الحقيقية تكون محدودة، ولا يمكن أن تصبح أضعاف الثروة؛

- **معيار ارتباط التمويل بالحركة التجارية الحقيقية:** إن التمويل يكون تابعاً للحركة التجارية وليس العكس، فهو وسيلة لتحقيقها؛ ومن ثمّ المنافع التي تنتج عنها، وعائد التمويل سواء كان معدّل ربح أو هامش الربح في البيع المؤجّل لا يمكن سداه إلا من خلال التبادل الحقيقي للسلع والخدمات؛

- **معيار المصالح الحقيقية:** ترتبط حركة التمويل بحركة النشاط الاقتصادي الحقيقي في دائرة الأولويات المجتمعية الاقتصادية التي تضمن تحقيق المصلحة، بدءاً من الضروريات فالحاجيات فالتحسينيات، في حين أن التمويل التقليدي لا يرتبط بالأولويات، وقد يكون هرم ترتيب الأولويات مقلوباً أو مضطرباً؛

- **معيار القيمة المضافة:** يكون حاصل القيمة المضافة للتداول موجباً وتنعكس في مجموع الأرباح التي يحققها البائعون. فقد شرع البيع لمصلحة المتبايعين. أما إذا كان المشتري يهدف إلى بيع السلعة بثمن أقلّ من الثمن المؤجّل الذي اشتراها به؛

(1) راجع: سامي السويلم، «5 معايير أساسية للتأكد من خلو المنتجات الإسلامية من الربا»، صحيفة الاقتصادية الإلكترونية، السعودية، ع5458، 2008/09/20، في الموقع الإلكتروني:

http://www.aleqt.com/2008/09/20/article.155583_html

منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، ISRA، كوالالمبور، ط1، 2011، ص: 57-62؛ صالح صالح، «الكفاءة التمويلية لصيغ وأساليب الاستثمار الإسلامية»، مجلة ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير، مركز الدراسات والبحوث الإنسانية والاجتماعية، وجدة، يونيو 2013، ص: 27-31.

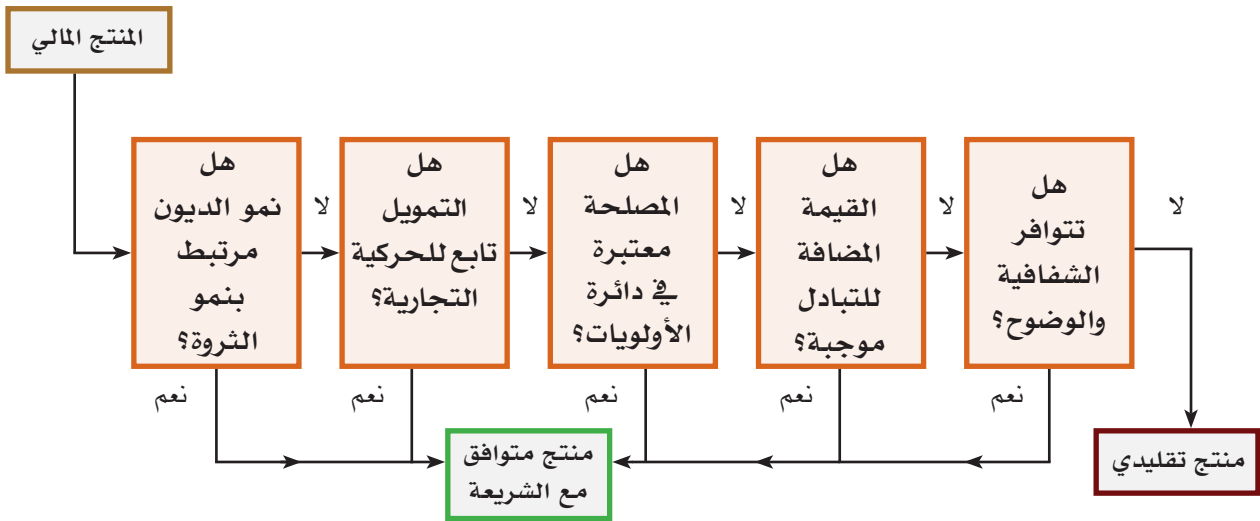
فإن البيع في هذه الحالة يولد قيمة سالبة وليس موجبة؛

- معيار الوضوح والشفافية: أهمية تحديد الهدف من التعاقد والمقصود منه، فالأصل في الأموال الوضوح، والشفافية مقصد شرعي، بينما الحيل الربوية تنافي هذا المقصد.

إن المنتجات المالية التي لا تتوافر فيها هذه المعايير تتميز بمحدودية كفاءتها التمويلية، ويوضح الشكل التالي الخطوات اللازمة لفحص المنتجات المالية:

شكل 5:

المعايير الموضوعية للتمييز بين المنتجات المالية التقليدية والمتوافقة مع الشريعة



ثالثاً: الكفاءة الاحتوائية للمخاطر والأزمات الاقتصادية الدورية

1- الكفاءة المتعلقة باحتواء التقلبات الاقتصادية المرتبطة بالمدىونية

لقد جمعت آية المداينة بين تحريم الربا وإنظار المعسر، ولعلَّ الحكمة في الربط بين هذين المبدأين يتجلى جانب منها في ضوء التقلبات الاقتصادية الدورية.

ويُعتبر مبدأ إنظار المعسر فريضة واجبة لا تقتصر أهميته على القيمة الأخلاقية والإنسانية التي يجسدها؛ بل يؤدي وظيفة اقتصادية مهمة في ظلَّ التقلبات الاقتصادية الدورية؛ وذلك للاعتبارات التالية⁽¹⁾:

- إذا كانت الأزمات الاقتصادية تنشأ من تعثر السداد؛ فإن من أهم السياسات الاحتوائية لتداعياتها هو الدعم التمويلي التضامني الزكوي للغارمين وإمهال المدينين غير القادرين على السداد؛

- إذا كانت الأزمات الدورية تنشأ من التساهل في إقراض ذوي الملاءة المنخفضة الذين يُتوقع إعسارهم أكثر من غيرهم؛ فإن تطبيق مبدأ إنظار المعسر يمكن أن يحول دون التوسع في إقراض هذه الفئة، ومن ثمَّ يقلل من احتمالات الانهيار منذ البداية؛

- إن إلغاء الفائدة الربوية من شأنه أن يضبط التوسع في الائتمان؛ بحيث لا تتحوّل السوق في مرحلة الرواج إلى حالة الفقاعة التي تُهدد الاقتصاد. أما في حالة الكساد فإن إنظار المعسر من شأنه أن يقلل من معدل تراجع أسعار الأصول؛ ومن ثمَّ يُجنّب السوق من الانزلاق إلى حالة الانهيار. فالجمع بين هذين المبدأين من شأنه أن يحتوي تقلبات الأسواق ويسيطر على عوامل الانهيار، دون أن يمنع السوق من أداء وظائفها الأساسية؛

(1) راجع: سامي السويلم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، 2012، ص: 116-118؛ عبد الله حسن حميد الحديثي، أحكام المعسر في الفقه الإسلامي، دار الكتب العلمية، بيروت، ط1، 2005، ص: 154.

- كفاءة التمويل الخيري في احتواء التقلبات الاقتصادية، فالتقلبات الاقتصادية تحدث لتصحيح الاختلالات التي تتراكم أثناء مرحلة الرواج، لكي تعود السوق بعد ذلك مجدداً نحو الازدهار؛ وعليه فإن محاولة تأخير التصحيح أو منعه من الوقوع ستؤدي إلى استفحال المشكلة، ولا شك أن الأزمات الدورية المعاصرة هي نتيجة سياسات تأخير التصحيح؛

- إن التوجُّه نحو القطاع الخيري هو أفضل السياسات لمواجهة الأزمات الاقتصادية. وقد تطوّر هذا القطاع بشكل كبير في الدول الغربية؛ فمع بداية عام 2005 تم إدراج العمل التطوعي في مسوِّدة الدستور الأوربي ثم في الميثاق الأوربي، كأحد النشاطات الاجتماعية الإستراتيجية لدول المجموعة الأوربية⁽¹⁾. وتُشير الإحصاءات إلى أن 71.095 مؤسسة مالية خيرية تنشط في الولايات المتحدة الأمريكية، وتختص بجمع التبرعات وتوزيعها على المؤسسات والمشروعات الخيرية، ويصل مجموع وقياتها إلى 550 مليار دولار، وتوزع من ريعها سنوياً 30 مليار دولار على المجالات الاجتماعية كلها تقريباً⁽²⁾.

وفي دراسة حديثة قام بها الاقتصادي «روبرت شابيرو» *Robert Shapiro* حول القيمة التي تضيفها المؤسسات الخيرية الاجتماعية *Community Foundations* في الولايات المتحدة، وجد أن كل دولار تنفقه هذه المؤسسات يولد أكثر من 8 دولارات من العائد المباشر في المجال الاقتصادي والاجتماعي. وتبعاً لذلك؛ فإن الضرائب التي تُحقَّقها الحكومة الأمريكية من هذه العوائد تتجاوز حجم الإعفاءات الضريبية التي تمنحها لهذه المؤسسات ابتداءً⁽³⁾!

2- كفاءة إدارة المخاطر في احتواء الأزمات المالية

تمثل المخاطر تحدياً للمالية المتوافقة مع الشريعة والتقليدية على حدِّ سواء، وتقوم

(1) طارق عبد الله، «الدولة والوقف في القرن الحادي والعشرين: من الوصاية إلى الشراكة»، مجلة المستقبل العربي، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، ع361، مارس 2009، ص: 100.

(2) المرجع السابق، ص: 101.

(3) سامي السويلم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص: 104-105.

المالية المتوافقة مع الشريعة بتوجيه المبادلات المالية إلى المجالات التي تحقق القيمة المضافة وتسمح بانتفاع الطرفين (الكسب المشترك).

يتم ذلك من خلال تجنب المبادلات الصفريّة (*Zero-Sum Transactions*) التي أدت إلى تحوّل الأسواق المالية إلى أكبر نادٍ للمقامرات الاقتصادية في العالم، وتوجيه النشاطات المالية المتعلقة بالمخاطر إلى دائرة المبادلات غير الصفريّة (*Non-Zero-Sum Transactions*) التي تسمح بانتفاع الطرفين وتُسهّم في توليد الثروة.

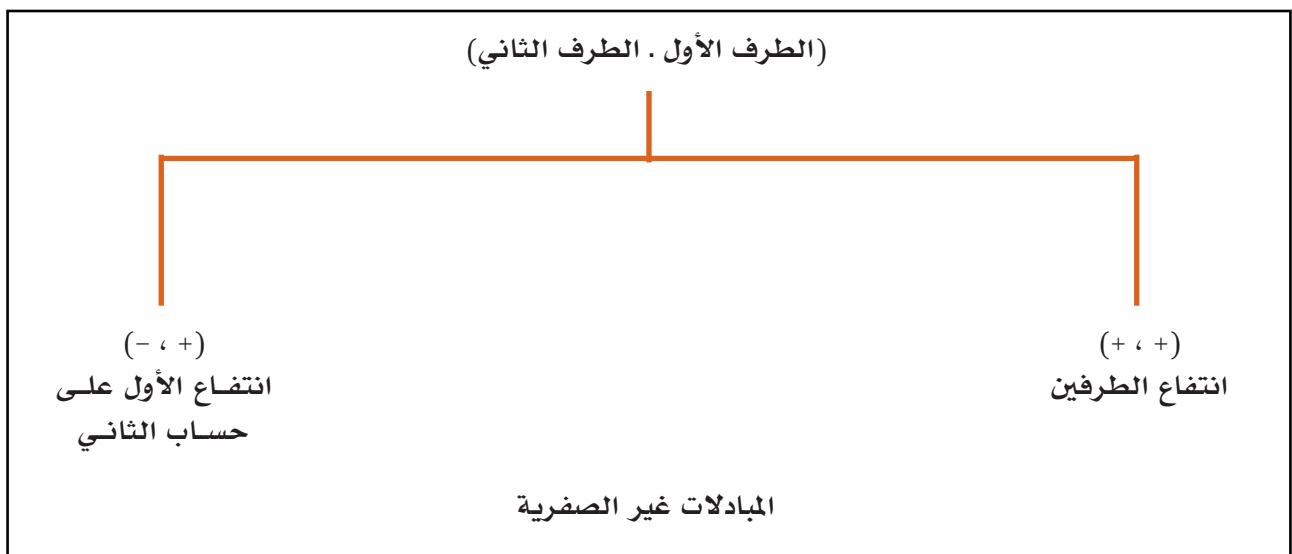
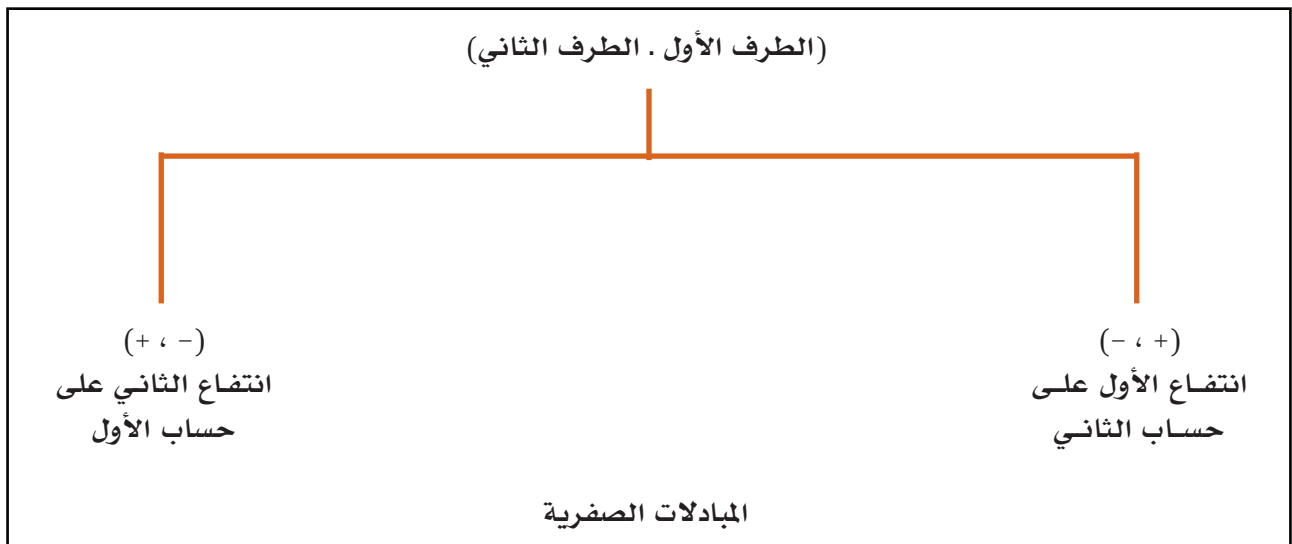
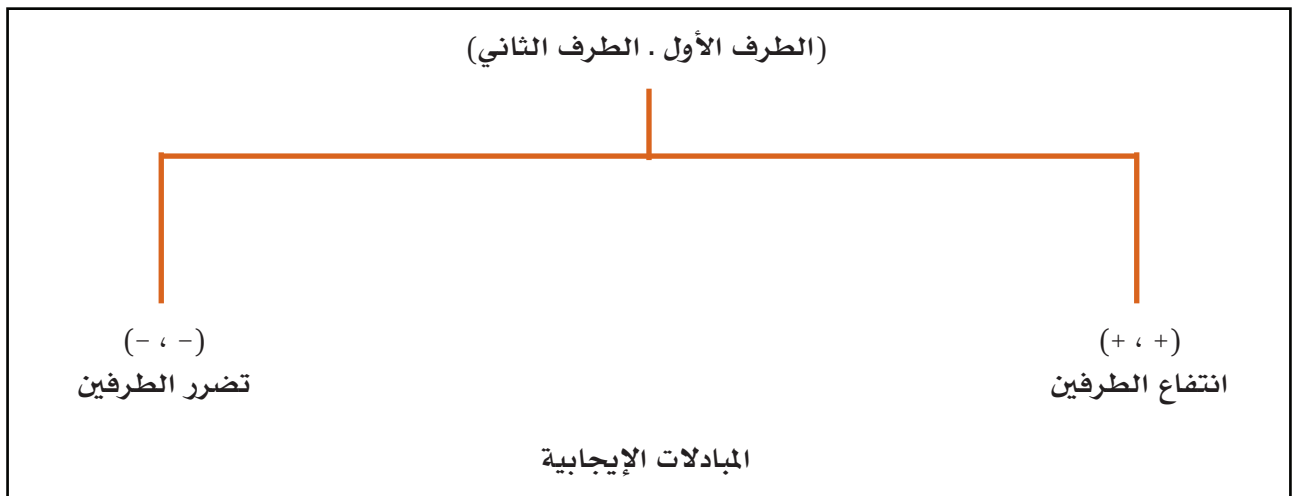
ويمكن تصنيف المبادلات الاحتمالية على النحو التالي:

- المبادلات الصفريّة (*Zero-Sum Transactions*): معاملات مالية لا تسمح بانتفاع الطرفين معاً؛ حيث لا يربح أحدهما إلا إذا خسر الآخر، مثل: عقود المشتقات المالية والتأمين التجاري؛

- المبادلات الإيجابية (*Positive-Sum Transactions*): معاملات مالية تسمح بانتفاع الطرفين (يربحان معاً أو يخسران معاً) ولا يمكن لأحدهما أن ينتفع على حساب الآخر، مثل: عقود المشاركة؛

- المبادلات المختلطة (*Mixed Transactions*): معاملات مالية تحتل انتفاع الطرفين، وتحتل أيضاً انتفاع أحدهما على حساب الآخر، مثل: العقود المشتملة على غرر يسير.

شكل 6: أنواع المبادلات الاحتمالية في النشاطات المالية المتعلقة بالمخاطر



المصدر: سامي بن إبراهيم السويلم، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص: 171.

بناءً على ذلك؛ فإن إدارة المخاطر في المالية المتوافقة مع الشريعة أكثر كفاءة من إدارة المخاطر في المالية التقليدية. وقد كانت الأزمة المالية العالمية نموذجاً للنتيجة التي تنتهي إليها المشتقات والمجازفات وأدوات التحوط التي تقوم عليها أسواق المال التقليدية. وهذه النتيجة لم تكن لتحصل لو كانت مبادئ الغرر، فضلاً عن الربا، تنظم وتوجه النشاط المالي⁽¹⁾.

3- كفاءة الوساطة المالية في احتواء الأزمات الاقتصادية

في ظل الأزمات المالية المتكررة والتقلبات الاقتصادية الدورية؛ يبحث العالم اليوم عن نظام مالي عادل يقوم على الاستثمار الحقيقي لتوسيع القاعدة الإنتاجية، وقد أدركت ذلك «كريستين لاغارد» *Christine Lagarde*، وزيرة المالية الفرنسية والمدير التنفيذي لصندوق النقد الدولي سابقاً؛ ورئيسة البنك المركزي الأوروبي حالياً حين قالت: «إن المبادئ التي نكافح من أجلها مدونة بوضوح في المالية المتوافقة مع الشريعة»⁽²⁾. ومن الإنصاف أيضاً «أن نقول إن المبادئ التي يركز عليها التمويل المتوافق مع الشريعة والتي تتمثل في تشجيع المشاركة والعدالة وحقوق الملكية والقواعد الأخلاقية هي كلها قيم عالمية»⁽³⁾.

إن مبادئ المالية المتوافقة مع الشريعة في جوهرها قيم عالمية يمكنها أن تسهم بكفاءة في الوقاية من الأزمات المالية المعاصرة وتعجيل الخروج من تبعاتها وتداعياتها السلبية؛ من خلال المشاركة وتوزيع المخاطرة، وتجنب بيع الديون والمجازفات، وإلغاء التعاملات الربوية، وتشجيع العقود المرتبطة بالاقتصاد الحقيقي...

وقد قام المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية بإعداد وثيقة «مبادئ الوساطة المالية: عشر مبادئ لنظام مالي ومصرفي متوازن وعادل»⁽⁴⁾؛ بهدف معالجة

(1) سامي بن إبراهيم السويلم، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص: 198.

(2) "The principles we're fighting for are very well inscribed in Islamic finance"; See Website: www.france24.com, 15.10.2009.

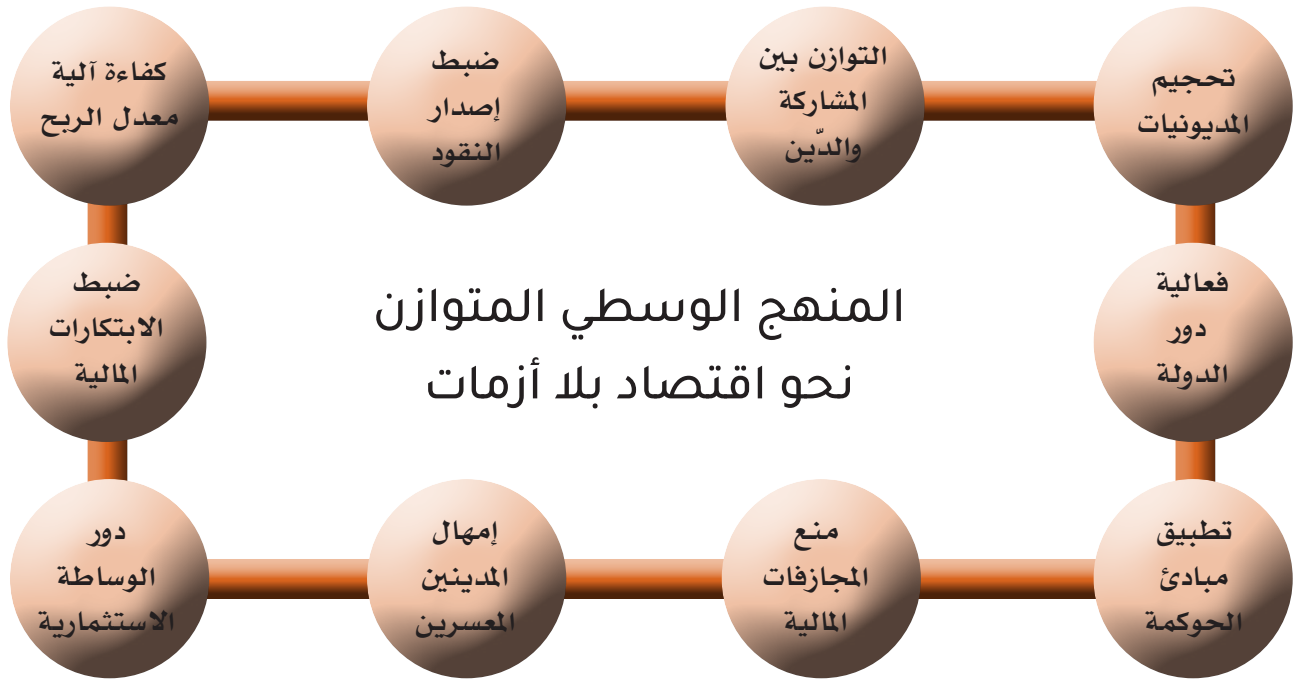
(3) Christine Lagarde, "Unlocking the Promise of Islamic Finance", Islamic Finance Conference, Kuwait, November 11, 2015..

(4) راجع: المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، «مبادئ الوساطة المالية: عشر مبادئ لنظام مالي ومصرفي متوازن وعادل»، مارس 2009.

الأزمات المالية ومسبباتها، ويمكن تلخيص مبادئ الوسطية المالية المتوافقة مع الشريعة في الشكل التالي:

شكل 7:

تحقيق الاستقرار الاقتصادي في إطار مبادئ الوسطية المالية المتوافقة مع الشريعة



4- هرم التوازن الاقتصادي

لقد طرحت شدة الأزمات المعاصرة وسرعة انتشارها العديد من التساؤلات حول النظام الاقتصادي العالمي وبنيته، ومدى قدرته على امتصاص الأزمات والتصحيح الذاتي.

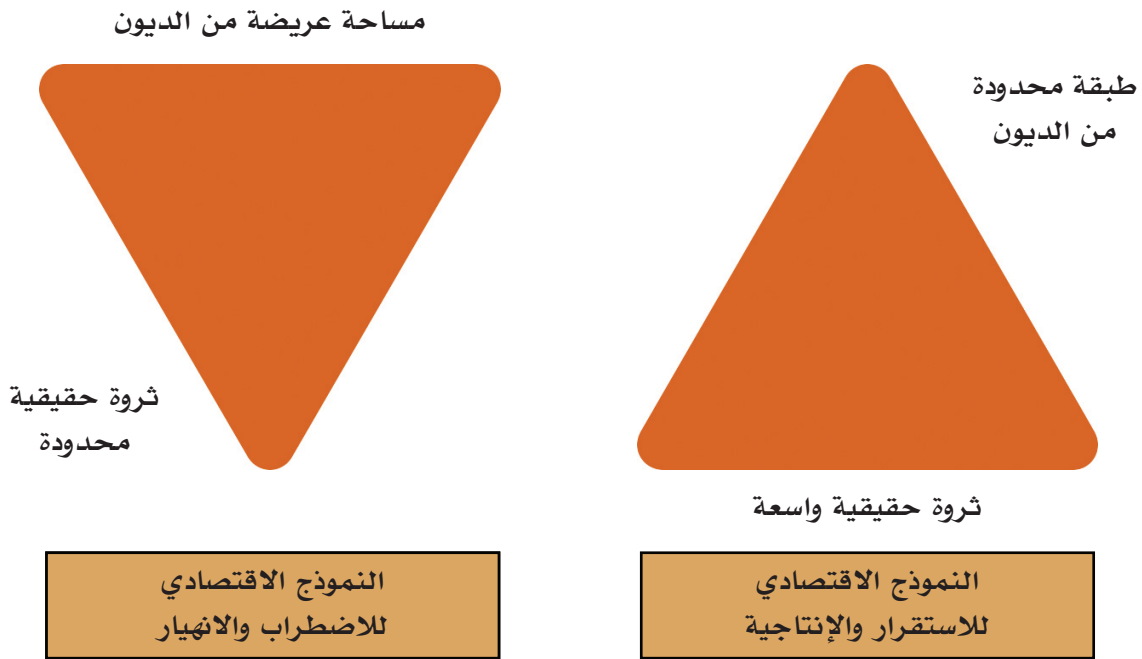
وهذا ما تقوم به المالية المتوافقة مع الشريعة التي تتميز عن المالية التقليدية بأن نمو المديونية مقيّد بنمو الثروة؛ فالمالية المتوافقة مع الشريعة مرتبطة بالقطاع الحقيقي بما لا يؤدي إلى نشوء الهرم المقلوب الذي يمتاز بعدم الاستقرار، ويُعدّ علامة فارقة للمالية التقليدية.

ففي ظل المالية المتوافقة مع الشريعة يكون الهرم عادياً متوازناً، قاعدته الاقتصاد الحقيقي متمثلاً في الثروة الحقيقية والأصول الفعلية المنتجة، ثم يكمله الاقتصاد المالي

الذي يرتبط بالاقتصاد الحقيقي؛ ولذلك فهذا النظام التمويلي مستقر وقابل للاستمرار ويضمن التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والمالي.

بناءً على ما سبق؛ فإن نموذج المالية المتوافقة مع الشريعة هو الذي يستطيع أن يحقق الاستقرار والإنتاجية؛ لأنه يقوم على هرم صحيح قاعدته ثروة حقيقية ذات مساحة واسعة وقمته حجم طبيعي من الديون؛ وذلك خلافاً للمالية التقليدية القائمة على هرم مقلوب قاعدته ثروة محدودة تقوم عليها مساحة عريضة من الديون.

شكل 8: هرم التوازن/الاضطراب الاقتصادي في ظل آليات المالية المتوافقة مع الشريعة والمالية التقليدية



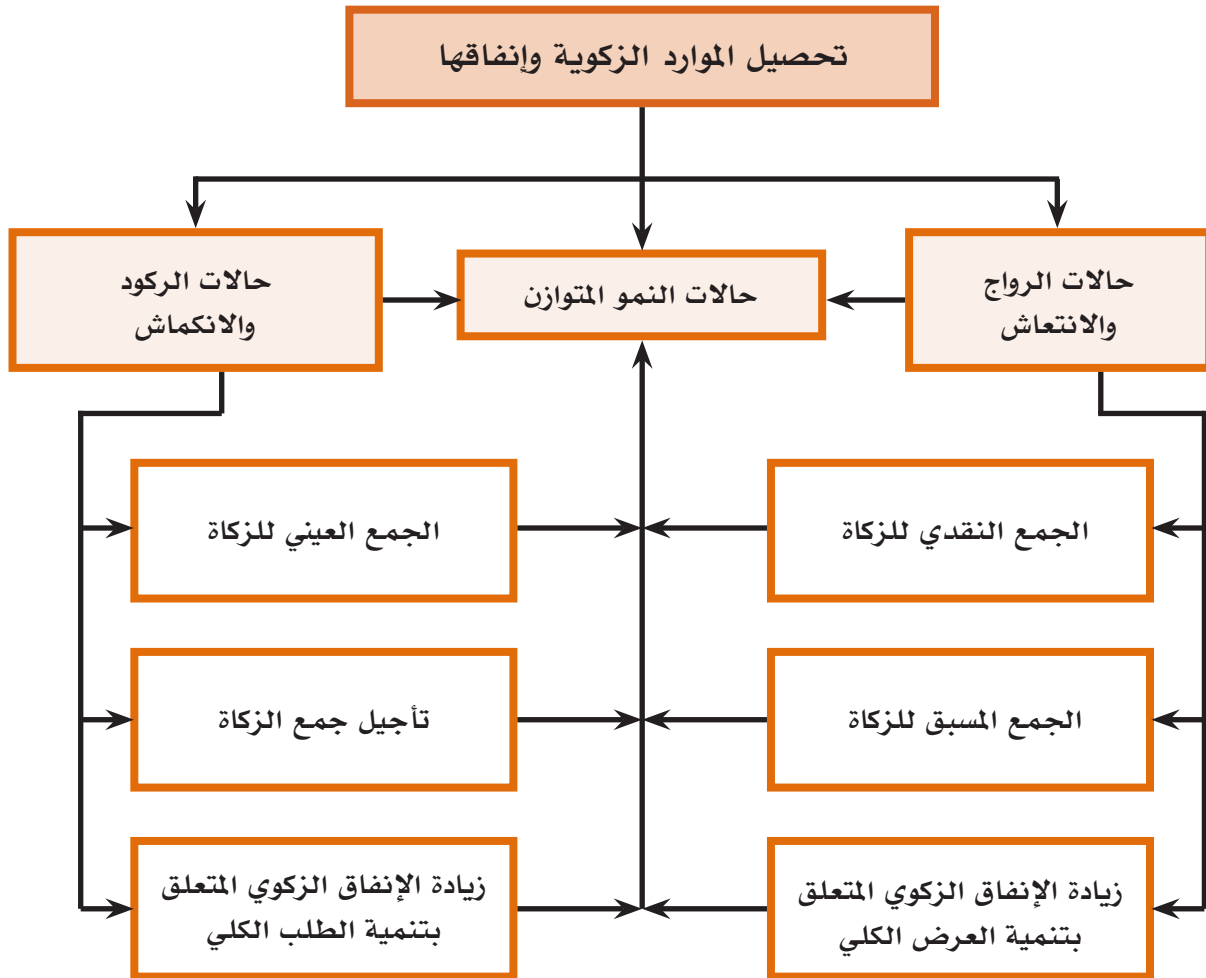
المصدر: راجع: عز الدين خوجة، النظام المصرفي الإسلامي، مرجع سابق، ص: 89.

رابعاً: الكفاءة التكاملية للمؤسسات المالية المتوافقة مع الشريعة

1- الكفاءة المتعلقة بمؤسسات التمويل التضامني الزكوي

تؤدي مؤسسة الزكاة دوراً مهماً على مستوى الحركة التمويلية لقطاع المشروعات الصغيرة في إطار مكافحة الفقر وتحقيق التنمية المستدامة؛ حيث يمكن الاستفادة من الأدوات النقدية والمالية الزكوية في تحقيق نوعية الاستقرار المطلوب في ظل الأوضاع الاقتصادية المضطربة مثل: حالات التضخم، وحالات الانكماش والركود⁽¹⁾. ويمكن التعبير عن بعض أدوات التأثير النقدي للزكاة في الشكل التالي:

شكل 9: دور الأدوات الزكوية في معالجة الأوضاع الاقتصادية المتأزمة



المصدر: صالح صالح، «الكفاءة التمويلية لصيغ وأساليب الاستثمار الإسلامية»، مرجع سابق، ص: 33.

(1) راجع: صالح صالح، السياسة النقدية والمالية في إطار نظام المشاركة في الاقتصاد الإسلامي، دار الوفاء، ط1، 2001، ص: 103-105؛ يوسف كمال محمد، فقه الاقتصاد العام، ستابرس للطباعة والنشر، القاهرة، ط1، 1990، ص: 255؛ عدنان خالد التركماني، السياسة النقدية والمصرفية في الإسلام، مؤسسة الرسالة، بيروت، 1988، ص: 262؛ وهبة الزحيلي، الفقه الإسلامي وأدلته، ج2، دار الفكر، الجزائر، 1991، ص: 756.

بناءً على ذلك؛ فإن هذه الآثار المالية والنقدية للزكاة تعمل كأداة استقرار مؤسسية داخل النظام الاقتصادي؛ فتقلل من حدوث التقلبات الاقتصادية.

2- الكفاءة المتعلقة بمؤسسات التمويل الوقفي الخيري

يتجه الوقف الطوعي للموارد الخاصة لتمويل المشروعات التي تنتج السلع والخدمات العامة كالصحة والتعليم والرعاية الاجتماعية للفقراء ومحدودي الدخل، وتشديد دور العلم وأماكن العبادة... فهذه المجالات أصبحت اليوم تستقطع جزءاً مهماً من إيرادات الموازنة العامة للدولة وتمول أحياناً بأدوات تزيد من حدة التضخم.

وتؤدي مؤسسة الأوقاف دوراً محورياً في تحويل جزء من الدخل الفردي في صورة إنفاق استثماري اجتماعي يقلل من دور الدولة المالي في تغطية هذه النشاطات؛ ومن ثم يقلل من الانعكاسات السلبية لهذا الدور، وهذا ما ينعكس حتماً على الوضع الاقتصادي والنقدي بشكل إيجابي؛ إذ ستتحول نسبة مهمة من القوة الشرائية من المجالات الاستهلاكية الترفية إلى الاستثمارات الاجتماعية التوازنية التي تحد من التقلبات الاقتصادية الدورية.

3- الكفاءة المتعلقة بمؤسسات التأمين التكافلي

نشأت مؤسسة التأمين التكافلي لاحتواء المستجدات المتعلقة بالمخاطر؛ حيث يشترك أعضاؤها في دفع المخاطر، واستثمار الفائض بالصيغ المتوافقة مع الشريعة، وهي من أهم المؤسسات التأمينية البديلة لمؤسسات التأمين التجاري التقليدي.

لقد شهدت سوق التأمين التكافلي نمواً قوياً في الأعوام القليلة الماضية؛ حيث سجلت معدل نمو سنوي بلغ 18,1% خلال الفترة 2009-2014. كما بلغت إجمالي مساهمات التكافل 19,87 مليار دولار عام 2013، وتجاوزت قيمة سوق التكافل العالمي 23 مليار دولار بنهاية عام 2015. ويوجد حوالي 216 شركة تكافل/إعادة تكافل في 34 بلداً حول العالم⁽¹⁾.

(1) إدارة الدراسات والبحوث، تطورات التمويل الإسلامي والصيرفة الإسلامية حول العالم، مجلة اتحاد المصارف العربية، بيروت، ع415، يونيو 2015، ص: 108.

4- الكفاءة المتعلقة بمؤسسات المصرفية المتوافقة مع الشريعة

كشفت بيانات صندوق النقد الدولي عن أن أصول المؤسسات المصرفية المتوافقة مع الشريعة وصلت إلى 1,5 تريليون دولار على مستوى العالم عام 2016، وهي تمثل نسبة ضئيلة من الأصول المالية العالمية، وقد بلغ عدد الدول التي تمارس فيها المصرفية المتوافقة مع الشريعة 60 بلداً، وأصبحت ذات أهمية نظامية في 14 منها (15% وأكثر من الأصول المصرفية)⁽¹⁾.

وتُعتبر المؤسسات المصرفية المتوافقة مع الشريعة أكثر كفاءة واستقراراً بالمقارنة مع المصرفية التقليدية؛ وذلك للاعتبارات التالية⁽²⁾:

- مشاركة المودعين والمساهمين في المخاطرة تؤدي إلى تجنب الانهيار وقت الأزمات؛
- عدم تداول الديون في سوق ديون متكاملة يمنع من الاختلال والعدوى؛
- ارتباط التدفقات النقدية بالتدفقات السلعية يؤدي إلى زيادات متوازنة في الطلب والعرض؛
- منع عقود الربا والغرر وبيع البائع ما لا يملكه من أصول يؤدي إلى تحجيم المجازفات في الأسواق.

لقد دلت عدة دراسات تطبيقية⁽³⁾ على أن المؤسسات المصرفية المتوافقة مع الشريعة هي الأكثر استقراراً والأقل تأثراً بالأزمات المالية.

(1) Ghiath Shabsigh et al, "Ensuring Financial Stability in Countries with Islamic Banking", *International Monetary Fund*, January 5, 2017, p. 7.

(2) See: World Bank Group & Islamic Development Bank Group, *Global Report on Islamic Finance : Islamic Finance - A Catalyst for Shared Prosperity?*, World Bank, Washington, DC, Islamic Development Bank Group, 2017.

(3) راجع: زاوي الحبيب وريديف مصطفى، «النموذج البنكي الإسلامي في ظل الأزمة المالية حالة البنوك الخليجية (2007-2009)»، في المؤتمر العالمي الثامن للاقتصاد والتمويل الإسلامي: النمو المستدام والتنمية الاقتصادية الشاملة من المنظور الإسلامي، الدوحة، 18-20/12/2011، ص: 1-25؛

Hatem Derbel et al, "Islamic Finance :A Bulwark against Crisis?", *Global Journal of Human Social Science*, Vol. 12, 2012, pp. 100-113; Maher Hasan and Jemma Dridi, "The Effects of the Global Crisis on Islamic and Conventional Banks: A Comparative Study", *IMF Working Paper*, No. 10/201, (IMF), September 2010, pp. 1-46; Ahmed Belouafi et al "Islamic Finance and Financial Stability :A Review of the Literature", *Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics*, Vol. 28, No. 2, July 2015, pp. 3-44; Martin Čihák and Heiko Hesse, "Islamic Banks and Financial Stability: An Empirical Analysis", *IMF Working Paper*, No. 08/16, (IMF), January 2008, pp. 1-29.

وإذا كانت المؤسسات المصرفية المتوافقة مع الشريعة قد أثبتت في الماضي أنها أكثر استقراراً من المؤسسات المصرفية التقليدية؛ فإن هذا الاستقرار في ظل التقلبات الاقتصادية يتطلب أمرين هما⁽¹⁾:

- **الحوكمة المؤسسية:** وتأتي أهمية ذلك من أن المؤسسات المصرفية المتوافقة مع الشريعة تمرّ بحالة توسع سريع؛ من حيث زيادة عددها وتزايد حجمها؛
- **الكفاءة الشرعية:** من خلال الابتعاد عن المنتجات سيئة السمعة، مثل: بيوع العينة والتورق المنظم.

5- الكفاءة المتعلقة بتكامل الصناعة المالية المتوافقة مع الشريعة

على الرغم من أن الصناعة المالية المتوافقة مع الشريعة لا تمثل سوى 2% من حجم الصناعة المالية العالمية؛ فإنها تشكل منظومة متكاملة من المؤسسات والمنتجات المالية القادرة على تحقيق متطلبات التنمية الاقتصادية. وتتركز هذه الصناعة في قطاع البنوك المتوافقة مع الشريعة بنسبة 80%⁽²⁾ على حساب المؤسسات المالية الأخرى⁽³⁾ الضرورية لتحقيق التكامل والتوازن والتنوع في مكونات بنية الصناعة المالية المتوافقة مع الشريعة، مثل: صناديق الاستثمار، وأسواق الصكوك ورأس المال، ومؤسسات التمويل الأصغر، وشركات رأس المال المخاطر، والصناديق الوقفية، ومؤسسات التمويل التاجيري، وشركات التأمين التكافلي...؛ وذلك على النحو الذي يبرزه الشكل التالي⁽⁴⁾:

(1) راجع: معبد علي الجارحي، «الأزمة المالية العالمية والتمويل الإسلامي»، مصرف الإمارات الإسلامي، 2008، ص: 14-15.
(2) يلاحظ أن هناك خللاً هيكلياً في تركيبة الصناعة المالية المتوافقة مع الشريعة؛ بسبب تركيز هذه الصناعة على التجربة المصرفية، وهذا انعكاس لواقع الصناعة في هذه المرحلة حيث تؤدي البنوك المتوافقة مع الشريعة دوراً كبيراً؛ فقد ارتبط موضوع المؤسسات المالية المتوافقة مع الشريعة في بدايته بموضوع البنوك المتوافقة مع الشريعة ثم تطور إلى شركات التأمين التكافلي وصناديق الاستثمار وأسواق الأوراق المالية...

(3) Kuwait Finance House, "Islamic Finance Research", KFH Research Ltd, Kuwait, 2010, p. 11.

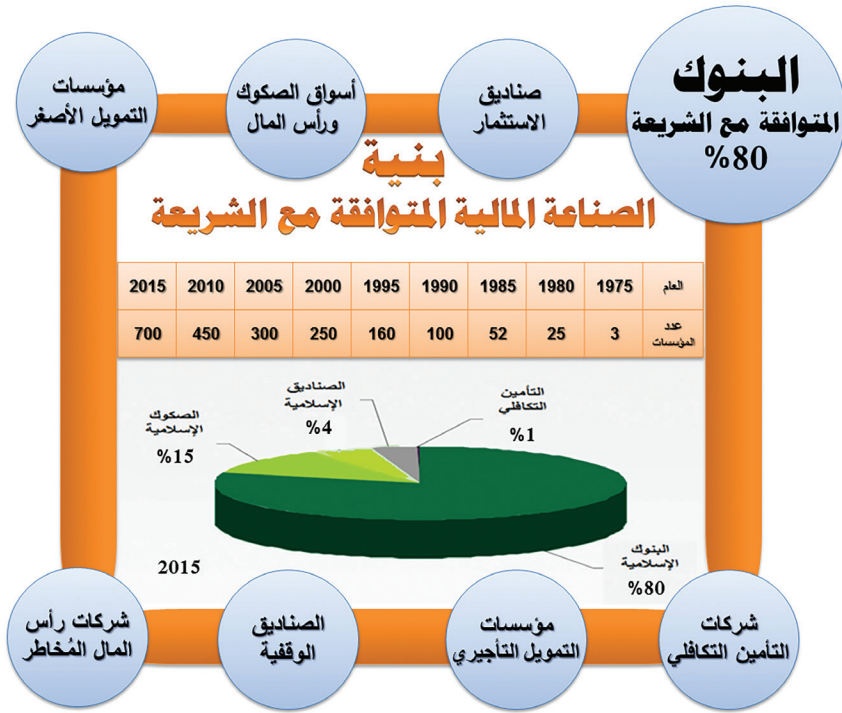
(4) بالنسبة للإحصاءات المتعلقة بعدد المؤسسات المالية المتوافقة مع الشريعة؛ فقد تمّ تجميع البيانات من المصادر التالية:
البيانات من 1995-1975: رشدي صالح عبد الفتاح صالح، البنوك الشاملة وتطوير دور الجهاز المصرفي المصري: الصيرفة الشاملة عالمياً ومحلياً، رسالة ماجستير منشورة، د. ن، مصر، 2000، ص: 51؛
- بيانات سنة 2000:

The Institute of Islamic Banking and Insurance"; **Islamic Financial Institutions**, "See Website: <http://www.islamic-banking.com>

- بيانات سنة 2005: صحيفة الاقتصادية الإلكترونية، «تقرير: 11 تحدياً تواجه أعمال المصرفية الإسلامية في السعودية»، ع5007، 2007/06/27، في الموقع الإلكتروني:

<http://www.aleqt.com/news.php?do=show&id75292>

- بيانات سنة 2010: عز الدين خوجة، النظام المصرفي الإسلامي، مرجع سابق، ص: 9.
بالنسبة للإحصاءات المتعلقة بالتوزيع القطاعي للأصول المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في العالم؛ راجع:
- بيانات سنة 2015: إدارة الدراسات والبحوث، مرجع سابق، ص: 105.



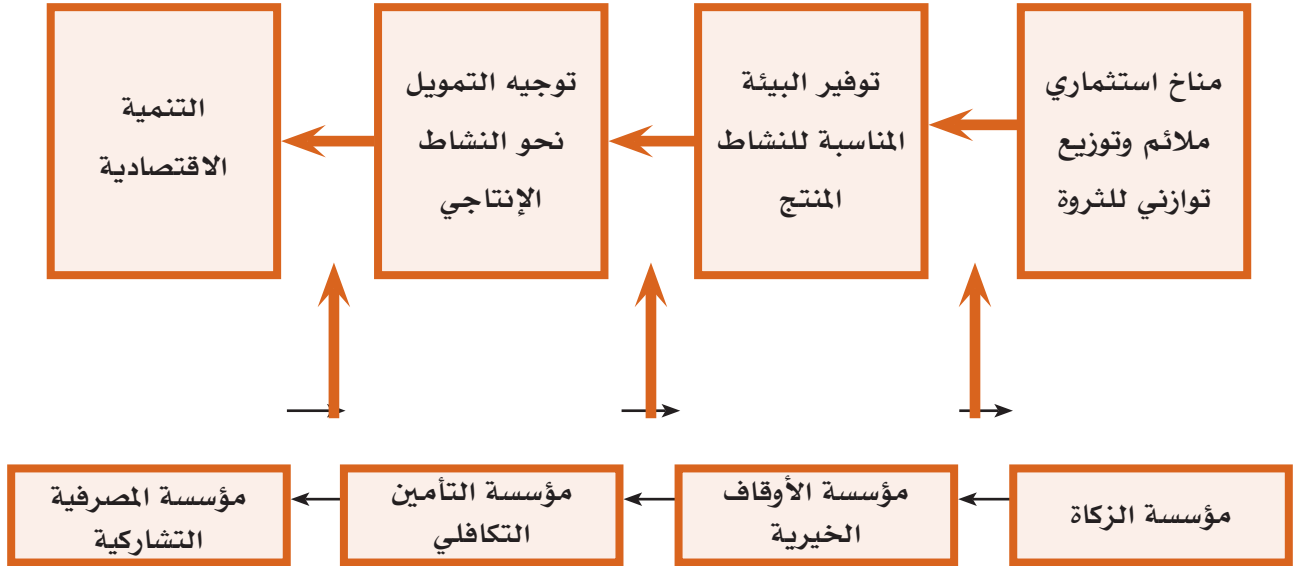
إن الأسس التي تقوم عليها المالية المتوافقة مع الشريعة تشجّع على التخصّص بسبب ارتباطها الوثيق مع النشاط الاقتصادي المنتج؛ فعقود البيع الآجل والسلم والاستصناع والمزارعة والمغارسة والإجارة والمشاركة وغيرها تفرض الترابط بين التمويل والنشاط الحقيقي. وهذا الترابط يقتضي نوعاً من التخصّص في النشاط التمويلي بحسب القطاع الذي تطبّق فيه هذه العقود؛ وذلك لكي ينجح الممول في حفظ حقوقه وتحقيق الكفاءة؛ ومن ثمّ الربحية اللازمة؛ فمبادئ المالية المتوافقة مع الشريعة تقتضي تخصّص المؤسسات المالية بحسب مجالها ونطاق عملها.

وهذا التخصّص من شأنه أن يرفع مستوى الكفاءة ومعدّل الإنتاجية، كما أنه يتيح الفرصة لبناء صناعة مالية تتكامل فيها المؤسسات المتخصصة مع بعضها؛ لتصبح الصناعة إجمالاً أقدر على الاستجابة لمتطلبات التنمية الاقتصادية.

وفيما يلي شكل تخطيطي يوضّح الكفاءة المتعلقة بتكامل الأشكال المؤسسية للتمويل

التضامني الزكوي والتمويل الوقفي التكافلي والتمويل المصرفي التشاركي.

شكل 11: الكفاءة المتعلقة بتكامل أشكال المؤسسات المالية المتوافقة مع الشريعة



بناءً على ما سبق؛ يتبين لنا تكامل النظام المالي المتوافق مع الشريعة وترابط أجزائه، كما يتضح خطأ التركيز على جانب وإهمال الآخر كما هو حاصل الآن؛ حيث يتم التركيز على المؤسسات المالية الربحية، مع إهمال كبير للمؤسسات غير الربحية.



خامساً: الكفاءة التطبيقية المتوقعة للصناعة المالية المتوافقة مع الشريعة

1- الكفاءة المتوقعة على مستوى الأموال المستثمرة

يؤدي تطبيق المالية المتوافقة مع الشريعة إلى إلغاء التكاليف الاقتصادية، سواء كانت تكاليف على المستوى الجزئي أو على مستوى الاقتصاد الوطني أو حتى على المستوى الدولي. بمعنى أنه في ظل اقتصادين أحدهما يطبق صيغ التمويل المتوافق مع الشريعة، مع افتراض تقاربهما في مستويات التطور وحجم الموارد؛ فإن تكاليف السلع والخدمات النهائية تكون في حالة التمويل المتوافق مع الشريعة أقل منها في حالة التمويل التقليدي بمقدار عبء التكلفة الربوية⁽¹⁾.

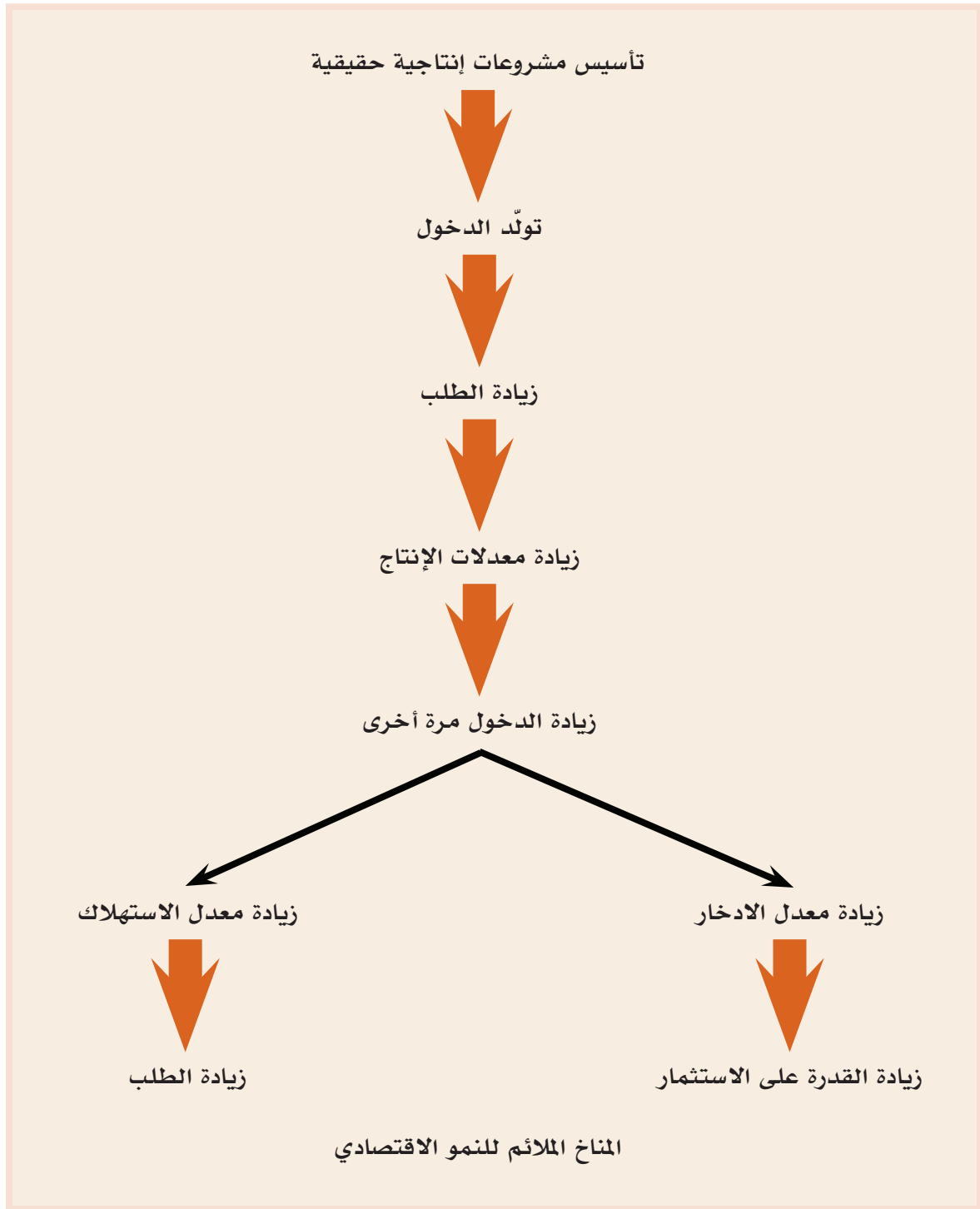
2- الكفاءة المتوقعة على مستوى توظيف الأموال والطاقات العاطلة

إن تطبيق المالية المتوافقة مع الشريعة يؤدي إلى سهولة المزج والتأليف بين عنصر العمل وعنصر رأس المال في صورته المتعددة من مضاربة ومشاركة ومراوحة وسلم ومساواة ومزارعة...؛ الأمر الذي يؤدي إلى فتح مجالات لتشغيل الطاقات غير الموظفة في مختلف النشاطات الاقتصادية، وهو ما يعمل على المعالجة المباشرة لمشكلة البطالة.

كما يزول الأثر السلبي المترتب عن الحرج والمشقة الناتجة عن فرض نظام المالية التقليدية الذي أدى إلى وجود أموال عاطلة تتحرج من التعامل مع المؤسسات المصرفية بسبب التعامل بالفائدة.

(1) راجع: صالح صالح، المنهج التنموي البديل في الاقتصاد الإسلامي: دراسة للمفاهيم والأهداف والأولويات وتحليل للأركان والسياسات والمؤسسات، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 2006، ص: 409-411.

شكل 12: كفاءة المالية المتوافقة مع الشريعة في تحقيق النُّمو الاقتصادي



المصدر: بكر ربحان، «دور المصارف الإسلامية في الحد من الآثار السلبية للعولمة»، في العولمة وأبعادها الاقتصادية، جامعة الزرقاء الأهلية، الأردن، ط1، 2001، ص: 243.

بناءً على ما سبق؛ يتضح تعدد الآثار الإيجابية المتوقعة لصيغ التمويل المتوافق مع الشريعة؛ بحيث تُسهم في احتواء التقلبات الاقتصادية الدورية.

3- الآثار السلبية والخطيرة لمحاكاة المنتجات المالية التقليدية

مع أن المالية المتوافقة مع الشريعة أكثر كفاءة من المالية التقليدية؛ إلا أن الصور التطبيقية للمنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة قد لا تعكس هذه الكفاءة على الوجه المطلوب، وأحد الأسباب لذلك هو الميل إلى محاكاة المنتجات المالية التقليدية؛ من خلال إعادة تركيب العقود المشروعة لتنتهي إلى نتيجة القرض بفائدة.

إن هذا المنهج قائم على المحاكاة والتقليد للمنتجات المالية التقليدية، وإذا كان من أبرز مزاياه السهولة والسرعة في تطوير المنتجات؛ حيث لا يتطلب الكثير من الجهد والوقت في البحث والتطوير؛ بل مجرد متابعة المنتجات الرائجة في السوق وتقليدها من خلال توسيط السلع؛ فإن سلبياته كثيرة منها⁽¹⁾:

- تصبح الضوابط الشرعية مجرد قيود شكلية لا قيمة اقتصادية من ورائها، وهذا ما يُضعف قناعة العملاء بالمنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة، وتصبح تلك الضوابط عبئاً وتكلفة إضافية تُحمل على العميل، لتكون المنتجات المالية المقلدة في النهاية أكثر كلفة من المنتجات التقليدية، مع أنها تُحقق النتيجة نفسها؛

- إن محاكاة المنتجات المالية التقليدية يستلزم معاناة الصناعة المالية المتوافقة مع الشريعة من ذات المشكلات والأزمات التي تعانيها الصناعة التقليدية؛

- إن محاولة تقليد جوهر المنتج التقليدي وأساسه يقود الصناعة المالية المتوافقة مع الشريعة لمحاكاة سائر أدوات المنظومة وعناصرها، ويهدد خصوصيتها وضوابطها، وتصبح تابعة للآليات المالية التقليدية؛

- لا يعني ما سبق أن جميع المنتجات التي تُقدمها الصناعة المالية التقليدية غير مناسبة للتمويل المتوافق مع الشريعة؛ ولكن ينبغي التمييز بين اقتباس ما يتلاءم مع المالية المتوافقة مع الشريعة ومبادئها، ومحاكاة الأساس الذي تقوم عليه المنظومة التقليدية.

(1) راجع: سامي بن إبراهيم السويلم، «التحوظ في التمويل الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، ط1، 2007، ص: 128-130.

4- مستقبل تطوير المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة

لقد أدت الأزمات المالية المعاصرة إلى قيام الهيئات الإشرافية والرقابية بإعادة النظر في الأدوات والمنتجات المالية والمصرفية السائدة.

والواقع أن الهندسة المالية الناتجة عن العاملين بالمؤسسات المالية المتوافقة مع الشريعة ذوي الخلفيات التقليدية؛ تسعى إلى ابتكار أدوات مالية تعتمد على التوسّع بالتورق المصرفي والمرابحة للأمر بالشراء؛ بدلاً من المشاركة والمضاربة والسلم والاستصناع وغيرها من الصيغ الفاعلة في الاقتصاد؛ وذلك للاعتبارات التالية:

- سهولة الهندسة المالية التقليدية؛

- حاجة الهندسة المالية المتوافقة مع الشريعة إلى عمق في علوم الشريعة؛

- التركيز على صيغ المداينات بحثاً عن الربح في الأجل القصير.

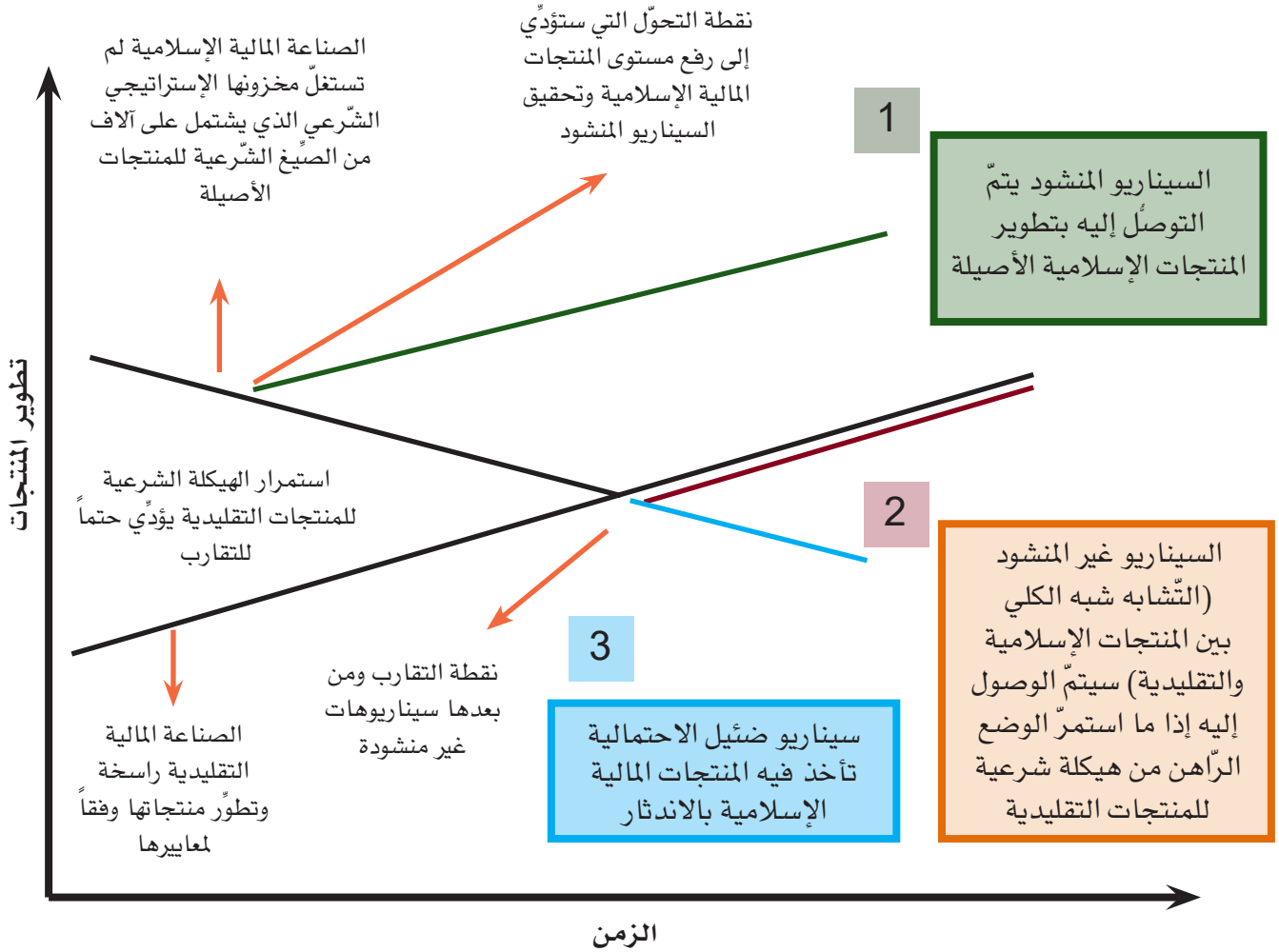
كما برزت في الفترة الأخيرة دراسات بينت أن المنافسة فيما بين المؤسسات المالية المتوافقة مع الشريعة أصبحت تميل إلى التنافس بالفتوى والحيل الفقهية بدلاً من السعر والجودة والمسؤولية الاجتماعية؛ مما يهدد مستقبل الصناعة المالية المتوافقة مع الشريعة⁽¹⁾.

ويمكن التأكيد بأنه إذا ما بقي الحال على ما هو عليه من عمليات الهيكلة الشرعية لمنتجات تقليدية؛ فإن مستوى المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة سينحدر ليصل إلى نقطة يتقارب فيها مع مستوى الخدمات التقليدية. وستكون الصناعة المالية المتوافقة مع الشريعة أمام ثلاثة سيناريوهات محتملة في المستقبل المنظور على النحو التالي:

(1) راجع: سامر مظهر قنطقجي، فقه الابتكار المالي بين التثبّت والتهاوت: أصوله، قواعده، معايير، منشورات مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، ط2، 2016، ص: 8.

شكل 13:

سيناريوهات التقارب بين المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة ومثيلاتها التقليدية



المصدر:

راجع: ناصر الزيادات، «حذار المبالغة في تقليد المنتج التقليدي»، جريدة القبس، الكويت، 20/01/2008، ص: 46.



نتائج واقتراحات

أولاً: نتائج البحث

في ختام دراستنا التحليلية المقارنة لكفاءة المالية التقليدية والمتوافقة مع الشريعة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي العالمي؛ تأكدت لنا نتائج مهمة نستعرضها فيما يلي:

- امتلاك المالية المتوافقة مع الشريعة لمقومات الكفاءة في تجنب الآثار السلبية والخطيرة للمالية التقليدية؛ من خلال الوساطة الاستثمارية التشاركية التي تنمي الاقتصاد الإنتاجي؛

- تميز المالية المتوافقة مع الشريعة بكفاءتها العالية المتعلقة بتنوع منتجاتها وتلبية احتياجات التمويل بصورة تتناسب مع طبيعة النشاطات الاقتصادية ومجالاتها القطاعية؛ بالمقارنة مع محدودية المالية التقليدية؛

- خصوصية المالية المتوافقة مع الشريعة المتعلقة بكفاءتها الاحتوائية للأزمات الاقتصادية في إطار نظام المشاركة وتوزيع المخاطر، وتجنب التعاملات الربوية والمبادلات الصفيرية، وتشجيع العقود المرتبطة بالاقتصاد الحقيقي. وهذا الذي أخفقت فيه المالية التقليدية؛

- قدرة المالية المتوافقة مع الشريعة في الجمع بين الكفاءة الاقتصادية وتكامل منظومتها المؤسسية الخيرية والربحية التي تسهم في تحقيق التخصص والاستقرار، وهي الأكثر كفاءة لتلبية متطلبات تمويل المشروعات الصغيرة ومكافحة الفقر وتحقيق التنمية المستدامة؛ مقارنة مع المالية التقليدية؛

- تفوق الهندسة المالية الإيجابية في تحقيق استدامة المالية المتوافقة مع الشريعة وزيادة مستوى كفاءتها؛ عند الابتعاد عن عمليات الهيكلة الشرعية للمنتجات المالية التقليدية التي نتجت عنها الأزمات المالية المتتالية.

شكل 14: معايير الكفاءة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي العالمي في ضوء المالية

التقليدية والمتوافقة مع الشريعة



ثانياً: اقتراحات البحث

يمكن اقتراح أربع ركائز أساسية لإستراتيجية تطوير الكفاءة المهنية للمالية المتوافقة مع الشريعة؛ نبرزها في المستويات التالية:

- المستوى التنظيمي والقانوني: إصدار القوانين والأنظمة والمعايير الإشرافية المتكاملة والداعمة لتطبيقات المالية المتوافقة مع الشريعة؛
- المستوى البحثي والتعليمي: إدماج برامج تدريس المالية المتوافقة مع الشريعة في المعاهد والجامعات والمراكز البحثية؛
- المستوى الهيكلي والمؤسسي: إقامة المنظومة المؤسسية للمالية المتوافقة مع الشريعة من بنوك وصناديق استثمار وصكوك ومؤسسات زكاة وأوقاف وتأمين تكافلي؛
- المستوى الابتكاري والهندسي: تصميم منتجات مالية انطلاقاً من البحث في مخزون الثروة الفقهية للمالية المتوافقة مع الشريعة؛ بدلاً من تقليد ومحاكاة المنتجات المالية التقليدية.

شكل 15: متطلبات تطوير الكفاءة المهنية للمالية المتوافقة مع الشريعة



ملخص
الفصل الخامس

تهدف هذه الورقة البحثية إلى إبراز كفاءة المالية المتوافقة مع الشريعة المرتبطة بتنوع الصيغ الاستثمارية وتعدد أساليب التمويل بصورة تُسهم في تغطية الاحتياجات التمويلية لمختلف وحدات العجز المالي؛ مقارنة مع آليات المالية التقليدية.

كما تؤكد هذه الورقة أيضاً على كفاءة المالية المتوافقة مع الشريعة المتعلقة باحتواء الأزمات والتقلبات الاقتصادية الدورية، وكفاءتها المرتبطة بتكامل مؤسساتها وأدواتها، ثم تقييم الكفاءة التطبيقية المتوقعة للمنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة.

ختاماً؛ تقدم هذه الورقة مبادئ توجيهية وآفاق تطويرية في الصناعة المالية المتوافقة مع الشريعة لمواجهة التحديات التي تفرضها الأزمات المالية المعاصرة.

الكلمات المفتاحية: المالية المتوافقة مع الشريعة، المالية التقليدية، الكفاءة الاقتصادية، الاستقرار المالي، الأزمة المالية.



Abstract:

The Efficiency of Conventional and Sharī'ah-Compliant Finance in Achieving Global Economic Stability :A Comparative Analytical Study

This paper aims to highlight the efficiency of Sharī'ah-Compliant Finance associated with the diversity of investment formulas and multiplicity of financing methods that contribute to cover the financing needs of the various financial deficit units; compared with the Conventional Finance mechanisms.

This paper also emphasizes on the efficiency of Sharī'ah-Compliant Finance to contain crises and economic cycles, the efficiency related to the integration of its institutions and tools, then to evaluate the expected application efficiency of Sharī'ah-Compliant financial products. Finally, the paper provides guidelines and prospects for the Sharī'ah-Compliant Finance industry to cope with the challenges imposed by the contemporary financial crises.

Keywords: Sharī'ah-Compliant Finance, Conventional Finance, Economic Efficiency, Financial Stability, Financial Crisis.



مصادر ومراجع الفصل الخامس

- 1- إدارة الدراسات والبحوث، «تطورات التمويل الإسلامي والصيرفة الإسلامية حول العالم»، مجلة اتحاد المصارف العربية، بيروت، ع415، يونيو 2015.
- 2- بكر ربحان، «دور المصارف الإسلامية في الحد من الآثار السلبية للعولمة»، في العولمة وأبعادها الاقتصادية، جامعة الزرقاء الأهلية، الأردن، ط1، 2001.
- 3- رشدي صالح عبد الفتاح صالح، البنوك الشاملة وتطوير دور الجهاز المصرفي المصري: الصيرفة الشاملة عالمياً ومحلياً، رسالة ماجستير منشورة، د. ن، مصر، 2000.
- 4- زواوي الحبيب ورديف مصطفى، «النموذج البنكي الإسلامي في ظل الأزمة المالية حالة البنوك الخليجية (2007-2009)»، في المؤتمر العالمي الثامن للاقتصاد والتمويل الإسلامي: النمو المستدام والتنمية الاقتصادية الشاملة من المنظور الإسلامي، الدوحة، 2011/12/20-18.
- 5- سامر مظهر قنطقجي، فقه الابتكار المالي بين التثبُّت والتهافت: أصوله، قواعده، معايير، منشورات مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، ط2، 2016.
- 6- سامر مظهر قنطقجي، أيهما أصلح في الاستثمار معيار الربح أم معيار الفائدة، سلسلة فقه المعاملات، ج1، مؤسسة الرسالة ناشرون، بيروت، ط1، 2004.
- 7- سامي السويلم، «5 معايير أساسية للتأكد من خلو المنتجات الإسلامية من الربا»، صحيفة الاقتصادية الإلكترونية، السعودية، ع5458، 20/09/2008، في الموقع الإلكتروني: http://www.aleqt.com/2008/09/20/article.155583_html
- 8- سامي السويلم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، 2012.

9- سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، ط1، 2007.

10- سامي بن إبراهيم السويلم، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، مركز نماء للبحوث والدراسات، بيروت، ط1، 2013.

11- شوقي أحمد دنيا، «كفاءة نظام التمويل الإسلامي: دراسة تحليلية مقارنة»، مجلة جامعة أم القرى للبحوث العلمية، السعودية، ع9، 1994.

12- صالح صالح، «الكفاءة التمويلية لصيغ وأساليب الاستثمار الإسلامية»، مجلة ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير، مركز الدراسات والبحوث الإنسانية والاجتماعية، وجدة، يونيو 2013.

13- صالح صالح، السياسة النقدية والمالية في إطار نظام المشاركة في الاقتصاد الإسلامي، دار الوفاء، ط1، 2001.

14- صالح صالح، المنهج التنموي البديل في الاقتصاد الإسلامي: دراسة للمفاهيم والأهداف والأولويات وتحليل للأركان والسياسات والمؤسسات، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 2006.

15- صحيفة الاقتصادية الإلكترونية، «تقرير: 11 تحدياً تواجه أعمال المصرفية الإسلامية في السعودية»، ع5007، 2007/06/27، في الموقع الإلكتروني:

<http://www.aleqt.com/news.php?do=show&id=75292>

16- طارق عبد الله، «الدولة والوقف في القرن الحادي والعشرين: من الوصاية إلى الشراكة»، مجلة المستقبل العربي، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، ع361، مارس 2009.

17- عبد الجبار السبهاني، «آثار التمويل الربوي»، في الموقع الإلكتروني:

<http://al-sabhany.com/index.php/2012-08-21-02-39-44>

18- عبد الحميد الغزالي، الأرباح والفوائد المصرفية بين التحليل الاقتصادي والحكم الشرعي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، ط1، 1994.

19- عبد الله حسن حميد الحديثي، أحكام المعسر في الفقه الإسلامي، دار الكتب العلمية، بيروت، ط1، 2005.

20- عدنان خالد التركماني، السياسة النقدية والمصرفية في الإسلام، مؤسسة الرسالة، بيروت، 1988.

21- عز الدين خوجة، «تطوير المنتجات المالية الإسلامية: المنهجية والآلية»، في ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، مركز بيان للهندسة المالية الإسلامية، السودان، 2011/4/7-6.

22- عز الدين خوجة، النظام المصرفي الإسلامي، الموسوعة الميسرة للمعاملات المالية الإسلامية، دار الامتثال للمالية الإسلامية، تونس، ط1، 2013.

23- المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية والهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، «تقرير حول جلسة العصف الذهني: تطوير المنتجات المالية الإسلامية»، 2007.

24- المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، «مبادئ الوسطية المالية: عشر مبادئ لنظام مالي ومصرفي متوازن وعادل»، مارس 2009.

25- معبد علي الجارحي، «الأزمة المالية العالمية والتمويل الإسلامي»، مصرف الإمارات الإسلامي، 2008.

26- المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، مشروع المنتجات والأدوات المالية في الفقه الإسلامي: المرحلة الأولى، البنك الإسلامي للتنمية، ط1، 2008.

27- منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، ISRA، كوالالمبور، ط1، 2011.

- 28-** موريس آليه، الشروط النقدية لاقتصاد الأسواق: من دروس الأمس إلى إصلاحات الغد، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، ط1، 1993.
- 29-** ناصر الزيادات، «حذار المبالغة في تقليد المنتج التقليدي»، جريدة القبس، الكويت، 2008/01/20.
- 30-** وزارة المالية العراقية، «الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاد العراقي»، الدائرة الاقتصادية، 2009.
- 31-** وهبة الزحيلي، الفقه الإسلامي وأدلته، ج2، دار الفكر، الجزائر، 1991.
- 32-** يوسف كمال محمد، فقه الاقتصاد العام، ستابرس للطباعة والنشر، القاهرة، ط1، 1990.
- 33-** Ahmed Belouafi et al, “**Islamic Finance and Financial Stability :A Review of the Literature**”, *Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics*, Vol. 28, No. 2, July 2015.
- 34-** Christine Lagarde, “**Unlocking the Promise of Islamic Finance**”, *Islamic Finance Conference*, Kuwait, November 11, 2015.
- 35-** Ghiath Shabsigh et al, “**Ensuring Financial Stability in Countries with Islamic Banking**”, *International Monetary Fund*, January 5, 2017.
- 36-** Hatem Derbel et al, “**Islamic Finance: A Bulwark against Crisis?**”, *Global Journal of Human Social Science*, Vol. 12, 2012.
- 37-** Islamic Financial Services Board, *Islamic Financial Services Industry: Stability Report* 2016, Kuala Lumpur, May 2016.
- 38-** Jacques S. Jaikaran, *Debt Virus: A Compelling Solution to the World's Debt Problems*, Glenbridge Publishing, U.S, 1st ed, 1992.
- 39-** Kuwait Finance House, “Islamic Finance Research”, KFH Research Ltd, Kuwait, 2010.

- 40-** Maher Hasan and Jemma Dridi, “**The Effects of the Global Crisis on Islamic and Conventional Banks: A Comparative Study**”, IMF Working Paper, No. 10/201, (IMF), September 2010.
- 41-** Martin Čihák and Heiko Hesse, “**Islamic Banks and Financial Stability: An Empirical Analysis**”, *IMF Working Paper*, No. 08/16, (IMF), January 2008.
- 42-** Nicolas Couderc et Olivia Montel-Dumont, **Des Subprimes à la Récession: Comprendre la Crise**, La documentation Française, Paris, 2009.
- 43-** Stephen Stephen G Cecchetti and Enisse Kharroubi, “**Why does Financial Sector Growth Crowd out Real Economic Growth?**”, *BIS Working Papers*, No. 490, Monetary and Economic Department of the Bank for International Settlements, February 2015.
- 44-** The Institute of Islamic Banking and Insurance; “**Islamic Financial Institutions**”, “See Website :<http://www.islamic-banking.com>”
- 45-** Vincent Beaufile, «**Le pape ou le Coran**», *Challenges Magazine*, 11/09/2008, See Website: <http://www.challenges.fr/magazine/20080911.CHA9752/le-pape-ou-le-coran.html>
- 46-** Website: www.france24.com, 15.10.2009.
- 47-** World Bank Group & Islamic Development Bank Group, **Global Report on Islamic Finance : Islamic Finance - A Catalyst for Shared Prosperity?**, World Bank, Washington, DC, Islamic Development Bank Group, 2017.



خاتمة الكتاب

لقد تناول هذا الكتاب قضية حيوية في صناعة المالية الإسلامية، تختص بالمراجعة النقدية لتطبيقات معايير الفرز الشرعي والتطهير المالي للأسهم المتوافقة مع الشريعة. وفيما يلي بيان لأهم النتائج التي تم التوصل إليها والاقتراحات التي تساعد في تطوير منهجية الفرز المالي والتصنيف الشرعي للأسهم، ومعالجة بعض الثغرات التي كشفت عنها ممارسات المؤسسات الاستثمارية الإسلامية:

أولاً: نتائج الكتاب

- إن تداول الأسهم لم يكن مقبولاً في المراحل الأولى من تطور التمويل الإسلامي؛ لأن القيام بالممارسات غير المتوافقة كان يعني موافقة حاملي الأسهم الضمنية عليها مع كونها مخالفة للشريعة؛ حتى تبلور «فقه الفرز» كباب جديد في الفقه الإسلامي؛ حيث إن من نتائجه ما يلي:

• أضاف الفرز الشرعي للأسهم بعداً تطبيقياً للتشريع الإسلامي، وفتح أبعاداً جديدة ليستفيد منها المجتمع الاستثماري؛ والقضية هي أساس تقييم الشركات من خلال تبني فكرة القيمة السوقية *Market Capitalization*، و/أو تبني فكرة مجموع الأصول *Total Assets*؛

• إن وضع معيار للتسامح في بعض الأنشطة غير المتوافقة، هو جانب مرتبط بفقه الحاجة أو الضرورة أو غير ذلك من القضايا التابعة لنتائج الفرز الشرعي للأسهم؛

• إن الفرز الشرعي للأسهم وإن كان جديداً فكرياً وممارسة؛ إلا أنه لا يخرج عن المبادئ الشرعية في الاستثمار؛ أي أن القيام بالفرز الشرعي للأسهم يُعتبر تطبيقاً عملياً للمبادئ الشرعية المتعلقة بالاستثمار في أسهم الشركات؛

• تؤدي سلامة تطبيق الفرز الشرعي للأسهم إلى استبعاد الاستثمارات الرديئة، والحد من المخاطر التي تنتج عن الاستثمارات المالية العالمية؛ لأن مبادئ الشريعة

في مجال الاستثمار تعزز الإفصاح والشفافية ومبدأ تقاسم المخاطر والأرباح والخسائر؛

- إن التوجُّه العام الحالي يقبل الاستثمار في أسواق الأسهم العالمية؛ وقد اتخذ الرأي القائم الذي يسمح بتداول أسهم الشركات المختلطة خطوتين للتعامل مع الواقع حتى لا تُفقد السيولة وتُحجَّب عن الاستثمارات المفيدة التي تمثل حاجة عامّة على مستوى المجتمع؛ هما:

• **الخطوة الأولى:** وضع قيود تحدّد القليل والكثير؛ بحيث يُمنع الدخول في الاستثمار إذا كانت النسب أكبر من تلك المستويات المحددة كمؤشّرات اجتهادية على القلّة والكثرة؛

• **الخطوة الثانية:** إلغاء آثار الاستثمارات غير المتوافقة باستبعاد إيراداتها بالكامل وعدم الانتفاع بها؛ من خلال التخلص.

- تنقسم هيئات الرقابة الشرعية من حيث التعامل مع موضوع الاستثمار في الأسهم المتوافقة مع الشريعة إلى قسمين رئيسيين؛ هما:

• هيئات الرقابة الشرعية التي تسمح بالتعامل والاستثمار فقط في أسهم الشركات التي ينصّ نظامها الأساسي على العمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية؛

• هيئات الرقابة الشرعية التي تسمح بالتعامل والاستثمار في أسهم الشركات التي أصل النشاط فيها مباح ولا يتعارض مع الجانب الشرعي؛ وذلك وفق ضوابط وشروط حتى يمكن أن يُطلق على تلك الشركات تسمية الشركات المتوافقة مع المعايير الشرعية.

- تتميَّز معايير الفرز الشرعي والتطهير المالي للأسهم المستخدمة من قبل الهيئات الشرعية للمؤسسات الاستثمارية الإسلامية بما يلي:

• تباين هذه المعايير من حيث درجة الصرامة؛ ومن الطبيعي أن تؤدي هذه الاختلافات إلى نتائج فرز متفاوتة إلى حدّ كبير؛

• تغيير هذه المعايير مع مرور الوقت؛ ممّا يؤدي إلى اهتزاز ثقة المستثمرين في

مصداقية تطبيقات فرز الاستثمارات الشرعية؛

• اختلاف هذه المعايير يُعدّ من معوقات تطوير سوق الأسهم الإسلامية؛ لأن ذلك يؤدي إلى تكوين صورة ذهنية خاطئة لدى المتعاملين بأن بعض الأنشطة والإيرادات غير المتوافقة مباحة!

- يتمّ التطبيق الكامل لمعايير التوافق التي تسمح بتداول الأسهم، ويصبح الاستثمار فيها مشروعاً من خلال ثلاثة مستويات؛ هي:

• **المستوى الأول:** إن معايير التوافق الشرعي النوعية المتبعة في فرز أسهم الشركات المتوافقة عن أسهم الشركات غير المتوافقة ترتبط بشكل مباشر بنشاط الشركة محلّ التداول، وهي تتعلّق بتقليد معايير الاستثمار الأخلاقي المسؤول اجتماعياً، مضافاً إليها عدم الاتجار بالخمور والقمار وغيرها من الأنشطة التي لا تسمح بها الشريعة الإسلامية؛

• **المستوى الثاني:** إن معايير التوافق الشرعي الكمية المتبعة في فرز أسهم الشركات المتوافقة عن أسهم الشركات غير المتوافقة ترتبط بمؤشرات يتمّ استنباطها من القوائم المالية للشركة محلّ التداول، وهي تتعلّق بحجم «الديون الربوية» أخذاً و/أو إعطاءً إلى إجمالي الأصول و/أو القيمة السوقية؛

• **المستوى الثالث:** إن معايير التوافق الشرعي التكميلية المتبعة في فرز أسهم الشركات المتوافقة عن أسهم الشركات غير المتوافقة ترتبط بتتقية الإيرادات الناتجة عن أنشطة غير متوافقة للشركة محلّ التداول، وهي تتعلّق باستخدام معادلة حسابية لتحديد مقدار ما سيتمّ استبعاده ومن ثمّ التخلّص منه.

- يتمّ إحداث نقلة نوعية في منهجية التّصنيف الشرعي للأسهم؛ من خلال الانتقال من التّصنيف الثنائي (متوافقة، غير متوافقة) والثلاثي (نقية، مختلطة، محرّمة) والرّباعي (نقية، مختلطة، غير متوافقة لتجاوز النسب، غير متوافقة للنشاط) إلى تصنيف متدرّج المستويات (من AAA إلى D).

ثانياً: اقتراحات الكتاب

- العمل على إصدار معيار محاسبي معتمد من قبل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، يختص بعرض القوائم المالية للشركات المساهمة المتداولة في سوق الأسهم وفق مصطلحات محاسبية موحدة، ويأخذ في اعتباره متطلبات إعداد مؤشرات الأسهم المتوافقة مع الشريعة؛
- ضرورة تفعيل دور الهيئات الشرعية في تعزيز مصداقية المؤسسات الاستثمارية الإسلامية من خلال ما يلي:

- ضمان التوافق الشرعي لاستثمار المؤسسات المالية الإسلامية في الأسهم؛
- التأكد من أن مصدر جميع الإيرادات معاملات متوافقة مع الشريعة؛
- إلزام إدارة المؤسسات الاستثمارية الإسلامية بالإفصاح عن الإيرادات غير المشروعة والتخلص منها في الأعمال الخيرية؛
- تبني معايير المسؤولية الاجتماعية للشركات في المؤسسات الاستثمارية الإسلامية مثل: الأنشطة الخيرية والاجتماعية والبيئية؛
- تبني نظام الحوكمة الشرعية كآلية لإدارة مخاطر عدم التوافق الشرعي؛ في ظل تضارب في قرارات الهيئات الشرعية للمؤسسات الاستثمارية الإسلامية؛ وقصور في الممارسات الحالية للإفصاح عن المعلومات المتعلقة بما يلي:
 - قيمة وطبيعة الإيرادات المتحققة من مصادر غير مشروعة؛
 - قيمة وطبيعة المصاريف التي لا تجيزها الشريعة؛
 - آلية التخلص من الأرباح غير المشروعة.

- العمل على توحيد معايير التوافق الشرعي على مستوى الممارسات عبر الدول؛ مما يسهم في ما يلي:

- انخفاض المخاطر الشرعية التي ترجع إلى اختلاف السلطات التنظيمية في معايير قبولها للأسهم؛ فقد تُقبل في أسواق معينة في حين تُرفض في أخرى لما تتضمنه من إشكالات شرعية؛ وكذلك احتمال إعلان سهم بأنه « غير متوافق مع

الشرعية» من قبل الهيئات التنظيمية في بعض الدول بناءً على توافر معلومات جديدة؛

- تطوير الموارد البشرية المؤهلة بما في ذلك علماء الشريعة والممارسين في عالم محفوف بالمخاطر ومليء بالشبهات!
- تطوير سوق الأسهم الإسلامية.

- ضرورة أن يكون لمجتمع الاستثمار الإسلامي مؤشراً للأسهم يعكس الأسهم المتوافقة مع الشريعة في جميع الدول الإسلامية، ويساعد المستثمرين على معرفة أداء هذه الأسهم مقارنة مع الدول الأخرى، ويمكن تقسيم هذا المؤشر إلى مؤشرات فرعية عديدة على أساس القطاعات والقيمة السوقية والحيز الجغرافي مثل: الشرق الأوسط وآسيا وإفريقيا ...

- ضرورة متابعة السلامة الشرعية للفرز القطاعي والمالي بشكل مستمر خلال فترة الاستثمار في الأسهم؛ حيث تسمح هذه المتابعة الدورية بإعادة الفرز تبعاً للتغيرات التي قد تحدث في القرارات المتعلقة بالشركات مثل: حالات الاندماج أو الاستحواذ أو الإفلاس أو الاستبعاد من المؤشر؛

- ضرورة الإفادة من التجارب الدولية التي عملت على توحيد معايير الفرز الشرعي والتطهير المالي للأسهم؛ لإيجاد معايير شرعية ومرجعيات لهيئات السوق المالية في الاقتصادات العربية والإسلامية؛ باعتبار أن تنظيم الفرز الشرعي وتأطيره في معايير السليمة يؤدي إلى تحقيق ما يلي:

- جذب رؤوس الأموال الراغبة في الاستثمار المتوافق مع الضوابط الشرعية من قبل الأفراد والشركات؛
- تنافس الشركات في الحصول على ميزة التوافق الشرعي المطلوب؛ وهو ما يزيد من القيمة المضافة لسوق الأسهم المتوافقة مع متطلبات التداول الشرعية؛
- تركيز الشركات ذات الأسهم المختلطة على الأنشطة والاستثمارات المتوافقة مع الشريعة؛

• لجوء البنوك التقليدية إلى تطوير وتحويل منتجاتها التمويلية إلى منتجات متوافقة مع الشريعة.

- العمل على تشجيع وتطوير التعاون بين الباحثين والمدققين الشرعيين والمحاسبين والهيئات الشرعية وهيئات المعايير المحاسبية؛ لمعالجة الثغرات التي كشفت عنها صناعة الفرز المالي والتصنيف الشرعي للأسهم المتوافقة مع الشريعة.

ثالثاً: آفاق الكتاب

لا شك أن هذا الكتاب سيفتح آفاقاً جديدة للمجالات البحثية أمام الباحثين والممارسين والمهتمين بالصناعة المالية الإسلامية؛ حيث إنهم مدعوون إلى استخدام معارفهم الفقهية والمالية لإيجاد حلول للمستثمرين في سوق الأسهم الإسلامية؛ من خلال دراسة الموضوعات المقترحة التالية:

- منهجية الفرز الشرعي في صناديق الأسهم الخاصة أو صناديق الاستثمار العقاري REITs⁽¹⁾؛

- منهجية التصنيف الاستثماري للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة؛

- إدارة مخاطر الفرز الشرعي والتطهير المالي للأسهم المتوافقة مع الشريعة؛

- حوكمة التصنيف الشرعي للأسهم المتوافقة مع الشريعة؛

- تأثير المعتقدات الدينية والأخلاقية في سلوك المتداولين للأسهم المتوافقة مع الشريعة؛

- تأثير الإعلان الشرعي لـ «السهم المتوافق/غير المتوافق مع الشريعة» في قيمة الشركات؛

- تأثير معايير التبعية والأغلبية في تداول أسهم المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية.

(1) REITs: Real Estate Investment Trusts.

فهرس الموضوعات

فهرس الموضوعات

إهداء	7
شكرٌ وتقدير	8
مُقدِّمة الكتاب	9
الفصل الأول: الفرز القطاعي للأسهم المتوافقة مع الشريعة: إشكالات وحلول	17
- تمهيد	18
- أولاً: الإشكالات والحلول المرتبطة بالفرز السلبي (التقليدي).	22
- ثانياً: الإشكالات والحلول المرتبطة بالفرز الإيجابي (الأخلاقي).	43
- ثالثاً: الإشكالات والحلول المرتبطة بالفرز المقاصدي (مآلات الأفعال).	56
- نتائج واقتراحات.	66
- ملخّص الفصل الأول.	69
- مصادر ومراجع الفصل الأول.	72
الفصل الثاني: الفرز المالي للأسهم المتوافقة مع الشريعة: إشكالات وحلول	78
- تمهيد.	79
- أولاً: الإشكالات والحلول المرتبطة بنسب الفرز المالي الشرعي.	80
- ثانياً: الإشكالات والحلول المرتبطة بتحليل المالي الشرعي.	100
- ثالثاً: الإشكالات والحلول المرتبطة بإعداد مؤشر أسهم شرعي.	126
- نتائج واقتراحات.	134
- ملخّص الفصل الثاني.	136
- مصادر ومراجع الفصل الثاني.	139
الفصل الثالث: التّطهير المالي للأسهم المتوافقة مع الشريعة: إشكالات وحلول	145
- تمهيد	146
- أولاً: الإشكالات والحلول المرتبطة بقياس التطهير المالي.	147
- ثانياً: الإشكالات والحلول المرتبطة بمنهجية التطهير المالي.	167
- ثالثاً: الإشكالات والحلول المرتبطة بآليات التطهير المالي.	180
- نتائج واقتراحات.	194
- ملخّص الفصل الثالث.	197
- مصادر ومراجع الفصل الثالث.	200
الفصل الرابع: نحو منهجية متدرّجة للتصنيف الشرعي للأسهم	205
- تمهيد.	206
- أولاً: منهجية وكالات التصنيف التقليدية.	209
- ثانياً: منهجية وكالات التصنيف الإسلامية.	228
- ثالثاً: منهجية التصنيف الشرعي للأسهم.	245
- نتائج واقتراحات.	269
- ملخّص الفصل الرابع.	273

- مصادر ومراجع الفصل الرابع.	276
الفصل الخامس: كفاءة المالية التقليدية والمتوافقة مع الشريعة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي العالمي: دراسة تحليلية مقارنة	280
- تمهيد .	281
- أولاً: الكفاءة الاقتصادية لنظام المالية التقليدية وآثارها السلبية.	285
- ثانياً: الكفاءة التمويلية والاستثمارية للمنتجات المتوافقة مع الشريعة.	291
- ثالثاً: الكفاءة الاحتوائية للمخاطر والأزمات الاقتصادية الدورية.	297
- رابعاً: الكفاءة التكاملية للمؤسسات المالية المتوافقة مع الشريعة.	304
- خامساً: الكفاءة التطبيقية المتوقعة للصناعة المالية المتوافقة مع الشريعة.	310
- نتائج واقتراحات.	315
- ملخص الفصل الخامس.	318
- مصادر ومراجع الفصل الخامس.	321
خاتمة الكتاب	326
فهرس الموضوعات	333

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

محمد بن عبد الله

الصناعة التصنيفية الإسلامية

الأسهم المتوافقة مع الشريعة نموذجاً

أ. د. عبد الحليم عمار غربي



الصناعة التصنيفية الإسلامية

الأسهم المتوافقة مع الشريعة نموذجاً

تأليف الأستاذ الدكتور:

عبد الحليم عمار غربي