



جامعة الأزهر
كلية الشريعة والقانون
بالقاهرة

بحث مستل من:

مجلة قطاع الشريعة والقانون

مجلة علمية سنوية محكمة

تعنى بالدراسات الشرعية والقانونية والقضائية

تصدرها

كلية الشريعة والقانون بالقاهرة

جامعة الأزهر

العدد الرابع عشر

م ٢٠٢٣/٢٠٢٢

توجه جميع المراسلات باسم الأستاذ الدكتور: رئيس تحرير مجلة قطاع الشريعة والقانون

جمهورية مصر العربية - كلية الشريعة والقانون - القاهرة - الدراسة - شارع جوهر القائد

ت: ٢٥١٠٧٦٨٧

فاكس: ٢٥١٠٧٧٣٨

البريد الإلكتروني

magazine.sh.law@azhar.edu.eg

http://fshariaandlaw.edu.eg



جميع الآراء الواردة في هذه المجلة تعبر عن وجهة نظر أصحابها، ولا
تعبر بالضرورة عن وجهة نظر المجلة وليست مسؤولة عنها



رقم الإيداع

٢٠٢٣ / ١٨٠٥٣

الترقيم الدولي للنشر

ISSN: 2636-2570

الترقيم الدولي الإلكتروني

ISSN: 2805-329X



الموقع الإلكتروني

<https://jssl.journals.ekb.eg>



حوافز الاستثمار في السندات الحكومية

منظور شرعي وقانوني

إعداد

د. محمد عبد المعطي إبراهيم سالم

مدرس بقسم القانون العام

كلية الشريعة والقانون بالقاهرة



حوافز الاستثمار في السندات الحكومية منظور شرعي وقانوني

محمد عبد المعطي إبراهيم سالم

قسم القانون العام ، كلية الشريعة والقانون بالقاهرة، جامعة الأزهر، مصر.

قسم القانون، كلية الشريعة والقانون، جامعة الجوف، المملكة العربية السعودية.

البريد الإلكتروني: masalem@ju.edu.sa

ملخص البحث:

تعد السندات الحكومية نوعاً من الاستثمارات القائمة على الديون يُكتب فيها من قبل الأفراد والهيئات بإقراض أموال للحكومة مقابل سعر فائدة متفق عليه، وتستخدمها الحكومات لجمع الأموال التي يمكن إنفاقها على مشاريع أو بنية تحتية جديدة، ويستخدمها المستثمرون للحصول على عائد محدد ومجزى يُدفع على فترات منتظمة، مع ضمان لاسترداد قيمتها. ولقد اختلفت الآراء حول التكييف القانوني لها بين اعتبارها عملاً تشريعياً، أو عملاً من أعمال السيادة، أو ذو طبيعة عقدية وهو الراجح فقهاً وقضاً، أما الفكر الاقتصادي التقليدي فيرفض القرض العام، ويوافق عليه الفكر الاقتصادي الحديث ويعتبره أداة تمويلية لعجز الموازنة العامة بضوابط معينة. وقد تعددت الآراء في الفقه الإسلامي بين رافض لها على اعتبار أنها عقد قرض بفائدة، وبين مؤيد لها استناداً إلى التوسع في نظرية الضرورة وقاعدة: "الضرورات تبيح المحظورات"، وإباحة الاستثمار فيها والحصول على سعر الفائدة العائد منها للاعتبارات الملجئة لحفظ المال ومحدودية مجالات القرض الحسن، ويذهب رأي ثالث: إلى جواز الاستثمار في السندات الحكومية باعتبار أن الحاجة داعية إليها، وهي حاجة ملجئة، فالاستثمار وإن كان يمثل حاجة للحكومات والأفراد إلا أنها دون مرتبة الضرورة، حيث يتطلب اللجوء إليها خاصة إذا لم تنطبق عليها قاعدة الضرورات تبيح المحظورات، فالاستثمار في مجالات القطاع الخاص يجد الأفراد فيها مشقة كبيرة، والمشقة مدفوعة بأمر الشارع، وهي تجلب التيسير، وقد رأيت ترجيح الرأي الأول لقوة أدلته، ورجاحة استدلاله، وضعف أدلة الآراء الأخرى، ولأن الضرورة المعتبرة شرعاً يجب أن تهدد أحد الكليات الخمس. وقد استخدمت في هذا البحث المنهج الاستقرائي التحليلي المقارن ومن أهم التوصيات التي انتهى إليها البحث هي الاهتمام بالإنتاج في جميع أشكاله وتنشيط التجارة الداخلية، والاعتماد على وسائل تمويل واستثمارات حقيقية ترتبط بأصول مادية وليست مجرد مشتقات مالية تعتمد فقط على خلق النقود. كما تتجه توصيات المنظمات الاقتصادية العالمية المعاصرة إلى التقليل من أسعار الفائدة، واعتبار المشتقات المالية أداة غير فعالة للحفاظ على مستويات مستقرة من النقود، والاعتماد على صكوك التمويل الإسلامي نظراً لكونه تستند على أصول تساوي قيمتها النقدية.

الكلمات المفتاحية: السندات، أذون الخزانة، سعر الفائدة، عجز الموازنة العامة، الضرورات.



Incentives for investment in government bonds are legitimate and legal

Mohammed Abdel Muti Ibrahim Salem

Department of Public Law, Faculty of Sharia and Law, Cairo, Al-Azhar University, Egypt.

Department of Law, Faculty of Sharia and Law, Al-Jawf University, Saudi Arabia.

Email: masalem@ju.edu.sa

Abstract:

Government bonds are a type of debt-based investment in which individuals and entities lend money to the government at an agreed interest rate, and governments use them to raise money that can be spent on new projects or infrastructure, and investors use them to get a defined and rewarding return paid at regular intervals, with a guarantee of redemption. There were different opinions in Islamic jurisprudence on the issue of legal qualification as a legislative act, an act of sovereignty, or an act of a doctrinal nature, the most likely jurisprudence and jurisprudence. Traditional economic thought rejects public loans and is accepted by modern economic thought as a financing tool for the deficit of the public budget with certain restrictions. There were various opinions in Islamic jurisprudence on the issue of a loan with interest, and on the basis of the expansion of the theory of necessity and the rule: "Imperatives are forbidden", the right to invest in them and obtain the interest rate resulting from them, on the grounds of recourse to save money and the limits of good loan areas. A third opinion is: Investment in government bonds may be considered a necessity, but investment is a necessity, but if the private sector does not find it necessary, then to resort to investment. Individuals are in great hardship, and the hardship is driven by the street, and it brings convenience. I have seen the preponderance of the first opinion on the strength of its evidence, the soundness of its reasoning, the weakness of other opinion evidence, and the fact that necessity considered legitimate must threaten one of the five colleges. The most important recommendations of this research were the interest in production in all its forms, the stimulation of internal trade, and the reliance on real means of financing and investments linked to physical assets, not just financial derivatives that rely solely on the creation of money. The recommendations of contemporary global economic organizations also tend to underestimate interest rates, view derivatives as an ineffective tool for maintaining stable levels of money, and rely on Islamic finance instruments as they are based on assets worth equal cash.

Keywords: Bonds, Treasury Bills, Interest Rate, General Budget Deficit, Necessities.



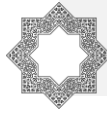
بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

نظراً لتطور دور الدولة واضطلاعها بالعديد من المهام والأغراض الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، الأمر الذي يتطلب تعبئة الموارد العامة وتوجيه الانفاق العام لتحقيق هذه المهام وتلك الأغراض، ومع وجود قصور في موارد التمويل العام العادية، وجدت الدولة نفسها مضطرة إلى البحث عن مصادر تمويل غير عادية للقيام بوظائفها وفقاً لفلسفتها الاقتصادية والاجتماعية داخلياً وخارجياً، وتتنوع تلك المصادر الأخيرة ما بين اقتراض داخلي أو خارجي، أو فرض ضرائب ورسوم جديدة، أو الإصدار النقدي الجديد، ونظراً لخطورة هذه الأنواع الأخيرة وأثارها غير المرجوة على اقتصاد ومالية الدولة فإن لجوء الدولة إليها يكتنفه العديد من الضوابط الشديدة التي يجب أن تصاحب تطبيق هذه الأدوات، بالإضافة إلى ما تقدمه الحكومات من حوافز لدفع المستثمرين في السندات الحكومية.

ومع تطور النظرة الى القروض العامة واعتبارها أداة تمويلية بعد أن كانت مجرد وسيلة استثنائية تستخدم لتغطية النفقات غير العادية فقط وفي نطاق ضيق حتى أصبحت الدول تعتمد عليها وبشكل متزايد بل وتشجع الاككتاب فيها بتنوع أساليب الاقتراض وتقرير المزايا والضمانات التي لم تكن مقررة من قبل مما يسر للدولة الحصول على القروض بتوسع عما كان من قبل.

وفي ظل تنامي الطموحات في القطاع الخاص لمزيد من الاستثمارات المجزية ذات الضمانات والحوافز المرتفعة قليلة المخاطر التجارية والقانونية، ومع تضاؤل فرص التوظيف وقلة الموارد الطبيعية ونضوب المتاح منها، ومع تطور النظرة في العلاقات الاستثمارية والتعاقدية بين القطاعين الحكومي والخاص، ظهرت أهمية الاستثمار في السندات الحكومية.

ولا يخفى بحال تلك الآثار التي يحدثها تفاقم الديون السيادية من آثار سلبية على المالية العامة للدولة خاصة بعد العديد من الأزمات الدولية الحديثة ذات الصلة كالأزمة المالية العالمية في عام ٢٠٠٨ م وأزمة منطقة اليورو في ٢٠١٠ م التي أدت إلى ضعف الثقة بين المستثمرين بالإضافة إلى اضطرابات أسواق الديون



السيادية.^(١)

ورغم وجود المخاطر السابقة إلا أن الاعتبارات التمويلية للخزانة العامة والحوافز المجزية والضمانات التي تقدمها الحكومات للمستثمرين في السندات الحكومية جعلت ثمة أهمية خاصة للاستثمار فيها.

وعلى الرغم من وجود حوافز متعددة للاستثمار في السندات الحكومية كالإعفاء من الضرائب، وعدم قابليتها للحجز عليها، بالإضافة إلى سعر الفائدة المجزي، وقصر مدة العائد في كثير من الأحيان، إلا أن سعر الفائدة يظل هو الدافع الأكبر للاستثمار في هذه السندات على المستوى الحكومي والقطاع الخاص.

وعلى ذلك فنتناول بالدراسة في هذا البحث ماهية السندات الحكومية وخصائصها وتكييفها القانوني والاقتصادي، ثم الاقتصار على سعر الفائدة كحافز أساسي للاستثمار فيها ومخاطره ثم بيان لحكم الفقه الإسلامي للاستثمار في هذه السندات.

وذلك في أربعة فصول على النحو التالي:

الفصل الأول: ماهية وخصائص السندات الحكومية.

الفصل الثاني: التكييف القانوني والاقتصادي للسندات الحكومية.

الفصل الثالث: الاستثمار في السندات الحكومية.

الفصل الرابع: حكم الفقه الإسلامي في الاستثمار في السندات الحكومية.

(1) IMF: International monetary fund FINANCE & DEVELOPMENT, MARCH 2018, VOL. 55, NO. 1, the debt web, by: Mark De Broeck, Era Dabla-Norris, Nicolas End, and Marina Marinkov.p.31.



الفصل الأول

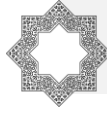
ماهية وخصائص السندات الحكومية

تعد السندات الحكومية أداة هامة وفعالة من أدوات السياسة المالية ذات آثار متنوعة ومتعددة، لها ماهيتها وأنواعها وخصائصها التي تميزها عن غيرها من الأدوات الحكومية والاستثمارية الأخرى.

وهذا ما نتناوله في هذا الفصل في مبحثين على النحو التالي:

المبحث الأول: التعريف بالسندات الحكومية.

المبحث الثاني: خصائص السندات الحكومية.



المبحث الأول

التعريف بالسندات الحكومية

السندات الحكومية هي نوع من الاستثمارات القائمة على الدين، حيث تقوم الجهات المختلفة بإقراض أموال للحكومة مقابل سعر فائدة متفق عليه، وتستخدمها الحكومات لجمع الأموال من المستثمرين حيث تقوم بإنفاقها على مشاريع أو بنية تحتية جديدة، ويمكن للمستثمرين استخدامها للحصول على عائد محدد يُدفع على فترات منتظمة، وبتاريخ سداد محدد، وخلال هذه الفترة عادةً ما توزع الصكوك والسندات معدل ربح (ثابت أو متغير) بشكل دوري، ويقوم مصدر الورقة المالية في نهاية الأجل المحدد للاستحقاق بسداد رؤوس الأموال التي تم جمعها من المستثمرين.

السند صك قابل للتداول يمثل قرضاً يُعقد عادة بواسطة الاكتتاب العام، وتصدره الحكومات والشركات والمؤسسات، ويعتبر حامل السند دائماً للجهة المصدرة له ولا يعد شريكاً فيها حيث يتقاضى فائدةً ثابتةً ومحددةً سواء ربحت الجهة المصدرة أم خسرت، بالإضافة إلى حق حامل السند في استرداد قيمة سنده عند حلول الأجل المحدد.

تمثل السندات بصفة عامة ديناً بأجل على الجهة المصدرة لها، فعندما يشتري مستثمرٌ ما سنداً، فهو بذلك يكون قد وافق على إقراض مبلغ معين من المال لهذه الجهة في مقابل موافقتها على رد مبلغ القرض الأصلي عند حلول الموعد المحدد للاستحقاق، إلى جانب دفع مبلغ محدد من العائد في مواعيد ثابتة، وهذا العائد نظير استخدام الجهة المصدرة لأموال المستثمر في السند، خلال حياة السند وحتى تاريخ الاستحقاق.

وتلجأ إليها الحكومات عادة عند حدوث الأزمات بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها أو لمواجهة التضخم بامتصاص السيولة الفائضة والتأثير في أسواق المال، وكذلك لأغراض التنمية الاقتصادية.^(١)

(١) السندات الحكومية ودورها في تمويل الموازنة الاتحادية، يسرى مهدي حسن، وزهرة خضير عباس، بحث منشور في مجلة دراسات دولية، صادرة عن جامعة بغداد - العدد (٦٧) للعام



وتعتبر الحكومات أكبر مصدري السندات خاصة طويلة الأجل للمساعدة في تمويل النفقات العامة اللازمة لدعم بلدانها للمساهمة في المشروعات الحكومية متوسطة أو طويلة الأجل، ويصدر البنك المركزي السندات نيابة عن وزارة المالية.^(١)

ويُنظر دائماً إلى سندات الخزنة باعتبارها أصولاً آمنة وبعيدة عن المخاطر ومصدراً موثقاً فيه للتمويل الحكومي بالإضافة إلى تمتعها بدرجة عالية من السيولة^(٢) مع إعفائها من الضرائب في بعض الحالات.

ويمكن تداول السندات الحكومية بنوعيتها (أذون وسندات الخزنة) في الأسواق المالية حيث يكتتب فيها الأفراد والمؤسسات والجهاز المصرفي، (البنك المركزي أو البنوك التجارية)، وعلى جميع الأحوال فإن هذه الجهات السابقة في حالة شراءها لأذون وسندات الخزنة فإنها تعتبر دائرة للحكومة بمقدار قيمة هذه السندات، ومستحقة لما تدره أيضاً من فوائد، ولكن بشرط وجود أسواق مالية قوية وعدم تجاوز الحد الأقصى للائتمان بالنسبة للبنوك التجارية، ومع ذلك فقد تكون سياسة السندات الحكومية المدخل الصحيح لتنشيط سوق المال في المدى الطويل، وكما هو معلوم فتعد الأوعية الاستثمارية الحكومية دعامة هامة لسوق المال في البلاد المتقدمة.^(٣)

٢٠١٦ م، ص ٢٨.

(١) أزمة النمر الأسويوية: د عمرو محيي الدين، دار الشروق، الطبعة الأولى ١٤٢١ هـ - ٢٠٠١ م، ص ١٩٩ - ٢٠٠.

(2) IMF: International Monetary fund, Finance & Development, March 2018, VOL. 55, NO. 1, Fiscal Politics, by: Vitor Gaspar and David Amaglobeli.pp.26-29.

(٣) الاتجاهات الحديثة في العلاقة بين السياسة المالية والنقدية - مع إشارة خاصة لمصر، د/ السيد عطية عبد الواحد، الطبعة الأولى - دار النهضة العربية القاهرة ٢٠٠٣ م، ص ٢٧٨.



المبحث الثاني

خصائص السندات الحكومية

بالنظر إلى السندات الحكومية بفروعها المتعددة وبحسب الأجل تنقسم السندات إلى: الطويلة والمتوسطة والقصيرة الأجل، وبحسب التسمية تنوعت إلى: الاسمية ولحامها، وبحسب مكان الإصدار تفرعت إلى: الداخلية والخارجية، إلا أن أكثر هذه التقسيمات أهمية هي المعنى بالأجل لأهمية عنصر الزمن في التمويل الحكومي وعوائد الاستثمار.

تتميز السندات الحكومية جميعاً بمجموعة من الخصائص العامة المشتركة بالإضافة إلى ما يتميز به كل نوع منها، ونتناول في هذا المبحث الخصائص العامة والمشاركة لهذه السندات، ثم أهم الخصائص التي تميز كل نوع على حدة.

وذلك في مطلبين على النحو التالي:

المطلب الأول: الخصائص العامة للسندات الحكومية.

المطلب الثاني: الخصائص النوعية للسندات الحكومية.



المطلب الأول

الخصائص العامة للسندات الحكومية

تتميز السندات الحكومية جميعها وبصفة عامة بالعديد من الخصائص المتعددة والمشاركة والتي يتمثل أهمها فيما يلي:^(١)

يمثل السند ديباً في ذمة الجهة المصدرة لها ويكون حاملها دائماً لتلك الجهة.

السندات الحكومية عنصرٌ أساسيٌّ من مكونات الدين العام يضاف إلى حصيلة القروض العامة التي تتحول في المستقبل القريب إلى عبءٍ يثقل كاهل الموازنة العامة للدولة في صورة فوائد وأقساط، وتتولى الدولة دفع هذه الأعباء من الموارد العادية كالضرائب مما يمكن معه القول بأن القرض العام ما هو إلا ضريبة مؤجلة لأن الدولة تحصل عليه في الحال ثم توزع عبأه على عدة سنوات تالية.^(٢)

السندات قابلة للتداول كالأسهام بالأسواق المالية عن طريق الاكتتاب الأولي أو في السوق الثانوية عن طريق القيد أو التسليم.

يلجأ المستثمرون للاستثمار في السندات الحكومية باعتبارها ملاذاً آمناً فهي مضمونة من الحكومة، مثل سندات الخزينة الأمريكية، والسندات البلدية التي توفر الدخل للمستثمرين مثل المتقاعدين، ومع ذلك فإن هذه الأصول تواجه مخاطر أسعار الفائدة عندما يخفض الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي الأسعار لفترة طويلة.

تلجأ إليها الحكومات عادة عند حدوث نقص في التمويل العام أو باعتبارها أداة من أدوات السياسة المالية والنقدية.

السندات صكوك متساوية القيمة تصدر بقيمة اسمية ولا تقبل التجزئة أمام الجهة المصدرة لها، ولحاملها حق استيفاء قيمتها الإسمية متى حل أجلها.

للسندات أجال قصيرة أو متوسطة أو طويلة لاستيفاء قيمتها، كما يمكن بيعها في الأسواق الثانوية.

(١) السندات الحكومية ودورها في تمويل الموازنة الاتحادية، يسرى مهدي حسن، وزهرة خضير عباس، مرجع سابق ص ٢٩ وما بعدها.

(٢) مالية الدولة: د / محمد حلمي مراد - مطبعة نهضة مصر ١٩٦٤ م ص ٢٣٧.



يعطي السند الاسمي أو لحامله حقين أساسيين: حق الحصول على فائدة ثابتة من جهة وكذلك حق استرداد قيمة سنده في اجل الاستحقاق من جهة أخرى إضافة الى تمتعه بحقوق الدائن تجاه مدينه وفق الأحكام القانونية.

تصدر السندات الحكومية في أغلب الأحوال بشكل أكثر جاذبية للمكتتبين فيها فهي تقترن عادةً بشرط الاعفاء من ضرائب الدخل وعدم قابليتها للحجز عليها.

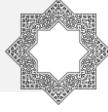
تتميز سندات القطاع الخاص عن السندات الحكومية بما يلي:^(١)

- أن السندات التي يصدرها القطاع الخاص يهدف منها إلى تحسين مركزه المالي، أو للتوسع في الأنشطة أو الاستحواذ على شركات أخرى.
- سندات القطاع الخاص أكثر عرضة للمخاطر التجارية ومخاطر السيولة.

تتميز السندات عن الأسهم من عدة وجوه:

- يمثل السهم جزءاً من رأس المال، بينما يمثل السند جزءاً من قرض ولا تدخل قيمته في رأس المال، وعلى ذلك فإن حامل السهم يعتبر شريكاً أما حامل السند فدائن وليس شريكاً.
- يصدر السند بعد التأسيس لتوسيع الأعمال، بعكس السهم الذي قد يصدر قبل التأسيس أو بعده.
- تحتوي الشركات المساهمة على أسهم، ولكن لا يلزم أن يكون لها سندات.
- المساهم يملك حق الحضور والتصويت في الجمعية العمومية، وذلك بخلاف حامل السند.
- يتحمل المساهم المخاطر كإفلاس الشركة أما صاحب السند فحصته مضمونة لأنه دائن فقط بمبلغ محدد.

(١) السندات الحكومية ودورها في تمويل الموازنة الاتحادية، يسرى مهدي حسن، وزهرة خضير عباس، مرجع سابق ص ٢٩ وما بعدها.



الفرق الأساسية بين الصكوك والسندات:^(١)

- الصكوك هي عبارة عن أوراق مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، تصدرها الجهات الحكومية أو الشركات لتطوير مشاريع تنموية، ويصبح المستثمر بموجبها مالكاً جزئياً للأصل محل التعاقد حتى تاريخ الاستحقاق، أما السندات فهي أوراق مالية حيث يقرض المستثمر الأموال للمصدر حتى تاريخ الاستحقاق.
- يحصل حاملوا السندات على فوائد محددة، بينما يحصل حاملوا الصكوك على جزء محدد من الأرباح الناتجة عن الأصل محل التعاقد.

(١) موقع البورصة السعودية على الرابط التالي:



المطلب الثاني الخصائص النوعية للسندات الحكومية

أولاً خصائص السندات متوسطة وطويلة الأجل:

السندات المتوسطة الأجل هي عبارة عن أداة دين حكومية تصدر بمدة تتراوح ما بين ثلاث إلى أقل من عشرة سنوات بهدف تمويل الخزنة العامة للدولة لفترة متوسطة.

وأما السندات الطويلة الأجل فهي التي تزيد فترتها عن عشر سنوات لنفس الأغراض التمويلية لكنها ذات فترات أطول.

ولقد أصدرت مصر طرحاً للسندات الدولية بقيمة ٥ مليارات دولار، كما طرحت سندات خضراء (ذات صلة بالمناخ والبيئة) لأول مرة في تاريخها في بورصة لندن في أكتوبر ٢٠٢٠ م بقيمة ٧٥٠ مليون دولار، ولقى الطرحان إقبالاً كبيراً من المستثمرين.

ثانياً خصائص السندات قصيرة الأجل (أذون الخزنة):

يمثل هذا النوع من السندات أداة دين حكومية عاجلة وقصيرة الأجل تصدر بمدة تتراوح بين ثلاثة أشهر ومضاعفاتها إلى سنة، وهي بذلك تعتبر من الأوراق المالية التي تصدر بخصم أي سعر أقل من قيمته الاسمية، ثم تستحق بعد ذلك بقيمتها الاسمية في الموعد المحدد، ويسهل التصرف فيها بالمقارنة مع التمويل بالسندات الحكومية طويلة الأجل، وتصدر هذه الأذون عن طريق الاكتتاب في السوق الأولي، وتكون قابلة للتداول في السوق الثانوية، وكلما طالت فترة الاستحقاق زاد سعر الفائدة المدفوعة للمستثمرين.^(١)

ويطرح البنك المركزي بشكل دوري، نيابة عن وزارة المالية، أذون وسندات خزنة بهدف الاقتراض من البنوك لصالح وزارة المالية لسد عجز الموازنة.

(١) في نفس المعنى: السياسات المالية د/ حامد عبد المجيد دراز - الناشر مركز الإسكندرية للكتاب

- مدينة الإسكندرية سنة ٢٠٠٠ م، ص ٣٧١- ٣٧٢.



وتشير التقارير إلى زيادة حجم الاستثمار الأجنبي في أذون الخزانة المصرية بأكثر من ٢٠ مليار دولار في سوق الديون المصري، وذلك للأسباب التالية:

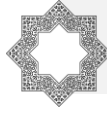
- ١- وجود الثقة في الاقتصاد المصري خاصة بعد الأضرار التي أصابت عدداً من القطاعات الاقتصادية الرئيسية مثل السياحة.
- ٢- استقرار سعر الصرف حول معدلاته قبل فيروس كورونا المستجد.
- ٣- توقيع مصر للعديد من اتفاقيات مع صندوق النقد الدولي منها اتفاقية على التمويل السريع بقيمة ٢,٧ مليار دولار، وآخر بقيمة ٥,٢ دولار، مقابل تنفيذ برنامج لمدة عام.

وتتمثل أهم خصائص أذون الخزانة فيما يلي:^(١)

تعد أذون الخزانة نوعاً من أنواع سندات الدين الحكومية قصيرة الأجل، وهي نوع من الاستثمارات القائمة على الدين بإقراض أموال للحكومة مقابل سعر فائدة متفق عليه، يظهر غالباً في شكل خصم معين على قيمتها الإسمية. تستخدمها الحكومات للحصول على الأموال اللازمة للإنفاق على مشاريع أو

(١) انظر في ذلك:

- الاتجاهات الحديثة في العلاقة بين السياسة المالية والنقدية - مع إشارة خاصة لمصر - د/ السيد عطية عبد الواحد: - الطبعة الأولى - دار النهضة العربية القاهرة ٢٠٠٣ م، ص ٢٧٨.
- دور الدولة في الاقتصاد - د حازم الببلاوي - دار الشروق - الطبعة الأولى - ١٤١٨ هـ - ١٩٩٨ م - ص ٨٨.
- اقتصاديات النقود والبنوك: غالب عوض صالح، عبد الحفيظ العربي - الجزء الأول، المكتبة الوطنية، عمان طبعة ٢٠٠٠ م - ص ٣٦.
- السندات الحكومية ودورها في تمويل الموازنة الاتحادية، يسرى مهدي حسن، وزهرة خضير عباس، مجلة دراسات دولية، مرجع سابق ص ٣٠.
- عجز الموازنة العامة وأثره في توجيه السياسة الاقتصادية والاجتماعية - دكتور محمد المعطي إبراهيم - رسالة دكتوراة - كلية الحقوق - جامعة عين شمس ٢٠١١ م - ص ١١٤٨.
- انفجار العجز - علاج عجز الموازنة العامة للدولة في ضوء المنهج الانكماشى والمنهج التنموي - د/ رمزي زكي - الطبعة الأولى - دار المدى للثقافة والنشر - سوريا - دمشق ٢٠٠٠ م ص ١٦٧.
- أذون الخزانة المصرية بين النظرية والتطبيق - د/أيمن رفعت المحجوب، بحث منشور في مجلة القانون والاقتصاد - كلية الحقوق - جامعة القاهرة ١٩٩١ م - العدد (٦١) ص ٨٢.



بنية تحتية جديدة، أو لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة، ويمكن للمستثمرين استخدامها للحصول على عائد محدد يُدفع على فترات منتظمة.

تتميز أذونات الخزنة مقارنة مع سندات الخزنة بسهولة التصرف فيها دون أن يتعرض حاملها لخسائر، لأن الإذن — كما سبق — عادة ما يباع بخصم، أي بسعر أقل من قيمته الاسمية.

تعتبر أذون الخزنة من الأدوات الهامة التي تساهم بشكل كبير في توفير النقد لتحقيق استقرار العملة والتأثير على القوة الشرائية.

تقلل أذون الخزنة التضخم لأنها تجذب المدخرات الفعلية لتغطية عجز الميزانية، بدلاً من طباعة النقود، وتستخدم هذه الاستثمارات في تنفيذ العديد من المشاريع مما يؤدي إلى زيادة الإنتاج وبالتالي زيادة الصادرات وانخفاض الواردات مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على العملات الأجنبية واستقرار سعر الصرف.

تتوقف فاعلية السندات الحكومية في مواجهة العجز والحد من التضخم على العجز المراد تمويله: فإذا كان العجز مؤقتاً وعارضاً، فإن استخدامها سوف يكون مفيداً وناجحاً، أما إذا كان العجز هيكلياً ومزمناً ويمتد لأجل طويلة كما هو الغالب في البلدان النامية، فإن ثمة مخاطر كثيرة تترتب على هذه الوسيلة خاصة في الأجل الطويل فقد تتحول مع الوقت إلى أن تكون سبباً رئيسياً في زيادة العجز في الموازنة العامة للدولة، وذلك عن طريق الزيادة في خدمة أعباء الدين العام المحلي، ومن ثم يتزايد الإنفاق العام لخدمة الدين وبالتالي زيادة في الضغط على العجز في الموازنة العامة للدولة وبخاصة إذا لم تكن الموارد السيادية قد نمت بشكل كبير أو على الأقل يتناسب مع الزيادة في هذا البند.^(١)

فالحل إذن هو العمل على تقوية الجهاز الإنتاجي في الدولة حتى يمكن زيادة الناتج المحلي الإجمالي، وبالتالي زيادة الإيرادات العامة للدولة لمواجهة أي زيادات طارئة في الإنفاق العام نتيجة لأي أزمات مالية أو موجات تضخمية تؤدي إلى المزيد من الارتفاع في الأسعار.

(١) انفجار العجز: د/ رمزي زكي، مرجع سابق، ص ١٦٨، وأنظر أيضاً: د/ حازم البيلاوي: التغيير من أجل الاستقرار، مرجع سابق، ص ٢٠٧.



تعتبر أذون الخزانة فرصة استثمارية جيدة نظراً لارتفاع العائد وقصر الأجل، حيث يمكن للمستثمرين الحصول على عوائد مالية سخية من خلال هذه الفرصة، وقد دفع هذا العديد من الأشخاص لشراء أذون الخزانة.

تتمتع أذون الخزانة بميزة رئيسية قد لا تتوفر في العديد من الاستثمارات الأخرى، لأن جميع أذون الخزانة مضمونة بالكامل من خلال المعاملات المباشرة مع الحكومة.

تبدو بساطة الإجراءات الإدارية المرتبطة بالمعاملات في أذون الخزانة أمراً عادياً في عمليات بيع وشراء التراخيص والسماح بالتداول الحر والاقتراض غير المشروط لأذون الخزانة.

تتميز أذون الخزانة في مصر بأنها على قدر عالي من السيولة حيث يمكن إعادة بيعها ببساطة في السوق الثانوية.

عيوب أذون الخزانة:

على الرغم من اعتبار أذون الخزانة من أكثر أنواع الاستثمار أماناً إلا أنها تتمتع بعوائد منخفضة نسبياً مقارنة بأدوات الدين الأخرى.

تحقق أذون الخزانة المكاسب فقط عند انتهاء صلاحيتها مما يجعلها وسيلة دخل أقل جاذبية، خاصة بالنسبة للمستثمرين الذين يبحثون عن تدفق نقدي مستقر.

تفرض عبئاً على الموازنة العامة للدولة برد قيمة أذون الخزانة مضافاً إليها الفوائد المستحقة في آجال قصيرة، ويزداد العبء كلما زاد حجم الاقتراض وبالتالي الفوائد المدفوعة التي باتت تمثل بنداً من أكبر بنود الانفاق في المالية العامة، حتى سادت النظرة إلى القروض العامة على أنها ضرائب مؤجلة، فإذا لم تزد موارد الدولة مستقبلاً فلن يمكن الاستمرار في التمويل بالسندات بدون أخطار مالية واقتصادية.

إن التجاء الدولة إلى أسلوب الاقتراض بأذون الخزانة من النظام المصرفي والافراد إنما يعني تزامناً بين الحكومة والقطاع الإنتاجي على موارد السيولة



المتاحة الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة وبالتالي زيادة الأعباء المستقبلية على الموازنة العامة من ناحية، وتراجع معدلات الاستثمار الخاص من ناحية أخرى.^(١)

(١) دور الدولة في الاقتصاد، د حازم البيلاوي، مرجع سابق، ص ٨٨.



الفصل الثاني

التكييف القانوني والاقتصادي للسندات الحكومية

إن وجود العديد من المكونات المعقدة للقرض العام يدفع إلى البحث عن تصور للجزئيات المكونة له، وكما هو مستقر في العلوم المالية فإن السندات الحكومية بمختلف أنواعها وأجالها تُعد جزءاً ومكوناً أساسياً من مكونات القرض العام، وحيث يصعب بالتالي — نظرياً وتطبيقياً — فصل مكونات القرض العام بأبواب مستقلة في موازنات الدول، الأمر الذي يجعل التكييف القانوني للقرض العام ينسحب على مكوناته من السندات الحكومية، فما كان من الكل فهو ينطبق على الجزء بطبيعة الحال.

تظهر أهمية التكييف القانوني للسندات الحكومية في معرفة الإطار القانوني للعلاقة بين المقرضين والمقترضين، وبالتالي كل ما يترتب عليها ويرتبط بها من حقوق وواجبات لأطرافها المتعددين. وإن تحديد الجهات صاحبة الاختصاص القضائي بشأن النزاعات المحتملة لهذه العلاقات لا يقل أهمية عن ذلك، بل يسهم في حماية حقوق هؤلاء الأطراف.

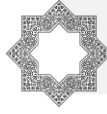
إن بناء التكييف القانوني للسندات الحكومية على أساس من الواقع هو أمر جدير بالاعتبار لبناء الثقة التي يجب توافرها بين أطراف العلاقة الدائنية، وهي أمر ضروري للحكومات في سبيل حصولها على التمويل المطلوب في الوقت المناسب من الممولين التقليديين ولحث المستثمرين الجدد للدخول في استثمارات مرغوب فيها لكل منهما.

على الرغم من تعدد الاتجاهات الفكرية التقليدية والحديثة في التكييف القانوني للقرض العام إلا أنه يمكن جمعها في اتجاهين أساسيين، نتناولهما مع رأينا في المباحث التالية:

المبحث الأول: الفكر التقليدي في تكييف السندات الحكومية.

المبحث الثاني: الفكر الاقتصادي في تكييف السندات الحكومية.

المبحث الثالث: رأينا في تكييف السندات الحكومية.



المبحث الأول

الفكر التقليدي في تكييف السندات الحكومية

إن مدى اعتبار السندات الحكومية عملاً تشريعياً، أو من أعمال السيادة، أو ذا طبيعة عقدية يشكلون جميعاً المصدر الأساسي للفكر التقليدي في تكييفه للسندات الحكومية.

الاتجاه الأول: القرض العام يعد عملاً تشريعياً:

فهو يصدر بقانون من الناحية الشكلية فقط دون الناحية الموضوعية، حيث تتطلب الموافقة عليه مروره بنفس الإجراءات الشكلية اللازمة لإصدار القانون بالإضافة إلى صدور الموافقة عليه من نفس الغرفة التشريعية التي تصدر قوانين وأنظمة الدولة كما يجوز أن يلغيه قانون آخر.

وتتضي جميع المبادئ الدستورية العامة في كافة الدول النيابية بوجود موافقة ممثلي الشعب على إصدار القروض العامة نظراً لما تؤدي إليه من ارتباط الدولة بالتزامات مالية تتمثل في فوائد وأقساط الاستهلاك لعدة سنوات مقبلة.^(١)

وقد نصت على ذلك الدساتير المصرية المتعاقبة بقولها: " لا يجوز للسلطة التنفيذية الاقتراض، أو الحصول على تمويل، أو الارتباط بمشروع غير مدرج في الموازنة العامة المعتمدة يترتب عليه إنفاق مبالغ من الخزانة العامة للدولة لمدة مقبلة، إلا بعد موافقة مجلس النواب".^(٢)

على أنه إذا كان إصدار القرض العام يتم بناءً على قانون فإن تدخل السلطة التشريعية لا يقع استناداً إلى اختصاصها التشريعي في وضع قواعد قانونية عامة مجردة وإنما بناءً على توزيع الاختصاصات المالية بين سلطات الدولة المختلفة، فالقانون الخاص بإصدار القرض العام ليس له من صفة القانون سوى الشكل لأنه

(١) مالية الدولة: د / محمد حلمي مراد، مرجع سابق، ص ٢٣٥.

(٢) المادة ١٢١ من الدستور المصري الصادر ١٩٧١ م، والمادة ١٢٧ و١٦٧ / ٨ من الدستور المصري



لا يعني أكثر من الإذن للحكومة بعقد القرض.^(١)

ويرجع السبب في اسناد الموافقة على القرض العام إلى المجالس النيابية لاعتبارات متعددة أهمها كفاءة رقابة الرأي العام من خلال مناقشات ممثليه بالبرلمان لكل ظروف وأسباب القرض، وبناءً على حق البرلمان في تقرير الضرائب لأن القرض العام سوف يسدد من حصيلة الضرائب، وبالتالي فإن القرض العام هو في حقيقته ضريبة مؤجلة.^(٢)

الاتجاه الثاني: القرض العام يعد عملاً من أعمال السيادة:

حيث تهدف منه الحكومة القيام بأغراض سياسية^(٣) شأنه في ذلك شأن إصدار الأوراق النقدية أو إبرام المعاهدات.

ويترتب على هذا الاتجاه: أنه عندما تقوم الدولة بإصدار سندات القرض العام فإن تصرفها ذلك وإن كان يعد قراراً إدارياً إلا أنه عمل من أعمال السيادة حيث تحدد تفاصيل وأحكام هذا القرض بما يتمشى مع السياسة العامة للدولة، ومن ثم فإن العلاقة التي تنشأ بين الدولة المقترضة والمكاتبين في سنداتها ليست علاقة تعاقدية وإنما هي علاقة سياسية لا تخضع لرقابة القضاء.^(٤)

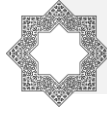
ويُنْتَقَد هذا الرأي كونه يقضي على الثقة الواجب اعتبارها بين الدولة المقترضة وحملة السندات الحكومية خاصة في القروض الاختيارية الداخلية والخارجية، كما أنه لا يمكن التسليم به على إطلاقه في ظل القروض الاجبارية أيضاً لتنافيه مع الصفة الإلزامية للقروض العامة واعتبارات الاستقرار المالي.

(١) حكم محكمة القضاء الإداري بمجلس الدولة الصادر في ٢٧ / ٤ / ١٩٥٣ م - مجموعة أحكام المجلس - السنة (٧) ج / ٢، ص ١٠٠٠.

(٢) علم المالية العامة: د/ أحمد جامع، مكتبة كلية الحقوق جامعة عين شمس، ص ٢٧٤.

(٣) مالية الدولة: د / محمد حلمي مراد - مرجع سابق ص ٢٣٦.

(٤) اقتصاديات المالية العامة: د/ عادل حشيش - مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية ١٩٨٣م - ص ٢٦٦ - ٢٦٧.



الاتجاه الثالث: القرض العام ذو طبيعة عقدية:

ويذهب هذا الاتجاه إلى أن عقد القرض العام هو عقد إداري من عقود القانون العام يستمد بنوده من القواعد الدستورية والادارية والمدنية لوجود الدولة طرفاً فيه واتصاله بتسيير مرفق عام وأنه يحتوي على شروط استثنائية غير مألوفة في نطاق القانون الخاص.^(١)

فعلى الرغم من أن القرض لا ينشأ إلا بعد صدور قانون يأذن بإبرامه، فإن العلاقة بين الدولة المقترضة وبين المقترضين لا تعد علاقة ناشئة عن القانون وخاضعة له بحيث يمكن إدخال التعديل عليها بين وقت وآخر بمقتضى قانون جديد، فقانون القرض هو مجرد شرط لالتجاء الحكومة إلى الاقتراض أي أنه أمر يخص الحكومة، أما عن القرض في حد ذاته فهو عقد يتم بالإيجاب الصادر من وزارة المالية - أو من تفوضه الدولة قانوناً- والقبول من جانب المكتتبين في القرض العام.

ويترتب على ذلك: أنه لا يجوز للحكومة أو البرلمان المساس بحقوق المقترضين الذين اكتتبوا في القرض على أساسها بدون موافقة المقترضين.

ومما لا شك فيه أن هذا التكييف يدخل الثقة إلى جمهور المكتتبين فيقبلون على الاكتتاب في القروض العامة بعكس الحال اذا ما كان التكييف على أنه عمل من أعمال السيادة،^(٢) حيث يُقوض هذا الأخير الثقة التي يجب أن تتوافر في الائتمان الحكومي، بالإضافة إلى الاعتبارات الاستثمارية لدى القطاع الخاص الذي يتطلب القدر المناسب من الثقة والربحية التي تدفعه إلى الاكتتاب والتداول في السندات الحكومية.

(١) مالية الدولة: د / محمد حلمي مراد- مرجع سابق ص ٢٣٦، وانظر أيضاً: عقد القرض العام - دراسة في القانون الإداري المالي، د/ شعبان عبد الحكيم سلامة - بحث منشور في مجلة مصر المعاصرة تصدر عن الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والاحصاء والتشريع - القاهرة - العدد ٥٣٩ أكتوبر ٢٠٢٠ م ص ٤٢ وما بعدها.

(٢) مالية الدولة: د / محمد حلمي مراد - مرجع سابق، ص ٢٣٦.



المبحث الثاني

الفكر الاقتصادي في تكييف السندات الحكومية

اتسمت نظرة الفكر الاقتصادي التقليدي بالعداء الشديد ورفض للقروض العامة بكل صورها إلا لتغطية النفقات غير العادية أو المنتجة، وذلك حرصاً على الاقتصاد من الآثار الضارة للقروض كالموجات التضخمية وعجز الموازنة العامة.^(١)

ويهدف الفكر الاقتصادي الحديث في التجائه للسندات الحكومية إلى الحصول على التمويل اللازم لعجز الموازنة العامة في المقام الأول، لذلك فقد وجد من المبررات النظرية ما يسمح له بهذا الحق دون النظر إلى اعتبارات أخرى، فذهبت بعض الاتجاهات كما رأينا سابقاً في الفكر التقليدي إلى تبرير الاقتراض الحكومي بصفة عامة على أساس أنه عمل تشريعي أو عمل من أعمال السيادة، إلا أن كلا الاتجاهين السابقين يتجاهلان حقوق ومميزات الأطراف الدائنة صاحبة العلاقة في عقد القرض الحكومي، بل أنهما قد يسمحان للحكومة بإنكار الدين العام بمقتضى القانون.

وذلك بخلاف الرأي الذي يكيف العلاقة على أنها عقد من عقود القانون العام فيعطي مجالاً أوسع للاعتراف بالحقوق والمميزات الممنوحة، بل وضماناً للمطالبة بها حتى في ظل وجود مخاطر اقتصادية وتجارية.

إن اعتراف الفكر الحديث بالصفة العقدية للعلاقة بين الحكومة وحاملي سندات القرض العام جعل من الثقة بينهما ما يسمح لكلا الطرفين بالحصول على ما يريد، فتحصل الحكومة على التمويل المطلوب، وتعمل على تنشيط الأسواق المالية، وتشجيع القطاع الخاص، كما يحصل الدائنون على حوافز ومميزات الاستثمار في السندات الحكومية مثل: سعر الفائدة، والاعفاءات الضريبية، وعدم قابلية السندات للحجز عليها سداً للمستحقات الأخرى.

وجد الفكر الاقتصادي الحديث مبرره في ذلك خاصةً مع ظهور الأزمات الاقتصادية التي عجزت آليات السوق عن معالجتها مما برر لتدخل الدولة

(١) الوسيط في المالية العامة - د عبد الباسط وفا - مكتبة الرشد - الرياض - المملكة العربية

السعودية - الطبعة الأولى ١٤٣٦ هـ - ٢٠١٥ م، ص ١٢٢.



للمحافظة على مستويات مقبولة من التشغيل الشامل، ومع عدم كفاية السياسة النقدية والضريبية فقد وجد هذا الفكر طريقاً مفتوحاً أمامه للخروج على التوازن الحسابي إلى التوازن الاجتماعي والاقتصادي، بل وقد استخدمت الحكومات سياسة الاقتراض العام لمواجهة الكساد والتضخم من خلال تأثيره على القوة الشرائية بالأسواق، بالإضافة إلى الرغبة في زيادة المدخرات والوطنية، بالحصول على التمويل المطلوب أحياناً بالعملات الأجنبية لاستيراد مستلزمات التنمية الاقتصادية خاصة في ظل تفاقم العجز في موازين مدفوعاتها.^(١)

وتطبيقاً لهذا الاتجاه الحديث فقد وجد للقرض العام الداخلي مكاناً كنسبةٍ محددةٍ إلى الناتج المحلي الإجمالي، ولقد وضعت معاهدة ماستريخت للسوق الأوروبية الموحدة شروطاً صارمة للانضمام إلى نظام النقد الأوربي الموحد (اليورو EURO)، والذي بدأ العمل به منذ عام ١٩٩٩م، فقد أشارت هذه المعاهدة في أحد بنودها إلى: أن الدولة الراغبة في الانضمام لهذا النظام يجب ألا يتجاوز نسبة العجز في موازنتها العامة ٣٪ من الناتج المحلي الإجمالي، مع ارتباطها بشرط آخر وهو ألا يتجاوز سقف الدين العام الداخلي ما نسبته ٦٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي، وهذا يعني أن القائمين على صياغة هذه الشروط من سياسيين، واقتصاديين وأكاديميين لم يروا في النسب السابقة ما يهدد الاستقرار النقدي والمالي للسوق الأوروبية الموحدة، وإلا لاشترطوا تخفيض هذه النسبة.^(٢)

(١) المرجع السابق: ص ١٢٣.

(٢) انفجار العجز، د/ رمزي زكي، مرجع سابق - ص ١٤١ - ١٤٢.



المبحث الثالث

رأينا في تكييف السندات الحكومية

من خلال القراءة السابقة لتعريف السندات الحكومية بنوعها أذن وسندات الخزانة والخصائص التي تميز طبيعة كل، وكذلك الاتجاهات الفكرية المتعددة للسندات الحكومية يمكننا القول بما يلي:

السندات الحكومية هي صكوك متساوية القيمة تمثل ديناً مضموناً في ذمة الحكومة، ذات فوائد ثابتة في عملية الطرح الواحدة، وقد تتغير هذه الفوائد في كل عملية طرح جديدة بحسب العرض والطلب، وتمثل هذه الفائدة الحافز الأساسي للمستثمرين في هذه السندات.

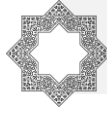
يمكن النظر إلى السندات على أنها وسيلة مُثبتة ومُصدّقة من قبل الحكومات لعقد القرض الحكومي، فهي تمثل الجانب الشكلي الذي يوثق عملية الاقتراض بما تتضمنه من جوانب موضوعية تلقي بالحقوق والالتزامات المتبادلة بين أطرافه، وكذلك الضمانات المقررة بموجب هذه السندات، وإن تطور علاقة الثقة بين الحكومة والممولين جعل لهذه السندات أهمية خاصة تدفع لإثبات تلك العلاقة كما جعل منها أداة قابلة للتداول على المستويين العام والخاص.

يتم طرح هذه السندات للإكتتاب العام المباشر أو عن طريق البورصة أو البنوك، ثم يتم تداولها بالطرق التجارية وتكون إما دائمة (السندات التي لا تحدد الحكومة تاريخاً لسدادها) أو مُستهلكة (السندات التي تحدد الحكومة أجلاً لتسديد قيمتها).

تصدر الحكومة هذه السندات لتمويل عمليات التنمية الاقتصادية أو لمواجهة عجز في الميزانية أو أي طارئٍ آخر.

عند شراء سند حكومي، فإن المكتتب في السند يُقرض الحكومة مبلغاً من المال متفقاً عليه لفترة زمنية متفق عليها في المقابل، ستدفع الحكومة مستوى معيناً من الفائدة على فترات منتظمة.

يجمع علماء المالية العامة والتنفيذيين في نفس المجال على أن أذن الخزانة



أداة من أدوات الدين التمويلية قصيرة الأجل للموازنة العامة وهي بذلك نوع من أنواع الاقتراض الداخلي الذي تقوم به الدولة عن طريق إصدار سندات ضامنة لهذا الدين يتم تداولها في الأسواق المالية، وأن العقد الذي يربط ما بين الحكومة والمكتتبين هو عقد القرض العام.

تدخل أذون الخزانة كعنصر أساسي من مكونات الدين المحلي المصري والتي تراوح متوسط عائدها ما بين يوليو ٢٠٢٠ م وحتى مايو ٢٠٢١ م ما بين ١٢,٩ % وحتى ١٣,٧ %.

وخلاصة ما سبق:

بالنظر إلى التكييف السابق نجد بأن السندات الحكومية (بأنواعها) ما هي في حقيقتها إلا عقد قرض مبرم ما بين الحكومة أو من يمثلها مالياً ذو فائدة ثابتة محددة مقدمة (أو عائد متغير بتغير الطروحات الأخرى من نفس السندات أو الأذون).

وتختلف أذون الخزانة بصدور سنداتها بقيمة أقل من القيمة الاسمية، وبنسبة خصم تقل عن القيمة الاسمية المدونة بالورقة وبمبلغ مساوٍ لنسبة سعر الفائدة السائد المحدد سابقاً.

مثال ذلك: لو اشترى شخص مجموعة من أذون الخزانة وكان مجموع الصكوك يساوي مبلغ مائة ألف جنيه مصري، وكان سعر الفائدة يساوي (١٣%) فإن مبلغ الشراء سوف يساوي ١٠٠٠٠٠ - ١٣% = ٨٧٠٠٠ في هذه الحالة مطروحاً منه ٢٠% قيمة الضريبة المستحقة، أي أن نسبة الـ ١٣% هي نفس سعر الفائدة إلا أنه محدد مسبقاً.



الفصل الثالث

الاستثمار في السندات الحكومية

في ظل الاقتصاديات المعاصرة التي تسعى فيها الحكومات إلى تعزيز مبدأ شفافية المالية العامة والحوكمة الرشيدة خاصة في إدارة الموارد الطبيعية غير المتجددة على نحو يحقق العدالة والاستمرارية، فالطبيعة الناضبة للموارد الطبيعية وحجم الربح الاقتصادي يثيران اعتبارات تتعلق بشفافية المالية العامة في كل مراحل إدارة الإيرادات الناتجة عن تلك الموارد، ومع امكانية التعرض لمخاطر الفساد في ظل احتمالات تحقيق مستويات مرتفعة من الربح، ومع ضآلة فرص استخراج موارد أخرى غير متجددة^(١) تجد الحكومات نفسها مدفوعة إلى بذل المزيد من الجهد للحصول على إيرادات أخرى، ويعد الاستثمار في السندات الحكومية مجالاً مفيداً وأمناً لكل من الحكومات والمستثمرين ويحقق جميع الأغراض السابقة.

إن الكثير من النفقات الجارية والهامة مثل الرواتب، والمعدات الجديدة للمستشفيات، وبرامج المساعدات الاجتماعية وغيرها، تتوقف جميعاً إلى حد كبير على قدرة الحكومات على تمويلها، فالحكومات - لا سيما في الاقتصادات الصاعدة والنامية - عندما تحتاج للأموال لدفع قيمة هذه البنود وغيرها من السلع والخدمات، تلجأ غالباً إلى أسواق السندات، حيث تتعامل مع المستثمرين الراغبين في شراء السندات الحكومية.^(٢)

وبناءً على ما سبق نتناول في هذا الفصل مفهوم الاستثمار في السندات الحكومية ومخاطره وعوائده في ثلاثة مباحث على النحو التالي:

- المبحث الأول: مفهوم الاستثمار في السندات الحكومية.
- المبحث الثاني: مخاطر الاستثمار في السندات الحكومية.
- المبحث الثالث: عوائد الاستثمار في السندات الحكومية.

(١) التقرير السنوي لصندوق النقد الدولي ٢٠١٩ م، ص ٣٥.

(2) IMF: Keeping it Local: A Secure and Stable Way to Access Financing, By Tobias Adrian, Thor Jonasson, Ayhan Kose, and Anderson Silva, MARCH 12, 2021.



المبحث الأول

مفهوم الاستثمار في السندات الحكومية

الاكتتاب في السندات الحكومية من قبل الأفراد والهيئات هو نوع من الاستثمارات القائمة على الدين حيث تقوم بإقراض أموال للحكومة مقابل سعر فائدة متفق عليه، وتستخدمها الحكومات لجمع الأموال التي يمكن إنفاقها على مشاريع أو بنية تحتية جديدة، ويمكن للمستثمرين استخدامها للحصول على عائد محدد ومجزى يُدفع على فترات منتظمة، مع ضمان لاسترداد قيمتها.

العوامل التي تؤثر على الاستثمار في السندات الحكومية:

على الرغم مما حققته أسواق السندات بالعملة المحلية من نمو في العديد من الاقتصادات الصاعدة والنامية خلال السنوات الأخيرة، إلا أنه ومع ذلك لا تزال هناك إمكانات كبيرة لزيادة تعميق هذه الأسواق، وفي الوقت الذي لا توجد فيه خارطة محددة بدقة لإقامة سوق للسندات بالعملة المحلية في ظل الاحتياجات المتباينة لكل بلد غير أن هناك بعض المبادئ المشتركة، التي يمكن الاعتماد عليها، فإن انشاء وتطوير أسواق سندات الدين المحلية يمثلان عملية طويلة ومتشابكة، تتطلب العديد من الإجراءات المتعددة والمتداخلة على مستوى السياسات، وفي هذا السياق، يتعين التعامل مع المزايا والمخاطر التي تكتنف الاستقرار الاقتصادي الكلي والمالي.⁽¹⁾

تشير بعض الدراسات التي أجريت على منطقة اليورو في عام ٢٠١٢م على عدة دول أوروبية بمناسبة أزمة الديون الأوروبية وانتهت إلى دور السندات الحكومية طويلة الأجل في هذه الأزمة، وأشارت إلى آثارها الممتدة على المالية العامة، والاقتصاد الكلي، بالإضافة إلى المخاطر الدولية، وظروف السيولة، ومعدلات التصنيفات الائتمانية السيادية، وخطر انتقال الأزمة بين أعضاء الاتحاد النقدي الأوروبي، بالإضافة إلى وجود تغيرات واضحة في فروق أسعار السندات، الأمر الذي دفع بالأسواق المالية إلى القيام بتسعير المخاطر وهو ما لم تكن قد فكرت به من

(1) IMF: Ibid.



قبل به من قبل.^(١)

العرض والطلب:

إن أسعار السندات الحكومية — باعتبارها أصلاً من الأصول المالية — تحكمها قواعد العرض والطلب، حيث يتم تحديد العروض من هذه السندات من قبل الحكومات، التي تصدر سندات جديدة بحسب احتياجاتها التمويلية، ويعتمد الطلب على هذه السندات في حال ما إذا كان الاستثمار فيها يبدو جذاباً، حيث يمكن أن تؤثر أسعار الفائدة تأثيراً كبيراً على الطلب على هذه السندات، فإذا كانت أسعار الفائدة أقل من سعر القسيمة على السند، فإن الطلب على هذا السند سيزداد باعتباره استثماراً أفضل، أما إذا ارتفعت أسعار الفائدة فوق سعر قسيمة السند، فإن الطلب عليه سوف ينخفض.^(٢)

القرب من تاريخ الاستحقاق:

يؤخذ في الاعتبار دائماً عند تسعير السندات الحكومية - التي تصدر حديثاً - أسعار الفائدة الحالية، مما يعني أنها سوف يتم تداولها عادةً عند قيمتها الاسمية أو بمحاذاتها، وبمجرد أن تصل السندات إلى مرحلة الاستحقاق، فإن ذلك سيكون مجرد تسديد للقرض الأصلي، مما يعني أن السندات ستتحرك مرة أخرى نحو القيمة الاسمية عند اقترابها من هذه النقطة، كما أنه يكون أيضاً مدفوعات أسعار الفائدة المتبقية قبل استحقاق السند تأثير كبير على سعره.

التصنيفات الائتمانية للسندات (Bond Credit Ratings):

هي عبارة عن تصنيفات مشابهة لدرجة ائتمان الفرد (Individual's Credit Score)، وذلك لقياس مخاطر عدم تلقي حاملي السندات للفوائد والمدفوعات المستحقة على السند أو حتى جزء منها.

وتتمثل الطريقة الرئيسية لتقييم مخاطر تخلف الحكومة عن السداد في

(1) Afonso, António, Michael Arghyrou, and Alexandros Kontonikas. "The determinants of sovereign bond yield spreads in the EMU." (2012), p,33.

(2) <https://www.ig.com/ar-ae/bonds/how-to-trade-government-bonds>



تصنيفها من وكالات التصنيف الائتماني الرئيسية الثلاث، وهي: Standard and Poor's، Moody's وFitch. ولدى مناقشة دور هذه التصنيفات الائتمانية على نطاق واسع داخل الاتحاد الأوروبي، فقد اتضح أنها تسهم في تغذية دوافع الاستثمار لدى الجمهور عن طريق البيانات التي تتيحها لهم، لذلك فقد اقترح عدد من صانعي السياسات النقدية في أوروبا تخفيض التصنيف الائتماني، ورأوا أن وكالات التصنيف هذه كانت عاملاً هاماً في بدء أزمة الديون في أوروبا وفي تصعيدها، بالإضافة إلى دورها في تقلبات عرض وطلب السندات الحكومية، وبالتالي على الأسعار العالمية لها.⁽¹⁾

ومما تجدر الإشارة إليه أن المقترضين مصدروا السندات الحكومية لديهم قدرات مختلفة عن قدرات القطاع الخاص من أجل سداد الديون المستحقة.

وبالنظر إلى حالة الخزنة الأمريكية، فإننا نجد خطر عدم قدرتها على إعادة المستحقات أو تسديد الديون منخفض جداً لديها، وهذا يعني أن التصنيف الائتماني لها مرتفع أو جيد جداً، ويرجع ذلك لأن الحكومة الأمريكية تقوم باستخدام عدد من الأدوات المالية والقانونية التي تساعدها في الحصول على الأموال وبالتالي سداد الديون المستحقة، فهي تستطيع فرض ضرائب على المواطنين، وإصدار المزيد من السندات الحكومية، وبيع بعض الأملاك مثل المباني الحكومية، بالإضافة إلى الإصدار النقدي الجديد.⁽²⁾

(1) Afonso, António, Michael Arghyrou, and Alexandros Kontonikas. "The determinants of sovereign bond yield spreads in the EMU." (2012), Op.Cit. p,23.

(2) <https://ksa.evest.com/ar>.



المبحث الثاني

مخاطر الاستثمار في السندات الحكومية

يعترض الاستثمار في السندات الحكومية بعض المخاطر التي قد تؤثر فيه بشكل سلبي مثل: المخاطر القانونية والمالية والاقتصادية، إلا أن هذه المخاطر قد تكون منخفضة إذا ما أخذ بالاعتبار استرداد الحد الأدنى للقيمة الاسمية للسند.

يُنظر إلى السندات الحكومية عادةً على أنها استثمارات منخفضة المخاطر، لأن احتمال تخلف الحكومة عن سداد قروضها أمر محدود، وبما أن الحكومة تستطيع دائماً طباعة المزيد من المال للوفاء بديونها، فإن النظرية التقليدية تقول بإمكانية الحصول دائماً على الأموال عند استحقاق قيمة السند، ولكن الأمر في الواقع ليس كما يبدو من الناحية النظرية، فقد أثبتت أزمة الديون في اليونان أن الحكومات ليست دائماً قادرة على إنتاج المزيد من رأس المال، وحتى عندما يتمكنون من ذلك فقد يتخلفون أيضاً عن سداد القروض، كما أن السند المرتفع المخاطر سيتم تداوله عادة بسعر أقل من السند ذي المخاطر الأقل، وبمعدل فائدة مماثل.

المخاطر القانونية

ينتهي الطريق الطبيعي لرحلة السندات الحكومية بسدادها مع فوائدها من قبل الحكومات، وهذا لا يثير أي مخاطر قانونية محتملة.

تكمُن تلك المخاطر عندما تجد الحكومات نفسها مضطرة لاستخدام تلك الأدوات القانونية والتي يترتب عليها تأخير سداد الدين أو فوائده أو التوقف عن السداد.

إن تجديد الدين إما بالثبوت أو التبدل بسعر التكافؤ أو ما هو دونه يمثل كل منهم وسيلة للتأخير في السداد، بالإضافة إلى القروض المؤبدة بطبيعتها التي لم يتم تحديد موعد لسدادها منذ بداية الاكتتاب فيها.

كما يعد توقف الدولة عن السداد أو الامتناع عنه نهائياً خاصة في ظل وجود



اضطرابات مالية هو بمثابة انكار للدين العام.^(١)

مخاطر أسعار الفائدة

تظهر مخاطر أسعار الفائدة في احتمالية أن تؤدي الأسعار المرتفعة منها إلى انخفاض في قيمة السند، ويرجع ذلك إلى تأثير تلك الارتفاعات على تكلفة الفرصة في امتلاك سند عندما يمكن الحصول على عائد أفضل في مكان آخر.

مخاطر التضخم

يمكن أن يؤدي التضخم المرتفع إلى انخفاض في قيمة السند، خاصة إذا كان بنسبة أعلى من سعر قسيمة السند، الأمر الذي ترتفع معه مخاطرة الاستثمار في السندات الى درجة خسارة فادحة في رأس المال، ويمكن للسندات المرتبطة بالموشرات المالية أن تساعد في تخفيف هذه المخاطر.

ويرى البعض^(٢): أنه يصعب اعتبار أذون الخزانة وسيلة غير تضخمية، وذلك لأنها تمثل تعاملًا في السوق النقدي، وهي اقتراض لأقل من سنة، فتدخل بذلك في مكونات السيولة المحلية، وبالتالي فإن عرض النقود بمعناه الواسع قد زاد، وبالتالي تؤدي إلى التضخم، فإذا أرادت الحكومة أن تمول عجز الموازنة بوسائل غير تضخمية من خلال الاقتراض المحلي فإنه يجب استبدال الأذون قصيرة الأجل بسندات حكومية تزيد مدتها على سنة أي الانتقال من الاقتراض من السوق النقدي إلى الاقتراض من السوق المالي.

قد ينقضي الدين عملياً بدون رد القيمة الفعلية في حالة التضخم الرهيب الذي يؤدي الى انهيار في قيمة العملة بحيث تمثل المبالغ التي تؤديها الحكومة إلى المقرضين نسبة غاية في الضآلة من قيمة ما اكتتبوا فيه، كما حدث في ألمانيا^(٣) بعد الحرب العالمية الأولى، ففي الرابع من أغسطس ١٩١٤م دخلت عملة Papiermark حيز التنفيذ في ألمانيا مع التخلي عن ربطه بالذهب الأمر الذي أدى ارتفاع معدل

(١) الوسيط في المالية العامة، د عبد الباسط وفا، مرجع سابق، ص ١٣٠-١٣٣.

(٢) د/ رمزي زكي: انفجار العجز، مرجع سابق ص ١٦٧.

(٣) المرجع السابق: ص ١٣٥.



التضخم حتى وصل أعلى مستوياته في أكتوبر ١٩٢٣م لدرجة أن عملة Papiermark أصبحت تساوي صفرًا وتم استبداله بعملة مؤقتة وهي Rentenmark ثم استبدالها بعد ذلك بعملة Reichsmark التي أصبحت مستقرة نسبيًا حتى عام ١٩٢٩م وجعلت ألمانيا سعر استبداله بالعملة القديمة واحد لكل ألف مليار مارك، الأمر الذي أدى الى سداد المانيا لكل ديونها مع عدم ضمان تقلبات النقود بأقل من وحدة واحدة فقط من عملة Reichsmark.^(١)

مخاطر سعر الصرف

الاقتراض بالعملات الأجنبية في أسواق السندات الدولية يمكن أن يعرض الكثير من الدول لمخاطر تحركات سعر الصرف المتقلبة، ويظهر ذلك بوضوح أكبر في حال تم الاكتتاب في السندات بعملة أخرى دولار أو غيره، فقد تتعرض لنفس المخاطر عندما تتردد قيمة الدولار، فتتخفف مدفوعات الفائدة بالعملات الأخرى، وبالتالي يمكن أن تؤدي مخاطر العملة إلى انخفاض العائدات، ولتجنب المخاطر الناجمة عن تقلبات العملة، فقد اتجهت العديد من الدول في السنوات الأخيرة لاستثمار مبالغ طائلة لإقامة أسواق سندات حكومية بالعملة المحلية.^(٢)

يمكن أن تسهم أسواق السندات المحلية في التخفيف من حدة المخاطر السابقة:

إن هذه الأسواق بإمكانها أن تحقق منافع واسعة النطاق، فمن الممكن أن تشكل الأساس لنظام مالي قوي لدعم النمو واستخدام المدخرات وتخصيصها بالشكل المثمر، وبإمكانها كذلك المساعدة في تمويل عجز الموازنة العامة على نحو لا يولد ضغوطًا تضخمية، كما يمكنها أن تساعد في تخفيض الضرائب في الظروف الاقتصادية العصبية ودعم استخدام غير ذلك من تدابير سياسة المالية العامة المضادة للاتجاهات الدورية، ومن شأن سوق السندات بالعملة المحلية أن تعزز أيضًا

(١) الوسيط في المالية العامة، د عبد الباسط وفا، مرجع سابق، ص ١٣٥، وانظر أيضًا:

Milward, Alan S. "The Reichsmark bloc and the international economy." Aspects of the Third Reich. Palgrave, London, 1985. 331-359.

(2) IMF: Keeping it Local: A Secure and Stable Way to Access Financing, By Tobias Adrian, Op.Cit.



من صلابة الاقتصاد في مواجهة التحركات المفاجئة في تدفقات رأس المال الأجنبي. تسهم أسواق السندات بالعملة المحلية وبالإضافة إلى ما سبق، في دعم السياسة النقدية الفعالة، وهي تشكل مصدرًا مهمًا للمعلومات في هذا المجال لصانعي السياسات، فهي تشكل حجر الأساس في تطوير الأسواق المالية المحلية عن طريق توفير أسعار فائدة معيارية خالية من المخاطر، ولدى تطوير هذه الأسواق فإنها تصبح مصدر تمويل أكثر استقرارًا وأقل خطورةً، وهو عامل مهم لبقاء الديون في حدود يمكن الاستمرار في تحملها بشكل أكبر، بالإضافة الى فاعليتها في التخفيف من المخاطر الناجمة عن تقلبات العملة كما سبق.^(١)

(1) IMF: Ibid.



المبحث الثالث

عوائد الاستثمار في السندات الحكومية

الجدارة الائتمانية والمقدرة الاقتصادية للدولة:

ترتبط كل من الجدارة الائتمانية والمقدرة الاقتصادية للدولة بعوائد الاستثمار والتي تدفع المستثمرون بالإقدام على الاستثمار في هذه السندات، وقد وجدنا وتطبيقاً لذلك فيما تتمتع به أذون الخزانة الأمريكية، حتى أنها تدفع حتى الحكومات الأجنبية إلى الاستثمار فيها، وفي حال اختلال هذه العناصر أو بعضها تقدم العديد من الدول إلى اللجوء إلى القروض الاجبارية من الجهاز المصرفي أو الهيئات ذات الفائض أو القروض السورية كالاقتراض من البنك المركزي.

إن سلة الحوافز المرتبطة بالاستثمار في السندات الحكومية مثل سعر الفائدة المحدد وبعض المزايا الأخرى كالإعفاء من الضرائب، تمثل جميعاً عنصراً مساعداً لضمان الاستمرارية لهذه الأدوات التمويلية.

سعر الفائدة:

يظل سعر الفائدة دائماً أقوى وأهم الحوافز الاستثمارية لحاملي السندات الحكومية، فلتلزم الدول بدفع فائدة معينة مثل نسبة مئوية من أصل القرض لحاملي سندات، وتراعى الدولة عند تحديد سعر الفائدة عن القرض (سعر الفائدة السائد في السوق)، فالقرض صورة من صور توظيف الأموال، وصاحب رأس المال يبحث دائماً عن أفضل وجوه استثمار لماله.

يجب على الدولة أن تبحث حالة السوق المالية وتحدد سعر الفائدة على هذا الأساس حتى لا تجعل المقترضون يترددون في شراء سندات القرض العام، وبالتالي يجب على الدولة أن تقدم لهم مزايا أخرى تعوضهم عن الفرق بين أسعار سندات وأسعار السندات الخاصة.



سعر الفائدة الإسمي والحقيقي:

تجدر الإشارة إلى التفرقة المهمة بين سعر الفائدة الاسمي والحقيقي، فسعر الفائدة الاسمي هو ذلك السعر المبين في سندات القرض، أي أن الفائدة منسوبة إلى مبلغ القرض المعترف به من الدولة والذي تتعهد برده، أما سعر الفائدة الحقيقي فيختلف بحسب ما إذا كان إصدار القرض قد تم بسعر التعادل أو بأقل من سعر التعادل، فإذا صدر القرض بسعر التعادل فإن سعر الفائدة الإسمي في هذه الحالة يكون مساوياً بسعر الفائدة الحقيقي، أما إذا كان الإصدار عند سعر أقل من سعر التعادل فإن سعر الفائدة الأسمى يكون أقل من سعر الفائدة الحقيقي.^(١)

سعر الإصدار: وهو الذي يمثل القيمة التي تصدر بها سندات القرض، فقد يكون اصدار السندات بسعر التعادل، أو بسعر أقل من سعر التعادل، أو يكون الإصدار بجائزة سداد.

ويقصد بسعر التعادل: السعر الرسمي الذي يصدر به السند وتتعهد الدولة برده عند سداد القرض، فإذا كانت القيمة الاسمية المبينة على السند هي مبلغ (٥٠٠) جنيه وباعته الدولة بهذا السعر، ففي هذه الحالة يكون البيع بسعر التكافؤ، والأصل أن تباع الدولة سندات القرض بهذا السعر الاسمي.

السندات التي تصدر بسعر اقل من سعر التعادل: وهي التي تصدرها الدولة تشجيعاً على الاكتتاب في سندات القرض، أي تباعها بأقل من السعر الاسمي المبين عليها، فإذا كان السعر الاسمي للسند (٥٠٠) جنيه وباعته الدولة بـ (٤٥٠) جنيه فقط، وفي نفس الوقت تستطيع أن تخفض من سعر الفائدة، ولكن يؤخذ على هذا الأسلوب أنه وإن كان هذا يؤدي إلى تخفيف عبء الفوائد، إلا أنه يلقي بعبء أكبر على ميزانية الدولة عند رد قيمة السندات.

(١) المالية العامة / الإيرادات العامة، د / رانيا محمود عمارة - مركز الدراسات العربية للنشر والتوزيع - الطبعة الأولى ١٤٣٦ هـ - ٢٠١٥ م، ص ٦٤ - ٦٦.



السندات التي تصدر بجائزة السداد: وفي هذه الحالة يصدر القرض بسعر التعادل مع تعهد الدولة بأن تقوم عند السداد بدفع قيمة تزيد عن القيمة الميينة في سند القرض، فعلى سبيل المثال تتعهد الدولة بأن تدفع عند السداد مبلغ (١١٠) جنيه لصاحب السند الذي تكون قيمته الاسمية (١٠٠) جنيه، ويترتب على ذلك أن المكتتب يدفع (١٠٠) جنيه عند شراء السند، ولكنه يسترد عند السداد مبلغاً أكبر من ذلك وهو (١١٠) جنيه.^(١)

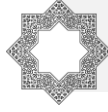
وتصدر أذون الخزانة في مصر بقيمة ٢٥٠٠٠ جنيه مصري ومضاعفاتها، وبنسبة خصم تقل عن القيمة الاسمية المدونة بالورقة وبمبلغ مساوٍ لنسبة سعر الفائدة السائد والذي يصل تقريباً إلى ١٣ %.

تترقب الأسواق العالمية بشكل مستمر تلك التغيرات في أسعار الفائدة بالسندات الأمريكية خاصة طويلة الأجل منها، خشية من أن تؤدي زيادة هذه الأسعار بصورة مفاجئة ومستمرة إلى تشديد الأوضاع المالية، مما قد يضر بأفاق النمو، ومنذ أغسطس عام ٢٠٢٠ م قد ارتفع العائد على سندات الخزانة لأجل ١٠ سنوات بمقدار ١٢٥ نقطة مئوية ليصل إلى ١٧٥% في مطلع إبريل ٢٠٢١، مقترباً من جديد من مستواه السابق على جائزة كورونا في مطلع عام ٢٠٢٠ م.

إن تصاعد أسعار الفائدة في الولايات المتحدة كان مدفوعاً في جانب منه بتحسّن آفاق نشر لقاح كورونا وازدياد قوة النمو والتضخم، وقد ارتفع كل من أسعار الفائدة الاسمية والحقيقية، وإن كانت العائدات الاسمية ارتفعت بدرجة أكبر، مما يشير إلى أن التضخم المستدل عليه من توقعات السوق - وهو فرق العائد على سندات الخزانة الاسمية والمرتبطة بمؤشر التضخم - يواصل التعافي، وكان الحفاظ على قدر متواضع من التضخم هدفاً مقصوداً للسياسة النقدية التيسيرية.

وبينما حدث بعض الارتفاع في عائدات السندات الحكومية أيضاً في بعض البلدان الأوروبية وغيرها، وإن كان ارتفاعاً أقل من مثيله في الولايات المتحدة الأمريكية، فإن مصدر القلق الأكبر يأتي من الأسواق الصاعدة، حيث قد يحدث

(١) نفس الموضوع السابق.



تحول سريع في إقدام المستثمرين على المخاطرة، وإذ يواجه كثير من هذه البلدان احتياجات كبيرة للتمويل الخارجي، فإن تشديد الأوضاع المالية العالمية بشكل حاد ومفاجئ من شأنه تهديد تعافيتها بعد انتهاء الجائحة.^(١)

(1) IMF: An Asynchronous and Divergent Recovery May Put Financial Stability at Risk, By Tobias Adrian, APRIL 6, 2021.



الفصل الرابع

حكم الفقه الإسلامي في الاستثمار في السندات الحكومية

تثار هنا القاعدة التقليدية وهي " أن الحكم على الشيء فرع عن تصوره " فالحكم الفقهي مرتبط بالتكييف القانوني والاقتصادي للسندات الحكومية، بالإضافة إلى النظرة الفقهية المستقلة للسندات الحكومية المبنية على استقراء واقع التعاملات المالية والاقتصادية، ومدى أهمية الاستثمار في السندات الحكومية لكل من الحكومات والأفراد، ولقد استقر تكييف السندات الحكومية — كما سبق — على أنها عقد قرض بفائدة محددة مبرم ما بين الحكومة أو من يمثلها مالياً ذو فائدة ثابتة محددة مقدمة (أو عائد متغير بتغير الظروف الأخرى من نفس السندات أو الأذون)، وتعمل الحكومات على تشجيع الاستثمار فيها عن طريق طرحها للاكتتاب للمستثمرين الذين يعتقدون بأنها توفر لهم عوائد دورية ثابتة ومضمونة بعيداً عن تقلبات السوق.

وتتعدد الآراء الفقهية حول الاستثمار في السندات الحكومية بين رافض لها شرعاً، ومجوز لها باعتبارها ضرورة تمليها تطورات واحتياجات الحياة المعاصرة خاصة في ظل تقلبات الأسواق وقصور البعض أو عجزهم عن استثمارات مضمونة لمدخراتهم.

وبناءً على ما سبق فنتناول حكم الفقه الإسلامي في الاستثمار في السندات الحكومية وفقاً للآراء السابقة في خمسة مباحث على النحو التالي:

المبحث الأول: الاستثمار في السندات قرض بفائدة.

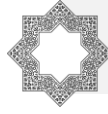
المبحث الثاني: الاستثمار في السندات ونظرية الضرورة.

المبحث الثالث: الاستثمار في السندات وقاعدة الحاجة تنزل منزلة الضرورة.

المبحث الرابع: الموازنة والترجيح بين الآراء السابقة.

المبحث الخامس: التحليل الاقتصادي المعاصر لسعر الفائدة كحافز للاستثمار

من منظور الفقه الإسلامي.



المبحث الأول

الاستثمار في السندات قرض بفائدة

يذهب هذا الرأي^(١) إلى أن السندات الحكومية ما هي في حقيقتها إلا عقد قرض بفائدة مبرم بين الدولة والأفراد أو الجهات، يتم عن طريق الاكتتاب في الأسواق المالية المحلية أو الدولية لفترة زمنية محددة، قد تكون قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل.

فالسند عقد يلتزم المصدر بموجبه أن يدفع لحامله القيمة الاسمية عند الاستحقاق، مع دفع فائدة متفق عليها منسوبة إلى القيمة الاسمية للسند، أو ترتيب نفع مشروط سواء أكان جوائز توزع بالقرعة أم مبلغاً مقطوعاً أم حسماً.^(٢)

ولا يجوز شرعاً بيع الدين المؤجل من غير المدين بنقد معجل من جنسه أو من غير جنسه، لإفضائه إلى الربا، كما لا يجوز بيعه بنقد مؤجل من جنسه أو غير جنسه، لأنه من بيع الكالئ بالكالئ، المنهي عنه شرعاً، ولا فرق في ذلك بين كون الدين ناشئاً عن قرض أو بيع آجل.^(٣)

وهو بذلك يدخل في الربا المحرم شرعاً والثابت بالأدلة من الكتاب والسنة والاجماع:

قال تعالى: "يا أيها الذين آمنوا اتقوا الله وذروا ما بقي من الربا إن كنتم مؤمنين فإن لم تفعلوا فأذنوا بحرب من الله ورسوله وإن تبتم فلكم رؤوس أموالكم لا تظلمون ولا تظلمون".^(٤)

قال ابن المنذر: "أجمعوا على أن المسلف إذا شرط على المستسلف زيادة أو

(١) فتوى مجمع الفقه الإسلامي في دورة مؤتمره السادسة بجدة - السعودية - من ١٧ - ٢٣ شعبان ١٤١٠ هـ الموافق ١٤ - ٢٠ مارس ١٩٩٠ م، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، تصدر عن منظمة المؤتمر الإسلامي بجدة، ج/٦، ص ٩٣، وهو مذهب جمهور الفقهاء.

(٢) نفس المصدر السابق.

(٣) قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم (١٠١) / ٤ / ١١ منشور في مجلة مجمع الفقه الإسلامي، تصدر عن منظمة المؤتمر الإسلامي بجدة، العدد (١١) ج/٢، ص ٥٣.

(٤) سورة البقرة: (٢٧٨ - ٢٧٩).



هدية فأسلف على ذلك أن أخذ الزيادة على ذلك ربا"، وقد روي عن أبي بن كعب وابن عباس وابن مسعود أنهم نهوا عن قرض جر منفعة ولأنه عقد إرفاق وقربة فإذا شرط فيه الزيادة أخرجه عن موضوعه ولا فرق بين الزيادة في القدر أو في الصفة مثل أن يقرض مكسرة فيعطيه صحاحاً أو نقداً ليعطيه خيراً منه فإن شرط أن يعطيه إياه في بلد آخر لم يجز إن كان لحمله مؤنة لأنه زيادة وإن لم يكن لحمله مؤنة فقد روي عن أحمد أنه لا يجوز أيضاً.^(١)

وقال الرازي في معنى ربا الجاهلية: وذلك أنهم كانوا يدفعون المال على أن يأخذوا كل شهر قدرًا معينًا ويكون رأس المال باقياً ثم إذا حل الدين طالبوا المدين برأس المال فإن تعذر عليه الأداء زادوا في الحق والأجل فهذا هو الربا الذي كانوا يتعاملون به.^(٢)

وقال الجصاص: إنه معلوم أن ربا الجاهلية كان قرضاً مؤجلاً بزيادة مشروطة فكانت الزيادة بدلاً من الجمل فأبطله الله تعالى.^(٣)

وذلك أيضاً: " لأن كل قرض شرط فيه زيادة فهو حرام إجماعاً، لأنه عقد إرفاق وقربة، فإذا شرط فيه الزيادة أخرجه عن موضوعه، ولا فرق بين الزيادة في القدر أو الصفة"^(٤)، وعلى ذلك فالمنهي عنه هو ما كان مشروطاً في عقد

(١) كتاب الشرح الكبير على متن المقنع لشمس الدين عبد الرحمن بن قدامة المقدسي، طبعة دار المنار ١٤٣٨ هـ، ج ١ / ص ١٥٨، وانظر أيضاً: تهذيب سنن أبي داود وإيضاح علله ومشكلاته أبو عبد الله محمد بن أبي بكر بن أيوب ابن قيم الجوزية تحقيق: علي بن محمد العمران، نشر: دار عطاءات العلم (الرياض) الطبعة: الثانية، ١٤٤٠ هـ - ٢٠١٩ م. - ج ٢/ ص ٥٢٠.

(٢) تفسير الرازي مفاتيح الغيب: أبو عبد الله محمد بن عمر بن الحسن بن الحسين التيمي الرازي الملقب بفخر الدين الرازي، دار إحياء التراث العربي - بيروت الطبعة: الثالثة - ١٤٢٠ هـ، ج ٤ / ص ٧٢.

(٣) أحكام القرآن أحمد بن علي أبو بكر الرازي الجصاص الحنفي المحقق: محمد صادق القمحاوي - عضو لجنة مراجعة المصاحف بالأزهر الشريف، الناشر: دار إحياء التراث العربي - بيروت طبعة ١٤٠٥ هـ، ج ١ / ص ٤٦٥.

(٤) المبدع في شرح المقنع، إبراهيم بن محمد بن عبد الله بن محمد ابن مفلح، أبو إسحاق برهان الدين، دار الكتب العلمية، بيروت - لبنان الطبعة: الأولى، ١٤١٨ هـ - ١٩٩٧ م ج ٤/ص ٢٠٩.



القرض.^(١)

وقد أفتى مجمع الفقه الإسلامي بشأن الاستثمار في السندات بما يلي:^(٢)

أولاً: إن السندات التي تمثل التزاماً بدفع مبلغاً مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروط محرمة شرعاً من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول، لأنها قروض ربوية سواء أكانت الجهة المصدرة لها خاصة أو عامة ترتبط بالدولة، ولا أثر لتسميتها شهادات أو صكوكاً استثمارية أو ادخارية أو تسمية الفائدة الربوية الملتزم بها ربحاً أو ريعاً أو عمولة أو عائداً.

ثانياً: تحرم أيضاً السندات ذات الكوبون الصفري باعتبارها قروضاً يجري بيعها بأقل من قيمتها الاسمية، ويستفيد أصحابها من الفروق باعتبارها حسماً لهذه السندات.

ثالثاً كما تحرم أيضاً السندات ذات الجوائز باعتبارها قروضاً أُشترط فيها نفع أو زيادة بالنسبة لمجموع المقرضين، أو لبعضهم لا على التعيين، فضلاً عن شبهة القمار.

رابعاً: من البدائل للسندات المحرمة -إصداراً أو شراءً أو تداولاً- السندات أو الصكوك القائمة على أساس المضاربة لمشروع أو نشاط استثماري معين، بحيث لا يكون للمالكها فائدة أو نفع مقطوع، وإنما تكون لهم نسبة من ربح هذا المشروع بقدر ما يملكون من هذه السندات أو الصكوك ولا ينالون هذا الربح إلا إذا تحقق فعلاً. ويمكن الاستفادة في هذا من الصيغة التي تم اعتمادها بالقرار رقم ٣٠ (٤/٥) لهذا المجمع بشأن سندات المقارضة، والله أعلم.

وقد أصدر مجمع الفقه الإسلامي أيضاً العديد من القرارات بهذا الشأن منها ما يلي:

أولاً: أن كل زيادة أو فائدة على الدين الذي حل أجله وعجز عن الوفاء به مقابل

(١) شرح النووي على صحيح مسلم: لأبي زكريا يحيى بن شرف النووي - دار إحياء التراث العربي - الطبعة الثانية - بيروت ١٣٩٣ هـ. ج ١١/ص ٣٧.

(٢) مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مرجع سابق، ج ٨ / ص ١٨٨.



تأجيله، وكذلك الزيادة (أو الفائدة) على القرض منذ بداية العقد: هاتان الصورتان ربا محرم شرعاً.^(١)

ثانياً: أن البديل الذي يضمن السيولة والمساعدة على النشاط الاقتصادي حسب الصورة التي يرتضيها الإسلام - هو التعامل وفقاً للأحكام الشرعية.^(٢)

ثالثاً: إن التوريق التقليدي هو تحويل الديون إلى أوراق مالية (سندات) متساوية القيمة قابلة للتداول، وهذه السندات تمثل ديناً بفائدة لحاملها في ذمة مصدرها ولا يجوز إصدار هذه السندات ولا تداولها شرعاً، أما التصكيك (التوريق الإسلامي) فهو إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون) قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه^(٣)

(١) وذلك في دورة مؤتمره الثاني بجدة من ١٠ - ١٦ ربيع الثاني ١٤٠٦هـ الموافق ٢٢ - ٢٨

ديسمبر ١٩٨٥م، انظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي - الدورة الثانية - المجلد الثاني ص ٨٣٧.

(٢) نفس الموضوع السابق.

(٣) القرار رقم ١٧٨ (١٩/٤) الصادر عن مجلس مجمع الفقه الإسلامي بدورته التاسعة عشر، في

إمارة الشارقة بالإمارات العربية المتحدة في الفترة: (٢٦ - ٣٠) أبريل ٢٠٠٩ م.



المبحث الثاني

الاستثمار في السندات ونظرية الضرورة

يذهب أصحاب هذا الرأي من بعض الفقهاء المعاصرين: إلى التوسع في نظرية الضرورة استناداً إلى قاعدة: "الضرورات تبيح المحظورات"، وبالتالي فهم يرون اباحة الاستثمار في السندات الحكومية والحصول على سعر الفائدة العائد منها على خلاف الأصل للاعتبارات الآتية:

- ١- الاستثمار في السندات الحكومية ضرورة ملجئة لحفظ المال أباحت محظوراً وهو الربا.
 - ٢- إن مجالات القرض الحسن محدودةٌ للغاية لا تكاد تتخطى القطاع الشخصي والعائلي، دون القطاع الحكومي.
 - ٣- أنه قد انقطعت سبل الاستثمار المضمون في القطاع الخاص، وبصفة خاصة لمن لا تتوافر لديهم الخبرة الكافية في هذا الشأن.
 - ٤- السندات الحكومية أداة من أدوات السياسة النقدية للدولة، فهي تستخدمها لتمويل عجز الموازنة، وخفض نسب التضخم المرتفعة، والحفاظ على قيمة العملة.
- بناءً على ما سبق: فلم يتبق أمام الدولة إلا استخدام تلك الأدوات القائمة على الديون، فالضرورة قائمة في حق الدولة لإصدار السندات الحكومية، ويذهب البعض إلى قيام حالة الضرورة في حق الدولة والمستثمرين، بينما يذهب البعض إلى قيام حالة الضرورة في حق الدولة فقط دون الأفراد.
- وفي جميع الحالات يجب العودة إلى حكم الأصل بالتحريم متى زالت حالة الضرورة.

ونتناول فيما يلي التعريف بهذه القاعدة، وأدلة اثباتها، ومدى انطباقها على حالة الاستثمار في السندات الحكومية، والرد على الحجج المذكورة.



التعريف بقاعدة الضرورات تبيح المحظورات:

وتعني هذه القاعدة: أن الممنوع شرعاً يُباح عند الضرورة وهي شدة الجوع، بحيث إذا لم يتناول الممنوع هلك الشخص، ففي هذه الحالة يباح له الأكل من الميتة بقدر ما يسد الرمق، لأن الضرورة تقدر بقدرها، والضرورات جمع ضرورة وهي مأخوذة من الاضطرار أي: الحاجة الشديدة، والمحظورات جمع محظور وهو الحرام المنهي عنه.^(١)

وقيد بعض الشافعية القاعدة المذكورة بأن لا تنقص الضرورة عن المحظورات، فإذا نقصت فإنه لا يباح له المحظور، والقواعد العامة لا تأبى ذلك، فقد ذكروا أنه إذا دار الأمر بين السنة والبدعة فتركه أولى، وإذا دار بين الواجب والبدعة ففعله أولى.^(٢)

وفي ذلك يقول الإمام الشافعي رَضِيَ اللهُ عَنْهُ: " والمضطر: الرجل يكون بالموضع لا طعام معه فيه ولا شيء يسد فورة جوعه من لبن وما أشبهه ويبلغه الجوع ما يخاف منه الموت أو المرض، وإن لم يخف الموت أو يضعفه أو يعتل أو يكون ماشياً فيضعف عن بلوغ حيث يريد، أو راكباً فيضعف عن ركوب دابته، أو ما في هذا المعنى من الضرر البين، فأى هذا ناله فله أن يأكل من المحرم، وكذلك يشرب من المسكر مثل الماء تقع فيه الميتة وما أشبهه، وأحب أن يكون آكله إن أكل وشاربه إن شرب أو جمعهما فعلى ما يقطع عنه الخوف ويبلغ به بعض القوة، ولا يبين أن يحرم عليه أن يشبع ويروى، وإن أجزاءه دونه لأن التحريم قد زال عنه بالضرورة وإذا بلغ الشبع والري فليس له مجاوزته لأن مجاوزته حينئذ إلى الضرر أقرب منها إلى النفع".^(٣)

وفي ذلك يقول السيوطي أيضاً: " الضرورات تبيح المحظورات بشرط عدم

(١) القواعد الفقهية: د/ عبد العزيز محمد عزام، دار الحديث - القاهرة - طبعة - ١٤٢٦هـ / ٢٠٠٥م، ص١٤٧، وانظر أيضاً في هذه القاعدة: شرح القواعد الفقهية: أحمد بن الشيخ محمد الزرقا بتحقيق: مصطفى أحمد الزرقا تنسيق ومراجعة د عبد الستار أبو غدة الطبعة: الثانية، ١٤٠٩ هـ - ١٩٨٩ م الناشر: دار القلم، دمشق - سوريا، ص ١٨٥.

(٢) نفس الموضوع السابق.

(٣) انظر: أحكام القرآن للشافعي: محمد بن إدريس الشافعي أبو عبد الله - تحقيق: عبد الغني عبد الخالق، دار الكتب العلمية - بيروت - ١٤٠٠هـ ج٢/ص٩١ - ٩٢.



نقصانها عنها، ومن ثم جاز أكل الميتة عند المخمصة، وإساعة اللقمة بالخمير، والتلفظ بكلمة الكفر للإكراه، وكذا إتلاف المال، وأخذ مال الممتنع من أداء الدين بغير إذنه، ودفع الصائل ولو أدى إلى قتله، ولو عم الحرام قُطراً بحيث لا يوجد فيه حلال إلا نادراً فإنه يجوز استعمال ما يحتاج إليه، ولا يقتصر على الضرورة، قال الإمام: ولا يرتقى إلى التبسط وأكل الملاذ بل يقتصر على قدر الحاجة، قال ابن عبد السلام: وفرض المسألة أن يتوقع معرفة صاحب المال في المستقبل، فأما عند اليأس فالمال حينئذ للمصالح، لأن من جملة أموال بيت المال ما جهل مالكه، ويجوز إتلاف شجر الكفار وبنائهم لحاجة القتال والظفر بهم، وكذا الحيوان الذي يقاتلون عليه، ونبش الميت بعد دفنه للضرورة بأن دفن بلا غسل أو لغير القبلة أو في أرض أو ثوب مغصوب، وغصب الخيط لخياطة جرح حيوان محترم، وقولنا بشرط عدم نقصانها عنها ليخرج ما لو كان الميت نيباً، فإنه لا يحل أكله للمضطر لأن حرمة أعظم في نظر الشرع من مهجة المضطر، وما لو أكره على القتل أو الزنا فلا يباح واحد منهما بالإكراه لما فيهما من المفسدة التي تقابل حفظ مهجة المكروه أو تزيد عليها، وما لو دفن بلا تكفين فلا ينبش فإن مفسدة هتك حرمة أشد من عدم تكفينه الذي قام الستر بالتراب مقامه".^(١)

الأدلة على الاعتبار الشرعي لنظرية الضرورة:

قوله تعالى: "وَقَدْ فَصَّلَ لَكُمْ مَا حَرَّمَ عَلَيْكُمْ إِلَّا مَا اضْطُرِرْتُمْ إِلَيْهِ"^(٢).

وجه الدلالة من الآية الكريمة السابقة: أنها دللت على أن الأصل في الأشياء الإباحة، وأنه إذا لم يرد من الشرع ما يدل على تحريم شيء، فإنه باق على الإباحة الأصلية، فما سكت عنه فهو حلال، لأن الحرام قد فصله الله وبينه بمنطوق الآية السابقة، وعلى ذلك فما لم يفصله الله فليس بحرام، ومع ذلك فإن الحرام الذي قد فصله الله ووضحه قد أباحه الله عند الضرورة والمخمصة.^(٣)

(١) الأشباه والأنظار للسيوطي: عبد الرحمن بن أبي بكر السيوطي - الطبعة الأولى - دار الكتب

العلمية - بيروت - ١٤٠٣هـ، ص ٨٤.

(٢) سورة الأنعام آية رقم (١١٩).

(٣) القواعد الفقهية، د. عبد العزيز عزام - مرجع سابق - ص ١٤٧



قوله تعالى: "فَمَنْ اضْطُرَّ فِي مَخْمَصَةٍ غَيْرَ مُتَجَانِفٍ لِإِثْمٍ فَإِنَّ اللَّهَ غَفُورٌ رَحِيمٌ"^(١).

قوله تعالى: "فَمَنْ اضْطُرَّ غَيْرَ بَاغٍ وَلَا عَادٍ فَلَا إِثْمَ عَلَيْهِ إِنَّ اللَّهَ غَفُورٌ رَحِيمٌ"^(٢).

ويستفاد من الآيات السابقة:

تفصيل ما حرمه الله سبحانه وتعالى لمفسدته واستثناء حالة الضرورة، وأن الضرورة لا يجب أن يُصار إليها اختياراً وإلا كان ميلاً إلى الاثم والظلم والعدوان والوقوع في المحرم، ويجب ألا يترتب على حالة الضرورة حال حدوثها ظلم أو عدوان على أحد من مال أو نفس أو عرض.

مدى انطباق قاعدة الضرورات تبيح المحظورات على الاستثمار في السندات الحكومية:

بالنظر إلى الأدلة السابقة والقاعدة الفقهية يمكننا القول:

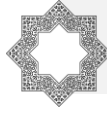
حيث إن الضروريات في الشريعة الإسلامية خمس وهي: حفظ الدين، وحفظ النفس، وحفظ العرض، وحفظ العقل، وحفظ المال.

فإذا كانت ثمة ضرورة شديدة وملحة للاستثمار في هذه السندات بحيث يحكم الاقتصاديون وعلماء الشريعة الإسلامية بتعين هذا النوع من الاستثمارات بالنسبة للدولة أو الأفراد أو هما معاً، وأنه لا يوجد غيرها لكل منهما، وأن عدم الاستثمار أو الامتناع عن الاستثمار في هذه السندات أمراً يهدد الدين أو النفس أو العرض أو العقل أو المال بحيث يعرضهم جميعاً أو واحدة منهم أو بعضهم للهلاك المحقق.

ففي هذه الحالة يجوز الالتجاء إليها على سبيل الضرورة التي يجب أن تنضبط بضوابطها:

(١) سورة المائدة آية رقم (٣).

(٢) سورة البقرة آية رقم (١٧٣).



وهي أن تقدر بقدرها، ووجوب العودة إلى حكم الأصل فور زوال حالة الضرورة، مع تحري البدائل الأخرى المباحة في نفس الوقت.

الرد على حجج الرأي القائل بالجواز للضرورة:

١- بخصوص أن الاستثمار في السندات الحكومية ضرورة ملجئة لحفظ المال أباحت محظوراً وهو الربا، حيث يمكن الرد على ذلك بأن الضرورة الملجئة هي تلك التي تُعرض أمراً كلياً من الكليات الخمس للخطر وهي: الدين أو النفس أو العرض أو العقل أو المال، مجتمعين أو منفردين، والاستثمار في السندات الحكومية مما قد لا يتوافر معه ذلك الأمر إلا بتحقق وتقصي.

٢- وفيما يتعلق بكون مجالات القرض الحسن محدودة للغاية لا تكاد تتخطى القطاع الشخصي والعائلي دون القطاع الحكومي، فيمكن القيام ببدائل أخرى للتمويل غير الاقراض حيث إن هذا الأخير لا يجب أن يصار إليه أساساً إلا في أضيق الحدود، فالإنتاج بديل ممتاز قادر على حل جميع المشكلات المالية والاقتصادية على المدى القريب والبعيد.

٣- أما القول بانقطاع سبل الاستثمار المضمون في القطاع الخاص، فالقول بذلك غير دقيق أصلاً من الناحيتين: الاقتصادية والقانونية، أما الاقتصادية فالمخاطر التجارية قد تهدد الضمان الذي يجب أن يتوافر لكل أنواع الاستثمار، سواء أكان في السندات أو غيرها حيث لا يخلو أي استثمار من مخاطر تجارية، وأما من الناحية القانونية فهي أمر بديهي يجب أن تنضبط به كافة المعاملات والاستثمارات.

٤- كون السندات الحكومية أداة من أدوات السياسة النقدية للدولة فهي تستخدمها لتمويل عجز الموازنة، وخفض نسب التضخم المرتفعة، والحفاظ على قيمة العملة، فيمكن الرد على ذلك، بأن السندات هي مجرد أداة واحدة فقط من مجموع أدوات السياسة المالية، وليست هي كل الأدوات، حيث توجد العديد من الأدوات المالية والاقتصادية الأخرى للتمويل وتحقيق الاستقرار الاقتصادي كالإنفاق والإيرادات العامة والإنتاج.

٥- إن القول بقيام حالة الضرورة في حق الدولة فقط دون الأفراد — على الرغم



من وجاهته — إلا أنه لا يمكن القول به على إطلاقه، بل يجب أن يكون مقيداً فقط في حال تمويل السندات الحكومية عن طريق القطاع العام بالإصدار النقدي الجديد، أو الاقتراض من البنوك الحكومية حيث يتعين عليها الاقتراض في هذه الحالة لتمويل العجز في الموازنة العامة، أما في حال الاقتراض من الأفراد فلا تقوم الضرورة في حقهم إلا إذا توافرت شروطها على النحو السابق بيانه، بالإضافة إلى كونه تفریقاً لمتجانسين في الشرع وهو غير معهود إلا لعله.



المبحث الثالث

الاستثمار في السندات وقاعدة الحاجة تنزل منزلة الضرورة

يذهب أنصار هذا الرأي من بعض الفقهاء المعاصرين: إلى جواز الاستثمار في السندات الحكومية باعتبار أن الحاجة داعية إليها، وهي حاجة ملجئة، فالاستثمار وإن كان يمثل حاجة للحكومات والأفراد إلا أنها دون مرتبة الضرورة، حيث يتطلب اللجوء إليها خاصةً إذا لم تنطبق عليها قاعدة الضرورات تبيح المحظورات، فالاستثمار في مجالات القطاع الخاص يجد الأفراد فيها مشقة كبيرة، والمشقة مدفوعة بأمر الشارع وهي تجلب التيسير، أما الاستثمار في السندات الحكومية فهو أكثر يسراً وضماناً عن غيره من أوجه الاستثمار الخاص الأخرى، حيث تضمن فيه الأفراد والجهات الحصول على العائد مع رأس المال.

ونتناول فيما يلي التعريف بهذه القاعدة والأدلة عليها ومدى انطباقها على حالة الاستثمار في السندات الحكومية.

التعريف بقاعدة: " الحاجة تُنزل منزلة الضرورة، عامة كانت أو خاصة في إباحة المحذور ".^(١)

هذه القاعدة تتعلق ببعض رخص الشرع التي تدل على رحمة الله تعالى بعباده.

وهي تعني: أن المشقة الشديدة وهي المرتبة الأولى التي يحصر الشرع أشد الحرص على العناية بها، وهي بلوغ الإنسان حدًا لو لم يجد ما يحتاجه من طعام أو شراب أو لباس أو مسكن أو دواء - هلك أو قارب، وهذه المرتبة تبيح كثيرا من المحرمات.

وأما الحاجة، فهي دون الضرورة، وهي بلوغ الإنسان حدًا إذا لم يجد ما يحتاجه لم يهلك ولكن يكون في مشقة شديدة وجهد، فهذه المرتبة لا تبيح الحرام الذي تبيحه مرتبة الضرورة، ولكنها تسبغ الخروج على بعض القواعد العامة وتبيح الفطر في الصوم.^(١)

(١) موسوعة القواعد الفقهية: محمد صدقي بن أحمد بن محمد آل بورنو أبو الحارث الغزي -



ويفهم من هذه القاعدة أن التسهيلات الاستثنائية في الشرع لا تقتصر على حالات الضرورة الملجئة فقط، بل تشمل التسهيلات كذلك حاجات الجماعة أيضاً مما دون الضرورة.

ولكن إنما يضاف الحكم إلى الحاجة فيما يظهر إذا كان تجويزه مخالفاً للقياس، وإلا كانت إضافته للقياس أولى، ويدخل تحت الأصل والحكم العام.

فمفاد هذه القاعدة: أنه إذا كانت هناك حاجة عامة لمجموع من الناس أو خاصة بشخص ما نزلت هذه الحاجة منزلة الضرورة في جواز الترخيص لأجلها.

لكنها تفترق عن الضرورة في أن الحاجة مبنية على التوسع والتسهيل فيما يسع العبد تركه، بخلاف الضرورة، لأن مبنى الضرورة على لزوم فعل ما لا بد منه للتخلص من عهدة تلزم العبد ولا يسعه الترك، والحاجة العامة إذا وجدت جازت في حق الاحاد وكذلك من ليست له حاجة.

من أمثلة هذه القاعدة المعتبرة شرعاً:

مشروعية الإجارة والجمالة والحوالة والسلم ونحوها حيث جوزت على خلاف القياس لعموم الحاجة إلى ذلك، والحاجة إذا عمت كانت كالضرورة؛ ولأن الإجارة والسلم بيع معدوم - وبيع المعدوم باطل - ولكن جُوز هنا لحاجة الناس.

والجمالة فيها جهالة، وفي الحوالة بيع دين بدين، وهو ممنوع. ولكن جُوز لعموم الحاجة.

ومن الحالات التي خالفت فيها الحاجة الضرورة مثل ما قاله الإمام الشافعي رَحِمَهُ اللهُ "الحاجة لا تُحَقُّ لأحد أن يأخذ مال غيره".

فلو وجد إنسان به جوع شديد - ولكن لم يصل به إلى درجة أن يهلك - فلا يجوز له في هذه الحالة أخذ طعام غيره بغير إذنه سواء كان هذا الغير محتاجاً إلى ذلك الطعام أو غير محتاج، أما في حالة الضرورة حيث لو لم يأكل هذا الطعام لهلك أو قارب؛ فيباح له الأخذ بغير إذن ولا إثم عليه، لكن بشرط أن لا يكون



صاحبه في حاجة إليه مثل الآخر، وعليه أيضاً ضمان ما أكل؛ "لأن الاضطرار لا يبطل حق الغير"، "وليس يحل بالحاجة محرم إلا في الضرورات من خوف تلف نفس"^(١)

والظاهر أن ما يجوز للحاجة إنما يظهر فيما ورد فيه نص يجوزه أو تعامل، أو لم يرد فيه شيء منهما، ولكن لم يرد فيه نص يمنعه بخصوصه، وكان له نظير في الشرع يمكن إلحاقه به، وجعل ما ورد في نظيره وارداً فيه.^(٢)

والضرورة هي الحالة الملجئة إلى ما لا بد منه، والضرورة أشدُّ درجات الحاجة للإنسان، ويترتب على عصيانها خطر، كخشية الهلاك جوعاً، والإكراه الملجئ، والمحتاج إذا لم يصل إلى حاجته لا يهلك، ولا يفقد عضواً من أعضائه، ولكنه يكون بسبب فقدها في جهد ومشقة شديدة.

والحاجة هي الحالة التي تستدعي تيسيراً أو تسهياً لأجل الحصول على المقصود، فهي دون الضرورة، وإن كان الحكم الثابت لأجلها مستمر، والثابت للضرورة مؤقت، ويترتب على عدم الاستجابة إلى الحاجة عسر وصعوبة.

والحاجة تنتزل، فيما يحظره ظاهر الشرع، منزلة الضرورة، عامة كانت أم خاصة، وتنزيلها منزلة الضرورة في كونها تثبت حكماً، وإن افترقا في كون حكم الحاجة مستمراً، وحكم الضرورة مؤقتاً بمدة قيام الضرورة، إذ أن الضرورة تقدر بقدرها، أما فيما لم يرد فيه نص يسوغه، ولا تعاملت عليه الأمة، ولم يكن له نظير في الشرع يمكن إلحاقه به، وليس فيه مصلحة عملية ظاهرة، فإن الذي يظهر عندئذ عدم جوازه، جرياً على ظواهر الشرع، لأن ما يتصور فيه أنه حاجة، والحالة هذه، يكون غير منطبق على مقاصد الشرع.

(١) المرجع السابق: ص ٦٣.

(٢) القواعد الفقهية وتطبيقاتها في المذاهب الأربعة: د. محمد مصطفى الزحيلي - دار الفكر - دمشق - الطبعة الأولى - ١٤٢٧ هـ - ٢٠٠٦ م ص ٢٨٨ - ٢٨٩.



مدى انطباق قاعدة الحاجة تنزل منزلة الضرورة على الاستثمار في السندات الحكومية:

بالنظر إلى القاعدة والأمثلة السابقة يمكننا القول بأنه:

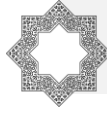
أنه وإن كان الظاهر أن الاستثمار في السندات الحكومية تحقق حاجة مشتركة لكل من الدولة بتوفير سيولة عاجلة وطارئة لها - خاصة في أذون الخزانة - وكذلك للمستثمر بتوفير عائد محدد بحسب الطرح، إلا أن ذلك لا يغير من طبيعتها باعتبارها عقد قرض بفائدة يتعارض مع النصوص الشرعية القاضية بتحريمه، فالعبرة في العقود بالقصود والمعاني وليست بالألفاظ والمباني، كما أن هذه الحاجة ليس لها نظير في الشرع يمكن إلحاقه به، فإذا وصلت لمرحلة الضرورة أخذت أحكامها على النحو السابق بيانه.^(١)

ويتضح مما سبق: عدم انطباق قاعدة الحاجة تنزل منزلة الضرورة على الاستثمار في السندات الحكومية لانعدام العلة الجامعة بينهما كما سبق بيانه، فإذا كانت الضرورة وهي أشد وأقوى من الحاجة تتطلب ضوابط أكثر قوة من الحاجة فكيف بالحاجة التي غاية ما تقتضيه وجود المشقة فقط وهي أخف وطأة منها.

بالإضافة إلى أنه يمكن الاستعاضة عن الاستثمار في هذا المجال بوسائل أخرى تساعد في التخفيف من غلواء التمويل العام مثل:

- المشاركة بين القطاعين العام والخاص.
- تشجيع القطاع الخاص بالاستثمار في المجالات التي ترهق أو تزيد من أعباء الموازنة العامة للدولة، مع الحفاظ على تنافسية القطاع الخاص بما يحقق أسعاراً مناسبة في الأسواق.

(١) النحو السابق بيانه في أحكام الضرورة بالمبحث الثاني من هذا الفصل.



المبحث الرابع الموازنة والترجيح بين الآراء السابقة

ذهب الرأي الأول إلى أن السندات الحكومية ما هي في حقيقتها إلا عقد قرض بفائدة مبرم بين الدولة وغيرها من الأفراد والجهات، وبالتالي فإن الاستثمار فيه هو من باب التعامل بالربا المحرم الثابت بالكتاب والسنة والاجماع والمعقول .

وذهب الرأي الثاني إلى جواز الاستثمار في تلك السندات استناداً إلى نظرية الضرورة المبنية على قاعدة: "الضرورات تبيح المحظورات"، فهو ضرورة ملجئة لحفظ المال أباحت محظوراً وهو الربا، ولأن مجالات القرض الحسن محدودة للغاية، وانقطاع سبل الاستثمار المضمون في القطاع الخاص، وأن السندات الحكومية أداة من أدوات السياسة النقدية للدولة، فلم يتبق أمام الدولة إلا استخدام تلك الأدوات القائمة على الديون، فالضرورة قائمة في حق الدولة لإصدار السندات الحكومية.

ويذهب البعض إلى قيام حالة الضرورة في حق الدولة والمستثمرين، بينما يذهب البعض إلى قيام حالة الضرورة في حق الدولة فقط دون الأفراد.

وذهب الرأي الثالث إلى جواز الاستثمار في السندات الحكومية لأن الحاجة داعية إليها، وهي حاجة ملجئة دون مرتبة الضرورة، حيث يتطلب اللجوء إليها خاصة إذا لم تنطبق عليها قاعدة الضرورات تبيح المحظورات، فالاستثمار في مجالات القطاع الخاص يجد الأفراد فيها مشقة كبيرة، والمشقة تجلب التيسير، أما الاستثمار في السندات الحكومية فهو أيسر وأسهل بكثير ومضمون عن غيره من أوجه الاستثمار الأخرى .

وبالنظر إلى الآراء السابقة يتضح ما يلي:

أولاً: أن الرأي الأول القائل بحرمة الاستثمار في السندات الحكومية وأنها من باب الربا المحرم شرعاً، هو الرأي الراجح لقوة أدلته، ورجاحة استدلاله، وضعف أدلة الآراء الأخرى .



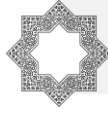
ثانياً: صدرت العديد من التوصيات والقرارات من مجمع الفقه الإسلامي بمكة المكرمة بأن السندات الحكومية ما هي في حقيقتها إلا عقد قرض بفائدة، وبالتالي فهو يدخل في الربا المحرم بالكتاب والسنة والاجماع، فكان ذلك بمثابة اجماع على حرمة هذا النوع من التمويل والاستثمار .

ثالثاً: إن الضرورة المعتبرة شرعاً يجب أن تهدد أحد الكليات الخمس وهي: " الدين والنفس والعرض والعقل والمال " مجتمعين أو منفردين، وتوافر ذلك بحالة الاستثمار في السندات الحكومية مما يحتاج إلى التحقق في كل حالة على حدة من حالات المستثمرين، مع مراعاة الأحكام الشرعية لحالة الضرورة .

رابعاً: القول بجواز الاستثمار في السندات الحكومية بالنسبة للدولة وحرمة بالنسبة للأفراد فهو من باب غير معهود شرعاً، فالشرع لا يفرق بين الأمور المتجانسة في الأحكام إلا لعللة يجب تحقيقها شرعاً .

خامساً: المشقة الكبيرة الحاصلة — وهي دون حالة الضرورة — من عدم وجود فرص استثمارية مضمونة بالقطاع الخاص، وأن استثمار الأفراد والجهات بالسندات الحكومية يحل هذه المشكلة ويتخطى هذه المشقة، فهذا مالا يمكن التسليم به، حيث إنه لا يمكن أن تنعدم سبل الاستثمار في المباحات على الاطلاق، مثل: الشراكة الحكومية مع القطاع الخاص، وتشجيع هذا الأخير على الاستثمار في المجالات التي ترهق الموازنة العامة للدولة مع إيجاد بيئة اقتصادية تنافسية تضمن الأفضل في الجودة والأسعار، وضرورة الأخذ بعين الاعتبار المخاطر التجارية ودراسات الجدوى

سادساً: تذهب الاتجاهات المالية العالمية المعاصرة متمثلة في: توصيات صندوق النقد الدولي إلى التقليل من أسعار الفائدة حتى تصل إلى الصفر، واعتبار المشتقات المالية أداة غير فعالة للحفاظ على مستويات النقود بالإضافة إلى مسئوليتها الأساسية عن العديد من الأزمات المالية والنقدية العالمية بسبب سهولة الحصول على سعر الفائدة المشتق مع ضمان رأس المال الثابت، وذلك عن طريق امتداحه لوسائل التمويل الإسلامي المرتبطة بالأصول العينية في شكل أرباح وليس عوائد ثابتة



المبحث الخامس

التحليل الاقتصادي المعاصر لسعر الفائدة كحافز للاستثمار من منظور الفقه الإسلامي

الفوائد سبب في الأزمات المالية:

أثبت الواقع العملي أن الفوائد كانت سبباً رئيسياً للكثير من الأزمات المالية التي عصفت بالعديد من الكيانات الاقتصادية، كما حدث في الأزمة المالية العالمية التي ألفت بظلالها السلبية على التجارة العالمية لعدة سنوات تالية على الأزمة، بسبب عمليات التمويل العقاري ٢٠٠٨ م، وما تعلق بها من مشتقات مالية وعمليات توريق للديون حيث كانت هذه العمليات سبباً رئيسياً للأزمة، فقد بدا جلياً قيام العمليات السابقة على أساس فوائد القروض سواء أكانت قروضاً مصرفية أو قروضاً متداولة في السوق عن طريق شركات التوريق، أو المؤسسات المالية الأخرى. ومن روائع التراث الإسلامي في الاقتصاد: "النقود رؤوس أموال يتجر بها ولا يتجر فيها"

يقول ابن القيم في حديثه عن وظائف المحتسب في السوق: " ويمنع من إفساد نقود الناس وتغييرها، ويمنع من جعل النقود متجراً، فإنه بذلك يدخل على الناس من الفساد ما لا يعلمه إلا الله، بل الواجب أن تكون النقود رؤوس أموال يتجر بها ولا يتجر فيها".^(١)

والمعنى: أن النقود هي مجرد رؤوس أموال للتجارة، أي أنه يتاجر بها في السلع ونحوها، وليست مجالاً للتجار فيها نفسها بالمدائيات أو المشتقات، فإن ذلك من شأنه أن يجر على الناس فساد كبير، مثل ما يحدث من تضخم وأزمات مالية واقتصادية.

إن التعامل بالفوائد في حد ذاته تعطيل لباقي عناصر الإنتاج الأخرى وهو

(١) الطرق الحكمية في السياسة الشرعية - ابن القيم الجوزية - محمد بن أبي بكر الزرعي الدمشقي - تحقيق د / محمد جميل غازي - الناشر- مطبعة المدني القاهرة، ص ٢٠٢.



من موروثات النظام الرأسمالي الذي يرى في النقود وحدها كفاءة أن تدر عائدا بعيدا عن تضافر عناصر الإنتاج الأخرى من عمل وموارد طبيعية وتنظيم، وذلك باعتراف علماء الاقتصاد أنفسهم بضرورة توافر جميع هذه العوامل للإنتاج وأن تعطليها أو جزء منها لا يؤدي إلى التوظيف الكامل لعوامل الإنتاج وهو ما يرغب فيه الاقتصاديون في جميع أنحاء العالم كما تسعى الحكومات إلى تحقيقه، والحصول على عائد مصرفي متمثل في سعر فائدة محدد هو اعتماد على عنصر واحد من عناصر الإنتاج دون باقي العناصر الأخرى.

ضرورة الارتباط بين الحصول على المال واستخدام عوامل الإنتاج الأخرى، وعدم منطقية الاعتماد على عنصر رأسمال وحده في الحصول على عائد

(أ) ضرورة الارتباط بين الحصول على المال واستخدام عوامل الإنتاج الأخرى

إن عوامل الإنتاج عند الاقتصاديين المعاصرين لا تخرج عن أربعة عوامل وهي: الأرض أو الطبيعة، ورأس المال، والعمل، والتنظيم.

فالمقصود بالأرض: تلك الموارد الطبيعية التي خلقها الله لمنفعة الإنسان، وسخرها لتحقيق أهدافه وزودها بكل ما يعينه على استخدامها.

ويقصد بالعمل: كل مجهود واع يبذله الإنسان بديناً أو عقلياً لاستغلال هذه الموارد لمنفعته، سواء أكان لنفسه أو لغيره بأجر معين، أياً كان هذا الغير، فرداً أو مؤسسة أو حكومة، وسواء أكان يعمل منفرداً أم يعمل شريكاً مع غيره بماله أو بجهد وخبرته، وسواء أكان عمله في مجال الزراعة، أو الصناعة، أو التجارة، أو غيرها من الحرف .

وعلى ذلك: فالإنتاج مولود نشأ من تزاوج بين العمل والأرض معاً، ينتج عن ذلك وجود محاصيل تقوم بالمال.

كما أن المال أمر ضروري ومتطلب لتشغيل عوامل الإنتاج الأخرى، وهو ليس مطلوباً في حد ذاته، ولكنه نتيجة طبيعية ومتوقعة من تضافر عوامل الإنتاج مجتمعة، فعلى سبيل المثال: تحتاج كل من الزراعة واستخراج المعادن من الأرض إلى المال، فيترتب على ذلك منتجات زراعية، ومعادن يتم تصنيعها وبيعها، وبالتالي



الحصول على الأموال، وبذلك فقد تضافر عنصر المال مع عنصر الأرض، كما يحتاج المنظمون أيضاً إلى الأموال للتخطيط الاقتصادي طويل أو قصير الأجل، وبذلك فهم يحصلون على المال في مقابل العمل، وأيضاً كل من يؤدي أي عمل فيحصل على المال في مقابله سواء أكان العمل منفرداً أم تضافر معه عناصر أخرى للإنتاج.

وهكذا يتضح لنا: أن ما يتميز به النظام المالي والاقتصادي في الإسلام، ضرورة التضافر بين عوامل الإنتاج، وذلك للحصول على مكاسب مالية. وعلى ذلك: نجد أن التشريع الإسلامي قد حث على العمل في الأرض، وربط بينه وبين الحصول على الرزق، فقال تعالى: "هُوَ الَّذِي جَعَلَ لَكُمُ الْأَرْضَ ذُلُولًا فَامْشُوا فِي مَنَاكِبِهَا وَكُلُوا مِن رِّزْقِهِ وَإِلَيْهِ النُّشُورُ"^(١).

أي أن الله تعالى قد جعل الأرض سهلة للسعي في جوانبها وأركانها بحيث يتمكن الإنسان من الزرع والغرس وشق العيون والأنهار وحفر الآبار للحصول على الرزق المخلوق لمنفعة الانسان نتيجة للسعي بالتجارة والحصول على مكاسب منها. وبذلك يتضح: أن القرآن الكريم نبه إلى عوامل الإنتاج من عمل واستغلال للأرض، وبالتالي كانت النتيجة الطبيعية الحصول على الرزق، فالسعي يؤدي إلى نتيجة وهذا معنى سهولته، فلا يتصور استحالة مع السعي، بل المتصور في هذه الحالة هو بذل المجهود للحصول على المال، وهذا المجهود يربي بداخل الإنسان ملكة الحرص للمحافظة على هذا المال من الإهلاك أو الضياع أو الإسراف.

(ب) عدم منطقية الاعتماد على عنصر رأسمال وحده في الحصول على عائد

توجد صور عديدة من الاتجار في النقود، لكن الضابط الأساسي في ذلك حال وجود صفقة معينة تستخدم النقود - في طرفيها - أي طرفي التبادل دون أن توجد السلعة أو الخدمة في هذه الصفقة وتتم عملية التبادل على ذلك، كما في العديد من المعاملات المصرفية - كعقد الصرف - والقرض بفائدة - وعمليات توريق الديون، إن فهم هذه المسألة يضرب بجذوره في أعماق النظام الرأسمالي نفسه الذي يرى إمكانية إتمام الصفقات على النحو السابق دون وجود سلع أو خدمات،

(١) سورة الملك: آية رقم (١٢).



فهو يرى أن عوامل الإنتاج يمكن الاقتصار فيها على رأس المال فقط - فهو يستطيع أن يتزوج بنفسه وينجب نقوداً دون تزواج بين عوامل الإنتاج الأخرى، بخلاف التضافر بين عناصر الإنتاج فنجد أن الربح متولد من تزواج شرعي بين عنصرين مختلفين من عناصر الإنتاج وأحدهما قد يكون رأس المال وليس كليهما.

(ج) تحمل الفائدة نفس الخصائص والآفات الاقتصادية التي يحملها رأس المال من تضخم، أو ضعف للقوة الشرائية للنقود.

لذلك نجد أن الاعتماد فقط على عنصر رأس المال في الحصول على عائد بدون دخول عوامل الإنتاج الأخرى شريكة معه في عملية الإنتاج يؤدي إلى فساد في المعاملات، وضياع العديد من الأموال، بالإضافة إلى تعطيل عوامل الإنتاج الأخرى من عمل واستغلال للموارد الطبيعية التي أوجدها الله للإنسان وأمره باستغلالها، وأيضا فإن الفائدة تأتي مصابة بنفس الأمراض التي أصيب بها أصلها المودع في البنك من تضخم ونحو ذلك.

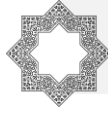
اتجاه الاقتصاديات الدولية إلى الاعتماد على أساليب التمويل الإسلامي وقدرته على المنافسة الدولية

موقف صندوق النقد الدولي:

اعترف صندوق النقد الدولي بقدرة التمويل الإسلامي على المنافسة الدولية وقدم المشورة الفنية لعدد من البلدان الأعضاء بشأن إصدار الصكوك الإسلامية كبديل لأدوات التمويل الأكثر تقليدية.

يشير تقرير لصندوق النقد الدولي: إلى أصالة التمويل الإسلامي وتمسكه بالمبادئ الإسلامية، وأنه قادر على المنافسة الدولية بانتشاره في كافة أنحاء العالم حيث جاء في هذا التقرير ما يلي:^(١)

(١) انظر: نشرة صندوق النقد الدولي: بعنوان " الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، التمويل الإسلامي يشهد توسعاً سريعاً بإدارة النظم المالية وأسواق رأس المال بصندوق النقد الدولي، بقلم: آندي جوبست ، وبيتر كونزويل ، وبول مليز ، وأمادوسي - بتاريخ ١٩ سبتمبر ٢٠٠٧م.



أولاً: رواج مجالات التمويل المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

شهدت أسواق الأدوات المالية الإسلامية رواجاً واسعاً، ونظراً لفيض السيولة الذي أغرقت به المؤسسات المالية الإسلامية بفضل الطفرة النفطية، تسعى هذه المؤسسات سعياً متزايداً إلى العثور على فرص لتوظيف رأسمالها الفائض في استثمارات تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وبالمثل هناك إقبال متزايد من مؤسسات الاستثمار التقليدي على الأوراق المالية الإسلامية لزيادة العائد وتنويع الاستثمارات، وقد أدى ذلك إلى طفرة في معاملات التوريق الإسلامي تمخضت عن زيادة إصدارات الصكوك بمقدار أربعة أضعاف من ٧,٢ مليار دولار في عام ٢٠٠٤م، إلى ٢٧ مليار دولار في عام ٢٠٠٦م.

ثانياً صكوك التمويل الإسلامي:

من بين أشكال التوريق المختلفة في التمويل الإسلامي وأكثرها شيوعاً هو ما يعرف باسم الصكوك، وتعمل هذه الأدوات المالية على نحو شبيه بالأوراق المالية التقليدية المضمونة بأصول، ولكن بما يتلاءم مع مبادئ التمويل الإسلامي التي تحظر أحكامها الحصول على الفوائد ودفعها، وتنص على وجوب أن يكون الدخل في شكل أرباح تتحقق من عمل يتم فيه اقتسام المخاطر وليس في شكل عائد مضمون، ومن هذا المنطلق تتطلب المبادئ الإسلامية أن يكون مستثمر الصكوك مالكا للأصل الأساسي عن طريق أحد الكيانات الاستثمارية ذات الغرض الخاص، على أن يتولى هذا الكيان تمويل المدفوعات المستحقة للمستثمرين من عائد الاستثمار المباشر في نشاط اقتصادي حقيقي يجيزه الشرع.

ورغم أن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات الإسلامية أقرت ١٤ نوعاً من الصكوك، فإن هيكل هذه الصكوك يعتمد على شكل واحد من الأشكال الثلاثة المشروعة في التمويل الإسلامي، وهي: المرابحة (أوامر الشراء)، والمشاركة / المضاربة (ترتيبات اقتسام الأرباح)، والإجارة (البيع وإعادة التأجير)، أو مزيج مما سبق، وفي حالة الإجارة التي ترتبط في العادة بمشاريع تأجير المعدات أو العقارات، وبموجب هذا الترتيب يقوم مصدر الأصول ببيعها لأحد الكيانات الاستثمارية ذات الغرض الخاص ثم يعيد استئجارها لمدة المشروع، وعندما يحل موعد استحقاق



الصكوك، يعيد الملتزم شراء الأصل المعني، وقد أسهم قبول هذه الهياكل الاستثمارية الإسلامية إسهاماً كبيراً في تطور أسواق رأس المال المحلية.

وهكذا يتضح: التفهم الدولي لمبادئ التمويل الإسلامي والاعتراف بأهميته وانتشاره ناهيك عن كونه بعيداً عن الأزمات المالية والاقتصادية العاصفة والمتكررة، وبالفعل: فقد قدم صندوق النقد الدولي المشورة الفنية لعدد من البلدان الأعضاء بشأن إصدار الصكوك الإسلامية كبديل لأدوات التمويل الأكثر تقليدية، وذلك في إطار عمله الموسع بشأن إدارة مخاطر الالتزامات السيادية وتطوير أسواق رأس المال.^(١)

ثالثاً التمويل الإسلامي ضرورة ملحة محلياً ودولياً:

(أ) لقد أثبتت التجربة الدولية والمحلية في الممارسات الاقتصادية أن التمويل الإسلامي أصبح ضرورة ملحة لتفادي المزيد من الأزمات المالية المختلفة، خاصة بعد فشل النظام الاشتراكي وكثرة الازمات الطاحنة في ظل النظام الرأسمالي.

(ب) طالب العديد بضرورة تطبيق التمويل الإسلامي في المجال المالي والاقتصادي، لوضع حد للأزمات التي تعصف بالأسواق العالمية جراء التلاعب بقواعد التعامل والإفراط في المضاربات الوهمية، وأنه من الضروري البحث عن خيارات بديلة للإنقاذ، وقدم سلسلة من المقترحات المثيرة في ذلك جاء في مقدمتها تطبيق مبادئ التمويل الإسلامي.^(٢)

(ج) أصدرت العديد من هيئات لرقابة المالية توجيهاً بمنع تداول الصفقات الوهمية والبيوع الرمزية، كما اقترح البعض: تعديل معدل الفائدة إلى حدود الصفر، ومراجعة معدل الضريبة إلى ما يقارب ٢٪، وهما ما يطابقان تماماً إلغاء الربا، ونسبة الزكاة في النظام المالي الإسلامي.^(٣)

(١) نفس المصدر السابق.

(٢) بحث بعنوان: موقف الاقتصاد الإسلامي من أزمة النظام المالي العالمي، مقدم إلى الملتقى الدولي الثاني عن الأزمة المالية العالمية د./ زايري بلقاسم مهدي ميلود الجزائر ص(٨).

(٣) نفس المصدر السابق.



الخاتمة

السندات الحكومية هي نوع من الاستثمارات القائمة على الديون حيث يكون الاكتتاب فيها من قبل الأفراد والهيئات الذين يقومون بإقراض أموال للحكومة مقابل سعر فائدة متفق عليه، وتستخدمها الحكومات لجمع الأموال التي يمكن إنفاقها على مشاريع أو بنية تحتية جديدة، ويستخدمها المستثمرون للحصول على عائد محدد ومجزى يُدفع على فترات منتظمة، مع ضمان لاسترداد قيمتها، وهذه السندات مختلفة المدى فمنها قصير ومتوسط وطويل الأجل ذات خصائص تميزها عن غيرها من وسائل التمويل الأخرى.

ولقد اختلفت الآراء الفقهية حول التكيف القانوني للسندات الحكومية بين اعتبارها عملاً تشريعياً، أو عملاً من أعمال السيادة، أو ذو طبيعة عقدية أي عقداً من عقود القانون العام وهو الراجح فقهاً وقضاً، أما الفكر الاقتصادي التقليدي فيرفض القرض العام، ويوافق عليه الفكر الاقتصادي الحديث ويعتبره أداة تمويلية لعجز الموازنة العامة بضوابط معينة سرعان ما تختلف في التطبيق.

تؤثر العديد من العوامل على الاستثمار في السندات الحكومية على كل من الحكومة من ناحية والأفراد والجهات من ناحية أخرى من أهمها: العرض والطلب، والقرب من تاريخ الاستحقاق، والتصنيفات الائتمانية للسندات.

يكتنف الاستثمار في السندات الحكومية العديد من المخاطر التي تؤثر فيها والتي من أهمها: المخاطر القانونية، وأسعار الفائدة، والتضخم، وسعر الصرف، مع إمكانية إسهام أسواق السندات المحلية في التخفيف من حدة تلك المخاطر السابقة.

وقد تناولت هذه الدراسة حوافز الاستثمار في السندات الحكومية بالتركيز على سعر الفائدة حيث إنها الهدف الأكبر والمرجو من الاستثمار في هذه السندات، حيث يظل سعر الفائدة دائماً أقوى وأهم الحوافز الاستثمارية لحاملي السندات الحكومية، فتلتزم الدول بدفع فائدة معينة مثل نسبة مئوية من أصل القرض لحاملي سندات، وتراعى الدولة عند تحديد سعر الفائدة عن القرض (سعر الفائدة السائد في السوق)، فالقرض صورة من صور توظيف الأموال، وصاحب رأس المال يبحث دائماً عن أفضل



وجوه استثمار ماله.

تناولت الدراسة حكم الفقه الإسلامي في الاستثمار في السندات الحكومية، وقد تعددت الآراء إلى ثلاثة آراء:

ذهب الرأي الأول إلى اعتبار أن السندات الحكومية عقد قرض بفائدة مبرم بين الدولة من ناحية والأفراد أو الجهات من ناحية أخرى، يتم عن طريق الاكتتاب في الأسواق المالية المحلية أو الدولية لفترة زمنية محددة، قد تكون قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل، وهو بذلك يدخل في الربا المحرم شرعاً والثابت بالأدلة من الكتاب والسنة والاجماع.

ويذهب الرأي الثاني لبعض الفقهاء المعاصرين: إلى التوسع في نظرية الضرورة استناداً إلى قاعدة: "الضرورات تبيح المحظورات"، وبالتالي فهم يرون اباحة الاستثمار في السندات الحكومية والحصول على سعر الفائدة العائد منها للاعتبارات الملجئة لحفظ المال ومحدودية مجالات القرض الحسن، وانقطاع سبل الاستثمار المضمون في القطاع الخاص، واعتبار السندات الحكومية أداة من أدوات السياسة النقدية للدولة، وبالتالي فلم يتبق أمام الدولة إلا استخدام تلك الأدوات القائمة على الديون، فالضرورة قائمة في حق الدولة لإصدار السندات الحكومية، ويذهب البعض إلى قيام حالة الضرورة في حق الدولة والمستثمرين، بينما يذهب البعض إلى قيام حالة الضرورة في حق الدولة فقط دون الأفراد، مع بقاء التحريم وضرورة العودة إلى حكم الأصل متى زالت حالة الضرورة.

ويذهب الرأي الثالث من بعض الفقهاء المعاصرين أيضاً: إلى جواز الاستثمار في السندات الحكومية باعتبار أن الحاجة داعية إليها، وهي حاجة ملجئة، فالاستثمار وإن كان يمثل حاجة للحكومات والأفراد إلا أنها دون مرتبة الضرورة، حيث يتطلب اللجوء إليها خاصة إذا لم تنطبق عليها قاعدة الضرورات تبيح المحظورات، فالاستثمار في مجالات القطاع الخاص يجد الأفراد فيها مشقة كبيرة، والمشقة مدفوعة بأمر الشارع، وهي تجلب التيسير، أما الاستثمار في السندات الحكومية فهو أكثر يسراً وضماناً عن غيره من أوجه الاستثمار الخاص الأخرى، حيث يضمن فيه الأفراد والجهات الحصول على العائد مع رأس المال.



وقد رأى الباحث ترجيح الرأي الأول لقوة أدلته، ورجاحة استدلاله، وضعف أدلة الآراء الأخرى، ولأن الضرورة المعتبرة شرعاً يجب أن تهدد أحد الكليات الخمس وهي " الدين والنفوس والعرض والعقل والمال " وتوافر ذلك مما يحتاج إلى مزيد من التحقق في كل حالة على حدة، أما جوازه بالنسبة للدولة وحرمته بالنسبة للأفراد فهو من باب غير معهود شرعاً، فالشرع لا يفرق بين الأمور المتجانسة في الأحكام إلا لعلة يجب تحقيقها شرعاً، بالإضافة إلى أن المشقة التي يجلبها الاستثمار في السندات يمكن دفعها في مجالات الاستثمار المباحة الأخرى.

وأخيراً فتتجه توصيات المنظمات الاقتصادية العالمية المعاصرة مثل صندوق النقد الدولي إلى التقليل من أسعار الفائدة حتى تصل إلى الصفر، واعتبار المشتقات المالية أداة غير فعالة للحفاظ على مستويات مستقرة من النقود، والاعتماد على صكوك التمويل الإسلامي نظراً لكونه تستند على أصول تساوي قيمتها النقدية.

النتائج والتوصيات:

يعد الإنتاج في جميع أشكاله حلاً أساسياً لجميع المشكلات المالية والاقتصادية في المدى القريب والبعيد، حيث يقلل من الفجوة الحاصلة بين العرض والطلب، وبالتالي يحافظ على مستويات ثبات مقبولة للتوظيف، والنقود، وسعر الصرف، وميزان المدفوعات.

إن تنشيط التجارة الداخلية من خلال إعطاء الدفعة القانونية لرؤوس الأموال الصغيرة بالاستثمار في مجالات مضمونة نسبياً بما يعطي ثقة للأفراد باستثمار أموالهم بأنفسهم كما في شركات الشخص الواحد وهو ما يفتح آفاقاً للتصدير أيضاً، حيث يؤدي جميع ما سبق إلى ارتفاع حصيلة الضرائب التي تمثل مدخرات حقيقية غير تضخمية.

الاعتماد على وسائل تمويل واستثمارات حقيقية ترتبط بأصول مادية وليست مجرد مشتقات مالية تعتمد فقط على خلق النقود.



قائمة المراجع

مراجع التفسير وأحكام القرآن الكريم:

- ١- تفسير الرازي مفاتيح الغيب المؤلف: أبو عبد الله محمد بن عمر بن الحسن بن الحسين التيمي الرازي الملقب بفخر الدين الرازي الناشر: دار إحياء التراث العربي - بيروت الطبعة: الثالثة - ١٤٢٠ هـ.
- ٢- أحكام القرآن أحمد بن علي أبو بكر الرازي الجصاص الحنفي المحقق: محمد صادق القمحاوي - عضو لجنة مراجعة المصاحف بالأزهر الشريف الناشر: دار إحياء التراث العربي - بيروت طبعة ١٤٠٥ هـ.
- ٣- أحكام القرآن للشافعي: محمد بن إدريس الشافعي أبو عبد الله - تحقيق: عبد الغني عبد الخالق - الناشر: دار الكتب العلمية - بيروت - ١٤٠٠ هـ.

مراجع شروح الحديث:

- ٤- شرح النووي على صحيح مسلم، المنهاج شرح صحيح مسلم بن الحجاج المؤلف: أبو زكريا محيي الدين يحيى بن شرف النووي، دار إحياء التراث العربي - بيروت الطبعة: الثانية، ١٣٩٢ هـ.
- ٥- تهذيب سنن أبي داود وإيضاح علله ومشكلاته أبو عبد الله محمد بن أبي بكر بن أيوب ابن قيم الجوزية تحقيق (علي بن محمد العمران الناشر: دار عطاءات العلم (الرياض) الطبعة: الثانية، ١٤٤٠ هـ - ٢٠١٩ م.

مراجع الفقه الإسلامي:

- ٦- الشرح الكبير على متن المقنع: شمس الدين عبد الرحمن بن قدامة المقدسي طبعة دار المنار سنة ١٣٤٨ هـ.
- ٧- المبدع في شرح المقنع، إبراهيم بن محمد بن عبد الله بن محمد ابن مفلح، أبو إسحاق، برهان الدين الناشر: دار الكتب العلمية، بيروت - لبنان الطبعة: الأولى، ١٤١٨ هـ - ١٩٩٧ م.
- ٨- مجلة مجمع الفقه الإسلامي، تصدر عن منظمة المؤتمر الإسلامي بجدة.

مراجع السياسة الشرعية:

- ٩- الطرق الحكمية في السياسة الشرعية - ابن القيم الجوزية - محمد بن أبي بكر الزرععي الدمشقي - تحقيق د / محمد جميل غازي - الناشر- مطبعة المدني القاهرة.

مراجع القواعد الفقهية:

- ١٠- الأشباه والأنظار للسيوطي: عبد الرحمن بن أبي بكر السيوطي - الطبعة الأولى - دار الكتب العلمية - بيروت - ١٤٠٣ هـ.



- ١١- القواعد الفقهية: د/ عبد العزيز محمد عزام - الناشر - دار الحديث - القاهرة - طبعة - ١٤٢٦هـ / ٢٠٠٥م.
- ١٢- شرح القواعد الفقهية: أحمد بن الشيخ محمد الزرقا صححه وقدم له وعلق عليه: مصطفى أحمد الزرقا تنسيق ومراجعة د عبد الستار أبو غدة الطبعة: الثانية، ١٤٠٩ هـ - ١٩٨٩ م الناشر: دار القلم، دمشق - سوريا.
- ١٣- موسوعة القواعد الفقهية المؤلف: محمد صدقي بن أحمد بن محمد آل بورنو أبو الحارث الغزي الناشر: مؤسسة الرسالة، بيروت - لبنان الطبعة: الأولى، ١٤٢٤ هـ.
- ١٤- القواعد الفقهية وتطبيقاتها في المذاهب الأربعة: د. محمد مصطفى الزحيلي - دار الفكر - دمشق - الطبعة الأولى - ١٤٢٧ هـ - ٢٠٠٦ م.

مراجع في العلوم المالية والاقتصادية:

- ١٥- أزمة النمرور الآسيوية: د عمرو محيي الدين، دار الشروق، الطبعة الأولى ١٤٢١ هـ - ٢٠٠١م.
- ١٦- الاتجاهات الحديثة في العلاقة بين السياسة المالية والنقدية - مع إشارة خاصة لمصر، د/ السيد عطية عبد الواحد، الطبعة الأولى - دار النهضة العربية القاهرة ٢٠٠٣ م
- ١٧- مالية الدولة: د / محمد حلمي مراد - مطبعة نهضة مصر ١٩٦٤ م.
- ١٨- السياسات المالية د/ حامد عبد المجيد دراز - الناشر مركز الإسكندرية للكتاب - مدينة الإسكندرية سنة ٢٠٠٠ م.
- ١٩- دور الدولة في الاقتصاد - د حازم الببلاوي - دار الشروق - الطبعة الأولى - ١٤١٨ هـ - ١٩٩٨ م.
- ٢٠- اقتصاديات النقود والبنوك: غالب عوض صالح، عبد الحفيظ العربي - الجزء الأول، المكتبة الوطنية، عمان طبعة ٢٠٠٠ م.
- ٢١- انفجار العجز - علاج عجز الموازنة العامة للدولة في ضوء المنهج الانكماشى والمنهج التنموي - د/ رمزي زكي - الطبعة الأولى - دار المدى للثقافة والنشر - سوريا - دمشق ٢٠٠٠م.
- ٢٢- علم المالية العامة: د/ أحمد جامع، مكتبة كلية الحقوق جامعة عين شمس، ص ٢٧٤.
- ٢٣- اقتصاديات المالية العامة: د/ عادل حشيش - مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية ١٩٨٣م.
- ٢٤- الوسيط في المالية العامة - د عبد الباسط وفا - مكتبة الرشد - الرياض - المملكة العربية السعودية - الطبعة الأولى ١٤٣٦ هـ - ٢٠١٥ م.
- ٢٥- المالية العامة / الإيرادات العامة، د / رانيا محمود عمارة - مركز الدراسات العربية للنشر والتوزيع - الطبعة الأولى ١٤٣٦ هـ - ٢٠١٥م.



الدوريات:

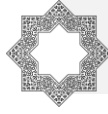
- ٢٦- مجلة دراسات دولية، صادرة عن جامعة بغداد - العدد (٦٧) للعام ٢٠١٦ م- بحث بعنوان: السندات الحكومية ودورها في تمويل الموازنة الاتحادية - يسرى مهدي حسن، وزهرة خضير عباس.
- ٢٧- مجلة القانون والاقتصاد- كلية الحقوق- جامعة القاهرة ١٩٩١م - د/أيمن رفعت المحجوب: بحث بعنوان أذن الخزانة المصرية بين النظرية والتطبيق - العدد (٦١).
- ٢٨- مجلة مصر المعاصرة تصدر عن الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والاحصاء والتشريع - القاهرة - العدد ٥٣٩ أكتوبر ٢٠٢٠ م، بحث بعنوان: عقد القرض العام - دراسة في القانون الإداري المالي، د/ شعبان عبد الحكيم سلامة.

مراجع باللغة الإنجليزية:

- 29- IMF: International monetary fund FINANCE & DEVELOPMENT, MARCH 2018, VOL. 55, NO. 1, the debt web, by: Mark De Broeck, Era Dabla-Norris, Nicolas End, and Marina Marinkov.
- 30- IMF: International Monetary fund, Finance & Development, March 2018, VOL. 55, NO. 1, Fiscal Politics, by: Vitor Gaspar and David Amaglobeli.
- 31- IMF: Keeping it Local: A Secure and Stable Way to Access Financing, By Tobias Adrian, Thor Jonasson, Ayhan Kose, and Anderson Silva, MARCH 12, 2021.
- 32- Afonso, António, Michael Arghyrou, and Alexandros Kntonikas. "The determinants of sovereign bond yield spreads in the EMU." (2012).
- 33- Milward, Alan S. "The Reichsmark bloc and the international economy." Aspects of the Third Reich. Palgrave, London, 1985.
- 34- IMF: Keeping it Local: A Secure and Stable Way to Access Financing, By Tobias Adrian, Thor Jonasson, Ayhan Kose, and Anderson Silva, MARCH 12, 2021.
- 35- IMF: An Asynchronous and Divergent Recovery May Put Financial Stability at Risk, By Tobias Adrian, APRIL 6, 2021.

الرسائل الجامعية والأبحاث:

- ٣٦- عجز الموازنة العامة وأثره في توجيه السياسة الاقتصادية والاجتماعية - دكتور محمد المعطي إبراهيم - رسالة دكتوراة - كلية الحقوق - جامعة عين شمس ٢٠١١ م.
- ٣٧- بحث بعنوان: موقف الاقتصاد الإسلامي من أزمة النظام المالي العالمي، مقدم إلى الملتقى الدولي الثاني عن الأزمة المالية العالمية د./ زايري بلقاسم مهدي ميلود الجزائر.



التقارير الدولية:

- ٣٨- التقرير السنوي لصندوق النقد الدولي ٢٠١٩ م.
- ٣٩- نشرة صندوق النقد الدولي: بعنوان " الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، - التمويل الإسلامي يشهد توسعاً سريعاً بإدارة النظم المالية وأسواق رأس المال بصندوق النقد الدولي، بقلم: أندي جوبست ، وبيتر كونزيل ، وبول مليز ، وأمادوسي - بتاريخ ١٩ سبتمبر ٢٠٠٧ م.



Source and reference list

References to interpretation and provisions of the Holy Quran:

- 1- Al-Razi interprets the keys to the unseen: Abu Abdullah Mohammed bin Omar bin Al-Hassan bin Al-Hussein Al-Taimi Al-Razi, nicknamed Fakhreddine Al-Razi, publisher: The House of the Revival of Arab Heritage - Beirut, edition: 3-1420 H.
- 2- Provisions of the Quran Ahmed bin Ali Abu Bakr Al-Razi Al-Jasas Al-Hanafi Al-Muhaqiq: Mohammed Sadeq Al-Qamhawi - member of the Al-Azhar Quran Review Committee Publisher: Dar Al-Hayat Al-Arabi - Beirut 1405 A.H.
- 3- Provisions of the Quran by Al-Shafi'i: Mohammed bin Idris Al-Shafi'i Abu Abdullah Investigation: Abdul Ghani Abdul Khaliq Al-Nashir: Dar Al-Kutub Al-Alami, Beirut 1400 A.H.

Annotations review:

- 4- Al-Nawawi Ali Salim Muslim, Al-Minhaj Explain Sahih Muslim Bin Al-Hajjaj The author: Abu Zakariya Mohieddin Yahya Bin Sharaf Al-Nawawi, Dar Al-Ittihad Al-Arabi - Beirut Edition, Second edition, 1392 H.
- 5- Refining the Teeth of Abi Dawood and Clarifying His Problems and Problems Abu Abdullah Muhammad Bin Abi Bakr Bin Ayyub Bin Qaim Al-Jawziyya Investigation (Ali Bin Mohammed Al-Omran Al-Nashir: Dar Atat Al-Alam (Riyadh) Second Edition, 1440 H - 2019 AD.

Islamic jurisprudence:

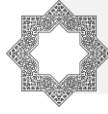
- 6- The Great Explanation on the Masked One: Shams Al-Din Abd Al-Rahman Bin Qudamah Al-Maqdisi, Dar Al-Manar Edition, 1348 A.H.
- 7- Author of the Masked Explanation, Ibrahim bin Mohammed bin Abdullah bin Mohammed bin Mufleh, Abu Ishaq, Burhanuddin Al-Nashir: Dar Al-Kutub Al-Alamiya, Beirut, Lebanon, First Edition, 1418 A.H.-1997
- 8- The Islamic Fiqh Academy, published by the Organization of the Islamic Conference in Jeddah.

References to Sharia Policy :

- 9- Governmental Methods in Legitimate Politics - Ibn al-Qayem al-Jawzi - Muhammad ibn Abi Bakr al-Zarai al-Dimashqi - Investigation by Dr. Muhammad Jamil Ghazi - Publisher - Cairo Civil Press.

Jurisprudence reference:

- 10- Al-Ashbah wa al-Siwati: Abdul Rahman bin Abi Bakr al-Siyuti, first edition of the Scientific Books House, Beirut, 1403 A.H.



- 11- Jurisprudence: Dr. Abdel Aziz Mohamed Azzam, Publisher, Dar Al-Hadith, Cairo - Edition - 1426 A.H., 2005.
- 12- Commentary: Ahmed Bin Al-Sheik Mohammed Al-Zarqa corrected, presented and commented to him: Mustafa Ahmed Al-Zarqa: Coordination and review of Dr. Abd Al-Sattar Abu Ghada Al-Diwaniyah Al-Diwaniya, 1409 A.H.-1989 Al-Nasher: Dar Al-Qalam, Damascus, Syria.
- 13- Encyclopedia of Jurisprudence: Mohammed Sidqi bin Ahmed bin Mohammed Al Borno Abu al-Harith al-Ghazzi Publisher: Al-Resala Foundation, Beirut-Lebanon First Edition, 1424 H.E.
- 14- Jurisprudence and its application in the four Doctrines: Dr. Muhammad Mustafa al-Zahaili - First Edition - 1427H - 2006 .

Financial and Economic Sciences:

- 15- Asian Tiger Crisis: Dr. Amr Mohieddin, Dar Al-Shurouq, first edition 1421A.H.-2001.
- 16- Recent trends in the relationship between fiscal and monetary policy - with particular reference to Egypt, Dr. Attiya Abdel Wahed, first edition - Dar al-Nahda al-Arabiyya Cairo 2003
- 17- State finance: Dr. Mohamed Helmy Murad - Nahdet Misr Press 1964.
- 18- Financial Policies Dr. Hamed Abdel Majid Draz, publisher of the Alexandria Book Center, Alexandria, 2000.
- 19- The State's Role in the Economy - Dr. Hazem Al-Beblawi - Dar Al-Shorouk - 1st Edition - 1418 A.H. - 1998 AD .
- 20- Economics of money and banking: Ghalib Awad Saleh, Abdul Hafiz Al-Arabi - Part I, National Library, Amman 2000 edition.
- 21- Deficit explosion - Addressing the deficit in the state budget in light of the contractionary and developmental approach - Dr. Ramzi Zaki - First edition - Dar Al-Mada for Culture and Publishing - Syria - Damascus 2000.
- 22- Public finance: Dr. Ahmed Jama, Faculty of Law, Ain Shams University, p. 274.
- 23- Economics of Public Finance: Dr. Adel Hashish - University Culture Foundation, Alexandria 1983.
- 24- Intermediary in Public Finance - Dr. Abdul Baset Wafa - Al-Rashid Library - Riyadh - Saudi Arabia - first edition 1436 A.H. - 2015.
- 25- Public Finance / Public Revenues, Dr. Rania Mahmoud Amara - Center for Arab Studies for Publishing and Distribution - first edition 1436 A.H. - 2015.



Patrols:

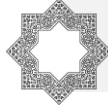
- 26- International Studies magazine, published by Baghdad University - issue (67) of 2016 - Research entitled: Government Bonds and their Role in Financing the Federal Budget - Yousra Mahdi Hassan and Zahra Khudhair Abbas.
- 27- Journal of Law and Economics - Faculty of Law - Cairo University 1991 AD/Ayman Rifaat Al-Mahgoub: Research entitled "The Egyptian Treasury Bills between Theory and Practice" Issue (61).
- 28- Contemporary Egypt Magazine Published by the Egyptian Society for Political Economy, Statistics and Legislation - Cairo - Issue 539 October 2020, research entitled: Contract of Public Loan - A Study in Financial Administrative Law, Dr. Shaaban Abdel Hakim Salama.
- 29- IMF: International monetary fund FINANCE & DEVELOPMENT, MARCH 2018, VOL. 55, NO. 1, the debt web, by : Mark De Broeck, Era Dabla-Norris, Nicolas End, and Marina Marinkov.
- 30- IMF: International Monetary fund, Finance & Development, March 2018, VOL. 55, NO. 1, Fiscal Politics, by: Vitor Gaspar and David Amaglobeli.
- 31- IMF: Keeping it Local: A Secure and Stable Way to Access Financing, By Tobias Adrian, Thor Jonasson, Ayhan Kose, and Anderson Silva, MARCH 12, 2021.
- 32- Afonso, António, Michael Arghyrou, and Alexandros Kontonikas. "The determinants of sovereign bond yield spreads in the EMU." (2012).
- 33- Milward, Alan S. "The Reichsmark bloc and the international economy." Aspects of the Third Reich. Palgrave, London, 1985.
- 34- IMF: Keeping it Local: A Secure and Stable Way to Access Financing, By Tobias Adrian, Thor Jonasson, Ayhan Kose, and Anderson Silva, MARCH 12, 2021.
- 35- IMF: An Asynchronous and Divergent Recovery May Put Financial Stability at Risk, By Tobias Adrian, APRIL 6, 2021.

University Letters and Research:

- 36- The deficit of the general budget and its impact on directing economic and social policy - Dr. Mohamed Al Muti Ibrahim - Doctoral Thesis - Faculty of Law - Ain Shams University 2011.
- 37- Research entitled: The Islamic Economy's Position on the Crisis of the Global Financial System, presented to the Second International Forum on the Global Financial Crisis Dr. Zairi Belgasem Mehdi Miloud, Algeria.

International Reports:

- 38- IMF Annual Report 2019.



- 39- IMF Bulletin: "Sharia-compliant Securities, Islamic Finance Rapidly Expanding Governance of IMF Financial and Capital Markets," by Andy Jobst, Peter Kunzel, Paul Meles, and Amadosi, dated September 19, 2007