

دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تطوير الأسواق المالية

منى محمد الحسيني عمار (*)

المخلص: تناول البحث قضية هامة من القضايا المطروحة علي الساحة الدولية. وهي دور صناديق الاستثمار الإسلامية في اقامة وتطوير السوق المالية الإسلامية، وذلك من خلال التعرف على ماهية صناديق الاستثمار بصفة عامة وصناديق الاستثمار الإسلامية بصفة خاصة، ثم عرضنا الفرق بين السوق المالية التقليدية والسوق المالية الإسلامية، كما عرضنا نماذج عملية لصناديق استثمار اسلامية تمارس نشاطها في المنطقة العربية , وخاصة المملكة العربية السعودية، ثم أجرينا تقييما لأداء هذه الصناديق للتعرف علي مساهمتها في تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية. والتي كانت نتائجها علي عكس المتوقع منها، فتللك الصناديق لم تتمكن من تحقيق معايير الكفاءة التي تمكنها من النجاح في أداءها سواء من الناحية الاقتصادية او المالية او الاجتماعية أو حتي الشرعية. الأمر الذي يجعلنا نقول أن صناديق الاستثمار الإسلامية بالرغم من أهميتها لتطوير سوق الأوراق المالية. إلا انها ليست وحدها قادرة علي تطوير تلك السوق بل تحتاج الي اقامة مؤسسات مالية اسلامية أخرى. علاوة علي التجاوزات التي ظهرت في أداء تلك الصناديق والتمثلة في ضعف امكانياتها المادية والبشرية مقارنة بمثلتها التقليدية، وخط الأموال التي تم تجميعها من الصناديق الإسلامية في النظام المالي التقليدي، مما أفقدها ثقة المتعاملين اللذين يرغبون في الابتعاد عن المؤسسات المالية التقليدية. علاوة علي قيام تلك الصناديق الإسلامية بتوجيه أموالها الي السوق المالية العالمية وحرمان أسواقها المحلية من توفير التمويل اللازم لإقامة مشروعات التنمية.

الكلمات المفتاحية: صناديق الاستثمار، سوق الأوراق المالية، كفاءة الأداء، تقليل المخاطر، الضوابط الشرعية.

The role of investment funds In the development of the Islamic financial markets

Mona Mohamed El-Husseiny Ammar

Abstract: Touched on an important issue of the issues on the international arena. Namely the role of Islamic investment funds in the establishment and development of Islamic Financial Market, and through the identification of the nature of the investment funds in general and Islamic investment funds in particular, and then offered the difference between the financial market and traditional Islamic Financial Market, as we have offered practical models for Islamic investment funds operating in the Arab region, especially Saudi Arabia, then we conducted an assessment of the performance of these funds to identify the contribution to the development of Islamic stock market The results that were expected to reverse them, Those funds have not been able to achieve efficiency standards that enable them to succeed in their performance both in terms of economic, financial or social, or even legitimate. Which makes us say that the Islamic investment funds in spite of its importance for the development of the stock market., But it is not alone capable of developing that market, but you need to establish Islamic financial institutions other. Moreover the abuses that have emerged in the performance of these funds and of the weakness of its potential human and material compared their counterparts traditional, and mixing funds that have been collected from Islamic funds in the conventional financial system, causing it to lose the confidence of clients who want to move away from traditional financial institutions. in addition to the establishment of such Islamic funds directing funds to the global financial market and the deprivation of their local markets by providing funding for projects development.

Keywords: investment funds, stock market, efficiency, reduce risk, sharia.

المقدمة:

تعالقت في الفترة الأخيرة الأصوات بضرورة إقامة سوق مالية اسلامية. خاصة بعد ما تعرضت السوق المالية التقليدية لخسائر جمة نتيجة انهيار في مؤسساتها المالية، والتي اعتمدت علي الفائدة الربوية في تعاملاتها، لذلك بدأت فكرة إقامة سوق مالية اسلامية تدخل حيز التنفيذ الفعلي في الدول الاسلامية خاصة بعد نجاح أول تجربة لسوق مالية اسلامية في ماليزيا سنة ١٩٩٤. (نبيل سمور ٢٠٠٧)

وبالفعل بدأت دول الخليج تفكر في انشاء سوق مالية اسلامية بداية من سنة ٢٠٠٢، وكان لزاما لإقامة تلك السوق وجود مؤسسات مالية اسلامية. باعتبارها القناة الاساسية التي تمد السوق المالية بالتمويل اللازم. ومن أهم تلك المؤسسات صناديق الاستثمار الاسلامية، والتي لاقت قبولا عالميا متزايدا خاصة بعد المتغيرات التي طالت صناديق الاستثمار التقليدية جراء الازمة المالية العالمية سنة ٢٠٠٨. (عبد الستار أبو غدة ٢٠٠٥)

فتم انشاء العديد من صناديق الاستثمار الاسلامية، واستحوذت منطقة الخليج علي نسبة كبري من أعداد تلك الصناديق وصلت الي ٢٩% واحتلت المملكة العربية السعودية المرتبة الأولى في ملكيتها للصناديق من تلك النسبة وصلت الي ١٨% بواقع (٢٠٠) صندوق سنة ٢٠١٢. (عوض عياد ١٩٩٩)

ومن هنا كان هناك سؤال هام يطرح نفسه في هذا الموضوع وهو: هل استطاعت صناديق الاستثمار الاسلامية أن تساعد علي إقامة وتطوير السوق المالية الاسلامية؟ وللإجابة علي هذا السؤال اجرينا هذا البحث لتتعرف علي دور الصناديق الاستثمارية الاسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية الاسلامية. فعرضنا صناديق الاستثمار بصفة عامة وصناديق الاستثمار الاسلامية بصفة خاصة، ثم عرضنا الفرق بين السوق المالية التقليدية والسوق المالية الاسلامية، كما عرضنا نماذج عملية لصناديق استثمار اسلامية تمارس نشاطها في المنطقة العربية بصفة عامة ومنطقة الخليج بصفة خاصة، ثم أجرينا تقييما لأداء الصناديق الاستثمارية الاسلامية التي تعمل في السوق المالية السعودية للتعرف علي مساهمتها في تطوير سوق الأوراق المالية الاسلامية.

مشكلة البحث:

تتمثل مشكلة البحث في أن سوق المال الاسلامي يلزمه مؤسسات مالية تعمل وفق أحكام الشريعة الاسلامية لكي تنهض به، ولما كان دور البنوك الاسلامية محدودا في هذا الشأن، لذا انعقد الأمل علي صناديق الاستثمار الاسلامية والتي لاقت قبولا من جانب المتعاملين في الاسواق المالية من جهة ومن جهة أخرى استطاعت تلك الصناديق أن تجد لنفسها مكانا في سوق المال المحلي والدولي. (عزالدين خوجة ١٩٩٣)، حيث تجمع بين القدرة علي تنوع محافظ الأوراق المالية التي تكونها والالتزام بضوابط الشريعة الاسلامية، وفي الفترة الاخيرة شهدت صناديق الاستثمار الاسلامية نموا ملحوظا خاصة في منطقة الخليج العربي. (مصطفى أحمد ١٩٩٧)، الا أن الأسواق المالية لتلك المنطقة لم تبرز نجاحا ملحوظا يعكس النجاح الذي حققته صناديق الاستثمار الاسلامية وهو ما دعانا لإجراء هذا البحث.

أهمية البحث:

تتبع أهمية البحث من أهمية الموضوع الذي يتناوله، وهو صناديق الاستثمار الاسلامية ودورها في تنمية وتطوير سوق الأوراق المالية الاسلامية. والتي استطاعت أن تحقق نموا في الفترة الأخيرة محليا ودوليا لما تتميز به من الجمع بين الكفاءة المالية والكفاءة الشرعية.

أهداف البحث:

يهدف البحث الي تحقيق ما يلي:

- ١- التعرف علي صناديق الاستثمار بصفة عامة وصناديق الاستثمار الإسلامية بصفة خاصة من حيث مفهومها - وخصائصها - وأنواعها - ومزاياها - والتحديات التي تواجهها.
- ٢- التعرف علي سوق المال الإسلامي بصفة عامة وسوق الأوراق المالية الإسلامية بصفة خاصة باعتبارها البيئة الملائمة لعمل صناديق الاستثمار وذلك من خلال تعريفها، وأدواتها، وخصائصها، وأهميتها، والتحديات التي تواجهها.
- ٣- ابراز دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية من خلال عرض نماذج عملية لصناديق استثمار إسلامية وتقييم أداء تلك الصناديق.

مجتمع البحث:

يقوم البحث بدراسة السوق المالية السعودية، حيث أنها السوق التي احتوت العدد الأكبر من صناديق الاستثمار الإسلامية في منطقة الخليج والتي شهدت نموا ملحوظا في صناديق الاستثمار الإسلامية.

منهج البحث:

يتبع البحث المنهج الاستقرائي. حيث يتم فيه تجميع البيانات، وتحليلها، واختبار الفروض واستخلاص النتائج.

الإطار النظري

١) صناديق الاستثمار

تتلخص فكرة صناديق الاستثمار في قيام عدد كبير من المستثمرين بتجميع مواردهم وإدارتها بمعرفة مؤسسات مالية لتحقيق مزايا لا يمكن لهم تحقيقها منفردين، فضلا عن أن المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في الصندوق تعتبر أقل من تلك التي قد تواجه من يستثمر أمواله في السوق مباشرة حيث أن ضخامة عدد الأسهم والسندات التي تحويها محفظة الصندوق تخفف من الآثار التي قد يخلفها تراجع أي من الأدوات علي الأداء الكلي للمحفظة الاستثمارية. وفي هذا الجزء سنتناول صناديق الاستثمار بنوعها التقليدية والإسلامية.

١١) صناديق الاستثمار التقليدية

تعريفها:

تعود فكرة صناديق الاستثمار الي النصف الثاني من القرن التاسع عشر، وكان أول تنفيذ لفكرة صناديق الاستثمار في أوروبا وبالتحديد في هولندا سنة ١٨٢٢ ثم بريطانيا سنة ١٨٦٠ ثم إنجلترا سنة ١٨٧٠، إلا أن أول تنفيذ حقيقي للصناديق بمفهومها الحالي كان في الولايات المتحدة سنة ١٩٢٤، كما عرف الشرق الأوسط صناديق الاستثمار وتعتبر البداية الأولى للسعودية سنة ١٩٧٩ تلتها الكويت سنة ١٩٨٥ ثم جاءت مصر والبحرين وعمان سنة ١٩٩٤ ثم المغرب سنة ١٩٩٥ فلبنان سنة ١٩٩٦ وأخيرا الأردن سنة ١٩٩٧.

ويمكن تعريف صناديق الاستثمار بأنها:

محافظة تجمع فيها المدخرات الصغيرة لتكون حجما من الأموال يمكن أن يستفيد من ميزات التنويع والذي يؤدي الي تقليل مخاطر الاستثمار. (حسني المصري ١٩٩٥)

وتؤسس هذه الصناديق علي صفة شركة استثمار تشرف عليها جهات حكومية متخصصة لغرض الرقابة والتوجيه وتقوم هذه الصناديق بجمع الاشتراكات عن طريق اصدار وحدات استثمارية متساوية القيمة عند الاصدار شبيهه بالأسهم.

كما يمكن تعريفها بأنها:

وعاء مالي أو ادخاري يتم تجميع المدخرات فيه واستثمارها في الأوراق المالية بمختلف أنواعها (أسهم، أدوات خزائنة، ودائع بنكية، سندات....) (مني قاسم ١٩٩٥)

وتعرف أيضا بأنها:

أوعية استثمارية تقوم بجمع رؤوس أموال مجموعة من المستثمرين وتديرها وفقا لاستراتيجية وأهداف استثمارية لا يمكن للمستثمر الفرد تحقيقها بشكل منفرد في ظل محدودية موارده المتاحة. (عبد المجيد الصلاحيين ٢٠٠٥)

وتعرف أيضا بأنها:

برنامج استثمار مشترك يهدف الي إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعيا في أرباح البرنامج ويديره مدير الصندوق مقابل رسوم محددة. (مصطفى أحمد ١٩٩٧) وأيضا كان التعريف فان صندوق الاستثمار يشمل مجموعة من الأوراق المالية تختار وفقا لأسس ومعايير محددة تحقق أهداف الصندوق الاستثمارية علاوة علي تحقيق فائدة التنوع للمستثمر بالصندوق التي تؤدي الي خفض مستوى المخاطر الاجمالية للاستثمار.

أنواع صناديق الاستثمار:

تتنوع صناديق الاستثمار وفقا لعدة أسس الي عدة أنواع نتناولها فيما يلي: (منير هندي ١٩٩٩) (صفوت عبد السلام ٢٠٠٥)

• على أساس نوع الاستثمار:

- ١- صندوق استثمار مباشر: ويقوم هذا الصندوق بالاستثمار مباشرة في تأسيس شركات جديدة أو شراء حصص في شركات قائمة أو بإعادة هيكلة شركة خاسرة.
- ٢- صندوق استثمار غير مباشر: يقوم هذا الصندوق بالاستثمار في سوق الأوراق المالية بتكوين محافظ استثمارية من الأسهم والسندات بحسب الغرض من نشاطه وهو ينقسم الي نوعين:

أ- صناديق استثمار مغلقة: تتميز بثبات هيكل رأس مالها وبالتالي فان عدد الأسهم المتداولة لها ثابت ولا يتغير.

ب- صناديق استثمار مفتوحة: وهي صناديق رأس المال المتغير حيث يتغير باستمرار هيكل رأسمالها وكذلك يتغير عدد الأسهم المتداولة للصندوق بالزيادة والنقص كرد فعل لعمليات البيع والشراء لحاملي أسهم الصندوق.

• على أساس الغرض من الاستثمار: (عبد الغفار حنفي ٢٠٠٦)

- ١- صناديق النمو: وهي الصناديق التي تكون بغرض تحقيق مكاسب تؤدي الي نمو رأسمال الصندوق عن طريق تحقق تحسن في القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق.
- ٢- صناديق الدخل: هي تلك الصناديق التي تهدف الي الحصول علي عائد مستمر وعادة ما يعتمد المستثمرون في هذه الصناديق علي العائد منها في مواجهة أعباء معيشتهم ولذلك تشمل محافظ تلك الصناديق تشكيلة من الأوراق المالية أسهم وسندات شركات كبيرة ومستقرة تقوم بالتوزيع للأرباح المتولدة.
- ٣- صناديق الدخل والنمو: وهي صناديق تجمع بين النوعين السابقين وتسمى أحيانا الصناديق المتوازنة.

• على أساس عنصر الأمان: (منير هندي ١٩٩٩)

- ١- صناديق استثمار ذات رأس مال مضمون: وهي تلك الصناديق التي توفر للمستثمر ميزة المحافظة علي رأس ماله حيث تتحمل ادارة الصندوق وحدها الخسائر وذلك مقابل حصولها علي عمولة نسبية معينة اذا تجاوز العائد المحقق رقما معينا.
- ٢- صناديق الاستثمار غير المضمونة: وهي تلك الصناديق التي تكون فيها المخاطرة بالنسبة للمستثمر كبيرة جدا حيث تتعدي الخسارة رأس المال نفسه أو جزء منه.

- **على أساس تكويناتها: (حنفي وقرياقص ٢٠٠٦)**
 - ١- صناديق سوق النقد: تتكون محفظة الأوراق المالية لتلك الصناديق من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل مثل أدونات الخزنة وشهادات الايداع والكمبيالات المصرفية والتي عادة ما تتداول في سوق النقد ويتم انشاء هذه الصناديق من قبل البنوك.
 - ٢- صناديق الأسهم العادية: وتتكون محافظ الأوراق المالية لهذه الصناديق من الأسهم العادية وتعتبر من صناديق الاستثمار متوسطة وطويلة الأجل وتنقسم هذه الصناديق الي عدة أنواع حسب نوعية السهم المستثمر فيه فهناك صناديق تركز على الأسهم التي تصدرها منشآت تنسم بدرجة عالية من النمو وصناديق تركز على الأسهم التي تصدرها المنشآت العاملة في صناعة ما أو منطقة جغرافية معينة أو تتمتع بإعفاء ضريبي.
 - ٣- صناديق السندات: وتتكون محفظة الأوراق المالية لتلك الصناديق من تشكيلة من السندات التي تصدرها المنشآت المختلفة وبعض السندات التي تصدرها الحكومة وتنقسم تلك الصناديق الي عدة أنواع حسب نوع السندات المستثمر فيها فهناك صناديق سندات محلية وصناديق سندات دولية وصناديق سندات خاصة وتعتبر هذه الصناديق من الصناديق متوسطة وطويلة الأجل.
 - ٤- صناديق الاستثمار المتخصصة: تركز هذه الصناديق استثماراتها في محافظ تضم أوراق مالية لصناعات معينة مثل صناعة الكيماويات أو قطاع المصارف أو قطاع التأمين وتستقطب هذه الصناديق المستثمرين المتفائلين بمستقبل صناعات معينة والمستعدين لتحمل المخاطر رغبة في تحقيق عائد أكبر.

مزايا صناديق الاستثمار:

- ترجع أهمية صناديق الاستثمار الي المزايا التي تحققها لمستثمريها والتي تتمثل في: (عبد الغفار حنفي ٢٠٠٤)
- ١- توفر الخبرة الفنية اللازمة: ان صناديق الاستثمار عادة ما تستخدم مستشارين وباحثين متميزين بما يمكنها من ادارة هذه الصناديق بكفاءة عالية وقدرة علي اتخاذ القرار الاستثماري بما يوفر للمستثمر الصغير (الفردى) فرصة الاستفادة من خبرات الادارة المتخصصة الموجودة.
 - ٢- تقليل المخاطر الاستثمارية: من مزايا صناديق الاستثمار قدرتها علي تنويع التشكيلة التي تتكون منها الصناديق بطريقة تسهم في تقليل المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم، كما يمكن التقليل من المخاطرة (بأموال المستثمرين) من خلال التدقيق في تقارير العمليات التي يمولها الصندوق قبل تأسيسه، بالإضافة الي مساهمة المشتري لأسهم صناديق الاستثمار في المشاركة في مشروعات كبيرة بمساهمات صغيرة.
 - ٣- المرونة والملائمة: يحصل المساهم في صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة علي ميزتي المرونة والملائمة، حيث يحق له التحول من صندوق لآخر مقابل رسوم ضئيلة وكذلك حقه في استرداد قيمة أسهمه اذا ما أراد التخلص منها كلياً أو جزئياً، كما يمكنه أيضا ابقاء رأس ماله وسحب العائد فقط أو اعادة استثمار ذلك العائد اذا أراد.
 - ٤- سرعة استثمار رأس المال: ان قيام ادارة صناديق الاستثمار بدراسة الفرص الاستثمارية المربحة في الأسواق قبل الاكتتاب يؤدي الي كفاءة تشغيلية بسبب انتظار الفرص الاستثمارية المناسبة.

مخاطر صناديق الاستثمار:

بالرغم من المزايا العديدة التي تتمتع بها صناديق الاستثمار الا أنه ينجم عنها بعض المخاطر تتمثل في: (حمزة الزبيدي ٢٠٠١)

- ١- المخاطر الناجمة عن تقلبات الأسعار في أسواق المال.
- ٢- انخفاض قيمة الأصول المقومة بالنقد الأجنبي في صناديق الاستثمار عند ارتفاع سعر صرف العملة المحلية.
- ٣- مخاطر أسعار الفائدة والمتمثلة في انخفاض قيمة أدوات الدين الثابت مثل السندات كما أن ارتفاع أسعار الفائدة يؤثر بالسلب على قيمة الأسهم وعدم قدرة الشركات على النمو يسبب تحول المستثمرين من سوق الأسهم إلى سوق السندات.

(٢١١) صناديق الاستثمار الإسلامية

تعتبر ظاهرة صناديق الاستثمار الإسلامية حديثة لا تعود إلا منذ سنوات قليلة، وتعتبر منطقة الخليج العربي القائد في النصيب الأكبر من إجمالي أعداد الصناديق الإسلامية، وأهم ما يميز صناديق الاستثمار الإسلامية عن الصناديق التقليدية هو توجيه مواردها نحو الاستثمارات التي تتماشى مع فكرة الاستثمار الإسلامي، بالإضافة إلى أن صناديق الاستثمار الإسلامية ليست مجرد وسيط مالي كما هو الحال في صناديق الاستثمار التقليدية، بل إن هذه الصناديق بالإضافة إلى ذلك تعتمد على منهج الاستثمار الإسلامي الذي يمزج بين رأس المال والعمل أي أن صناديق الاستثمار الإسلامية تمثل عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط وبين المكتتبين الذين يمثلون أرباب المال والذين يحصلون على وحدات استثمار تمثل حصة شائعة في رأس مال الصندوق، وتقوم الإدارة باستثمارها في مشروعات مختلفة ومتنوعة بالإضافة إلى الاستثمار في الأوراق المالية للشركات التي تتعارض أعمالها مع فكرة الاستثمار الإسلامي. (صفوت عبد السلام ٢٠٠٥)

تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية:

تعرف صناديق الاستثمار الإسلامية بأنها:

تلك الصناديق الاستثمارية التي يلتزم المدير فيها بضوابط الشريعة الإسلامية فيما يتعلق بالأصول والخصوم والعمليات فيه وبخاصة فيما يتعلق بتحريم الفائدة المصرفية، وتظهر هذه الضوابط في نشرة الإصدار التي تمثل الإيجاب الذي بناء عليه يشترك المستثمر في ذلك الصندوق وفي الأحكام والشروط التي يوقع عليها الطرفان عند الاكتتاب. (عزالدين خوجة ١٩٩٣)

كما تعرف بأنها:

ذلك الصندوق الذي تلتزم إدارته بأحكام الشريعة الإسلامية من حيث الأصول المكونة له أو في إدارته، إضافة إلى مراعاة المبادئ والأهداف العامة للصناديق الاستثمارية التقليدية. (صفية أبو بكر ٢٠٠٥)

أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية:

تنقسم صناديق الاستثمار الإسلامية إلى عدة أنواع هي: (هشام جبر ٢٠٠٥) (عطية فياض ١٩٩٧)

١- صناديق الأسهم الإسلامية:

بالرغم من أن صناديق الأسهم قديمة تعود إلى العشرينات من هذا القرن إلا أن صناديق الأسهم الإسلامية لا تعود لأكثر من خمس سنوات، وقد ظهرت تلك الصناديق استجابة لرغبات ذوي الالتزام من المسلمين الذين يحرصون على المباح من الدخل، وصناديق الأسهم العادية هي صناديق يقوم المدير فيها بتوجيه الأموال المتجمعة من اشتراكات المستثمرين التي شراء سلة من أسهم الشركات ويختارها بطريقة تحقق أهداف الصندوق من حيث المخاطرة والعائد، ويشترط في الشركات التي يشتري أسهمها أن يكون أصل مالها وأنشطتها حلال.

لذلك فإن عمل هذا النوع من الصناديق يقوم على مبادئ أساسيين:

الأول: اختيار الشركات التي يكون أساس نشاطها مباح فلا يستثمر في البنوك أو الشركات المنتجة للمواد المحرمة.

الثاني: التقيد بشروط صحة البيع، فلا يشتري أسهم شركة تكون أصولها من الديون.

٢- صناديق السلع:

هذا النوع من الصناديق يكون نشاطه الأساسي شراء السلع بالنقد ثم بيعها بالأجل، ونظرا الي خصوصية عمل الصندوق وضرورة أن تكون المخاطرة فيه قابلة للقياس بدقة وأن يكون بيد المدير ما يمكنه من توجيه الأموال في الصندوق بطريقة تحقق أكبر قدر ممكن من السيولة، اتجهت هذه الصناديق بصفة أساسية الي أسواق السلع الدولية ووجود جهات متخصصة يمكن الاعتماد عليها في تنفيذ عمليات الصندوق بأجر تتوافر فيها الخبرات والقوة المالية، أصبحت تلك الأسواق مكانا مناسباً لعمل صناديق السلع والسلع المقصودة هي السلع الأساسية التي لها أسواق (بورصة منظمة) مثل البترول، الألومنيوم.....

ولصناديق الاستثمار في السلع الإسلامية ضوابط منها أنها تقتصر علي السلع المباحة وتلك التي يجوز شراؤها بالنقد وبيعها بالأجل ويستثني من تلك السلع الذهب والفضة، وتعمل صناديق السلع بالصيغ الآتية:

أ- المرابحة:

يقوم الصندوق بشراء كمية من سلعة الألومنيوم مثلا بالنقد ثم يبيعها الي طرف آخر غير الذي اشتراها منه بالأجل ويكون الأجل قصيرا في الغالب يتراوح بين شهر وستة أشهر، ويستفيد من عمليات التمويل الشركات المتعاملة في أسواق السلع وتعتبر أصول هذه الصناديق ديون تتعلق بذمة العملاء الذين اشتروا هذه السلع ويتحدد مقدار المخاطرة بالتصنيف الائتماني للمدين ولذلك يمكن لمدير الصندوق التحكم بمقدار المخاطرة بحيث تكون عند المستوي الذي يرغبه المستثمرون.

ب- السلم:

السلم بيع يؤجل فيه قبض المبيع ويعجل فيه قبض الثمن وهو من البيوع الجائزة ومن شروطه أن يكون في سلعة قابلة لأن تكون موصوفة في الذمة فلا يجوز في معين ولا فيما لا يقدر علي تسليمه في الأجل وأن يدفع الثمن كاملا في مجلس العقد وتحديد أجل ومكان التسليم، ومن السلع التي تدخل في هذه الصيغة القمح، الشعير، الزيوت.....

ج- التأجير:

عقد التأجير من العقود التي تقدم امكانيات تمويلية متميزة يمكن أن تكون بديلا للقروض وتغطي حاجة التمويلين دون الاضطرار الي المعاملات الربوية، وعقد الاجارة هو عقد محله منافع أصل قادر علي توليد هذه المنافع كالمسكني للمنزل والنقل للسيارة، فهو من باب بيع المنافع ولذلك يشترط فيه ما يشترط في عقد البيع من أركان لصحته، ويعتمد عمل صناديق التأجير علي امتلاك الصندوق للأصول المؤجرة مثل المعدات والسيارات والعقارات.

وتختلف الصناديق باختلاف عقود الإيجار لأصول الصندوق فبعضها يقوم علي عقد الإيجار المعتاد وهنا يتحمل الصندوق مخاطرة ثمن الأصول عند انتهاء العقود، وربما كان علي صفة الإيجار المنتهي بالتمليك وفي هذه الحالة تغطي الإيرادات قيمة الأصل كاملا.

د- المأمون:

تقوم فكرة صناديق المأمون علي الاستجابة لرغبات كثير من المستثمرين الذين يحبون الجمع بين الأرباح العالية والمخاطر المتدنية.

مزايا صناديق الاستثمار الإسلامية:

- ١- تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية بعدة مزايا هي: (أحمد الحسني ١٩٩٩) (مصطفى أحمد ١٩٩٧)
 - ١- دورها الهام في نقل رؤوس الأموال بين المجتمعات الإسلامية وتدل الاحصاءات علي كبر حجم رؤوس الأموال في العقدين الماضيين التي تم تداولها عن طريق تلك الصناديق والتي قدرت بحوالي (٤٠٠) مليار دولار.
 - ٢- توفر لكثير من المستثمرين الذين يجدون حرجا في التعامل مع البنوك التقليدية لما يشوبها من حرمة التعامل في أنشطة غير مشروعة.

- ٣- سهولة انشاء صندوق استثمار اسلامي من حيث الاجراءات القانونية مقارنة بإنشاء بنك اسلامي.
- ٤- توفر لأصحاب الأموال فرصة تحمل مخاطر العمل الاستثماري مباشرة بدلا من توسط المصارف.
- ٥- قبولها عالميا خاصة بعد المتغيرات الحادة التي طالت الصناديق التقليدية جراء الأزمة المالية سنة ٢٠٠٨.

مخاطر صناديق الاستثمار الاسلامية:

تتمثل المخاطر التي تتعرض لها صناديق الاستثمار الاسلامية فيما يلي: (عبد الستار أبو غدة ١٩٩٧)

- ١- ان كثيرا من هذه الصناديق لايزال غير متوافق مع المتطلبات الأساسية الشرعية.
- ٢- تساهم القيود الشرعية الواجب مراعاتها في هذه الصناديق في التأثير علي جانب المنافسة في السوق المالي.
- ٣- محاولة كثير من صناديق الاستثمار الاسلامية تجاوز بعض الضوابط الشرعية باللجوء الي التعامل بالهامش الربحي أو البيع علي المكشوف.
- ٤- مساهمتها السلبية في تمويل التنمية في الدول الاسلامية لأنها تتوجه نحو أسواق المال في الدولة المتقدمة وتحرم منها الدول الاسلامية.

التحديات التي تواجهها صناديق الاستثمار الاسلامية:

واجهت صناديق الاستثمار الاسلامية عدة تحديات نذكر منها ما يلي: (مؤتمر البحرين ٢٠١١) (أشرف دوابه ٢٠٠٦)

- ١- ضعف الثقة بالاقتصاد العالمي والمؤسسات المالية عموما.
- ٢- الاقبال الكثيف من المؤسسات المالية الربوية والحكومات الأجنبية علي استقطاب الأموال تحت مسميات اسلامية بحيث تنتهي هذه الأموال في النظام المالي الربوي الذي وجد التمويل الاسلامي بديلا عنه.
- ٣- ضعف الامكانيات الفنية والبشرية لدي المؤسسات المالية الاسلامية لتشغيل أموال الصناديق التي تديرها بشكل كفو ومنافس للمؤسسات المالية الربوية.
- ٤- اتباع المصارف الاسلامية للتقنيات والمنتجات الغربية أكثر من اعتمادها علي وضع منتجات محلية شرعية.

٢) الأسواق المالية

الأسواق المالية شأنها شأن الأسواق الأخرى التي توفر نظاما لتبادل الخدمات أو المنتجات أو كليهما معا، عن طريق الجمع بين طرفين أحدهما محتاج للخدمة والآخر منتج لهذه الخدمة. فالأسواق المالية بوجه عام هي الوسيط الذي يعرض المدخرون الراغبون في الاستثمار. من خلاله مدخراتهم اما مباشرة أو من خلال وسطاء علي مؤسسات الأعمال وأصحاب المشروعات والاشخاص الذين يريدون اقتراض هذه الأموال.

وفي هذا الجزء سوف نعرض الأسواق المالية بشقيها التقليدي والاسلامي كلا على حدي.

١١٢) الأسواق المالية التقليدية

❖ تعريفها:

تعددت التعاريف الواردة بشأن الأسواق المالية نذكر منها ما يلي:

تعرف الأسواق المالية بأنها:

الاطار أو النظام الذي تتجمع فيه طلبات الشراء والبيع للأدوات المالية والتي يؤدي تنفيذها الي تحريك عمليات التداول في الأسواق المالية، ويعتبر وجود الأسواق المالية من الشروط الضرورية لإتمام المبادلات المالية بسرعة وسعر عادل. (عبد الغفار حنفي ٢٠٠٦) كما عرفت بأنها:

الاطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة والتي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة الي الأموال لغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توافر قنوات اتصال فعالة. (أمين حسن ٢٠٠٧) عرفت أيضا بأنها:

الميكانيكية التي نشأت لتسهيل عمليات تبادل الأصول المالية. (وسام ملاك ٢٠٠٣) من خلال ما سبق من تعريفات يمكن استخلاص عدة حقائق حول الأسواق المالية:

- ١- أن السوق المالي يستمد مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام.
- ٢- أن السوق المالي هو الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق.
- ٣- بورصة الأوراق المالية هي أحد أهم أجهزة السوق المالية، فيها يتم التقاء العرض بالطلب من خلال وسيلة من وسائل الاتصال المألوفة واجراء التعامل بالأوراق المالية في اطار توفر شروط محددة ووفقا لقواعد ونظم معينة.
- ٤- من الأركان الرئيسية في السوق المالي الوسيطاء وصناع السوق وقنوات الاتصال التي تقوم علي تسهيل عمليات اتصال البائعين بالمشتريين.

الشروط الواجب توافرها لإقامة الأسواق المالية:

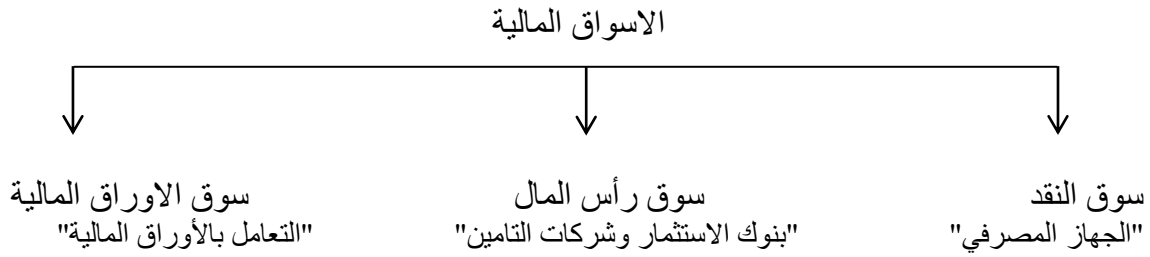
يتطلب انشاء سوق مالي توفر عدة شروط تتمثل في: (جيهان جمال ٢٠٠٩) (عبد المجيد المهيلمي ٢٠٠٦)

- ١- زيادة عدد المؤسسات المالية: حيث تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد وتقوم هذه المؤسسات بعمليات الاقراض الي المستثمرين من أجل قيام مشاريعهم.
- ٢- تحويل المدخرات الي استثمارات: تعتبر السوق المالي من أهم الأدوات التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات الي استثمارات وذلك لكون هذا السوق مجالا لاستثمار أموال الأفراد في شراء الأوراق المالية التي تمثل حصصا من رأس مال مؤسسات صناعية أو تجارية أو عقارية.
- ٣- انشاء بورصات للأوراق المالية: حيث تعتبر بورصات الأوراق المالية من أجهزة الادخار والاستثمار الهامة في الدول ذات الحرية الاقتصادية أو ذات الاقتصاد المختلط حيث يلعب كلا من القطاع العام والقطاع الخاص دوره في هذا الشأن.

- ٤- الاهتمام بوسائل الاعلام ومراقبتها: تكوين الشركات أو طرح الأسهم والسندات لا بد أن يكون مصحوبا بإعلان مناسب حتي يعلم كل مستثمر وكل مدخر الفرصة التي قد تحتاج لتوظيف أمواله ولا بد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الاعلانات حتي نحافظ علي مصلحة صغار المدخرين وحتى تكون هذه الاعلانات ذات صبغة جديده.
- ٥- وجود حد أدني من الاستقرار السياسي داخل الدولة: يعتبر هذا الشرط من أهم العوامل لجذب رؤوس الأموال وتحويلها من مدخرات خاصة الي استثمارات طويلة الأجل.

سوق الأوراق المالية:

تعد سوق الأوراق المالية أحد عناصر سوق المال بجانب العنصرين الآخرين سوق النقد وسوق رأس المال.



تعريف سوق الأوراق المالية:

تعرف سوق الأوراق المالية بأنها:

عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق اما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال. (منير هندي ١٩٩٩)

كما تعرف سوق الأوراق المالية "البورصة" بأنها:

سوق مخصص لبيع وشراء الأوراق المالية ومد المؤسسات الاستثمارية (بنوك استثمار- وسطاء، سماسرة) الذين يقومون بتنفيذ و اتمام صفقات التبادل لتلك الأوراق. (طارق حماد ١٩٩٨)

أقسام سوق الأوراق المالية:

تنقسم سوق الأوراق المالية الي: (عبد الغفار حنفي، السيدة عبد الفتاح ٢٠١٠)

أ- السوق الأولي: ويسمى بسوق الاصدار وهو الذي يتم فيه طرح الاصدارات الجديدة من الأوراق المالية.

ب- السوق الثانوي: ويسمى بسوق التداول وهي التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بيعا وشراء والتي سبق طرحها في سوق الاصدار.

العناصر الأساسية لسوق الأوراق المالية:

يمكن استنتاج العناصر الأساسية لسوق الأوراق المالية فيما يلي: (طارق حماد ١٩٩٨)

- ١- الأوراق المالية: (الأسهم والسندات) وهي السلعة التي يتم تداولها في السوق.
- ٢- المتعاملون: البائعون والمشترون والسماسرة والمؤسسات والهيئات والشركات المرتبطة بعمليات تداول الأوراق المالية.
- ٣- المعلومات: وتمثل محركات ومؤشرات اتخاذ قرارات الشراء والبيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية بمعرفة المستثمرين الحاليين والمرقبين.

كفاءة سوق الأوراق المالية:

تعرف سوق الأوراق المالية الكفاء بأنها:

السوق التي تكون في حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيها مساوية تماما لقيمتها الحقيقية وتتحرك بطريقة عشوائية دون امكانية السيطرة عليها. (جون ميرفي ٢٠٠٤)

وهذا يعني أن هناك علاقة قوية بين أسعار الأوراق المالية والمعلومات والبيانات المتعلقة بهذه الأوراق، هذه العلاقة تعكس كفاءة السوق. فسوق الأوراق المالية يكون كفيء عندما تعكس القيمة الحقيقية الواقعية لتلك الأوراق ولن يتحقق ذلك الا بوجود عدة شروط منها: (منير هندي ١٩٩٤)

- ١- وجود متعاملين علي قدر كبير من المعرفة العلمية والعملية بما يؤدي الي عدم تأثير تصرفات بعضهم علي أسعار الأوراق المالية.
- ٢- معلومات متوفرة للجميع وتكلفة الحصول عليها قليلة.

- ٣- أن يتحدد سعر الورقة المالية بناء على أساس معلومات صحيحة وليس على أساس الشائعات.
- ٤- إمكانية وصول المعلومات لكل المتعاملين عن سعر الورقة في نفس اللحظة.
- ٥- أن تتحرك الأسعار بصورة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها من قبل المتعاملين.
- ٦- للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريد من الأوراق المالية بسهولة ودون شروط.
- ٧- اتصاف المستثمرين المتعاملين في سوق الأوراق المالية بالعقلانية أي الرشد.
- ٨- عدم وجود قيود على التعامل في سوق الأوراق المالية.
- ٩- توفر الحماية ضد المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر.
- ١٠- توفر كافة الآليات التي تمكن من اصلاح أي خلل في التسعير وهو ما يعرف بكفاءة التشغيل.

ومفهوم الكفاءة مفهوم نسبي وليس مطلق لذلك تقسم الكفاءة الي ثلاث مستويات هي:

• **المستوي الضعيف:**

ويحدث عندما تكون أسعار الأسهم تسير بصورة عشوائية أي لا يوجد علاقة بين سعر الورقة في الماضي وسعرها في المستقبل.

• **المستوي شبه القوي:**

عندما يعكس سعر الورقة في المستقبل المعلومات الماضية والحالية المنشورة والمعلنة عنها.

• **المستوي القوي:**

عندما يعكس سعر الورقة في المستقبل المعلومات الماضية والحالية المعلنة وغير المعلنة والمتمثلة في توقعات المستثمرين.

أهمية سوق الأوراق المالية:

تتجلى أهمية سوق الأوراق المالية في جملة من المهام التي تؤديها في اقتصاديات الدول التي تتواجد بها والتي تنعكس من خلال الأدوار التي تلعبها هذه السوق اذا ما توفرت لها البيئات المناسبة لعملها والتي يمكن اجمالها فيما يلي: (راشد التميمي، أسامة سلام ٢٠٠٤)

- ١- تمثل سوق الأوراق المالية القناة التي يتم من خلالها تدفق الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض للوحدات التي تعاني من عجز، أي أنها تقوم بدور الوسيط بين عارضي الأموال وطالبيها لغرض تحقيق التوازن المالي المطلوب داخل الاقتصاد ويتم ذلك التوفيق بين الطرفين من خلال نقل الأموال بينهما بواسطة الأوراق المالية المعتمدة في السوق.
- ٢- تلعب سوق الأوراق المالية دورا في ايجاد السيولة الكافية للمدخرين (المستثمرين) عند رغبتهم في تسهيل استثماراتهم في الأوراق المالية من خلال إمكانية تحويل الاستثمارات طويلة الأجل الي أصول سائلة بسهولة ويسر وسعر مناسب اذا ما رغبوا في استرداد مدخراتهم أو أرادوا تغيير محافظ أوراقهم المالية، كما أن السيولة التي توفرها هذه الاسواق تجعل الاستثمارات أقل مخاطرة وأكثر ربحية مما يؤدي الي زيادة الاستثمارات.
- ٣- توفير فرص لجذب رؤوس الأموال الأجنبية المباشرة.
- ٤- توفير درجة عالية من المرونة في نظام الائتمان وذلك بمساهمتها في تحقيق الضغط على موارد الجهاز المصرفي وزيادة الائتمان في الخارج وبالتالي التخفيف من تأثيرات ارتفاع الاسعار "التضخم" التي يمكن أن تحدث نتيجة للتوسع في منح الائتمان.
- ٥- مراقبة الاستثمارات من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة التغيرات في أسعار الأوراق المالية، أي أن أسعار هذه الأوراق مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية.

٦- تحقيق صالح كل من البائع والمشتري من خلال الحصول علي القيمة الحقيقية للأوراق المالية.

٢١٢) السوق المالية الإسلامية

نتيجة لأن السوق المالية احدي اجهزة الوساطة المالية الهامة في الاقتصاديات المعاصرة، لذا اهتم الباحثين في الاقتصاد الاسلامي بهذه السوق وذلك من خلال استحداث أدوات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية تمكن جمهور المتعاملين المسلمين من التعامل بهذه الأسواق والاستفادة من فوائدها. وهو ما أوصي به كل من المؤتمر الثالث للمصارف الإسلامية بدبي سنة ١٩٨٥، والمؤتمر الأول للبنوك الإسلامية في اسطنبول سنة ١٩٨٦، وندوة خطة الاستثمار في البنوك الإسلامية بالأردن سنة ١٩٨٧، وندوة اسهام الفكر الاسلامي في الاقتصاد المعاصر بالقاهرة سنة ١٩٨٨ والندوة الأولى للأسواق المالية بالرباط سنة ١٩٨٩. وتم تنفيذه فعلياً في ماليزيا سنة ١٩٩٤ حيث انشأت أول سوق راس مال اسلامية، كما أتفق علي انشاء سوق مالية اسلامية دولية في البحرين سنة ٢٠٠٢.

تعريف السوق المالية الإسلامية:

تعرف السوق المالية الإسلامية بأنها:

ذلك الاطار أو المجال الشرعي الذي يتم فيه اصدار الأدوات المالية المتوافقة والشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز ثم اقتنائها وتداولها عبر قنوات ايصال فعالة بين أصحاب الفائض بصورة منظمة ومراقبة من طرف الهيئة الشرعية للسوق وذلك من أجل تثمير الأموال في اطار شرعي. (أحمد محي الدين ١٩٩٥)

خصائص السوق المالية الإسلامية:

- يمكن تحديد الخصائص المميزة للسوق المالية الإسلامية فيما يلي: (سمير رضوان ١٩٩٦)
- ١- أنها سوق تقل فيها المضاربة علي أسعار الأوراق المالية بدرجة كبيرة نتيجة لحظر الشريعة لكثير من المعاملات التي تعتبر محلاً لعملية المضاربة.
 - ٢- أنها سوق تعني بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ لما في الأول من متابعة لضوابط الاصدار ولما في الثاني من ضوابط التداول.
 - ٣- أنها سوق تشكل أدوات الملكية السمة البارزة له.
 - ٤- أنها سوق لا تتحكم بها الاحتكارات والرشاوي ولا المعلومات المضللة والهامشية في تحديد أسعار الأوراق فيها.
 - ٥- تعتبر متنفس اسلامي لأصحاب الفائض من الأموال من أفراد ومؤسسات ولما تحقق لهم من معني لتثمير أموالهم.

أدوات السوق المالية الإسلامية:

أدوات السوق المالية متنوعة نذكر منها: (سامي حمود ١٩٩٦)

- ١- أدوات المشاركة: وهي سندات المشاركة المستمرة والمتناقصة حيث يقوم المتعاملين بإبرام عقد مشاركة تتمثل في سندات يمثل كل سند حصة أو سهم مشاركة في رأس مال مشروع ويتم تعيين هيئة لإدارة المشاركة بحسب شروط نشرة الاصدار مع الأخذ بعين الاعتبار الشروط الشرعية لعقد المشاركة ويتم تداول هذه الحصص في السوق المالي الإسلامي وتحديد نوع المشاركة اذا كانت مستمرة أو متناقصة وذلك لقاء عائد فعلي حقيقي حسب نتيجة المشروع من ربح أو خسارة.
- ٢- أدوات البيوع: وهي (المرابحة، السلم، الاستصناع) حيث تقوم جهة معينة في السوق المالي بإصدار سندات بيوع يمثل كل سند حصة في رأس مال المشروع لتمويل السلع والبضائع الحالة كما في المرابحة والمؤجلة كما في السلم والاستصناع وذلك لقاء عمولة لهذه الجهة التي تتولي متابعة المستحقات وتوزيع الأرباح الفعلية لأصحاب السندات أو الأسهم.

٣- أدوات المنافع: وهي سندات الاجارة التي تقوم علي أساس عقد الاجارة المعروف في الفقه الاسلامي حيث تقوم جهة معينة تملك عقارات مؤجرة تدر دخلا بشكل منتظم بإصدار سندات اجارة للتداول بين المتعاملين ويمثل كل سند حصة في ملكية العقار يستحق حامله بحسب نصيبه في هذا العقار جزء من الايراد المتحقق أو تقوم جهة معينة بشراء أصول ثابتة مثل معدات أو سيارات وتقوم بإصدار سندات تمثل مجموعها رأس مال هذه الأصول وتقوم بإدارتها من تأجير وصيانة وتأمين لقاء عمولة ومن ثم تحويل صافي المتحقق لحاملي السندات أو الأسهم.

أهمية السوق المالية الإسلامية:

ان الهدف من اقامة سوق مالية اسلامية هو تحقيق ما يلي: (وهبه الزحيلي ١٩٩٠) (محمد عبد الحليم ٢٠٠٩)

- ١- المساهمة في تنشيط وتنمية التمويل الاسلامي للمشروعات الاسلامية متوسطة وطويلة الأجل وذلك بتيسير وتنظيم ضمانات شرعية مناسبة لعمليات شراء وبيع الأوراق المالية الاسلامية وفقا للأسعار الجارية. فعلي المستوى الجزئي يتضمن تحقيق هذا الهدف العملي بقاعدة رفع المشقة وجلب التيسير للمتعاملين في الأوراق المالية، كما يتضمن حمايتهم من عواقب الجهالة والغبن والوقوع في أيدي بعض الوسطاء الاحتكاريين، أما علي المستوى الكلي فيتضمن تحقيق هذا الهدف المساهمة في بناء الاقتصاد الاسلامي داخليا وبالتالي القضاء علي التبعية الاقتصادية التي تعاني منها الدول الاسلامية حاليا.
- ٢- تنمية السلوك الاستثماري الرشيد لدي المتعاملين من خلال نشر معلومات كافية عن المراكز الاقتصادية والمالية الحقيقية للمشروعات أو الشركات الاسلامية التي تتداول أوراقها في السوق وتحقيق هذا الهدف الذي يركز علي قاعدة (الدين النصيحة) يسهم في تحقيق هدف أفضل استخدام ممكن للموارد الاقتصادية في الأجل الطويل.
- ٣- حماية المتعاملين في الأوراق المالية والمؤسسات والشركات المصدرة لهذه الأوراق والنشاط الاقتصادي للمجتمع الإسلامي من المضاربات السعرية غير الرشيدة وغير الشرعية وذلك من خلال نشر دراسات تقديرية عن الاتجاهات السعرية للأوراق المالية المتداولة، أما حماية السوق والنشاط الاقتصادي الإسلامي من هذه المضاربات فيكون عن طريق منع جميع أسبابها المؤدية اليها ومن بينها النجش.

الشروط الواجب توافرها لنجاح سوق مالية إسلامية:

لكي تؤدي السوق المالية الإسلامية الأهداف السابقة لابد من توافر عدة شروط أهمها: (محمد القرني ١٩٩٣)

- ١- أن تكون الشريعة الاسلامية مصدر أي قوانين أو لوائح ضرورية لتنظيم وادارة نشاط السوق والرقابة عليها وفرض الأحكام التأديبية اللازمة في حالة المخالفات.
- ٢- الالتزام بمبدأ حرية الدخول الي السوق وحرية التعامل فيها وعلي ذلك لا يصح فرض أي قيود تمنع أي مسلم عاقل من ممارسة أعمال السمسرة (الوساطة المالية) أو البيع والشراء في السوق، والالتزام بهذا المبدأ يعني في الواقع منع قيام أية احتكارات أو تكتلات من قبل السماسرة.
- ٣- منع تداول أية أوراق مالية الا بعد التأكد من خلوها من الربا في قليل أو كثير أو أنها لن تستخدم في تمويل مشروعات محرمة أو ضارة بالمسلمين وأنها صدرت من قبل شركات أو هيئات ذات سمعة محمودة في الأوساط الاسلامية والاقتصادية أو عن طريق بعض البنوك الاسلامية المعروفة.

٤- وجود قواعد ولوائح ناظمة للنشاط وكفيلة بتحقيق سلامة معاملات التداول ال مالي من الجهالة والغش والغبن وحماية السوق من حمي المضاربات السعرية بصفة عامة وقطع دابر المضاربات السعرية غير الشرعية بصفة خاصة.

التحديات التي تواجه السوق المالية الإسلامية:

ان الأسواق المتعلقة بالصكوك المالية الإسلامية والسندات الحكومية المحلية لاتزال ضحلة، والسوق المالية الإسلامية الدولية حديثة العهد وهذا يرجع الي عدة أسباب منها: (عبد الرحيم الساعاتي ٢٠٠٨)

- ١- عدم وجود الخبرات الفنية الكاملة خاصة فيما يتعلق بالمحللين الماليين للأسواق والاستثمارات المباشرة.
- ٢- هناك اختلافات بين لجان ومجالس الرقابة الشرعية من بلد لآخر وربما كان من مصرف لآخر في بعض الأحيان داخل البلد الواحد.
- ٣- عدم اصدار صكوك عالمية وذلك لعقبات فنية مرتبطة في معظمها بالتصنيف المالي والمخاطر التي ترتبط في معظمها بالمصارف الإسلامية.
- ٤- لاتزال أسواق المال الإسلامية في حاجة لمزيد من المنتجات الإسلامية المبتكرة والمجازة شرعياً.
- ٥- ان الأنظمة الضرائبية وقوانين ولوائح الاستثمار باختلافاتها من بلد لآخر واطافة لذلك انخفاض نسبة الشفافية قد أثرت سلبا علي تعاملات المصارف الإسلامية في أسواق المال المحلية والعالمية.
- ٦- الاختلافات الفقهية بين الشرق الأوسط والشرق الأقصى خاصة ماليزيا مما أعاق وصولها الي دول المشرق العربي وذلك لتبنيها بعض الآراء الفقهية التي خالفت فيها رأي المجامع الفقهية وجماهير أهل العلم في هذا العصر.

٣) فاعلية صناديق الاستثمار الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية

ان توفر سوق مالية اسلامية متطورة يتطلب وجود مؤسسات مالية اسلامية تستفيد من نتائج الهندسة المالية وفق المنهج الاسلامي في ابداع وابتكار الطرق والعمليات التمويلية التي تضمن لهذه المؤسسات التميز في تقديم أدواتها المالية وتحقق لها التميز علي المؤسسات المالية التقليدية هذا من جهة، ومن جهة أخرى ضمان تدخل فعال لها في الاسواق و عملية اصدار مجموعة متنوعة من الصكوك وتداولها في السوق المالية الإسلامية تمثل تغيراً جوهرياً في الهيكل التمويلي للمؤسسات الإسلامية يمكنها من استيعاب المدخرات علي مختلف رغبات أفرادها والتوفير الملائم للاحتياجات التمويلية للمشروعات مما يساهم في تقويم مسار المؤسسات الإسلامية "الصناديق الاستثمارية الإسلامية"

وفي هذا الجزء سنتناول دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تطوير سوق الاوراق المالية الإسلامية، من خلال عرض نماذج عملية لصناديق استثمار اسلامية، مع تقييم أداء هذه الصناديق.

١١٣) نماذج عملية لصناديق استثمار اسلامية

شهدت صناديق الاستثمار الإسلامية نموا ملحوظا منذ سنة ٢٠٠٢ نتيجة لارتفاع مستوي السيولة وتغير استراتيجية الاستثمارات ونضج أسواق المال وذلك بشكل خاص في منطقة الخليج التي طبقت تلك التجربة وبرزت نجاحا كبيرا فيها باعتبارها تضم (٢٩%) من اجمالي تلك الصناديق في حين أن أوروبا وأمريكا الشمالية تضمان (١٥%) من العدد الاجمالي للصناديق وتضم آسيا (٣٤%) أما الباقي فتمتلكه بقية الدول علي رأسها مصر وباكستان، وتبلغ حصة ماليزيا وحدها (٢٢%) بواقع (١٩٤) صندوق وتمثل المرتبة الأولى في ملكيتها لتلك الصناديق، تتبعها السعودية في المرتبة الثانية بنسبة (١٨%) بواقع (٢٠٠) صندوق سنة ٢٠١٢ تمثل (٦٧%) من مجموع

الصناديق الاستثمارية المسجلة بالمملكة، ثم تلتها الكويت في المرتبة الثالثة بنسبة (١٠%) فالبحرين بنسبة (٦%).
وفيما يلي سنتناول نماذج عملية لصناديق استثمار اسلامية تعمل في السوق المالية السعودية باعتبارها السوق الأكبر من حيث عدد صناديق الاستثمار الاسلامية.

النموذج الأول) صناديق شركة التوفيق:

تعتبر شركتا التوفيق للصناديق الاستثمارية والامين للأوراق المالية والصناديق الاستثمارية وهما احدا مجموعة دلة البركة المملوكة للشيخ صالح كامل، من أولي الشركات المؤسسة لصناديق استثمار اسلامية فقد تم انشاؤها سنة ١٩٨٧ برأس مال ٢ بليون دولار أمريكي.^(١)
وقد أنشأت شركة التوفيق عدة صناديق استثمار اسلامية يأتي علي رأسها صندوق التوفيق للأسهم الاسلامية وبياناته كالتالي:
اسم الصندوق: صندوق التوفيق للاتصالات العربية.

الاسم المختصر: AATELF

هدف الصندوق: يهدف الصندوق الي تحقيق نمو رأسمالي طويل الأجل مع التقيد بأحكام الشريعة الاسلامية من خلال الاستثمار بشكل فعال في أسهم مدرجة وغير مدرجة في أسواق الأسهم وأوراق مالية ذات علاقة بشركات الاتصالات وشركات البنية الأساسية المؤسسة والعاملة في الشرق الأوسط وأفريقيا وفقا للتوجهات الشرعية.

نوعه: صندوق مفتوح.

المدير: التوفيق المالية.

البلد: المملكة العربية السعودية.

تاريخ التأسيس: ٢٦ / ٤ / ٢٠٠٥

العملة: دولار امريكي.

رأس المال: ١٠٠ مليون دولار.

سعر الوحدة: ١٠٠ دولار بحد أدنى ١٥ ألف دولار للأفراد و ١٠٠ ألف دولار للشركات.

النموذج الثاني) صناديق الراجحي:

اسم الصندوق: صندوق الراجحي لاسم البتروكيماويات والاسمنت.

الاسم المختصر: Petro cement Rajhi

مدير الصندوق: الراجحي المالية، مصرف الراجحي.

تاريخ التأسيس: ٢ / ١٢ / ٢٠٠٧

فئة الصندوق: الأسهم.

بلد الصندوق: المملكة العربية السعودية.

نوع الصندوق: مفتوح.

هدف الصندوق: توفير فرص استثمارية ملائمة للمستثمرين من الافراد والشركات الذين يهدفون الي تنمية رؤوس اموالهم من خلال الاستثمار طويل الاجل في اسهم شركات قطاعي البتروكيماويات والاسمنت المدرجة في سوق الاسهم السعودية (تداول).

^(١) من الجدير بالذكر أن شركة التوفيق هي من أوائل المؤسسات المالية التي ابتكرت المنتجات الاستثمارية الاسلامية المتميزة من خلال البحث عن الفرص الاستثمارية الناجحة التي تحقق لعملائها العائد الجيد والتي وصل عددها الي اكثر من ٣٨ صندوق ومنتجا استثماريا تجاوزت اصولها ٣ مليارات دولار امريكي والتي تغطي مختلف فئات الاصول والتي تشمل الاسهم والعقارات والصكوك والشركات الناشئة والتأجير واعادة الاعمار.

سياسة الصندوق: يعمل الصندوق بشكل رئيسي في قطاعي البتروكيماويات والاسمنت في سوق الأسهم السعودي ويستثمر بالشركات الملتزمة في تعاملاتها بأحكام الشريعة الإسلامية وقد يستثمر الصندوق في قطاعات أخرى بنسبة لا تتجاوز ١٥% كحد أقصى من القيمة الصافية.

النموذج الثالث) صناديق الأهلي:

اسم الصندوق: صندوق الأهلي لأسهم الشركات السعودية المتوسطة.
 مدير الصندوق: الأهلي كابيتال، الأهلية المالية
 تاريخ الانشاء: ٥ / ٨ / ٢٠٠٨
 بلد الصندوق: المملكة العربية السعودية.
 فئة الصندوق: الأسهم المحلية.
 الاكتتاب: للمواطنين والأجانب.
 نوع الصندوق: مفتوح ومتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.
 هدف الصندوق: يستثمر الصندوق بشكل أساسي في الشركات السعودية ذات القيمة السوقية التي تتراوح من ٣، ٥٠ مليار ريال وهي الشركات متوسطة الحجم ويهدف الي تحقيق الارتفاع في رأس المال علي المدى الطويل.

النموذج الرابع) صندوق جدوي:

اسم الصندوق: صندوق جدوي لمؤشر الأسهم السعودية.
 مدير الصندوق: جدوي للاستثمار.
 الاسم المختصر: SaudiIndex
 العملة: الريال السعودي.
 فئة الصندوق: الاسم المحلية.
 تاريخ التأسيس: ٢٩ / ٦ / ٢٠٠٨.
 الحد الأدنى للاشتراك: ٥٠.٠٠٠ ريال سعودي، سعر الوحدة ١٠٠ ريال.
 هدف الصندوق: تنمية رأس المال علي المدى الطويل من خلال الاستثمار في الأسهم الخليجية بنسب مماثلة لأوزان الشركات المكونة لمؤشر اس أند بي المركب للأسهم السعودية المتوافقة مع أحكام الشريعة.
 يعتمد هذا الصندوق علي مؤشر الاسهم السعودية ويتبع استراتيجية غير نشطة من خلال تتبع أداء مؤشر ستاندرد أند بورز للأسهم السعودية المتوافقة مع الضوابط الشرعية ويسعي الصندوق الي تحقيق أداء المؤشر الارشادي من خلال الاستثمار في الأسهم المدرجة بالمؤشر ومن خلال الاحتفاظ بكل سهم بنفس نسبته وقيمة السهم في المؤشر.

٢١٣) تقييم أداء صناديق الاستثمار

شهدت صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية قبولاً عالمياً متزايداً خلال الفترة الماضية خاصة بعد المتغيرات التي طالت الصناديق التقليدية جراء الأزمة المالية سنة ٢٠٠٨. واكتسب قطاع صناديق الاستثمار الإسلامية اهتماماً كبيراً علي الصعيد الدولي، في ظل تزايد عدد الجهات المصدرة والمستثمرين الدوليين الذين يسعون وراء الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. وفي هذا الجزء سوف نركز التقييم علي الصناديق الاستثمارية الإسلامية العاملة في السوق المالية السعودية. باعتبارها السوق الأولى في ملكيتها لصناديق الاستثمار الإسلامية في المنطقة العربية.

أداء صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية:

نشأت السوق المالية في السعودية ببدايات غير رسمية في الخمسينات واستمر الوضع كذلك الي أن وضعت الحكومة التنظيمات الأساسية للسوق في الثمانينات وبموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم (٣٠) بتاريخ ١٤٢٤/٦/٢ تأسست هيئة السوق المالية وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي واداري وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء.

وتتولي الهيئة الاشراف علي تنظيم وتطوير السوق المالية واصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق وزيادة الثقة به والتأكد من الافصاح الملائم والشفافية للشركات المساهمة المدرجة في السوق وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية من الاعمال غير المشروعة في السوق. وتتمتع الهيئة بعدة صلاحيات تتمثل في:

- تنظيم وتطوير السوق المالية وتنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية.
 - حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة وغير السليمة التي تنطوي علي احتيال أو خداع أو التداول بناء علي معلومات داخلية.
 - العمل علي تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية في معاملات الأوراق المالية.
 - تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بتعاملات الأوراق المالية.
 - تطوير وتنظيم ومراقبة اصدار وتداول الأوراق المالية.
 - تنظيم ومراقبة أنشطة الجهات الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية.
 - تنظيم ومراقبة الافصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها.
- وقد نص نظام السوق المالية علي انشاء السوق المالية السعودية كشركة مساهمة وهي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة.
- وقد تم انشاء شركة السوق المالية السعودية (تداول) كشركة تقدم خدمات مالية شاملة ومتنوعة وتنافس علي المستوى العالمي، حيث أن رسالتها هي تقديم منتجات وخدمات الأسواق المالية بكل كفاءة وفاعلية.

تطور أداء الصناديق الاستثمارية في السوق المالية السعودية:

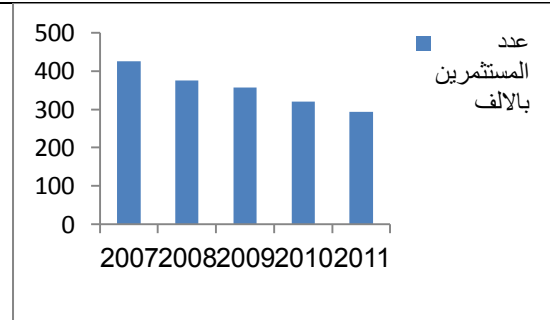
الجدول التالي يعرض تطور أداء سوق الاوراق المالية السعودية نتيجة وجود صناديق الاستثمار من خلال عدة مؤشرات أهمها عدد الصناديق الاستثمارية وأنواعها وعدد المستثمرين في هذه الصناديق وحجم أصولها:

جدول رقم (١) تطور أداء سوق الاوراق المالية السعودية خلال الفترة من ٢٠٠٧ - ٢٠١١

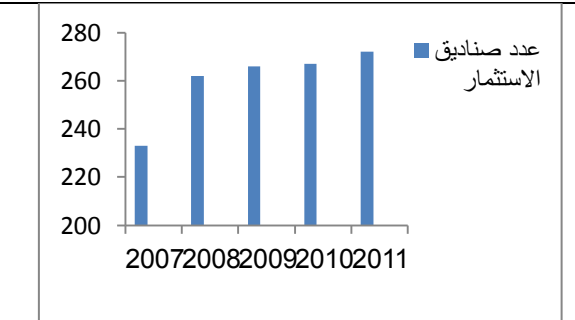
سنة ٢٠٠٨			سنة ٢٠٠٧			نوع الصندوق
حجم الأصول	عدد المستثمرين	عدد الصناديق	حجم الأصول	عدد المستثمرين	عدد الصناديق	
١٦.٥	٢٧٠.٥	٤٥	٤٣.٧	٣٢٨.٨	٣٥	أسهم محلية
١.٦	٢٦.٢	١٦	٣.٨		١٣	أسهم خليجية
٦.٧		٧٤	١٤.٩		٧٤	أسهم عالمية
٠.١٥		٧	٠.٨٠٨	٤٤.٢	١١	أدوات الدين
٤٣		٥٧	٣٣.٩		٤٩	أسواق النقد
٢.٣		٤	١.٥٩١		٤	عقاري
١.٨	٧٨.٣	٣٤	٢.٣٦٣	٥٢.٩	٣٣	قابض
٢.٨		٢٥	٤.١		١٤	أخري
٧٤.٨	٣٧٤.٩٧	٢٦٢	١٠٥.٠٩	٤٢٥.٩٦	٢٣٣	الاجمالي
سنة ٢٠١٠			سنة ٢٠٠٩			

نوع الصندوق	عدد الصناديق	عدد المستثمرين	حجم الأصول	عدد الصناديق	عدد المستثمرين	حجم الأصول
أسهم محلية	٥٧	٢٥٠.٢	١٨.٥٤	٢٤.٨٣	٢٤٧.٨	٣٠.٩٧
أسهم خليجية	٢١		١.٧٨			
أسهم عالمية	٧٣		٩.٣٩٧			
أدوات الدين	٦	٨١.٢٦٩	٠.٢٠٥	٢٦٦	٣١٩.٨	٩٤.٧
أسواق النقد	٦١		٥٤.٥١٨			
عقاري	٦		٢.٢٣٧			
قابض	٣٠		١.٩١٣			
أخرى	١٢		٠.٩٦٨			
الاجمالي			٨٩.٥٦٠			
سنة ٢٠١١						
نوع الصندوق	عدد الصناديق	عدد المستثمرين	حجم الأصول	عدد الصناديق	عدد المستثمرين	حجم الأصول
أسهم محلية	١٥٠	٢٢٦.٢٠٤	٢٦.٦٢٨	٧	٤٢	٠.٢٤١
أسهم خليجية						
أسهم عالمية						
أدوات الدين	٥٠	٥٤.٨٣٩	٤٩.٥٤٤	١٠	٤.٥٦٥	٢.٥٥٠
أسواق النقد	٤٣	٦.٢٠١	٢.٧١٥	١٢	١.٦	٠.٨٥٠
عقاري	٢٧٢	٢٩٣.٥٠٦	٨٢.٠٧٦			
القابض						
أخرى						
الاجمالي						

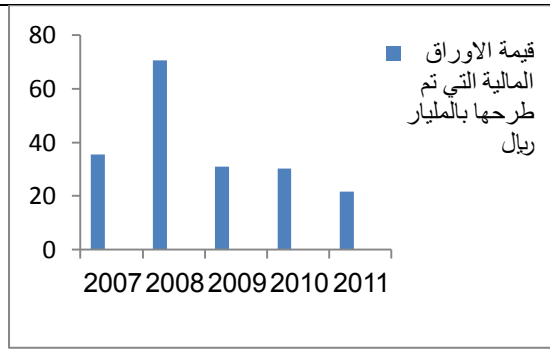
شكل رقم (٢) تطور عدد المستثمرين بالآلاف في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة من سنة ٢٠٠٧ - ٢٠١١



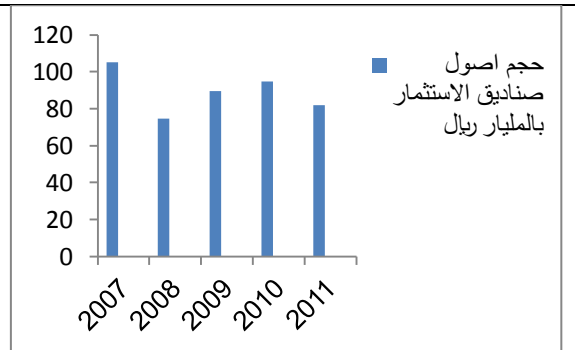
شكل رقم (١) تطور عدد الصناديق الاستثمارية في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة من سنة ٢٠٠٧ - ٢٠١١



شكل رقم (٤) تطور حجم مبالغ طرح الأوراق المالية في السوق السعودية خلال الفترة ٢٠٠٧ - ٢٠١١ "القيمة بالمليار ريال"



شكل رقم (٣) تطور حجم أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة ٢٠٠٧ - ٢٠١١ "القيمة بالمليار ريال"

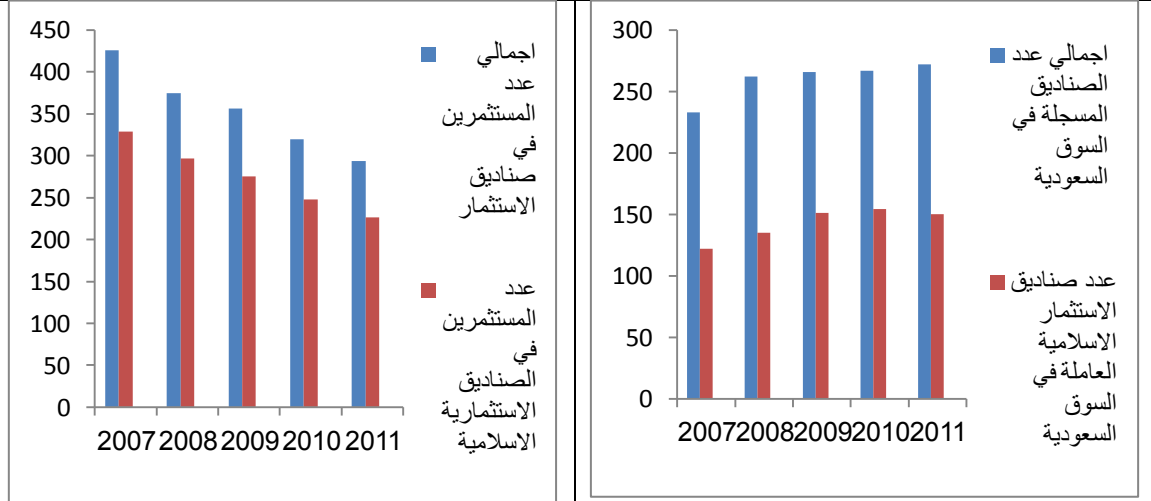


تطور أداء صناديق الاستثمار الاسلامية في السوق المالية السعودية:

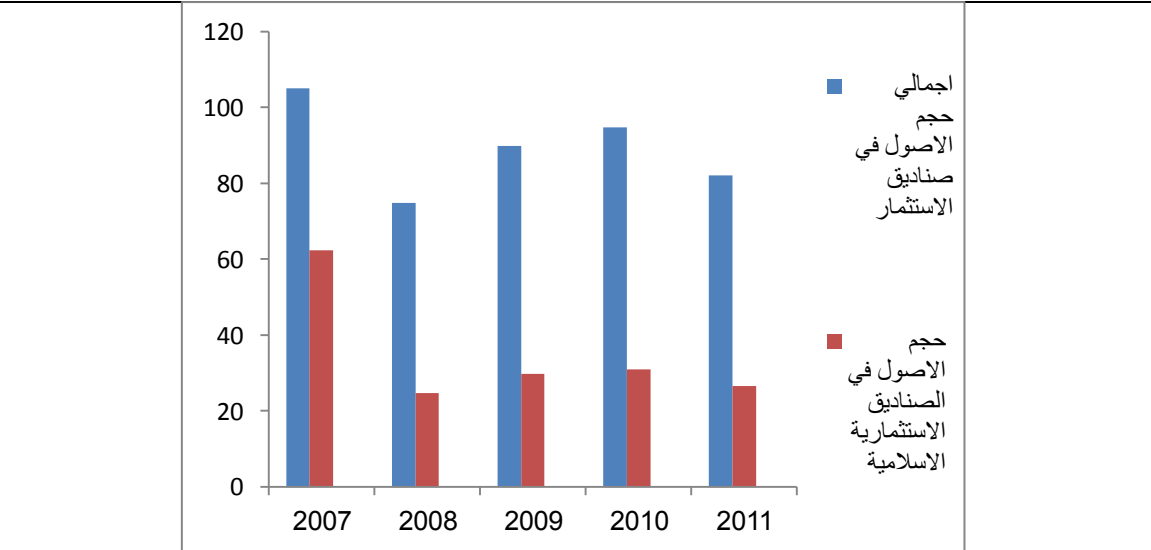
تركزت صناديق الاستثمار الاسلامية في الأسهم المحلية والعالمية، والجدول التالي يوضح حجم صناديق الاستثمار الاسلامية في السوق السعودية من خلال عدة مؤشرات هي: عدد تلك الصناديق، عدد المستثمرين فيها بالألف، حجم الأصول في تلك الصناديق. جدول رقم (٢) تطور أداء صناديق الاستثمار الاسلامية في السوق السعودية خلال الفترة من ٢٠٠٧ - ٢٠١١

المؤشر	٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٩	٢٠١٠	٢٠١١
عدد الصناديق "صندوقاً"	١٢٢	١٣٥	١٥١	١٥٤	١٥٠
عدد المستثمرين "بالألف"	٣٢٨.٨	٢٩٦.٧	٢٧٥	٢٤٧.٨	٢٢٦.٢
حجم الأصول في الصناديق "بالمليار ريال"	٦٢.٤	٢٤.٨	٢٩.٧١	٣٠.٩٧	٢٦.٦

شكل رقم (٥) عدد صناديق الاستثمار الاسلامية مقارنة بإجمالي صناديق الاستثمار المسجلة في السوق السعودية خلال الفترة ٢٠٠٧ - ٢٠١١ "بالصندوق"



شكل رقم (٧) حجم الأصول في صناديق الاستثمار الاسلامية مقارنة بحجم الأصول في إجمالي صناديق الاستثمار الاسلامية المسجلة في السوق السعودية خلال الفترة ٢٠٠٧ - ٢٠١١ "بالمليار ريال"



يتضح من العرض السابق ما يلي:

- ١- أن عدد صناديق الاستثمار بصفة عامة يزيد من سنة الي أخرى في حين أن عدد صناديق الاستثمار الاسلامية بالرغم من زيادته الا أنه تراجع سنة ٢٠١١.
- ٢- عدد المستثمرين في السوق المالية بصفة عامة في انخفاض مستمر خلال فترة الدراسة وكذلك الحال بالنسبة لعدد المستثمرين في صناديق الاستثمار الاسلامية.
- ٣- حجم الأصول في صناديق الاستثمار بصفة عامة في تذبذب ما بين الارتفاع والانخفاض خلال الفترة محل الدراسة، كذلك الحال بالنسبة لحجم الأصول في صناديق الاستثمار الاسلامية الا أن معدل الانخفاض بالنسبة لتلك الصناديق أكبر من معدل الانخفاض الذي حدث في الصناديق الاستثمارية بصفة عامة.

نتيجة تقييم أداء صناديق الاستثمار الاسلامية:

إذا اردنا ان نعرف دور صناديق الاستثمار الاسلامية في تطوير سوق الاوراق المالية فلا بد أن نقيم أدائها في تحقيق مقومات النجاح الاساسية والتي تتمثل في: (رفيق المصري ٢٠٠٧)

- **الجدوى الشرعية:** وتتمثل في قدرة الصناديق علي تحقيق الاهداف المتعلقة بالربح والسيولة والمحافظة علي رأس المال والالتزام بمبادئ الاستثمار المعروفة بالتنوع والاختيار والملائمة، في حين أن الاستثمار في صناديق الاستثمار الاسلامية يهتم بالجدوى الشرعية للاستثمار حيث يستثني من أدوات الاستثمار كل استثمار به فائدة ربوية كالسندات وأوراق الدين قصيرة الأجل التقليدية، كما تستثني من الصناديق الاستثمارية الاسلامية أسهم الشركات التي تتعامل بالأنشطة المحرمة وهذه الاستثناءات تشكل احدي التحديات التي تواجه ادارة الصندوق لتدبير استثمارات أخرى تتوافق مع أهداف ادارة الصندوق وتجعل من الوصول الي التنوع أمرا ممكنا. أي أن الصندوق الاسلامي ونتيجة لتحقيق الجدوى الشرعية والتزامه بمبادئ الشريعة الاسلامية في تعاملاته جعلته يواجه قصورا في تنوع محافظه المالية.
- **الجدوى الاقتصادية:** يجب أن يحقق الاستثمار في الصناديق اضافة اقتصادية للاقتصاد الكلي ومنفعة اقتصادية عامة، اضافة الي مصلحة المكتتبين في الصندوق وهذا يتطلب توفر ادارات لهذه الصناديق تتميز بالمعرفة العلمية والخبرة العملية وكذلك الأمانة المالية والمحافظة علي رأس المال وبذل أقصى الجهد لتحقيق أقصى عائد ممكن، وهذا ما افتقدته صناديق الاستثمار الاسلامية التي تم اجراء التقييم لها.
- **الجدوى المالية:** ان ضعف الامكانيات الفنية والبشرية لدي المؤسسات المالية الاسلامية لتشغيل أموال الصناديق التي تديرها بشكل كفي ومنافس للمؤسسات المالية الربوية سواء علي المستوي المحلي أو الدولي.
- **الجدوى الاجتماعية:** ان صناديق الاستثمار الاسلامية الحالية في مجملها ساهمت بشكل سلبي في تمويل التنمية في الدول الاسلامية لأنها تتوجه نحو أسواق المال في الدول المتقدمة وتحرم منها الدول الاسلامية.

النتائج والتوصيات:

أولاً: النتائج

- ١- أن لصناديق الاستثمار الاستثمارية دور هام في تطوير سوق الأوراق المالية الاسلامية.
- ٢- أن صناديق الاستثمار الاسلامية باعتبارها أولى المؤسسات المالية اللازمة لإقامة وتطوير السوق المالية الاسلامية، الا انها ليست وحدها قادرة علي تطوير ذلك السوق بل تحتاج الي اقامة مؤسسات مالية اسلامية أخرى.

- ٣- أن صناديق الاستثمار الإسلامية ركزت فقط علي تحقيق مصلحة المكتتبين في الصندوق دون تحقيق اضافة للاقتصاد الكلي مما جعلها تفقد الجدوى الاقتصادية عند تقييمها.
- ٤- ضعف الامكانيات الفنية والبشرية في صناديق الاستثمار الإسلامية جعلها غير قادرة علي منافسة مثيلتها التقليدية.
- ٥- وجهت صناديق الاستثمار الإسلامية أموالها الي أسواق المال العالمية وبالتالي كان ذلك علي حساب الأسواق المحلية مما كان له أثر سلبي علي مشروعات التنمية للدول الإسلامية.
- ٦- قامت بعض الصناديق الإسلامية باستقطاب الأموال ثم دمجها في النظام المالي التقليدي مما جعل جزء كبير من المستثمرين يفقدون الثقة في صناديق الاستثمار الإسلامية بصفة عامة.

ثانياً: التوصيات:

- ١- ضرورة استحداث أوراق مالية جديدة موافقة لأحكام الشريعة الإسلامية لكي تساعد صناديق الاستثمار في أداء عملها وتمكنها من تنوع محافظها المالية.
- ٢- انشاء صناديق استثمار متخصصة لتغطية الصكوك الإسلامية.

المراجع:

- ١- أحمد حسن الحسني، صناديق الاستثمار، دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية سنة ١٩٩٩.
- ٢- أحمد محي الدين، أسواق الأوراق المالية وأثرها الانمائية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي سنة ١٩٩٥.
- ٣- أشرف محمد دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام للطباعة والتوزيع سنة ٢٠٠٦.
- ٤- أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للنشر سنة ٢٠٠٧.
- ٥- المؤتمر السنوي السابع والثامن لصناديق الاستثمار والأسواق المالية الإسلامية، البحرين عامي ٢٠١١، ٢٠١٢.
- ٦- جيهان جمال، عالم البورصة، بدون نشر سنة ٢٠٠٩.
- ٧- جون ميرفي، ترجمة شيماء سليمان، التحليل الفني للأسواق المالية سنة ٢٠٠٤.
- ٨- حسني المصري، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المقارن، الكويت سنة ١٩٩٥.
- ٩- حمزة الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، عمان، الاردن سنة ٢٠٠١.
- ١٠- راشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للطباعة والنشر سنة ٢٠٠٣.
- ١١- رفيق يونس المصري، فشل الأسواق المالية، دار المكتبي للطباعة والنشر سنة ٢٠٠٧.
- ١٢- سامي حمود، الأدوات المالية الإسلامية للشركات المساهمة، المهد الإسلامي للتدريب والبحوث، جدة سنة ١٩٩٦.
- ١٣- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، مصر سنة ١٩٩٦.
- ١٤- صفوت عبد السلام عوض الله، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر الامارات العربية المتحدة سنة ٢٠٠٥.
- ١٥- صفية أحمد أبو بكر، صناديق الاستثمار الإسلامية خصائصها وأحكامها، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر الامارات العربية المتحدة سنة ٢٠٠٥.
- ١٦- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر الي بورصة الأوراق المالية، مركز الخبرات المهنية للإدارة سنة ١٩٩٨.
- ١٧- عبد الستار أبو غدة، التكييف الشرعي لصناديق الاستثمار ومشروعيتها، مركز صالح كامل، أبحاث ندوة صناديق الاستثمار سنة ١٩٩٧.
- ١٨- عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر الامارات العربية المتحدة سنة ٢٠٠٥.
- ١٩- عبد الغفار حنفي، السيدة عبد الفتاح، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية للنشر سنة ٢٠١٠.
- ٢٠- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع سنة ٢٠٠٦.
- ٢١- عبد الغفار حنفي، الأسواق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع سنة ٢٠٠٦.

- ٢٢- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع سنة ٢٠٠٤.
- ٢٣- عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أساسيات الاستثمار والتمويل سنة ٢٠٠٦.
- ٢٤- عبد الرحيم الساعاتي، عمليات السوق المالية وعوامل استقرارها في السوق المالية الإسلامية سنة ٢٠٠٨.
- ٢٥- عبد المجيد الصلاحيين، صناديق الاستثمار، مفهومها، خصائصها، أحكامها، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر الامارات العربية المتحدة سنة ٢٠٠٥.
- ٢٦- عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، بدون ناشر سنة ٢٠٠٦.
- ٢٧- عز الدين محمد خوجة، صناديق الاستثمار الإسلامية، مجموعة دلة البركة سنة ١٩٩٣.
- ٢٨- عطية فياض، التكيف الشرعي لصناديق الاستثمار ومشروعيتها، جامعة الأزهر، أبحاث ندوة صناديق الاستثمار سنة ١٩٩٧.
- ٢٩- عياض عوض المهلكي، واقع وآفاق صناديق الاستثمار السعودية سنة ١٩٩٩.
- ٣٠- محمد عبد الحليم عمر - أهمية السوق المالية الإسلامية الدولية، مركز الاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر سنة ٢٠٠٩.
- ٣١- محمد علي القري، نحو سوق اسلامية، مجلة دراسات اقتصادية اسلامية، البنك الاسلامي للتنمية مجلد ١ عدد ١ سنة ١٩٩٣.
- ٣٢- مصطفى علي أحمد، صناديق الاستثمار، مزاياها أنواعها، التكيف الشرعي، أبحاث ندوة صناديق الاستثمار جامعة الأزهر سنة ١٩٩٧.
- ٣٣- مني قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الدار المصرية اللبنانية سنة ١٩٩٥.
- ٣٤- منير هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، منشأة المعارف الاسكندرية سنة ١٩٩٩.
- ٣٥- منير هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المكتب العربي الحديث الاسكندرية سنة ١٩٩٩.
- ٣٦- منير هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال والأسواق المعاصرة والمستقبلية، الأكاديمية العربية عمان سنة ١٩٩٤.
- ٣٧- منير هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، منشأة المعارف الاسكندرية سنة ١٩٩٩.
- ٣٨- ندوة التطبيقات الإسلامية المعاصرة، الصناديق الاستثمارية الإسلامية، المغرب سنة ١٩٩٨.
- ٣٩- هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، المؤتمر العلمي الاول كلية التجارة الجامعة الإسلامية فلسطين سنة ٢٠٠٥.
- ٤٠- هيئة السوق المالية السعودية موقعها الالكتروني www.cma.org.sa
- ٤١- Islamic financial system: principles and operations
نظام التمويل الإسلامي، المبادئ والتطبيقات مجموعة من الباحثين في الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية - ماليزيا.
