

أ.بوجلال محمد أ.زايدي مريم

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بالمسيلة -

- الجزائر

عنوان المداخلة:

دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية-حالة سوق الأسهم السعودي

مقدمة:

تلعب صناديق الاستثمار الإسلامية دوراً هاماً في العالم كوسيلة فعالة لتجميع المدخرات والتمويل، ويظهر أسواق الأوراق المالية الإسلامية زاد دورها حيث أصبح بإمكانها اللجوء إليها لتلبية احتياجاتها من التمويل من جهة، وتوجيه السيولة الموجودة لديها من جهة ثانية بطرحها في شكل أصول مالية، ما يؤدي إلى زيادة حركية وتفعيل هذه السوق، ولهذا تشكل الصناديق الإسلامية مع أسواق الأوراق المالية أهم دعائم النظام المالي، وهو ما برز بشكل واضح في توجه العديد من دول العالم لإقامة مثل هذه الركائز. وفي ذلك نجد دولا مثل المملكة العربية السعودية تسعى كغيرها إلى توفير قنوات استثمارية مهمة كصناديق الاستثمار لتسهم في استقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية وتسهيل التداول بإدخال تقنيات حديثة، ما يساهم في تحقيق نمو وتوسع في نشاط سوق الأسهم السعودي.

1. أساسيات حول صناديق الإستثمار الإسلامية

1.1. نشأة ومفهوم صناديق الإستثمار الإسلامية: قبل التطرق إلى نشأة ومفهوم صناديق الإستثمار الإسلامية نتعرف أولاً على مفهوم صناديق الاستثمار التقليدية.

1.1.1. مفهوم صناديق الإستثمار التقليدية: تعتبر فكرة إنشاء هذه الصناديق قديمة جداً، فهي تعود إلى النصف الثاني من القرن 19 فقد بدأ بتنفيذ هذه الفكرة في أوروبا وتحديداً في هولندا التي ظهر بها أول

صندوق إستثماري في عام 1822م، تلتها إنجلترا عام 1870 م[□] التي تعد أقدم دولة عرفت الإدارة الجماعية للمدخرات، ثم الولايات المتحدة حيث بلغ عدد هذه الصناديق فيها سنة 1921م أكثر من أربعين صندوقاً تتضمن عدة ملايين من الدولارات، ثم نمت نمواً عظيماً حتى تخطى حجمها سنة 1992م 1,6 ترليون دولار. تعريف صناديق الإستثمار التقليدية: هي عبارة عن تشكيلات من الأوراق المالية المختارة بدقة ليناسب كل منها أهداف فريق معين من المستثمرين المحتملين، أما جمهورها المستهدف فهم أساساً المستثمرون الذين لا تتوافر لديهم موارد مالية كافية لبناء محفظة خاصة من الأوراق المالية والمستثمرون الذين تتوافر لديهم الإمكانيات المالية ولكن تنقصهم الخبرة والمعرفة أو لا يتوافر لديهم الوقت الكافي لإدارة تلك التشكيلة^{□□}. كما تعرف على أنها سلة أو محفظة أصول مالية يشترك في تمويلها عدد من المستثمرين وفقاً لاتفاقية معينة خاصة بالصندوق، ويتولى إدارته عدد من الخبراء المتخصصين ويتخصص كل صندوق في مجال معين يستثمر فيه الأموال المجمع له لحساب المساهمين فيه^{□□□}.

2.1.1. نشأة صناديق الإستثمار الإسلامية: منذ ظهور البنوك الإسلامية بدأ التفكير في إنشاء صناديق استثمار إسلامية، حيث تم بالفعل إنشاء بعضها منها في كل من البحرين والكويت ومصر وغيرها من الدول التي تعمل على الاستثمار وفق الشريعة الإسلامية^{□□}، ولقد ساعد استحداث العديد من الأدوات الاستثمارية الإسلامية وقيام بعض المؤسسات المالية الإسلامية بدراسة الضوابط الشرعية للإستثمار في أوراق مالية لشركات قائمة على إنشاء هذه الصناديق، وقد عرفت هذه الأخيرة تطوراً كبيراً في أنحاء العالم، حيث لم يتجاوز عددها 876 صندوق إسلامي عام 2011، وسرعان ما وصل إلى أكثر من 1029 صندوق في عام 2012، وذلك بزيادة في حجم الأصول المدراة فيها قدرت بـ1.6 ترليون دولار بعدما كان يقدر بـ1.3 ترليون دولار في عام 2011[□].

3.1.1. مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية: نظراً لأهمية دور صناديق الاستثمار التقليدية ونظراً لما يشوبها من مخالفات ظهرت صناديق تنشط بمحاذاتها ولكن في إطار تحكمه الضوابط والمبادئ الشرعية. (أ) تعريف صناديق الإستثمار الإسلامية: تعرف بأنها تلك الصناديق التي يلتزم المدير فيها بضوابط شرعية تتعلق بالأصول والخصوم والعمليات فيها، وتظهر هذه الضوابط في نشرة الإصدار، كما تظهر فيه الأحكام الشرعية والشروط التي يوقع عليها الطرفان عند الإكتتاب^{□□}. وعرفت أيضاً على أنها تلك الصناديق التي تحقق رغبة صغار المستثمرين فضلاً عن كبارهم في توفير أدوات مالية إسلامية تتيح لهم استثمار أموالهم استثماراً شرعياً وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية^{□□□}.

الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013

كما عرفت بأنها تمثل أوعية استثمارية تلبى احتياجات المودعين من استثمار أموالهم، وتكتسب هذه الصناديق أهميتها في تحديد مجال استثمار الأموال مسبقا مع مراعاتها لأحكام الشريعة الإسلامية مما يمكن المستثمر أن يتخارج من الصندوق وفقا لشروط محددة مسبقا ضمن عقد المضاربة التي تحكم نشاط صناديق الإستثمار □□□□.

مما سبق يمكن القول بأن تعريف صناديق الإستثمار الإسلامية لا يختلف كثيرا عن نظيرتها التقليدية إلا في حدود الضوابط الشرعية التي تحكمها وبعض الأمور الأخرى.

(ب) خصائص صناديق الإستثمار الإسلامية: لهذه الصناديق العديد من الخصائص نذكر منها:

- ✓ يلتزم الصندوق في معاملاته وتصرفاته بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية وكذلك بالفتاوى والمقرارات والتوصيات الصادرة عن مجامع الفقه وهيئات الفتوى في المسائل المعاصرة المتعلقة بمعاملات الصندوق.
- ✓ يلتزم الصندوق بالقوانين والتعليمات الصادرة عن الجهات الحكومية المشرفة على هذه الصناديق ما دامت لا تخالف أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وإن وجد تعارض يجب إزالته.
- ✓ تقوم على فكرة المضاربة الشرعية من قبل أصحاب الأموال الذين يمثلون من منظور عقد المضاربة رب المال ويمثل الصندوق كشخصية معنوية رب العمل، وهذه السمة تخضع لفقه عقد المضاربة.
- ✓ هي مؤسسة لها صفة قانونية بشكل تنظيمي وإطار مالي ومحاسب مستقل كونها لها شخصية معنوية مستقلة عن أصحاب الوحدات الإستثمارية وعن الجهة المنوطة بإدارتها، لذلك فهذه السمة جائزة شرعا.
- ✓ يتولى إدارة الصندوق جهة متخصصة يحكم علاقتها بالصندوق عقد وكالة أو عقد عمل أو أي عقود مستحدثة تعمل في إطار الأهداف الإستراتيجية والمرجعية الشرعية والقانونية والإستثمارية.
- ✓ يحق للمشاركين في الصندوق إسترداد قيمة أسهمهم وفق ضوابط وشروط معينة بما يتناسب مع الإستمرار لمدد مختلفة ويتناسب مع صفار المستثمرين، ويستلزم ذلك إعادة تقويم الوحدات الإستثمارية على فترات دورية حتى يسهل تخارج من يرغب من المشاركين.
- ✓ تعدد أطراف الصندوق (المؤسسين والمشاركين المسوقين وأمناء الإستثمار والإدارة) ويحكم هؤلاء مجموعة من العقود الشرعية والقانونية، وتوزع العوائد بين هذه الأطراف وفقا لضوابط عقود المضاربة والوكالة والسمسة.

2.1. أنواع صناديق الإستثمار الإسلامية وضوابطها الشرعية

1.2.1. أنواع صناديق الإستثمار الإسلامية: نذكرها فيما يلي:

أ) **صناديق الأسهم الإسلامية:** هي تلك الصناديق التي تستثمر محصلاتها في أسهم الشركات المساهمة وتوزع العائدات على شكل مكاسب رأسمالية وحصص وأرباح على أساس التناسب بين المستثمرين □□.

وظهرت هذه الصناديق استجابة لرغبات المسلمين الملتزمين الذين يحرصون للحصول على الدخل الحلال.

ب) **صناديق السلم بالسلع:** يعد عقد السلم من الصيغ الهامة التي تطبقها هذه الصناديق، يقصد به بيع آجل بعاجل يتم تسليمه في آجل لاحق، ويمثل بيع شيء يسلم المبلغ عند التعاقد بسلفة يؤجل تسليمها في المستقبل □.

ويتمثل نشاط صناديق السلم بالسلع في شراء السلع نقدا مع تأجيل الاستلام ثم بيعها بالآجل، حيث تستخدم أموال الإكتتاب في شراء سلع مختلفة بغية إعادة بيعها وتوزيع الأرباح الناتجة عن البيع على المكتتبين □□.

ج) **صناديق الإجارة:** عقد الإجارة يقصد به ذلك العقد اللازم على منفعة مقصودة قابلة للبدل والإباحة لمدة معلومة بعوض معلوم، والإجارة المذكورة صورة مستحدثة من صور التمويل في ضوء عقد الإجارة وفي إطار صيغة تمويلية تسمح بالتيسير على الراغب في إقتناء أصل رأسمالي ولا يملك مجمل الثمن فورا □□□.

ومنه تعرف صناديق الإجارة على أنها تلك الصناديق التي تقوم بإستخدام الأموال المكتتبه في شراء الأصول وتأجيرها لمدة طويلة إلى العملاء ذوي الملاءة، بحيث تولد دخلا مستقرا على الإستثمار، وتبقى ملكية هذه الأصول للصندوق كما يتم تحصيل الإيجارات التي تعد مصدر دخله من المستخدمين للأصول، وتوزع بالنسب على المكتتبين إذ يحصل كل مكتتب على شهادة تضمن وتحدد نسبة ملكيته في الصندوق □□□□.

د) **صناديق الإستصناع:** عقد الإستصناع هو ذلك الإتفاق الذي يتعهد بموجبه أحد الأطراف بصناعة عين غير موجودة أصلا وفقا للمواصفات التي يتم تحديدها بموجب مقابل دفع مبلغ معلوم ثمنا للعين المصنوعة □□□.

ويتم التعامل بهذا الأسلوب على نطاق واسع لما له من دور كبير في المساهمة في حل مشكلات المجتمع وما يتميز به من خصائص عدة غير متوافرة في غيره لذلك تتعامل صناديق الإستصناع بهذه الصيغة.

ه) **صناديق المرابحة:** يقصد بعقد المرابحة البيع برأس المال وربح معلوم، والربح في بيع المرابحة إما أن يكون مسمى على جملة الثمن أو مسمى بالنسبة لأجزاء الثمن □□.

فصناديق المرابحة تعرف بأنها تلك الصناديق التي تقوم فكرتها على إمكانية الإستفادة من الأرباح التي تتحقق من تجارة السلع، وذلك من خلال إستثمار أموال المستثمرين في هذا المجال، كما تتأسس العلاقة بين المستثمرين وإدارة الصندوق على أساس عقد الوكالة، ففي ضوء هذا التكليف يقوم الصندوق بالتعاقد مع بعض الشركات المتخصصة في تجارة السلع، كما تتم عمليات الشراء عن طريق قيامه مباشرة أو عن طريق إدارته في الخارج التي قام بإنشائها بتلقى طلبات العملاء للسلع التي يرغبون فيها فيوكلهم بشرائها

ويحول لهم ثمن الشراء، كما يوكلهم ببيعها لغيرهم مرابحة طبقا لهامش الربح وأجل التسديد المتفق عليه بين الطرفين□□□.

(و) **صناديق المضاربة**: يقصد بعقد المضاربة به ذلك الإتفاق الذي يتم بموجبه إشتراك طرفين يسهم أحدهما بالمال والآخر بالعمل، وتكون الأرباح ممارسة عمل أو نشاط المضاربة بينهما حسب إتفاقهما□□□□.

ومنه صناديق المضاربة هي التي تقوم بتنظيم محفظة إستثمارية لتفي بإحتياجات عملائها الذين يرغبون في إستثمار أموالهم عن طريق عقد المضاربة، لذلك فإن الأساس الشرعي التعاقدية هنا يكمن في تلك الإتفاقية التي يكون فيها المستثمرون هم رب المال وإدارة الخدمات الإسلامية هي المضارب مع إمكانية أن يقدم المستثمر الواحد رؤوس أموال متعددة تستخدم في مضاربات مستقلة□□□□.

(ي) **الصناديق المختلطة**: هي تلك الصناديق التي توظف أموال الإكتتاب في أنواع مختلفة من الإستثمارات مثل الأسهم، الإجارة والسلع وسواها، ولإلتجار في الصناديق المختلطة يجب أن تكون الأسهم المموسة أكثر من 51% في حين تقل الأصول السائلة والديون عن 50%^{xix}.

2.2.1. ضوابط الإستثمار في صناديق الإستثمار الإسلامية: يجب أن تتم أنشطة هذه الصناديق طبقا لأحكام الشريعة الإسلامية، ولذلك فإن هناك بعض الضوابط الخاصة بكل نوع منها يمكن توضيحها في□□:

- أ) **ضوابط الإستثمار في صناديق الأسهم الإسلامية**: هناك عدد من الضوابط التي يجب مراعاتها:
- **الإلتجار بأسهم الشركات**: بما أن الأمر الأساسي المتعلق بالمعاملات هو طبيعة العمل فإن إنشاء شركة مساهمة ذات أنشطة محرمة غير مباح شرعا، مما يحرم الإلتجار بأسهم هذه الشركات، وحتى بالنسبة للشركات ذات النشاط المباح، فإنه لا يجب أن تتعدى مجموع الديون فيها نسبة 33% مع الحرص على تحويل هذه الديون الربوية إلى استحقاقات متوافقة مع الشريعة الإسلامية.
 - **الإكتتاب**: هو عقد إتفاق يجري عند إنشاء شركة بوجود من يضمن بيع الأسهم الصادرة أو قسما منها وليس هناك إعتراض في الشريعة على ذلك بشرط أن يكتتب الملتزم بالقيمة الإسمية دون أي عوض.
 - **الأسهم الممتازة**: لا يجوز إصدار أسهم ممتازة ذات خصائص مالية تتطوي على الدفع المضمون لرأسمال أو لقسم محدد من الربح أو تضمن الأسبقية على الأسهم الأخرى عند التصفية أو توزيع الأرباح.
 - **الإقتراض بفائدة للإستثمار في الأسهم**: لا يجوز شراء سهم بقرض ذي فائدة يقدمه إلى المشتري سمسار أو أي طرف آخر مقابل رهن السهم لأن ذلك ينطوي على ربا، ولا يجوز بيع سهم لا يمتلكه البائع.

ب) **ضوابط الإستثمار في صناديق السلم بالسلم**: هناك عدة ضوابط التي يجب مراعاتها في هذه الصناديق:

✓ يجب أن يقتصر التعامل فيها على السلع المباحة والتي يجوز شراؤها بالنقد وبيعها بالأجل، ويمكن أن تعمل صناديق السلع بصيغة البيع الآجل أو المربحة أو السلم وكل هذه الصيغ قابلة للتطبيق في الأسواق العالمية.

✓ يجب أن تكون عمليات الشراء والبيع حقيقية لا صورية.

ج) ضوابط الإستثمار في صناديق الإجارة: هناك عدد من الضوابط التي يجب مراعاتها:

✓ يجب أن يكون الصندوق مالكا للأصول المؤجرة المؤدة للدخل طوال مدة حصوله وأن تكون تلك الأصول مما يمكن بقاء توليده للمنافع طوال مدة العقد، كما يجب أن ينص العقد على الأجرة بطريقة نافية للجهالة.

✓ يجب أن تصاغ العقود بحيث تدل بوضوح على أن التأجير بيع لمنفعة الأصل المؤجر بحيث لو توقف الأصل عن توليد المنافع المعقود عليها إنفسخ العقد ولا يجوز تضمين المستأجر الأجرة.

✓ يجب أن يتفق استخدام الأصول الإيجارية مع أحكام الشريعة الإسلامية.

د) ضوابط الإستثمار في صناديق الإستصناع: هناك عدد من الضوابط التي يجب مراعاتها:

✓ يجب أن يدفع الثمن حسب الإتفاق عند التعاقد أو بعد التسليم أو في أجل محدد، فالثمن لا يجب تعجيله في الإستصناع وإنما يجب تحديده والإتفاق عليه بين الطرفين.

✓ يجب أن يلتزم البائع بتقديم المبيع بأوصاف معينة بشكل يمنع أي جهالة قد تحدث عند تسليم المبيع، والمبيع مصنوع بمواد يجب أن يقدمها البائع الصانع من عنده بأن تكون مملوكة لديه أو يشتريها لذلك من الطبيعي أن يحسب في ثمن المبيع تكلفة مواد الصنع المستخدمة بالإضافة إلى جهده وعمله.

ه) ضوابط الإستثمار في صناديق المربحة: هناك عدد من الضوابط التي يجب مراعاتها:

✓ يجب أن تكون البضائع التي يتم التعامل فيها مباحة شرعا، كما يتم إستبعاد التعامل في السلاح، الذهب والفضة والنقود لأن التعامل فيها له شروط خاصة.

✓ يطالب الصندوق من المشتري منه مرابحة أن يقدموا ضمانات لسداد ما يترتب في ذمتهم من ديون.

✓ الإشتراط على الوكلاء الذين يعينون للشراء بالنيابة عنه بقبض السلع المشتراة قبل إعادة بيعها مرابحة للعملاء وذلك تحقيقا للمبدأ الشرعي القاضي بعدم جواز بيع ما لم يقبض.

✓ لا تستوفي من المتأخرين في السداد فوائد تأخير ولكن يتم التنفيذ على الضمانات التي بحوزة الصندوق.

✓ يجب أن يكون صندوق المربحة صندوقا إستثماريا مغلقا ولا يمكن تداول وحداته في السوق الثانوية.

الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013

و) ضوابط الإستثمار في صناديق المضاربة: هناك عدد من الضوابط التي يجب مراعاتها:

- ✓ يجب تحديد رأس المال تحديدا نافيا للجهالة وإعتبار كل مبلغ بعملة معينة يقدمه المستثمر لمدة محددة يمثل رأس مال مضاربة بذاتها، كما يجب تحديد الربح على أساس الحصة المشاعة للمضارب ولرب المال.
- ✓ فيما يخص العمل فإن طبيعة المضاربة بين الطرفين هي مضاربة مقيدة، فالمضارب مقيد بأن يمارس عمله على أساس أن كل مبلغ يتلقاه من رب المال هو رأس مال مضاربة مستقلة لها حسابات منفصلة وبموجب الإتفاقية يتم إعادة إستثمار رأس المال والربح بعد إنتهاء المدة المحددة ما لم يشعره رب المال بخلاف ذلك.
- ✓ المضارب طبقا لشروط عقد المضاربة غير ضامن لرأس المال إلا في حالات التعدي والتقصير.

ومنه فإن هناك بعض الضوابط العامة التي تحكم أنشطة صناديق الإستثمار الإسلامية يمكن توضيحها في □□□:

- ✓ تنظيم العلاقات بين أصحاب الأسهم أو الوحدات والإدارة والأطراف الأخرى ذات الصلة.
- ✓ إختيار الموجودات التي تمثلها الأسهم أو الوحدات.
- ✓ إنتفاء الضمان للأصل أو الربح فيما بين المشاركين أو بينهم وبين الإدارة إلا في حالة التعدي أو التقصير.
- ✓ إستحقاق الأرباح وتحميل الخسائر، والإسترداد والتصفية وغير ذلك من التطبيقات.

3.1. إدارة صناديق الإستثمار الإسلامية

هناك ثلاث صور لإدارة هذه الصناديق وهي المضاربة، الوكالة، المشاركة، ويمكن توضيحها في □□□□:

1.3.1. الإدارة على أساس المضاربة: هي التي يحدد فيها المقابل للمدير (المضارب) بنسبة معلومة من ربح الصندوق، وفي حال تحقق الخسائر يتحمل رب المال الخسارة ولا يستحق المدير أي مقابل نتيجة عمله أما في حالات تعدي المدير أو مخالفته للشروط المتفق عليها فإنه يتحمل الخسائر كافة الناتجة عن عملية المضاربة. والمتبع في صورة المضاربة لإدارة الصندوق هي المضاربة المقيدة، حيث تشمل نشرة الإصدار على القيود والشروط التي تحدد مسار الإستثمار من حيث مجاله وكيفيته.

2.3.1. الإدارة على أساس الوكالة: يحدد فيها نصيب المدير (الوكيل) بعمولة معينة أو بنسبة من المساهمات شرط أن تؤول إلى مبلغ مقطوع من صافي قيمة الموجودات، ويمكن عند الإقتضاء الجمع بين العمولة والربح على أن تكون العمولة هي الأصل، في حين يكون الربح مستحق في حال بلوغ هذا الربح نسبة محددة.

ومنه يتضح الفرق الأساسي بين الإدارة على أساس المضاربة والإدارة على أساس الوكالة ففي الأولى ينحصر أساسا في المقابل الذي تأخذه الجهة المصدرة والمتمثل في حصة شائعة من الربح الذي يستحق، أما في الثانية

آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013

فإنه مبلغ مقطوع سواء تحققت أرباح أم لا، كما تستحق الأجرة للمدير في مواعيد دورية حسب نظام الصندوق.

3.3.1. الإدارة على أساس المشاركة: وتختلف المشاركة عن المضاربة بوجود مساهمة المدير في رأس مال المشاركة وحق الشركاء في الإدارة ويحصل مدير الصندوق في مقابل إدارته على حصة من الأرباح.

2. أساسيات حول سوق الأوراق المالية الإسلامية

تعد سوق الأوراق المالية الإسلامية الوعاء الذي يتم عن طريقه حشد المدخرات واستثمارها في الجهات الصحيحة، حيث تستمد أهميتها وجودها من أهمية ما تقوم به نظرا لما تؤديه من وظائف أساسية وما تتسم به من خصائص تميزها عن نظيرتها التقليدية، كما أن قيامها يتطلب توافر عدة مقومات التي تعتبر بمثابة ركائز تقوم عليها مما يمكنها من ممارسة نشاطها بفعالية وكفاءة في ظل الإلتزام بما تمليه أحكام الشريعة الإسلامية.

1.2. نشأة ومفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية

1.1.2. نشأة ومفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية:

أولا) نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية: تعود فكرة إنشاء هذه السوق إلى ظهور فكرة أسلمة الأوراق المالية ووضعها في قالب إسلامي وفق أسس إسلامية، حيث طرحت فكرة سندات المقارضة لأول مرة من طرف المرحوم الدكتور سامي حمود بمناسبة قيامه بإعداد مشروع قانون البنك الإسلامي الأردني سنة 1978م، ومن ثم طرحت تركيا صكوك للمشاركة لتمويل بناء جسر معلق سنة 1984م، ليتقدم فيما بعد الدكتور حمود في ندوة البركة المنعقدة في تونس سنة 1984م بطرح فكرة إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية حيث قدم إقتراحه المتمثل في تداول الحصص الإستثمارية في حالة السلم والإيجار والمرايحة، وذلك لمعلومية الربح فيها □□□□.

كما جاء في توصيات المؤتمر الثالث للبنك الإسلامي الذي عقد في دبي سنة 1985م بضرورة التعاون بين البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية لإيجاد أدوات مالية تشكل أساسا لسوق مالي إسلامي □□□□، ثم تكررت النداءات في ندوة إسهام الفكر الإسلامي في الإقتصاد المعاصر التي عقدت في القاهرة سنة 1988م، حيث دعت هذه الندوة في توصياتها إلى تطوير أدوات سوق رأس المال الإسلامي وضرورة إنشاء سوق مالي إسلامي لتسهيل انتقال واستثمار الأموال الإسلامية، ولقد كان لهذه المساهمات الفكرية اجتهادات

الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013

ملحوظة في مجال الفكر الإسلامي الخاص بالأوراق المالية التي خرجت فعلا إلى حيز الوجود، إذ قامت العديد من الدول والمؤسسات المالية الإسلامية بإصدارها وطرحها للتداول □□□.

ثانيا) مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية: تقدم هذه السوق خدمات من شأنها الزيادة في النمو الاقتصادي، فكلما زادت الرشادة الإسلامية وتوافرت الكفاءة فيها زاد استعداد المتعاملين لتفضيل التعامل فيها.

أ) تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية: هي سوق منظم ينعقد في مكان منظم وفي أوقات دورية للتعامل الشرعي بيعا وشراء لمختلف الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتهدف إلى تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو المشروعات المختلفة □□□□.

كما تعرف على أنها الحيز الذي يتم فيه تدفق الأموال من وحدات الفأض إلى وحدات العجز، وذلك بشكل مباشر أو لا عن طريق مؤسسات مالية، ويكون ذلك على شكل أوراق وأدوات مالية، كما تنظم السوق قوانين وأنظمة وتعليمات وأعراف ملزمة بالشريعة بهدف حماية حقوق جميع الأطراف وتوفير المعلومات والشفافية في السوق للوصول إلى تحقيق عائد عادل لكافة المستثمرين □□□□.

ب) خصائص سوق الأوراق المالية الإسلامية: يمكن تحديدها فيما يلي □□□□□□:

✓ سوق تقل فيها المضاربة على أسعار الأوراق المالية جراء حظر الشريعة الإسلامية لكثير من المعاملات كالبيع على المكشوف وتحريم المشتقات المالية والمعاملات الربوية.

✓ سوق تعنى بالسوقين الأولي والثانوي بشكل متكافئ باعتبار أن معيار كفاءة الأسواق المالية هو مدة تمويلها للمشروعات المنتجة، ولا تركز على حجم تداول الأدوات المالية باعتباره مؤشرا هاما لتقدير مدى الكفاءة.

✓ سوق لا تشكل أدوات الدين السمة الغالبة في تعاملاتها، وإنما تشجع على تداول أدوات الملكية بشكل أوسع كما تستحدث من الصيغ الإستثمارية كل ما يخدم عمليات التبادل الحقيقية للسلع والخدمات.

✓ سوق لا تتحكم بها الإحتكارات، الرشاوي ولا المعلومات المضللة في تحديد أسعار الأوراق المالية.

2.2. أهمية ووظائف سوق الأوراق المالية الإسلامية

تحضى هذه الأسواق باهتمام بالغ ومتزايد نظرا لما تؤديه من أنشطة لا تختلف عن نظيرتها التقليدية إلا في حدود إلغاء ما هو مخالف لأحكام الشريعة الإسلامية وتعديل ما يمكن تعديله ليتوافق وضوابطها الشرعية.

1.2.2. أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية: يمكن إبراز أهميتها في الآتي □□□□:

أولا) حاجة الإقتصاد الإسلامي إلى أسواق الأوراق المالية الإسلامية: تعتبر هذه الأسواق من الوسائل المتاحة لتحقيق الكفاءة الإقتصادية، ولها أهمية كبيرة لما تقوم به من وظائف أساسية في الحياة الإقتصادية

الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013

المعاصرة، لذلك يعتبر وجودها ضروري بالنسبة للمجتمعات بشكل عام وبشكل خاص بالنسبة للمجتمع الإسلامي، ذلك للأسباب التالية:

• كون الإقتصاد الإسلامي إقتصاد مشاركة وليس القرض فيه وسيلة تمويل: هذا الأمر جعل أسواق الأوراق المالية الإسلامية مؤسسات ملائمة للإقتصاد الإسلامي ومناسبة لطبيعته.

• إعتداد نشاطات البنوك الإسلامية على الإستثمار وليس على الإقتراض في توجيه فائض السيولة: بإعتبار البنوك الإسلامية أوعية يمكن من خلالها تحقيق الإستخدام الأمثل للموارد المالية المتاحة للبنك دون الإخلال بالتوازن المطلوب بين الربحية والسيولة.

• مساهمة تكنولوجيا الإعلام والإتصال في تطوير نشاط سوق الأوراق المالية الإسلامية: من خلال رفع قدرة سوق الأوراق المالية الإسلامية على تحدي مستويات المنافسة التي تفرضها الأسواق المالية المعاصرة.

ثانيا) الأسباب الداعية لإقامة سوق الأوراق المالية الإسلامية: إن قيام هذه الأسواق أصبح من ضروريات هذا العصر بهدف إقامة إقتصاد حر متمكن من قدراته وانجازاته وهذا ما يعزز القول بأهمية وجود سوق الأوراق المالية الإسلامية، لذلك يمكن إبراز أهم الأسباب الداعية لإقامة مثل هذه السوق فيما يلي □□□:

✓ تمثل سوق الأوراق المالية الإسلامية الحل الأفضل لتبادل السلع والمنتجات المالية التي تقرها الشريعة.

✓ محتويات سوق الأوراق المالية الإسلامية ومعاملاتها تعتبر من أهم عوامل نجاحها في تحقيق أهدافها لأنها تتسجم مع مبادئ الإقتصاد الإسلامي، وهو ما يبحث عنه المتعاملون المسلمون الذين لم يجدوا فرصة الإستثمار في أسواق الأوراق المالية التقليدية لما فيها من بيوع مخالفة للشريعة الإسلامية.

✓ تفعيل أساليب الإستثمار الإسلامي في سوق الأوراق المالية الإسلامية يجعلها أكثر فاعلية مقارنة مع تفعيلها في سوق الأوراق المالية التقليدية، وهي بذلك تسهم في إنجاح العملية الإستثمارية في هذه السوق.

✓ التخلص من السيطرة والتبعية الإقتصادية للدول الرأسمالية الكبرى.

✓ وجود سوق أوراق مالية إسلامية يدعم إمكانيات الدول الإسلامية وينسجم مع وظيفة دينها الحنيف.

✓ إمكانية العمل في سوق الأوراق المالية الإسلامية بالخيارات الشرعية التي أقرتها الشريعة الإسلامية، وهي تعتبر بدائل شرعية عن الخيارات غير الشرعية المتعامل بها في أسواق الأوراق المالية التقليدية.

✓ تقليل مخاطر الإستثمار نتيجة حتمية لتنوع أساليب الإستثمار الإسلامي ولاسيما أسلوب المشاركة الذي لا يتم إلا في إطار وجود سوق أوراق مالية إسلامية.

2.2. وظائف سوق الأوراق المالية الإسلامية: يمكن إيجاز أهمها في الآتي □□□□:

الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013

- ✓ تحديد الأسعار وفق قوى العرض والطلب في سوق تنافسية مما يؤدي إلى حسن تخصيص الموارد المالية بتوزيعها بين مختلف الإستخدامات بطريقة رشيدة.
- ✓ تيسير تداول الأوراق المالية لمن يريد إستثمار حقيقي أو سيولة هذا من جهة، ومن جهة أخرى تساعد هذه الأوراق المالية (الصكوك...) الإسلامية الدول على القيام بمشاريعها التنموية وكذلك بالنسبة لمؤسسات وشركات القطاع الخاص.
- ✓ تنويع الخيارات الإستثمارية أمام المدخرين للإستثمار الشرعي، وبما يتناسب مع حاجتهم لتحقيق الربحية، السيولة والأمان، إضافة إلى تنمية الوعي الإدخاري للأفراد وتوفير الفرص والوقت لسرعة إتخاذ قرار الإستثمار.
- ✓ دعم الإستثمار طويل الأجل عن طريق توفير أساليب الإستثمار في البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية من خلال الإعتماد على سوق الإصدار وسوق التداول.

3.2. ضوابط السلوك في سوق الأوراق المالية الإسلامية ومقومات إقامتها

يلتزم المتعاملون في هذه السوق بمراعاة ضوابط العمل الشرعية التي تعتبر نقطة الفصل بينها وبين سوق الأوراق المالية التقليدية، فإن لم تكن أعمالها خاضعة لنظم وضوابط شرعية فإنها ستفتح المجال للكسب الحرام، كما أن توافر مقومات قيامها أصبح من ضروريات هذا العصر.

1.3.2. ضوابط السلوك في سوق الأوراق المالية الإسلامية: لقد وضع الإسلام لسوق الأوراق المالية من الموازين

ما يحقق لها الإستقرار والنماء من خلال ضوابط تعامل شرعية يمكن إيجازها في الأتي □□□□□ :

أ) حرية المنافسة: تظهر هذه الحرية من خلال إلتقاء قوى العرض والطلب لتحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة بها والتنافس المشروع بين المتعاملين، فالإسلام لا يتدخل بعرض السعر وإنما يعتمد على ما يتراضى عليه المتعاقدان، وفي هذا منع للضرر الذي يعيق حركة التعامل فضلا عن الضرر الذي قد يتعرض له أصحاب هذه المنتجات.

ب) الإفصاح: لقد أصبح الإفصاح الدوري عن المركز المالي للمؤسسات ضرورة من ضروريات العصر في

العلاقات المالية، ومن وسائله نذكر:

- ✓ نشر القوائم المالية للشركة وإرسالها للمساهمين والرقابة الخارجية عليها من خلال مكاتب المحاسبة.
- ✓ بيان حجم المبيعات والطلب الكلي، ودراسة توقعات السوق ومشاكله.
- ✓ بيان هياكل الإدارة وصلاحياتها وأساليب إتخاذ القرار ومن ثم ملائمة المشاريع من حيث ربحيتها وخسارتها.

آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013

ج) منع الربا: سواء في مجال البيوع أو الديون، إذ تعد فوائد القروض والسندات من الربا المحرم بأدلة من الكتاب والسنة وجمهور الفقهاء، لقوله تعالى: "يا أيها الذين آمنوا إتقوا الله و ذروا ما بقي من الربا إن كنتم مؤمنين" سورة البقرة الآية 278، ويظهر الربا واضحا في سوق الأوراق المالية عن طريق الشراء في هذه السوق بالإقتراض من البنوك كأن يكون نسبة من قيمة الأوراق المالية وهو ما يسمى بالشراء بالهامش وغيرها.

د) منع النجش: يظهر في سوق الأوراق المالية عن طريق الإشاعات الكاذبة والأوامر المتقابلة التي تهدف إلى إيجاد حركة مصطنعة في الطلب والعرض على الأوراق المالية في السوق، والإسلام يرفض هذا الخداع.

ه) منع الغرر: يظهر الغرر من خلال العمليات التي تتم دون إحضار الأوراق المالية موضوع التعامل بهدف الحصول على فروق الأسعار، وللإشارة فإن الغرر يطلق على البيوع التي تحتوي على جهالة أو خداع.

و) منع الإحتكار: الإحتكار يكون عند كبار المتعاملين أو إحتكار المؤسسات المالية والنقدية العاملة في الأسواق، وهو مناف للمنافسة الحقيقية التي لا يشوبها غرر، جهالة، تدليس، مضاربة أو أي صورة من صور أكل أموال الناس بالباطل، فهو يضيق المنافسة كما يؤدي إلى تركيز الثروة في يد فئة من الناس.

ي) منع القمار: يعد القمار من النشاطات الرئيسية في سوق الأوراق المالية والذي يتحول العمل فيها بفعل سلوك المقامرين من الإستثمار الحقيقي إلى عمليات صورية يؤجل فيها كلا طرفي المعايضة (الثمن، والمثمن)، وقد قادت المقامرة إلى سلوكيات ضارة لكسب فروق الأسعار من خلال الإشاعات الكاذبة.

ويضاف لما سبق منع المجازفة على المكشوف والمتاجرة في المشتقات المالية التي تشكل تبادلات صورية ليس فيها قيمة مضافة، بل تؤدي في كثير من الأحيان إلى فقاعات مالية (bulles financières) مدمرة لاقتصادات الدول والشركات.

2.3.2. مقومات إقامة سوق الأوراق المالية الإسلامية: هناك عدة مقومات يمكن توضيحها في □□□□□□ :

أ) المكان: يعتبر من الضروري وجود مكان لهذه السوق، لأنها تعتبر إطار يمكن إجراء الصفقات فيه عن طريق وسائل الإتصال الحديثة، وهو ما جاء جوازه في قرار 52(3-6) للدورة السادسة لمجتمع الفقه الإسلامي المنبثق عن المنظمة الإسلامية في مارس سنة 1996م بجدة.

ب) الزمان: يعتبر الزمن واجب لإتمام الصفقة، إلا أنه لا يشترط وجود ثبات وحدة الزمان.

ج) السلع والخدمات: تعتبر من الأدوات المالية محل التعاقد في هذه السوق، حيث تمكن رجال الفقه والإقتصاد من صياغة أدوات مالية تتوافق مع مبادئ الإقتصاد الإسلامي مثل الصكوك الشرعية.

د) وسائل الدفع: المال وما دام العمل هنا هو البيع فإن للبيع منهيات يجب تجنبها وأحكام يجب مراعاتها فيه.

ه) أدوات القياس: المقصود بها هو المبلغ المالي من النقود الذي يساوي هذه الأداة ولمعرفة قيمة الأداة فإنه يتم التوجه إلى آلية السوق التي تحدد سعرها إنطلاقا من قانون العرض والطلب.

و) البائعون والمتباعون: ويضاف إليهم الوسطاء الذين يجب عليهم الإلتزام بالقيم الإسلامية في كل الأمور.

ي) القائمون على السوق: لكي يكون هناك رقابة في هذه السوق من الناحية التنظيمية والشرعية يجب إنشاء هيئات تقوم بهذه المهمة، ومن ثم فإنه ولضمان قيام سوق الأوراق المالية بمبادئ راسخة لا بد من أن تكتسب ثقة المتعاملين فيها وذلك بطرح ضمانات تكون على مستوى السوقين، وذلك وفقا للضمانات التالية:

✓ ضمانات الإصدار: من خلال طرح قوانين تنظيمية ومراقبة الإصدارات الجديدة عن طريق نشر بيانات نشرة الإصدار ك شروط الإكتتاب وعقد التأسيس والنظام الأساسي.

✓ ضمانات التداول: وهي تلك الضمانات التي يجب وضعها في السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية، وأهم هذه الضمانات متعلق بنظام التداول والمعاملات ونظام إشهار المعلومات.

3. الدور الإقتصادي لصناديق الإستثمار الإسلامية في تفعيل السوق المالية الإسلامية:

على الرغم من أن صناديق الإستثمار الإسلامية تؤدي دورا هاما على عدة مستويات وتشترك في ذلك مع نظيرتها التقليدية فبالنسبة للمستثمرين أصحاب الموارد المالية من يهدفون إلى إستثمار أموالهم فإنها تحقق لهم غرضهم المنشود أما على مستوى سوق الأوراق المالية فإنها تعتبر وسيلة لدعم الثقة بتلك الأسواق وتنشيط حركتها، إلا أن هذه الصناديق تنفرد بتحقيقها لبعض المنافع الخاصة كونها تعمل في إطار شرعي مضبوط.

1.3. دور صناديق الإستثمار الإسلامية على مستوى سوق الأوراق المالية الإسلامية

يعتبر وجود صناديق إستثمار إسلامية وسيلة هامة تؤثر على أداء سوق الأوراق المالية الإسلامية، كونها تشجع على إستقطاب شريحة لا يستهان بحجم مدخراتها تمنعها الإستثمارات الربوية من توظيف أموالها.

1.1.3. تنشيط وإنظام وتدويل سوق الأوراق المالية الإسلامية: تلعب صناديق الإستثمار الإسلامية دورا هاما

بالنسبة لسوق الأوراق المالية كوسيلة فعالة لتجميع المدخرات، ومن ثم فهي تحقق العديد من المزايا لها.

أ) تنشيط سوق الأوراق المالية الإسلامية: تبرز أهمية الدور المتميز الذي يمكن أن تلعبه صناديق الإستثمار من خلال ما تقدمه من أدوات إستثمارية تناسب ظروف المستثمرين المحتملين في تلك البلدان، فخاصية التنوع التي تتسم بها هذه الصناديق وما يترتب عليها من تخفيض مخاطر الإستثمار من شأنها أن تشجع المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بأسواق الأوراق المالية الإسلامية وكذا المستثمرين محدودي الموارد على إستثمار مدخراتهم في الأوراق المالية أو وثائق صناديق الإستثمار الإسلامية التي تقوم بدورها بإستخدام حصيلة البيع

الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013

في بناء تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في السوق، ويعتقد أن صناديق الإستثمار ذات النهاية المغلقة تلعب دورين منفصلين في هذا الصدد إذ أنها تبني تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة مما يسهم في تنشيط حركة تلك الأوراق، كما أن أسهم تلك الصناديق على عكس أسهم الصناديق ذات النهاية المفتوحة تتداول في السوق، مما يعني إضافة المزيد من الأوراق المقيدة □□□□.

(ب) إنتظام سوق الأوراق المالية الإسلامية: فضلا عن كون صناديق الإستثمار الإسلامية تعمل على تنشيط وإتساع سوق الأوراق المالية فإنها تضمن أيضا إنتظام السوق بعدم تعرضها للتقلبات الفجائية التي تحدث كثيرا بسبب المضاربات على الأوراق المالية، وبذلك فإن هذا النوع من الصناديق لا يغامر بهذه المضاربات بل يعمل على تكوين محافظ من الأوراق المالية الجيدة □□□□.

(ج) تدويل سوق الأوراق المالية الإسلامية: حيث تساهم هذه الصناديق في التحول نحو العالمية من خلال تدويل هذه السوق مستقبلا، فتتشيطنها وتقويتها ما هو إلا خطوة مبدئية نحو تحقيق هدف أكبر وهو تدويلها.

2.1.3. المحافظة على توازن سوق الأوراق المالية الإسلامية وزيادة كفاءتها: حيث تساهم صناديق الإستثمار الإسلامية في المحافظة على توازن السوق وزيادة كفاءته إذ يتم ذلك من خلال □□□□:

✓ تتميز ردود الأفراد في سوق الأوراق المالية عادة بالإنفعال الزائد وحدة التصرفات مما يسبب إهتزازات في سوق المال بينما تكون تصرفات مديري الصناديق عقلانية إلى حد كبير وتقوم على أساس علمي سليم، كما أنها قد تقوم في بعض الأحيان بدور مشابه لصانع السوق لحفظ التوازن.

✓ تقوم إدارات الصناديق بتحليل المعلومات الداخلة بدقة والتصرف بالبيع أو الشراء وفقا لتلك المعلومات مما ينعكس على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة مما يعني زيادة في كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية.

3.2.3. إمتصاص وتوفير السيولة اللازمة: حيث تساهم صناديق الإستثمار في إمتصاص السيولة من المجتمع وبالتالي خفض معدلات التضخم من جهة ومن جهة ثانية فإنها توفر السيولة اللازمة للشركات بإعتبارها تمثل قوة شرائية في سوق الأوراق المالية مما يساعد الشركات على الإتجاه للسوق لتمويل نشاطها بدلا من اللجوء إلى البنوك للإقتراض.

4.2.3. حماية المدخرات الوطنية ومنع تسربها للخارج: حيث تؤدي هذه الصناديق إلى فتح مجالات جديدة أمام المدخرين لإستثمار أموالهم بما يمكن من جذب أصحاب المدخرات الذين قد يناسبهم الإيداع في البنوك حتى لا تتسرب مدخراتهم المالية عن دورة النشاط الإقتصادي القومي، وكذلك فتح المجال أمام المدخرين وبخاصة المسلمين الذين يرغبون بالإستثمار في الأوراق المالية ولكن تقتصرهم الخبرة أو المقدرة للقيام بذلك.

2.3. تأثير نشاط صناديق الإستثمار الإسلامية على أداء سوق الأسهم السعودي

آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013

تعتبر سوق الأسهم السعودية أكبر الأسواق في منطقة الخليج، وقد نص نظام السوق المالية على إنشائها كشركة تداول، وهي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة، كما تعتبر من الأسواق العربية التي استطاعت ان تحقق معدلات نمو مرتفعة ويعتبر نشاط الصناديق الإسلامية من بين العوامل المساهمة في ذلك نظرا لزيادة وتيرة نشاطها في ظل زيادة التوجه والإعتماد على الحلول الإسلامية، ونلخص في الجدول التالي أهم الصناديق الإسلامية المستثمرة في سوق الأسهم السعودي.

جدول رقم 1: حجم أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية المستثمرة في سوق الأسهم السعودي

				الصندوق	
				حجم الأصول x1	
2010	2009	2008	2007	اسم الصندوق	مدير الصندوق
82.678.380	76.355.890	123.069.066	256.826.842	صندوق الاهلي النشط للمتاجرة بالأسهم السعودية	الاهلي المالي
1.771.934.945	1.806.350.043	2.190.209.801	2.835.506.892	صندوق الاهلي للمتاجرة بالأسهم السعودية	الاهلي المالي
280.780.977	274.950.760	422.284.796	474.600.066	صندوق المتاجرة بالأسهم السعودية	السعودي الهولندي المالية
399.788.543	364.223.743	459.689.024	680.116.204	صندوق الصفاء للمتاجرة في الأسهم	السعودي الفرنسي
3.235.077.735	3.410.436.967	4.100.634.396	5.037.352.053	صندوق الامانة للأسهم السعودية	
1.999.187.996	2.079.655.123	2.618.909.553	2.923.455.399	صندوق الرياض للأسهم 2	
550.899.789	540.222.285	767.035.633	697.149.109	صندوق الراجحي للأسهم المحلية	الراجحي للخدمات المالية
2.214.169.769	2.319.272.617	119.069.332	94.852.891	صندوق الطيبات للأسهم السعودية	الجزيرة
2.214.169.769	2.319.272.616	2.618.909.551	3.749.195.143	صندوق المتاجرة بالأسهم السعودية (الرائد)	سامبا للأصول الاستثمار
270.945.384	260.865.482	303.934.635	491.218.579	صندوق التقاء المبارك للمستثمر العربي	العربي الوطني
912.273.764	777.158.804	977.445.157	1.181.952.924	صندوق أصايل	البلاد
70.256.844	54.178.723	69.953.030	73.532.776	صندوق الشركات السعودية	السعودي للاستثمار

المصدر: من إعداد الباحثان اعتمادا على:

- <http://www.sahmy.com/t107500-2.html>
<http://www.sahmy.com/2007/01/08/article214664.print>
<http://www.thomala.com/vb/showthread.php ?!=30652>
<http://www.alriyadh.com/2009/10/29/article469940.html>
<http://www.alriyadh.com/2010/01/01/article486038.html>

آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013

1.2.3. دراسة الارتباط بين حجم أصول صناديق الإستثمار الإسلامية ومؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي: لغرض معرفة العلاقة التي تربط صناديق الإستثمار الإسلامية بمؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي تم التركيز على بعض المؤشرات وذلك باستخدام معامل بيرسون الذي يحدد العلاقة بين المتغيرين. أ) المتغيرات المستخدمة في الدراسة: هناك عدة مؤشرات يمكن الحكم بواسطتها على مدى تطور أداء سوق الأسهم السعودي.

جدول رقم 2: المؤشرات المستخدمة في الدراسة

السنة	المؤشر العام R	حجم التداول V	معدل التداول K	عدد الشركات المدرجة M
2006	403.94	5261032.5	3939746.822	86
2007	613.66	6908821.5	1779051.432	111
2008	226.8	1962945	1119442.054	127
2009	291.5	1246.011	1510281.526	135
2010	322	170.497	862920898.0	145

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، النشرة الإحصائية

<http://www.sama.gov.sa/ar/bulletin/quarterly>

ب) المنهج الإحصائي المستخدم (SPSS): تم دراسة الارتباط بإعتماد معامل بيرسون (r) الذي يستخدم لدراسة العلاقة بين متغير ما مع متغير آخر، ويعرف الارتباط على أنه مقياس لإتجاه وقوة العلاقة الخطية والذي يأخذ ثلاث أشكال:

العلاقة العكسية: تعني زيادة في متغير ترتبط بتقليل قيمة المتغير الآخر، وفيه قيمة الارتباط تكون بين 0 و -1

العلاقة الطردية: زيادة في أحد المتغيرين ترتبط بزيادة قيمة المتغير الآخر وفيه قيمة الارتباط تكون بين 0 و 1 لا علاقة: تعني أن تغير أحد المتغيرين لن يؤثر على قيمة المتغير الآخر وفيه قيمة الارتباط تكون تساوي 0.

وتتم دراسة العلاقة بين المتغيرات من خلال إختبار الفرضيتين التاليتين:

H0: المتغيرات المفسرة ليس لها علاقة بالمتغيرات التابعة.

H1: المتغيرات المفسرة لها علاقة بالمتغيرات التابعة.

ج) دراسة الارتباط بين حجم أصول صناديق الاستثمار الإسلامية ومؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي: سيتم دراسة هذا الارتباط بإعتبار مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي متغيرات تابعة وقيمة أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية متغيرات مستقلة.

• دراسة الارتباط بين حجم أصول صندوق الأهلي النشط ومؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي: بإفتراض:

H0: أي أن حجم أصول صندوق الأهلي النشط ليس لها علاقة بمؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي.

H1: أي أن حجم أصول صندوق الأهلي النشط لها علاقة بمؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي.

آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013

وتظهر نتيجة برنامج SPSS كالتالي:

جدول رقم 3 : نتيجة حساب معامل بيرسون للعلاقة بين حجم أصول صندوق الأهلي النشط ومؤشرات أداء

سوق الأسهم السعودي

المؤشر العام	حجم التداول	معدل التداول	معامل ارتباط بيرسون
0.745	0.952	0.781	Pearson correlation coefficient
0.148	0.12	0.119	Sig-(2-tailed)
5	5	5	N

المصدر: من إعداد الباحثان اعتمادا على النتائج المتحصل عليها من استخدام برنامج SPSS.

يتضح من الجدول أعلاه ما يلي:

- بالنسبة للعلاقة بين حجم أصول هذا الصندوق والمؤشر العام نقبل الفرضية H_1 وذلك عند مستوى معنوية أقل من 20، ما يعني أن هناك علاقة قوية وموجبة بين هذين المتغيرين إذ قدر معامل الارتباط بـ 0,745.
- بالنسبة للعلاقة بين حجم أصول هذا الصندوق ومؤشر حجم التداول نقبل الفرضية H_1 عند مستوى معنوية أقل من 20، ما يعني أن هناك علاقة قوية وموجبة بين هذين المتغيرين إذ قدر معامل الارتباط بـ 0,952.
- بالنسبة للعلاقة بين حجم أصول هذا الصندوق ومؤشر معدل التداول نقبل الفرضية H_1 وذلك عند مستوى معنوية أقل من 20، ما يعني أن هناك علاقة قوية وموجبة بين هذين المتغيرين إذ قدر معامل الارتباط بـ 0,781.
- دراسة الارتباط بين حجم أصول صندوق الأهلي للمتاجرة بالأسهم السعودية ومؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي: بإفترض أن:

H_0 : أي أن حجم أصول صندوق الأهلي للمتاجرة ليس لها علاقة بمؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي.

H_1 : أي أن حجم أصول صندوق الأهلي للمتاجرة لها علاقة بمؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي.

وتظهر نتيجة برنامج SPSS كالتالي:

جدول رقم 4: نتيجة حساب معامل بيرسون للعلاقة بين حجم أصول صندوق الأهلي للمتاجرة بالأسهم السعودية

ومؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي

المؤشر العام	حجم التداول	معدل التداول	معامل ارتباط بيرسون
0.602	0.877	0.868	Pearson correlation coefficient
0.282	0.051	0.056	Sig-(2-tailed)
5	5	5	N

المصدر: من إعداد الباحثان اعتمادا على النتائج المتحصل عليها من استخدام برنامج SPSS.

يتضح من الجدول أعلاه ما يلي:

آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013

- بالنسبة للعلاقة بين حجم أصول هذا الصندوق والمؤشر العام لا نقبل الفرضية H_1 وذلك عند مستوى معنوية أكبر من 20، ما يعني أنه لا توجد علاقة بين هذين المتغيرين إذ قدر معامل الارتباط بـ 0.602.
- بالنسبة للعلاقة بين حجم أصول هذا الصندوق ومؤشر حجم التداول نقبل الفرضية H_1 عند مستوى معنوية أقل من 5، ما يعني أنه توجد علاقة بين هذين المتغيرين إذ قدر معامل الارتباط بـ 0.877.
- بالنسبة للعلاقة بين حجم أصول هذا الصندوق ومؤشر معدل التداول نقبل الفرضية H_1 عند مستوى معنوية أقل من 20، ما يعني أن هناك علاقة قوية وموجبة بين هذين المتغيرين إذ قدر معامل الارتباط بـ 0.868.
- دراسة الارتباط بين حجم أصول صندوق الصفاء للمتاجرة بالأسهم السعودية ومؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي: بافتراض أن:

H_0 : أي أن حجم أصول صندوق الصفاء ليس لها علاقة بمؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي.

H_1 : أي أن حجم أصول صندوق الصفاء لها علاقة بمؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي.

وتظهر نتيجة برنامج SPSS كالتالي:

جدول رقم 5: نتيجة حساب معامل بيرسون للعلاقة بين حجم أصول صندوق الصفاء ومؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي

المؤشر العام	حجم التداول	معدل التداول	معامل ارتباط بيرسون
0.754	0.907	0.841	Pearson correlation coefficient
0.141	0.033	0.074	Sig-(2-tailed)
5	5	5	N

المصدر: من إعداد الباحثان اعتمادا على النتائج المتحصل عليها من استخدام برنامج SPSS.

يتضح من الجدول أعلاه ما يلي:

- بالنسبة للعلاقة بين حجم أصول صندوق الصفاء والمؤشر العام نقبل الفرضية H_1 وذلك عند مستوى معنوية أقل من 20، ما يعني أن هناك علاقة قوية وموجبة بين هذين المتغيرين إذ قدر معامل الارتباط بـ 0.754.
- بالنسبة للعلاقة بين حجم أصول هذا الصندوق ومؤشر حجم التداول نقبل الفرضية H_1 عند مستوى معنوية أقل من 5، ما يعني أن هناك علاقة قوية وموجبة بين هذين المتغيرين إذ قدر معامل الارتباط بـ 0.907.
- بالنسبة للعلاقة بين حجم أصول صندوق الأمانة ومؤشر معدل التداول نقبل الفرضية H_1 عند مستوى معنوية أقل من 10، ما يعني أن هناك علاقة قوية وموجبة بين هذين المتغيرين إذ قدر معامل الارتباط بـ 0.841.
- دراسة الارتباط بين حجم أصول صندوق الأمانة للأسهم السعودية ومؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي: بإفتراض أن:

H_0 : أي أن حجم أصول صندوق الأمانة ليس لها علاقة بمؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي.

H_1 : أي أن حجم أصول صندوق الأمانة لها علاقة بمؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي.

آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013

وتظهر نتيجة برنامج SPSS كالتالي:

جدول رقم 6: نتيجة حساب معامل بيرسون للعلاقة بين حجم أصول صندوق الأمانة ومؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي

المؤشر العام	حجم التداول	معدل التداول	معامل ارتباط بيرسون
0.616	0.885	0.823	Pearson correlation coefficient
0.269	0.046	0.087	Sig-(2-tailed)
5	5	5	N

المصدر: من إعداد الباحثان اعتمادا على النتائج المتحصل عليها من استخدام برنامج SPSS.

يتضح من الجدول أعلاه ما يلي:

- بالنسبة للعلاقة بين حجم أصول صندوق الأمانة والمؤشر العام لا تقبل الفرضية H_1 عند مستوى معنوية أكبر من 20، ما يعني أنه لا توجد علاقة بين هذين المتغيرين إذ قدر معامل الارتباط r بـ 0.616.
- بالنسبة للعلاقة بين حجم أصول صندوق الأمانة ومؤشر حجم التداول تقبل الفرضية H_1 عند مستوى معنوية أقل من 5، ما يعني أن هناك علاقة قوية وموجبة بين هذين المتغيرين إذ قدر معامل الارتباط r بـ 0.885.
- بالنسبة للعلاقة بين حجم أصول صندوق الأمانة ومؤشر معدل التداول تقبل الفرضية H_1 عند مستوى معنوية أقل من 10، ما يعني أن هناك علاقة قوية وموجبة بين هذين المتغيرين إذ قدر معامل الارتباط r بـ 0.823.
- دراسة الارتباط بين حجم أصول صندوق الرائد للأسهم السعودية ومؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي: بإفتراض أن:

H_0 : أي أن حجم أصول صندوق الرائد ليس لها علاقة بمؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي.

H_1 : أي أن حجم أصول صندوق الرائد لها علاقة بمؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي.

وتظهر نتيجة برنامج SPSS كالتالي:

جدول رقم 7: نتيجة حساب معامل بيرسون للعلاقة بين حجم أصول صندوق الرائد ومؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي

المؤشر العام	حجم التداول	معدل التداول	معامل ارتباط بيرسون
0.694	0.929	0.844	Pearson correlation coefficient
0.194	0.72	0.22	Sig-(2-tailed)
5	5	5	N

المصدر: من إعداد الباحثان اعتمادا على النتائج المتحصل عليها من استخدام برنامج SPSS.

يتضح من الجدول أعلاه ما يلي:

- بالنسبة للعلاقة بين حجم أصول صندوق الرائد والمؤشر العام تقبل الفرضية H_1 وذلك عند مستوى معنوية أقل من 20، ما يعني أن هناك علاقة قوية وموجبة بين هذين المتغيرين إذ قدر معامل الارتباط r بـ 0.694.
- بالنسبة للعلاقة بين حجم أصول صندوق الرائد ومؤشر حجم التداول لا تقبل الفرضية H_1 عند مستوى معنوية أكبر من 20، ما يعني عدم وجود علاقة بين هذين المتغيرين إذ قدر معامل الارتباط r بـ 0.929.

آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013

- بالنسبة للعلاقة بين حجم أصول صندوق الرائد ومؤشر معدل التداول لا نقبل الفرضية H_1 عند مستوى معنوية أقل من 20، ما يعني أنه ليس هناك علاقة بين هذين المتغيرين إذ قدر معامل الارتباط r بـ 0.844.

• دراسة الارتباط بين حجم أصول صندوق الطيبات للأسهم السعودية ومؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي: بإفتراض أن:

H_0 : أي أن حجم أصول صندوق الطيبات ليس لها علاقة بمؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي.

H_1 : أي أن حجم أصول صندوق الطيبات لها علاقة بمؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي.

وتظهر نتيجة برنامج SPSS كالتالي:

جدول رقم 8: نتيجة حساب معامل بيرسون للعلاقة بين حجم أصول صندوق الطيبات ومؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي

المؤشر العام	حجم التداول	معدل التداول	معامل ارتباط بيرسون
-0.812	-0.965	-0.644	Pearson correlation coefficient
0.095	0.008	0.241	Sig-(2-tailed)
5	5	5	N

المصدر: من إعداد الباحثان اعتمادا على النتائج المتحصل عليها من استخدام برنامج SPSS.

يتضح من الجدول أعلاه ما يلي:

- بالنسبة للعلاقة بين حجم أصول صندوق الطيبات والمؤشر العام نقبل الفرضية H_0 وذلك عند مستوى معنوية أكبر من 10، ما يعني أن هناك علاقة عكسية بين هذين المتغيرين إذ قدر معامل الارتباط r بـ -0.812.

- بالنسبة للعلاقة بين حجم أصول هذا الصندوق ومؤشر حجم التداول نقبل الفرضية H_0 عند مستوى معنوية أقل من 5، ما يعني أن هناك علاقة عكسية بين هذين المتغيرين إذ قدر معامل الارتباط r بـ -0.965.

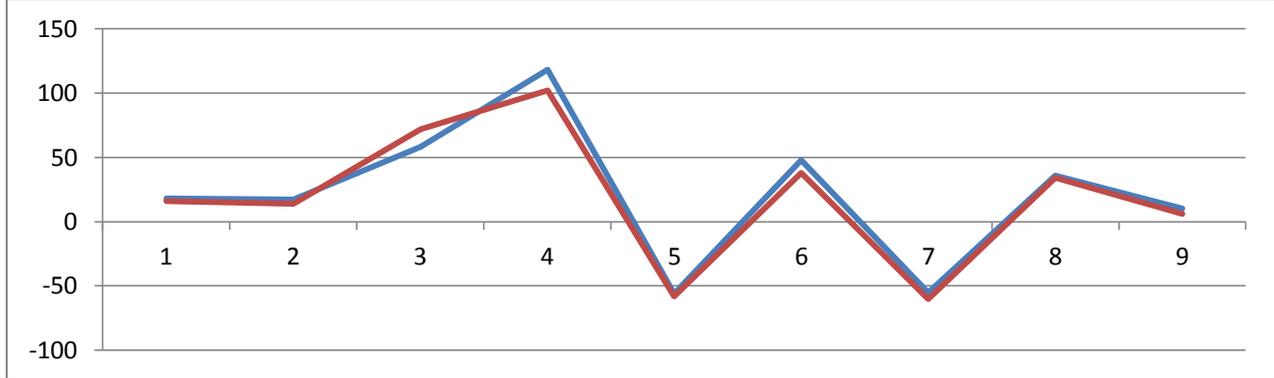
- بالنسبة للعلاقة بين حجم أصول هذا الصندوق ومؤشر معدل التداول نقبل الفرضية H_0 عند مستوى معنوية أكبر من 20 ما يعني أن ليس هناك علاقة قوية وموجبة بين هذين المتغيرين إذ قدر معامل الارتباط r بـ -0.644.

من خلال النتائج المتحصل عليها سابقا يتضح أن العلاقة بين الصناديق الإسلامية المستثمرة في سوق الأسهم السعودي ومؤشرات أدائه تختلف من صندوق لآخر إلا أن الملاحظ بشكل عام هو وجود علاقة قوية وموجبة وفي أحيان قليلة نجدها عكسية أو تنفي وجود ارتباط فيما بين المتغيرين. والجدير بالذكر أن صندوق الإستثمار الإسلامي وبخاصة أفضلها من حيث الحجم ترتبط بعلاقة قوية مع الأداء العام لسوق الأسهم السعودي لذلك يمكن توضيح الإرتباط بين أداء هذه الصناديق وأداء سوق الأسهم السعودي من حيث متوسط الريحية في الآتي:

الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013

شكل رقم 1: مقارنة متوسط أداء الصناديق الاستثمارية الإسلامية في سوق الأسهم السعودي مع ربحية السوق السنوية (2009 - 2001)



<http://www.alriyadh.com/2010>

المصدر: إعداد الباحثان بناء على:

يلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن متوسط الربحية السنوية لكل من الصناديق الإسلامية المستثمرة في السوق و ربحية سوق الاسهم السعودي تأخذ نفس المنحى، فعلى المستوى الاجمالي هي تذبذب مستمر حيث سجل أعلى متوسط للربحية عام 2004 في حين شهد تراجعاً كبيراً على إثر أزمة 2008 ليعاود الإرتفاع فيما بعد نتيجة حدوث نوع من الإنتعاش في هذه السوق ليصل إلى ما يقدر بـ 10,6% في بداية 2010 مقارنة مع أداء السوق الذي قدر بـ 6,4% لنفس العام.

الخاتمة:

مما سبق يظهر أن كل من صناديق الاستثمار الإسلامية وأسواق الأوراق المالية الإسلامية يشكلان رافدان أساسيان في الصناعة المالية الإسلامية، فالأولى أنشأت لتؤدي دوراً محورياً في أسواق المال وفي تمويل اقتصاد أي دولة وذلك لكونها أداة مناسبة وفعالة لتجميع المدخرات واستثمارها، في حين أن الثانية تمثل محطة هامة لإعادة هيكلة وضع الأموال لتمويل المشروعات الاستثمارية وتوجيهها الوجهة الإسلامية الصحيحة.

كما يظهر بتطبيق معامل بيرسون كأسلوب لمعرفة العلاقة التي تحكم نشاط صناديق الإستثمار الإسلامية بمؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي لوحظ أن هناك إرتباط موجب في الغالب بين حجم أصول هذه الصناديق وكل من مؤشر الرسملة السوقية ومؤشر سيولة السوق والمؤشر العام للأسعار.

وإذا ما ألقينا نظرة على سوق الأوراق المالية التقليدي في الجزائر نجد أنه يتميز بالركود وقلة النشاط، فليس من المستغرب إذا غياب تام لأي سوق أوراق مالية إسلامي يعمل وفق ضوابط وآليات وقواعد تتوافق مع الشرع الإسلامي، والتساؤل الذي يبقى مطروحا هو: هل سيأتي اليوم الذي سيتم فيه إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية جزائري بعد أن يلتحق نظيره التقليدي بركب أسواق الأوراق المالية العالمية؟ ولن يتأتى ذلك إلا بعد

الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013

تطوير المنظومة التشريعية والقانونية ومنها قانون النقد والقرض لاحتضان الأدوات والمنتجات المالية الإسلامية التي ستشكل بالتأكد النواة الصلبة لتطوير سوق مالي إسلامي يخدم الاقتصاد الوطني ويساعد على تعبئة وتوظيف رؤوس الأموال التي تبحث عن أوعية ادخارية واستثمارية متوافقة مع أحكام ديننا الحنيف، والأمر ليس بالمستحيل إذا ما نظرنا إلى تسابق الدول الإسلامية (ماليزيا والبحرين والسعودية والامارات مثلا) والدول غير الإسلامية (ب)

- ⁱ قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة، عمان، 2009، ص 215
- ⁱⁱ منير إبراهيم هندي، أدوات الإستثمار في أسواق المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003، ص 91.
- ⁱⁱⁱ هنادي بنت محمد عمر سراج قمر، دراسة إستراتيجية الإستثمار في سوق المال للأسرة السعودية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية التربية للإقتصاد المتزلي، قسم السكن وإدارة المنزل، جامعة طيبة، المدينة المنورة، 2008، ص 97
- ^{iv} هشام جبر، صناديق الإستثمار الإسلامية، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي الأول حول الإستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة في الجامعة الإسلامية، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، 8-9 ماي 2005، ص 84
- ^v www.albawaba.com/ar/492692
- ^{vi} سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الإستثمارية، دار الراية، عمان، 2009، ص 127.
- ^{vii} اشرف محمد دواية، صناديق الإستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام، الإسكندرية، 2، 2006، ص 73
- ^{viii} محمود حسين الوادي وآخرون، النقود والمصارف، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2010، ص 200
- ^{ix} محمد أيوب، النظام المالي في الإسلام، ترجمة عمر سعيد الأيوبي، مؤسسة محمد بن راشد آل مكتوم، لبنان، 2009، ص 355
- ^x عابد فضل الشعراوي، المصارف الإسلامية، دار الجامعة، الإسكندرية، ط2، مصر، 2008، ص 298
- ^{xi} محمد أيوب، مرجع سبق ذكره، ص 335.
- ^{xii} حسين بلعجوز، مخاطر صيغ التمويل في البنوك الإسلامية و البنوك الكلاسيكية، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 48.
- ^{xiii} صفوت عبد السلام عوض الله، صناديق الإستثمار http://slconf.vaeu.ac.ae/prev-conf/2007/papers/6_s
- ^{xiv} وائل عربيات، المصارف الإسلامية والمؤسسات الإقتصادية، دار الثقافة، عمان، 2006، ص 132.
- ^{xv} عيسى ضيف الله المنصور، نظرية الأرباح في المصارف الإسلامية، دار النقائس، الأردن، 2008، ص 333.
- ^{xvi} أحمد صبحي العيادي، إدارة العمليات المصرفية و الرقابة عليها، دار الفكر، عمان، 2010، ص 146.
- ^{xvii} فليح حسن خلف، البنوك الإسلامية، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2006، ص 225.
- ^{xviii} أحمد صبحي العيادي، مرجع سبق ذكره، ص 159.
- ^{xix} محمد أيوب، مرجع سبق ذكره، ص 336.
- ^{xx} العديد من المراجع: - محمد أيوب، مرجع سبق ذكره، ص 339، 340.
- أحمد صبحي العيادي، مرجع سبق ذكره، ص 146، 147.
- ^{xxi} صادق راشد الشمري، أساسيات الإستثمار في المصارف الإسلامية، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص 406، 407.
- ^{xxii} العديد من المراجع: - ميشال بيار الشرتوني، الوجيز في الدراسات المصرفية والتجارية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2010، ص 589
- عبد الستار أبو غدة، صناديق الإستثمار الإسلامية "دراسة فقهية تأصيلية معاصرة"، بحث مقدم إلى الملتقى العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة، ص 576
- ^{xxiii} بن الضيف محمد عدنان، الإستثمار في سوق الأوراق المالية "دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الإقتصادية، تخصص نقود، جامعة بسكرة، 2007-2008، ص 74.
- ^{xxiv} سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصيرة الأجل للبنوك الإسلامية، إيتراك للطباعة والنشر و التوزيع، الجزائر، 2002، ص 348.

الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013

- xxxv حدة رايس ، دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية، إيتراك للطباعة ، الجزائر، 2009، ص ص 471، 472
- xxxvi زكريا سلامة عيسى شطناوي، الأثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار الفنائس، عمان، 2009، ص 30.
- xxxvii محمد زياد سلامة، السوق المالي الإسلامي صمام لأزمات المستقبل المالية، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الرابع حول الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور إسلامي، معهد العلوم الإدارية، جامعة الكويت، يومي 15 - 16 ديسمبر 2010، ص ص 6، 7.
- xxxviii أحمد سقر، المصارف و الأسواق المالية التقليدية و الإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006، ص ص 151، 152
- xxxix جمال لعامرة، حدة رايس ، تحديات السوق المالي الإسلامي، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الإقتصاديات و المؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، يومي 6-7 نوفمبر 2006، ص ص 6، 7
- xxx عبد الكريم الهبي، أساليب الإستثمار الإسلامي و أثرها على الأسواق المالية، دار رسلان للطباعة، سوريا، 2006، ص ص 245 - 247.
- xxxii العديد من المراجع: أحمد سليمان خصاونة، المصارف الإسلامية تحديات العولمة وإستراتيجية مواجهتها، عالم الكتب، عمان، 2008، ص 275.
- عبد الكريم شوكال ، إهيارات الأسواق المالية وحلول إقتصاد المشاركة، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي الأول حول الإقتصاد الإسلامي: الواقع .. و رهانات المستقبل، معهد العلوم الإقتصادية والتجارية و علوم التسيير، جامعة غرداية، يومي 23-24 فيفري 2011، ص ص 12، 13.
- xxxiii عمر يوسف عبد الله حباية، الأزمة المالية المعاصرة تقدير إقتصادي إسلامي، عالم الكتب الحديث، عمان، 2011، ص ص 174-177
- xxxiiii بن الضيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص ص 72، 73.
- xxxv منير إبراهيم هندي، أساسيات الإستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 25.
- xxxvi حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية، أداؤها المالي وأثارها في سوق الأوراق المالية، دار البازوري، عمان، 2011، ص 138
- xxxvii محمد محمود عبد ربه محمد، طريقك إلى البورصة، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، ص 46.