

T.C.

**İSTANBUL SABAHATTİN ZAİM ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ
İSLAM İKTİSADI VE HUKUKU ANABİLİM DALI
İSLAM İKTİSADI VE HUKUKU BİLİM DALI**

**YATIRIM FONLARINDA ŞER'Î MUDAREBENİN
GELİŞTİRİLMESİ: ABD DOLAR BAZLI AL-RAJİHİ
MUDAREBE EMTİA FONU ÖRNEĞİ**

DOKTORA TEZİ

Tarek Khalefa Salem HUSSIN

Tez Danışmanı

Prof. Dr: Osama AL HAMWI

İstanbul

Temmuz – 2024

الجمهورية التركية

جامعة صباح الدين زعيم إسطنبول

معهد الدراسات العليا

قسم الاقتصاد الإسلامي والقانون

تطوير استخدام المضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار:
صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي أنموذجاً

أطروحة دكتوراة

طارق خليفة سالم حسين

مشرف الرسالة

الأستاذ الدكتور: أسامه الحموي

إسطنبول

يوليو - 2024

Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Müdürlüğüne;

Bu çalışma, jürimiz tarafından İslam İktisadi ve Hukuku Anabilim Dalı, İslam İktisadi ve Hukuku Bilim Dalında DOKTORA TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Danışman Prof. Dr. Osama AL HAMWI

Üye Doç. Dr. Eşref DEVABE

Üye Dr. Öğr. Üyesi Suhel Ahmed Fadel HAWAMDEH

Üye Dr. Öğr. Üyesi Mustafa TEMİMİ

Üye Dr. Öğr. Üyesi Zaid ALAZAKI

Onay

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

Prof. Dr. Erhan İÇENER
Enstitü Müdürü

BİLİMSEL ETİK BİLDİRİMİ

Doktora tezi olarak hazırladığım "Yatırım Fonlarında Şer'î Mudarebenin Geliştirilmesi: ABD Dolar Bazlı Al-Rajhi Mudarebe Emtia Fonu Örneği" adlı çalışmanın öneri aşamasından sonuçlandığı aşamaya kadar geçen süreçte bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle uyduğumu, tez içindeki tüm bilgileri bilimsel ahlak ve gelenek çerçevesinde elde ettiğimi, tez yazım kurallarına uygun olarak hazırladığımı, bu çalışmamda doğrudan veya dolaylı olarak yaptığım her alıntıya kaynak gösterdiğimi ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu beyan ederim.

Tarek Khalefa Salem HUSSIN

تعهد بالالتزام بالقواعد العلمية الأخلاقية

لقد التزمت خلال الفترة من مرحلة اقتراح رسالتي بعنوان "تطوير استخدام المضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار: صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي أنموذجاً" وحتى نهاية إعدادي هذه الرسالة بالقواعد الأخلاقية العلمية، وأقرّ بأنني قد قمت بأعداد جميع المعلومات في الرسالة وفقاً لقواعد كتابة الرسالة التي حصلت عليها في إطار الأخلاقيات العلمية والتقاليد، وأن جميع الاقتباسات التي استخدمتها في رسالتي بشكل مباشراً أو غير مباشر هي كما وثقتها وأثبتتها في قائمة المراجع.

طارق خليفة سالم حسين

شُكْر

أَتَقَدِّمُ بِخَالصِ الشُّكْرِ وَالْامْتِنَانِ لِلَّهِ - عَزَّ وَجَلَّ - عَلَى مَنَحِي الْقُوَّةَ وَالصَّبْرَ لِإِتِمَامِ هَذِهِ الدِّرَاسَةِ وَتَحْقِيقِ النَّجَاحِ، الْحَمْدُ لِلَّهِ أَوَّلًا وَآخِرًا.

كَمَا أودُّ أَنْ أُعَبِّرَ عَنْ شُكْرِي لِمَشْرِفِي الْأَكَادِمِيِّ، الْأُسْتَاذِ دُكْتُورِ أُسَامَةِ الْحَمَوِيِّ، وَأَعْضَاءِ لَجَنَةِ الْإِشْرَافِ عَلَى هَذِهِ الرِّسَالَةِ، الدُّكْتُورِ سُهَيْلِ الْحَوَامِدَةِ، وَالدُّكْتُورِ مُصْطَفَى التَّمِيمِيِّ، الَّذِينَ قَدَّمُوا لِي الدَّعْمَ وَالْإِزْشَادَ طَوَالَ مُدَّةِ إِعْدَادِ الدِّرَاسَةِ.

كَمَا أودُّ أَنْ أَتَقَدِّمَ بِشُكْرِي الْخَاصِّ لِأَعْضَاءِ لَجَنَةِ الْمُنَاقَشَةِ وَهُمْ، الدُّكْتُورُ أَشْرَفُ دَوَّابَّةَ، وَالدُّكْتُورُ زَيْدُ الْعَزْكَي، عَلَى جُهِودِهِمْ وَتَفَانِيهِمْ فِي تَقْدِيمِ الْمُلَاحَظَاتِ وَالتَّوْجِيهَاتِ الَّتِي سَاهَمَتْ فِي تَحْسِينِ هَذَا الْبَحْثِ.

وَلَا يُمَكِّنُنِي نِسْيَانُ التَّرَحُّمِ عَلَى رُوحِ الدُّكْتُورِ حَسَنِ أَبُو عُذَّةَ، جَعَلَ اللَّهُ الْفَرْدُوسَ الْأَعْلَى مَأْوَاهُ الَّذِي تَوَفَاهُ اللَّهُ أَثْنَاءَ تَدْرِيسِي فِي أَحَدِ الْفُصُولِ، فَلَهُ كُلُّ الشُّكْرِ وَالتَّقْدِيرِ عَلَى إِسْهَامِهِ فِي تَكْوِينِي الْأَكَادِمِيِّ.

وَأَخِيرًا، أَتَوَجَّهُ بِالشُّكْرِ الْجَزِيلِ وَالْعَرْفَانِ (لِأُمِّي الْغَالِيَةِ) الَّتِي كَانَ وَلَا يَزَالُ لَهَا الْفَضْلُ الْأَسْمَى فِي كُلِّ نَجَاحٍ حَقَّقْتَهُ فِي حَيَاتِي، وَلِرُوحِ وَالِدِي الطَّاهِرَةِ، وَلِكُلِّ إِخْوَتِي وَأَخَوَاتِي وَكُلِّ الْأَصْدِقَاءِ وَالزُّمَلَاءِ عَلَى دَعْمِهِمُ الدَّائِمِ وَتَشْجِيعِهِمْ لِي فِي هَذَا الْمَشْوَارِ الطَّوِيلِ.

وَفِي الْخِتَامِ، أُمَتْنِي أَنْ تَكُونَ هَذِهِ الدِّرَاسَةُ قَدْ أَسْهَمَتْ فِي إِثْرَاءِ الْمَعْرِفَةِ الْعِلْمِيَّةِ وَالْمُسَاهَمَةِ فِي تَطْوِيرِ الْمَجْتَمَعِ وَالْعِلْمِ بِشَكْلِ عَامٍّ.

شُكْرًا لَكُمْ جَمِيعًا عَلَى دَعْمِكُمْ وَتَشْجِيعِكُمْ الْمُسْتَمَرِّ.

ÖZET

YATIRIM FONLARINDA ŞER'İ MUDAREBENİN GELİŞTİRİLMESİ: ABD DOLAR BAZLI AL-RAJİHİ MUDAREBE EMTİA FONU ÖRNEĞİ

Tarek Khalefa Salem HUSSIN

Doktora, İslam İktisadı ve Hukuku

Tez Danışmanı: Prof. Dr: Osama AL HAMWI

Temmuz 2024 - 217 + xvii Sayfa

Bu çalışma, Şeriat Mudaraba kavramına, meşruiyetinin delillerine ve esaslarına ışık tutmayı ve Yatırım fonlarında Şeriat Mudaraba'nın uygulanmasına ilişkin Şeriat esaslarını, fon yöneticisi ile katılımcıları arasındaki sözleşmeye dayalı ilişki açısından açıklamayı amaçlamaktadır. Fonun faaliyetlerinin yatırım alanları açısından değerlendirilmesi ve fonun kullanımına ilişkin en önemli engel ve risklere ışık tutulması amaçlanmaktadır. Yatırım fonları ve riskten korunma mekanizmalarında Şeriat Mudaraba.

Bu çalışmada, çalışmanın probleminin temsil ettiği ana soruyu cevaplamak amacıyla, Çalışmanın alt sorularını yanıtlamak için bilimsel araştırma literatürü aracılığıyla betimsel analitik yöntem kullanılmıştır, ABD DOLAR BAZLI AL-RAJİHİ MUDAREBA EMTİA FONU, Cinsinden çalışma modelini değerlendirin, Mali tablolarını analiz ederek ve bu modelin güçlü ve zayıf yönlerini belirterek, yatırım fonlarında spekülasyonun kullanımının geliştirilmesinde bundan faydalanmak.

Çalışmada çok sayıda sonuç ve öneriye ulaşılmış olup bunlardan en önemlileri şunlardır: Fonların çoğu, geleneksel bankaları yönetme anlayışıyla yönetilmekte ve gerçek yatırımlara girmenin alternatifi olarak finansal aracılık rolünü üstlenerek faaliyet göstermektedir. risklere karşı oldukça muhafazakar bir yatırım ortamı.

Harici bir yürütme otoritesi tarafından desteklenen bağımsız bir Şeriat denetim organı aracılığıyla geliştirilecektir.

Çalışma, kapalı yatırım fonlarındaki reel yatırımlara erişim yoluyla tasarrufların harekete geçirilmesi, ticari işlemlerin kolaylaştırılması ve karların dağıtılması yoluyla Şeriat Mudaraba'nın kullanımının geliştirilmesine yönelik bir öneri sunularak sonuçlandırılmıştır.

Anahtar kelimeler: Şeriat Mudaraba, Yatırım fonları, Mudaraba Sukuk, Yönetim, finansal tablolar.

ABSTRACT

DEVELOPING THE USE OF SHARIAH MODARABA IN MUTUAL FUNDS: AL-RAJHI COMMODITYS MUDARABA FUND USD AS A MODEL

Tarek Khalefa Salem HUSSIN

PhD Thesis, Islamic Economics and Law

Thesis Supervisor: Prof. Dr: Osama AL HAMWI

July 2024 - 217 + xvii Pages

This study aims to shed light on the concept of Sharia Mudaraba, the evidence of its legitimacy and its pillars, and to explain the Sharia foundations for applying Sharia Mudaraba in Mutual funds in terms of the contractual relationship between the fund manager and its participants, or in terms of the investment fields of the fund's activities, and to shed light on the most important obstacles and risks associated with using it. Sharia Mudaraba in Mutual funds and hedging mechanisms. This study used the descriptive analytical method, through scientific research literature, represented in answering the sub-questions of the study, leading to answering the main question represented in the problem of the study, and evaluating the study model of AL-RAJHI COMMODITYS MUDARABA FUND USD, by analyzing its financial statements, and stating its strengths. The weakness in this model is to benefit from it in developing the use of Mudaraba in mutual funds.

The study achieved a number of results and recommendations, the most important of which are: Most funds are managed with the mentality of managing traditional banks and taking the role of financial intermediation as an alternative to entering into real investments, which makes them operate in a very conservative investment environment towards risks.

It will be developed through an independent Sharia supervisory body by an external executive authority.

The study concluded by presenting a proposal through which the use of speculation would be developed by mobilizing savings, facilitating trading operations and distributing profits, provided that this is done by accessing real investments in closed investment funds.

Keywords: Shariah Modaraba, Mutual funds, Mudaraba Sukuk, governance, Financial statements.

الملخص

تطوير استخدام المضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار:

صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي أنموذجاً

أطروحة دكتوراة: قسم الاقتصاد الإسلامي والقانون

طارق خليفة سالم حسين

مشرف الرسالة: أ.د. أسامة الحموي

يوليو 2024 – 217 + xvii صفحة

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على مفهوم المضاربة الشرعية وأدلة مشروعيتها وأركانها، وبيان الأسس الشرعية لتطبيق المضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار من حيث العلاقة التعاقدية بين مدير الصندوق والمكتسبين فيه، أو من حيث المجالات الاستثمارية لأنشطة الصندوق، وإبراز أهم المعوقات والمخاطر المصاحبة لاستخدام المضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار وآليات التحوط منها.

وقد استخدمت هذه الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، من خلال أدبيات البحث العلمي المتمثلة في الإجابة على التساؤلات الفرعية للدراسة، وصولاً للإجابة على السؤال الرئيس المتمثل في مشكلة الدراسة، وتقييم نموذج الدراسة صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي، من خلال تحليل قوائمه المالية، وبيان نقاط القوة والضعف في هذا النموذج، للاستفادة من ذلك في تطوير استخدام المضاربة في صناديق الاستثمار.

وتوصلت الدراسة إلى عدد من النتائج والتوصيات أهمها: إن معظم الصناديق تدار بعقلية إدارة المصارف التقليدية، وأخذ دور الوساطة المالية بدلاً عن الولوج في استثمارات حقيقية، مما يجعلها تعمل في بيئة استثمارية متحفظة جداً اتجاه المخاطر.

إن يتم تطوير من خلال هيئة رقابة شرعية مستقلة مدعومة بسلطة تنفيذية خارجية. وخلصت الدراسة بتقديم مقترح يتم من خلاله تطوير استخدام المضاربة الشرعية من خلال تعبئة المدخرات، وتسهيل عمليات التداول وتوزيع الأرباح، على أن يتم ذلك بالولوج إلى استثمارات حقيقية في صناديق الاستثمار المغلقة.

الكلمات المفتاحية: المضاربة الشرعية، صناديق الاستثمار، الحوكمة، القوائم المالية.

فهرس المحتويات

i.....	TEZ ONAY SAYFASI
ii	BİLİMSEL ETİK BİLDİRİMİ
iii	الشكر
iv	ÖZET
v	ABSTRACT
vi	الملخص
vii	فهرس المحتويات
xiv	فهرس الجداول
xvi	فهرس الأشكال
xvii.....	قائمة المختصرات
1.....	المقدمة
2.....	مشكلة الدراسة
3.....	أهداف الدراسة
4	أهمية موضوع الدراسة والقيمة الذاتية لها
5.....	منهجية البحث في الرسالة
5.....	تحليل الأدبيات المتعلقة بموضوع الرسالة
	الفصل الأول
14	ماهية صيغة الاستثمار بالمضاربة الشرعية
15	1.1 مفهوم المضاربة الشرعية وأدلة مشروعيتها
16	1.1.1 المضاربة في الفقه الإسلامي
16	1.1.1.1 مفهوم المضاربة الشرعية:
18	1.1.1.2 الفرق بين عقد المضاربة الإسلامية وبعض العقود المشابهة:
19	1.1.1.3 أدلة مشروعية المضاربة الإسلامية:
21	1.1.1.4 الغاية من عقود المضاربة الإسلامية:

22	1.1.2	أركان وشروط وأحكام صحة عقود المضاربة الشرعية.
23	1.1.2.1	أهم أركان المضاربة.
24	1.1.2.2	شروط عقد المضاربة الإسلامية.
26	1.1.2.3	لزوم عقد المضاربة.
26	1.1.2.4	ضمان المضارب لمال المضاربة.
27	1.1.2.5	الشروط الواجب توفرها في رأس المال.
28	1.1.2.6	الشروط الواجب توفرها في الربح.
28	1.1.2.7	الشروط الواجب توفرها في العمل.
29	1.1.2.8	أنواع عقود المضاربة الإسلامية.
30	1.1.2.9	أحكام وآثار المضاربة الإسلامية.
31	1.1.2.10	المضاربة المنتهية بالتملك.
31	1.1.2.11	انتهاء المضاربة.
32	1.2	تطبيق المضاربة وبيان صورتها وذكر أطرافها.
32	1.2.1	المضاربة الثنائية.
32	1.2.1.1	التكييف الشرعي لتطبيق المضاربة الثنائية في المؤسسات المالية.
34	1.2.1.2	التطبيق العملي للمضاربة الثنائية في المؤسسات المالية.
36	1.2.2	المضاربة المشتركة.
36	1.2.2.1	الأطراف المتعاملون بالمضاربة المشتركة.
39	1.2.2.2	التطبيقات العملية للمضاربة المشتركة في صناديق الاستثمار.
41	1.2.2.3	حكم خلط الأموال اللاحقة مع السابقة في المضاربة المشتركة.
43	1.2.2.4	المزايا التي تقدمها المضاربة المشتركة للتمويل والاستثمار الإسلامي.
45	1.2.3	الحكم الفقهي لضمان المضارب لرأس مال المضاربة المشتركة.
46	1.2.3.1	الحكم الفقهي لتضمن مدير الاستثمار (المضارب) في المضاربة المشتركة.
49	1.2.3.2	الفرق بين يد الضمان ويد الأمانة في الشريعة الإسلامية.
50	1.2.3.3	ما يتعلق بمدير الاستثمار من حيث الضمان.
50	1.2.3.4	أهم صور الضمان الممنوعة في المضاربة المشتركة.

1.2.3.5	الحكم الفقهي إذا ثبت التعدي أو التقصير من مدير الاستثمار (المضارب)	51
1.2.3.6	الفرق بين التعدي والتقصير في الشريعة الإسلامية:	51
1.2.3.7	مسؤولية عبء الإثبات في حالة حدوث الخسارة في المضاربة:	53
1.2.3.8	ما يترتب على المضارب (مدير الاستثمار) إذا ثبت عليه التعدي والتقصير.	53

الفصل الثاني

54	تطبيق عقود المضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار المشتركة
----	--

2.1	مفهوم وأنواع صناديق الاستثمار	54
-----	-------------------------------	----

2.1.1	صناديق الاستثمار التقليدية	55
-------	----------------------------	----

2.1.1.1	تعريف صناديق الاستثمار	55
---------	------------------------	----

2.1.1.2	نبذة تاريخية على صناديق الاستثمار، ومراحل تطورها:	56
---------	---	----

2.1.1.3	مكونات الهيكل التشغيلي والتنظيمي لصناديق الاستثمار التقليدية:	57
---------	---	----

2.1.1.4	أنواع صناديق الاستثمار	59
---------	------------------------	----

2.1.1.5	تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً لرأس المال:	60
---------	--	----

2.1.1.6	تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً للغرض من الاستثمار:	60
---------	--	----

2.1.1.7	تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً لنوع الأدوات المالية لمكونات الصندوق:	61
---------	--	----

2.1.1.8	أهمية صناديق الاستثمار	64
---------	------------------------	----

2.1.2	صناديق الاستثمار الإسلامية	66
-------	----------------------------	----

2.1.2.1	تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية	67
---------	----------------------------------	----

2.1.2.2	أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية:	69
---------	-----------------------------------	----

2.1.2.3	تصنيف صناديق الاستثمار الإسلامية وفقاً لنوع الأدوات المالية لمكونات
---------	---

الصندوق. 70

2.1.2.4	أوجه التشابه والاختلاف بين صناديق الاستثمار الإسلامي والتقليدي:	74
---------	---	----

2.1.2.5	هيئة الرقابة الشرعية:	74
---------	-----------------------	----

2.1.2.6	مهام وصلاحيات هيئة الرقابة الشرعية:	75
---------	-------------------------------------	----

2.2 آليات تطبيق المضاربة الشرعية من خلال صناديق الاستثمار 75

2.2.1 الأسس الشرعية لتطبيق المضاربة الشرعية في الصناديق المشتركة 76

2.2.1.1 صيغة العقد المبرم بين إدارة الصندوق والمكتتبين فيه: 77

2.2.1.2 الأسس الشرعي للشخصية الاعتبارية للصندوق الاستثماري: 77

2.2.1.3 مشاركة مؤسس الصندوق في رأس مال الصندوق: 77

2.2.1.4 الحكم الفقهي لمشاركة جهة الإصدار بجزء من رأس المال: 78

2.2.1.5 العلاقة التعاقدية في صناديق الاستثمار الإسلامية 78

الفصل الثالث

المخاطر والمعوقات التي تحد من استخدام المضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار 82

3.1 مخاطر المال والأعمال في صناديق الاستثمار: 83

3.1.1 مفاهيم وأنواع المخاطر في صناديق الاستثمار 83

3.1.1.1 المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية: 85

3.1.1.2 مخاطر الأعمال. Business Risk 85

3.1.1.3 المخاطر المالية. Financial Risk 87

3.1.2 مفاهيم وأنواع المخاطر في صناديق الاستثمار الإسلامية: 93

3.1.2.1 المخاطر المصاحبة لأدوات التمويل والاستثمار الإسلامية: 94

3.1.2.2 مخاطر الأدوات المالية الإسلامية المعتمدة على أصول: 95

3.1.2.3 مخاطر الأدوات المالية الإسلامية المعتمدة على المشاركة في الأرباح: 98

3.1.3 المخاطر والمعوقات المتعلقة بالمضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار 101

3.1.3.1 المخاطر المرتبطة بالاستثمار في صناديق الاستثمار 101

3.1.3.2 معوقات ومخاطر عقود المضاربة الشرعية من جهة المكتتبين في صناديق

الاستثمار 105

3.2 دور إدارة المخاطر والحوكمة على أداء صناديق الاستثمار: 109

3.2.1 مفهوم وأهمية إدارة المخاطر في صناديق الاستثمار 110

3.2.1.1 مفهوم إدارة المخاطر: 110

110	3.2.1.2 مفهوم إدارة المخاطر على المستوى المؤسسي
111	3.2.1.3 أهمية إدارة المخاطر.....
114	3.2.2 إطار عمل إدارة المخاطر والحوكمة في صناديق الاستثمار
114	3.2.2.1 تحديد السياق العام للمخاطر:
115	3.2.2.2 تقدير المخاطر:
120	3.2.2.3 دور الحوكمة الرشيدة على أداء صناديق الاستثمار:
122	3.2.2.4 أهمية الحوكمة في صناديق الاستثمار الإسلامية:

الفصل الرابع

124	واقع الاستثمار بالمضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار وآليات تطويرها
125	4.1 واقع التمويل الإسلامي في صناديق الاستثمار العالمية:
126	4.1.1 حصة صناديق الاستثمار بين باقي مؤسسات التمويل الإسلامي:
130	4.1.2 أحاطه عن صناديق الاستثمار الإسلامية العالمية:
131	4.1.2.1 نسبة امتلاك أصول صناديق الاستثمار الإسلامية العالمية حسب البلدان
134	4.1.2.2 تقسيم صناديق الاستثمار الإسلامية العالمية حسب نوع الأصول:
137	4.1.2.3 واقع صناديق الاستثمار الإسلامية في المملكة السعودية:
139	4.1.2.4 واقع التمويل بالمضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار السعودية:
140	4.1.2.5 تقييم أداء صناديق الاستثمار مع باقي المؤسسات المالية الإسلامية الأخرى
143	4.2 تقييم أداء صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع (بالدولار الأمريكي)
	4.2.1 سياسات الاستثمار التي ينتهجها صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع
145	بالدولار الأمريكي
145	4.2.1.1 الاستراتيجية المتبعة في الصندوق:
147	4.2.1.2 آلية توزيع الأرباح والخسائر في الصندوق
148	4.2.1.3 قياس أداء صندوق الراجحي للمضاربة بالدولار الأمريكي:
149	4.2.1.4 سجل أداء الصندوق مقابل أداء المؤشر الاسترشادي:
150	4.2.1.5 العائد الإجمالي لصندوق لمدة عشر سنوات مقارنة بالمؤشر الاسترشادي:

4.2.2	التحليل المالي لصندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي من خلال تحليل القوائم المالية عن عامي 2020م و 2021م.	155
4.2.2.1	تحليل قائمة المركز المالي كما جاءت في التقرير السنوي 2021م.	155
4.2.2.2	تحليل قائمة المركز المالي لعام 2020م – 2021م:	159
4.2.2.3	حساب نسبة التغير في المركز المالي باستخدام التحليل المالي الأفقي:	159
4.2.3	تقييم أداء نموذج الدراسة المتمثل في صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي.	170
4.2.3.1	: التقييم من حيث الالتزام بالأمر الشرعية من حيث التعاقد والعمل. ..	170
4.2.3.2	الضوابط الشرعية المعلن عنها في صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي.	171
4.2.3.3	تقييم الدراسة من حيث الالتزام بالأمر الشرعية من حيث التعاقد والعمل.	172
4.2.3.4	التقييم من خلال مقياس الأداء والمخاطر لصندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي:	173
4.2.3.5	التحليل الإحصائي لمعدل الأداء والمخاطر:	176
4.2.3.6	سياسة إدارة المخاطر في الصندوق:	178
4.2.3.7	التقييم من خلال تحليل القوائم المالية:	180
4.3	مقترح عملي لأهم متطلبات تطوير المضاربة الشرعية لكي تتلاءم والتطبيق العملي في صناديق الاستثمار.	183
4.3.1	التطوير من خلال إطار قانوني وهيئة رقابة شرعية مستقلة مدعمة بسلطة تنفيذية.	183
4.3.1.1	استقلالية وكفاءة هيئة الرقابة الشرعية:	185
4.3.1.2	تقنين أحكام عقود المضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار المشتركة.	186
4.3.1.3	تحديد مسؤولية عبء إثبات الإهمال والتقصير في حالة حدوث الخسارة في المضاربة:	187
4.3.2	تطوير آليات التحوط في إدارة المخاطر استناداً الى احتمال الحدوث والأثر	

189	 في إطار حوكمة رشيدة متطورة:
4.3.3	التطوير من خلال آليات توظيف الأموال وعمليات التداول وتوزيع
الأرباح:	 191
4.3.3.1	توظيف الأموال من خلال الولوج الى استثمارات حقيقية في أصول ملموسة
191	 واختيار المجال الاستثماري المناسب.
4.3.3.2	التركيز على صناديق الاستثمار المغلقة، وتسهيل عمليات تداول الأصول
192	 المالية، وتوزيع الأرباح بشكل منتظم مما يعزز توافر السيولة.
194	 الخاتمة.
194	 النتائج والتوصيات
203	 المراجع

فهرس الجداول

جدول 3.1 تحليل المخاطر استناداً الى احتمال الحدوث والأثر	117
جدول 3.2 تقييم المخاطر وفقاً لاحتمال الحدوث والأثر	119
جدول 4.1 تفاصيل مؤشر أعمال مجلس الخدمات المالية الإسلامية العالمية IFSI حسب القطاع والمنطقة (القيمة بالمليار دولار أمريكي) (2021)	128
جدول 4.2 تفاصيل عن جميع صناديق الاستثمار السعودية خلال الفترة من أكتوبر 2021 إلى نهاية مارس 2022م	138
جدول 4.3 يبين أهم تفاصيل الصندوق بشكل ملخص	144
جدول 4.4 يوضح نسبة الاستثمار في الصندوق	147
جدول 4.5 يوضح أداء صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي مقابل المؤشر الاسترشادي USD LIBOR 3 MONTHS	149
جدول 4.6 يظهر مؤشر أداء الصندوق أمام المؤشر الاسترشادي خلال عشرة سنوات من 2012 : 2021	150
جدول 4.7 يوضح صافي قيمة الأصول وصافي سعر الوحدة الاستثمارية بالدولار الأمريكي ونسبة التغير خلال 10 سنوات	153
جدول 4.8 يمثل قائمة المركز المالي لصندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار أمريكي كما في 31 ديسمبر 2021 م (المبالغ بالدولار الأمريكي)	158
جدول 4.9 يبين نسبة التغير في المركز المالي لصندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي للعام 2021م	161
جدول 4.10 يمثل قائمة الدخل كما في 31 ديسمبر 2021م	163
جدول 4.11 يوضح نسبة كل بند من بنود قائمة الدخل الى مجمل الدخل	165

جدول 4.12 قائمة التدفقات النقدية لصندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع 2021م.	
167	
جدول 4.13 قياس الأداء والمخاطرة وحساسية السوق وعوائد المخاطرة، على أساس سنة واحدة وثلاث سنوات وخمس سنوات وعشر سنوات ومنذ التأسيس	
177	
جدول 4.14 الحد الأقصى من التعرض لمخاطر الائتمان لمكونات قائمة المركز المالي في ديسمبر 2020م، ديسمبر 2021م	
179	



فهرس الأشكال

- الشكل 1.1 - ويوضح آلية عمل المضاربة الثنائية..... 36
- الشكل 1.2 - يبين آلية التطبيق العملي للمضاربة المشتركة في المؤسسات المالية 41
- الشكل 2.1 مخطط بياني يوضح الألية التي تتم بها المضاربة في صناديق الاستثمار. المصدر:
إعداد الباحث..... 80
- الشكل 3.1 - يوضح أهم المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات والأسواق المالية..... 92
- الشكل 4.1 يبين نسبة امتلاك أصول صناديق الاستثمار الإسلامية العالمية حسب البلدان
2020م..... 132
- الشكل 4.2 يبين نسبة امتلاك أصول صناديق الاستثمار الإسلامية العالمية حسب البلدان
2021م..... 133
- الشكل 4.3 تقسيم صناديق الاستثمار الإسلامية العالمية حسب نوع الأصول: 2020م
..... 134
- الشكل 4.4 يبين تقسيم صناديق الاستثمار الإسلامية العالمية حسب نوع الأصول 2021م
..... 136
- الشكل 4.5 يبين أداء الصندوق مقارنة مع أداء المؤشر الاسترشادي من 151
- الشكل 4.6 يوضح صافي قيمة الأصول في صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار
الأمريكي..... 154

KISALTMALAR LİSTESİ

AAOIFI	: Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.
(WMO)	: World Meteorological Organization. المنظمة العالمية للأرصاد الجوية
(GRC)	: Governance, Risk, and Compliance منظمة الحوكمة والمخاطر والامتثال لمواءمة تكنولوجيا المعلومات مع أهداف العمل أثناء إدارة المخاطر.
OECD	: Organisation for Economic Co-operation and Development. منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية
IFSI	: Islamic Financial Services Industry. صناعة الخدمات المالية الإسلامية
IFSB	: Islamic Financial Services Board. مجلس الخدمات المالية الإسلامية
IFDI	: Islamic finance development indicator. مؤشر تطور التمويل الإسلامي
ICD- Refinitiv	مزود عالمي أمريكي بريطاني لبيانات السوق المالية والبنية التحتية.

بسم الله الرحمن الرحيم

المقدمة:

الحمد لله رب العالمين، والصلاة والسلام على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين، انطلاقاً من الآية الكريمة، قال تعالى: " وَلَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ وَتُدْلُوا بِهَا إِلَى الْحُكَّامِ لِتَأْكُلُوا فَرِيقًا مِنْ أَمْوَالِ النَّاسِ بِالْإِثْمِ وَأَنْتُمْ تَعْلَمُونَ " البقرة 188.

يعتبر البحث بداية عمل لإيجاد البديل الملائم الذي يحقق الهدف من استثمار الأموال وتعبئة المدخرات والابتعاد عن الاكتناز المحرم وفقاً لمقاصد الشريعة الإسلامية، والابتعاد عما حرم الله من أكل الأموال بين الناس بالباطل.

على الرغم من وضوح الهدف الاقتصادي الإسلامي في تحقيق التنمية والرفاهية للمجتمع المسلم من خلال صيغ تمويلية متعددة، أهمها عقود المضاربة الشرعية، إلا أن العمل بها لا يزال محدوداً جداً في معظم المؤسسات المالية الإسلامية القائمة حالياً، والاتجاه صوب عقود المدائينات كالمراجحة والبيع الآجل، وبيع السلم، والإجارة بأشكالها المتعددة، والتورق، والاستصناع، وعدم الانغماس في عقود المشاركات كالمضاربة، والمزارعة، والمساواة، إلا في حدود ضيقه جداً، بحجة أن المشاركة يشوبها المخاطر المرتفعة، وصعوبة تطبيقها، وتجاهل الدور الإيجابي للاقتصاد المحلي والجانب التنموي الذي يتحقق من هذه الصيغ في إيجاد بدائل تمويلية شرعية وفرص استثمارية حقيقية تعمل على تحويل الأموال من وحدات الفائض (المدخرين) الذين يمتلكون مدخراتهم ويرغبون في استثمارها في صناديق مشتركة نتيجة لعدم تمكنهم من تكوين مشاريعهم الخاصة نظراً لعدم امتلاكهم الخبرة الاستثمارية أو لصغر حجم المدخرات، إلى وحدات العجز (المستثمرين) الذين لديهم مشاريع قائمة ويرغبون في تمويلها أو من عندهم خبرات وأفكار استثمارية وينقصهم رأس المال ومن هنا يأتي الدور المهم للمضاربة الشرعية ولما لها من أهداف وفوائد على المجتمع الإسلامي والتنمية.

حيث تعمل صيغ التمويل بالمضاربة الشرعية عن طريق صناديق الاستثمار الإسلامية على الاستفادة من الأموال والمدخرات التي في حوزة معظم أطراف المجتمع الإسلامي، وضخها في سوق العمل، ونظراً لأهمية هذه المبالغ الضخمة التي سوف تؤدي إلى إنعاش الاقتصاد وتوفير فرص العمل لمن لا عمل له، وكذلك تمكن أصحاب الدخل المحدود من زيادة دخولهم ويعم

الاستقرار المالي في المجتمع الإسلامي بشكل عام، وبما أن صيغ التمويل بالمضاربة الإسلامية هي من عقود الأمانة التي يكون فيها المضارب غير ضامنٍ للمال إلا في حالة ثبوت التعدي التقصير والإهمال وقد يصعب إثبات ذلك حيث لا يُلزم صاحب المال المضارب أثناء عمله، وبذلك تنطوي على مخاطر كثيرة نظراً لحدوث بعض المشاكل بين صاحب المال والمضارب، وفي هذا البحث يسعى الباحث للعمل على تطوير أدوات استخدام المضاربة الشرعية، وسبل تقليل المخاطر المصاحبة لها إلى حدها الأدنى بما يكفل لصاحب المال ماله وللمضارب جهده وعمله، وذلك من خلال التطبيق العملي في صناديق الاستثمار المشتركة.

مشكلة الدراسة:

مع بدايات العمل على تطبيق صيغ التمويل الإسلامي في المؤسسات المالية الحديثة لم يتم استخدام صيغ المضاربة الشرعية كأداة تمويل أو أداة استثمار إلا في أضيق نطاق، وذلك لعدة أسباب جوهرية أهمها ارتفاع المخاطر المصاحبة لها والخوف من المخالفات الشرعية التي قد يقع فيها كلا طرفي العقد، وفي هذه الرسالة سيتم التركيز على تطوير آليات العمل بالمضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار تحديداً وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، ومدى إمكانية ضبط بعض المخاطر المصاحبة لها، مما يتيح الاستفادة من هذه الأداة الاستثمارية في التنمية الاقتصادية، وتحويل المكتنز من الأموال إلى سوق العمل وضخها في مشاريع استثمارية تعود على الأفراد والمجتمع بالمنفعة والاستقرار وتحقيق مبدأ الاستخلاف وإعمار الأرض، وللوصول إلى هذا الهدف

يمكن تحديد مشكلة الدراسة في السؤال الآتي:

ما هي آليات تطوير استخدام المضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار، وكيفية تطبيق ذلك على صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي.

ولبحث هذه القضية لا بُد من طرح الأسئلة الفرعية التالية:

1. ما هي المضاربة الشرعية؟
2. ما هو دور استخدام المضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار؟
3. ما هي أهم المخاطر والمعوقات المصاحبة لاستخدام المضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار؟

4. ما تقييم أداء نموذج الدراسة المتمثل في صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي أنموذجاً؟

5. ما هي آليات تطوير استخدام المضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار؟

فرضيات الرسالة:

تحتوي هذه الرسالة على ثلاث فرضيات أساسية لاختبار الأسئلة المطروحة أعلاها، وهذه الفرضيات هي:

1. المضاربة الشرعية من الصيغ التي يصعب العمل بها في المؤسسات المالية الحديثة بما يتوافق وأحكام الشريعة، لارتفاع المخاطر المصاحبة لها.

2. لكي تكون المضاربة الشرعية أداة لجذب المدخرات المكتنزة لدى صغار المدخرين لا بد من تطوير آليات استخدامها بما لا يتعارض وأحكام الشريعة، ويتيح فرص استثمارية مشتركة ومنضبطة لجميع الأطراف.

3. تعتبر صناديق الاستثمار بالمضاربة الشرعية أهم وسيلة يمكن من خلالها تعبئة المدخرات إذا ما تم تطويرها وفقاً لقوانين شرعية وحوكمة رشيدة.

أهداف الرسالة:

يسعى الباحث في هذه الدراسة للوصول الى الأهداف التالية:

1. التعرف على أهمية عقود المضاربة الشرعية، وآليات استخدامها في صناديق الاستثمار.

2. التعرف على أنواع صناديق الاستثمار، وتوضيح أهميتها في تعبئة المدخرات من خلال تطبيق المضاربة الشرعية.

3. التعرف على أهم المعوقات والمخاطر المصاحبة لعقود المضاربة الشرعية، ومحاولة الحد منها بما لا يتعارض والأحكام الشرعية.

4. التعرف والاستفادة من تجربة صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي كنموذج عملي، حيث يمكن من خلال تقييمه التعرف على الآلية التي يتم بها تطبيق المضاربة الشرعية.

5. تقديم مقترح لتطوير استخدام المضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار بما لا يتعارض ومبادئ الشريعة الإسلامية، ويكفل تحقيق الغرض الاقتصادي لصيغ المضاربة الشرعية.

أهمية موضوع الرسالة والقيمة الذاتية لها:

تكمن أهمية هذا الموضوع من الناحية العملية فهي دراسة تُسهم في تطوير آليات جذب واستثمار مدخرات الأفراد عن طريق المضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار المشتركة.

الأمر الذي يضيف قيمة ذاتية لهذا البحث ويمنحه أهمية في هذا المجال هو كونها تدرس أهم صيغة من صيغ التمويل الإسلامي ألا وهي (المضاربة الشرعية) كما تسهم هذه الدراسة في النهوض بالمؤسسات المالية كافة من خلال تطوير آليات تعبئة المدخرات وإعادة استثمارها مما يتيح لمعظم أفراد المجتمع إمكانية استثمار مدخراتهم بصورة شرعية في مشاريع تساهم في التنمية الاقتصادية ومن خلال المتابعات والأبحاث السابقة جميعها أجمعت على أن معظم المؤسسات المالية الإسلامية تركز في نشاطاتها الاستثمارية على عقود المديونات المتمثلة في المراجحة، والمراجحة للآمر بالشراء، وكذلك البيع الآجل، والإجارة المنتهية بالتملك، وتحمل الصيغ الأخرى برغم من أهميتها وأهمية الدور التنموي الذي تلعبه في التنمية والرواج الاقتصادي ككل، وفي هذا البحث نسعى لإبراز الدور التنموي والبعد الاقتصادي لصيغة التمويل بالمضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار والبحث عن الحلول المثلى لبعض المشاكل التي تواجه المتعاملين بها والعمل على إيجاد سبل تطويرها بالشكل الذي يسهم في الاستفادة منها في الواقع العملي وذلك من خلال صناديق الاستثمار.

منهج البحث في الرسالة:

اتبع الباحث المنهج الوصفي التحليلي الذي يهدف إلى فهم الظواهر الاقتصادية ووصفها بشكل دقيق، من خلال جمع البيانات وتحليلها بشكل منهجي ونقدي، وباستخدام البيانات والمعلومات الواردة في النشرات الاقتصادية الإسلامية العالمية وفي التقارير السنوية، ونشرات الاككتاب الخاصة بي (صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي) أنموذجاً عملياً، من أجل الوصول إلى معلومات دقيقة وصحيحة.

تحليل الأدبيات المتعلقة بموضوع الرسالة:

لقد قام الباحث بالاطلاع على العديد من الدراسات والبحوث والكتب التي تطرقت إلى هذا الموضوع من عدة جوانب والتي تُعنى بصيغ التمويل الإسلامي، ومن خلال الدراسة والبحث لم يجد الباحث دراسة تركز بشكل تفصيلي على تطوير استخدام المضاربة في

صناديق الاستثمار لغرض تعبئة مدخرات الأفراد وصغار المستثمرين، وضخها في سوق العمل وتحويلها من أموال مكتنزة الى رأس مال إنتاجي يسهم في الإنعاش الاقتصادي ونمو وتطوير التنمية.

حرص الباحث على مُطالعة الدراسات والمراجع ذات الصلة بالموضوع، ولوحظ أن بعض هذه الدراسات تناولت بعض جوانب البحث بشكل جزئي فقط، ومن أهم هذه الدراسات ما يلي:

الدراسة الأولى:

دراسة قام بها الدكتور: سامي حسن أحمد حمود، للحصول على درجة الدكتوراه 1976، من كلية الحقوق جامعة القاهرة، بعنوان (تطوير الأعمال المصرفية بما يتفق والشرعية الإسلامية).

استهدف الباحث في هذه الدراسة بيان الأسس النظرية والتطبيقية للعمل المصرفي الإسلامي بالصورة الملائمة للمتطلبات والاحتياجات المعاصرة، وشملت هذه الدراسة معظم الجوانب في الأعمال المصرفية، وفي الفصل الأول من الباب الثاني لهذه الدراسة تناول الباحث بإسهاب مدى ملائمة المضاربة الإسلامية للعمل الجماعي، وهو ما يعد تطويراً حقيقياً في صيغة المضاربة الإسلامية، حيث إن المتعارف عليه هو المضاربة الثنائية بين رب المال والمضارب، ويمكن تطوير المضاربة لكي تناسب العمل الجماعي، وهو ما يسمى بالمضاربة المشتركة.

وقد خلصت هذه الدراسة إلى أن المضاربة في الأساس قد تصالح للعمل في جميع أحوال الاستثمارات المصرفية وبأسلوب له القدرة على تحقيق ما لا يمكن للنظام القائم تحقيقه من حيث تطبيق الموائمة العادلة بين المال والعمل، ولكن المضاربة التي تناسب العمل المصرفي من ناحية الكفاءة ليست المضاربة التقليدية التي كانت في القرون الأولى من الحضارة الإسلامية، ولكن المضاربة المشتركة عن طريق العمل الجماعي الذي يتلاءم مع متطلبات الناس واحتياجاتهم.

تتوافق هذه الدراسة مع ما أزعّم دراسته في إمكانية تطوير العمل بالمضاربة الإسلامية بما لا يتعارض وأحكام الشريعة الإسلامية والاستفادة منها استثمار الأموال والمدخرات المكتنزة

بالكيفية التي تضمن لأصحاب الأموال أموالهم من التعدي والإهمال، وصاحب العمل جهده.

وأن قواعد وأحكام المضاربة (التقليدية) المذكورة في المؤلفات الفقهية القديمة، لم يرد فيها مسألة خلط أموال المضاربين، وإنما كل ما ذكر كان محله عقود المضاربة الثنائية، ولذلك يتعذر تطبيقها عملياً، لأنها لا تتوافق ومجالات الاستثمار الجماعي المصرفي المعاصر، فإن ذلك يخالف ما هو مقرر من ناحية قسمة الربح قبل تنضيض رأس المال، بسبب تعدد أصحاب الأموال، والمضاربين، وأقترح أن تتم الاستفادة من أحكام (الأجير المشترك) في تخريج (المضارب المشترك) الوسيط بين المستثمرين أصحاب الأموال وبين المضاربين الجدد الذين يأخذون المال للعمل به.

الدراسة الثانية:

دراسة قام بها حاج نور اليزم أكبر، عدنان العساف، مقال منشور في المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، ج11، ع2، 2015م.

بعنوان: تطوير تطبيق المضاربة المشتركة في مؤسسة صندوق الائتمان الإسلامي في بروناي: دراسة فقهية مقارنة.

تقترح هذه الدراسة أن يتم التطوير من خلال توسيع مجالات تصرفات المؤسسة فيها، وفي جانب آخر يتم اقتراح أن يتم التطوير من خلال الارتباط بتصرفات عقود المضاربة الجماعية للحد من المخاطر المصاحبة لها، وتم التركيز على تطوير المضاربة الجماعية في المؤسسات عن طريق تطبيق المشاركة المتناقصة التي تنتهي بتمليك الأصول.

واقترح بعض التوصيات على إدارة الصندوق لتطوير تنفيذ المضاربة المشتركة، وهي كالآتي:

1. إنشاء مجموعة من اللوائح الداخلية لتنظم العمل بالمضاربة المشتركة في عقود التمويل والاستثمار

2. أن يتم تطبيق المضاربة المنتهية بالتمليك في الشركات التي تعمل وفق الشريعة الإسلامية، والتي لها فعالية اقتصادية في بروناي.

3. البدء بتقييد أعمال المضاربة كإجراءات احترازية لنجاح المضاربة المشتركة في المؤسسة.

الدراسة الثالثة:

دراسة قام بها: أبوبكر هاشم أبو النيل، لنيل درجة الدكتوراة 2013.

ب عنوان (المضاربات الشرعية في المصارف الإسلامية وأثرها على التنمية الاقتصادية بالتطبيق على المملكة العربية السعودية)، الجامعة الأمريكية، قسم الاقتصاد الإسلامي، كلية الدراسات الإسلامية، المملكة العربية السعودية.

ركز فيها الباحث على العلل من تحريم الربا والآثار الاقتصادية المترتبة على الفوائد في البنوك التقليدية وتطرق الباحث في الفصل الرابع إلى طبيعة الدور التنموي للمضاربة الإسلامية في المبحث الثاني وهو دور المضاربة في التنمية الاقتصادية.

وخلصت الدراسة أيضاً إلى أن البنوك الإسلامية لازالت غير قادرة على القيام بمعملها التنموي طويل الأجل بالشكل الذي يُطمح اليه في الاقتصاد الإسلامي، وإن حقيقة التمويل في البنوك الإسلامية لا يزال يركز بشكل كبير على المديونات التي تحتل الجانب الأكبر من المحافظ التمويلية لمعظم البنوك الإسلامية وابتعدت المصارف المضاربات تماماً، فلم تعمل المصارف الإسلامية في المملكة العربية السعودية بصيغ المضاربات على الإطلاق حسبما أقر الباحث.

الفرق بين الدراسة التي سأقوم بها وهذه الدراسة، تبين تركيز هذا البحث بشكل مهم على مدى إحلال المضاربة الإسلامية محل الفوائد في البنوك التقليدية، وما هو الدور الفعال للمضاربة في التنمية الاقتصادية، ودراستي تتمحور حول آليات تطوير المضاربة الإسلامية في جذب المدخرات وإمكانية استثمارها بأقل أخطار ممكنة مما يسهم في عدم اكتناز الأموال لصغر حجمها أو عدم وجود الخبرة أو الوقت لإدارتها من قبل أصحابها.

الدراسة الرابعة:

هذه الدراسة قدمها: الدكتور أشرف محمد هاشم، لقمان الحكيم بن حسين. ورقة علمية مقدمة في الندوة الفقهية الثالثة - مصرف أبو ظبي الإسلامي 2011.

ب عنوان (التمويل بعقود المضاربة للمنشأة الصغيرة والمتوسطة: مسألة ضمان المضارب).

تم التركيز في هذه الدراسة على تمويل المنشأة الصغيرة والمتوسطة ومدى اختلاف درجة ثقة معظم المؤسسات المالية بالعمل بالمضاربة، وتخوف هذه المؤسسات المالية من خسارة أموالها

في عقود المضاربة بحكم عدم القدرة على إثبات أصحاب الأموال التعدي والإهمال من طرف المضارب، وما مدى إلزام المضارب بضمان مال المضاربة وتم ذكر آراء الفقهاء في ذلك فمنهم من حكم بعدم إلزام المضارب ومنهم من أجاز ذلك.

وخلصت هذه الدراسة باقتراح حل لهذه الإشكالية التي تقف حائل دون الاستفادة من عقود المضاربة الإسلامية في المؤسسات المالية.

"أن يكون الأساس هو ضمان المضارب لرأس مال المضاربة إلا حين يقدر أن يأتي بينه تدل على عدم تقصيره أو تعديه" بمعنى نقل عبء الأثبات في الإهمال والتقصير على المضارب. وبذلك يمكن تقليل المخاطر المصاحبة لتنفيذ هذه العقود.

ومن خلال ما توصلت إليه هذه الدراسة يمكن الاستفادة من ذلك في بحثي وذلك في تقليل المخاطر المصاحب للاستثمار في عقود المضاربة وتحفيز المدخرين على استثمار أموالهم وتثميرها.

الدراسة الخامسة:

دراسة قام بها: برهان الشاعر، لنيل درجة الدكتوراة في الفقه الإسلامي 2013م.

بعنوان (ضوابط المضاربة وتطبيقاتها في المصارف الإسلامية) نشرت في جامعة دمشق.

تناول الباحث عقود المضاربة وبيان مشروعيتها وكيف تكون بديلاً شرعياً عن الربا المحرم، وركز الباحث على تطبيق المضاربة المشتركة في المؤسسات المالية وكيفه الاعتماد عليها في أعمال البنوك الإسلامية، وخلص الباحث لعدد من النتائج أهمها أن المضاربة الجماعية هي الصيغة المتطورة لعقود المضاربة الثنائية وهي جائزة شرعاً.

ومن خلال الاطلاع على هذه الدراسة وجد الباحث تركيز الدراسة على مدى شرعية المضاربة المشتركة، وكيفية الاستفادة منها في البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، بينما دراستي تركز على مدى قدرة هذه العقود على تثمير أموال المودعين بأقل أخطار وإمكانية الاستفادة من المدخرات المكتنزة وضحتها في سوق العمل.

الدراسة السادسة:

دراسة قام بها الدكتور: عبد الواحد غردة، نشر المجلة الإلكترونية للأبحاث القانونية 2019م، ع 4، بعنوان (التمويل بصيغة المضاربة في المصارف الإسلامية بين إشكالية التهميش وضرورة التفعيل).

تناولت هذه الدراسة المضاربة الإسلامية بين إشكالية التهميش وضرورة التفعيل من خلال مقارنة المضاربة بباقي الصيغ التمويلية الإسلامية، الذي ساهم بشكل كبير لتجنب العمل بها لما تنطوي عليه من مخاطر الثقة بين المضارب وصاحب المال، وفي ظل عدم شرعية ضمان المضارب المال المضارب به إلا في حال التقصير والإهمال ولصعوبة إثبات ذلك.

وخلصت الدراسة إلى بعض النتائج أهمها: اتباع النهج الصحيح في اختيار العملاء والاستعلام الجيد من خلال خبراء في هذا المجال، وضرورة تقييد المضاربة والمراقبة المستمرة لمراحل العمل.

الدراسة السابعة:

دراسة قدمها الدكتور: أحمد محي الدين أحمد، عبارة عن ورقة عمل عرضت في المؤتمر الرابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، أكتوبر 2004، مملكة البحرين.

بعنوان (تطبيق المضاربة والمشاركة الثابتة والمتناقضة في التمويلات المصرفية)

تناولت هذه الدراسة جوانب مهمة في تطبيق التمويل بالمضاربة في المصارف الإسلامية وأهمها: مزايا استخدام صيغ المضاربة والمشاركة في تمويلات المصارف الإسلامية، وكذلك تقدير حصة كل من المضاربة والمشاركة مقارنة مع باقي صيغ التمويل والاستثمار الأخرى، وتعرضت للمخاطر الفنية ومخاطر الثقة عند استخدام صيغتي المضاربة والمشاركة.

وأخيرا ذكر أهم الوسائل الشرعية والفنية للتقليل من مخاطر المشاركة والمضاربة، وتتشابه هذه الدراسة مع الدراسة التي أزعّم القيام بها في توضيح أهمية صيغ الاستثمار والتمويل بالمضاربة الإسلامية وكذلك ضرورة إيجاد حلول جذرية لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية في تقليل المخاطر المصاحبة لاستخدام هذه الصيغة الهامة وإمكانية تطوير آليات المضاربة في المؤسسات المالية.

الدراسة الثامنة:

كتاب من تأليف محمد أبو زيد، بعنوان: نحو تطوير نظام المضاربة في المصارف الإسلامية، منشورات مكتبة المعهد القاهرة 2000م.

ركز الكتاب على تطوير المضاربة الشرعية في المصارف الإسلامية من عدة جوانب أهمها:

1. تطوير قواعد المضاربة الثنائية لتلائم العمل المصرفي من حيث الضمان وخطط الأموال والتنضيق كأساس لقسمة الأموال.

2. التطوير من حيث أساليب تعبئة الأموال في إطار نظام المضاربة المصرفية، وأساليب مواجهة مخاطر الاستثمار بالمضاربة.

3. اقتراح المؤلف نموذج للمضاربة المصرفية يوضح آلية توظيف الأموال وتوزيع الأرباح وفي النهاية تطرق الكاتب لبعض التوصيات نوجزها في الآتي:

1. يجب على المصارف التركيز على العنصر البشري من حيث التدريب الجيد ورفع المهارات للعاملين.

2. على المصرف الأخذ بالأساليب العلمية والفنية لاختيار المستثمرين في المضاربة الشرعية.

3. أن تهتم المصارف بالعمل على إعطاء أهمية كبرى في مجال التطوير والابتكار في مجال تعبئة المدخرات.

4. على الجهات المسؤولة بالدولة أن تعمل على تغيير الأساليب الرقابية على البنوك الإسلامية بما يتلاءم وطبيعة عملها.

الدراسة التاسعة:

دراسة قدمها الدكتور: محمد عبد المنعم أبو زيد، 1996 ميلادي - المعهد العالي للفكر الإسلامي القاهرة، بعنوان (المضاربة وتطبيقاتها العملية في المصارف الإسلامية)

تناولت هذه الدراسة عقد المضاربة في الشريعة الإسلامية، وما مدى ملائمة المضاربة للتطبيق في البنوك الإسلامية، والمحاولات التي تمت لتطويرها، وكذلك معوقات تطبيق العمل بصيغة المضاربة في المصارف الإسلامية، وفي المبحث الأخير نحو تطوير العمل بصيغة المضاربة في المصارف الإسلامية.

ومن أهم التوصيات التي خلصت لها هذه الدراسة وبما يتوافق مع ما أريد دراسته هو أهمية استحداث أدوات مبتكرة ذات صلة بعقد المضاربة بهدف تعبئة المدخرات مما يوفر الموارد المالية التي تسهم في توظيفها في عمال استثمارية وفقاً لقاعدة الغنم بالغرم.

عناصر الاختلاف بين هذه الدراسة والدراسات السابقة الأخرى:

بالرغم من عمق الاستفادة من خلال الاطلاع على العديد من الدراسات السابقة، إلا أن الباحث يرى أنه ليس هناك دراسة متكاملة تناولت هذا الموضوع بشكل كامل ومفصل، وهو التركيز على تطوير آليات استخدام المضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار بالتحديد لجذب المدخرات المكتنزة، ومحاولة تذليل المعوقات والمخاطر المصاحبة لطبيعة عقود المضاربة الشرعية، لما لذلك من أثر على التنمية الاقتصادية، ورفاهية الأفراد، بالرغم من ذكر ذلك في بعض التوصيات التي خلصت لها العديد من الدراسات والأبحاث.

هيكل تصميم الرسالة:

انطلاقاً من مشكلة الدراسة وأهميتها وصولاً إلى تحقيق أهدافها، قام الباحث بتقسيم البحث إلى وأربعة فصول، تشتمل على عدة مباحث ومطالب، وهي كما يلي:

■ **الإطار العام للدراسة** ويتضمن المقدمة والمشكلة البحثية، وأهداف وأهميته البحث، والدراسات السابقة، وخطة البحث، بينما يحتوي متن البحث على أربعة فصول مقسمة كالآتي:

■ **الفصل الأول: ماهية صيغ الاستثمار بالمضاربة الشرعية.**

ويتكون الفصل الأول من مبحثين هما:

المبحث الأول: مفهوم المضاربة الشرعية وأدلة مشروعيتها.

ويتكون المبحث الأول من مطلبين هما:

1. **المطلب الأول:** المضاربة في الفقه الإسلامي.

2. **المطلب الثاني:** أركان وشروط وأحكام صحة عقود المضاربة الشرعية.

المبحث الثاني: تطبيق المضاربة وبيان صورتها، وذكر أطرافها.

ويتكون المبحث الثاني من مطلبين هما:

1. المطلب الأول: المضاربة الشائئة.
 2. المطلب الثاني: المضاربة المشتركة.
 3. المطلب الثالث: الحكم الفقهي لضمان المضارب لرأس مال المضاربة المشتركة.
- الفصل الثاني: تطبيق عقود المضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار المشتركة.
- يتكون هذا الفصل من مبحثين هما:

المبحث الأول: مفهوم وأنواع صناديق الاستثمار

1. المطلب الأول: صناديق الاستثمار التقليدية
 2. المطلب الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية.
- المبحث الثاني: آليات تطبيق المضاربة الشرعية من خلال صناديق الاستثمار.
1. المطلب الأول: الأسس الشرعية لتطبيق المضاربة الشرعية في الصناديق المشتركة.
- الفصل الثالث: المخاطر والمعوقات التي تحد من استخدام المضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار.
- ويتكون هذا الفصل من مبحثين:

المبحث الأول: مخاطر المال والأعمال في صناديق الاستثمار.

1. المطلب الأول: مفاهيم وأنواع المخاطر في صناديق الاستثمار.
2. المطلب الثاني: مفاهيم وأنواع المخاطر في صناديق الاستثمار الإسلامية.
3. المطلب الثالث: المخاطر والمعوقات المتعلقة بالمضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار.

المبحث الثاني: دور إدارة المخاطر والحوكمة على أداء صناديق الاستثمار.

1. المطلب الأول: مفهوم وأهمية إدارة المخاطر في صناديق الاستثمار.
 2. المطلب الثاني: إطار عمل إدارة المخاطر والحوكمة في صناديق الاستثمار.
- الفصل الرابع: واقع الاستثمار بالمضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار وآليات تطويرها.

يتكون هذا الفصل من ثلاث مباحث هما:

المبحث الأول: واقع التمويل الإسلامي في صناديق الاستثمار العالمية.

1. **المطلب الأول:** حصة صناديق الاستثمار بين باقي مؤسسات التمويل الإسلامي.

2. **المطلب الثاني:** نبذة عن صناديق الاستثمار الإسلامية العالمية.

المبحث الثاني: تقييم أداء صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع (بالدولار الأمريكي).

1. **المطلب الأول:** سياسة الاستثمار التي ينتهجها صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي.

2. **المطلب الثاني:** التحليل المالي لصندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي من خلال تحليل القوائم المالية عن عامي 2020 و 2021م.

3. **المطلب الثالث:** تقييم أداء نموذج الدراسة المتمثل في صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي.

المبحث الثالث: مقترح عملي لأهم متطلبات تطوير المضاربة الشرعية لكي تتلاءم والتطبيق العملي في صناديق الاستثمار

■ **الخاتمة:**

وتتضمن النتائج والتوصيات.

وفي ختام هذه الدراسة تم ذكر مجموعة من النتائج التي استخلصها الباحث من الجانب النظري والعملي للدراسة، وذكر أهم التوصيات، وكذلك تقديم بعض الأفكار التي يمكن تطبيقها في الواقع العملي، وكتابة المراجع التي تم الاطلاع عليها أثناء كتابة هذه الأطروحة.

الفصل الأول

ماهية صيغة الاستثمار بالمضاربة الشرعية

تعد عقود المضاربة الشرعية أحد العقود المسماة، التي تناولها معظم الكتب الفقهية ووضعت لها أحكام وقواعد، وقد تم العمل بها قبل الدعوة الإسلامية، ولم ينكرها النبي عليه الصلاة والسلام عليهم بعدها، وبناءً على ذلك أخذت المضاربة الإسلامية مشروعيتها كأحدى الأدوات الاستثمارية والتمويلية من السنة النبوية التي عمل بها الصحابة رضوان الله عليهم على الرغم من عدم وجود نص قرآني صريح يبين مشروعيتها، ولم تثبت في حديث نبوي شريف يحدد تفاصيلها، رغم أهميتها وانتشارها في زمن نبينا محمد صلى الله عليه وسلم، فإنها تعتبر حقلاً ضخماً للاختلاف في أجزاء كثيرة من أحكامها وتفاصيلها.

وفي ذلك الشأن ذكر ابن حجر: ما نقله عن شيخ الإسلام ابن تيمية "أن كل باب من الأبواب الفقهية وجد له أصل في القرآن والسنة إلا باب القراض، مع إجماع الفقهاء عليه"¹ ثم ذكر: يرد عليهم ما جاء في السير أن النبي محمد صلى الله عليه وسلم تاجر لأُم المؤمنين خديجة بأموالها قبل نزول الوحي، وذكر ذلك وأقره بعده فدل على صحته.

وفي هذا الفصل سنتعرف على المفهوم العام للمضاربة الشرعية، وأدلة مشروعيتها، وأركانها وشروطها وأحكام صحتها، والفرق بين المضاربة الثنائية، والمضاربة المشتركة أو الجماعية التي يتعدد فيه أصحاب المال والمضاربين.

¹ ابن حجر الهيتمي، الفتوى الفقهية الكبرى، ج3، (مصر، ملتزم الطباعة والنشر عبد الحميد حنفي) ص 108.

1.1 مفهوم المضاربة الشرعية وأدلة مشروعيتها.

تعتبر المضاربة بصفتها الشرعية من أهم وأقدم أدوات الاستثمار التي تعامل بها العرب قبل الإسلام، حيث كانت تُسير القوافل بين المناطق والبلدان للتجارة والكسب، ولم ينكر الإسلام عليهم ذلك لما تحتويه من نزاهة في التعاقد بين طرفي العقد.

من يملك المال ولا يحسن العمل بإمكانه إعطاء هذا المال لمن يثق به ممن ينقصه المال للعمل والاشتراك في الأرباح حسب الاتفاق ولا يبخل أحدهما الآخر وكذلك الاشتراك في الخسائر إن وقعت دون تقصير ولا تفريط من العامل هذا من ماله وهذا من جهده وعرقه، وبذلك يتم التكافل بين الناس، وتسود روح العمل والثقة والأمانة، ومن أهم وظائف المضاربة هو ضخ الأموال المكتنزة في البيوت والتي يعجز أصحابها على العمل بها لضعفهم أو انشغالهم أو عدم معرفتهم بالمهارات الواجب توفرها للعمل في سوق العمل وهذا بدوره يؤدي إلى تكاثر هذه الأموال والإنتاج، وتوفير السلع والخدمات للمجتمع، وتقليل البطالة، والنمو المجتمعي والازدهار والقضاء على البطالة وعدم الاعتماد على الدولة في التوظيف مصداقاً لقوله تعالى: "وَتَعَاوَنُوا عَلَى الْبِرِّ وَالتَّقْوَىٰ وَلَا تَعَاوَنُوا عَلَى الْإِثْمِ وَالْعُدْوَانِ".²

وما روى عن جابر رضي الله عنه قال: قال النبي صلى الله عليه وسلم "لا يبيع حاضر لباد، دعوا الناس يرزق بعضهم من بعض"³ ولمعرفة تفاصيل المضاربة الإسلامية والتي تستمد قوتها من الفقه الإسلامي وفقاً للقاعدة الشرعية (الغنم بالغرم)، و(الخراج بالضمان).

وعلى الرغم من التشابه اللفظي مع المصطلح التقليدي (المضاربة في الأسواق المالية) ولكن في الواقع ليس هناك أي تشابه في آليات العمل والمعنى الفعلي والعملي، وهذا يقودنا إلى تعريف المضاربة الإسلامية ومفهوم، وأدلة مشروعيتها.

² سورة المائدة، الآية 2

³ مسلم بن الحجاج النيسابوري، صحيح مسلم، كتاب البيوع، المحقق: نظر أبو قتيبة، ط1 (القاهرة: دار طيبة 2006م)، 709.

1.1.1 المضاربة في الفقه الإسلامي

سنتناول في هذا المطلب المفهوم اللغوي والاصطلاحي للمضاربة الشرعية في الفقه الإسلامي.

1.1.1.1 مفهوم المضاربة الشرعية:

قبل تعريف المضاربة الشرعية في المعنى الاصطلاحي، يجب أن نفهم المعنى اللغوي، ومعرفة من أين اشتق الاسم، ولماذا سميت هذه المعاملة المالية بالمضاربة.

التعريف اللغوي للمضاربة.

يأتي لفظ المضاربة على وزن مفاعلة: هو فعل تم اشتقاقه من "ضرب" وهذا اللفظ يُفهم بعدة معانٍ كالسير في الأرض لغرض العمل والتجارة أو من يسعى خلف رزقه⁴، قال تعالى: "وَأَخْرُوجْ يَضْرِبُونَ فِي الْأَرْضِ يَبْتَغُونَ مِنْ فَضْلِ اللَّهِ"⁵.

وتأتي المضاربة كاسم اشتق من الضرب في الأرض، ويقصد به السير في الأرض، وتمت تسمية عقد المضاربة على هذا الأساس أي المضارب يمشي في الأرض بغرض طلب الرزق⁶ والمقصود بضارب في الأموال مضاربة: بمعنى إذا قدم شخص ما المال لغيره ليتاجر به، بحيث يتم تقسيم بينهم الربح حسب ما تم الاشتراط عليه.

والمضارب: "هو لصاحب المال شريك في الربح، ورأس ماله السير في الأرض للعمل، فعند تسلم رأس المال يكون أمانة، فإذا بداء العمل فهو وكيل"⁷. وتسمى صيغة المضاربة بمصطلح القراض، وجاء أصل هذا اللفظ من كلمة القراض مشتق من القرض، بمعنى القطع، وذلك لأن مالك المال قطع جزءاً من ماله يسلمه لغيره للعمل به.

⁴ جمال الدين ابن منظور الأنصاري، لسان العرب، ت711هـ، ج1، (دار صادر بيروت 1994م) 544.

⁵ سورة المزمل الآية 20

⁶ فخر الدين عثمان الزيلعي، تبين الحقائق شرح كنز الدقائق، 473 هـ، ج5، ط1 (دار مصر الكبرى 1897م)، 52.

⁷ عبد الله بن محمود الموصلبي الحنفي، الاختيار لتعليل المختار، ط3، (بيروت دار الفكر العربي 1937م)، 19.

تعريف المضاربة اصطلاحاً عند الفقهاء

تعددت التعاريف الاصطلاحية بين الفقهاء باختلاف المذاهب كما يلي:

أ- مفهوم الحنفية للمضاربة: المضاربة هي عقد على شراكة بمال من أحد الأشخاص ومراده الشراكة في الربح، الذي يُستحق بالمال من أحد الطرفين، والعمل من الطرف الآخر.⁸

ب- مفهوم المالكية للمضاربة: أن المضاربة هي أن يقدم شخص مال ليتاجر به، بحيث يكون العائد على ما تم عليه الاتفاق، كأن يكون الربع، أو النصف، أو غير ذلك بعد استرجاع رأس المال وفي تعريف آخر للمالكية، "هي توكيل على تجر في نقد مضروب مسلم بجزء من ربحه"⁹

ت- مفهوم الشافعية للمضاربة: المضاربة هي أن يقدم له المال ليتاجر به، والمشاركة في الربح بينهما.¹⁰

ث- مفهوم الحنابلة للمضاربة: المضاربة هي أن يشترك مال وبدن، ويطلق عليها قراضاً، بمعنى: أن يقدم شخص ماله الى شخص آخر لكي يتاجر له فيه، على أن المتولد من العائد يقسم بينهما حسب ما تم الاشتراط عليه.¹¹

حيث انتشر عند الحنابلة والحنفية مصطلح مضاربة، أما المالكية والشافعية فإنهم يسمون هذا العقد بالقراض، وهما لفضين لنفس المعنى كما تم ذكره سابقاً.

وبعد ما تم اذكر آراء واختلاف المذاهب في اللفظ والنص، إلا أن مضمون العقد ثابت ولم

⁸ علي بن أبي بكر بن عبد الجليل الفرغاني، الهداية شرح بداية المبتدي، ج3 (بيروت: دار أحياء التراث العربي 1995م)، 202

⁹ محمد بن يوسف المواق (ت 897هـ)، التاج والإكليل لمختصر خليل، ط1 (دار الكتاب العلمية 1994م)، 443.

¹⁰ الخطيب الشربيني، مغني المحتاج إلى معرفة معاني ألفاظ المنهاج، ج 2، ط1، (بيروت: دار المعرفة 1997م)، 26.

¹¹ أبو محمد بن قدامة، المغني لابن قدامة، ج 5، ط2 (بيروت: دار الفكر، بدون تاريخ)، 26.

يتغير، ومن هذا الأساس يرى الباحث أن المضاربة: هي عقد يتم من خلاله دفع المال إلى من يجيد تنميته واستثماره، مقابل تقاسم الأرباح الفعلية حسبما تم الاتفاق عليه قبل العمل.

1.1.1.2 الفرق بين عقد المضاربة الإسلامية وبعض العقود المشابهة:

تتميز صيغ التمويل الإسلامي بالترابط فيما بينها، بحيث كل عقد من هذه العقود يخدم فئة معينة من الناس، حتى لا تقع في المعاملات التي تشوبها شبهة الحرام، ومن هذا يجب توضيح بعض هذه العقود التي تتشابه مع عقد المضاربة الإسلامية.

أ- الفرق بين المضاربة الإسلامية والإجارة:

بما أن المضاربة هي عقد يشترك فيه شخص بماله والآخر بعمله وجهده، فإن الإجارة هي عبارة عن تمليك منافع، لشيء مباح شرعاً لوقت معلوم وبعبوض معلوم، أو هي عقد على تحقق منفعة مباحة لمدة محددة، وبعبارة أخرى هي عقد على المنافع بعوض.¹²

ب- الفرق بين المضاربة الإسلامية والوديعة:

إذا استلم المضارب المال بعد توقيع العقد، وقبل أن يشرع في التجارة، فإن المضاربة تأخذ حكم الوديعة حيث يكون رأس المال بمكانة الأمانة في يد المضارب، يجب عليه أن يحافظ عليه كما يحافظ على أموال نفسه، ولا يضمن إلا إذا كان التفريط من جهته، فيشبه الوديعة أنه مؤتمن.

ت- الفرق بين المضاربة الإسلامية والوكالة:

وقد تأخذ المضاربة حكم الوكالة، لأن المضارب يعتبر وكيلاً عن صاحب المال في مباشرة التصرف في المال، فهو تصرف في مال غيره بأذن صاحبه.

ث- الفرق بين المضاربة والشراكة:

معظم الفقهاء يُعد عقد المضاربة هو في الأساس شركة، وهذا الذي رجّحه شيخ الإسلام ابن تيمية، وابن القيم، وهذا ما تؤيده الأدلة الواردة عن مفهوم هذء العقد، وما نقل عن

¹² وهبه الزحيلي، الفقه الإسلامي وأدلته، النظريات الفقيه والعقود، ج4، ط2 (دمشق: دار الطباعة والنشر والتوزيع 1985م)، 729.

الصحابة رضوان الله عنهم، وإن معظم الفقهاء صَنَّفُوا عقد المضاربة في باب الشركة وأحكامها، وليس في باب الإيجارات ونحوها.¹³

ج- الفرق بين مصطلحي المضاربة في الفقه الإسلامي والمضاربة التقليدية في البورصة:

يختلف مصطلح المضاربة كما ورد في الفقه الإسلامي، عن مصطلح المضاربة في سوق الأوراق المالية التقليدية (البورصة) اختلافاً كلياً، وليس هناك أي تشابه إلا في اللفظ فقط، حيث تتم المضاربة في البورصة من خلال المقامرة على اختلاف الأسعار صعوداً وهبوطاً، بغية تحقيق أرباح من فروق الأسعار بيعاً وشراءً، دون أن يتم تملك المضارب السلع¹⁴، بينما المضاربة الإسلامية تعود بمكانة الشراكة بالمال من جانب، والعمل من جانب آخر، كما وسبق ذكره.

1.1.1.3 أدلة مشروعية المضاربة الإسلامية:

تعد المضاربة من أهم الأدوات الاستثمارية والتجارية التي كان يتعامل بها قبل بزوغ فجر الإسلام إلى يومنا هذا والتي أجمع فقهاء الأمة قديماً وحديثاً عن مشروعيتها التي استمدتها من القرآن الكريم ومن السنة المطهرة، والأجماع، والمعقول، حيث أقرها جميع الفقهاء، على اختلاف مذاهبهم وأزمانهم.

أ- من القرآن الكريم:

قال تعالى: "وَأَخْرُونَ يَضْرِبُونَ فِي الْأَرْضِ يَبْتَغُونَ مِنْ فَضْلِ اللَّهِ" (المزمل، الآية 20)¹⁵ حيث إن المضارب يسعى في الأرض يبتغي من فضل الله سوى في التجارة أو في أي من الأعمال المشروعة طمعاً في فضل الله وكرمة متمثلاً في الربح والكسب الحلال، وقوله تعالى: "لَيْسَ عَلَيْكُمْ جُنَاحٌ أَنْ تَبْتَغُوا فَضْلاً مِنْ رَبِّكُمْ" (البقرة، الآية 198)¹⁶ وقد احتج الماوردي الشافعي بهذه الآية على مشروعية المضاربة، حيث اعتبر أن الربح هو فضل الله جل وعز

¹³ المصدر السابق، 731.

¹⁴ محمد الشنقيطي، دارسات شرعية لاهم العقود المالية، ج2، ط2 (المدينة المنورة: دار العلوم والحكمة 2001م)،

¹⁵ سورة المزمل، الآية 20

¹⁶ سورة البقرة، الآية 198

على عباده في قوله تعالى: " تبتغون فضلاً من ربكم " أي تطلبون زيادة على أموالكم أو أموال غيركم التي تعملون بها، والمتمثلة في الربح، فصح له الاحتجاج بالآية الكريمة من حيث عمومها.¹⁷

ب- من السنة المطهرة:

بُعث النبي عليه الصلاة والسلام، والناس يتعاملون بالمضاربة فلم ينكرها عليهم، وهذا إقرار بعدم مخالفتها للشريعة الإسلامية حيث يعتبر الإقرار وعدم الإنكار أحد وجوه السنة،¹⁸ وما ذُكر عن ابن عباس رضي الله عنه (أن العباس بن عبد المطلب كان إذا قدم الأموال مضاربة، يشترط على المضارب ألا يسلك بماله بحراً، ولا ينزل به وادياً، ولا يبتاع به ذات كبد رطبه، فإن فعل شي من ذلك فهو ضامن، فرفع شرطه إلى رسول الله صلى الله عليه وسلم، فأجاز شرطه).¹⁹ ومثل ذلك ما روى عن حكيم ابن حزام، وما روى عن صهيب أنه قال: قال رسول الله صلى الله عليه وسلم (ثلاث فيهن البركة البيع إلى أجل، والمقارضة، وأخلاق البر بشعير للبيت لا للبيع).²⁰

ت- من الإجماع:

فقد ذكر في كتاب بدائع الصنائع: ما روى عن عدد من الصحابة أنهم دفعوا مال اليتيم مضاربة، منهم سيدنا عمر بن الخطاب، وسيدنا عثمان بن عفان، وسيدنا علي بن أبي طالب، وعبد الله بن مسعود، وغيرهم الكثير رضي الله عنهم ولم ينقل عن السلف أنه أنكر عليهم من أقرانهم أحداً، ومثله يكون إجماعاً، وعلى مثل هذا الناس تعاملوا من ذلك الزمان إلى يومنا هذا، وإجماع كل عصر على حجة.

¹⁷ حسن المدابغي، حاشية حسن المدابغي على شرح الشيخ الخطيب الشربيني، ج 2، (القاهرة: المطبعة الميمنية 1289هـ)، 63.

¹⁸ الأمام علاء الدين الكاساني، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، ج 6، (دار الكتاب العلمية، 2003م)، 79.

¹⁹ أبو بكر البيهقي، سنن البيهقي الكبرى، المحقق: محمد عبد القادر عطا، ج 6، ط 3 (بيروت: دار الكتب العلمية 2003م)، 111.

²⁰ الحافظ بن يزيد القزويني ابن ماجة، سنن ابن ماجة، كتاب التجارات، باب الشراكة والمضاربة (سوريا حلب: دار أحياء الكتاب العربية، بدون سنة نشر)، 690.

ث- من المعقول:

وبيانه: إن الناس تحتاج إلى العمل بعقود المضاربة، فإن الأموال لا تزيد إلا بالتقلب والاستثمار، وهناك من يحسن التجارة ولا يملك المال، وهناك من له مال ولا يفقه في التجارة، فكانت الحاجة لها من الطرفين، فشرعها الله تعالى لدفع الحاجتين.²¹

1.1.1.4 الغاية من عقود المضاربة الإسلامية:

يمكن أن تلعب المضاربة دوراً حاسماً في كل زمان ومكان على مستوى الأفراد والشركات وحتى الدول في مجالات التمويل والاستثمار والتنمية وتقديم السلع والخدمات، وعادة ما تتم الاستفادة منها عندما يكون هناك رأسمال دون خبرة، أو خبرة دون رأسمال.

وتُعَدُّ المضاربة من أهم الأساليب التي شرعها الإسلام للاستفادة من الأموال المكتنزة، وتحقيق الأرباح لهم بعيداً عن شبهة الربا المحرم، وذلك عن طريق تمويلهم لغيرهم ممن يحسنون العمل وإشراكهم معهم في الأرباح.

ومع هذا: إن الغرض من المضاربة الشرعية هو حصول إليه من التوافق بين الثروات التي بحوزة المالكين، وأصحاب الخبرات الاستثمارية والطاقات الفكرية والبدنية والإبداعية التي تكون في أغلب الأحيان مُعَطَّلَةٌ بسبب نقص التمويل الشرعي المناسب، وفضلاً عن كون عقود المضاربة تتصف بالمرونة عند التطبيق، فيما يخص مجالاتها الاستثمارية بصفة عامة، فلا تقتصر على نوع محدد من العمل، ولا صنف محدد من البضائع، ولا مكان دون غيره.

أما الأهداف والحكمة التي شرعها الإسلام في عقد المضاربة، فيمكن ذكرها على النحو التالي:²²

أ- حماية الأموال المكتنزة من فقد قيمتها عبر الزمن: حث الإسلام إلى استثمار الأموال وتشغيلها والانتفاع بها، ونهى عن تعطيلها وتجميدها مما يفقدها قوتها الشرائية عبر الزمن، ويستشهد على هذا، قوله صلى الله عليه وسلم " أَلَا مَنْ وَلِيَ يَتِيماً لَهُ مَالٌ، فَلْيَتَّجِرْ فِيهِ، وَلَا

²¹ الكاساني، بدائع الصنائع، 79.

²² حسن أبو غدة، النصوص الاقتصادية في الكتاب والسنة، (إسطنبول: المركز الدولي للاقتصاد والتمويل الإسلامي 2018م)، 34-35.

يتركه حتى تأكله الصدقة" ²³.

ب-زيادة قيمة المال بالاستثمار: وذلك بتدوير الأموال الراكدة التي بحوزة الذين لا يجيدون استثمارها بأنفسهم، أو ليس متاحاً لهم الوقت اللازم لإدارة تلك الأموال.

ت-الاستفادة من المال في الإعمار والتنمية: من أهم وظائف المال الأساسية هو أن يُسخر في تنمية الحياة، وعمارة الكون، وأن ينتفع به الناس في حياتهم، وإقامة المصالح لتقوم بها مشاريع الدنيا والآخرة. ²⁴

ث-تشغيل الطاقات الإبداعية والإنتاجية المعطلة: من الملاحظ أن هناك العديد من الأشخاص الموهوبين بقدرات ذهنية عالية و طاقة بدنية قوية وأفكار إبداعية رائعة، ولكنهم يعانون من نقص المال اللازم لتحقيق طموحاتهم، ومن خلال دمج هذه القدرات والأفكار المميزة مع الموارد المالية المتاحة، يمكن تحقيق الآمال واستفادة الجميع من الإنتاجية والإبداع.

ج-الحد من ظاهرة البطالة: يوجد في كل المجتمعات العديد من الأفراد دون عمل وفي حالة بطالة وفراغ بسبب نقص المال لديهم، لكنهم يتمتعون بالخبرة في مجال الاستثمار ويملكون الوقت الكافي لتطوير وتحقيق النجاح المالي، ويتميزون بالأمانة والنزاهة والجدية وحسن الخلق، وبالتالي يمكن التعاون معهم وتكوين مشاريع استثمارية من خلال تزويدهم برأس المال للاستثمار والمضاربة به على أن تكون الأرباح بينهم وبين أصحاب رؤوس الأموال. ²⁵

1.1.2 أركان وشروط وأحكام صحة عقود المضاربة الشرعية.

ليس الهدف من هذا المطلب الطرح التفصيلي لأحكام وأركان المضاربة الإسلامية كبيرها صغيرها، بل هو الإشارة إلى الأسس التي يمكن بها أن تقوم المضاربة الشرعية من حيث أركانها، والأطراف المتعاملون بها، وما يتعلق بها من الشروط.

²³ محمد بن عيسى بن سورة الترمذي، الجامع الصحيح - سنن الترمذي، المحقق: أحمد بن محمد شاكر، (بيروت: دار الكتاب العالمية) 641.

²⁴ أبو غدة، النصوص الاقتصادية في الكتاب والسنة، 36.

²⁵ المرجع السابق، 37.

ومن الأشكال المتطورة في استخداماتها والتي لا تخرجها من مضمونها وعن أحكامها الشرعية، وذلك من أجل الوفاء بمتطلبات الواقع العملي في عصرنا الحالي.

1.1.2.1 أهم أركان المضاربة.

تشتمل المضاربة الشرعية على خمسة أركان رئيسية على النحو التالي:

● **الصيغة:** وهو ما كان عليه اتفاق الفقهاء، كما هو عليه في العقود الأخرى، ويُقصد بالصيغة: هو مبدأ الإيجاب والقبول، يكونان بأي لفظ يدل على المقصود بشكل مفهوم للجميع، مثل أن يقول صاحب المال للمضارب: إني دفعتُ أو قدمت إليك هذا المال مضاربة، ولك نصف أرباحه، فيقول المضارب قبلتُ ذلك. هذا ما تواتت عليه العادة، عندما تكون المضاربة بين شخصين وتكون من البساطة بما كان، ولكن في عصرنا الحالي توثق الصيغة في عقود رسمية تشمل توقيعات أطراف العقد.²⁶

● **العاقدان:** وهما صاحب المال أو من ينوب عنه، والعامل المضارب.²⁷

أ- **صاحب المال:** وهو الطرف المالك للمال والذي يُقدّمه للعامل كتمويل للعمل في المضاربة.

ب- **العامل المضارب:** هو الطرف الذي يأخذ المال ليتاجر أو يعمل به بحسب مهارته وخبرته.²⁸

ت- **رأس المال:** هو المبلغ الذي يُقدمه صاحب المال للمضارب، ليعمل بالائتجار فيه واستثماره وتنميته.²⁹

ث- **العمل:** ويطلقون عنه أحياناً: بإذن صاحب المال للمضارب في تقليب وإدارة المال، والتجار.

²⁶ أبو الحسين القدوري، مختصر القدوري، كتاب المضاربة، ط1 العلمية، (بيروت: دار الكتاب العلمية 1997م)،

²⁷ شهاب الدين القرافي، ت 684هـ، الذخيرة في فروع المالكية، ط1، ج6 (بيروت: دار الكتاب العلمية 2001م)، 25، 26.

²⁸ القرافي، المرجع السابق، 27.

²⁹ القرافي، الذخيرة، المحقق: أحمد عبد الرحمن، ط1، ج5، (دار الكتب العلمية 1994م)، 170.

ج- الربح: هو ما يتم الاتفاق عليه من قدر محدد شائع من الربح بين مالك المال والمضارب، كأن يأخذ المضارب النصف، أو الثلث، أو الربع، أو غير ذلك، ويأخذ صاحب المال البقية.³⁰

1.1.2.2 شروط عقد المضاربة الإسلامية:

لضمان تحقيق الأركان السابقة بالصورة التي لا تتنافى وأحكام الشريعة الإسلامية، هناك شروط مهمة ينبغي توفرها في كل ركن من هذه الأركان، حتى لا يترتب على ذلك فساد العقد.³¹

أ. الشروط الواجب توفرها في صيغة العقد:

يجب أن يكون للعقد صيغة تظهر إرادة المتعاقدين، ولا بد من إبراز المقصود بالقول والفعل، ولذلك اشترط بعض الفقهاء في إيجاب وقبول عقد المضاربة عدة شروط حتى لا يفسد العقد، وهي كما يلي:³²

1. إن يكون الإيجاب والقبول بتعبير واضح يبين رغبة المتعاقدين حتى يتم إلزامهما بمقتضى هذا

2. يشترط أن يكون القبول ظاهراً من الطرف القابل للشروط، وموافق عليها قبل أن يقوم الموجب عن إيجابه، لأنه إذا رجع في ذلك يكون القبول غير صحيح، وهذا ما كان عليه اتفاق جمهور الفقهاء.

3. إن يتم الإيجاب والقبول بشكل متوافق، فإذا قال صاحب المال للمضارب أني ضاربتك على ربع الربح، فقال المضارب: إني أقبل بنصف الربح، في هذه الحال لا تنعقد المضاربة وذلك لعدم تطابق الإيجاب والقبول فيها.

³⁰ المرجع السابق، 170.

³¹ محمد أبي بكر الرازي، مختار الصحاح، ط4 (بيروت: دار إحياء التراث العربي، 2005 م)، 265.

³² علا الدين الكاساني، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، ج6 (جامع الكتب الإسلامية) 79.

4. اتحاد الإيجاب والقبول في مجلس العقد، بحيث يكون كلا الطرفين متواجدين بأجسادهم، لأن الإيجاب يبطل بانقضاء مجلس العقد، فإن حدث القبول بعد انتهاء المجلس فلا يرتبط بالإيجاب، لا يكون العقد صحيحاً.³³

وهناك خلاف بين بعض الفقهاء في تلك الشروط المتعلقة بالإيجاب والقبول، من حيث جواز الإيجاب والقبول دون حضور الأبدان في مجلس العقد، وكان السائد عند جمهور الفقهاء في هذا الأمر صحة توثيق العقود بالكتابة. وبالمقياس على ذلك تم جواز التعاقد عبر وسائل الاتصال الحديثة من الفقهاء المعاصرين،³⁴ فإذا أبرم مثلاً عقد ما عبر وسائل الاتصال الحديثة بالشكل القانوني، وتم الإيجاب والقبول فيه متوافقة مع الشروط الأخرى المطلوبة فإن العقد صحيح.

ب. الشروط الواجب توفرها في العاقلين:

إن عقد المضاربة البسيطة بشكلها الثنائي، يستوجب وجود طرفين بحيث يقدم الأول المال، ويقوم الثاني بالعمل، ويعملان حسب ما تم الاتفاق عليه من شروط في بنود العقد، ولذلك وجب أن تتوفر فيهما كافة الشروط المعتبرة شرعاً، وهذه الشروط هي:

• أهلية التوكيل والوكالة:

يشترط أهلية التوكيل والوكالة في طرفي العقد، لأن المضارب يعمل بأمر مالك المال، وما يشترط في رب المال يشترط في العامل فعلى هذا لا يصح التوكيل من مختل العقل لجنون أو عته، ومن الصبي الذي لا يعقل بأمور التجارة إلا بموافقة وليه، ولا من فاقد الإرادة عموماً.³⁵ ولا يشترط أن يكون أحدهما أو كلاهما مسلماً، فتصح المضاربة بين المسلم والذمي وكذلك بين المسلم والحري المستأمن، على أن تكون بشروطها وعدم مخالفتها

³³ المرجع السابق.

³⁴ مصطفى أبو عمرو، مجلس العقد الإلكتروني، دراسة مقارنة، (الإسكندرية: دار الجامعة الجديدة 2011م) 67

³⁵ علاء الدين الكاساني، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، ج 6، ط 1 (باكستان: المكتبة الحبيبية كانسي 1989م)،

لأحكام الشريعة الإسلامية.³⁶

1.1.2.3 لزوم عقد المضاربة:

بين الفقهاء: يحق إلى كل طرف من أطراف المضاربة فسخ العقد وأنه غير ملزم لكلا الطرفين وذلك قبل الشروع في العمل، فإذا وقع فسخ العقد في هذه الحال، لا شيء للمضارب لأنه لم يبدأ العمل.³⁷

وهل يكون العقد ملزماً إذا شُرع المضارب في العمل؟

قال الجمهور يمكن لأي من الطرفين أن يفسخ العقد إذا رغب في ذلك ما لم يلحق ضرر بالطرف الآخر، لأن المضارب يتصرف في مال غيره بإذن صاحبه، فهو بمكانة الوكيل، غير أن له أجر المثل إذا باشر عمله، وقال مالك: العقد لازم الوفاء به، والأصل أن عقد المضاربة غير لازم، وللطرفين الحق في أبطاله، إلا في أمرين لا ينبغي فيهما حق فسخ العقد هما:

أ. إذا بدا المضارب مباشرة عمله، فتكون المضاربة لازمة إلي وقت تنضيض رأس المال بشكل حقيقي أو حكمي.³⁸

ب. إذا تم الاتفاق بين الطرفين على تأقيت عملية المضاربة، فلا يجوز إنهاؤها قبل أن يحين الوقت إلا باتفاق الطرفين.

1.1.2.4 ضمان المضارب لمال المضاربة:

بما أن المضاربة تُعد من عقود الأمانة، ويكون المضارب مُستأمناً على ما تحت تصرفه من مال المضاربة، إلا في حال مخالفة شروط الأمانة بالتعدي على رأس المال، أو تهاون في

³⁶ مالك بن أنس، المدونة الكبرى، ج5، ط1، (مصر: مطبعة السعادة، 1906م)، 107..

³⁷ ابن رشد، بداية المجتهد ونهاية المقتصد، تحقيق: محمد صبحي حسن حلاق، ج3، ط1، (مصر: مكتبة ابن تيمية 1995م) 449.

³⁸ أن مدلول التنضيض الحقيقي في المعاملات المالية: هو تحويل عروض التجارة والأعيان والمنافع وما في حكم ذلك إلى نقد، والتنضيض الحكمي هو تقييم هذه العروض والمنافع بسعر السوق الحالي. راجع كتاب الأحكام الفقهية والأسس المحاسبية للتنضيض الحكمي في المعاملات المالية المعاصرة / لدكتور، حسين بن حسن شحاتة وآخرون، كلية التجارة جامعة الأزهر

استثمار أموال المضاربة، أو تعتمد مخالفة شروط المضاربة الشرعية، فإذا قام بواحدة أو أكثر فقد أصبح ضامناً لرأس المال.³⁹

1.1.2.5 الشروط الواجب توافرها في رأس المال:

أما فيما يتعلق برأس المال من شروط كانت محل اتفاق بين معظم الفقهاء باستثناء بعض التفاصيل التي نوردتها في النقاط التالية:

أ- أن يكون مال المضاربة من الدنانير أو الدراهم، بقصد أن يكون من النقود المعتبرة في محلها، عند معظم الفقهاء فلا تصح المضاربة بالعروض باستثناء الإمام مالك رحمه الله: الذي يرى أن هذا ليس بشرط وتجاوز المضاربة عنده بالعروض إذا تم الاتفاق على تقييمها وقت إبرام العقد⁴⁰ وتم حسم هذا الاختلاف من ضمن معايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI 2017م، فيما يتعلق بشروط رأس مال المضاربة، حيث أجازوا أن تكون العروض رأس مال المضاربة، وتعتمد قيمة العروض وقت التعاقد باعتبارها رأس المال، ويتم تقييم العروض حسب ذوي الخبرة أو باتفاق الطرفين.⁴¹

ب- يفترض معلومية رأس المال بما لا تقع فيه الجهالة من جهة المقدار والصفات، لأن الاختلاف في قيمة رأس المال يتبعها اختلاف قيمة الربح.

ت- أن لا يكون المال عبارة عن دين لمالك المال على المضارب أو غيره، فإن كان ديناً فالمضاربة فاسدة.⁴²

ث- يشترط لصحة عقد المضاربة تحويل المضارب من التصرف في مال المضاربة بحرية حسب الشروط، بتسليمه له بشكل كلي أو جزئي حسب الاتفاق، ولا يجوز لصاحب المال وضع اليد على أموال المضاربة بعد تسليمه للمضارب.

³⁹ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI، المعايير الشرعية، عقد المضاربة، المعيار رقم 13، (البحرين 2017م)، 370

⁴⁰ علي جمعة محمد، موسوعة فتاوى المعاملات المالية للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، كتاب المضاربة، ج2، ط1، (القاهرة: دار السلام 2009م)، 29.

⁴¹ AAOIFI، المعايير الشرعية، معيار رقم 13، 2017م، 37

⁴² علي جمعة محمد، موسوعة فتاوى المعاملات المالية، 32.

1.1.2.6 الشروط الواجب توافرها في الربح:

أ- من أهم الشروط الواجب الاتفاق عليها وذكرها عند إبرام عقد المضاربة هو يتعلق بتوزيع الأرباح بين صاحب المال والمضارب وأي تغافل أو ترك قد يفسد العقد.

ب- معلومية مقدار الربح لطرفي العقد، لأن جهالة توجب فساد المضاربة، باعتباره هو المعقود عليه.

ت- أن يكون الربح جزءاً شائعاً بين صاحب المال والمضارب، كالنصف أو الثلث أو الربع، حسب الاتفاق ولا يصح أن يكون مجهولاً.⁴³

ث- أن يشترك في الربح صاحب المال والمضارب، ولا يجب أن يشترط أحدهم شيئاً لنفسه من الربح خالصاً دون الآخر.⁴⁴

1.1.2.7 الشروط الواجب توافرها في العمل:

لتحقيق أهداف المضاربة يجب على المضارب الاجتهاد في استثمار الأموال على الوجه الأمثل والمشروع حتى يطمئن صاحب المال على أمواله، وأنها في يد أمينة، وإذا وثقت المضاربة جاز للمضارب أن يعمل بكل ما يقتضيه العمل في نفس المجال وفق الآتي:

أ- الالتزام بالشروط التي يقتضيها عقد المضاربة، كالبداء في العمل وفي النشاط المتفق عليه.⁴⁵

ب- الالتزام بالقيود والشروط إذا كانت المضاربة مقيدة وعدم مخالفتها حتى لا يفسد العقد.

ت- لا يصح لصاحب المال أن يشترط على المضارب العمل معه، أو أن يرجع إليه في كل الأمور، أو اشتراط شروط تسلب المضارب حرية العمل.⁴⁶

⁴³ ابن جزى الكلبي، *ألقوانين الفقهية في تلخيص مذهب المالكية*، ج1، (بيروت: دار الكتاب العلمية 1998م)، 288.

⁴⁴ ابن عبد البر، *المستخرج من كتاب الأذكار*، (القاهرة: طبع الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، بدون تاريخ نشر) 67.

⁴⁵ علي جمعة محمد، محمد سراج، *فتاوى المعاملات المالية للمصارف والمؤسسات المالية*، ط1، (القاهرة: دار السلام للنشر 2009م)، 32.

⁴⁶ AAOIFI، *المعايير الشرعية*، معيار، 2017م، 376.

يتولى المضارب العمل بنفسه بحسب العرف السائد للنشاط، ولا يأخذ على ذلك أجراً لأنه من ضمن واجباته، ويحق له استئجار الغير في الأعمال التي تستحق بحسب العرف السائد. لا يحق للمضارب أن يشتري بأعلى من ثمن المثل، ولا يبيع بأقل من ثمن المثل إلا للمصلحة الظاهرة في الحالتين.

1.1.2.8 أنواع عقود المضاربة الإسلامية:

للمضاربة الإسلامية العديد من المعايير الهامة التي تحدد نوعية العمل وعدد الشركاء في العقد، وفي هذا البحث يسعى الباحث للوقوف على أهمية العمل بهذه الصيغة في تمويل المشاريع الاستثمارية.

النوع الأول. معيار العمل: وتنقسم المضاربة من حيث شروط العمل إلى الآتي:

أ- المضاربة المقيدة:

وهي التي يقيد بها صاحب المال بشروط على العامل لضمان سلامة ماله،⁴⁷ كتحديد مجال العمل، أو مكان العمل، وهذه الشروط يكون عند الاتفاق الأول بين صاحب المال والمضارب، وما روى عن سيدنا العباس رضي الله عنه كان إذا قدم المال للمضاربة، اشترط على المضارب ألا يسلك به بجرأً ولا ينزل به وادياً، ولا يشتري به ذات كبدٍ رطبة، فإن فعل فهو ضامن، فرفع شرطه إلى رسول الله صلى الله عليه وسلم، فأجاز شرطه.⁴⁸

ب- المضاربة المطلقة:

وهي أن يدفع صاحب المال ماله للمضارب ولا يشترط عليه أي شروط وإنما يترك له حرية اختيار مجال العمل ومكانه ومع من يتعامل وله الحرية المطلقة في التصرف في الأموال بما لا يخالف أحكام الشريعة الإسلامية.⁴⁹

⁴⁷ موسى عمر مبارك بن محميد، مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وعلاقتها بمعايير كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية، بازل 2، رسالة دكتوراة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، (الأردن، 2008م)، 92.

⁴⁸ أحمد ابن حسين البيهقي، سنن البيهقي الكبرى، ج 6، ط3، (بيروت: دار الكتب العلمية 2003م)، 111.

⁴⁹ عبد المطلب عبد الرزاق حمدان، المضاربة كما تجرّيها المصارف الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة، (الإسكندرية: دار الفكر الجامعي، 2008م) 19.

النوع الثاني. معيار عدد الشركاء: ويندرج تحت هذا المعيار نوعين من المضاربة هما.

أ- المضاربة الثنائية: وهي المضاربة في صورتها التقليدية القديمة التي تتم بين طرفين هما صاحب المال والمضارب، حيث يقدم الطرف الأول المال إلى الطرف الثاني لكي يعمل به وينميّه، حسب الاتفاق والشروط بينهما فقط.

ب- المضاربة المشتركة: وهي الصورة المستحدثة للمضاربة التي تتم فيها عملية التعاقد مع أطراف متعددة، وذلك بأن يتعدد فيها ملاك رأس المال، ويكون فيها المضارب منفرداً، أو ينفرد فيها مالك المال ويتعدد فيها المضاربون، أو يتعدد فيها ملاك رأس المال ويتعدد فيها المضاربون.⁵⁰

1.1.2.9 أحكام وآثار المضاربة الإسلامية:

يترتب على المضاربة الإسلامية العديد من الأحكام والآثار نوجزها في الآتي:⁵¹

أ- توزيع الأرباح:

● عندما تتحقق أرباح من المضاربة فإنه يوزع بين صاحب المال والعامل المضارب بالنسبة المتفق عليها في العقد كأن يكون للمضارب النصف، أو الثلث، والباقي لصاحب المال، وإذا ذكر في عقد المضاربة أن يكون للمضارب مبلغ معلوم، كألف دينار مثلاً، أو أرباح أول عشرة أيام من كل شهر، أو أي شرط مشابه فالمضاربة فاسدة، وإذا فسدت المضاربة يكون كامل الربح لصاحب المال، ويأخذ المضارب أجرة المثل.

● إذا أذن صاحب المال للمضارب أن يسلم المال لغيره مضاربة، ما يسمى (المضاربة من الباطن) جاز له ذلك، وفي هذه الحالة تخرج حصة المضارب الثاني من حصة المضارب الأول، ويأخذ صاحب المال نصيبه كاملاً، ويتقاسم المضارب الأول والمضارب الثاني الباقي حسب ما تم الاتفاق عليه بينهما.⁵²

⁵⁰ عبد الرزاق جدي الهيثي، المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ط1 (الأردن: دار أسامة 1998م)، 471.

⁵¹ محمد رواس قلعجي، المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الفقه والشرعية، ج6، ط2 (الكويت: دار النفائس 2002م)، 75-76.

⁵² ابن قدامة، المعني لابن قدامة، ج5، 165.

ب- الخسارة:

● في حالة وقوع خسائر في استثمارات المضاربة نتيجة أحداث وظروف ليس للمضارب فيها أي دخل، وخارج سيطرته، ولم يثبت عليه أي تقصير في عمله، فإن صاحب رأس المال هو من يتحمل هذه الخسائر، ولا يحق لمالك المال أن يشترط على المضارب أن يرد إليه رأس ماله، حيث خسر المضارب جهده وعمله، وخسر صاحب المال ماله.

● في حالة إذا تعدى المضارب أو خالف الشروط والقيود التي اشترطها عليه صاحب المال أصبح ضامناً لمال المضاربة، وإن ربح في تعديه هذا، رأى الحنابلة والشافعية أن ربحه يأخذه صاحب المال، لأنه نماء أمواله، ورأى المالكية أن هذا الربح يوزع بين المضارب وصاحب المال على ما شرطاً، ورأى الحنفية⁵³ أن هذا الربح لا يحل لصاحب المال لأن المال لم يكن في ضمانه حين تحقق الربح، وليس للعامل لأنه تصرف غير مشروع وهو التعدي، وينفق المال في مصالح المسلمين.

1.1.2.10 المضاربة المنتهية بالتملك:

أجاز الفقهاء المضاربة التي تنتهي بالتملك، حيث يملك المضارب في النهاية رأس المال وذلك متى يقوم بدفع قيمة الأصول دفعة واحدة أو على أقساط، كآلات والمعدات لصاحب المال، وينفرد المضارب بملكيتها ويكون ذلك بالاتفاق.

1.1.2.11 انتهاء المضاربة:

تنتهي المضاربة الشرعية بانقضاء مدتها المتفق عليها عند فقهاء الحنفية والحنابلة الذين يبيحون تأقيتها، وتنتهي عند الكثير من الفقهاء باستثناء المالكية وذلك بأبطال العقد بالإرادة الفردية لأحد الطرفين أو بموت أحدهما.

يرى المالكية أن العقد ملزماً للطرفين ولا يحق لأحدهما فسخه إذا باشر المضارب التجارة وكان رأس المال غير ناض لما يترتب على ذلك من إلحاق الضرر بالآخر.⁵⁴

ومن ذلك تنتهي المضاربة باتفاق العلماء المعاصرين على أن يتم تنضيضها (تصفيتها) في

⁵³ أبو العباس القرافي، الذخيرة للقرافي، كتاب القراض، ج 5، ط 1 (بيروت: دار الغرب الإسلامي 1994م) 46.

⁵⁴ المرجع السابق.

الحالات الآتية:⁵⁵

أن يقوم أحد الطرفين بفسخ العقد، ويجوز لأحد الطرفين أن يؤجل الفسخ لدفع الضرر عن الاستثمار القائم بينهما.

أ- تنتهي المضاربة بموت، أو فقدان أهلية التعاقد لأحد أطراف العقد.

ب- انتهاء مدة المضاربة، في المضاربة المؤقتة.

ت- تنتهي المضاربة بتلف أو هلاك رأس مال المضاربة.

1.2 تطبيق المضاربة وبيان صورتها وذكر أطرافها:

1.2.1 المضاربة الثنائية:

يتم تطبيق عقود المضاربة في المؤسسات المالية بأكثر من أسلوب، وتعتبر المصارف أكثر من تستخدم عقود المضاربة بشكلها الثنائي، وغالباً ما يكون المصرف هو صاحب المال والعميل هو المضارب، وقبل ذكر الكيفية التي تتم بها هذه المعاملة، نوضح آراء الفقهاء من حيث نوعية العقد وشروط صحته لكي تتم المعاملة بدون مخالفات شرعية.

1.2.1.1 التكيف الشرعي لتطبيق المضاربة الثنائية في المؤسسات المالية:

بالرغم من إجماع الفقهاء على أن المضاربة مشروعة بصورتها الثنائية، إلا أنهم تفرقوا في تكيفها من الناحية الفقهية، هل المضاربة من عقود المعاوضة مثل الإجارة فتكون على خلاف القياس، أم هي من عقود المشاركة، فتكون متوافقة مع القياس، ولهم في هذا الأمر قولان:⁵⁶

القول الأول: يرى عدد من فقهاء، المالكية، والحنفية، والشافعية، أن صيغة المضاربة من جنس المعاوضة، مثل الإجارة، وهي جاءت على خلاف القياس لعدم معلومية الأجرة والعمل، لأن المضارب لا يعلم مقدار ما سيتحصل عليه من الأجرة مقابل عملة، والقياس يقتضي أن تكون الأجرة والعمل معلومين.

⁵⁵ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI، المعيار الشرعي رقم 13، صدر 16 مايو

2003م، ص 376

⁵⁶ الكاساني: بدائع الصنائع، ج5: 108.

الدليل على هذا القول: إن المضاربة عمل مقابل عوض، وبما إن الجهالة تشمل العمل والربح، وهذه الجهالة تقضي إلى بطلان العقد، قالوا إنها جرت على خلاف القياس.⁵⁷

القول الثاني: يرى الحنابلة أن المضاربة من صنف المشاركات، وليس من صنف الإجارة، وهي جرت على وفق القياس.⁵⁸

الدليل على هذا القول: واستدل فقهاء الحنابلة على هذا القول بهذه الاستدلالات:⁵⁹

أ- ليس هناك أمراً يخالف القياس في الشريعة الإسلامية، والمضاربة في حقيقتها هي شراكة وليس إجارة، وهي وفق قياس الشركات التي يكون فيها العمل غير محدد ولا معلوم، وكذلك العائد غير متحقق الوجود، ولا معلوم المقدار.

ب- إن صيغة المضاربة عبارة عن شركة وفق قياس المشاركات، التي لا يكون فيها العلم بالعوض والمعوض شرطاً، ولا يهم بعد ذلك لأنها مخالفة لقياس الإجارة، لأن الإجارة من باب المعاوضات المحضة التي يكون فيها العلم بالعوض والمعوض شرطاً.

والراجع للباحث: إن المضاربة (وخصوصاً في المضاربة المطلقة) من جنس المشاركة لأن المضارب لا يأخذ أجره مقابل عمله ما لم يتحقق ربح بعكس الأجير الذي يأخذ أجره سواء تحققت المنفعة للمستأجر أم لم تتحقق.

بالإضافة إلى أن المضارب لا يعمل عند صاحب المال بمقابل أجر معين معلوم، ولكن يعمل مع صاحب المال مقابل ربح مجهول القيمة ومعلوم النسبة، يستحقه نتيجة عمله وخبرته،

⁵⁷ المقصود بالقياس: "محمل يدخل فيه القياس الصحيح والفساد، والصحيح هو الذي وردت به الشريعة، وهو الجمع بين المتماثلين، والفرق بين المختلفين، فالأول: قياس الطرد، والثاني: قاس العكس، والقياس الصحيح مثل أن تكون العلة التي علق عليها الحكم في الأصل موجودة في الفرع من غير معارض في الفرع يمنع حكمها، ومثل هذا القياس لا تأتي الشريعة بخلافه، فليس في الشريعة ما يخالف قياساً صحيحاً، ولكن يخالف القياس الفاسد، وليس من شرط القياس الصحيح أن يعلم صحته كل واحد، فمن رأى شيئاً من الشريعة مخالفاً للقياس، فإنما هو مخالف للقياس الذي انعقد في نفسه، وليس مخالفاً للقياس الصحيح الثابت".

⁵⁸ ابن تيمية: مجموع فتاوى الإسلام، ج 20: 506.

⁵⁹ المصدر السابق، 507.

وصاحب المال يستحق نصيبه من الربح مقابل تحمله تباعث تخلية عن المال والمخاطرة المصاحبة للاستثمار.

1.2.1.2 التطبيق العملي للمضاربة الثنائية في المؤسسات المالية.

تتم المضاربة الثنائية في المؤسسات المالية وفقاً لعدة خطوات أهمها:⁶⁰

أ. يتم تقديم طلب تمويلي من قبل المضارب إلى المؤسسة المالية المانحة للتمويل، بحيث يشمل أهم البيانات الأساسية والشخصية للعميل المضارب، ويرفق مع طلبه دراسة جدوى اقتصادية مفصلة بشكل واضح، وتقديم دراسة مالية لحجم المبلغ اللازم لتمويل هذا المشروع.

ب. تقوم المؤسسة المالية بفحص الطلب عن طريق إدارة مختصة وفقاً لضوابط ومعايير اقتصادية وشرعية، وأخلاقية، وتحليل وضع العميل المالي من خلال القوائم المالية السابقة للمشروع القائم فعلاً، أو من خلال التفصي عن العميل ودراسة تاريخه التمويلي مع بقية المؤسسات المالية، حتى تضمن المؤسسة المالية بأن أموالها ستكون في أقل درجات المخاطر.

ج. في حال توافر البيانات الهامة لسلوك العميل المالي، من حيث القدرة والمصدقية في العمل واقتناع خبراء المؤسسة المالية بجدوى المشروع الاقتصادي، تتم الموافقة على العقد، وإذا لم تتوفر أحد هذه الشروط يتم رفض الطلب، وإعطاء الفرصة فقط لمن تتوفر فيهم الشروط السابقة فقط.

ح. تقوم إدارة التمويل والاستثمار في المؤسسة المالية بتوقيع عقد المضاربة، بصفتها صاحب المال مع من يتم الموافقة على طلبه، وبصفته المضارب وفقاً للشروط المتفق عليها مسبقاً، وتلجأ بعض المؤسسات المالية إلى إخضاع المضارب لتوقيع سندات أمانة بقيمة رأس مال المضاربة، كتأمين ضد التعدي على أموال المضاربة أو التقصير والإهمال في العمل أو مخالفة الشروط المتفق عليها فقط.

خ. تتم متابعة عمل المضارب للتأكد من سير العمل وفقاً للشروط المتفق عليها دون التدخل في صلب أعماله.

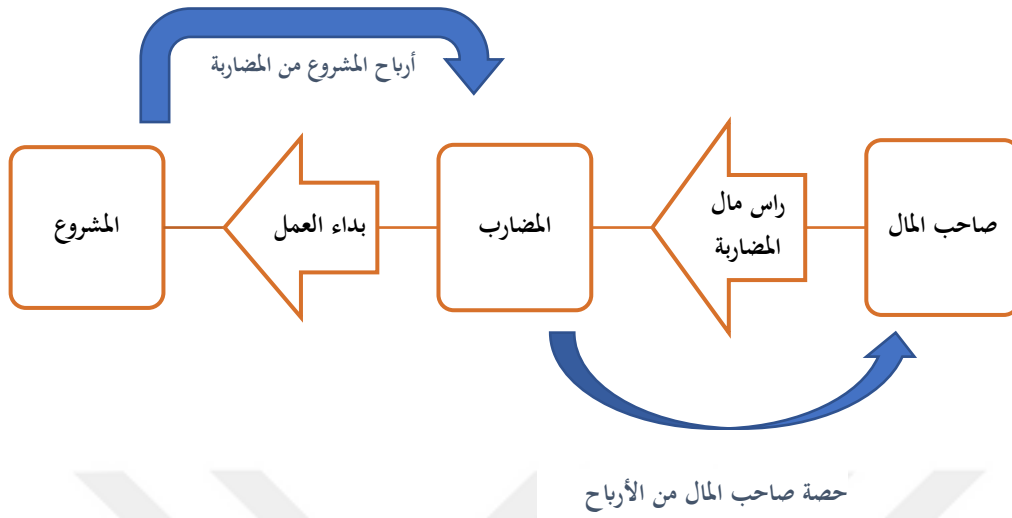
⁶⁰ حسين سمحان، العمليات المصرفية الإسلامية، المفهوم والمحاسبة، ط1 (عمان: مطبعة الشمس 2000م).

د. في حال انتهاء عملية المضاربة المؤقتة، يقدم المضارب بيان الإيرادات والخسائر، ويتم توزيع الأرباح وفقاً لما تم الاتفاق عليه وأعداد حساب ختامي لعملية المضاربة يقضي بتنضيض رأس المال وتوزيع الأرباح، ويمكن الاستمرار في حالة المضاربة المستمرة ويمكن تنضيض رأس المال وفقاً للأنظمة المحاسبية وتعيين قيمته التقديرية خلال كل مدة محاسبية.

بما أن عقود المضاربة من عقود الأمانة التي تعتمد على مدى مصداقية وأمانة المضارب في أداء عمله، وصعوبة إثبات الإهمال والتقصير في حالة تحقيق الخسارة، مما يجعلها من الأدوات الاستثمارية مرتفعة المخاطر، وهو مبرر كافٍ لتجنب المضاربة الثنائية في المؤسسات المالية، حيث تشكل عمليات المفاضلة بين المضاربين أمراً في غاية التعقيد وصعب التنفيذ في أغلب الأحيان.

كما يمثل الشكل رقم (1.1) المخطط المتبع لعمليات المضاربة الثنائية حيث يقدم صاحب المال رأس المال للمضارب، وينفرد المضارب بالعمل في مشروع معين في المضاربة المقيدة، أو فيما يراه مناسب في المضارب المضاربة المطلقة، مقابل نسبة متفق عليها من الأرباح المحققة، وفي حالة الخسارة يتحمل صاحب المال كل الخسارة المالية، مقابل الجهد الضائع من المضارب.

الشكل 1.1 - ويوضح آلية عمل المضاربة الثنائية



المصدر: إعداد الباحث استناداً لما سبق ذكره.

1.2.2 المضاربة المشتركة:

تُعرف المضاربة المشتركة أو الجماعية بأنها: "المضاربة التي يعهد فيها مجموعة من المستثمرين معاً أو بالتعاقب إلى شخص طبيعي أو معنوي، باستثمار أموالهم، ويطلق له غالباً الاستثمار بما يراه محققاً للمصلحة، وقد يقيد بنوع خاص من الاستثمار، مع الإذن له صراحةً أو ضمناً بخلط أموالهم بعضها ببعض، أو بماله، وموافقته أحياناً على سحب أموالهم كلياً أو جزئياً، عند الحاجة بشروط معينة"،⁶¹ وفي هذا الفصل ستتم دراسة مدى ملائمة استخدام المضاربة الإسلامية في المؤسسات المالية، التي يتعدد فيها أصحاب رؤوس الأموال والمضاربين.

1.2.2.1 الأطراف المتعاملون بالمضاربة المشتركة.

تعددت الدراسات والأبحاث التي تتعلق بمدى شرعية وصحة خلط أموال المضاربة، وتعدد المضاربين بهذه الأموال، ومدى إمكانية دخول وسيط بين أصحاب المال والمضارب.⁶²

⁶¹ مجمع الفقه الإسلامي الدولي، "القراض أو المضاربة المشتركة في المؤسسات المالية (حسابات الاستثمار)" القرار الصادر في دورته الثالثة عشرة بدولة الكويت من 7 - 12 شوال 1422هـ، الموافق 22 - 27 ديسمبر 2001م، رقم 123 (13/5)

⁶² محمد عبد الله العربي، بحث مقدم في المؤتمر الثاني لمجمع البحوث الإسلامية، القاهرة 1965.

ويمكن للمؤسسات المالية بما فيها المصارف الإسلامية الحديثة، أن تطبق المضاربة المشتركة التي يتم فيها خلط أموال المودعين بحيث يعتبرون في مجموعهم أصحاب الأموال، وتعتبر المؤسسة المالية مضارباً في هذه الأموال، مضاربة مطلقة، في استثمار هذه الأموال، أي دفع الغير ليضارب بهذه الأموال،⁶³ وطالب البنوك الربوية بتعديل أعمالها الاستثمارية للتوافق مع قواعد وأحكام عقد المضاربة الإسلامي.

وتتم عملية توزيع الأرباح بين أصحاب الأموال بنسب حصصهم في رأس المال، بعد خصم نصيب المؤسسة المالية من هذه الأرباح، وفق أعداد الحساب السنوي لهذه المضاربات، ومعرفة ما حققته هذه الأموال من أرباح أو خسائر.⁶⁴

ويرد على ذلك سامي حمود في كتابه تطوير الأعمال المصرفية بما يتوافق والشريعة الإسلامية أن قواعد وأحكام المضاربة (التقليدية) المذكورة في المؤلفات الفقهية القديمة، لم يرد فيها مسألة خلط أموال المضاربين، وإنما كل ما ذكر كان محله عقود المضاربة الثنائية، ولذلك يتعذر تطبيقها عملياً لأنها لا تتوافق ومجالات الاستثمار الجماعي المصرفي المعاصر، من حيث المحاسبة بالطريقة المقترحة، فإن ذلك يخالف ما هو مقرر من ناحية قسمة الربح قبل تنضيض (تصفية) رأس المال.

ومن حيث تعدد أصحاب الأموال والمضاربين لا بُد من الاستفادة من أحكام (الأجير المشترك)⁶⁵ في تخريج (المضارب المشترك) الوسيط بين المستثمرين أصحاب الأموال وبين المضاربين الجدد الذين يأخذون المال للعمل به.

وفكرتها: إنه كما أمكن للإجارة بالنظر إلى الغرض منها هو تحقيق فائدة معلومة في مقابل عوض محدد أن تحتل في جعبتها أحكام (الأجير المشترك)، ويمكن تطبيق ذلك على لمضاربة، مع المحافظة على الغرض منها إلا وهو الاستثمار من خلال المال والعمل أن

⁶³ علي جمعة محمد وآخرون، موسوعة فتاوى المعاملات المالية للمؤسسات المالية الإسلامية - كتاب المضاربة، ج2، (القاهرة: دار السلام للنشر والطباعة) 58.

⁶⁴ محمد العربي، المعاملات المصرفية وراي الإسلام فيها، بحث مقدم للمؤتمر الثاني لجمع البحوث الإسلامية، (القاهرة: مجمع البحوث الإسلامية، 1965م) 79.

⁶⁵ لأجير المشترك: "وهو الذي لا يُحْصُ أحداً بعمله، بل يعمل لكل من يقصده كالحياط.

تستوعب أحكام (المضارب المشترك)، وتضم ثلاثة أطراف وهم:⁶⁶

أ- الطرف الأول: وهم المستثمرون ملاك الودائع الاستثمارية (أصحاب الأموال).

ب- الطرف الثاني: وهم المضاربون في استثمارات حقيقية أصحاب المشاريع، الذين يأخذون المال لتمويل مشاريعهم من المضارب الأول مقابل حصة من الأرباح.

ت- الطرف الثالث: وهو المضارب الأول المشترك، وهو المؤسسة المالية الوسيطة التي تتوسط بين الفريقين السابقين، وتقوم بدور الواسطة المالية لتحقيق التوافق والانتظام في تدفق الأموال، بين الممولين وأصحاب المشاريع.

بحيث يكون الطرف الثالث الوسيط الكيان الاعتباري الجديد المتمثل في المؤسسة المالية في نظام المضاربة المشتركة، ويأخذ صفة المضارب المشترك تجاه أصحاب الودائع المستثمرين الماليين لأنه لا يلتزم بالعمل كمضارب خاص لطرف معين، بل لكل من يرغب في التمويل واستثمار ما لديه من مال، حيث يأخذ المضارب المشترك الصفة المزدوجة لنفس العملية الاستثمارية كونه يعتبر مضارباً بالنسبة للمدخرين أصحاب الأموال، ويعتبر تجاههم ضامناً وذلك كالأجير المشترك،⁶⁷ بحيث يتعامل الطرف الثالث (المضارب المشترك) مع الطرف الثاني بصفة صاحب المال حسب الشروط التي يتم الاتفاق عليها بينهما.

وأما الربح المحقق من مشاريع الطرف الثاني، يكون الطرف الأول المتمثل في أصحاب الودائع الاستثمارية في مجملهم شركاء فيه، برغم من عدم وجود تعاقد مباشر بينهم، وذلك لأنهم تعاقدوا مع الطرف الثالث (المضارب المشترك) كل حسب الاتفاق والشروط المعلن عنها للعموم. ونستخلص من هذا القول إن أحكام وقواعد المضاربة الثنائية المذكورة في الكتب الفقهية القديمة لا يمكن تطبيقها عملياً، كونها لا تتوافق وحدها ومجالات الاستثمار الجماعي المعاصر، لذلك لا بدّ من تطبيق أحكام الأجير المشترك، في تخريج المضارب المشترك كوسيط

⁶⁶ سامي حمود، تطوير الأعمال المصرفية بما يتفق والشرعية الإسلامية، 391.

⁶⁷ كأن يذهب رجل إلى خياط بقماش ويطلب منه خياطته، فيخطئ الخياط خطأً غير مقصود ويتلف القماش بسبب خياطته، قال جمهور الفقهاء بأن هذا الخطأ مضمون على الخياط، ويلزمه أن يعوّض مالك القماش. [2 مارس

بين المستثمرين أصحاب الأموال (الودائع الاستثمارية) وبين المضاربين الجدد الذين يأخذون المال عن طريق الوسيط (المضارب المشترك) للعمل به.⁶⁸

وللترجيح بين الاتجاهين السابقين، لم يجد الباحث في كلا الاتجاهين خروجاً على إجماع الفقهاء لأن الإجماع الوارد على صحة عقود المضاربة، هو أصل مشروعيتها، ولا يوجد في تعدد المستثمرين في (المضاربة المشتركة)، والمضارب الوسيط، والمضاربين الجدد خروج على إجماع الفقهاء لأن التوافق الوارد في المضاربة، يرجع لأصل مشروعيتها، وليس على تفاصيل الأحكام فيها، التي هي مسائل اجتهادية أصلاً.

وإن ما أثير من جدل بخصوص عدم صلاحية التمويل بالمضاربة للاستثمار الجماعي أمراً غير محسوم، وأن أحكام المضاربة وقواعدها في المذاهب الفقهية المتنوعة لا تتعارض مع الاستثمارات والنشاطات الاقتصادية التي تقوم بها المؤسسات المالية الإسلامية وغيرها، وذلك من خلال المضاربة المطلقة، واعتبار المؤسسة المالية الوسيط مضارباً مشتركاً، ثم مفوضاً عن المودعين بصفته صاحب المال بالنسبة إلى أصحاب المشاريع التي ترغب في الحصول على التمويل (المضاربين الجدد) وتتم هذه العملية وفقاً لأحكام وشروط المضاربة السابق ذكرها ومع التطور التكنولوجي المصاحب للعمليات المحاسبية الحديثة صار ممكناً تحديد الأرباح وحقوق كل طرف من هذه الأطراف، وفقاً لما تقره هيئة الرقابة الشرعية التي تشرف على سير العمل وبشكل دوري ومنتظم.

1.2.2.2 - التطبيقات العملية للمضاربة المشتركة في صناديق الاستثمار.

تمارس المؤسسات المالية بشكل عام المضاربة الشرعية في من خلال عدة طرق، من بينها المضاربة الثنائية التي تتم بين الجهة التي تقوم بتقديم رأس المال والمضارب الحقيقي المستثمر، حيث يُعد هذا النوع أساس المضاربة كما ورد في كتب الفقهاء الأولين.

ومن هذه الطريقة البسيطة ظهر نوع آخر ينطوي على عدة أطراف تقدم التمويل، وعدة مضاربين حقيقيين. ويتم ذلك بواسطة وسيط مالي ينظم تدفق الأموال بين الممولين

⁶⁸ سامي حسن حمود، تطوير الأعمال المصرفية بما يتوافق والشرعية الإسلامية، ط2، (عمان: مطبعة الشرق ومكتبها) 1982م.

والمستثمرون وفقاً لنظام محاسبي دقيق، مع ضمان سلامة الأعمال بين الأطراف، ويُطلق على هذا الوسيط (المضارب المشترك). ومن خلال هذا الجزء من البحث، نشرح كيفية تطبيق العمل المشترك للمضاربة الإسلامية، حيث تنعقد المضاربة المشتركة وفقاً للخطوات التالية في معظم صناديق الاستثمار:⁶⁹

1. تقوم الصناديق الاستثمارية بقبول مدخرات الأفراد بهدف تشغيلها في مختلف الفرص الاستثمارية لهم، بما لا يتعارض والشرعية الإسلامية، مقابل حصولهم على حصة من العوائد المحققة، وأما في حالة الخسارة يتم خصمها من الأرباح إن وجدت أو من رأس المال، ومن يتكبد خسارة رأس المال هم الملاك وحدهم، في حال عدم إثبات وجود تعدي أو إهملا من قبل المستثمر.

2. تعمل بعض صناديق الاستثمار بإعادة استثمار المال بشكل مباشر في مشاريع يمكن أن تجني أرباحاً لملاك الأموال والمضارب، وتعتبر هذه الطريقة هي الأكثر سلامة وملاءمة في تطبيق المضاربة المشتركة.

في الوقت نفسه، تعمل العديد من البنوك الإسلامية والشركات التمويلية كوسيط مالي، حيث تأخذ دور المضارب المشترك بين طالبي التمويل وأصحاب الأموال، حيث تقوم بدمج الأموال المتجمعة وتزويدها بالتمويل لأصحاب المشاريع، مقابل حصة في الأرباح مشاركة مع أصحاب الأموال والمستثمرين الفعليين.

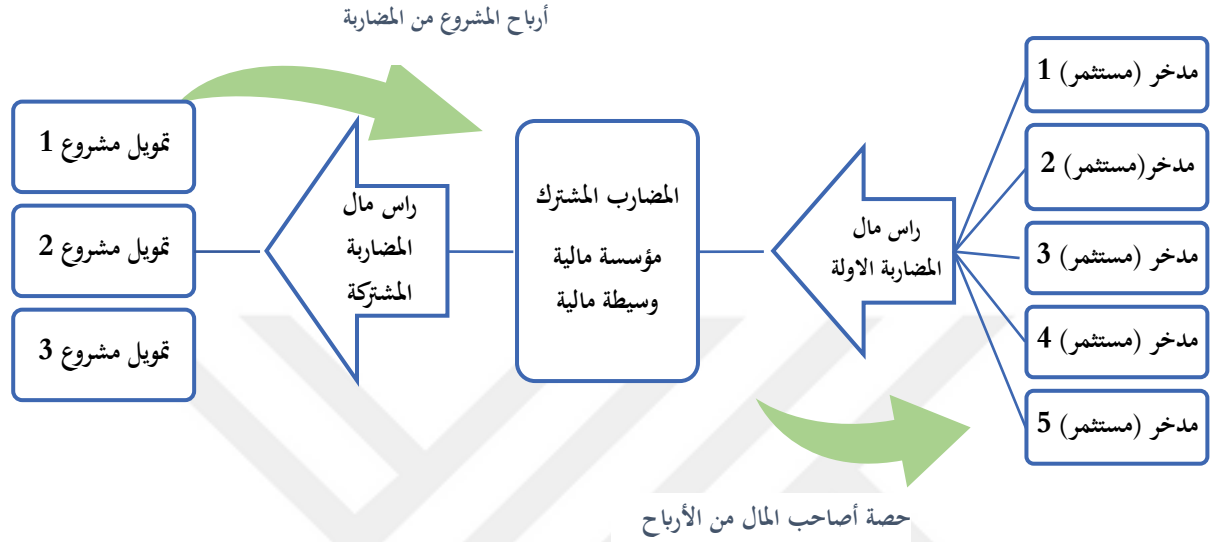
3. يتم احتساب العوائد المحققة فعلياً في نهاية الفترات المحاسبية من خلال ما يعرف بالتنقيض التقديري⁷⁰ على أساس تقويم الأصول والموجودات بعد خصم المصاريف التشغيلية والنفقات.

4. تتوزع العوائد المحققة فعلياً المتمثلة في الأرباح بين جميع أطراف المضاربة كما تم الاتفاق.

⁶⁹ أمير مشهور، الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي، (القاهرة: مكتبة مدبولي، 1991م)، 309.

⁷⁰ محمد عثمان، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، ج1، ط6، (بيروت: دار النفائس، 2007م)،

الشكل 1.2 - يبين آلية التطبيق العملي للمضاربة المشتركة في المؤسسات المالية



المصدر: إعداد الباحث استناداً لما سبق ذكره.

1.2.2.3 حُكم خلط الأموال اللاحقة مع السابقة في المضاربة المشتركة:

من أساسيات الاستثمار الجماعي في المؤسسات المالية بشكل عام، يتم عن طريق دمج أموال المودعين من غير تنضيض حقيقي، وهذا يقود إلى خلط التدفقات المالية خلال فترات متلاحقة، ويمكن تقسيم هذه الأحكام إلى حالتين:

أ- أن يتم الخلط والمشاركة قبل أن يبدأ المضارب في عمله: اجمع الفقهاء⁷¹ على إباحة عملية الدمج قبل أن يباشر المضارب عمله، وفي هذا الوضع يمكن انضمام أطراف أخرى إلى نفس عقد المضاربة.

ب- أن يتم الدمج بعد أن يبدأ المضارب عمله: تفرق آراء الفقهاء حول مشاركة رأس مال المضاربة بعد أن يباشر المضارب عمله بإذن ملاك المال، على قسمين:

⁷¹ انظر؛ الكاساني: بدائع الصنائع، ج 5 ص 133، وابن قدامة: المغني، ج 5، ص 175

القسم الأول:

يرى فقهاء المالكية والحنفية⁷² إمكانية خلط رأس مال المضاربة بعد أن يباشر المضارب العمل بشرط أن يتم تفويضه من أصحاب المال، وأضاف المالكية بشرط أن يكون المال من المثليات، وأن تكون في ذلك فائدة لأحد الأطراف على الأقل، وإن لم تكن مثبتة الحدوث. ودليل الحنفية والمالكية: إذا ساد العرف بين التجار على دمج أموالهم في التجارة، وإن يكن هذا الخلط يوافق هدف العقد من حيث تجميع المال من أجل زيادة الأرباح، أو أن الحاجة العملية تقتضي بخلط الأموال.

القسم الثاني:

ويرى فقهاء الشافعية والحنابلة⁷³ بعدم إباحة خلط أموال المضاربة بعد أن يباشر المضارب العمل.

واستدلال الشافعية والحنابلة: بأن أصل عقد المضاربة عند الفقهاء هو الثنائي بين طرفين، فلا يجوز أن ينظم طرف آخر إليهما، وإن عملية دمج الأموال بعد مباشرة المضارب العمل قد يؤدي إلى عدم تحديد من يستحق الربح، ومن تقع عليه الخسارة، وقد ينتهي الأمر إلى حدوث خلاف بين ملاك الأموال لاحتمال استحقاق ربح لأحد أطراف دون غيره، وخسارة للبعض الآخر.

وإن حكم العقد الأول قد استقر بعد مباشرة المضارب عمله فيكون المحقق من ربح أو خسارة خاص به وحده، فلا ينبغي لفرد آخر الانضمام إليه.

وفقاً للدراسة: إن القولين يخضعان للمنطق، إلا إن دواعي العمل والفائدة ترجح الرأي الأول، والذي ينص بجواز دمج الأموال وفق ما تم ذكره من شروط، حيث إن عمليات خلط الأموال تضاعف رأس المال، وتساهم في تنفيذ خطط التنمية، وإنشاء مشاريع كبيرة وذات عائد مجزٍ للجميع.

⁷² محمد الدسوقي، حاشية الدسوقي على الشرح الكبير، ج 3 (الأردن: دار الفكر للنشر 2007م)، 523.

⁷³ المصدر السابق، 524 - 525.

1.2.2.4 المزايا التي تقدمها المضاربة المشتركة للتمويل والاستثمار الإسلامي:

كلنا ندرك مدى النجاح الباهر الذي تتمتع به الكثير من المصارف والمؤسسات المالية التقليدية غير الإسلامية، ونجاح آلية العمل وفقاً لسعر الفائدة، وبرغم من وقوع العديد من الأزمات المالية عبر مر السنين، لا ننكر الهدف المحقق من خلال لعب دور الوساطة المالية، بحيث يتم الربط بين وحدات الفائض، وهم (المدخرون) أو الفئة التي تمتلك المال ولا تجيد العمل به لقلة المعرفة أو لصغر حجم هذه الأموال، ووحدات العجز وهم (المستثمرون) أو الفئة التي تحتاج للمال لتمويل مشاريعها القائمة أصلاً، أو في مرحلة الإنشاء، وبما أن العمل بسعر الفائدة يتعارض وأحكام الشريعة الإسلامية كونه ربا محرم على كل مسلم، حتماً لا يكون الحل بالترك وأخذ دور المتفرج فقط، وخصوصاً أمامنا البديل الشرعي الأمثل ألا وهو (المضاربة المشتركة) التي تلعب نفس الدور الذي يتحقق من سعر الفائدة، وإذا ما تم تطويرها وفقاً للمعايير الشرعية الحديثة، تجنب الأمة والعالم الوقوع في العديد من الأزمات المالية التي تقع بسبب ارتفاع وانخفاض سعر الفائدة لأتفه الأسباب وللمضاربة المشتركة العديد من المزايا الأخرى التي يمكن تلخيصها في الآتي:

أ- بالنسبة لأصحاب الأموال (المدخرين):

يمكن أن تتيح المضاربة المشتركة للمدخرين، وأصحاب الأموال فرصاً استثمارية دون تكبد العناء والمتاعب، إذا أحسنوا اختيار المضارب الأمين والكفاء، المتمثل في المؤسسة المالية التي من خلالها يتم الاستثمار، وكذلك يمكن لصغار المدخرين ممن يمتلكون مبالغ صغيرة لا تمكنهم من إنشاء مشاريعهم الخاصة الاستفادة من مدخراتهم عن طريق دمج هذه الأموال عن طريق صناديق الاستثمار المشتركة وضخها في سوق العمل من خلال تمويل المشاريع التي تستثمر في استثمارات حقيقية.⁷⁴

وأهم ما يميز المضاربة المشتركة هو أن ملاك الأموال يمكنهم استرداد أموالهم في أي وقت يشاؤون ويمكن أن يتم ذلك وفق نظام محاسبي بحيث تكون المؤسسة المالية على استعداد دائم لمواجهة أي سحبيات مفاجئة، وإتاحة الفرصة للمستثمرين الجدد للانضمام

⁷⁴ سامي حمود، مرجع سابق، 396.

للاستثمار، وفقاً للقاعدة الشرعية الغنم بالغرم، أو من خلال بيع حصصهم في المشروع لمستثمرين آخرين.

ب- بالنسبة للمضاربين الفعليين (أصحاب المشاريع):

تقدم المضاربة المشتركة لأصحاب المشاريع الاستثمارية (المضاربين الفعليين)، فرصة لتمويل مشاريعهم وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية، من خلال تعاملهم مع جهة واحدة ذات تنظيم ورقابة متواصلة (المضارب المشترك)، مما يوفر عليهم عناء التفاوض مع كل فرد على حدة من أصحاب الأموال، وما يميز المضاربة الشرعية عن الاقتراض المصرفي التقليدي، أنها فرصة لتمويل المشاريع من خلال المال الحلال وهذا يحفز معظم المدخرين في العالم الإسلامي على ضخ مدخراتهم في مشاريع حقيقية، بدلاً من اكتنازها خوفاً من الوقوع في شبهة الربا المحرم.

ت- بالنسبة للاقتصاد القومي والتنمية (المجتمع):

تساهم المضاربة المشتركة بشكل فعال في إنعاش الاقتصاد القومي من خلال جذب مدخرات الأفراد المكتنزة في البيوت، والتي يحجم أصحابها عن التعاملات الربوية في المؤسسات المالية التقليدية، حيث يفضلون اكتنازها، أو حفظها في بنوك ربوية مجرد الحفظ لا الاستثمار، برغم من استغلالها في العمليات المصرفية دون موافقة أصحابها في أغلب الأحيان مما يسهم في تترس الاقتصاد الربوي على حساب الشرعي، وبهذا لا تستفيد الأمة الإسلامية من هذه المبالغ الضخمة،⁷⁵ رغم حاجة سوق العمل الإسلامي لهذه الأموال وجاءت المضاربة الجماعية المشتركة التي تتم عبر مؤسسات مالية منضبطة بأحكام الشريعة الإسلامية، لتأخذ على عاتقها الاستفادة من هذه الأموال مهما كانت قليلة وتجميعها عبر صناديق استثمارية إسلامية، وضخها لتقوية الاقتصاد الإسلامي، والمساهمة في مشاريع التنمية مما يحقق النمو والتطور للبلدان الإسلامية.

⁷⁵ محمد عبدي أدن، "أثر المضاربة في كفاءة سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي"، المجلة العلمية كليات التجارة، مصر: جامعة الأزهر، ع. 22، (2019): 455.

1.2.3 الحكم الفقهي لضمان المضارب لرأس مال المضاربة المشتركة:

تُصنف عقود المضاربة الشرعية على أساس الأمانة، التي يُستأمن المضارب فيها على ما في حوزته من رأس مال المضاربة، وأجمع فقهاء الشريعة على أمانة المضارب، ويكون المال بمثابة الأمانة عنده، وقال الكاساني في ذلك: "يعتبر المال قبل أن يباشر المضارب عمله به أمانة في حوزته بمثابة الوديعة"⁷⁶ والقصد بيد المضارب تعتبر في العقد يد أمانة، بمعنى اليد القابضة على الشيء بموافقة صاحبه، ليس بغرض تملكه، ولكن لمصلحه ترجع للمالك.⁷⁷

وبما أن يد المضارب تعتبر يد أمانة:⁷⁸ فأنها تستوجب حكم الأمانة عند إبرام العقود، فلا يمكن بحملها تبعة ضياع ما في حوزتها من الممتلكات والأموال، إذا لم يثبت عليها التعدي أو التفريط، ويجب الأخذ بقول المضارب في دعوى ضياع الأموال، ما لم يظهر عكس قوله، وإذا حدث التفريط والإهمال أو التعدي، تتحول يد المضارب إلى يد ضامنة ما تحتها، وإجبارها الضمان وغرم المفقود من المال التالف لصاحبه، ولا يباح له أن يشترط الرهن أو الكفالة في عقود الأمانة، لمخالفتها لمقتضاها، إلا إذا كان اشتراطهما محدوداً على حالات التعدي، أو التقصير، أو لمخالفة الشروط، أو القيود، ولا يصح أن يشترط الضمان على المضارب أو وكيل الاستثمار أو أحد الشركاء في عقود المشاركات والمضاربة، لا ضمان الأصل ولا الربح، ولا يباح أن يتم الترويج لعملياتها على أنها استثمارات مضمونة.

في هذا المطلب سوف نتناول الأحكام الفقهية لمسألة اشتراط الضمان في المضاربة الشرعية والآراء الفقهية في هذا الموضوع، ومدى إمكانية صلاحية تطبيق ذلك في المضاربة المشتركة.

⁷⁶ الكاساني، بدائع الصنائع، 87، وينظر: المبسوط للسرخسي، ج 19، ص 22.

⁷⁷ نزيه حماد، مدى صحة تضمين يد الأمانة بالشرط في الفقه الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب،

1999م، (جده: مكتبة الملك الوطنية)، 14.

⁷⁸ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية، AAOIFI، المعايير الشرعية 2017، معيار الضمانات، 130.

1.2.3.1 الحكم الفقهي لتضمن مدير الاستثمار (المضارب) في المضاربة المشتركة.

أجمع الفقهاء في هذه المسألة على عدم تضمن المضارب ما لم يقع منه إهمال أو تقصير في عمله المناط به في عقد المضاربة وأوجزوها في حالتين هما⁷⁹:

الحالة الأولى: إن يشترط صاحب المال على المضارب أن يضمن مقدار النقص الحاصل في رأس المال بسبب الخسارة.

الحالة الثانية: إن يشترط صاحب المال على المضارب أن تكون الخسارة في رأس المال مشتركة بينهما.

وتفرق الفقهاء في حكم ضمان رأس مال المضاربة من قبل المضارب إلى قولين:

القول الأول: يرى المالكية⁸⁰، والشافعية⁸¹، إلى أن شرط ضمان الخسارة على المضارب، شرط فاسد، مفسد لعقد المضاربة.

واستدلوا على ذلك: إن أصل المضاربة مبني على مبدأ الأمانة، فإذا اشترط على المضارب فيه الضمان، "فذلك خلاف موجب أصله، والشرط الذي يخالف موجب أصل العقد وجب بطلانه"⁸².

قال مالك في الموطأ: وجه القراض المعروف الجائز: إن يأخذ الرجل المال من صاحبه، على أن يعمل فيه ولا ضمان عليه،⁸³ وإن اشتراط الضمان على المضارب غرر يفسد العقد.⁸⁴

⁷⁹ محمد سكر، قذافي الغنائيم "شروط الضمان على المضارب في الفقه الإسلامي والقانون المدني الأردني"، دراسات علوم الشريعة والقانون، الأردن، ج.39، ع.1، (2012): 56-70.

⁸⁰ مالك ابن انس، المدونة الكبرى، ج.8، ط1 (بيروت: دار الكتب العلمية 1994م)، 447.

⁸¹ أبو الحسن الماوردي، الحاوي الكبير في فقه الإمام الشافعي، ط1، ج.7 (بيروت: دار الكتب العلمية 1994م)، 332.

⁸² ابن قدامة، المعني، ج.5، 43.

⁸³ فيصل الوعلان، موسوعة الإجماع في الفقه الإسلامي: مسألة بطلان شرط الضمان في المضاربة، ج.4 ط1 (المملكة الرياض: دار الفضيلة للنشر والتوزيع)، 611.

⁸⁴ القاضي عبد الوهاب البغدادي، المعونة على مذهب عالم المدينة، ج.2، ط1 (بيروت: دار الكتب العلمية 1998م)، 124.

القول الثاني: ما ذهب له الحنفية، والحنابلة⁸⁵، إن شرط ضمان الخسارة على المضارب شرط فاسد، غير مفسد لعقد المضاربة.

واستدلوا على ذلك: بما روي عن علي رضي الله عنه، أنه قال " الربح على ما اشترطوا عليه والوضيعة على المال"⁸⁶ بمعنى يقسم الربح حسب الاتفاق، والخسارة يتحملها صاحب المال، وبغض النظر عما إذا كان عقد المضاربة صحيحاً أم فاسداً يبقى الإجماع على فساد شرط الضمان وفي درر الحكام شرح مجلة الأحكام "لو تلف رأس المال في المضاربة الفاسدة في يد المضارب بلا تعد ولا تقصير؛ فلا يلزم ضمان"⁸⁷.

"ولا ضمان على العامل فيما تلف من المال ولو تلف كله، ولا فيما خسر فيه، ولا شيء له على صاحب المال، إلا أن يتعدى أو يضيع فيضمن".⁸⁸

والذي يترجح للباحث ما يلي:

إن مسألة عدم أخذ الضمان على المضارب محسومة بإجماع الفقهاء على المذاهب الأربعة لا اعتبار أن المضاربة من عقود الأمانة، ولا تتم إلا من خلال المستأمنين على الأموال، ومن لهم سيرة حسنة وتربطهم بهم معرفة سابقة، مصداقاً لقوله تعالى: "وَلَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ وَتُدْلُوا بِهَا إِلَى الْحُكَّامِ لِتَأْكُلُوا فَرِيقًا مِّنْ أَمْوَالِ النَّاسِ بِالْإِثْمِ وَأَنْتُمْ تَعْلَمُونَ" البقرة، الآية 188.

في المضاربة الثنائية غالباً ما تتم بين طرفين، وليس من اليسير التحري على ذمم المضاربين المالية، والعتور على من يضارب بالمال ويعي ما تعنيه الأمانة، التي امتنعت عن حملها السماوات والأرض والجبال، وحملها الإنسان لجهلة بها وعدم إدراكه لثقلها عند الله مصداقاً لقوله تعالى: "إِنَّا عَرَضْنَا الْأَمَانَةَ عَلَى السَّمَاوَاتِ وَالْأَرْضِ وَالْجِبَالِ فَأَبَيْنَ أَنْ يَحْمِلْنَهَا وَأَشْفَقْنَ مِنْهَا وَحَمَلَهَا الْإِنْسَانُ إِنَّهُ كَانَ ظَلُومًا جَهُولًا" الأحزاب الآية 72.⁸⁹

⁸⁵ الكاساني، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، ط2، ج5، 110

⁸⁶ عبد الرزاق الصنعاني، المنصف، كتاب المضاربة، ط2، ج8، (الرياض: دار التأصيل 2015م)، 248.

⁸⁷ فيصل الوعلان، موسوعة الإجماع في الفقه الإسلامي: مسألة بطلان شرط الضمان في المضاربة، 613

⁸⁸ المصدر السابق، 614.

⁸⁹ سورة الأحزاب، الآية: 72

وهذا مما يحثنا عليه الشرع الحكيم على أهمية اختيار المضارب الأمين، حيث إن من الصعوبة
بمكان إثبات التعدي والتفريط على المضارب إذا سولت له نفسه أكل مال غيره بالباطل، ولم
يراع حدود الله في ذلك، كما قال الله تعالى: "قَالَ لَقَدْ ظَلَمَكَ بِسُؤَالِ نَعَجْتِكَ إِلَىٰ نِعَاجِهِ ۖ
وَإِنَّ كَثِيرًا مِّنَ الْخُلَطَاءِ لَيَبْغِي بَعْضُهُمْ عَلَىٰ بَعْضٍ إِلَّا الَّذِينَ آمَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ وَقَلِيلٌ مَّا
هُمْ ۖ وَظَنَّ دَاوُودُ أَنَّمَا فَتَنَّاهُ فَاسْتَغْفَرَ رَبَّهُ وَخَرَّ رَاكِعًا وَأَنَابَ" (سورة ص، الآية 24).⁹⁰

وصف الله تعالى الخلطاء في هذه الآية الكريمة بالذين ييغون على بعضهم البعض بالكثرة،
والذين يخشون الله في أماناتهم بالقلّة، وهذا كلام الله تعالى: "لَا يَأْتِيهِ الْبَاطِلُ مِن بَيْنِ يَدَيْهِ وَلَا
مِنْ خَلْفِهِ ۖ تَنْزِيلٌ مِّنْ حَكِيمٍ حَمِيدٍ" (سورة فصلت الآية 42).⁹¹

وفي المضاربة المشتركة المتعددة الأطراف، من أصحاب المال، على اختلاف أشكالها، والتي
يتم فيها تقسيم أموال المضاربة غالباً على عدد من المضاربين، وعادةً ما يتم فيها التعامل بين
أفراد وجهات اعتبارية متمثلة في مصارف إسلامية، أو صناديق استثمارية، وغيرها من
المؤسسات المالية الأخرى التي تتعامل بعقود المضاربة الشرعية، والتي تتم فيها المعاملات
المالية بشكل جماعي ومن غير معرفة مسبقة بين المتعاقدين يكون الأمر أكثر تعقيداً،
خصوصاً عندما تُسلم الأموال الطائلة لهذه الكيانات المتعددة الأطراف دون أخذ أي
ضمانات لأصحاب الأموال، تضمن لهم حقوقهم من التعدي والتقصير في هذه المؤسسات
التي غالباً ما تمارس أعمال أخرى غير هذه الاستثمارات وتتداخل المصالح والحسابات فيها
بعضها ببعض، ومن السهولة بمكان أن يُستغل تغطية أي خسائر على هذه المؤسسات على
أصحاب رؤوس الأموال في المضاربة، وهم في الغالب من صغار المدخرين الطامحين لاستثمار
مدخراتهم في استثمارات شرعية.

يرى الباحث مع الأخذ بأقوال الفقهاء، في مسألة عدم تضمين المضارب، سواء كان فرداً أو
جهة اعتبارية، ولكن استخدام المضاربة المشتركة بهذا الأسلوب هو فتح الباب للمؤسسات
المالية لتربح واستغلال حاجة صغار المدخرين (أصحاب الأموال) لاستثمار مدخراتهم دون

⁹⁰ سورة ص، الآية: 24.

⁹¹ سورة فصلت، الآية 42.

إنصافهم من جهة ضمان حقوقهم، والعمل وفقاً لهذا الأسلوب في خدمة المضاربين ومديري الاستثمار، ولا ينصف أصحاب الأموال، ويرفع معدلات المخاطر الناتجة عن مثل هذه الاستثمارات، وهذا ما يجعل من المضاربة أداة استثمارية خطيرة، وغير مطبقة في العديد من البلدان الإسلامية.

بات من الواجب العمل الجاد لتطوير عمل المضاربة الجماعية بحيث تُسد جميع هذه الهفوات التي ساهمت خلال زمن طويل بجمود العمل بالمضاربة والاستفادة منها بالشكل الفعال الذي لا يتعارض مع الشريعة الإسلامية، التي من مقاصدها التي أقرها الإسلام هو حفظ الضروريات الخمس، وهي حفظ الدين، وحفظ النفس، وحفظ العقل، وحفظ العرض، وحفظ المال.

1.2.3.2 الفرق بين يد الضمان ويد الأمانة في الشريعة الإسلامية:

قسم الفقهاء اليد المعنوية والتي تعني "حيازة الشيء والتمكن من التصرف فيه"⁹² إلى يد ضمان ويد أمانة، كما يلي:

أ- **يد الضمان:** وهي اليد الحائزة للشيء دون إذن مالكة قهراً، أو بإذنه بقصد تملكه⁹³.
وحكم هذه اليد الضمان مطلقاً، أي غرم ما يتلف عنده للغير، بأي سبب كان، وعليه رد مثل الشيء التالف إذا كان مثلياً، أو قيمته إذا كان قيمياً.

ب- **يد الأمانة:** فهي اليد الحائزة للشيء بإذن صاحبه، بغير قصد التملك ولمصلحة المالك، أو الحائز، أو لمصلحة مشتركة بينهما.

وحكم هذه اليد أنها لا تتكبد تبعه هلاك ما تحتها من مال الغير، إذا لم تتعدا أو تُفُطر في المحافظة عليه⁹⁴، فإن وقعاً من ذلك شيء صارت ضامنة، ولزمها تعويض مثل التالف لصاحبه إن كان من المثليات، أو قيمته إن كان لا يوجد مثله في السوق.

⁹² وزارة الأوقاف والشئون الإسلامية، الموسوعة الفقهية الكويتية، تقابض، ط2 (مصر: دار الصفوة 2007م)، 116.

⁹³ نزيه حماد، نقل عبء الإثبات في دعاوى التعدي والتفريط في المضاربة والوكالة بالاستثمار إلى الأمناء، المؤتمر الفقهي الثالث للمؤسسات المالية الإسلامية، الكويت، 9 فبراير 2011.

⁹⁴ الكاساني، بدائع الصنائع.

لم يثبت في نصوص الكتاب والسنة ما يدل على أن المستأمن يضمن ما يتلف في حوزته من غير تفريط منه أو تعد.

1.2.3.3 ما يتعلق بمدير الاستثمار من حيث الضمان:

حسب التوصيات الصادرة ع AAOIFI في المعايير الشرعية التي تم اعتمادها 2017م، معيار ضمان مدير الاستثمار، رقم 56.95

أ- تعتبر يد مدير الاستثمار يد أمانة: فهو مسؤول عن حفظ وإدارة أموال العميل بكل دقة ومهنية، إلا أنه لا يمكن أن يقدم ضمانات إلا في حالة وقوع تعدٍ أو تقصير من جانبه أو مخالفة الشروط المتفق عليها، وهذا يعود إلى طبيعة الاستثمارات والمخاطر المرتبطة بها.

ب- لا ينبغي أن يتم اشتراط الضمان المطلق على مدير الاستثمار، ولا ينبغي للمدير الاستثماري أن يتطوع بتقديم ضمان عند توقيع عقد الاستثمار.

ت- لا يجوز لمدير الاستثمار أن يلتزم بالضمان في عقد الاستثمار سواء بصورة صريحة أو ضمنية.

ث- يجوز لمدير الاستثمار أن يقدم ضماناً تطوعاً منه في حالة حدوث خسارة كلية أو جزئية.

1.2.3.4 أهم صور الضمان الممنوعة في المضاربة المشتركة:

أ- أن يتعهد مدير الاستثمار إلى ملاك المال حملة الصكوك بأن يشتري أصول المضاربة منهم بمبلغ محدد، ويجوز له أن يتعهد بالشراء بصافي قيمة الأصول وقت الشراء، أو قيمتها السوقية، أو بقيمتها العادلة، أو بثمان يتم الاتفاق عليه وقت الشراء.

ب- أن يتعهد مدير الاستثمار بتحمل الفقد في الأموال المترتبة عن تغيرات أسعار صرف العملات.

ت- لا يجوز أن يشترط ملاك المال على مدير الاستثمار أموراً يصعب تنفيذها عملياً، لغرض تحميله الضمان.

⁹⁵ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI المعايير الشرعية التي تم اعتمادها 2017م، معيار ضمان مدير الاستثمار، رقم 56

من خلال ما ورد عن مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي، فيما يتعلق بالمضاربة الجماعية في المؤسسات المالية: "المضاربة الجماعية مبنية على ما قرره الفقهاء من جواز تعدد أرباب الأموال، وجواز اشتراك المضارب معهم في رأس المال، وأنها لا تخرج عن صور المضاربة المشروعة في حال الالتزام فيها بالضوابط الشرعية المقررة للمضاربة، مع مراعاة ما تتطلبه طبيعة الاشتراك فيها بما لا يخرجها عن المقتضى الشرعي".⁹⁶

1.2.3.5 الحكم الفقهي إذا ثبت التعدي أو التقصير من مدير الاستثمار (المضارب) في المضاربة.

ليس هناك خلاف بين جميع الفقهاء على أن يُضمن مدير الاستثمار (المضارب) في حالات التعدي والتقصير، أو مخالفة شروط صاحب المال، استناداً لما ورد عن العباس رحمه الله إذا قدم إلى رجل مالاً للمضاربة، اشترط عليه أن لا يسافر بماله بر ولا بحر ولا ينزل به وادياً ولا يشتري به ذات كبد رطبة، وإن فعل شيئاً من ذلك ضمن فبلغ النبي صلى الله عليه وسلم فأجازه.⁹⁷

وهذا الشرط صالح للتطبيق في المضاربة ثنائية الأطراف والتي يمكن أن يطلق عليها المضاربة (البسيطة) أو في المضاربة المشتركة متعددة الأطراف والتي غالباً ما تكون بين أفراد وجهة معنوية.

ولكن الخلاف يكمن في تقدير هذا التعدي والتقصير، فمنهم من يوسع الدائرة ولا يعتد ألا بالتعدي البين والتقصير الموجب للعقوبة، ومنهم من يضيق الدائرة.

1.2.3.6 الفرق بين التعدي والتقصير في الشريعة الإسلامية:

من أهم المعوقات التي تحد من الاستفادة المثلى من عقود المضاربة الشرعية بشكل عام هي المخاطر الائتمانية، والمتمثلة في أن المضاربة الشرعية من عقود الأمانة، التي يستأن فيها

⁹⁶ منظمة التعاون الإسلامي، مجلس المجمع الفقهي الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي، الدورة رقم 16، (مكة المكرمة: 22 نوفمبر 1984)، قرار رقم 4.

⁹⁷ أبي القاسم علي السمناني، روضة القضاة وطريق النجاة، كتاب المضاربة، ج1، ط2 (عمان: دار الفرقان 1984م)، 579.

المضارب على ما تحت حوزته من مال المضاربة، إلا إذا قام بعمل يخالف الشروط المتفق عليها في مثل هذا النوع من عقود، من تعدي على مال المضاربة، أو التقصير المتعمد في إدارة الأموال كما ينبغي، أو لم يعمل بشروط عقد المضاربة الشرعية، فإذا فعل أي شيء من ذلك فقد صار ضامناً لرأس المال⁹⁸.

وقبل التوسع في موضوع إثبات التعدي والتقصير على المضارب (مدير الاستثمار) في حالة وقوع الخسائر الناتجة عن أسباب تجعله يضمن أموال المكتتبين لديه، علينا معرفة ما المقصود بالتعدي والتقصير في هذه المسألة، وهذا يقودنا لتعريف التعدي والتقصير الذي ينص عليه الشرع في المضاربة الشرعية:⁹⁹

التعدي: هو تعمد تجاوز الأمور التي صرخ بها الشرع، أو الذي كان محل اتفاق بين طرفي العقد من الشروط التي يمكن تنفيذها في عادة، أو التي تكون معتبرة في العرف بين الناس، عند التصرف في محل العقد (مضاربة أو وكالة بالاستثمار) سواء أكانت المجاوزة بقصد أم لا.

التقصير: هو عدم قيام المضارب بما أستوجبه الشرع، أو كان عليه الاتفاق عليه بين المتعاقدين، أو ما كان عرفاً معتبراً، من العمل في مجال الاستثمار.

بالإضافة لما سبق هناك حالات عديدة تُعد من التعدي والتقصير أهمها:

- أ- عدم أخذ الضمانات الكافية في المعاملات مع الغير مع اقتضاء الأمر لأخذها.
- ب- إخفاء بعض المعلومات وعدم الإفصاح عنها، والتي يستوجب الإفصاح عنها بمقتضى العرف أو القانون
- ت- عدم الحفظ الجيد للسلع الواجب حفظها في المكان المناسب.
- ث- الإهمال في دراسة الجدوى الاقتصادية، مع وجوب ذلك عرفاً وقانوناً.

⁹⁸ انظر عبد الرزاق الصنعاني، ضمان المضارب لمال المضاربة، 252.

⁹⁹ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI المعايير الشرعية التي تم اعتمادها 2017م، معيار ضمان مدير الاستثمار، رقم 56، ص 1311.

1.2.3.7 مسؤولية عبء الإثبات في حالة حدوث الخسارة في المضاربة:

الأصل هو إثبات التعدي أو التقصير من المضارب (مدير الاستثمار) هو على أصحاب المال شأنه في ذلك شأن الأمناء في عقود الأمانة، ولكن بالإمكان أن ينتقل عبء إثبات عدم التعدي أو التقصير في حالة الخسارة إلى مدير الاستثمار في الحالات الآتية:¹⁰⁰

- أ- إذا تم اشتراط عبء الإثبات على المضارب (مدير الاستثمار) في العقد بشكل مطلق.
- ب- أن يتم إلزام عبء الإثبات على المضارب (مدير الاستثمار) من قبل الجهات التشريعية.
- ت- وجود أدلة تخالف ادعاء المضارب (مدير الاستثمار) بحدوث الخسارة ناتج عن عدم التعدي أو التقصير، مثال إذا ادعى الخسارة مع أن الاستثمارات المشابهة تحقق أرباحاً.

1.2.3.8 ما يترتب على المضارب (مدير الاستثمار) إذا ثبت عليه التعدي والتقصير

أ- إذا ثبت على المضارب (مدير الاستثمار) الضمان فإنه يشمل رأس المال والعائد الفعلي الذي تحقق قبل حدوث الخسارة الواقعة بسبب تقصيره أو تعديته بمخالفته للشروط، وكذلك الزيادة الرأسمالية لزوم الضمان، ولا يشمل الضمان الربح الفائت ما يسمى بالفرصة البديلة، ولا الربح المتوقع الذي لم يتم تحقيقه.¹⁰¹

ب- إذا اشترط صاحب المال على المضارب البيع بسعر معين، فباع بسعر أقل من المحدد له بدون إذن صاحب المال، ضمن المضارب الفرق ما بين السعر المحدد له وسعر البيع.

ت- إذا دفع صاحب المال إلى صندوق استثماري معين مبلغاً من المال لاستثماره، ولكن مدير الصندوق لم يستثمر الأموال في هذا الصندوق، وحقق الصندوق المحدد أرباحاً، في هذه الحال من حق صاحب المال نصيبه من العائد بالنسبة التي تم عليها الاتفاق في العقد، ويضمن في حال الخسارة بنسبة رأس ماله المشارك به.

¹⁰⁰ المصدر السابق، 1312.

¹⁰¹ المرجع السابق، 1313.

الفصل الثاني

تطبيق عقود المضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار المشتركة

يمكن الاستفادة من عقود المضاربة الشرعية المشتركة في تمويل المشاريع الجديدة والاستثمارات القائمة بواسطة المؤسسات المالية المختلفة، يتم ذلك من خلال دور الوساطة المالية بين أصحاب الأموال على اختلاف فئاتهم، وأصحاب المشاريع الراغبين في تمويل استثماراتهم من مصادر تمويل خارجية.

ومن ناحية أخرى يمكن لهذه المؤسسات أن تأخذ دور مدير الاستثمار (المضارب)، ويتم ذلك من خلال تعبئة المدخرات واستقطاب رؤوس الأموال عن طريق إصدار وثائق مالية تساوي قيمة شائعة في ملكية ما، سوى كانت منفعة أو حق تعاقدى أو مبلغاً من المال، تسمى الصكوك الاستثمارية الصادرة عن إحدى المؤسسات.

تعتبر صناديق الاستثمار المشتركة أهم هذه المؤسسات في هذا المجال حيث يمكن أن تستثمر هذه الأموال في استثمارات مباشرة من خلال امتلاك أصول حقيقة في شتى المجالات الاستثمارية المختلفة، التجارية، أو العقارية، أو الزراعية، أو الصناعية وغيرها. ويمكن لها أن تستثمر هذه الأموال في استثمارات مالية غير مباشرة من خلال المساهمة في مشاريع أخرى قائمة أو مشاريع جديدة.

في هذا الفصل نسعى لإظهار الدور الفعال لعقود المضاربة المشتركة على صناديق الاستثمار وفي أي المجالات الاستثمارية يمكن الاستفادة من هذه العقود بشكل أكثر فعالية.

2.1 مفهوم وأنواع صناديق الاستثمار.

تمثل صناديق الاستثمار بصفة عامة، التقليدية منها أو التي تعمل وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية نظاماً استثمارياً في غاية الأهمية، لما تحتويه من مزايا ومرونة، حيث تعمل على تجميع المدخرات والأموال من مختلف أطياف المجتمع الراغبين في تجميع ممتلكاتهم، وتنقصهم الخبرة والمعرفة أو نظراً لانشغالهم عن إدارة ممتلكاتهم، أو لصغر حجم رأس المال، وغيرهم ممن لا يتمكنون من استثمار أموالهم بأنفسهم، من خلال الاكتتاب في صكوك، أو وثائق، أو أسهم، أو غيرها من الأدوات المالية لصندوق استثماري يتوافق وأهدافهم الاستثمارية، بحيث يتم استثمار هذه الأموال من خلال محافظ استثمارية وتمويلية مختلفة، حسب رغبة وميول

كل مستثمر، عن طريق متخصصين ذوي خبرة وكفاءة عالية في إدارة المحافظ المالية، واستثمار الأموال، عن طريق أسواق المال أو عن طريق الدخول في استثمارات حقيقية بحيث تتيح للمستثمرين في الصندوق حصص متساوية ويتحصلون على أرباح وعوائد على استثماراتهم.

2.1.1 صناديق الاستثمار التقليدية

قبل أن نشرح في الحديث عن صناديق الاستثمار يجب أن نبين بعض المفاهيم الأساسية لصناديق الاستثمار بشكل عام.

2.1.1.1 تعريف صناديق الاستثمار.

يجب تقديم مفهوم واضح للاستثمار بالمفهوم العام "هو عبارة عن حبس أرصدة حاضرة بغرض الحصول على عائد مستقبلي في صورة دخل أو على هيئة زيادة قيمة رأس المال".¹⁰² تعرف صناديق الاستثمار: "بأنها أوعية مالية تقوم بتجميع مدخرات الأفراد، واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة متخصصة تمتلك خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية، وذلك لغرض تقليل مخاطر الاستثمار وزيادة العائد".¹⁰³

تعريف آخر لصندوق الاستثمار: "هو تقديم رأس المال من قبل مجموعة من المستثمرين الذين يقومون بشكل جماعي بشراء الأوراق المالية، حيث يحتفظ كل منهم بإثبات ملكيته في شكل أسهم التي يملك حق التحكم فيها".¹⁰⁴

في الصناديق الاستثمارية المشتركة، لا يتخذ المشتركين فيه قرارات حول كيفية استثمار أصول الصندوق، حيث عملية الاستثمار تتم عن طريق مديري الصندوق، وإنما يتم اختيار نوع الصندوق بناءً على الأهداف، والمخاطر، وعدة عوامل أخرى تؤثر على عملية الاختيار. ويستنتج مما سبق أن صناديق الاستثمار: هي أن تقوم مؤسسة مالية متخصصة في مجال

¹⁰² راشد البراوي، الموسوعة الاقتصادية، (القاهرة: مكتبة النهضة المصرية 1987م)، 41.

¹⁰³ عصام أبو النصر، نموذج محاسبي مقترح لقياس وتوزيع عوائد صناديق الاستثمار في ضوء الفكر الإسلامي، ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل، (القاهرة: جامعة الأزهر 1997م).

¹⁰⁴ James CHWN, *What Is an Investment Fund? Types of Funds and History*, June 28, 2023, <https://www.investopedia.com/terms/i/investment-fund.asp>

استثماري معين بتجميع أموال ومدخرات الباحثين عن استثمار مناسب في وعاء مالي محدد واستثمارها في عقد صفقات في الأسواق المالية، أو القيام بمشاريع حقيقية مختلفة لغرض الحصول على أرباح مناسبة مع مراعات عنصر المخاطر.

حيث تعمل صناديق الاستثمار على التنوع المتخصص، على سبيل المثال لا الحصر عندما يتم إنشاء صندوق الأسهم العادية، تكون كل الأوراق المالية في هذا الصندوق من فئة الأسهم العادية، ولكنها مقسمة لعدد كبير من المجالات الاستثمارية، ولعدد متنوع من الشركات التي تعمل في مختلف المجالات مما يضمن لهذا الصندوق توزيع المخاطر وتقليلها لحدها الأدنى.

2.1.1.2 نبذة تاريخية على صناديق الاستثمار، ومراحل تطورها:

ظهرت صناديق الاستثمار المشتركة من رحم أزمة مالية عصفت بالقارة الأوروبية، في أوائل سبعينيات القرن الثامن عشر ميلادي، مع ازدياد حجم النفقات وانخفاض الإيرادات، حيث كان لدى التاجر الهولندي، أدريان فان كيتويتش، Van Ketwisch البصيرة لتجميع الأموال من عدد من المشتركين لتشكيل صندوق استثماري - أول صندوق مشترك في العالم - في عام 1774م.¹⁰⁵ تم توزيع المخاطر المالية على صغار المستثمرين بشكل أساسي من خلال التنوع، عبر عدد من البلدان الأوروبية والمستعمرات الأمريكية حيث كانت الاستثمارات مدعومة بالدخل من المزارع، وهي نسخة مبكرة من الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري اليوم، كان الاشتراك في الصندوق المغلق، الذي أطلق عليه "الوحدة تصنع القوة"، كان متاحًا للجمهور حتى تم شراء جميع الحصص البالغ عددها 2000 وحدة. بعد ذلك، أصبحت المشاركة في الصندوق متاحة فقط عن طريق شراء الأسهم من المساهمين الحاليين في السوق المفتوحة، تطلب نشرة الإصدارات الخاصة بالصندوق محاسبة سنوية، يمكن للمستثمرين الاطلاع عليها إذا طلبوا ذلك، وقام بتكوين صندوقين لاحقين تم إنشاؤهما في هولندا بزيادة التركيز على التنوع لتقليل وتوزيع المخاطر، مما زاد من جاذبيتهما حتى لأصغر

¹⁰⁵ The Investment Funds Institute of Canada, 333 Bay Street, Suite 2601 Toronto, Ontario M5H 2R2 General: 416-363-2150. <https://www.ific.ca/en/pg/who-we-are/>

المستثمرين ذوي الحد الأدنى من رأس المال.

واستمرت الصناديق التي أنشأها فان كيتويتش حتى عام 1824، ولا تزال سمة مميزة للاستثمار الشخصي بعد أكثر من قرن من الزمن.¹⁰⁶

كان الانتشار لصناديق الاستثمار المشتركة من النوع المغلق في وقت مبكر، حيث أصدرت عددًا ثابتًا من الأسهم، انتشروا من هولندا إلى إنجلترا وفرنسا قبل التوجه إلى الولايات المتحدة في تسعينيات القرن التاسع عشر، ومع ذلك تعتبر البداية الفعلية لصناديق الاستثمار بالصورة القائمة الآن، بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1924، حيث قام مجموعة من أساتذة جامعة هارفارد الأمريكية بإنشاء أول صندوق استثماري حديث في بوسطن، بأصول لم تتجاوز 392 ألف دولار أمريكي، يمتلكها 200 مساهم في ذلك الوقت.¹⁰⁷

ابتكر الأمريكيان عام 1929 صناديق الاستثمار المفتوحة التي تقوم بإصدار حصص جديدة، وإمكانية إعادة شراء الحصص القديمة، واستطاعت هذه النوعية من الصناديق الصمود أمام الانهيار الكبير الذي شهدته الأسواق المالية الأمريكية في ذلك العام. ونستنتج من ذلك أن ظهور صناديق الاستثمار جاءت بعد أزمة مالية، والتطوير الذي شهدته هذه الصناديق الاستثمارية ساهم في الصمود أمام أزمات مالية عديدة، ولذلك يجب أن يستمر التطوير والبحث لرفع كفاءة الأدوات الاستثمارية التي بين أيدينا.

2.1.1.3 مكونات الهيكل التشغيلي والتنظيمي لصناديق الاستثمار التقليدية:

يتكون الهيكل التشغيلي والتنظيمي لصناديق الاستثمار من ثلاثة أطراف رئيسية، تعمل وفق آليه تحكمها قوانين تشريعية تسير العمل وتضمن حقوق جميع الأطراف، وأهم هذه العناصر هي:

أ- مؤسس الصندوق:

يتم تأسيس الصندوق عن طريق مؤسسة مالية، أو شركة استثمارية، وكذلك بعض المصارف

¹⁰⁶ المرجع السابق.

¹⁰⁷ عمر عبو، "صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط الأسواق المالية"، (بحث غير منشور المدرسة العليا للتجارة - 2010م)، 52.

المتخصصة، حيث يأخذ الصندوق الاستثماري دور الوسيط المالي في أغلب الأحيان بين أصحاب رؤوس الأموال (المدخرين)، المستثمرين وبين أصحاب الشركات الصناعية والتجارية التي تشتغل في استثمارات حقيقية من خلال شراء حصص وأسهم لهذه الشركات.

ولا بد من وجود هيئة استشارية، وهيئة الرقابة الشرعية في صناديق الاستثمار الإسلامية، تضم عدداً من الخبراء المتخصصين في الاستثمار، والتحليل المالي (الفني والأساسي) وظيفتهم تقديم المعلومات والنصح للإدارة، بالإضافة إلى ذلك تقوم هيئة الرقابة الشرعية في صناديق الاستثمار الإسلامية بدور المتابعة حتى لا تنحرف إدارة الصندوق عن الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية.

ب- مدير الصندوق: Fund manager

تدار الصناديق الاستثمارية من طرف جهة متخصصة ذات خبرة، ودراية في أسواق المال، وإدارة صناديق الاستثمار، وتتمثل في شركة مساهمة، أو إدارة متخصصة لدى بعض البنوك، بحيث تتولى إدارة وتشغيل أصول الصندوق مقابل عمولة، أو أتعاب، أو حصة من صافي الأرباح، ويتولى مدير الصندوق إصدار شهادات ووثائق مالية تثبت حقوق المستثمرين في الصندوق، وبذلك تعتبر إدارة الصندوق هي جهة المخولة بتوجيه الاستثمار وفقاً لأحكام نظام كل صندوق وحسب القوانين السائدة.¹⁰⁸

ومن أهم الأعمال التي تعد اختصاصاً أصيلاً لمدير الصندوق هو إعداد الدارسات والجدوى الاقتصادية للمشروع، وإعداد نظام متكامل لإدارة الصندوق ونشرة الاكتتاب، بحيث تحتوي هذه الوثائق على تحديد أهداف الصندوق وطبيعة نشاطات الاستثمارية، وحجم مخاطر الاستثمار، وكيفية إدارتها في حال حدوثها، كما تبين جميع الحقوق والالتزامات الخاصة بالصندوق والمكتتبين فيه، وذكر والعمولات والأتعاب التي سيتحصل عليها مدير الصندوق

¹⁰⁸ Olivia Rowland, *Investment fund manager: job description* [7 July 2022] <https://targetjobs.co.uk/careers-advice/job-descriptions/investment-fund-manager-job-description>

وبقية الجهات ذات العلاقة بالصندوق.¹⁰⁹

كما يتحمل مدير الصندوق كامل المسؤولية تجاه المستثمرين (المكتبتين) والسلطات الرقابية، فإذا أخل أو قصر فيما يتعين عليه فعله أو الإخلال بتلك المسؤولية فإنه يتحمل تبعات ذلك.

ث- وكيل البيع: Dealer

هو مؤسسة مالية، وغالباً ما تكون مصرفاً استثمارياً، يتم توكيله بتوزيع الوحدات الاستثمارية المتمثلة في الوحدات الاستثمارية التي يصدرها الصندوق، بغرض تسويقها على المشتركين في بداية حياة الصندوق بالسعر المذكور في صحيفة الاكتتاب وهو ما يسمى بالسوق الأولية التي تباع فيها الورقة المالية وقت الإصدار.¹¹⁰

ت-المستثمرون في الصندوق: Shareholders

وهم الفئة التي تقدم أموالها إلى الصندوق، وتمتلك حصصاً شائعة فيه، بغرض تنمية أموالهم، ويتم توجيههم من قبل إدارة الصندوق إلى الاستثمارات التي تلبي توقعاتهم وأهدافهم باختيار نوع الصندوق المناسب.

2.1.1.4 أنواع صناديق الاستثمار.

تختلف أنواع صناديق الاستثمار باختلاف أهداف المستثمرين، وحاجاتهم، والغرض من المشاركة في الاستثمار، وجاءت صناديق الاستثمار لتعمل على تلبية رغبات معظم الفئات الاستثمارية على اختلاف متطلباتهم، وفي هذا الفصل سيتم التطرق لبعض أنواع صناديق الاستثمار، التقليدية والإسلامية، ونظراً لوجود عدد كبير جداً من هذه التصنيفات، سوف يتم التطرق للأكثر انتشاراً وأهمية فقط، بحيث يتم تصنيفها وفق الآتي:

¹⁰⁹ هشام أحمد عبد الحي، الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية "دراسة تطبيقية فقهية"، ط1 (الإسكندرية: منشأة المعارف 2011م)، 7.

¹¹⁰ صلاح الدين شريط، "دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجريبية مصر"، (رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، 2012م).

2.1.1.5 تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً لرأس المال:

يتم تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً لرأس المال إلى الآتي:

أ- صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة: ¹¹¹ Closed – End Mutual Funds

هي عبارة عن صناديق استثمارية مشتركة، ذات رأس مال ثابت، وعدد محدد من المستثمرين، حيث يتم الاكتتاب في وثائقها عند بداية التأسيس، ومن النادر أن تضاف حصص جديدة بعد البدء في العملية الاستثمارية، ولا يحق للمستثمر طلب الانسحاب من الصندوق حتى تنتهي المدة الاستثمارية، وإنما يحق له بيع أسهمه وحصته في سوق الأوراق المالية، حيث تعتبر هذه الوثائق قابلة للتداول.

ب- صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة: Open – End Mutual Funds

تعتبر الصناديق المفتوحة ليس لها رأس مال ثابت، ولا عدد محدد من المستثمرين، وتكون على استعداد دائم لقبول وشراء الأوراق المالية التي أصدرتها، وهذا ما يشجع المستثمرين الراغبين في استرجاع رؤوس أموالهم، بحيث يمكنهم إعادة بيعها للصندوق، ولا تعتبر إصدارات هذا النوع من الأوراق المالية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، سميت هذه الصناديق بذات النهاية المفتوحة لأنها تفتح المجال للمستثمرين بالدخول والخروج بلا قيود، وحجم الاستثمار غير محدد.¹¹²

2.1.1.6 تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً للغرض من الاستثمار:

يتم تقسيم صناديق الاستثمار حسب الأهداف ودوافع المستثمرين بحيث يتجه المستثمر لصندوق أو المحفظة التي تلبي غرضه وتحقق أهدافه، ويمكن تصنيفها كما يلي:

أ- صناديق الدخل: ¹¹³ Income Funds

وتسمى بصناديق الاستثمار ذات العائد الدوري، والغرض من هذه الصناديق هو تحقيق

¹¹¹ JAMES CHEN, *how a Closed-End Fund Works and Differs from an Open-End Fund*, [14 July 2021]. <https://www.investopedia.com/terms/c/closed-endinvestment.asp>.

¹¹² محمد علي القرني، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، (رسالة دكتوراة 1998م)، 108.

¹¹³ منير هندي، *صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين*، ط1، (الإسكندرية: منشأة المعارف 1999م)

دخل ثابت للمستثمرين فيها، الفئة التي تعتمد على عوائد استثماراتهم في استهلاكهم ومعيشتهم، وهم غالباً ما يكونون كبار السن والمتقاعدين والذين ليس لهم مصادر أخرى للدخل، حيث يتم اختيار تشكيلة الصندوق من الأوراق المالية التي تتسم بالاستقرار والثبات كالسندات والأوراق المالية الحكومية.

ب. صناديق النمو: ¹¹⁴ Growth Funds

وتسمى بصناديق الاستثمار ذات العائد التراكمي، وتهدف هذه الصناديق لتعظيم رأس المال، من خلال إعادة استثمار الأرباح المحتجزة، وغالباً ما تحتوي هذه الصناديق على الأسهم العادية لشركات التي تحقق نمواً مطرداً (steady growth) في القيمة السوقية لأسهمها.

تستهدف هذه الصناديق الفئة التي تسعى لنمو رأس المال، وتعظيم الثروة، وغالباً ما يكون لهم مصادر متعددة الدخل، ولا يعتمدون على هذه المحفظة في استهلاكهم ومعيشتهم.

ت. صناديق الدخل والنمو: ¹¹⁵ Income & Growth Funds

وتسمى هذه الصناديق بذات العائد الدوري والتراكمي، وتسمى بصناديق الهجينة، حيث تركز هذه الصناديق على المحافظة على أصولها، وتحقيق عائد بشكل دوري، بالإضافة إلى النمو في رأس المال على المدى المتوسط والبعيد، بأقل المخاطر الممكنة، ويستهدف هذا الصنف من الصناديق أولئك المستثمرين الراغبين في عائد دوري، وتحقيق نمو في الأموال لمواجهة التغير المتوقع للقيمة الشرائية للنقود، غالباً ما تتكون هذه الصناديق من مزيج بين الأسهم العادية، وأوراق مالية أخرى ذات الدخل الثابت كالأسهم الممتازة والسندات.

2.1.1.7 تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً لنوع الأدوات المالية لمكونات الصندوق:

يتم إنشاء صناديق استثمارية تتكون من نوع محدد من الأدوات المالية لعدد من الشركات في مختلف مجالات الاستثمار، بذلك يأخذ هذا الصندوق سمة نوع الأداة، أو الورقة المالية التي يستثمر فيها هذا الصندوق، وأهم هذه الصناديق هي:

¹¹⁴ مراد كأضم، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية، (لبنان: مكتبة ناشرون لبنان 1967م)، 20.

¹¹⁵ صفية احمد أبو بكر، "صناديق الاستثمار الإسلامية خصائصها وأنواعها"، رسالة دكتوراة، (2010م)، 145.

أ- صناديق الأسهم العادية: Common Stock Funds

تتكون هذه الصناديق المشتركة من أسهم عادية فقط¹¹⁶ بنسبة 100% لعدد من الشركات لمختلف مجالات الاستثمار، ولا يجوز لمدير الاستثمار خلط أي أوراق مالية أخرى في هذا النوع من الصناديق الاستثمارية مهما كانت الأسباب، وهذا النوع يلي طموح المستثمرين الراغبين في تنمية مدخراتهم وتعظيم حصصهم في الصندوق، لأن الشركات والمؤسسات المالية غالباً ما تحتجز الأرباح المحققة للأسهم العادية، وإعادة استثمارها، وبالتالي تزداد حصص حملة هذه الأسهم في المنشأة، وهذا التنوع في مجالات الاستثمار، لتحوط من المخاطر الاستثمارية التي قد تصيب قطاعاً معيناً في السوق، ومن خلال توزيع المخاطر يكون أثرها ضئيلاً ويمكن تعويضها في المجالات الاستثمارية الأخرى.¹¹⁷

ت- صناديق السندات: Bond Funds

تحتوي هذه الصناديق المشتركة على السندات¹¹⁸ فقط، تضم العديد من القطاعات، والمجالات الاستثمارية المتعددة، ولذلك تسمى بصناديق الدخل الدوري وثابت، وذلك لأن السندات أداة دين تستحق فوائد دورية، ولا تعتمد على تحقيق وتوزيع الأرباح، وهذا النوع من الصناديق يتوافق ورغبات الفئة التي ترغب في دخل دوري وبشكل منتظم، هذا النوع من السندات لا يتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية لما يحتويه على شبهة الربا من خلال أخذ الفوائد وعدم المشاركة في الخسائر، وسنتناول هذا الجانب بشيء من التفصيل لاحقاً.

¹¹⁶ يُعرف موقع Investopedia الأسهم العادية: "هي ورقة مالية تمثل الملكية في شركة. ينتخب أصحاب الأسهم العادية مجلس الإدارة ويصوتون على سياسات الشركة. عادة ما ينتج عن هذا الشكل من ملكية الأسهم معدلات عائد أعلى على المدى الطويل. ومع ذلك، في حالة التصفية، يكون للمساهمين العاديين حقوق في أصول الشركة فقط بعد دفع حملة السندات والمساهمين المفضلين ومالكي الديون الآخرين بالكامل. يتم الإبلاغ عن الأسهم العادية في قسم حقوق المساهمين في الميزانية العمومية للشركة".

¹¹⁷ Kimberly Amadeo, Mutual Funds, <https://www.thebalance.com/should-you-invest-in-mutual-funds-or-stocks-3306145>

¹¹⁸ تُعرف شركة NerdWallet السندات "السند هو قرض من مستثمر إلى مقترض مثل شركة أو حكومة. يستخدم المقترض الأموال لتمويل عملياته، ويحصل المستثمر على فائدة على الاستثمار. يمكن أن تتغير القيمة السوقية للسند بمرور الوقت".

ت-صناديق الاستثمار المتوازنة: Balanced Mutual Funds

الصناديق الاستثمارية المتوازنة:¹¹⁹ هي خيار استثماري شامل يحتوي على مجموعة من الأوراق المالية للأسهم والديون، الهدف الرئيس من هذه الصناديق المشتركة هو تحقيق التوازن بين نسبة المخاطرة والعائد، وتحسين العوائد على استثمار الصناديق المشتركة. وبالتالي، تعتبر الصناديق المشتركة المتوازنة أو المختلطة مثالية للمستثمرين الذين يبحثون عن زيادة رأس المال بأقل قدرًا من المخاطر.

ث-صناديق سوق النقد: Money Market Funds

هو نوع من الصناديق الاستثمارية المشتركة التي تعمل في أدوات ذات السيولة العالية وقصيرة الأجل، حيث تتكون من النقد وما في حكمه، من الأوراق المالية التي يسهل تحويلها للنقد، والأوراق المالية ذات التصنيف الائتماني العالي، والأوراق المالية التي تمثل ديون مضمونة التحصيل ذات الاستحقاق قصير الأجل، مثل (أذونات الخزانة، وشهادات الودائع، والأوراق التجارية، والكمبيالات المصرفية، والعملات الأجنبية واتفاقيات إعادة الشراء) وتهدف صناديق النقد إلى مد المستثمرين بالسيولة العالية مع مستوى مخاطر منخفض جدًا، تلائم هذه الصناديق المدخرين الراغبين في استثمار قصير الأجل، ولفترة محدودة.¹²⁰

ج- صناديق الاستثمار العقاري: Real Estate Funds

الصناديق العقارية هي صناديق قطاعية تستثمر في الأوراق المالية لشركات من قطاع العقارات. بمعنى آخر، توفر هذه الصناديق رأس المال للشركة العقارية لتطوير عقار. إذا نما القطاع، فإن الصندوق يحقق عوائد جيدة.

¹¹⁹ مبادرة لتثقيف وتوعية المستثمرين من قبل صندوق فرانكلين تمبلتون المشترك: أخذ بتاريخ: (18 أبريل 2021).

[/https://www.franklintempletonindia.com](https://www.franklintempletonindia.com)

¹²⁰ صفية احمد أبو بكر، صناديق الاستثمار الإسلامية خصائصها وأنواعها، 149.

هو كيان يتم تشكيكه لتجميع أموال المستثمرين، وشراء أوراق مالية بشكل جماعي، مثل أسهم وسندات لشركات عقارية، أو بالاستثمار المباشر في الاستثمار في العقارات، وبالتالي فهو مصدر مشترك لرأس المال يستخدم لإجراء استثمارات عقارية.¹²¹

ح. صناديق المؤشرات: Index Funds

مجموعة أخرى من الصناديق الاستثمارية اكتسبت شعبية كبيرة في السنوات القليلة الماضية، تندرج تحت اسم "صناديق المؤشرات"¹²² تستند استراتيجيتهم الاستثمارية إلى الاعتقاد بأنه من الصعب تتبع كل مكون من مكونات الصندوق بشكل منفرد، وغالبًا ما يكون مكلفًا، لمحاولة التغلب على تقلبات السوق باستمرار. لذلك، يشتري مدير صندوق الأوراق المالية التي يتكون منها أحد المؤشرات المعتمدة في سوق الأوراق المالية، مثل مؤشر S&P 500¹²³ أو مؤشر Dow Jones الصناعي (DJIA) على سبيل المثال.

تتطلب هذه الاستراتيجية بحثًا أقل من المحللين والمستشارين، والاكتفاء بتتبع المؤشر لاتخاذ قرارات الاستثمارية، لذلك هناك نفقات أقل لاستهلاك العوائد قبل توزيعها على المساهمين. غالبًا ما يتم تصميم هذه الصناديق مع وضع المستثمرين الحساسين للتكلفة.

2.1.1.8 أهمية صناديق الاستثمار.

تعتمد صناديق الاستثمار على الاستثمار الجماعي، من خلال تجميع رؤوس الأموال المعطلة لصغر حجمها أو لعدم قدرة أصحابها على تشغيلها، وهذا يعطيها العديد من المزايا الهامة، لا تقتصر على المستثمرين فحسب، بل تمتد إلى الاقتصاد القومي ككل وتسهم في التنمية الاقتصادية والاجتماعية والعديد من المزايا الأخرى، أهمها:

¹²¹ Matthew DiLallo, Matt has been a Fool.com contributor since 2013
www.millionacres.com

¹²² JAMES CHEN, Mutual Fund 2018,
www.investopedia.com/terms/m/mutualfund.asp

¹²³ "تعد المؤشرات من بين أهم الأدوات التي يتم من خلالها تقييم الأداء العام لاقتصاديات الدول، بالإضافة لذلك، فهي تستعمل لقياس أداء أسواق الأسهم بشكل إجمالي أو قطاعات معينة. وتمكن المؤشرات المستثمرين من التنبؤ بالاتجاه العام لأسواق الأسهم ومقارنة أداء محافظهم بالأداء العام للسوق، وتعد S&P 500 مؤشرات ستاندارد أند بورز 500، داو جونز (DJIA) ناسداك، كاك 40، داكس وفوتسي أشهر المؤشرات العالمية".

أ. الاستفادة من خبرة الإدارة المحترفة التي تدير الصندوق:¹²⁴

غالباً ما يتم اختيار أشخاص متخصصين تتوفر لهم الخبرة والدراية في تحليل القوائم المالية، مما يمكنهم من تجنب المخاطر المتوقعة، وتحديد أجود الفرص الاستثمارية المتاحة، ومتابعة أداء الصندوق بشكل متواصل، فضلاً على اتخاذ القرارات الاستثمارية المدروسة بعناية ودقة، على عكس الاستثمار الفردي الذي غالباً ما يكون مصحوباً بالمخاطر، بسبب نقص الخبرة ومحدودية راس المال، بالإضافة للجهد المبذول لإدارة الاستثمار.

ب. الاستفادة من الضرائب المنخفضة:

تعد المزايا الضريبية المرتبطة بنوع معين من الصناديق المشتركة هي ما يجذب بعض المستثمرين إلى هذه الأداة الاستثمارية، حيث تقدم بعض الدول والحكومات إعفاء من الضريبة لتشجيع على الاستثمار في الصناديق المشتركة.

ت. تقليل المخاطر من خلال تنوع أصول الصندوق.

التنوع يعد من أبرز مزايا الاستثمار في الصناديق المشتركة، تتم عملية توزيع استثمار معين على فئات أصول متعددة، حيث يساعد التنوع في محفظة معينة في الحد من المخاطر المصاحبة لمكون من مكونات هذه المحفظة، وبذلك تتوزع الخسائر على جميع المستثمرين مما يجعلها أقل تكلفه، مما لو كانت محفظة فردية تدار بشكل شخصي.¹²⁵

ث. تتميز الصناديق المشتركة بالسيولة المرتفعة:

يمكن للمستثمر في صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة، من استرجاع رأس ماله وبشكل سريع، دون التعرض للخسائر، فالصندوق على استعداد دائم لشراء الأوراق المالية التي أصدرها، ويمكن للمستثمر في الصندوق الانسحاب وقت شاء، هذا يشجع صغار المدخرين لاستثمار مدخراتهم دون الخوف من فقدانها.

¹²⁴ هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، المؤتمر العلمي الأول: الاستثمار والتمويل في فلسطين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، (فلسطين: بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية 8 - 9 مايو 2005)، 5.

¹²⁵ Franklin Templeton, *BENEFITS OF INVESTING IN MUTUAL FUNDS: ADVANTAGES OF MUTUAL FUNDS*, [10 March 2022] <https://www.franklintempletonindia.com/investor-education/new-to-mutual-funds/video/benefits-of-investing-in-mutual-funds>

ج. أهم ما يميز صناديق الاستثمار المشتركة عامل المرونة:¹²⁶

يمكن للمستثمر في صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة الانتقال من صندوق لآخر بكل سهولة ويسر، مقابل دفع مبلغ ضئيل نسبياً، وهذه المرونة تتيح الفرصة للمستثمرين الذين تتغير أهدافهم الاستثمارية عبر الزمن.

ح. جذب مدخرات صغار المدخزين وضخها في سوق العمل:

تعد هذه أهم ميزة تقدمها جميع صناديق الادخار دون استثناء، حيث أتاحت صناديق الاستثمار لأصحاب رؤوس الأموال البسيطة الفرصة لاستثمار مدخراتهم مما يعود عليهم بدخل إضافي بدل الاكتناز،

خ. تنشيط وتطوير سوق الأوراق المالية (البورصة):

تعمل صناديق الاستثمار على جذب المدخرات من صغار المدخزين، ومن الفئات التي تمتلك أموال ولا تحسن استثمارها بسبب الانشغال أو لنقص الخبرة الاستثمارية، وضخها في سوق العمل، في شكل المساهمة في مشاريع قائمة أو استحداث مشاريع جديدة، وهذا بدوره يحفز الاقتصاد القومي وينعش أسواق المال، ويسهم في التنمية الاقتصادية من خلال تمويل المشاريع.

2.1.2 صناديق الاستثمار الإسلامية.

تعتمد الصناديق الاستثمارية الإسلامية على نفس الفكرة التي قامت عليها الصناديق الاستثمارية التقليدية وتختلف عنها في الأدوات المالية التي يحتويها الصندوق، فالاستثمار في الإسلام له مقومات وأسس لا ينبغي تجاوزها وعلى كل مسلم اتباع مسالكها حتى لا يقع فيما حرم الله.

ويعرف الاستثمار الحالي مما حرم الله من المعاملات الربوية، أو المتاجرة فيما لا يحل للمسلم، بالآتي: "هو توظيف الإنسان المسلم ماله، أو جهده في نشاط اقتصادي مشروع، بهدف الحصول على نفع يعود عليه أو على غيره في الحال، أو المآل".¹²⁷

¹²⁶ وليد عوجان، "صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة وتحليل"، المجلة الأردنية لدراسات الإسلامية، ج8، ع1، (2012م): 83.

2.1.2.1 تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية.

يعرف الصندوق الاستثماري المتوافق مع الشريعة: هو وعاء مالي للاستثمار، ذو ذمة مالية مستقلة، يقوم بتجميع الأموال وتعبئة المدخرات، واستثمارها في أدوات ومجالات استثمارية مباحة شرعاً، ويلتزم مدير الاستثمار فيه باتباع الضوابط الشرعية التي لها علاقة بالأصول، والخصوم، وجميع العمليات فيه، وأهمها تحريم التعامل بالربا، وينص على هذه الضوابط في صحيفة الإصدار، التي بمكانة الإيجاب من المستثمر الذي به يشترك في الصندوق.¹²⁸

ونستنتج من هذا التعريف أن مفهوم الصناديق الإسلامية لا تتعارض مع الصناديق المشتركة التقليدية، مع الأخذ بالاعتبارات الشرعية التي ينبغي الوقوف عندها عند إدارة الصناديق الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة.¹²⁹

وفيما يلي أهم الأمور الواجب مراعاتها في الصناديق الإسلامية:

أ- أن يلتزم مدير الصندوق في جميع معاملاته وتصرفاته بأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، وكذلك الفتاوى الناتجة عن المجامع الفقهية المعتمدة.

ب- أن يتم تطبيق كل الضوابط والأحكام المتعلقة بالاستثمار الإسلامية، كالمضارب أو الوكالة بالاستثمار بين مدير لصندوق، والمشاركين فيه.

ت- أن تقوم الجهة المصدرة للصندوق بدور المضارب، أو الوكيل بالاستثمار الذي يعمل على استلام رأس المال واستثماره حسب الشروط المتفق عليها في صحيفة الاكتتاب.

¹²⁷ حمزة عبد الكريم، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية، ط1 (عمان: دار النفائس 2001م)، 41.

¹²⁸ عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية، دراسة تأصيلية موسعة، بحث قدم للمؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وأفاق المستقبل، (دبي، غرفة التجارة والصناعة، 15 - 17 مايو 2005م): 572.

¹²⁹ أحمد محمد الشوي، "صناديق الاستثمار الإسلامية، خصائصها وسماتها"، مجلة الدراسات الإسلامية والبحوث الأكاديمية، كلية دار العلوم، جامعة القاهرة، ج16، ع 101، (2021م).

ث- يقوم المشتركون في الصندوق بصفتهم ملاك المال بالموافقة على الإدارة المنظمة للصندوق، حسب ما تم الاتفاق عليه من شروط في صحيفة الإصدار.¹³⁰

يُستخدم في الأساس في مثل هذه الحالة المضاربة المقيدة، حيث يتعين على المضارب الامتثال لجميع القيود التي يفرضها أصحاب المال، ولكن في حالة الاستثمار في صناديق الاستثمار بالمضاربة يُعكس الأمر، حيث يكون المضارب هو من يحدد القيود والشروط المرتبطة بالصندوق، ويتم ذكر هذه الشروط في صحيفة الاكتتاب الخاصة بالصندوق، ولا يجوز لصاحب المال إلا القبول أو الرفض، وهذا الأسلوب لا ينطوي على مخالفة شرعية الشريعة،¹³¹ لأن ملاك المال بعد اطلاعهم على صحيفة الاكتتاب والموافقة على بنودها، يُعد إقراراً منهم على هذه الشروط الملزمة للطرفين.

وعلى هذا الاعتبار فإن صيغة الإيجاب والقبول تتم على النحو التالي:¹³²

أ- الإيجاب: يتم في حين توقيع المستثمر على نشرة الاكتتاب التي تعبر على إقراره بتسلمه دعوة المشاركة واطلاعه عليها والتزامه بما فيها.

ب- القبول: يتم بتخصيص الوحدات الاستثمارية للمكتتبين في الصندوق من قبل مدير الصندوق (المضارب)، أو وكيل الاستثمار، ويبلغهم بقبوله وتسلمهم وثيقة رسمية تثبت مشاركتهم في رأس مال الصندوق.

وفيما يتعلق بالتكليف الشرعي لهذه المعاملة جاء عن مجمع الفقه الإسلامي بخصوص سندات المقارضة وسندات الاستثمار ما يلي: "يقوم العقد في صكوك المقارضة على أساس أن شروط التعاقد تحددها (نشرة الإصدار) وأن (الإيجاب) يعبر عن الاكتتاب في هذه الصكوك، و(القبول) تعبر عنه الجهة المصدرة، ولا بد أن تشمل نشرة الإصدار على جميع

¹³⁰ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI، المعايير الشرعية، المعيار الشرعي رقم 17، 2017، ص 475.

¹³¹ مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الرابعة، المملكة العربية السعودية 1988م، القرار رقم 5.

¹³² عز الدين الخوجة، عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية، مجموعة دله البركة، إدارة التطوير والبحوث (1993م): 19.

البيانات المطلوبة شرعاً في عقد القراض".¹³³

2.1.2.2 أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية:

جاءت فكرة الصناديق الاستثمارية الإسلامية تلبيةً لطموحات المستثمرين المسلمين، الذين يرغبون في استثمار أموالهم ومدخراتهم بطرق الحلال وتجنب الحرام في تعاملاتهم المالية، حيث يتجنب هؤلاء المستثمرون الاستثمار في المؤسسات المالية أو الشركات التي تتعارض نشاطاتها مع أحكام الشريعة الإسلامية.

تُعد الصناديق الاستثمارية الإسلامية ساحة متنوعة تسمح بجذب أموال ضخمة من المستثمرين المسلمين، حيث يتم توجيه هذه الأموال إلى مشاريع لها قيمة اقتصادية، بهدف رفع المستوى المعيش لصغار المدخرين، والإسهام في تنفيذ خطط التنمية بشكل عام.

وبما أن فكرت الصناديق المشتركة، وآلية عملها لا تتعارض وأحكام الشريعة الإسلامية، وإنما الفارق والاختلاف على مكونات الصناديق الاستثمارية، ومجالات وأدوات الاستثمار، والكيفية التي يصاغ بها العقد بين المتعاملين بالصندوق، من حيث تنضيد رأس المال، وتوزيع الأرباح، وضمان المضارب، وغيرها من الأحكام التي تُشرف على صحتها هيئة رقابية شرعية مختصة.

لذلك تم التطرق في هذا الجزء من البحث لصناديق الاستثمار التي تتميز بها الصناديق المختصة بالعمل وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، ويتم تقسيم صناديق الاستثمار الإسلامية بحسب إمكانية تداول وثائقها إلى قسمين هما، صناديق الاستثمار الإسلامية ذات النهاية المغلقة، وصناديق الاستثمار الإسلامية ذات النهاية المفتوحة، ولا وجود لفوارق جوهرية بين الصناديق الإسلامية، والصناديق التقليدية، وفقاً لهذا التصنيف، كما سبق توضيحها سابقاً.

¹³³ المرجع السابق، 20.

2.1.2.3 تصنيف صناديق الاستثمار الإسلامية وفقاً لنوع الأدوات المالية لمكونات الصندوق.

يمكن تصنيف صناديق الاستثمار حسب نوع الأدوات المالية كما يلي:

أ- صناديق الاستثمار في الأصول المالية:

تتكون هذه الأنواع من الصناديق الاستثمارية من أصول مالية تمثل حقوقاً في أصول حقيقة بحوزة شركات، ومؤسسات أخرى تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية فقط، مثل صناديق استثمارية أخرى، والمصارف الإسلامية، وبعض شركات التأمين التكافلي، وشركات التمويل الإسلامي، وغيرها من المؤسسات المالية الإسلامية،¹³⁴ ووظيفة الصندوق هي الاستثمار في سوق الأوراق المالية، أو في سوق النقد الذي يتعامل بالأوراق المالية قصيرة الأجل، ومن أهم هذه الأصول الآتي:

● صناديق الأسهم الإسلامية: Islamic Stock Funds

هي صناديق استثمارية تعمل باستثمار أموال الصندوق المبيعة لديها في تكوين محفظة استثمارية مكونة من أسهم وحصص في شركات نشاطاتها لا تتعارض وأحكام الشريعة الإسلامية، حتى وإن كانت هذه الشركات غير مسلمة، بحيث يتم الاستفادة من الأرباح المحققة من هذه الأسهم، أو عند بيع الأسهم بأعلى من قيمتها الاسمية.¹³⁵

يتفق معظم الفقهاء المعاصرين¹³⁶ على صحة الاستثمار في الشركات والمؤسسات المالية التي لا تقتصر بالفوائد الربوية، ولا تضع أموالها لجني فوائد ربوية، ولا تستثمر في شيء محرم، وجميع معاملاتها لا تتنافى وأحكام الشريعة الإسلامية.

صناديق الصكوك: Sukuk Funds

هي صناديق استثمارية تعمل باستثمار الأموال المبيعة لديها من الاكتتاب في الصندوق في

^{134,134} عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية، دراسة فقهية تأصيلية. ضمن بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون جامعة الإمارات العربية المتحدة 2005م.

¹³⁵ وليد هويل عوجان، صناديق الاستثمار الإسلامية، دراسة تحليلية 2010م، 92.

¹³⁶ انظر ما جاء في توصيات ندوة الأسواق المالية التي أقامها مجمع الفقه الإسلامي بالتعاون مع البنك الإسلامي للتنمية ووزارة الأوقاف، المغرب: 25 نوفمبر 1989م.

شراء وامتلاك صكوك فقط، بغرض الاحتفاظ بها والحصول على عوائد تلك الأرباح أو الاستفادة من فرق السعر بين البيع والشراء إذا كانت تلك الصكوك من النوع المتداول.¹³⁷

ب- صناديق الاستثمار في الأصول الحقيقية:

يعتبر الاستثمار حقيقياً عندما يتم في أصول حقيقية، كالعقار، والمعادن، والسلع، وما على نحوها، أو خدمي، بحيث يقدم خدمة ملموسة، ويقصد بالأصل الحقيقي، هو الأصل الذي له قيمة اقتصادية ملموسة، فالعقار يعتبر أصلاً، وكذلك السهم.

ولكن الأول يعتبر أصلاً حقيقياً، ويعتبر الثاني أصلاً مالياً، لأن السهم لا يترتب لحاملة حق حيازة أصل حقيقي، وإنما يستمد قيمته من قيمة الأصول الحقيقية في الجهة مصدرة السهم، وفي هذا البحث نتطرق لعينه من الصناديق التي تستثمر الأموال في استثمارات حقيقية أهمها ما يلي:

1. صناديق البضائع والسلع: Commodity Mutual Funds

يعتمد نشاط صناديق الاستثمار السلعية،¹³⁸ على تجميع الأموال من المكتتبين في الصندوق، واستثمارها في شراء السلع الرائجة، والتي يكثر الطلب عليها بالنقد الحال، وإعادة بيعها بسعر أعلى بالأجل، أو استخدام الأموال في استيراد سلع أساسية من الأسواق الدولية وبيعها في الأسواق المحلية.

المهم يرتكز نشاط الصندوق على المتاجرة في السلع، ويمكن استخدام صيغ البيع المباحة مثل بيع السلم والمراجحة والاستصناع، مع مراعاة الضوابط الشرعية في الأصناف التي يدخل فيها ربا الفضل والنسيئة مثل الذهب، والفضة، وبقية الأصناف المذكورة في الحديث الشريف.

2. صناديق المضاربة الإسلامية: Islamic Modaraba Funds

هي صناديق استثمارية تقوم بدور المضارب، حيث تعمل على تجميع الأموال من المدخرين بصفتهم أصحاب الأموال، واستثمارها حسب الاتفاق المكتوب في نشرة الاكتتاب بين

¹³⁷ صندوق الراجحي للصكوك، -1-0510/Market/imf/Documents/16-012.pdf
<https://cma.org.sa/Market/imf/Documents/0510-1-16-012.pdf>

¹³⁸ صناديق الاستثمار الإسلامية، مقال على موقع عرب بنك، أخذ بتاريخ 3 نوفمبر 2022م.

<https://www.arabnak.com>

مدير الصندوق (المضارب) وأصحاب الأموال، هذا في حالة الاستثمار المباشر.

أما في حالة الاستثمار غير مباشر تعمل صناديق المضاربة الإسلامية، على تقديم تمويلات استثمارية من خلال أموال الصندوق، بصيغة المضاربة،¹³⁹ بحيث يأخذ الصندوق الاستثماري دور المضارب المشترك الذي سبق ذكره في الفصل السابق، حيث تعمل إدارة الصندوق على تجميع الأموال من المساهمين في الصندوق، (أصحاب المال) وتقديمها إلى مستثمرين من خارج الصندوق، (المضاربين) لإعادة استثمار هذه الأموال في استثمارات حقيقية، مقابل توزيع الأرباح بعد تنضيض رأس المال، وتتولى إدارة الصندوق الإشراف على هذه العملية مقابل حصة من الأرباح، أو تقاضي أتعاب أو عن طريق الوكالة بالاستثمار، حسب ما تنص عليه نشرة الاكتتاب.

3. صناديق المراجعة: Murabaha Funds

تقوم صناديق المراجعة، وبصفتها (المضارب)، باستثمار أموال المكتتبين، (أصحاب الأموال) في بيع المراجعة¹⁴⁰ بشراء السلع، والمواد الخام، والآلات، بالنقد الحال وامتلاكها، ومن ثم إعادة بيعها بسعر أعلى وفقاً لشروط وأحكام المراجعة الشرعية، ويوزع العائد بين طرفي العقد حسب النسبة المتفق عليها بينهم.

4. صناديق السلم: Salam Fund

يقصد ببيع السلم، "هو البيع الذي يؤجل فيه استلام المبيع، ويعجل فيه دفع الثمن"¹⁴¹ حيث يقوم القائمون على صناديق السلم، بصفتهم المضارب، بأخذ الأموال من الساهمين في الصندوق بصفتهم أصحاب المال في عقد مضاربة مقيدة، والدخول في عقد بيع سلم لشراء بضاعة موصوفة في الذمة وصفاً نافياً للجهالة، على أن يدفع الصندوق ثمنها نقداً عند توقيع العقد، على أن يستلم الصندوق البضاعة بعد فترة من الزمن.

¹³⁹ محمد جلال سليمان، *الودائع الاستثمارية في البنوك الإسلامية*، (فرجينيا: المعهد العالي للفكر الإسلامي 1996م)، 33.

¹⁴⁰ أحمد سالم ملحم، *بيع المراجعة وتطبيقاتها في المصارف الإسلامية*، ط1 (عمان: مكتبة الرسالة الحديثة، 1989م)،

¹⁴¹ وليد هويل عوجان، *صناديق الاستثمار الإسلامية*، دراسة تحليلية 2010م، 94.

غالباً ما يكون ثمنها أقل بكثير من ثمنها وقت تواجدها، وبذلك يحقق الصندوق أرباحاً من فارق سعر الشراء وسعر البيع.

5. صناديق التأجير: Leasing Funds

يقوم الصندوق الاستثماري باستخدام الأموال في شراء المعدات، والآلات بمختلف أنواعها ومواصفاتها، ومن ثم تأجيرها لمن ينتفع بها، مقابل إيرادات إيجارية دورية، ويوفر تأجير المعدات للأعمال التجارية والصناعية، والخدمية، الوسائل اللازمة لتلبية احتياجاتها من المعدات، والاحتياجات التشغيلية المرتبطة بها وفي الوقت نفسه يسمح للصندوق بالحفاظ على رأس المال العامل،¹⁴² وتوزيع العوائد على المكتتبين في الصندوق بشكل دوري، يتناسب هذا الصندوق مع الفئة التي تسعى للحصول على دخل منتظم. وغالباً ما يتم التعامل مع هذه الأصول المؤجرة، بالتأجير المنتهي بالتمليك.

6. صناديق الاستثمار العقاري: Real Estate Funds

تعتبر الصناديق العقارية من أهم صناديق الاستثمار على الإطلاق لما تتمتع به من نمو في رأس المال، حيث تقوم صناديق الاستثمار العقاري بجمع رأس المال من العديد من المستثمرين، الراغبين في الاستثمار في المجال العقاري بمختلف أنواعه، وشراء أو إنشاء عقارات، واستثمارها أو بيعها، أو المساهمة مع شركات أخرى له باع في هذا المجال، وشراء حصص فيها.¹⁴³

ويشرف مدير الصندوق على جميع أنشطة الصندوق، بما في ذلك إدارة الممتلكات في حالة الصندوق الذي يشتري ويحدد العقارات أو يحتفظ بالعقارات لبعض الوقت، يعد الاستثمار في صندوق عقاري طريقة جيدة لتوليد الدخل لأولئك الذين يرغبون في امتلاك العقارات، وتنمية ثرواتهم.

¹⁴² موقع فايننشال إسلام، مرصد الصيرفة الإسلامية، أخذ بتاريخ 6 نوفمبر 2022م،

[/http://ar.financialislam.com](http://ar.financialislam.com)

¹⁴³ Max Sharkansky, Managing Partner, The Benefits and Basics of Real Estate Funds, TRIOM PROPERTIES 2021.

2.1.2.4 أوجه التشابه والاختلاف بين صناديق الاستثمار الإسلامي والتقليدي:

على الرغم من تشابه الفكرة إلا أنه تبقى هناك فوارق تتميز بها صناديق الاستثمار الإسلامية عن التقليدية وأهم هذه الفوارق ما يلي:

أ- من حيث أدوات التمويل:

تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية عن الصناديق التقليدية، بأن الأدوات التمويلية التي تستخدمها لا تتعارض مع الشرع الإسلامي، فلا تستثمر هذه الصناديق الأموال بفوائد الربا، وإنما عن طريق أدوات التمويل الإسلامي المختلفة،¹⁴⁴ مثل المربحة، والإجارة، والسلم، والمضاربة، وغيرها من الصيغ التي تقوم على تطبيق مبدأ الغنم بالغرم، والمشاركة في الربح والخسائر، في حين أن معظم استثمارات صناديق الاستثمار التقليدية في الأوراق المالية قائمة على الفوائد، أو بنظام الهامش، بصرف النظر عن مسألة المشروعية.

ب- من حيث مجالات وأدوات الاستثمار:

أهم ما يميز صناديق الاستثمار الإسلامية بأن مجالات الاستثمار التي تستثمر فيها أموالها تكون عبارة عن استثمارات حقيقية تنتج عنها سلعة أو منفعة حقيقية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، فلا يصح الاستثمار في مجالات وأدوات استثمارية تحرمها الشريعة الإسلامية، كالخمور، وأنشطة غسيل الأموال، وغيرها، على عكس الصناديق الاستثمارية التقليدية، التي تستثمر معظم أموالها في استثمارات مالية، والتعامل بسندات الفوائد، والأسهم الممتازة، والكثير من الأوراق التجارية الربوية.¹⁴⁵

2.1.2.5 هيئة الرقابة الشرعية:

في صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة، تشرف هيئات الرقابة والفتوى الشرعية على جميع الأنشطة الاستثمارية وتتمثل هذه الرقابة في متابعة كل المعاملات والأعمال التي تقوم بها تلك الصناديق ومراجعتها، وفحصها، والتثبت من أنها لا تتعارض والأحكام الشرعية

¹⁴⁴ محمد براق، *أدلة صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً وصناديق الاستثمار الإسلامية*، الملتقى الدولي: الاقتصاد

الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، الجزائر، جامعة الغرداية، 2011م): 8.

¹⁴⁵ هشام جبر، *صناديق الاستثمار الإسلامية*، 19.

الإسلامية، وطبقاً للفتوى والقرارات والتوصيات الصادرة عن المجامع الفقهية، وإظهار المخالفات أن وجدت وتقديم الحلول الشرعية لها، وتقديم تقارير بشكل دوري يثبت مدى التزام الإدارة بأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها في أعمالها.¹⁴⁶

2.1.2.6 مهام وصلاحيات هيئة الرقابة الشرعية:¹⁴⁷

- أ- مراجعة جميع المواد والهياكل والوثائق والمذكرات المتعلقة بالصندوق الاستثماري والتأكد من أن شروطها متوافقة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.
- ب- التأكد من أن جميع المستندات والاتفاقيات الخاصة بنشاط المؤسسة تتوافق مع قواعد ومبادئ الشريعة الإسلامية.
- ت- يجب تقديم التوجيه والمشورة اللازمة للمؤسسة في الأمور المتعلقة بمشاريعها ومبادراتها من خلال إبداء الآراء الشرعية.
- ث- يجب أن تُمنح الهيئة الشرعية كل المساعدة والعون والموارد اللازمة لتمكين من الاضطلاع بمسؤوليتها.
- ج- يجب أن تسعى الهيئة للحصول على جميع المعلومات من الإدارة من أجل أداء مهامها بكفاءة، كما يجب أن يكون لديها حق الوصول إلى الأنظمة لغرض التطوير.

2.2 آليات تطبيق المضاربة الشرعية من خلال صناديق الاستثمار.

يدرس هذا المبحث الآلية التي يتم بها استخدام المضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار وذلك من خلال دراسة الأسس الشرعية لاستخدام عقود المضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار، وصيغة العقد المبرم بين إدارة الصندوق والمكتتبين فيه، والأساس الشرعي للشخصية الاعتبارية للصندوق الاستثماري، والحكم الشرعي في مشاركة مدير الصندوق في رأس المال، وتحديد أهم شروط العلاقة التعاقدية في صناديق الاستثمار الإسلامية، حيث تأخذ صناديق الاستثمار العديد من الأنواع في التعاقد، ولكل نوع من هذه الأنواع أهداف

¹⁴⁶ أحمد الشوي، صناديق الاستثمار الإسلامية، خصائصاً وسماتها، 113.

¹⁴⁷ أحمد الرفاعي، ميثاق الهيئة الشرعية للسوق المالية الإسلامية الدولية، أخذ بتاريخ 4 نوفمبر 2022

https://www-iifm-net.translate.goog/about-iifm/shariah-board?_x_tr_sl=en&_x_tr_tl=ar&_x_tr_hl=ar&_x_tr_pto=sc

وشروط تختلف عن الآخر.

حيث تعتمد العديد من صناديق الاستثمار على التعاقد بصفة الوكالة بالاستثمار، وهذا النوع يجنب إدارة الصندوق الخسارة ويضمن لهم تحقيق الأجرة حتى إذا حدثت خسارة للصندوق، وهذه الأهداف تتنافى وأهداف المكتتبين في الصندوق لما تحتوي في طياتها من مخاطر على المكتتبين.

وتأخذ بعض الصناديق عقود المشاركة وهذا النوع من العقود يسمح للمكتتبين فيه المشاركة في اختيار وتعيين مجلس الإدارة، وهذا الإجراء يؤثر على سير الأعمال وفي أحيان كثيرة أهمها تحكم من يمتلك أكبر نسبة في رأس المال في الإدارة والقرارات.

وتعتمد القلة من الصناديق على التعاقد على أساس المضاربة الشرعية بحيث يكون مدير الصندوق مضارباً بأموال المكتتبين، ولا يتقاضى على راتب مقابل عمله وإنما يشاركون الأرباح المحققة وفق النسبة المتفق عليها.

وبذلك تكون للمضارب صلاحياته المطلقة في العمل حسب الاتفاق المبرم مسبقاً.

2.2.1 الأسس الشرعية لتطبيق المضاربة الشرعية في الصناديق المشتركة.

إن الأساس الذي تقوم عليه فكرة صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة تبنى على عقود المضاربة الشرعية في العلاقة التعاقدية بين إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية، والمكتتبين فيه. يمثل المكتتبون في مجملهم ملاك رأس المال في الصندوق، الذين تمثل شركتهم الموافقة على الجهة المؤسسة للصندوق، من خلال التوقيع على صحيفة الاكتتاب وفقاً لشروط وأحكام المضاربة الشرعية، ويتولى مدير الصندوق دور المضارب في عملية المضاربة، حيث يتسلم رأس المال ويبدأ العمل وفقاً للشروط المحددة في صحيفة الاكتتاب وفقاً لصيغة المضاربة الجماعية التي أقرها الفقهاء وتم ذكرها في فصل أحكام المضاربة المشتركة.

في هذا النوع من المضاربة يكون هناك عدة أشخاص يشتركون في تكوين رأس مال الصندوق، وتبقى مسؤولية العمل على المضارب.

ونظراً لطبيعة العمل في صناديق الاستثمار غالباً ما يتم تقييد المضاربة، حيث تنظم العلاقة التعاقدية صحيفة الاكتتاب، التي توضع الشروط المذكورة فيها من قبل الجهة المصدرة للصندوق، وعلى هذا الأساس استنتج الفقهاء تأصيلاً فقهيّاً للصناديق المشتركة، كما يلي:

2.2.1.1 صيغة العقد المبرم بين إدارة الصندوق والمكتبتين فيه:

صدر قرار من مجمع الفقه الإسلامي بشأن التكييف الشرعي للصناديق الاستثمارية وصكوك المضاربة، هذا نصه: "يبنى العقد في صكوك المضاربة وفقاً على شروط التعاقد التي تحددها صحيفة الإصدار، ويعبر عن (الإيجاب) الاكتتاب في هذه الصكوك، ويعبر عن (القبول) الموافقة على الجهة المصدرة لها، ولا بد أن تحتوي صحيفة الإصدار كل البيانات" من حيث سقف رأس المال العامل، وإمكانية توزيع الأرباح من عدمه مع توضيح الشروط المتعلقة بذلك، على أن تتوافق كل ما تم التوقيع عليه مع أحكام الشريعة الإسلامية".¹⁴⁸

2.2.1.2 الأساس الشرعي للشخصية الاعتبارية للصندوق الاستثماري:

تخضع الصناديق المشتركة بالشخصية الاعتبارية قانوناً، حيث تتم عملية إبرام العقود باسم الصندوق أثناء عمليات بيع وشراء الوحدات الاستثمارية، وكذلك في الحالات التي يتم فيها الاقتراض، وغير ذلك من المعاملات التي هي أساس عمل الصندوق،¹⁴⁹ يتم ذلك تحت ضوابط شرعية وقانونية، بحيث لا تدع حيزاً للاختلاف أو النزاع.

ومن منطلق صلاحية الشريعة الإسلامية لكل زمان ومكان، فإن المقاصد الشرعية لا تحرم التطوير الإيجابي الذي تتطلبه المصلحة والمرحلة في حدود التمسك بالشواهد.

2.2.1.3 مشاركة مؤسس الصندوق في رأس مال الصندوق:

يعتبر اشتراك جهة الإصدار في الاكتتاب والمساهمة في تكوين رأس المال من العوامل الرئيسية التي تحقق نجاح صناديق الاستثمار، فعندما تقوم الجهة المصدرة بالمساهمة في الاكتتاب، فإنها تكون قد دفعت مبلغاً من المال لشراء وحدات الصندوق.

وبموجب هذه المساهمة، فإن جهة الإصدار تحصل على حقوق المشاركة الكاملة فيما يتعلق بالوحدات التي اكتتبت فيها، وتتمثل الفائدة الرئيسية لهذه المشاركة في تحقيق نجاح عمل الصندوق، فبالإضافة إلى حل مشكلة نقص تغطية الاكتتاب، تعتبر جهة الإصدار حافزاً

¹⁴⁸ مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار رقم 5 الدورة الرابعة، المملكة العربية السعودية، 1988م.

¹⁴⁹ محمد محسن، "الشخصية المعنوية"، (رسالة دكتوراة، جامعة الأزهر، كلية الشريعة والقانون، تحت رقم 489)،

هائماً يساعد على تطوير الصندوق، وعادةً ما تحدد القوانين الإدارية والمالية سقفاً لهذه المساهمة.

2.2.1.4 الحكم الفقهي لمشاركة جهة الإصدار بجزء من رأس المال:

عندما تقوم الصناديق المشتركة على تطبيق عقود المضاربة الشرعية، والأساس في المضاربة أن يقدم المال من أحد الطرفين والعمل من الطرف الآخر.¹⁵⁰

ومتى تقوم الجهة المصدرة بالمساهمة في تكوين رأس المال، يصبح المال مشتركاً بين المضارب له والمضارب، ينفرد طرف واحد بالعمل، أجمع الفقهاء على جواز ذلك، إذا كانت مشاركة الجهة تمت بموافقة ملاك المال الأساسيين، وفي هذه الحالة يحدث التفويض بناءً على الاكتتاب، وعلى حسب الشروط المتفق عليها في صحيفة الاكتتاب.

الحكم الفقهي في ذلك "إذا دفع رجل إلى رجل ألف دينار مضاربة على أن يخلط مال المضاربة بألف دينار من ماله ثم يعمل بهما جميعاً جاز"،¹⁵¹ وأباحه المالكية ذلك بمقتضى عقد المضاربة، وعند الحنفية والحنابلة، يشترط فيه تفويض رب المال، والإذن الصريح عند الشافعية.¹⁵²

وعلى هذا الأساس، يجوز أن يذكر في صحيفة الاكتتاب حق الجهة المصدرة المساهمة في رأس المال، وامتلاكها أوراقاً مالية بقيمة مساهمتها، وتستحق حصتها من العوائد بمقدر المشاركة، وهذا لا يتعارض مع الحق في الحصول على حصة من الأرباح المستحقة بصفة مضارب، كما تم الاتفاق عليه.

2.2.1.5 العلاقة التعاقدية في صناديق الاستثمار الإسلامية.

لا بد من أن يندرج العقد في صناديق الاستثمار الإسلامية تحت علاقة تعاقدية شرعية متفق على صحتها، ويجب أن يتم التعاقد بما يتوافق مع إحدى الصيغ التي تتلاءم والنشاط

¹⁵⁰ قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي، المملكة العربية السعودية، قرار رقم 30، الفقرة الثالثة الدورة الرابعة، 1988

¹⁵¹ القانون التجاري الكويتي رقم 68، 1989م، المادة 6، 8، وقانون الصناديق القطرية، المادة 6، 1988م.

¹⁵² موسوعة فقه المعاملات، ج1، خلط مال المضاربة. المكتبة الشاملة الحديثة، 446. أخذ بتاريخ 31 ديسمبر

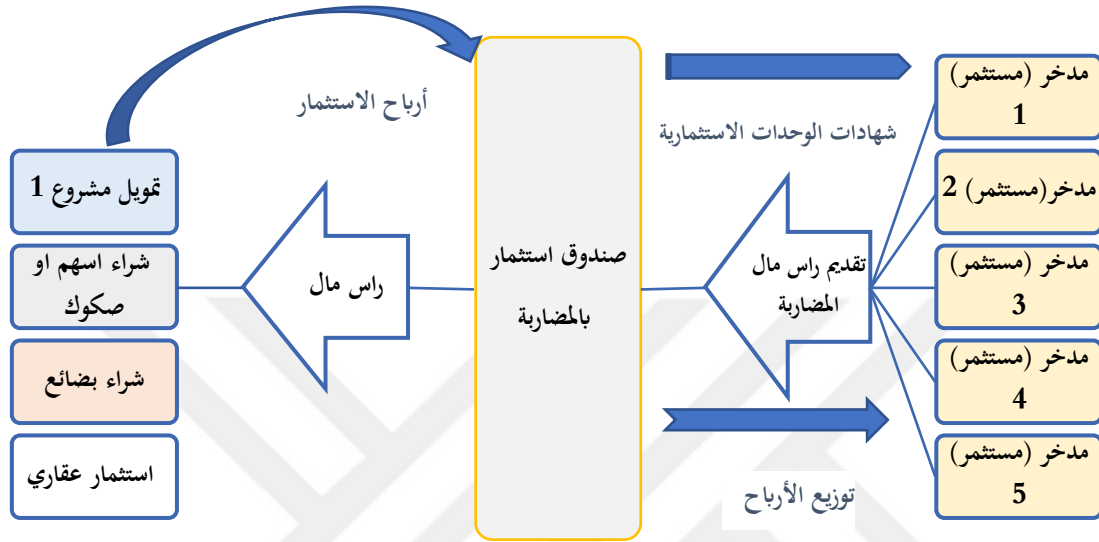
الاقتصادي، بحيث يندرج تحت أحكامها وشروطها، من حيث الأصالة الفقهية والقانونية، وعلى هذا الأساس، يجب أن يبنى التعاقد في الصناديق الإسلامية، وفق إحدى الصيغ الآتية:¹⁵³

أ- الاستثمار القائم على المضاربة الشرعية:

تتم عملية التعاقد بين إدارة الصندوق الاستثماري بصفته (المضارب)، والمشاركين في الصندوق بصفته (أصحاب رأس المال) في الصندوق، على إدارة الأموال بصيغة المضاربة الشرعية، بحيث تتم الأمور القانونية والتنظيمية على شروطها وأحكامها، في كل تفاصيلها من تقسيم العوائد، والقيام بالعمل، ومسؤولية تحمل الخسارة، وغير ذلك من الشروط التي استحق المضارب حصة من العائد الفعلي، ولا يحق له أن يشترط الحصول على مبلغ محدد مسبقاً، وإذا اشترط ذلك يفسد عقد المضاربة، والشكل التالي يبين الآلية التي يتم بها التعاقد والعمل بالمضاربة الشرعية.

¹⁵³ زهرة مرحباوي، فتحة حلايمية، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل أداء البنوك الإسلامية، دراسة حالة شركة الراجحي، (2016م)، 18.

الشكل 2.1 مخطط بياني يوضح الآلية التي تتم بها المضاربة في صناديق الاستثمار.



المصدر: إعداد الباحث.

ب- الاستثمار القائم على الوكالة بالاستثمار:

تتم هذه العملية بتوكيل إدارة الصندوق رسمياً من قبل المكتتبين (أصحاب رأس المال) باستثمار أموالهم، ويصبح مدير الصندوق وكيلاً بالاستثمار،¹⁵⁴ يحق له التصرف بالأموال وفقاً لما تم الاتفاق عليه من شروط وأحكام في عقد الوكالة بالاستثمار، مقابل أجر معين، أو بنسبة من العائد محددة في العقد، وفي الغالب يتقاضى وكيل الاستثمار المبلغ المتفق عليه في كلتا الحالتين الربح أو الخسائر، وتعتبر الوكالة بأجر محدد من الصيغ الجائزة شرعاً، كما ذكر ابن قدامة في كتابه المغني: "ويجوز التوكيل بجعل، فإن النبي صلى الله عليه وسلم، وكل أنيساً في إقامة الحد، وعروة في شراء شاة، وعمرأ، وأبا رافع في قبول النكاح بغير جعل، وكان

¹⁵⁴ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، AAOIFI 2017م، التطبيقات المعاصرة للوكالة بالاستثمار، المعيار رقم 46، الوكالة بالاستثمار، ص 1139.

يبحث عُمله لقبول الصدفات ويجعل لهم عمالة".¹⁵⁵

ت-الاستثمار القائم على الشراكة:

تقوم هذه العقود على أساس مشاركة رأس المال بين إدارة الصندوق، والمشاركين فيه، وعادةً ما تتم الشراكة في صناديق الاستثمار المفتوحة، التي يتاح فيها دخول مستثمرين آخرين في أي وقت، وسهولة الخروج من الصندوق بيسر، وغالباً ما يكون رأس المال قيمة غير محددة، وتتقاضى إدارة الصندوق أجراً محدداً يدفع بشكل دوري كأتعاب أو رواتب.

ث-الاستثمار القائم على الوكالة بالاستثمار والشركة:

تتم حين تمتلك الإدارة حصصاً في الصندوق ومن ضمن المكتتبين فيه، في هذه الحالة تكون الإدارة بمكانة شريك، ووكيل بالاستثمار في ذات الوقت، ويتم ذلك بخلط أموال المشاركين بأموال إدارة الصندوق، وفي هذه الحال يجب الفصل التام بين عقد إصدار الصكوك الصادرة عن الصندوق وعقد الإدارة.

التخريج الفقهي: الصادر عن المجمع الفقهي الدولي، وهيئة المعايير الشرعية، وهذه نصه:¹⁵⁶

"يجوز أن يكلف أحد الشركاء بإدارة الصندوق مقابل أجر، على أن يكون التكليف بعقد مستقل منفصل عن عقد الشراكة، بحيث يمكن عزله دون أن يترتب على ذلك تعديل عقد الشركة أو فسخه، وحينئذ يجوز تحديد أجر محدد له".

ألا أنه على الرغم من تعدد الصيغ التي بالإمكان استخدامها للتعاقد في الصناديق الإسلامية، إلا أنه تفضل المضاربة الشرعية الأساس عند التعاقد لما تتمتع به من الانضباط والمرونة.

¹⁵⁵ أبو محمد ابن قدامه، المغني، ج 5، 94.

¹⁵⁶ يوسف حسين يوسف، الصكوك المالية وأنواعها: الاستثمار، الصناديق الاستثمارية، الأوراق المالية والتجارية، (الإسكندرية: دار التعليم الجامعي 2014م)، 193.

الفصل الثالث

المخاطر والمعوقات التي تحد من استخدام المضاربة الشرعية في صناديق

الاستثمار

برغم من الدور المهم للمضاربة الشرعية كأداة استثمارية وتمويلية في المؤسسات المالية بشكل عام بما فيها صناديق الاستثمار من حيث تقليل نسبة المديونية، والابتعاد عن تراكم الفوائد المترتبة على الاقتراض، والدخول في استثمارات حقيقية لعناصر الإنتاج، والمساهمة في زيادة الدخل القومي من خلال إنتاج السلع والخدمات، إلا أنها تعترضها العديد من المعوقات والمخاطر والعراقيل التي تحد من انتشار استخدامها والاستفادة منها بقدر أهميتها، كغيرها من صيغ التمويل والاستثمار الإسلامي، ومن منطلق تميز المضاربة الإسلامية نظراً لدورها الإيجابي على الاقتصاد القومي من خلال توفير التمويل اللازم للعديد من المشاريع التنموية، وفتح المجال لصغار المدخرين من الاستفادة من مدخراتهم وتوظيفها في مشاريع مشتركة لا تتعارض وأحكام الشريعة الإسلامية، صار من الواجب تطوير هذه الأداة الاستثمارية من خلال التعرف على الأسباب الحقيقية التي تحول وتعزل الاستفادة القصوى من المضاربة، ومحاولة التحوط من المخاطر المحتملة حدوثها.

ومن أهم الصعوبات التي تقف أمام تطبيق نظام المضاربة لتعبئة الموارد في صناديق الاستثمار، واستثمار مدخرات الأفراد، هو عدم رغبة جميع الأطراف في تحمل الحد الأدنى من المخاطر، وعدم توفر الضمان الكافي لاسترجاع الأموال، وعدم قدرة أصحاب الأموال على إثبات التقصير والتعدي على المضارب في حالة تسببه في إتلاف رأس المال، ورغبة أصحاب الأموال في استرجاع أموالهم عند احتياجها، بالإضافة للعديد من المعوقات التي ساهمت في تقليص العمل بالمضاربة الإسلامية، وفي هذا الفصل نهدف إلى دراسة المخاطر المالية في المؤسسات المالية بشكل عام والمخاطر المصاحبة لتطبيق المضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار بصفة خاصة، والوقوف على أهم الأسباب التي تحد من استخدامها وتطبيقها بالشكل المطلوب.

3.1 مخاطر المال والأعمال في صناديق الاستثمار:

الخطر، مصطلح مصاحب بالوجود في كل جانب من جوانب الحياة، ولا يكاد يخلو عمل أي كان نوعه من عامل الخطر، ولهذا السبب تحديداً من الفطرة الإنسانية وجود حاسة الحذر مما يحيط بنا، ومحاولة التحوط حتى نحمي أنفسنا من الوقوع في أمر غير مرغوب، ومن هذا القول يمكن تعريف **الخطر**: هو احتمال حدوث شيء سيئ، ينطوي الخطر على عدم اليقين بشأن تأثيرات نشاط ما فيما يتعلق بشيء يقدره البشر (مثل الصحة، أو الرفاهية، أو الثروة، أو الملكية، أو البيئة)، وغالباً ما يركز على العواقب السلبية وغير المرغوب فيها.¹⁵⁷

تتعرض جميع الصناديق الاستثمارية إلى تقلبات في التدفقات المالية خلال الفترات المالية، مما يؤثر على العائد المتوقع من وراء هذه التدفقات، نظراً للعديد من العوامل المصاحبة للنشاطات المالية في الصناديق المختلفة، وهذه العوامل منها ما هو متعلق بنشاط الصندوق وظروفه الداخلية، ومنها ما هو من خارج الصندوق ولا علاقة له بها ورغم ذلك تتأثر بها ومن هذه التقلبات ما هو إيجابي وفي صالح الصندوق، ومنها ما هو سلبي ويشكل تهديداً ويؤدي إلى تدهور الأوضاع المالية وقد يعرضه للإفلاس في أسوأ الأحوال.

وفي هذا المبحث نتناول أهم المخاطر والتهديدات التي تؤثر سلباً على الصناديق الاستثمارية التقليدية والإسلامية.

3.1.1 مفاهيم وأنواع المخاطر في صناديق الاستثمار.

تتعلق المخاطر في الصناديق الاستثمارية بشكل عام باحتمالات خسارة الأموال، نتيجة أحداث وظروف خارجية معاكسة للتوقعات أو مصاحبة لخلل داخل منظومة العمل مما يعوق إدارة الصندوق على تحقيق أهدافه التي أسس من أجلها، وهذه المخاطر منها ما يتعلق بالتشغيل والأعمال ويطلق عليه بمخاطر الأعمال، ومنها ما هو متعلق بالأمور المالية ويطلق عليه المخاطر المالية.

"المخاطرة تعبير يشير إلى خطر مستقبلي محتمل ناجم عن إجراء عمل ما، أي أن مفهوم

¹⁵⁷ https://en.wikipedia.org/wiki/Risk#cite_note-Cambridge-1

المخاطرة يركز على النواحي السلبية المترتبة على القيام بذلك الفعل".¹⁵⁸

ويتم تقسيم المخاطر التي قد تتعرض لها معظم الصناديق الاستثمارية أو الشركات الاستثمارية، إلى نوعين أساسيين وهم المخاطر الداخلية والتي غالباً ما يكون مصدرها من داخل الصندوق نفسه نتيجة للخلل في الإدارة.

أو لوجود فساد إداري أو مالي أو نتيجة لاتباع سياسة غير ملائمة في العمل، وعدم مواكبة التطور التكنولوجي الحاصل في نفس المجال، وغير ذلك من المخاطر التي تصيب صندوقاً بعينه ولا تصيب غيره من نفس الصناعة، والمخاطر الخارجية، والتي يكون مصدرها من خارج الصندوق، ولكنها تؤثر بشكل مباشر على الصندوق، مثل الكساد الاقتصادي العام.

أو اندلاع الحروب وعدم الاستقرار السياسي، والكوارث الطبيعية، وانتشار الأمراض والأوبئة الفتاكة مثل ما حصل مؤخراً عندما انتشر وباء COVID 19 وما شهده العالم من إغلاق كامل وتوقف معظم القطاعات عن العمل وبلغت الخسائر بمئات المليارات، مثل هذه المخاطر يصعب التنبؤ بحدوثها والتحوط منها وعندما تحدث تصيب معظم القطاعات.

ويمكن تقسيم المخاطر التي تواجه الصناديق الاستثمارية¹⁵⁹ إلى مخاطر مرتبطة بطبيعة عمل ونشاط الصندوق وأنظمتها، وتسمى (مخاطر الأعمال) وتتكون من مخاطر التشغيل، والمخاطر الاستراتيجية، والمخاطر القانونية، ومخاطر أخرى ترتبط بالأمور المالية، (المخاطر المالية) ويمكن تصنيفها إلى مخاطر السوق، ومخاطر الائتمان، وفي هذه الدراسة نذكر أهم المخاطر التي تصيب الصناديق الاستثمارية والتي تؤثر وبشكل مباشر على الإيرادات المتوقعة.

وفيما يلي نتعرف على أهم هذه الأنواع من المخاطر التي تتعرض لها صناديق الاستثمار بشكل عام.

¹⁵⁸ Jack A Jones, "An Introduction to Factor Analysis of Information Risk (FAIR)", *Risk Management Insight LLC*, November 2006

¹⁵⁹ طارق الله خان، إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعات المالية الإسلامية، ط 1 (جدة: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، 2003م)، 30.

3.1.1.1 المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية:

تقسم المخاطر في صناديق الاستثمار والأسواق والمؤسسات المالية بشكل عام إلى نوعين رئيسيين هما:

أ- المخاطر النظامية: Systemic Risk

المخاطر النظامية،¹⁶⁰ هي من ضمن مخاطر الأسواق المالية، والتي تشير إلى المخاطر التي تقع أو تؤثر على الأوضاع الاقتصادية أو مجموعة من المؤسسات التي يمتلك الصندوق الاستثماري أسهمها، وغالباً عندما تحدث تصيب الاقتصاد ككل أو صناعة معينة بالكامل وهذا النوع من المخاطر لا يمكن التحوط منه بالتنوع، مثل الكوارث الطبيعية والانفلات الأمني، والحروب، وغيرها.

ب- المخاطر غير النظامية: Non-Systemic Risk

المخاطر غير النظامية، "تتعلق المخاطر غير النظامية بمؤسسة أو صندوق استثماري واحد، أو قطاع محدد دون غيره، وبالتالي تأثيرها لا يكون شاملاً، ولا يمتد إلى كثير من المؤسسات أو بقية القطاعات الأخرى"¹⁶¹

يمكن حدوث هذا النوع من المخاطر نتيجة تعرض الصندوق أو القطاع الاقتصادي لمؤثر داخلي أو خارجي وعندما تحدث غالباً تصيب صندوقاً استثمارياً معينة فقط أو قطاع أو صناعة فقط دون غيرها، وهذا النوع يمكن التحوط منه بالتنوع.

3.1.1.2 مخاطر الأعمال. Business Risk

تختلف مخاطر الأعمال على حسب النشاط الذي تمارسه الصناديق الاستثمارية، وطبيعة الاستثمار المباشر أو غير المباشر، وحسب الظروف المحيطة بها والموقع الجغرافي، وكذلك الأوضاع السياسية والأمنية، فكلما كانت إدارة الصندوق تعمل في ظروف مستقرة وتخضع أعمالها إلى القوانين واللوائح التنظيمية كلما أسهم ذلك في تقليل مخاطر الأعمال فيها، حيث يوجد الكثير من العوامل التي قد تؤدي لخلق مخاطر الأعمال في بعض الأوقات تكون

¹⁶⁰ خالد شادي، موقع بورصات، مخاطر الأسواق المالية، [04.10.2005] <https://www.borsaat.com>

¹⁶¹ المصدر السابق.

الإدارة العليا للصندوق هي التي تتسبب في مواقف معينة قد تعرض أصول الصندوق لدرجة عالية من المخاطر.

وفي بعض الأحيان يكون سبب المخاطر من خارج الصندوق، لهذا السبب من المستحيل على إدارة الصندوق أن تحمي نفسها تماماً من المخاطر، ولذلك تلجأ الإدارة لاتباع طرق التحوط للتخفيف من المخاطر الكلية المرتبطة بتشغيل أعمالها.¹⁶²

ويمكن أن تؤثر مخاطر الأعمال على أرباح الصندوق وسمعته بين المستثمرين والمتعاملين معه وتُعد خطط إدارة المخاطر عاملاً مهماً في التخفيف من مخاطر الأعمال ويمكن أن يساعد التعرف على مخاطر العمل في إنشاء استراتيجيات تحوط للحد منها وقت حدوثها.

ومما سبق يمكن تعريف مخاطر الأعمال بأنها أي شيء يهدد قدرة الصندوق الاستثماري على تحقيق أهدافه على المدى البعيد، وقد تؤدي هذه العوائق إلى انهياره وتوقف أعماله، ويتم تصنيف هذا النوع من المخاطر كما يلي:

أ- المخاطر التشغيلية: Operational Risk

وهي احتمال فشل العمليات التجارية والاستثمارية للصناديق ذات الاستثمار المباشر، بسبب عدم الكفاءة والأخطاء البشرية، والأحداث الخارجية مثل التغيرات التنظيمية وهي مخاطر الخسائر التي تحدث بشكل مباشر وغير المباشر الناتجة عن عوامل من داخل الصندوق أو من خارجه، وتعود العوامل الداخلية غالباً إلى عدم كفاءة وكفاءة التجهيزات التقنية، وتتمثل الأخطاء البشرية في عدم الكفاءة،¹⁶³ أو بسبب الذمم المالية، أو عدم الدقة في حفظ السجلات المحاسبية، وأخطاء إدخال البيانات أو قرصنة المعلومات، وأما مخاطر العمليات تحدث لعدة أسباب منها عدم دقة المواصفات، وعيوب المنتج والتلاعب بالمواصفات القياسية، وغيرها الكثير من الأخطاء والمخالفات التي تكون سبباً في فشل المشاريع وتؤدي إلى الإفلاس في نهاية المطاف.

¹⁶² Will Kenton, What Is Business Risk? Definition, Factors, and Examples [25 March 2022] <https://www.investopedia.com/terms/b/businessrisk.asp>

¹⁶³ NIBUSINESS, Latest advice and support straight to your inbox, [25 March 2022] <https://www.nibusinessinfo.co.uk/content/types-risk-your-business-faces>

ب- المخاطر الاستراتيجية: ¹⁶⁴ Technological risks

هي الأحداث والعوارض الداخلية والخارجية التي تحول دون تحقيق أهداف إدارة الصندوق الاستراتيجية، وهي المخاطر المتعلقة بالخطط المستقبلية للصندوق، على سبيل المثال الدخول في أسواق جديدة أو التوسع في الخدمات الحالية.

ويمكن أن يؤثر هذا النوع من المخاطر على اتخاذ القرارات الاستراتيجية، ما ينتج عنه خطط مستقبلية معيبة، أو عدم الاستجابة للتطورات والتغيرات في الصناعة مما ينتج عنه فقدان المنافسة والخروج من السوق بسبب التطور الحاصل في السوق أو في أذواق المستهلكين وارتفاع التكاليف بالمقارنة مع دخول التقنيات الحديثة.

ت- المخاطر القانونية. Legal Risk

المخاطر القانونية وهي المتمثلة في القضايا والدعاوى والأحكام والإجراءات القانونية التي ترفع ضد إدارة الصندوق، وتؤدي إلى تعطيل بعض أو كل العقود، وتؤثر سلباً على عمليات الصندوق الاستثماري.¹⁶⁵

ومن ضمن المخاطر القانونية هناك ما يسمى بمخاطر الامتثال، وهي عدم تطبيق إدارة الصندوق للقوانين واللوائح بشكل صحيح، ويحدث ذلك إما سهواً أو بقصد، مثل التهرب الضريبي أو غسيل الأموال، أو ممارسة أنشطة غير مصرح بها، وهذه المخاطر تؤثر على المكتسبين في الصناديق الاستثمارية ويقلل من عوائدهم، ويعرض سمعة الصناديق للخطر مما يؤثر على أسعار أوراقهم المالية في البورصة.

3.1.1.3 المخاطر المالية. Financial Risk

ترتبط المخاطر المالية ارتباطاً مباشراً بأعمال الصندوق الاستثماري، وهو مصطلح يعبر عن كل المخاطر المرتبطة بجميع أشكال التمويل والاستثمار، وهو الفرق بين العائد الحقيقي

¹⁶⁴ المصدر السابق.

¹⁶⁵ عبد الكريم قندوز، تحليل المخاطر في أدوات التمويل الإسلامي، التعريف بمؤسسات التمويل الإسلامي، (صندوق النقد العربي 2020م): 25.

والعائد المتوقع، وتحدث هذه المخاطر بالفعل عندما تكون مجموع العوائد الحقيقية للصندوق قيمة سالبة مما يدل على عدم قدرته على تحقيق أهدافه.¹⁶⁶

حيث يشار للمخاطر المالية عادة إلى احتمال أن يكون التدفق النقدي للصندوق الاستثماري أو للمؤسسة التي يمتلك الصندوق أوراقها المالية غير كافٍ للوفاء بالتزاماتها المالية تجاه الآخرين، ويمكن أن تنطبق المخاطر المالية أيضًا على الحكومة التي تتخلف عن سداد التزاماتها، ويندرج تحت مسمى المخاطر المالية، مخاطر السوق وما يتعلق به، ومخاطر السيولة، ومخاطر الائتمان وما ينتج عنه، وفيما يلي أهم هذه التصنيفات:

أ- مخاطر السوق: Market Risk

تختلف مخاطر السوق باختلاف النشاط الاستثماري فمخاطر الصناديق الاستثمارية ذات الاستثمار غير مباشر مرتبط بأسعار الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية، والصناديق الإنتاجية مرتبط بأسعار المواد الخام، وهذا ينطبق على جميع القطاعات، حيث تتأثر الأسواق نتيجة الظروف المحيطة بها. على سبيل المثال لا الحصر كالظروف الاقتصادية، والصرعات السياسية والأمنية، واختيار العملات المحلية، وغيرها، ويمكن أن تكون هذه المخاطر من مصادر خارجية، ومفروضة على إدارة الصندوق، وعندما تقع تكون عامة على جميع القطاعات، وقد تكون مصادرها داخلية ويتأثر بها صندوق بعينة نتيجة لظروف خاصة به.

ومما سبق يمكن تعريف مخاطر السوق¹⁶⁷ "على أنها مخاطر الخسائر الناشئة عن تحركات أسعار السوق" ويندرج تحت مسمى مخاطر السوق العديد من المخاطر المرتبطة ارتباطاً مباشراً بالسوق وأهمها:

■ مخاطر أسعار الأوراق المالية: Stock Price Risk

تخضع الأوراق المالية المتمثلة في الأسهم والصكوك والسندات داخل سوق الأوراق المالية لقانون العرض والطلب مثلها مثل بقية السلع، ولكن غالباً ما تكون مخاطر تقلبات الأسعار

¹⁶⁶ James E. Corter, Yuh-Jia Chen, "Do Investment Risk Tolerance Attitudes Predict Portfolio Risk? *Journal of Business and Psychology*, No.3, Vol.20 (Spring, 2006): 13.

¹⁶⁷ تعريف صادر عن لجنة بازل للرقابة المصرفية (BCBS) في ديسمبر 2017 توجيهاتها النهائية، بازل 3.

في الأوراق المالية أشد خطورة¹⁶⁸ لأن التذبذب في أسعار الأوراق المالية سواء بالارتفاع أو الانخفاض ليس له ما يبرره في الواقع داخل الشركة أو الصندوق الاستثماري المغلق، المصدر لهذه الأوراق، فالتغير في الأسعار غالباً ما يكون بسبب المقامرة على الأسعار، أو بسبب توقعات مستقبلية لبعض المحللين الماليين.

■ مخاطر أسعار الفائدة: Interest Rate Risk

يقصد بمخاطر أسعار الفائدة هو تعرض رأس مال الصناديق الاستثمارية وأرباحها الحالية، أو المستقبلية للتغيرات المعاكسة في أسعار السوق، هذه المخاطر جزء طبيعي من الأعمال المصرفية، وصناديق الاستثمار والمؤسسات المالية التقليدية، ويمكن أن تكون مصدراً مهماً للربحية وقيمة المساهمين،¹⁶⁹ ومع ذلك فإن مخاطر أسعار الفائدة المفرطة يمكن أن تهدد الصناديق الاستثمارية ورؤوس أموالها والسيولة والملاءة المالية، وتعتبر من أشد المخاطر التي تهدد المراكز المالية، وذلك لارتباط أسعار الفائدة بالكثير من الأدوات المالية التقليدية مثل السندات وأذونات الخزانة، والمشتقات المالية، وحتى الكثير من المعاملات المالية الإسلامية، تربط معدلات الأرباح بمعدل العائد للفائدة كمؤشر على توزيع الأرباح.

■ مخاطر أسعار صرف العملات: Foreign Exchange Risk

تحدث مخاطر أسعار الصرف في صناديق الاستثمار والشركات التي يستدعي عملها التعامل بعملات غير عملتها المحلية عند الدخول في عقود تستوجب الدفع بعملات أجنبية ونتيجة التقلبات التي تحدث بين الوقت الذي أبرمت فيه الصفقة وبين وقت التنفيذ، فكلما كانت الفترة طويلة كلما كانت المخاطر أكثر حدة، وتحدث المخاطر أيضاً في حالات انهيار عملة بلد ما أمام غيرها من العملات الأخرى.

¹⁶⁸ عمر حميدات، "تأثير أسعار الأسهم على أداء الأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية"، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية جامعة غرداية، بحث منشور، ج3، ع2، (2019م).

¹⁶⁹ FDIC 90 Year, موقع إلكتروني رسمي لحكومة الولايات المتحدة،

<https://www.fdic.gov/resources/bankers/capital-markets/interest-rate-risk/> [05.09.2022].

■ مخاطر أسعار السلع: Commodity price risk

هي احتمال حدوث خسائر أو انخفاض في الأرباح المتوقعة بسبب التغيرات العكسية في أسعار السلع غالباً ما ترتبط أسعار السلع بمخاطر سعر الصرف،¹⁷⁰ وخاصة في الصناديق التي تتعامل مع بلدان أخرى في استيراد المواد الخام، والسلع الأساسية، وتشير مخاطر أسعار السلع الأساسية إلى الخسائر المالية التي قد تحدث لكل من المستهلك والمنتج عندما يكون هناك تغيير في أسعار السلع الأساسية، ومن المخاطر بالنسبة للمشتري أن أسعار السلع قد تكون مرتفعة، على سبيل المثال من النجارين عليهم شراء الخشب لصنع الأثاث، إذا ارتفعت أسعار الخشب، فهذا يعني أيضاً أن تكاليف شراء الأثاث للمستهلك ستكون أعلى، وتنخفض أرباح المنتجين لأنه سيكون هناك عدد قليل من المشتريين¹⁷¹.

الفئة المتأثرة بمخاطر أسعار السلع

- المنتجون بما في ذلك المزارعين وشركات التعدين وشركات النفط ومصنعي السيارات يواجهون مخاطر الأسعار على مدخلات إنتاجهم.
- يواجه المستهلكون مخاطر الأسعار عندما ترتفع الأسعار لأن هذا يؤثر على طلبهم للسلع.
- يؤدي فرض الرسوم الجمركية على الواردات إلى ارتفاع الأسعار.
- يواجه المصدرون أيضاً صعوبات في الأسواق عندما يحدث هذا.
- تواجه الحكومات مخاطر الأسعار، وخصوصاً فيما يتعلق بالحروقات، والسلع الأساسية.

ب- مخاطر السيولة: Liquidity Risk

يقصد بالسيولة المالية هي قدرة الصناديق الاستثمارية على سداد ديونها والتزاماتها الجارية من أصولها الجارية، دون التعرض لخسائر، وإذا واجهت إدارة الصندوق مشاكل في السداد عند استحقاق التزاماتها المالية تنبع مخاطر السيولة من عدم وجود قابلية تسويق للاستثمار الذي لا يمكن شراؤه أو بيعه بالسرعة الكافية لمنع أو تقليل الخسارة.¹⁷²

¹⁷⁰ عبد الكريم قندوز، تحليل المخاطر في أدوات التمويل الإسلامي، 27

¹⁷¹ Jason Gordon, The Business Professor, <https://thebusinessprofessor.com/> [July 22nd, 2021].

¹⁷² Will Kenton, Understanding Liquidity Risk in Banks, and Business, With Examples, <https://www.investopedia.com/terms/l/liquidityrisk.asp> [12 May 2021].

لذلك يلزمها تحليل نسب السيولة بشكل دوري للتأكد من إمكانية الوفاء بالتزامات الديون دون تحقيق خسائر كبيرة والتي قد تكون كارثية. لذلك، تواجه الإدارة متطلبات امتثال صارمة واختبارات ضغط لقياس استقرارها المالي.

ت- مخاطر الائتمان: Credit Risk

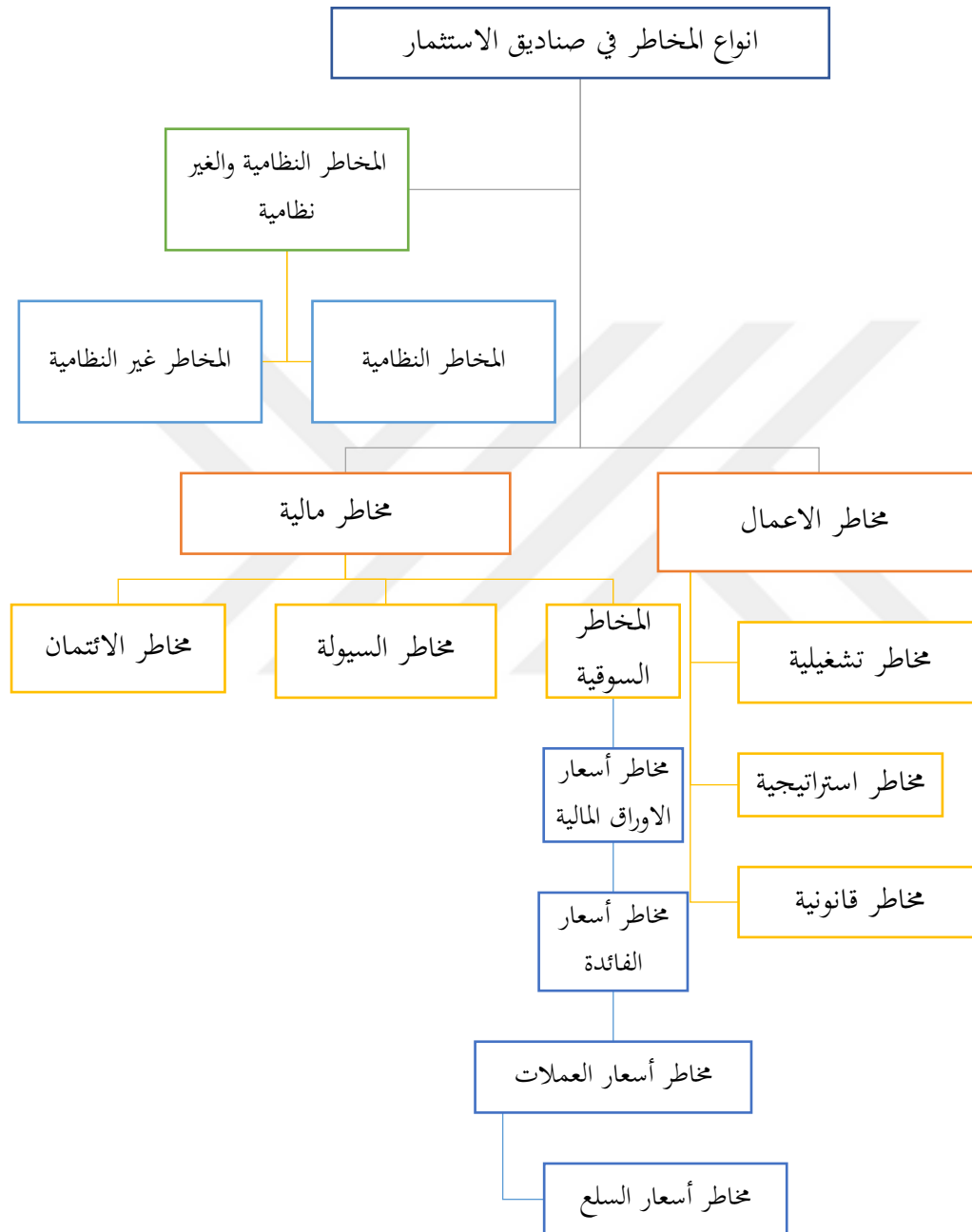
مخاطر الائتمان¹⁷³ "هي احتمال الخسارة الناتجة عن فشل المقترض في سداد قرض أو الوفاء بالتزاماته التعاقدية".

مخاطر الائتمان هي المخاطر الناتجة عن إمكانية حدوث الخسارة بسبب عدم قيام المقترض بسداد القرض، أو المدين بسداد دينه، أو أي التزام مالي يستوجب الدفع في وقت محدد. وبأسلوب أكثر دقة، تدل مخاطر الائتمان على توقف التدفقات النقدية عندما لا يقوم المدين أو العميل بدفع الدين أو الأرباح له، وتكون المخاطر الائتمانية مرتفعة متى لا يكون لدى المدين تدفقات نقدية مناسبة لدفعة المستحقات، أو إذا لا يوجد لديه أصول كافية تساهم في سداد الالتزامات.

إذا كانت مخاطر عدم القدرة على السداد مرتفعة، فمن المتوقع أن يطلب الدائن تعويضًا في شكل فائدة أعلى، والشكل التالي يبين أهم أنواع المخاطر التي يمكن أن تواجه أي صندوق استثماري سواء كانت استثماراته مالية، أو استثمارات حقيقية.

¹⁷³ Posted by The INVESTOPEDIA TEAM, reviewed by THOMAS BROCK, Credit Risk: Definition, Role of Ratings, and Examples, www.investopedia.com/terms/c/creditrisk.asp [04 March, 2021].

الشكل 3.1 - يوضح أهم المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات والأسواق المالية



المصدر: إعداد الباحث استناداً على ما سبق من معلومات.

3.1.2 مفاهيم وأنواع المخاطر في صناديق الاستثمار الإسلامية:

لا يختلف المفهوم العام للمخاطر باختلاف المعاملات وآليات تنفيذها، فمفهوم المخاطر في المؤسسات الإسلامية هو نفسه في المؤسسات التقليدية، وكل ما تم ذكره من أنواع المخاطر يمكن أن تتعرض له صناديق الاستثمار الإسلامية، ولكن بصورة متفاوتة فبالإضافة إلى المخاطر المصاحبة لجميع الأعمال والاستثمارات المالية، هناك مخاطر استثنائية مصاحبة لأدوات الاستثمار والتمويل الإسلامي نظراً لطبيعة هذه الأدوات من الناحية الشرعية، التي تختص بها عن غيرها من الأدوات المالية التقليدية.

تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية عن التقليدية بالرجوع إلى قواعد الشريعة الإسلامية في جميع تعاملاتها سواء كانت المعاملات مالية، أو تجارية أو استثمارية، وكل صندوق من هذه الصناديق له نهج وأدوات استثمارية مختلفة عن غيره وتخضع لأحكامه الشرعية، وفق القواعد الشرعية (الغنم بالغرم) و (الخروج بالضمان) ومصدراً لنهي سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم عن ربح ما لم يضمن.

فرق ابن القيم بين المخاطرة المباحة والواجب تحملها، والمخاطرة المنهي عنها والواجب على المسلم الابتعاد عنها في قوله؛ "المخاطرة مخاطرتان: مخاطرة التجار، وهو أن يشتري السلعة بقصد بيعها ويربح ويتوكل على الله، ففي هذه المخاطرة صلاح للتاجر وللمنتج وللمستهلك ولذلك فهي مخاطرة مبررة ومرغوبة اجتماعياً ولو كان فيها غرر: ستر لعاقبة التجارة وجهالة بنتائجها، وهي تؤهل باذنها للارتياح، أما المخاطر السلبيه فهي لا تديم منفعة ناجزة ولا تنتج منفعة جديدة، ولا تنقل المال بين الناس على أسس مشروعة والخطر الثاني الميسر الذي يتضمن أكل المال بالباطل، فهذا الذي حرمه الله ورسوله".¹⁷⁴

ولذلك لا وجود لاستثمار خالي من المخاطر وتحمل المسؤولية في الشريعة الإسلامية، مثل ما يحدث في بعض المؤسسات المالية الربوية، والتي يكون فيها تغليب مصلحة طرف على

¹⁷⁴ ابن القيم الجوزية، زاد المعاد في هدي خير العباد، تحقيق، شعيب، وعبد القادر الأرناؤوط، ج5، ط3 (لبنان: مؤسسة الرسالة، 1998م)، 816.

الأخر، وبذلك من يتحمل الخسارة والمخاطر الطرف الأضعف نظراً لحاجته للتمويل مما يزيد من شدة الضرر.

ولذلك ارتبطت المعاملات المالية بالمخاطر في أحكام الشريعة الإسلامية وتحديد نوع وحجم المخاطر التي يمكن تحملها وفقاً لعقود واضحة ولا وجود لغرر يبطلها، والابتعاد عن المقامرة والمجازفة، والنهي عن إلقاء النفس والأموال إلى التهلكة.

ولدراسة هذه المفاهيم لا بد من التعرف على أهم أنواع الأدوات المالية الإسلامية، ويمكن تقسيمها على حسب خصائصها كما يلي:¹⁷⁵

أ- تصنيف الأدوات المالية الإسلامية على حسب الموجودات (الأصول) وهي التي تعتمد على شراء أو بيع الأصول، مثل بيع المراجحة، والاستصناع، وبيع السلم، أو التي تعتمد على بيع منافع الأصول مثل الإجارة.

ب- تصنيف الأدوات المالية الإسلامية التي تعتمد على المشاركة في الأرباح والمتمثلة في المشاركة والمضاربة الإسلامية.

ومن خلال هذه التصنيفات تنبثق صناديق الاستثمار، وصكوك الاستثمار، والتي تكون فيها المضاربة الإسلامية، بالإضافة للوكالة بالاستثمار هي رابط العقد في تكوينها ونشأتها.

وفي هذه الدراسة نتعرف على أهم المخاطر المحتملة حدوثها والتي غالباً ما تكون مصاحبة للمؤسسات المالية الإسلامية وصناديق الاستثمار التي تعمل وفقاً للشريعة الإسلامية، وصكوك الاستثمار بشكل عام، ولصيغة المضاربة الإسلامية بشكل خاص، والتي تحد من انتشارها.

3.1.2.1 المخاطر المصاحبة لأدوات التمويل والاستثمار الإسلامية:

تخضع أدوات التمويل والاستثمار التي تندرج تحت أحكام وشروط الشريعة الإسلامية للمخاطر مثل أي أداة استثمارية أخرى، والمتعلقة بالائتمان، والسوق، والسيولة، وسعر الصرف، وغيرها دون استثناء بالإضافة للمخاطر التي قد تحدث بسبب المخالفات الشرعية، والتي في كثير من الأحيان تنتج عند عدم الفهم الكامل للشروط والأحكام الخاصة بالأداة

¹⁷⁵ عبد الكريم قندوز، تحليل المخاطر في أدوات التمويل الإسلامي، 28.

المستثمر فيها، أو خلل في هيئة الرقابة الشرعية وعدم الإلمام الكامل بالتفاصيل المحاسبية المعقدة، وفي أحيان كثيرة تكون بسبب استغلال الشريعة والادعاء بالعمل الشرعي الظاهري، ولكن في الواقع تكون جُل أعمالهم مخالفة لشريعة ومبادئها السامية وعن الاستغلال السيئ لبعض ضعاف النفوس، وسببت هذه الأعمال بارتفاع تكاليف استخدام هذه الأدوات، والواقع يشير إلى أن هذه المخالفات صارت منتشرة بشكل كبير في معظم المؤسسات والصناديق الاستثمارية الإسلامية، مما أداء إلى فقد الثقة بها من عامة أفراد المجتمع.

3.1.2.2 مخاطر الأدوات المالية الإسلامية المعتمدة على أصول:

في الأدوات المالية التي تعتمد على استغلال الأصول، تكون إيرادات المؤسسات المالية الإجمالية هو الفرق بين المترتب على المنشأة من تكلفة الأصل، والمبلغ القابل للاسترداد الناتج عن تأجير أو بيع ذلك الأصل، وقد تنطوي هذه الأدوات على مخاطر السوق والأسعار المتعلقة بالأصل، وكذلك المخاطر الائتمانية فيما يتعلق بالمبالغ المستحقة على الغير، وفيما يلي بعض أهم المخاطر التي تصاحب الأدوات المالية الإسلامية:

أ- مخاطر بيع بالمراجحة:

عقد بيع المراجحة: هو البيع الذي يؤجل فيه الثمن، أو تقسيطه على دفعات، والذي يتم فيه زيادة سعر بيع السلعة عن سعر الشراء الأصلي مع ضرورة علم المشتري بسعر الشراء، لتحقيق ربح.

وتعد المراجحة للآمر بالشراء، التي فيها يقوم المشتري بطلب سلعة معينة لا يملكها البائع، وإنما يشتريها البائع بطلب من المشتري الراغب في هذه السلعة، من أكثر صيغ التمويل الإسلامي شيوعاً في معظم المؤسسات المالية الإسلامية وخاصة المصارف، وذلك لسهولة وسرعة تطبيقها، غالباً ما تستخدم لإتمام عمليات بيع محددة أو صفقات معينة، ولكن هذه الأداة الاستثمارية تنطوي على مخاطر الائتمان واحتمال تراجع العميل عن إنجاز عملية الشراء وبهذا فإن الخطر المتوقع يكون في عدم قدرة العميل على الإيفاء بوعده مما يحمل البائع أو المصرف تكاليف إضافية المترتبة عن التخزين والتغير في الأسعار إلى أن يجد البائع مشترياً

آخر يشتري السلع، بالإضافة إلى أنه لا يجوز شرعاً فرض البائع¹⁷⁶ غرامات تأخير أو الزيادة في السعر المتفق عليه للأقساط في حال ما إذا تأخر أو ماطل المشتري في عملية التسديد مما يحتم على البائع مواجهة خطر الخسارة، وتوجد مخاطر تتعلق بالسلعة المستوردة من الخارج فقد تأتي المواصفات مختلفة أو ناقصة أو تالفة وقد تتعرض للهلاك كالحرائق أو الغرق أو السرقة مثلاً.

ب- مخاطر الاستصناع:

يعرف الاستصناع¹⁷⁷ "بأنه عقد مع صانع على عمل شيء معين في الذمة، ويعرف بأنه عقداً على بيع في الذمة وشرط عمله على الصانع"

ومثال على ذلك كاتفاق شركة تجارية مع صانع على أن يصنع لها مجموعة من السيارات، أو أي سلعة أخرى بأوصاف محددة، في وقت محدد، وقد يكون لسلعة لها مثل في السوق، وقد تكون سلعة محددة لغرض معين، ويتم وصفه لصانع، وتحتاج لدقة في التصنيع.

ومن أكثر مخاطر الاستصناع شيوعاً:¹⁷⁸

- **المخاطر الفنية:** تتمثل في عدم قدرة الصانع من تسليم المستصنع (المنتج) وفقاً للمواصفات المطلوبة وخصوصاً في الصناعات التي تحتاج إلى دقة وخبرة محترفة في تصنيعها.

- **مخاطر الائتمان:** تنشأ مخاطر الائتمان من عدم انتظام تسديد الدفعات والمماطلة من المستصنع له، مما يعرض الصانع إلى المخاطر التشغيلية والمالية معاً، نتيجة الالتزامات أمام الفنيين أو تأجير المعدات وغيرها من الارتباطات التشغيلية.

¹⁷⁶ موقع إسلام ويب، (قسم الفتوى)، ضوابط المراجعة الجائزة وحكم غرامة التأخير، إخذ بتاريخ 10 مارس 2022

www.islamweb.net/ar/fatwa/354673 تاريخ النشر: 12 يونيو 2017 م.

¹⁷⁷ علي الخفيف، أحكام المعاملات الشرعية، (القاهرة: دار الفكر العربي، 2008م) 476 - 478.

¹⁷⁸ عبد الوهاب عباس، "مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وأثرها على قرار التمويل، دراسة عن عينة من البنوك الإسلامية اليمنية"، مجلة العلوم الاقتصادية، ج 17، ع 1، (2016م): 132.

• **المخاطر القانونية:** ومثال على ذلك عندما يعجز الصانع على تسليم المنتج كما هو في العقد أو وفقاً للمواصفات المطلوبة وفي الوقت المناسب، وما يترتب على ذلك من غرامات والالتزامات قانونية قد تصل إلى سحب الترخيص المهني.

ت- مخاطر بيع السلم:

عقد السلم كما هو معروف في كتب الفقهاء¹⁷⁹ : "هو عبارة عن بيع موصوف في الذمة بثمن يدفع عاجلاً" أي شراء سلعة غير حاضرة، موصوفه في الذمة ودفع ثمنها عاجل، ويشترط في السلم تسليم رأس المال في مجلس العقد، وتحديد مواصفات المبيع، ووقت ومكان التسليم، وينطوي عقد السلم على نوعين رئيسيين من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لهما المتعامل بعقد السلم وهي المخاطر الائتمانية، والمخاطر السوقية، وهناك مخاطر أخرى فرعية مثل المخاطر التشغيلية والمخاطر الأخلاقية.¹⁸⁰ ويعتبر عقد السلم من العقود التي تحوي معظم أنواع المخاطر، الشيء الذي يمكن ذكره هو أن عقود السلم تعتبر مرتفعة المخاطر، ولذلك تصنف عقود السلم من ضمن العقود الآجلة، وإن كان يختلف عنها في بعض الجوانب.

ت- مخاطر الإجارة:

تعرف الإجارة "هي إجارة الأعيان وهي عقد يراد به تمليك منفعة مشروعة معلومة لمدة معلومة بعوض مشروع معلوم"¹⁸¹.

تعتبر الإجارة من أقل أدوات التمويل الإسلامي عرضة للمخاطر إذا اتبعت أساليب التحوط فيها بشكل جيد، ومن أهم المخاطر التي يمكن أن تحدث خلال عملية التأجير، المخاطر التشغيلية، والتي يصاحبها الاستخدام السيئ للأصول المؤجرة من قبل المستأجر، مما يقلل من عمرها الافتراضي، أو إعادة تأجيرها بالباطن، والاستخدام في أغراض غير الغرض المذكور في

¹⁷⁹ التعريفات الفقهية للبركي، The Arabic Lexicon.

<http://arabiclexicon.hawramani.com/?p=46844#24241a> [2.06.2022]

¹⁸⁰ عيسى، موسى آدم. "مخاطر عقد السلم وكيفية معالجتها بالشروط العقدية والتصرفات في السلعة المباعة"، مجلة

المعهد العالي للبحوث والتدريب، السعودية، ج23، ع2، (2017م).

¹⁸¹ عطا الله الزبون، مفاهيم مالية إسلامية، (الجزائر: دار المتنبى لنشر 2009م)، 43.

العقد، وقد يترتب على ذلك مخالفات قانونية، بالإضافة لمخاطر الائتمان، مثال على ذلك امتناع المستأجر عن دفع الالتزامات في مواعييدها، ومخاطر التغير في التقنيات التكنولوجية خصوصاً في السنوات الأخيرة التي شهدت تسارعاً متزايداً في التقدم التكنولوجي، مما يفقد بعض الأصول قيمتها بظهور أصول أكثر تطوراً وبأقل التكاليف.

3.1.2.3 مخاطر الأدوات المالية الإسلامية المعتمدة على المشاركة في الأرباح:

في الأدوات المالية التي تعتمد على مشاركة الأرباح، مثل المضاربة والمشاركة، تتعرض إلى المخاطر التي تتعلق بطبيعة مخاطر الاستثمار في رؤوس الأموال المستخدمة للمتاجرة والاستثمار، والتي تتوافق وفقاً للقواعد الفقيه (الغنم بالغرم)، (والخراج بالضمان).

وفيما يلي بعض أهم المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر في المشاركة أو المضاربة:

أ- مخاطر المشاركة:

تعرف المشاركة:¹⁸² "هي عقد بين طرفين أو أكثر على الاشتراك في رأس المال للقيام بأعمال وأنشطة محددة ومعرفة بغرض الحصول على الربح الذي يكون مشترك بينهم، وليس بشرط أن تكون الحصص متساوية بين الشركاء أو المساواة في العمل والمسؤوليات في الشركة، كما لا يشترط أن تكون الأرباح متساوية بين الشركاء، وأما في حالة حدوث الخسارة، فيشترط أن تكون حسب حصة كل شريك من رأس المال".

المشاركة تُعد واحدة من أهم أساليب التمويل والاستثمار في الشركات بشكل عام، لأنها تساعد المؤسسات في تمويل مشاريعها، أو في استثمار أموالهم وتحقيق عائد جيد من خلال المشاركة بنسب محددة في رأس المال لتكوين مشروع جديد أو المساهمة في مشروع موجود فعلاً بحيث تصبح حصة لكل شريك في رأس المال بشكل دائم أو متناقصة، ومستحقاً لنصيبه في الأرباح، كما أن التمويل بالمشاركة يؤدي إلى تحفيز الاستثمار في المشروعات الإنتاجية، ويساهم في تقليل تكاليف الإنتاج بسبب خلو رأس المال من الديون والفوائد، وعلى الرغم من مزايا استخدام صيغة المشاركة إلا أنها عرضة للعديد من المخاطر أهمها

¹⁸² عبد الهادي يعقوب، "المشاركة أحكامها الشرعية وتطبيقاتها العملية، بنك الخرطوم، منشورات اتحاد المصارف العربية"، مجلة قسم الدراسات والبحوث، ط2، ع415، (1994م): 14.

المخاطر الائتمانية، المتمثلة في حالة عدم قيام العميل بدفع نصيب المؤسسة المالية وخصوصاً في المصارف التي تدخل في شراكة مع شركات أخرى في العائد بالإضافة إلى ذلك أن هذه الأرباح لا تحدد مقدماً، وقد لا يقوم العميل باستخدام رأس مال المشاركة في المجال المخصص له مما قد يؤدي إلى وقوع الخسارة المؤسسة المالية لحصتها في رأس المال، وتعود أيضاً لعدم امتلاك الخبرة والمعرفة الكافية للعميل لإدارة المشروعات الاستثمارية، إضافة إلى مخاطر الاستثمارات في رؤوس الأموال وهي المخاطر الناتجة عن المشاركة للحصول على تمويل إضافي، أو ممارسة النشاط المذكور في العقد، الذي يشارك فيه الممول في تحمل المخاطر مع الطرف الآخر، حيث تخضع استثمارات المشاركة في رأس المال إلى العديد من الاعتبارات تتمثل في نوع ومجال النشاط وسمعة الشريك، والخبرة الفنية والإدارية المتعلقة بالجوانب التشغيلية.

ب- مخاطر المضاربة:

تناولت هذه الدراسة في الفصل الأول بشيء من التفصيل تعريف المضاربة الشرعية وأحكامها وشروط انعقادها، وفي المبحث القادم من هذا الفصل نتناول أهم المعوقات والمخاطر التي تعيق انتشارها والعمل بها بشكل أكثر مما هو متعارف عليه الآن، ولذلك يمكننا أن نعتبر المضاربة هي عقد بين شخصين أو أكثر على أن يقدم أحد الطرفين المال، ويُعرف بصاحب المال، ويقوم الطرف الآخر ويسمى (بالمضارب) بالعمل واستثمار المال لغرض تحقيق الربح الذي يقتسمانه بحسب ما يتفقان عليه في العقد، على أن تكون حصة شائعة، لا مبلغاً معيناً، ويتحمل مالك المال الخسارة ما لم تكن ناتجة عن تقصير أو إهمال من العامل المضارب.

ينطوي العمل بالمضاربة الإسلامية على العديد من المخاطر التي تؤثر سلباً على تطبيقها وتكون أكثر حدة على صاحب المال، والمتمثلة في المخاطر الائتمانية، نظراً لطبيعة عقد المضاربة الذي ينص أن يد المضارب يد أمانة لا يضمن المال إلا في حالات التعدي والإهمال، وفي أحيان كثيرة جداً يصعب إثبات ذلك، لأن ذلك ليس بالأمر السهل، بالإضافة لبقية أنواع المخاطر الأخرى السوقية والتشغيلية وكل ما تم ذكره يمكن أن يؤثر وبشكل مباشر على المضاربة.

ويمكن إجمال مخاطر التمويل بالمضاربة الإسلامية التي يمكن أن يتعرض لها صاحب المال، في أربعة أنواع من مخاطر يمكن إيجازها في الآتي:¹⁸³

● ضياع رأس مال المضاربة من غير تعد أو تقصير من المضارب:

بناء على أن يد المضارب على رأس المال يد أمانة وليست يد ضمان، فلا يضمن المضارب إلا إذا خالف شروط العقد التي تم الاتفاق عليها، أو تعدى أو قصر في عمله، ولذلك إذا حدث تلف أو ضياع لرأس مال المضاربة دون تعد أو تقصير من المضارب فإن أصحاب المال هم من يتحمل هذه الخسارة.

● صعوبة إثبات مسؤولية المضارب المقصر أو المتعدي أو المخالف لشروط عقد المضاربة.

من الصعوبة بمكان على أصحاب المال أن يتمكنوا من إثبات عبء التقصير أو التعدي في حالة الخسارة الواقع من المضارب أثناء عمله، إذا ادعى المضارب تلف المال أو ضياعه.

ذلك نتيجة لانفراد المضارب بالعمل دون تدخل من صاحب المال، نظراً لانفراد المضارب بالعمل في المضاربة، وأن اشتراط صاحب المال أن يعمل مع المضارب يفسد عقد المضاربة، كما جاء في كتاب بدائع الصنائع: "لو اشترط صاحب المال العمل في المضاربة فسدت المضاربة، حتى وأن لم يعمل في الواقع، لأن شرط عمله مع المضارب بقصد بقاء يده على المال، وأن شرطه فاسد"¹⁸⁴

● عدم نزاهة المضارب وإخفائه الحقائق عن أرباح المضاربة.

من أكثر مخاطر التمويل بالمضاربة الشرعية شيوعاً هو إخفاء المضارب لحقائق نتائج للمضاربة، أو ادعاء للخسارة وإظهار الميزانية وقائمة الدخل بخلاف الواقع تقليلاً للربح، المستحق لصاحب المال في المضاربة، وهو ما يعبر عنه الاقتصاديون بالمخاطر الأخلاقية

¹⁸³ عادل عبد الفضيل، الائتمان والمدنيات في البنوك الإسلامية، ط1، (الإسكندرية: الفكر الجامعي، 2008م)،

115.

¹⁸⁴ الكاساني، بدائع الصنائع، ج6، 85

وذلك لأن المضاربة تقوم على أن يد المضارب يد أمانة لا يد ضمان.¹⁸⁵

● المماطلة وعدم رد المضارب ما أخذ من المال عند انتهاء المضاربة.

وأيضاً من المخاطر الائتمانية، المتعلقة بالأمانة والأخلاق، هو مماطلة أو امتناع المضارب رد ما في يده من أموال بعد انتهاء المضاربة لصاحب المال سواء كان شخصاً بعينه أو شخصية اعتبارية متمثلة في مصرف أو مؤسسة مالية.

وغالباً ما يتم تحميل أصحاب المال أعباء إضافية من تكاليف ثابتة، ولا يتم إرجاع المبلغ المدفوع كاملاً.

3.1.3 المخاطر والمعوقات المتعلقة بالمضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار.

تعد المضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار موضوعاً هاماً ومثيراً للجدل في الأوساط المالية الإسلامية، فعلى الرغم من الاهتمام المتزايد بالاستثمارات الشرعية وتطبيق مبادئ الشريعة الإسلامية في الأسواق المالية، إلا أن هناك مجموعة من المخاطر والمعوقات التي قد تواجه متعاملي صناديق الاستثمار في ممارسة التداول بناءً على المعايير الشرعية.

3.1.3.1 المخاطر المرتبطة بالاستثمار في صناديق الاستثمار

ينطوي الاستثمار في صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية على عدد كبير من المخاطر التي يمكن تصنيفها على حسب شدتها وتأثيرها، من مرتفعة إلى متوسطة ومنخفضة، ولا يوجد أي ضمان على قدرة الصندوق على تحقيق عوائد إيجابية على الاستثمارات، أو حماية رأس المال المستثمر، ولا يستطيع مدير الصندوق أن يضمن للمستثمرين تحقيق الأرباح من الاستثمار، لأن الاستثمار في صناديق الاستثمار لا يعتبر ديدة استثمارية كما في المصارف التقليدية، وإنما هي أموال يدخل بها الصندوق في استثمارات متنوعة أو تدفع لمن يستثمرها في مجال معين بعقد مضاربة، أو وكالة بالاستثمار إذا كان الصندوق متوافقاً والشريعة الإسلامية، ومشاركة (مساهمة) في الصناديق التقليدية، وأهم المخاطر المرتبطة بالاستثمار في صناديق الاستثمار ما يلي:

¹⁸⁵ سعد بن تركي الخثلان، فقه المعاملات المالية المعاصرة، كيفية تحميل مصروفات المضاربة، (المدينة المنورة: دار الصميعة للنشر 2012م)، 184.

أ- مخاطر الائتمان:

تتمثل مخاطر الائتمان التي يمكن أن يتعرض لها الصندوق الاستثماري،¹⁸⁶ في تعثر أحد الأطراف المشاركين في العملية الاستثمارية في الوفاء بالتزاماته المالية في تاريخ استحقاقها للطرف الآخر، مما يؤدي إلى تكبده خسائر مالية، مما له من تأثير سلبي على استثمارات الصندوق وأدائه وعلى وحدات الصندوق الاستثمارية.

ب- مخاطر التضخم:

التضخم: هو الانخفاض المستمر في قوة العملة المحلية الشرائية، بسبب الزيادة في المستوى العام للأسعار، مما يؤدي إلى تآكل قيمة العملة المحلية، مما يؤثر سلباً على الاستثمارات وانخفاض عائداتها، مما يؤثر في توجهات المستثمرين ويدفعهم إلى تصفية استثماراتهم في بعض الصناديق والبحث عن استثمارات أخرى أكثر ربحية لتغطية نسبة ارتفاع التضخم.¹⁸⁷

ت- مخاطر الإدارة ومخاطر الامتثال (مدير الصندوق):

وهي من ضمن مخاطر التشغيل وهي المخاطر التي تنتج عن الأخطاء البشرية والتسرع في اتخاذ القرارات الاستثمارية دون دراسة متأنية، وكذلك المخاطر الفنية التي قد تكون بسبب الأعطال التي تصيب الأجهزة وتوقف الأنظمة، أو عدم الالتزام والامتثال بالضوابط الرقابية والقانونية، قد يكون عن عمد وذلك بالتهرب من بعض القيود واللوائح المنظمة أو يكون عن عدم دراية ومخالفة التعليمات، مما يكلف إدارة الصندوق الكثير من الأعباء والأموال.¹⁸⁸

¹⁸⁶ Kyle Peterdy, "Credit Risk, the risk that a borrower may not repay credit obligations" <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/commercial-lending/credit-risk/>. [October 26, 2022].

¹⁸⁷ منير هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، ط 1، (مصر: دار المعارف للتوزيع، 2003م)، 249.

¹⁸⁸ دائرة إدارة المخاطر ومراقبة الامتثال، الأردنية لضمان القروض، إخذ بتاريخ 5 نوفمبر 2022م.

ث- مخاطر السوق:

يتأثر الصندوق الاستثماري بمخاطر السوق من حيث التعامل مع البائعين والمشتريين ومخاطر التغيرات في الأسعار الأساسية والتغيرات التي تؤثر في السوق بشكل عام والتي تؤثر في سلوك المستثمر في السوق، مما يؤدي إلى حالة من الركود في تداول الأوراق المالية وهذه المخاطر تتعرض لها كل الصناديق الاستثمارية التقليدية والإسلامية.¹⁸⁹

ج- مخاطر أسعار الصرف:

أسعار الصرف تحكمها ضوابطه شرعية محددة، فإشكالية التغيرات في أسعار صرف العملات تكمن في حالة شراء مدير الصندوق العملة فإنه لا يحق له بيعها حتى يتم القبض الفعلي وليس الحكمي، وخلال هذه الفترة قد تنخفض أسعار العملة عن وقت الشراء مما يتسبب في خسارة لصندوق.

ح- مخاطر تتعلق بالأمور الشرعية:

وهذه المخاطر تتعرض لها صناديق الاستثمار الإسلامية فقط دون الصناديق التقليدية لعدم التزامها بالشرعية الإسلامية أصلاً، وتتمثل المخاطر الشرعية في عدم الاعتراف بالدخل من بعض الاستثمارات المخالفة للشرعية، قد يجبر مدير الصندوق على التخلص من بعض الاستثمارات في حال قررت اللجنة الشرعية للصندوق أن هذه المؤسسات لم تعد الضوابط الشرعية متوفرة فيها التي بموجبها أجازت اللجنة الشرعية للصندوق تملك أوراقها المالية مما قد يؤثر بشكل سلبي على استثمارات الصندوق وأدائه، كما أن كثرة اختلاف وتعدد الآراء والفتاوى الشرعية في المؤسسات والشركات بشكل عام يؤدي إلى البلبلة في كثير من الأحيان.¹⁹⁰

¹⁸⁹ المرجع السابق.

¹⁹⁰ أحمد شوقي سليمان، "المخاطر الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية وسبل الحد منها"، مقال منشور على موقع المصرفية الإسلامية (دراسات في المحاسبة والإدارة)، كلية التجارة جامعة الأزهر، إخذ بتاريخ 7 نوفمبر 2022، <https://kenanaonline.com/users/ahmed0shawky/posts/735438>

وفي هذا الصدد أصدر AAOIFI بعض المعايير والضوابط الشرعية التي يجب أن تلتزم بها المؤسسات المالية التي تعمل وفقاً للشرعية الإسلامية ومن ضمن هذه المعايير ما يلي معيار يختص بتعيين هيئة الرقابة الشرعية وتكوينها وتقريرها، صدر في يونيو 1997م.

تناول هذا المعيار تعريفاً لهيئة الرقابة الشرعية "بأنها جهاز مستقل من الفقهاء المتخصصين في فقه المعاملات ويجوز أن يكون أحد الأعضاء من المتخصصين في مجال المؤسسات المالية الإسلامية، وقراراتها وفتاها ملزمة للمؤسسة، وهيئة الرقابة الشرعية التوجيه والمراقبة والإشراف على أنشطة المؤسسة للتأكد من التزامها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية".

وتمت إضافة بعض البنود على هذا التعريف عام 1998م، بحيث يشمل صلاحيات الهيئة في فحص العقود، والاتفاقيات، والنظم الأساسية.¹⁹¹

وفي في يونيو 1999م صدر معيار يختص بالرقابة الشرعية الداخلية حيث تناول هذا المعيار مجال عمل الرقابة الشرعية الداخلية، ومدى استقلاليتها عن الهيكل التنظيمي للمؤسسة.

خ- المخاطر القانونية:

المنظومة القانونية لمعظم البلدان الإسلامية في كثير من الأحيان لا تنسجم مع أحكام الشريعة الإسلامية، وبشكل خاص القوانين المتعلقة بالقروض والنقد الجبابة وغيرها من أحكام القانون المدني، مما يجعل العملية المالية الشرعية تتعرض لإشكالية كبيرة في صياغة العقود الضرورية للعملية، ويكون الأمر أكثر تعقيداً إذا خولت المحاكم لفض النزاع، حيث يتم الحكم بالقوانين الوضعية لا الشرعية.¹⁹²

د- المخاطر السيبرانية (المخاطر التقنية):

تعتمد إدارة صناديق الاستثمار على استخدام التقنية ووسائل نقل البيانات الإلكترونية في إدارة الصندوق، وهذا ما يجعل أنظمة المعلومات عرضة لعمليات قرصنة، أو اختراق، أو تعطل جزئي، أو كلي في النظام، وهذا يقلل من قدرة مدير الصندوق على إدارة أعمال الصندوق بالشكل المطلوب، وقد يؤثر ذلك بشكل سلبي على أداء الصندوق، ومن ثم على

¹⁹¹ المصدر السابق.

¹⁹² عز الدين بن زغبه، "المخاطر في الصكوك الإسلامية"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، ع505، (2022م).

ذ- مخاطر انخفاض مستوى التصنيف الائتماني:

في حالة انخفاض التصنيف الائتماني¹⁹⁴ لأي من الأدوات المالية التي يستثمر بها الصندوق أو مصدري هذه الأدوات التي يتعامل معها الصندوق، في هذه الحالة قد يجد مدير الصندوق نفسه مضطراً إلى التخلص منها، كما أن انخفاض التصنيف الائتماني للأطراف النظيرة أو المصدرون قد يسبب في عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها التعاقدية مع الصندوق، مما يؤثر بشكل سلبي على استثمارات الصندوق وأدائه العام.

3.1.3.2 معوقات ومخاطر عقود المضاربة الشرعية من جهة المكتتبين في صناديق الاستثمار.

تتميز عقود المضاربة الإسلامية عن بقية صيغ التمويل والاستثمار الإسلامي بما تلعبه من دور أساسي وجوهري في ظهور فكرة صناديق الاستثمار المتوافقة والشريعة الإسلامية وتعتبر أساس العلاقة التعاقدية بين المكتتبين في الصندوق وإدارة الصندوق، بالإضافة لبعض الصناديق التي تعتمد في العلاقة التعاقدية على عقود الوكالة بالاستثمار، ألا إن الأنسب لصناديق الاستثمار التي تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية أن تعتمد عقد المضاربة، لما في أحكامها وشروطها من المرونة التي تتيح لمدير الصندوق حرية استثمار هذه الأموال بالطريقة التي تتوافق وأهداف الصندوق دون قيود كما تم المتفق عليها في نشرة الاكتتاب والموقع عليها من أصحاب الأموال، وعدم التدخل في التفصيل الدقيقة لأعمال الصندوق، بالإضافة للدور التعاقدية لعقد المضاربة، غالباً ما يستثمر مديرو صناديق الاستثمار الأموال

¹⁹³ Jennifer Elliott, Nigel Jenkinson, Cyber Risk is the New Threat to Financial Stability, Copyright International Monetary Fund, [December 7, 2020], <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2020/12/07/blog-cyber-risk-is-the-new-threat-to-financial-stability>

¹⁹⁴ التصنيف الائتماني أو الجدارة الائتمانية: هي درجة تبين مدى قدرة الصندوق على سداد ديونه، فمعنى تصنيف ضعيف أن هناك احتمالاً بأن لا يستطيع المدين الوفاء بالتزاماته، أما التصنيف المرتفع فيعني المقدرة على الإيفاء بالتزامات، وتتم عملية التصنيف بناء على معايير اقتصادية ومحاسبية معقدة أهمها الربحية، ثم الموجودات أو الأصول، والتدفقات المالية.

المجموعة من الاكتتاب في الدخول في عمليات مضاربة وتمويل المشاريع الضخمة وتمويل مشاريع التنمية، وخصوصاً إذا كانت إدارة الصندوق تتبع للدولة وذات طابع سيادي.

ولكن برغم من أهمية صيغة المضاربة في جذب المدخرات من عامة أفراد المجتمع والراغبين في استثمار أموالهم بما يتوافق والشريعة، وأهميتها في تكوين صناديق الاستثمار إلا أن انتشارها لا يزال محدوداً جداً باستثناء بعض الدول التي شهدت تقدماً ملحوظاً في انتشارها مؤخراً مثل السعودية وماليزيا، ويرجع السبب في عدم الإقبال على الاستثمار في صناديق الاستثمار إلى وجود مخاطر ومعوقات تحول دون جذب المستثمرين والمدخرين وتحد من انتشار هذه الصناديق في بقية بلدان العالم، وهذه المخاطر تتعلق ببعض التفاصيل التي ينص عليها فحوى عقد المضاربة، التي نحن في صدد دراستها والعمل على تطويرها بحيث تلائم الاستثمار بأكثر أماناً، والعمل على وضع الآليات المثلى للتحوط من بعض المخاطر التي تواجه هذه الأداة الاستثمارية، ويمكن إيجاز أهم العوائق التي تواجه أصحاب الأموال للدخول في عقود المضاربة بالآتي:

أ- عدم جدية أصحاب الأموال (المكتتبين في الصندوق) في تحمل مخاطر الاستثمار:

من التحديات التي تواجه استخدام وتطبيق أدوات المضاربة الإسلامية في صناديق الاستثمار، والمؤسسات المالية غير المصرفية والتي تحول دون جذب المدخرات هو عدم توفر الأدنى من الجدية لدى المدخرين من تحمل المخاطر المصاحبة للاستثمار، وعدم رغبتهم في الدخول في مجازفة بمدخراتهم، والبحث عن الاستثمار الآمن في المصارف التقليدية المتمثل في الودائع الاستثمارية، التي يضمن فيها البنك أصل الوديعة بالإضافة للفوائد، برغم من عدم شرعية هذه المعاملة، ولكنها تلاقي رواجاً كبيراً في جميع بلدان العالم.¹⁹⁵

ب- ظهور أزمة ثقة بين أصحاب الأموال وصناديق الاستثمار الإسلامية:

ظهر مؤخراً فجوة بين أصحاب الأموال والمؤسسات المالية الإسلامية بشكل عام، أدت إلى حدوث أزمة ثقة بين كثير من المدخرين وصناديق الاستثمار الإسلامية، بسبب الاستغلال السيئ للمعاملات الشرعية من حيث التزيج غير المشروع، واستغلال العملاء والمدخرين

¹⁹⁵ عبد الرحمن يسري، دور المصارف الإسلامية في تعبئة الموارد المالية، 1990، ص 10.

الباحثون عن التمويل والاستثمار الحلال في تقديم خدمات رديئة وغير مهنية، وعدم تطبيق الأحكام الشرعية للمعاملات بشكل دقيق، والتحايل باسم الدين لاستقطاب أموال المسلمين، وللأسف صارت هذه المؤسسات منتشرة في جميع بلدان العالم تحت ستار العمل الشرعي، والواقع مخالف للأحكام والشروط الواجب اتباعها مما أدى إلى إعطاء انطباع مخالف للغرض الذي وجدت من أجله.

ت- ارتفاع التكاليف الثابتة وتدني العائد مقارنة بالمؤسسات المالية التقليدية.

بالإضافة لارتفاع التكاليف الثابتة وتحميل أصحاب الأموال أعباء إضافية، متمثلة في أجور ومكافآت أعضاء هيئة الرقابة الشرعية وأجور الإدارة وغيرها، التي غالباً ما تكون مبالغاً فيها مقارنة بغيرها من المؤسسات التقليدية، تعمل معظم المؤسسات المالية الإسلامية بما فيها صناديق الاستثمار على تحديد الأرباح وفقاً لمؤشر سعر الفائدة الربوي في السوق، برغم من تحمل العميل للمخاطر المصاحبة للاستثمار إلا أنه يعامل عند توزيع الأرباح مثل أصحاب الودائع بالفوائد الربوية، وليس على حسب النسبة المتفق عليها وإنما وفق لما تعطيه المصارف الربوية لأصحاب الودائع الاستثمارية المضمونة.

ث- عدم وجود أي ضمانات لاسترجاع الأموال في حالة خسارة المشروع بالتعدي والتقصير

معظم صناديق الاستثمار التي تأخذ دور المضارب في المعاملات المالية، تحرص على تطبيق شرط عدم جواز تضمين المضارب إلا في حالات التعدي والتقصير،¹⁹⁶ ونظراً لصعوبة إثبات التعدي والتقصير من قبل أصحاب الأموال على المضارب، نظراً لانعدام حقهم في التدخل في العمل مع المضارب، ومن أهم الأسباب التي ساهمت في تقليل العمل بأدوات المضاربة الإسلامية، بسبب الفهم الخاطئ لهذا الشرط واستغلاله من قبل الكثير من المضاربين، مما أدى إلى تقليل الاستفادة من تطبيق أهم صيغ التمويل الإسلامي، وتصنيف المضاربة الإسلامية من أخطر الأدوات الاستثمارية.

¹⁹⁶ الغريب، ناصر، مخاطر التمويل الإسلامي وأساليب التعامل معها، في اتحاد المصارف العربية، (بيروت: اتحاد المصارف العربية، 2002م)، 168.

ج- يُعد الاستثمار بالمضاربة الإسلامية من الأدوات ذات السيولة المنخفضة.

تعتبر المضاربة الإسلامية من أدوات الاستثمار التي لا تتميز بالسيولة السريعة نظراً لصعوبة استرجاع الأموال المستثمرة حتى تتم تصفية المشروع واسترداد رأس المال، أو ما يسمى بالتنضيض المالي، الفعلي أو الحكمي، وهذا ما يعتبر سبباً وجيهاً في إحجام عدد كبير من المدخرين الدخول في مثل هذا النوع من الاستثمار، وخصوصاً في غياب سوق مالية كفؤة يمكن من خلالها المستثمر أن يسترد بعض أمواله وقت الحاجة لها بالبيع أو الرهن.

ح- صعوبة إثبات الإهمال والتقصير ومسئولية المضارب في حالة الخسارة:

من أكثر الأسباب التي تحد من استخدام أدوات المضاربة الاستثمارية، هو صعوبة إثبات مسؤولية المضارب، أو مدير الصندوق بالتعدي، أو التقصير، أو مخالفة شروط عقد المضاربة،¹⁹⁷ أو نشرة الاكتتاب إذا ادعى عكس ذلك، وتعتمد المضارب إخفاء نتائج المضاربة الواقعية، وتأييد ذلك بمستندات مزورة، مما يؤدي إلى قلة الربح المستحق للمستثمرين في تلك المضاربات، وأيضاً وفي أحوال كثيرة المماثلة أو عدم رد المضارب لرأس المال عند انتهاء المضاربة، والسؤال المهم هنا: ما هو السبيل لتذليل كل هذه المعوقات أمام المدخرين وأصحاب الأموال الباحثين عن استثمار شرعي يحقق لهم طموحاتهم، وبدرجة مخاطر تتوافق وإمكاناتهم، وعدم استغلالهم وإجبارهم على تحمل مخاطر مزدوجة، والتي تتمثل في المخاطر التي يقتضي تحملها بحسب طبيعة العمل المالي، وفق القاعدة الشرعية الغنم بالغرم، والمخاطر التي تكون بسبب الإدارة واللوائح المنظمة، والتستر بالتحايل على الشريعة لأغراض.

¹⁹⁷ هشام يسري، ندوة المصارف الإسلامية بين تحديات الواقع ورهانات المستقبل، منشورات الهيئة الإسلامية للاقتصاد والتمويل، فاس المغرب، أبريل 2014م.

3.2 دور إدارة المخاطر والحوكمة على أداء صناديق الاستثمار:

تعد إدارة المخاطر من أهم الإدارات في جميع المؤسسات والشركات العامة والخاصة مهما كانت طبيعة ومجالات عملها، وأي خلل أو إهمال أو تقصير في هذه الإدارة يعرضها للفشل والإفلاس بغض النظر عن نجاح بقية الإدارات الأخرى، حيث يمكن تعريف إدارة المخاطر "بأنها عملية تحديد وتقييم والسيطرة على التهديدات المتوقعة لرأس مال المؤسسة أو المنظمة وأرباحها، تنبع هذه المخاطر من مجموعة متنوعة من المصادر بما في ذلك حالات عدم اليقين المالية والمسؤوليات القانونية وقضايا التكنولوجيا وأخطاء الإدارة الاستراتيجية والحوادث والكوارث الطبيعية".¹⁹⁸

ويرجع أسباب تعثر العديد من الصناديق الاستثمارية هو عدم إدارتها وفق الممارسة السليمة في الرقابة وقلة الخبرة في مجال الاستثمار والمهارة اللازمة للنجاح، وكذلك لوجود خلل في هياكل التمويل وعدم القدرة على تغطية الالتزامات الجارية المستحقة عليها.

يضاف إلى ذلك انعدام الحوكمة الرشيدة المتمثلة في الشفافية والإفصاح في إظهار المعلومات المحاسبية الحقيقية التي تبين الأوضاع المالية للشركة، أو لوجود مخالفات شرعية واستخدام الحيل، مما يؤدي إلى افتقاد الثقة عند المستثمرين، واكتساب الصندوق سمعة مالية سيئة.

يساعد برنامج إدارة المخاطر والحوكمة مدير الاستثمار على النظر للمخاطر التي تواجهه في نطاق العمل الكامل، وكذلك تدرس العلاقة بين المخاطر والأثر المترتب والمتعاقب الذي يمكن أن تحدثه على تحقيق الأهداف الإستراتيجية للصندوق، وهذا ما نسعى لدراسته في هذا المبحث.

¹⁹⁸ Linda Tucci, what is risk management and why` is it important? [17 May 2022]. <https://searchcompliance.techtarget.com/definition/risk-management>

3.2.1 مفهوم وأهمية إدارة المخاطر في صناديق الاستثمار.

تدرس إدارة المخاطر الأحداث والطوارئ التي يكون لها تأثير سلبي على صناديق الاستثمار، حيث تعمل على تحديد العوامل المسببة للخطر والتي تمثل جزءاً هاماً في مجال الأعمال المهنية والتجارية وتحليلها والاستجابة لها من خلال أساليب وأعمال علمية تؤدي إلى تجنبها أو الحد من أثرها على المدى القريب والبعيد.

3.2.1.1 مفهوم إدارة المخاطر:

إدارة المخاطر الفعالة " هي محاولة التحكم قدر الإمكان في النتائج المستقبلية، عن طريق التصرف الاستباقي بدلاً من رد الفعل، لذلك تعمل الإدارة الفعالة للمخاطر على إمكانية تقليل احتمالية حدوث المخاطر وتأثيرها المحتمل".¹⁹⁹

على الصعيد المالي، تعرف إدارة المخاطر: بأنها عملية تحديد وتحليل وقبول حالات عدم التيقن في قرارات الاستثمار، حيث تبدأ إدارة المخاطر فعلياً متى يقوم المستثمر أو مدير الصندوق بمحاولة تحديد وتحليل الخسائر المحتملة في الاستثمار، ثم يتخذ الإجراء المناسب للحيلولة أو التخفيف من حدتها في ضوء أهداف الاستثمار للصندوق.²⁰⁰

3.2.1.2 مفهوم إدارة المخاطر على المستوى المؤسسي.

إدارة المخاطر المالية²⁰¹ هي وظيفة داخل المؤسسات بشكل عام تهدف إلى اكتشاف وإدارة، والتحوط من التعرض لمختلف المخاطر الناشئة عن استخدام الخدمات المالية، والتعقيد هنا أعلى بكثير من التعقيد بالنسبة للأفراد، لأن المؤسسات يجب أن تطابق أنواع مختلفة من تدفقات الإيرادات المستقبلية والتزامات الدفع، على سبيل المثال، جمع الأموال

¹⁹⁹ Adrian Camara, what is Enterprise Risk Management, and Why is It Critical for Proper Corporate Governance? [05 May 2022].

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/risk-management/erm-corporate-governance/>

²⁰⁰ WILL KENTON, What Is Risk Management in Finance, and Why Is It Important? [March 01, 2021]

<https://www.investopedia.com/terms/r/riskmanagement.asp>

²⁰¹ Torben G. Andersen, Francis X. Diebold, Financial Risk Measurement for Financial Risk Management, *Handbook of the Economics of Finance*, Volume 2, Part B, (2013): 1220-1127.

للاستثمار أو متطلبات رأس المال العامل، ودفع الأجور والفواتير وتوفير التزامات الدفع المستقبلية، مثل المعاشات التقاعدية، وهكذا، على هذا المنوال، تتضمن إدارة المخاطر المالية تقييم الأصول المختلفة في الوقت الحاضر وكذلك في المستقبل.

يفترض التفريق بين صناديق الاستثمار غير المباشر التي تستثمر في أصول مالية فقط، والصناديق الاستثمارية التي تمتلك أصولاً ملموسة في استثمارات حقيقية، فيما يتعلق بأساليب العمل في إدارة المخاطر.

وقد تؤدي ممارسات إدارة المخاطر غير المدروسة جيداً والتي تحمل البعد الاستراتيجي إلى زيادة الربحية على المدى القصير، على حساب الملاءة المالية²⁰² طويلة الأجل، قد يؤدي سوء تقدير المخاطر أو الإهمال إلى تركيز المخاطر الخطرة في صناديق الاستثمار.

3.2.1.3 أهمية إدارة المخاطر

غالباً ما يدرك مديرو المخاطر أهمية دورهم في صناديق الاستثمار ومدى الإضافة التي تجنيها الصناديق من خلال أعمالهم، ولكن هذه الأعمال قد لا تدركها بقية الإدارات في الصندوق، لأن وظيفة إدارة المخاطر تعمل على أن لا يقع الخطر، وتحاول وضع عربة الصندوق الاستثماري على جادة الطريق، وفي أحيان كثيرة يواجه مديرو المخاطر العديد من العقبات التي تتمثل في صعوبة الموافقة على تنفيذ إجراءات التخفيف من حدة المخاطر، وخصوصاً عندما يجهل مديرو بقية الإدارات أهمية هذه الإجراءات، ومدى أهمية ذلك على تنفيذ استراتيجية معينة على المدى الطويل، ولذلك ينبغي أن يعي الجميع أهمية إدارة المخاطر وإعطائها المجال والإمكانات لممارسة دورها بكفاءة، وأن تكون لها صلاحيات مهمة في اتخاذ القرارات، وأن يعمل الجميع كفريق واحد في إدارة المخاطر كلاً من مكانه ومجاله لأن غالباً من يعمل في مجال معين هو على علم بتفاصيل عمله، وما هي الأخطاء التي قد تواجهه بحكم الخبرة والممارسة، كل ذلك داعم أساسي لجعل إدارة المخاطر أكثر فاعلية

²⁰² "الملاءة المالية في التمويل أو الأعمال التجارية، هي الدرجة التي تتجاوز بها الأصول الحالية للفرد أو الكيان الخصوم المتداولة لهذا الفرد أو الكيان. الملاءة يمكن أيضاً وصفها بأنها قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها بالنفقات الثابتة وتحقيق التوسع والنمو كليهما في الأجل الطويل"

داخل أي الصندوق.

يمكن تلخيص أهمية إدارة المخاطر في صناديق الاستثمار بالآتي:²⁰³

أ- إدارة المخاطر تسهم في الحد من حدوث الأزمات غير المتوقعة:

أهمية إدارة المخاطر تكمن في تحديد جميع المخاطر المحتملة ثم العمل على منعها أو إدارتها بشكل أفضل، وإمكانية تخفيف أثرها، يجب أن يكون مدير المخاطر أو قسم إدارة المخاطر أول مكان يلجأ إليه الموظف بمجرد الشعور بشيء غير طبيعي داخل الصندوق، مما يسهم في تجنب المخاطر قبل وقوعها.

ب- إدارة المخاطر تجعل مدير الاستثمار يعمل في بيئة أكثر أماناً واستقراراً:

في الصناديق الاستثمارية التي تولي أهمية كبيرة لإدارة المخاطر، التي تعمل بشكل فعال على تحليل البيانات واستنباط الأحداث غير المرغوب فيها قبل حدوثها، ومعالجتها بأساليب علمية وبشكل مستمر، كل ذلك يعطي انطباعاً جيداً للموظفين والمتعاملين مع الصندوق ويشعرهم بالأمان والاستقرار.

ت- تساعد إدارة المخاطر الفعالة الصندوق الاستثماري على النجاح:

يمكن لمديري المخاطر في الصناديق الاستثمارية مساعدة المتعاملين معهم على النجاح في مشاريعهم، مثال أن يقوموا بتقييم المخاطر ووضع الاستراتيجيات لتحقيق أقصى قدر من النجاح التنظيمي لهم، مما يمكنهم من فعل الشيء نفسه للمشاريع الفردية، يمكن للموظفين تقليل احتمالية وشدة مخاطر الصندوق المحتملة من خلال تحديدها في وقت مبكر، إذا حدث خطأ ما فستكون هناك بالفعل خطة عمل للتعامل معه بشكل إيجابي.

ث- توفر إدارة المخاطر الكثير من الجهد والوقت:

يقضي العديد من الموظفين على جميع المستويات وقتاً طويلاً في إرسال البيانات إلى قسم إدارة المخاطر عند وقوع الحوادث، وغالباً ما يتم إكمال هذه المهام بطرق منفصلة وغير فعالة، ويمكن تسهيل هذه المهمة من خلال توزيع المهام، عبر قسم المخاطر بحيث يكون

²⁰³ REBECCA WEBB WED, *Risk Management Impact on Success*, WED, JUL 14, 2021. <https://www-clearrisk-com.translate.google/risk-management-blog>

قادرًا على تخفيف عبء تقديم البيانات بين الموظفين، مما يسمح لهم باستغلال الوقت والجهد نحو أعمالهم الحقيقية المنوطة بهم، ودون إقحام أنفسهم في البحث عن أسباب المخاطر.²⁰⁴

ج- إدارة المخاطر تعمل على تحسين قنوات الاتصال بين مدير الاستثمار وبقية المتعاملين

تعمل إدارة المخاطر على تحسين قنوات الاتصال الأفقي والعمودي بين أفراد الهيكل التنظيمي داخل الصندوق الاستثماري، وتعمل على تعزيز فهم القضايا الداخلية والخارجية وتساعد الجميع على العمل معًا بشكل فعال، ويمكن لمديري المخاطر المساعدة في تسهيل التواصل بين جميع الإدارات، كما أنها تساعد في الاتصال الأفقي من خلال توفير نقطة اتصال مركزية لجميع بيانات المخاطر، وتقديم التقارير والتحليلات، ويعزز مديرو المخاطر الاتصال الرأسي من خلال تحديد التوقعات والبيانات المرتبطة بالأهداف التنظيمية.

ح- تعمل إدارة المخاطر الفعالة على تحسين سمعة الصندوق الاستثماري:

تتعرض في كثير من الأحيان بعض صناديق الاستثمار لأحداث ومشاكل تضر بسمعتها ومكانتها في السوق، نتيجة لحدوث شيء ما يجعل المكتتبين فيه والمتعاملين معه ينظرون إلى إدارة الصندوق بشكل سلبي، يمكن أن تؤثر مشكلات السمعة على الموظفين الأفراد أيضًا، حتى لو لم يكونوا متورطين بالفعل.

يقلل قسم المخاطر بشكل كبير من احتمالية حدوث هذه التداعيات.

خ- تعمل إدارة المخاطر على توجيه عمليات صنع القرار:

عملية صنع القرار مهمة صعبة، خاصة عند اتخاذ قرارات مهمة سيكون لها تأثير كبير على النجاح في المستقبل، حيث يمكن أن توجه بيانات وتحليلات إدارة المخاطر صنع القرار في الصندوق على اتخاذ قرارات استراتيجية تُسهم في تحقيق أهداف الشركة، ويمكنهم أيضًا تقديم

²⁰⁴ Andy Patrizio, Top 12 risk management skills and why you need them, [October 03, 2021]. <https://www.techtarget.com/searchcio/definition/risk-management-specialist>

المشورة بشأن نقاط القوة والضعف بين البدائل المختلفة من القرارات وتقديم توصيات تتعلق بالمخاطر.²⁰⁵

د- تفعيل ثقافة إدارة المخاطر داخل الصندوق الاستثماري:

إن انتشار ثقافة إدارة المخاطر القوية بين القائمين على إدارة الصندوق هي الأفضل لجميع الأطراف، من موظفي الخطوط الأمامية، ومديري المخاطر، والمديرين التنفيذيين، وصناع القرار، إنها تخلق عقلية الوقاية والسلامة التي تتغلغل في نظام الإدارة وتؤثر على تصرفات جميع الموظفين، حتى يضع توقعات الأداء ويرسل صورة إيجابية للجمهور.

ذ- تعزيز إدارة المخاطر الفوائد والفرص المالية:

لا ينبغي النظر إلى قسم المخاطر على أنه مركز لرفع التكلفة على الصندوق، ولكن في حقيقة الأمر إنه يجعل قيمة مباشرة له من خلال تحليل وتحديد الاتجاه، يمكن لمديري المخاطر اكتشاف أحداث عالية الخطورة والعمل على تقليل الخسائر بشكل مستمر، وستقل احتمالية وقوع الحوادث.

3.2.2 إطار عمل إدارة المخاطر والحوكمة في صناديق الاستثمار.

يجب أن تكون إدارة المخاطر جزءاً هاماً من إطار إدارة وعمل مؤسسي رشيد، ما يتيح ضمانات للأطراف المعنية بأن استثماراتهم بين أيدي أمينة، وهذا من أهم العناصر لتحسين الأداء أعمال الصندوق.

الهدف من إطار العمل هو عمل الترتيبات والإجراءات لتنفيذ إدارة المخاطر في الصندوق وتحسينها بصورة مستمرة بهدف ضمان اتساق عمل إدارة المخاطر وفقاً إلى المبادئ المحددة في سياسة الإدارة واتباع الممارسات والإجراءات الأفضل.

ويجب ان يقوم إطار عمل إدارة المخاطر بما يلي:

3.2.2.1 تحديد السياق العام للمخاطر:

تأخذ عملية إدارة المخاطر في صناديق الاستثمار بعين الاعتبار الهدف والغرض الرئيس

²⁰⁵ REBECCA WEBB WED, Risk Management Impact on Success, WED, [JUL 14, 2021], <https://www-clearrisk-com.translate.google/risk-management-blog>.

الذي نشأ من أجله الصندوق، ومدى ملائمة هيكله التنظيمي لنشاطاته، والمعايير الداخلية والخارجية التي تؤثر في تقييم وإدارة المخاطر.

المعايير الداخلية تشمل: الأهداف الاستراتيجية، والبرامج والخدمات، وأصحاب المصلحة داخل الصندوق، والحوكمة المؤسسية²⁰⁶، والعلاقات التعاقدية والكفاءات التنظيمية.

والمعايير الخارجية تشمل: أصحاب المصلحة من خارج الصندوق، والمنافسين في نفس الصناعة، والقوانين واللوائح والتشريعات المعمول بها في القطر الذي يعمل الصندوق في نطاقه.

يتم عرض أهم فئات المخاطر المحتملة، والتي يجب التركيز عليها بشكل مباشر، والتي تختلف باختلاف طبيعة نشاط الصندوق ونوع الأصول.

3.2.2.2 تقدير المخاطر:

يتم تقدير حجم المخاطر من خلال تحديد وتحليل وتقييم المخاطر.²⁰⁷

أ - تحديد المخاطر:

تعد الخطوة الأولى في إدارة المخاطر التي من خلالها يتم التعرف على جميع المخاطر المحتملة أن تتعرض لها المؤسسة أو الصندوق الاستثماري، وإعداد قائمة أولية بالمخاطر المحتملة وتأثيرها على الصندوق، وتتركز مهمة تحديد المخاطر على التعرف على المخاطر الإستراتيجية والتشغيلية والمالية، وكذلك مخاطر الامتثال للقوانين والتشريعات، والحوكمة، وهي من ضمن مسؤوليات الإدارة، المترسخة في ثقافة إدارة الصندوق، حيث تعمل إدارة المخاطر مع جميع الدوائر لتحديد المخاطر ضمن مجالات ومسؤوليات كل منها من أجل إدراك المشكلة أو الخطر ألا وهو الاعتراف بوجود مشكلة وتكوين فكرة مبدئية عنها، ويتم التعرف على المشكلة بطريقتين هما: الطريقة التفاعلية، وهي العمل على إيجاد حلول للمشكلة الحالية، التي وقعت بالفعل من خلال إشراك الجميع في إيجاد الحل الأمثل.

²⁰⁶ الحوكمة المؤسسية: هي مجموعة من العمليات والنظم التي يعتمدها مجلس الإدارة، من أجل تبليغ وتوجيه، وإدارة ومراقبة أداء أنشطة المؤسسة بغية تحقيق أهدافها.

²⁰⁷ THE INVESTOPEDIA TEAM, *Risk Management Framework (RMF)*, [January 18, 2021], <https://www.investopedia.com/articles>

والطريقة الاستباقية، وهي محاولة إيجاد حلول للمشكلة قبل وقوعها، وذلك بالأخذ بالحسبان أسوأ الظروف والعمل وتحديد نوع ونسبة احتمال حدوث الخطر، وكذلك الأثر المترتب على وقوع الخطر.

ب- تحليل المخاطر:

بعد ما يتم تحديد المخاطر، والتعرف عليها بشكل دقيق، تعمل إدارة المخاطر على النظر في أسبابها ومصادرها، فضلاً عن احتمال حدوثها والآثار السلبية المترتبة عليها والمقترنة بها، لتحديد مدى شدتها على الصندوق الاستثماري، ويتم تصنيف العناصر التي قد تؤدي إلى حدوث المخاطر المحتملة وآثارها، مع أخذ التدابير اللازمة والموجودة وقياس فعاليتها في حال وقوعها بعين الاعتبار، وتحديد درجة احتمال حدوثها، ودرجة الأثر السلبي من وراء ذلك.

تختلف المخاطر عن بعضها وكل نوع له جوانب يختص بها ويؤثر فيها، على سبيل المثال لا الحصر من الممكن تحدد بعض التعابير لبعض أنواع المخاطر، لا سيما المخاطر المالية، والتشغيلية فيما يتعلق باحتمال حدوثها وأثرها، ولكن هناك بعض المخاطر يصعب التكهّن بها (مثلاً في مخاطر السمعة)، غالباً في مثل هذه الأنواع لا تكون النتائج دقيقة بالشكل الكافي، ما يحتم على مدير المخاطر العمل العقلاني، عن طريق اللجوء إلى تفعيل إطار العمل القياسي لاحتلال نسبة حدوث المخاطر مقابل شدة الأثر السلبي الممكن أن يقع للصندوق، فكلما كانت نسبة احتمال وقوع الخطر أكبر، وكانت شدة أثره السلبي على الصندوق الاستثماري كبيراً كلما كان تجنبه أفضل.

ولذلك تم اعتماد مستويات قياسية لاحتلال الحدوث والأثر في الكثير من المؤسسات، على نطاق الإدارة أو المنظمة ليتم استخدامها لتقدير شدة المخاطر الشاملة كما هو مبين في الجدول رقم (3.1).

جدول 3.1 تحليل المخاطر استناداً الى احتمال الحدوث والأثر

الأثر					احتمال الحدوث	
مرتفع جداً	مرتفع	متوسط	منخفض	منخفض جداً		
5	4	3	2	1		
5	4	3	2	1	1	منخفض جداً
10	8	6	4	2	2	منخفض
15	12	9	6	3	3	متوسط
20	16	12	8	4	4	مرتفع
25	20	15	10	5	5	مرتفع جداً

تحليل المخاطر استناداً الى احتمال الحدوث والأثر

المصدر: إطار عمل إدارة المخاطر في المنظمة العالمية للأرصاد الجوية (WMO)

ت- تقييم ومعالجة المخاطر:

بعدما يتم تحديد المخاطر وتحليلها، تأتي الخطوة اللاحقة وهي تقييم المخاطر عن طريق مقارنة مستوى المخاطر واحتمال حدوثها، والأثر المترتب عليها في حالة حدوثها.

بالاستعانة بالجدول رقم (3.1) وبمعايير المخاطر كما في الجدول رقم (3.2) لتصنيفها وتحديد مدى إمكانية قبولها والإجراءات المناسبة لإدارتها، يأخذ القرار المتعلق بالإجراءات الخاصة بالمخاطر بعين الاعتبار إجراءات المراقبة الفعلية، وتكلفة معالجة المخاطر، وفوائدها، ويتم تصنيف مستويات المخاطر المرتفعة جداً، والمرتفعة، والمتوسطة، والمنخفضة، والمنخفضة جداً، على أساس احتمال حدوثها وأثرها.

إن المخاطر التي يتم تصنيفها ذات درجة عالية من الخطورة، والعالية جداً، ينبغي أن تؤخذ التدابير اللازمة لتخفيض الخطر الناتج عنها بأسرع ما يمكن، ويجب وضع جدول زمني للحد من المخاطر المصنفة من ضمن المخاطر المتوسطة، والمنخفضة.

وبعد اتخاذ القرارات المناسبة الخاصة بالمخاطر، وتحديد قبولها من عدمه، وتقضي المرحلة التالية في اختيار الإجراءات المناسبة لمواجهة المخاطر ذات المستويات المرتفعة، ولكن لا يمكن تجنبها، وتشمل هذه التدابير تحديد الخيارات المختلفة لتخفيض آثارها أو احتمال

حدوثها، والعمل على إعداد الخطط المناسبة بالتعاون مع جميع الإدارات، لمعالجة أثرها على الصندوق في أسرع وقت ممكن.²⁰⁸

الجدول رقم (3.2) يستعان به في تقييم المخاطر وفقاً لاحتمال الحدث، والأثر المترتب على درجة الحدث، ومدى إمكانية التعامل مع الخطر في حالة حدوثه وفقاً لتصنيفه من حيث شدته إلى خطر مرتفع جداً أو مرتفع فقط، أو متوسط أو منخفض.



²⁰⁸ World Meteorological Organization (WMO), *Risk management framework* (Publications No: 1111, 2013).

جدول 3.2 تقييم المخاطر وفقاً لاحتمال الحدوث والأثر

المستوى	معايير إدارة المخاطر	التصنيف	مستوى المخاطر
الخطر غير مقبول ومُحال إلى الإدارة المسؤولة	إجراء مناسب لإدارة الخطر مطلوب	مرتفع جداً	25 – 15
الخطر غير مرغوب فيه. تسدي لجنة إدارة المخاطر المشورة بشأن القبول والإجراء المناسب	إجراء مناسب لإدارة الخطر مطلوب	مرتفع	14 – 10
تستطيع الإدارة المسؤولة قبول الخطر وإعلام لجنة إدارة المخاطر وفي حال كانت المخاطر مرتفعة، تقرر لجنة إدارة المخاطر بشأن القبول والإجراء المناسب.	قد تقبل الإدارة المسؤولة الخطر شرط ألا تكون آثاره مرتفعة جداً	متوسط	9 – 6
تبقى الإدارة المناسبة لجنة إدارة المخاطر على علم بالخطر شرط ألا تكون آثاره مرتفعة.	الخطر مقبول ويمكن إدارته عبر إجراءات الرقابة الداخلية المتوفرة شرط ألا تكون الآثار مرتفعة	منخفض	5 – 4
تبقى الإدارة المناسبة لجنة إدارة المخاطر على علم بالخطر شرط ألا تكون آثاره مرتفعة	الخطر مقبول ويمكن إدارته عبر إجراءات الرقابة الداخلية المتوفرة، شرط ألا تكون الآثار مرتفعة.	منخفض جداً	3 – 1

Source: World Meteorological Organization (WMO), Risk management frameworks, (Publications No: 1111, 2013).

3.2.2.3 دور الحوكمة الرشيدة على أداء صناديق الاستثمار:

تعد الحوكمة من أهم المبادئ المنظمة الخاصة بالقواعد لإدارة صناديق الاستثمار، لما لها من مبادئ رشيدة تسعى لتنظيم العلاقات بين المتعاملين في المؤسسة الواحدة، حيث تعتمد على البيئة القانونية وعوامل أخلاقية من خلال المسؤولية الاجتماعية.

وتعتبر الحوكمة في المؤسسات المالية لا سيما صناديق الاستثمار أكثر أهمية نظراً لاحتواء هذه المؤسسات على عناصر متداخلة تحكمها ضوابط شرعية على عكس الصناديق والمؤسسات التقليدية، بالإضافة لوجود هيئة الرقابة الشرعية لمراقبة جميع الإجراءات والعقود التي يقوم بها مدير الاستثمار وهذا الإجراء ما لم يتم وضع طار قانوني تحدد فيها الاختصاصات والمسؤوليات قد يؤثر على إنجاز الأعمال.

من أهم أسباب تعثر العديد من الصناديق الاستثمارية هو عدم إدارتها وفق الممارسة السليمة في الرقابة وقلة الخبرة في مجال الاستثمار والمهارة اللازمة لنجاح، وكذلك لوجود خلل في هياكل التمويل وعدم القدرة على تغطية الالتزامات الجارية المستحقة عليها.

يضاف إلى ذلك انعدام الشفافية والإفصاح في إظهار المعلومات المحاسبية الحقيقة التي تبين الأوضاع المالية للشركة، أو لوجود مخالفات شرعية واستخدام الحيل، مما يؤدي إلى فقدان الثقة عند المستثمرين، واكتساب الصندوق سمعة مالية سيئة.

يمكن تعريف الحوكمة في المؤسسات المالية بشكل عام: "الحوكمة هي مجموعة السياسات أو القواعد أو الأطر التي تستخدمها المؤسسة لتحقيق أهداف أعمالها، وهي تحدد مسؤوليات أصحاب المصلحة الرئيسيين، مثل مجلس الإدارة والإدارة العليا، والمتعاملين مع المؤسسة"²⁰⁹

ويرى الباحث أن حوكمة صناديق الاستثمار الإسلامية هي الأساليب التي تدار بها هذه الصناديق من خلال مدير الصندوق، والتي تحدد كيفية وضع الأهداف والضوابط الشرعية والعمل بشكل يهتم بحماية المصالح لأصحاب الأموال، مع الالتزام بالعمل وفقاً للقوانين

²⁰⁹ AWS ، ما المقصود بالحوكمة والمخاطر والامتثال (GRC)، أخذ بتاريخ 14 نوفمبر 2022،

[/https://aws.amazon.com/ar/what-is/grc](https://aws.amazon.com/ar/what-is/grc)

والأحكام الشرعية.

وتشمل الأخلاق والمساءلة، وشفافية تبادل المعلومات، وسياسات حل النزاعات، وإدارة الموارد، حيث حرص العديد من المؤسسات على تحليل المفهوم العام للحوكمة ووضع معايير محددة لتطبيقها، زمن أهم هذه المؤسسات: منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية. (OECD)، بحيث تتم الحوكمة وفقاً لمجموعة من المعايير أهمها ما يلي:²¹⁰

أ- ضمان حفظ حقوق المساهمين في الصندوق:

يجب أن يكفل إطار حوكمة المؤسسات حماية الحقوق الأساسية للمساهمين، والتي تشمل: أساليب تأمين تسجيل أو تحويل ونقل ملكية الأوراق المالية، وضمن توافر المعلومات بشكل متساوٍ للجميع في الوقت المناسب وبشكل منتظم، والحصول على توزيعات الأرباح.

ب- دور أصحاب المصالح في حوكمة الصندوق الاستثماري:

يجب أن يعمل إطار الحوكمة على ترسيخ احترام حقوق أصحاب المصالح وصغار المساهمين وإعطاء التعويضات لمستحقيها في وقتها.

ت- الإفصاح والشفافية:

الإفصاح والشفافية عن كل المعلومات اللازمة لترشيد قرارات جميع الأطراف التي لها مصلحة في الصندوق الاستثماري، ويجب أن ينطوي إطار الحوكمة على إبراز البيانات في الوقت المناسب في كل ما يتعلق بالصندوق، وخصوصاً الجانب المالي، والتنظيمي، بما يضمن لأصحاب الحقوق الوصول إلى جميع المعلومات الحقيقية في الوقت المناسب.

ث- مسؤوليات مجلس الإدارة:

يجب أن يتم العمل من خلال إطار الحوكمة على وضع البيانات الإرشادية للخطة الاستراتيجية بما يكفل المتابعة الفعالة للإدارة التنفيذية، وبما يضمن تحقيق المسألة لمجلس الإدارة من قبل المكتبين.

²¹⁰ OECD Principles of Corporate Governance 2004, (OECD Publications Service, 2014): 6 - 7.

3.2.2.4 أهمية الحوكمة في صناديق الاستثمار الإسلامية:

تعتبر حاجة صناديق الاستثمار التي تعمل وفقاً للأحكام والضوابط الشرعية أكثر من غيرها من المؤسسات المالية التقليدية، وذلك من خلال التجارب العملية لعمل هذه المؤسسات، حيث تولد العديد من المؤسسات التي تلبس ثوب الشرعية في العلن لاستقطاب أموال الفئة التي تبحث على الاستثمار الحلال، وحقيقة أمرها أنها تستعمل الحيل والدسائس بالباطل، وهذا مما أدى إلى فقدان الثقة في كل ما يسمى بالتمويل الإسلامي، عند الكثير من المتعاملين.

حيث إن غياب الإطار التنظيمي المدعوم بسلطة تنفيذية على أرض الواقع، وغياب الدور الفعال للرقابة الشرعية المؤهلة تأهيلاً شرعياً مالياً بشكل صحيح كان سبب في تأخر تطبيق الأحكام الشرعية في العديد من الصناديق الاستثمارية على المستوى الإقليمي والعالمي.

وتكمن أهمية الحوكمة الشرعية لصناديق الاستثمار في الآتي:

أ- ضمان الالتزام بأحكام الشريعة في جميع المعاملات، من خلال هيئة رقابة شرعية نزيهة ومتخصصة في الأمور المالية والإدارية.

ب- الامتثال للأحكام الشرعية: يوجد مجموعة محددة من الأحكام والمبادئ الشرعية التي يجب أن تتبعها صناديق الاستثمار الإسلامية، مثل تجنب الربا والمصالح غير الشرعية، يضمن نظام الحوكمة الشرعية الامتثال لهذه الأحكام ويحمي المستثمرين المسلمين.

ت- استقلالية الهيئة الشرعية عن إدارة الصندوق، بحيث تكون جهة رقابية بموجب القانون ذات سلطة تنفيذية، وأن لا تتقاضى أي أتعاب أو رواتب من أي صندوق استثماري تقوم بهمة الرقابة عليه لأي سبب من الأسباب.

ث- مكافحة الفساد المالي والإداري لمدير الصندوق أو استغلال المناصب للتربح الشخصي، من خلال تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية وتفعيل الدور الرقابي.²¹¹

ج- تطبيق الحوكمة الرشيدة يؤدي إلى ضبط العلاقات الإدارية بين الإدارة والمتعاملين معها،

²¹¹ محمد الشحري، دور الحوكمة الشرعية في تطوير المؤسسات المالية الإسلامية، تجربة ماليزيا، مجلة ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير، م. 4، (2019م): 20.

وتنظيم العمل وفق ضوابط شرعية علمية مدروسة.

ح- يمكن أن تسهم الحوكمة في تقنين الأحكام الشرعية بحيث تصاغ في نقاط واضحة المعالم.

خ- الحماية من المخاطر: يساهم النظام الشامل للحوكمة الشرعية في حماية المستثمرين المسلمين من المخاطر غير المشروعة. يتم وضع ضوابط صارمة تتعلق بالمخاطر وإدارتها لضمان ألا تتعارض المعاملات والاستثمارات مع الأصول الشرعية وقيم المجتمع.

ولهذا تعد الحوكمة الشرعية ضرورية لصناديق الاستثمار الإسلامية لضمان الامتثال للأحكام والضوابط الشرعية وتحقيق الشفافية والمساءلة والحماية من المخاطر غير الشرعية.



الفصل الرابع

واقع الاستثمار بالمضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار وآليات تطويرها

يشهد العالم مؤخراً تطوراً هائلاً في استقطاب رأس المال العامل، لتمويل المشاريع الضخمة والمساهمة في التنمية المستدامة من خلال تعبئة المدخرات بتطوير مفاهيم الاستثمار الجماعي بمختلف الأساليب التمويلية، حيث يتكون الاقتصاد العالمي اليوم من أسواق مالية ضخمة، مما أدى إلى ارتفاع القيمة السوقية لأسهم معظم الشركات العظمى إلى مئات الأضعاف، مما جعل قيمة الأصول الحقيقية للمؤسسة لا تتوافق وقيمتها السوقية.²¹²

وبرغم من ارتفاع حجم المخاطر المصاحبة لمثل هذا النوع من الاستثمارات، وحساسية التأثير بالأحداث غير المتوقع التي تؤدي بها للانحيار والإفلاس، ورغم الأزمات المالية المتكررة على هذه الأسواق، إلا أنها تستعيد نشاطها وانتعاشها من جديد، ويرجع ذلك ليس لنجاح هذا النظام الاستثماري، وإنما لأسلوب إدارة الأموال من خلال إدارة ناجحة وبأسلوب علمي متطور، والآلية التي تدار بها هذه المؤسسات.

وبرغم من الحاجة الماسة لرؤوس الأموال الشرعية لا تزال الكثير من هذه الأموال تُكتنز في البيوت في معظم البلاد الإسلامية، باستثناء بعض البلدان التي قطعت شوطاً لا بأس به في هذا المجال، في هذا الفصل نسلط الضوء على واقع التمويل الإسلامي العالمي بشكل عام، وصناديق الاستثمار التي تعمل وفق صيغ المضاربة الشرعية بشكل خاص، ونأخذ تجربة صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي كنموذج واقعي.

²¹² القيمة السوقية للأصول: هي قيمة الأصل في سوق الأوراق المالية، والتي غالباً ما تتغير حسب وضع الشركة العام. القيمة الحقيقية للأصول: هي قيمة الأصل الفعلية التي دفعت وقت تأسيس المشروع ومن ضمن راس المال العامل.

4.1 واقع التمويل الإسلامي في صناديق الاستثمار العالمية:

حقق التمويل الإسلامي معدلات نمو جيدة خلال العقدين الماضيين تمثلت في نقلة نوعية من تقديم خدمات منفصلة ومحدودة، إلى قطاع ونظام مالي مؤثر في العالم، حتى أصبح المشهد المالي الدولي على مدى العقدين الماضيين يعتمد نموذج التمويل الإسلامي المبني على المبادئ المستمدة من الشريعة الإسلامية، التي تعتمد على سبيل المثال لا الحصر على المشاركة في تحمل المخاطرة، وحظر التعامل بالفائدة، وحظر المعاملات التي تنطوي على غرر وعدم التيقن، والضرر من عدم الوجود المادي لعمليات تحويل الأموال، وشرط التقابض في الصرف، وغيرها من الأحكام المالية التي ينص عليها الدين والفقهاء الإسلامي.

ومع نمو تعداد المسلمين الكبير والمتزايد حول العالم والتي تطمح للحصول على أدوات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية لاستثمار أموالهم ومدخراتهم،²¹³ وقدرة الصناعة المالية الإسلامية على إثبات المستوى العالي من المصداقية الأخلاقية وعدم إجحاف حقوق الغير وأكل المال بالباطل، كل ذلك أدى إلى تغذية نمو القطاع المالي الإسلامي، وخاصة بعد الأزمة المالية في عام 2008، التي دفعت المستثمرين إلى البحث عن أدوات تؤكد تقاسم المخاطر ونبذ التعامل بالفوائد، ومع كل هذا الانتعاش، والطلب المتزايد على الخدمات المالية الإسلامية عالمياً، لا يزال هذا النمو مركزاً إلى حد كبير على عدد قليل من الأدوات المالية وعدم الجدية في تطويرها بما يجعلها الأولى في العالم

وخصوصاً أنها تستمد مكانتها من الشرع الحكيم.²¹⁴ نسعى في هذا المبحث إلى دراسة أهم الأحداث التي مر بها التمويل الإسلامي في صناديق الاستثمار خلال العقد الماضي، وأهم البلدان التي شهدت نمواً مطرداً خلال الأعوام السابقة.

²¹³ Mahmoud Mohieldin, "Realizing the Potential of Islamic Finance" *Economic Premise, The World Bank*, Cairo University, No. 77 (March 2012): 1 -7.

²¹⁴ "The Future of Islamic Finance in the Global Economy", *The Pangean*, July

4.1.1 حصة صناديق الاستثمار بين بقية مؤسسات التمويل الإسلامي:

يشهد القطاع المالي العالمي خلال العقود الأخيرة ثورة في تعدد الأدوات المالية وإعادة تدوير رأس المال من خلال قنوات وسيطة تعتمد على الفوائد في جني الأرباح الطائلة، وفي كثير من الحالات يكون رأس المال العامل نفسه متاحاً لأكثر من مستفيد في ذات الوقت، وكل ما هو متاح عبارة عن أرقام ظاهرة في الواقع الافتراضي والحسابات البنكية، ليس لها وجود في الواقع المادي، وهذا يجعل منها أدوات هشة وعرضة للاختيار أمام أي ردة فعل غير متوقعة، أو محاولة سحب مجموعة من أصحاب الأموال لأموالهم في البنوك، ومعظم الأزمات المالية التي تحدث تكون نتيجة للسبب نفسه، ألا وهو السحوبات المفاجئة من الأرصدة والتي غالباً ما تكون هذه المؤسسات المالية قامت بتوظيفها من خلال أدوات مالية تتنافى وأحكام الشريعة الإسلامية.

بالإضافة إلى ما سبق تعرض النظام المالي العالمي بشكل غير متوقع لظهور جائحة COVID-19 خلال السنوات الماضية والتي لا يزال تأثيرها غير واضح على الاقتصاد العالمي بشكل عام ويمكن القول إنها تعتبر أكبر صدمة للنظام المالي العالمي منذ الأزمة المالية العالمية عام 2008م حتى وقتنا الحاضر²¹⁵، مما أدى إلى تقلص الإنتاج العالمي، وتوقف النشاط الاقتصادي بسبب الإغلاق شبه الكامل في معظم بلدان العالم، وأوامر تقييد الحركة والتباعد الاجتماعي الهادفة إلى كبح انتشار الوباء بين بلدان العالم، كل ذلك أدى إلى إضعاف العالم اقتصادياً، وقلة الطلب على النفط، بسبب تقليص حركة الإنتاج، مما ترتب على ذلك من تقلب الأسعار، واختلال عمل الأسواق وارتفاع المخاطر الاستثمارية بشكل غير مسبوق، ومع كل هذه الأحداث القاسية، يشهد القطاع المالي الإسلامي نمواً في معظم الأدوات المالية

²¹⁵ الأزمة المالية العالمية 2008: "هي التي انفجرت في سبتمبر 2008، واعتبرت الأسوأ من نوعها منذ زمن الكساد الكبير سنة 1929م، ابتدأت الأزمة أولاً بالولايات المتحدة الأمريكية ثم امتدت إلى دول العالم ليشمل الدول الأوروبية والدول الآسيوية والدول الخليجية والدول النامية التي يرتبط اقتصادها مباشرة بالاقتصاد الأمريكي، وقد وصل عدد البنوك التي انهارت في الولايات المتحدة خلال العام 2008م إلى 19 بنكاً، كما توقع آنذاك المزيد من الاختيارات الجديدة بين البنوك الأمريكية البالغ عددها 8400 بنكاً".

التي تخضع للامتثال لأحكام الشريعة الإسلامية.²¹⁶

ومن خلال الرجوع إلى تقرير استقرار صناعة الخدمات المالية الإسلامية لسنة 2022م، يمكن الوصول إلى معلومات عن أهم المناطق والقطاعات التي تمتلك أكبر حصة في الصناعة المالية الإسلامية عالمياً.²¹⁷ وبناءً عن البيانات الواردة في تقرير مجلس الخدمات المالية الإسلامية العالمية IFSI، لعام 2022م، حافظ مؤشر الخدمات المالية الإسلامية العالمية بشكل عام على تحقيق معدلات نمو تعتبر جيدة في عام 2021م.

على الرغم من انتشار الوباء العالمي (Covid 19)، حيث تقدر قيمة إجمالي الأصول الإسلامية السوقية عالمياً بنحو 3.058.7 تريليون دولار أمريكي في عام 2021م²¹⁸ (انظر الجدول 4.1)، مسجلاً نمواً بنسبة 13.2% على أساس سنوي من حيث الأصول بالدولار الأمريكي، مقارنةً بالعام السابق 2020م التي بلغ حجم إجمالي الأصول الإسلامية 2.698.2 تريليوناً دولار أمريكي²¹⁹. وإقليمياً، احتفظت دول مجلس التعاون الخليجي بمكانتها كأكبر موطن أصول التمويل الإسلامي على مستوى العالم، في عام 2021، حيث ارتفعت حصتها السوقية من 45.9% في عام 2019 إلى 48.9% في عام 2020م، وحققت ارتفاعاً إلى 52.4% في عام 2021م من التمويل الإسلامي العالمي، وتأخذ منطقة الشرق الأوسط وجنوب آسيا ثاني أكبر حصة بنسبة 24.9% من الأصول المالية الإسلامية العالمية، عام 2020، وتظل متسقة مع عام 2019م، وتنخفض إلى 23.5% عام 2021م، تليها منطقة جنوب شرق آسيا حيث تقلصت حصتها بشكل طفيف إلى 20.3% في عام 2020م، بدلاً من 23.8% في عام 2019، وتنخفض إلى 17.4%

²¹⁶ ISLAMIC FINANCIAL SERVICES INDUSTRY, *STRUCTURAL DEVELOPMENTS IN THE IFSI*, (STABILITY REPORT 2022): 04.

²¹⁷ IFSB 2022, Secretariat Workings.

²¹⁸ ISLAMIC FINANCIAL SERVICES INDUSTRY, (STABILITY REPORT 2021):06.

²¹⁹ IFSB Secretariat Workings, Data for sukūk outstanding and Islamic funds are for full-year 2020; for Islamic banking, they are as of 3Q20.

عام 2021م، بينما ارتفعت حصة قارة أفريقيا الصغيرة نسبياً بحصة تصل 2.1% عام 2021م، بدلاً من 1.7% فقط عام 2020، وبلغت حصة بقية البلدان الأخرى مجتمعة وهم تركيا، والمملكة المتحدة، ودول الكومنولث نسبة 4.5% من إجمالي أصول التمويل الإسلامي العالمي.

جدول 4.1 تفاصيل مؤشر أعمال مجلس الخدمات المالية الإسلامية العالمية IFSI حسب القطاع والمنطقة (القيمة بالمليار دولار أمريكي) (2021).

المنطقة	المصارف الإسلامية	الصكوك	صناديق الاستثمار	شركات التأمين	الإجمالي	نسبة المشاركة
دول مجلس التعاون الخليجي	1212.5	332.3	46.0	12.7	1603.5	52.4%
جنوب شرق آسيا	287.5	390.3	37.5	4.7	720.0	23.5%
الشرق الأوسط وجنوب آسيا	477.1	26.9	22.0	5.6	531.6	17.4%
أفريقيا	58.2	1.8	4.0	0.6	64.6	2.1%
بلدان أخرى	68.8	24.4	45.1	0.7	139.0	4.5%
الإجمالي	2104.1	775.7	154.6	24.3	3058.7	100%
المشاركة %	68.7	25.4	5.1	0.8	100.0	

المصدر: أعمال أمانة مجلس الخدمات المالية الإسلامية IFSI التقرير السنوي 2022م

وعلى حسب المؤسسات المالية الإسلامية يُظهر الجدول أعلاه في عام 2021م، أن أعلى نسبة من الأصول تتجه للمصارف الإسلامية في جميع الأقطار والبلدان حول العالم، حيث بلغت في دول مجلس التعاون الخليجي 1212.5 مليار دولار أمريكي،²²⁰ تليها بلدان الشرق الأوسط وجنوب آسيا بقيمة 477.1 مليار دولار، من إجمالي الأصول المتجهة للمصارف الإسلامية وحدها التي بلغت 2104.1 مليار دولار، والتي تمثل 68.7% من إجمالي الأصول الموزعة على جميع المؤسسات المالية العالمية.

تأخذ الصكوك المرتبة الثانية حيث بلغ إجمالي الأصول 775.7 مليار دولار أمريكي، وكان نصيب بلدان جنوب شرق آسيا 390.3 مليار دولار، وتليها بلدان مجلس التعاون الخليجي 332.3 مليار دولار، بنسبة 25.4% من إجمالي الأصول.

صناديق الاستثمار التي تخضع للامتثال لشريعة الإسلامية، كان إجمالي الأصول فيها 154.6 مليار دولار فقط، كانت في بلدان مجلس التعاون الخليجي 46.0 ملياراً، تليها البلدان الأخرى 45.1 ملياراً ثم بلدان جنوب شرق آسيا 37.5 ملياراً، وكانت أقل نسبة سجلت في بلدان القارة الأفريقية 4.0 مليار فقط، وبلغت نسبة صناديق الاستثمار من إجمالي الأصول الإسلامية العالمية 5.1% فقط.

بلغت حصة شركات التأمين التكافلي 24.3 مليار دولار، كانت تركزت معظمها في بلدان مجلس التعاون الخليجي، 12.7 مليار دولار، وتوزعت بقية القيمة على باقي الأقطار بنسب متباينة، وبذلك كانت نسبة الأصول بلغت 0.8% فقط من إجمالي الأصول الإسلامية العالمية،²²¹ ونستنتج من خلال البيانات الواردة من مجلس الخدمات المالية الإسلامية العالمية، أن كل التركيز على المصارف الإسلامية، باعتبارها مؤسسة مالية تأخذ

²²⁰ يعتبر هذا التقرير أن القطاع المالي الإسلامي له أهمية كبيرة عندما يشتمل إجمالي الأصول المصرفية الإسلامية في بلد ما، على ما يزيد عن 15% من إجمالي أصول القطاع المصرفي العالمي. يستخدم التقرير قطاع المصارف الإسلامية كمعيار للأهمية النظامية للتمويل الإسلامي، حيث يتم الاحتفاظ بحوالي 68% من الأصول المالية الإسلامية داخل القطاع المصرفي فقط.

²²¹ A. Adewale (2021), *Assessing the Effectiveness of COVID-19 Policy Responses in the Islamic Banking Industry*. IFSB Working P. No. WP- [23/12/2021]. <https://www.ifs.org/download.php?id=6309&lang=English&pg=/sec03.php>

دور الوسيط المالي، وهذه النظرة التقليدية للتمويل الربوي، لا تزال تسيطر على الكثير من الأفكار والأعمال المتوافقة والشريعة الإسلامية، بحيث يكون المصرف وسيط بين من يمتلك المال ولا يجيد استثماره وبين من يمتلك الاستثمار ويحتاج المال، برغم من أن العمل وفقاً للائتمان لشريعة الإسلامية، إلا أن غالباً ما يتم بتمويل مشاريع قائمة وعلى درجة ضئيلة من المخاطر.

إلا أنه مؤخراً بدأ التمويل بالصكوك الإسلامية يأخذ طريقة للانتشار والاهتمام وبشكل متسارع وهذا مؤشر هام على أن التمويل الإسلامي يحقق النجاح ويخطى ثابتة، برغم من أن صناديق الاستثمار الإسلامية لم تأخذ نصيبها من الانتشار والاهتمام إلا من بعض البلدان القليلة والمحدودة عالمياً برغم من الأهمية والمزايا التي تقدمها الصناديق الاستثمارية للاقتصاد الوطني في تمويل المشاريع الكبرى ومشاريع التنمية وإمكانية استقطاب وجمع المدخرات من صغار المدخرين وضخها في سوق العمل في مشاريع حقيقية، والتقليل من الاكتناز المحرم.

4.1.2 أحاطه عن صناديق الاستثمار الإسلامية العالمية:

سجل إجمالي أصول صناديق الاستثمار الإسلامية أعلى نمو لها في العقد الماضي، حيث ارتفع بنسبة 31.9% في عام 2020 على الرغم من حدوث التقلبات الاقتصادية الحاصلة بسبب جائحة Covid 19²²²، ولوحظ تدفق الأموال إلى صناديق ذات الدخل الثابت، في الأسواق الناشئة، بحث عن السيولة والعائد الثابت، كما بلغت في عام 2019م نسبة 29.6%، وبلغ إجمالي الأصول 140 مليار دولار أمريكي، بدلاً من 16.2% خلال الفترة الممتدة بين عامي 2014 و2018 التي كانت الاستثمارات تبلغ 108 مليار دولار أمريكي في عام 2018،²²³ ونما القطاع بمعدل نمو هو الأسرع وتيرة بين جميع الأدوات المالية الإسلامية خلال نفس الفترة ومع ذلك، فهي تمثل 5% فقط من صناعة التمويل الإسلامي العالمي.

²²² Islamic funds data exclude pension funds and insurance funds, ISLAMIC FINANCIAL SERVICES INDUSTRY STABILITY REPORT 2021:08

²²³ Progressing Through Adversity, ICD Refinitiv, Islamic Finance Development Report 2020: 42.

4.1.2.1 نسبة امتلاك أصول صناديق الاستثمار الإسلامية العالمية حسب البلدان.

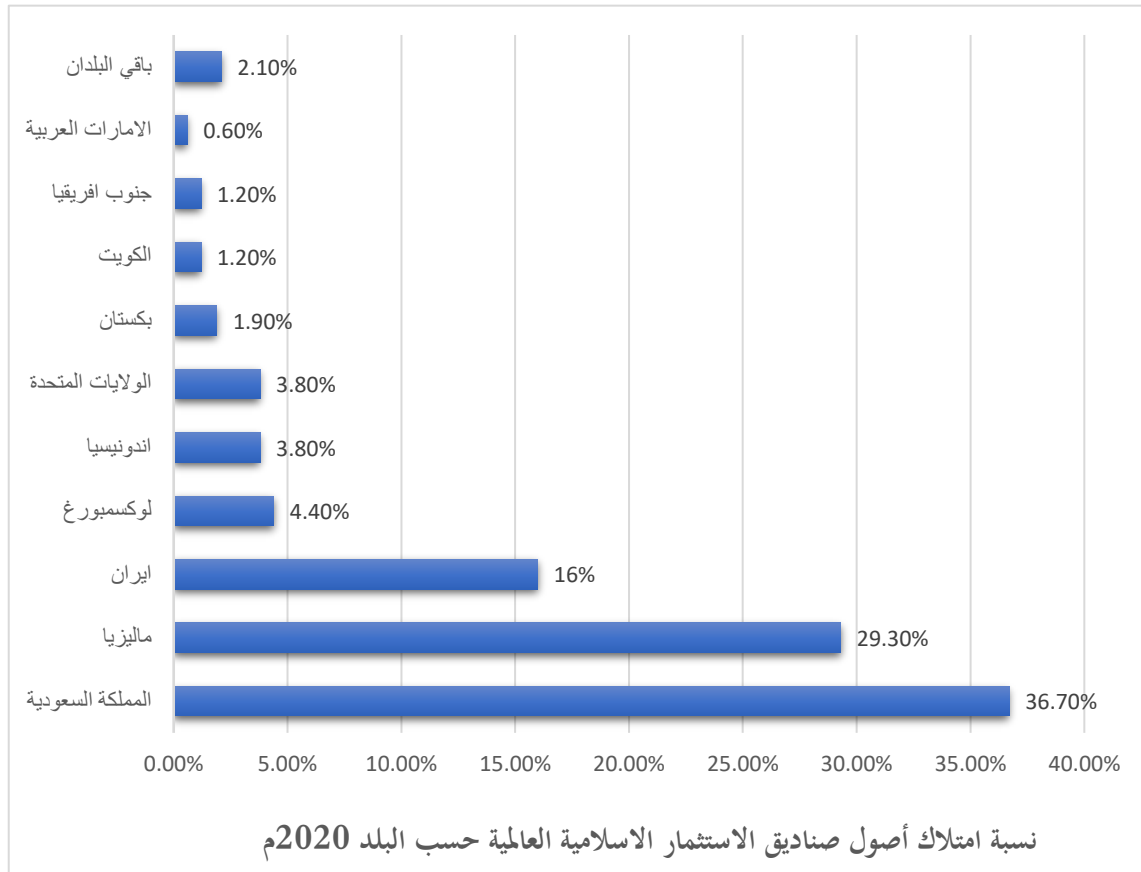
لا تزال صناديق الاستثمار الإسلامية محدودة الانتشار جغرافياً، تتركز في عدد محدود من البلدان أهمها: المملكة العربية السعودية في المقام الأول التي تمتلك 36.7% من إجمالي أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية على مستوى العالم، وتليها ماليزيا بنسبة 29.3%، ثم إيران بنسبة 16%، واحتلت لكسمبورج المركز الرابع عالمياً بنسبة 4.40% من إجمالي أصول صناديق الاستثمار الإسلامية العالمية برغم من أن سكان هذه البلاد أغلبهم يرجعون إلى الروم الكاثوليك، ويوجد الروم البروتستانت، ومن أتباع الديانة اليهودية، ويوجد أعداد لا بأس بها من المسلمين،²²⁴ ويعد القطاع المالي في لكسمبورج من القطاعات المتميزة والرائدة في اقتصاد البلاد، حيث تمثل نسبته (36%) من الناتج المحلي الإجمالي للدولة.²²⁵

وكانت النسبة في إندونيسيا والولايات المتحدة متقاربة حيث سجلت 3.85%، وبقية النسب موزعة على عدد من الدول وبأحجام متواضعة نسبياً، كما موضح (الشكل 4.1)، مما يشير إلى أن ما يزيد عن 80% من هذه الصناديق موزعة على ثلاثة بلدان فقط وهذا مؤشر على أن الاستفادة من صناديق الاستثمار الإسلامية لا تزال محدودة جداً، برغم ما تحقّقه من نمو وبشكل متواصل، إلا أنها حققت نمواً عكس بقية الأدوات الاستثمارية التقليدية التي شهدت خسائر فادحة من وراء الجائحة Covid 19.

²²⁴ منها دحام، معلومات عن دولة لكسمبورج، أخذ بتاريخ 9 نوفمبر 2022، <https://mawdoo3.com>

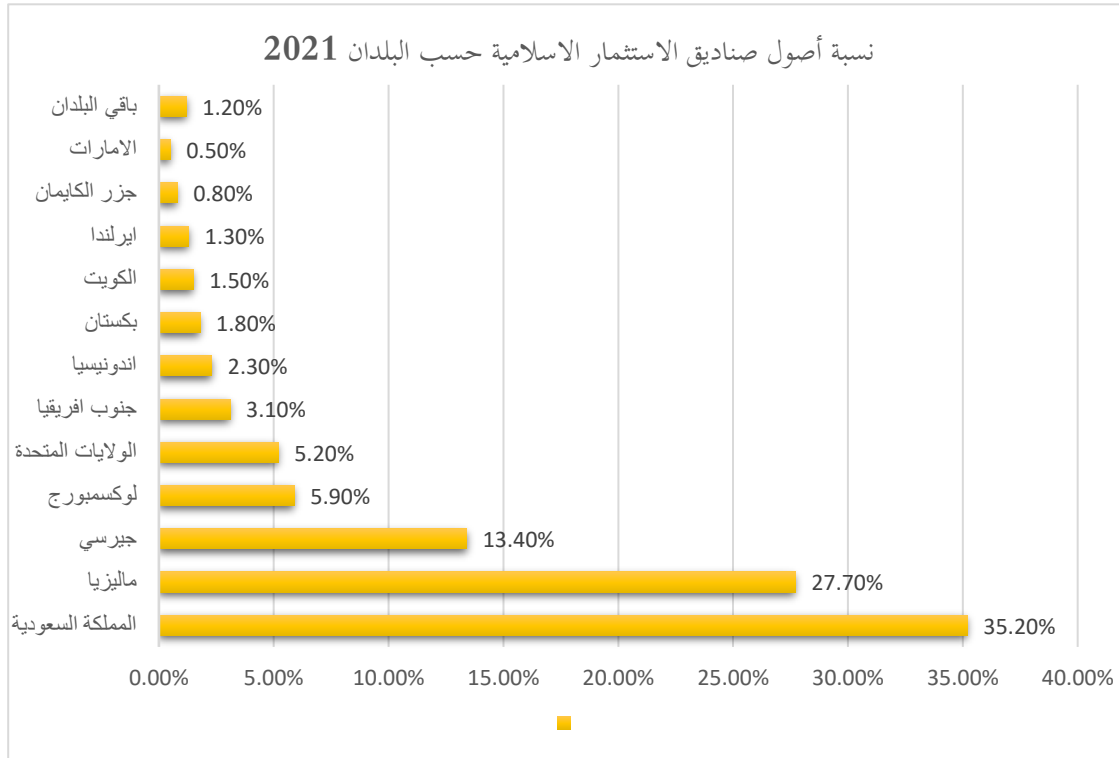
²²⁵ Luxembourg, nations online, Retrieved 7/7/2021.
<https://www.nationsonline.org/oneworld/luxembourg.htm>

الشكل 4.1 يبين نسبة امتلاك أصول صناديق الاستثمار الإسلامية العالمية حسب البلدان 2020م



Source: IFSB, 2021, Estimates based on data from Refinitiv and Regulatory Authorities.

الشكل 4.2 يبين نسبة امتلاك أصول صناديق الاستثمار الإسلامية العالمية حسب البلدان 2021م



Source: IFSB, 2022, estimates based on data from Refinitiv and regulatory authorities. Data for Iran are not included due to limitations in data availability.

وفي نهاية العام 2021م كما يوضح (الشكل 4.2) ظلت الموطن الأساسية للصناديق الإسلامية دون تغيير، على الرغم من تقلص الحصة الإجمالية للأسواق الأساسية بشكل طفيف في المملكة العربية السعودية وماليزيا، مما يشير إلى الحجم المتزايد للأسواق الأخرى، مثل جيرسي التي تحتل المركز الثالث عالمياً ولوكسمبورج في المركز الخامس، وظهور أسواق جديدة في جزر لكايمن وإيرلندا، ولم تشر الإحصائيات في عام 2021م إلى إيران برغم من حصوله على المركز الثالث عالمياً بنسبة 16% في العام السابق.²²⁶

²²⁶ ISLAMIC FINANCIAL SERVICES INDUSTRY STABILITY REPORT 2022, page 43.

ومع استمرار الإقبال العالمي على صناديق الاستثمار الإسلامية، وترحيب العديد من دول العالم الغربي بالتمويل الإسلامي مثل كندا وأستراليا وروسيا والولايات المتحدة حديثاً تم إنشاء صناديق الاستثمار المتداولة الإسلامية في نطاق اختصاصها.

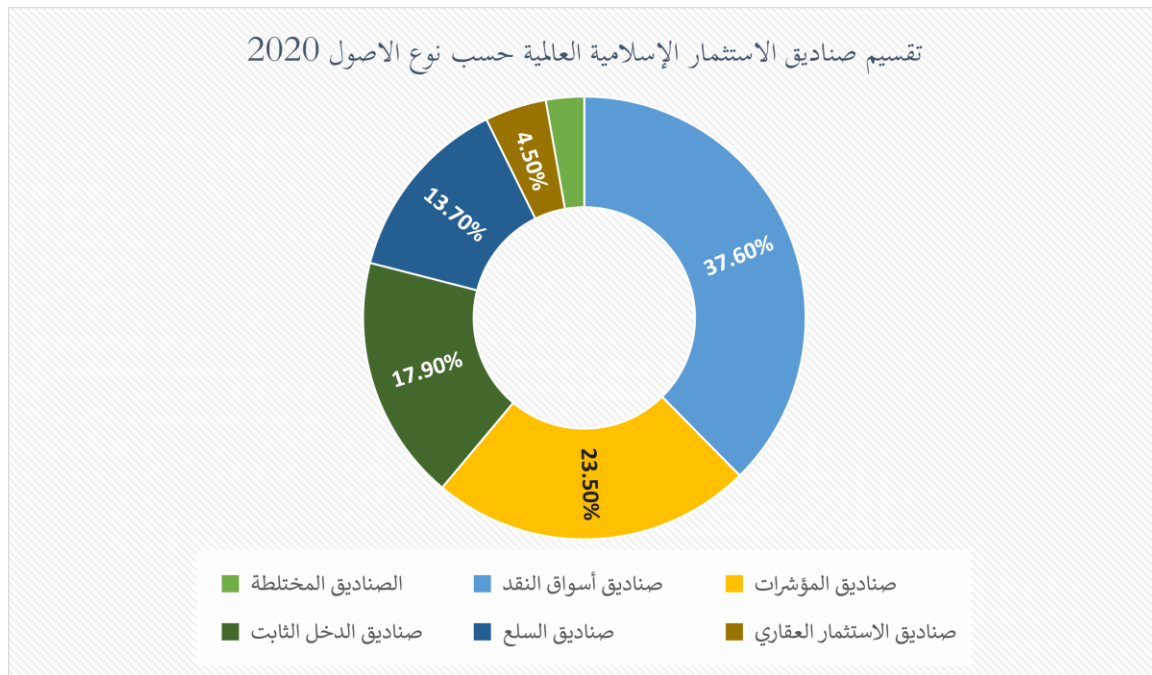
4.1.2.2 تقسيم صناديق الاستثمار الإسلامية العالمية حسب نوع الأصول:

برغم من محدودية الانتشار عالمياً إلا إنها ساهمت المزايا التي تقدمها الصناديق الاستثمارية الإسلامية إلى تزايد الإقبال عليها من أصحاب الأموال والمدخرين على استثمار أموالهم في هذه الصناديق مما أدى إلى نموها وانتشارها في العديد من البلدان الإسلامية والغير إسلامية، ولذلك أخذت أهمية على الصعيدين المحلي والعالمي.

ويتم تقسيم صناديق الاستثمار الإسلامية العالمية حسب نوع الأصول عادةً وفقاً للمعايير الشرعية الإسلامية، هناك عدة أصناف رئيسية لهذه الصناديق وفقاً لنوع الأصول التي تستثمر فيها، وهذه بعض الأصناف الشائعة في صناديق الاستثمار الإسلامية العالمية، ويمكن أن يختلف التصنيف وفقاً لاحتياجات واشتراطات الشرعية الإسلامية المختلفة.

الشكل 4.3 تقسيم صناديق الاستثمار الإسلامية العالمية حسب نوع الأصول:

2020م



Source: IFSB 2021, Estimates based on data from Bloomberg, and Eikon-Refinitiv

الملاحظ من (الشكل 4.3) أعلاه أن ميول المستثمرين للصناديق التي تمتاز بالسيولة العالية، والدخل الثابت هو الانطباع السائد خلال عام 2020م، حسب ما نشر في تقرير استقرار صناعة الخدمات المالية الإسلامية 2021م،²²⁷ كان لصناديق أسواق النقد الحظ الأوفر لما تتسم به من السيولة العالية، وآجالها الاستثمارية القصيرة، وانخفاض درجة مخاطرها مقارنة بالصناديق الأخرى، برغم من انخفاض عوائدها نسبياً، حيث بلغت 37.6%، من إجمالي الاستثمارات، يليها صناديق المؤشرات، التي تتميز بوجود تشكيلة متنوعة من الأوراق المالية، ما يسمح للمستثمرين المشاركة في محفظة متنوعة من الأصول المالية بدلاً من التركيز على نوع بعينه، في الوقت الذي يتم تداولها بنفس السهولة التي يتم بها تداول الأصل الواحد. حيث بلغ نسبة 23.7% من إجمالي الاستثمار، تأتي صناديق الدخل الثابت في المرتبة الثالثة بنسبة 17.9% والتي عادت ما تعتمد على صكوك الإجارة، في تكوين محفظتها الاستثمارية وتعد من أهم الأدوات لدى شريحة مهمة من المستثمرين الراغبين في عوائد دورية وبشكل منتظم.

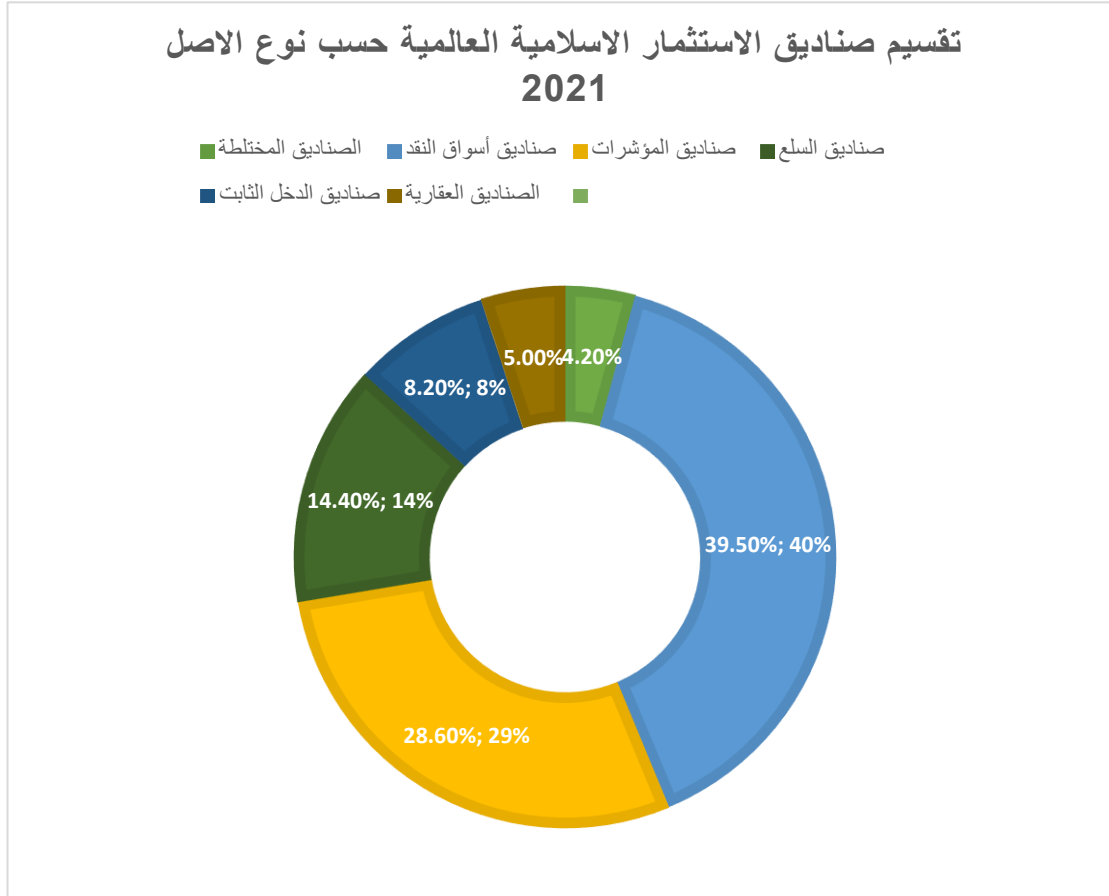
بلغت صناديق السلع والتي غالباً ما تعتمد على صكوك المراجعة في تكوين رأس المال في المرتبة الرابعة بنسبة 13.7%، وتليها صناديق الاستثمار العقاري بنسبة 4.5% وهي نسبة قليلة نظراً لتأثر القطاع العقاري بالجائحة التي كان أكثر وطئه على هذا النوع من غيره، وبلغ الاستثمار في بقية الصناديق بنسبة 2.8% فقط.²²⁸

نجت صناديق الاستثمار من اضطرابات السوق في أوائل عام 2020م، دون أي اضطرابات كبيرة، مع استخدام محدود فقط للتدابير، ويرجع ذلك جزئياً إلى ما تم اتخاذه من إصلاحات تنظيمية وإجراءات غير مسبقة من قبل البنوك المركزية للحد من تأثير الوباء، مما يشير إلى المرونة التي يتمتع بها الاستثمار الإسلامي وبسبب متطلبات الامتثال لمبادئ الشريعة الإسلامية التي تستبعد الأنواع الأكثر خطورة من الصناديق مثل صناديق التحوط.

²²⁷ ISLAMIC FINANCIAL SERVICES INDUSTRY, (STABILITY REPORT 2021): 87.

²²⁸ مع ملاحظة محدودية توافر البيانات، حيث إن قواعد البيانات المستخدمة قد لا تجمع جميع الصناديق.

الشكل 4.4 يبين تقسيم صناديق الاستثمار الإسلامية العالمية حسب نوع الأصول 2021م



Source: IFSB 2022, estimates based on data from Refinitiv.

من خلال (الشكل 4.4) عن تقرير استقرار صناعة الخدمات المالية الإسلامية IFSB لعام 2022م المتعلقة بنسب تقسيم صناديق الاستثمار حسب النوع حتى نهاية العام 2021م، حدثت بعض التغيرات الطفيفة على معظم الأنواع، من حيث الإقبال على صناديق النقد التي تأخذ أعلى نسبة 39.5%، تليها صناديق المؤشرات 28.6%، باستثناء صناديق الدخل الثابت شهدت تراجعاً ملحوظاً من 17.9% في عام 2020م، إلى 8.2% في عام 2021م.²²⁹

²²⁹ ISLAMIC FINANCIAL SERVICES INDUSTRY, (STABILITY REPORT 2022): 93.

4.1.2.3 واقع صناديق الاستثمار الإسلامية في المملكة السعودية:

تحتل المملكة العربية السعودية الترتيب الأول عالمياً من حيث امتلاك أكبر نسبة أصول صناديق الاستثمار الإسلامية حيث تحظى بنسبة 35.2% عام 2021، مسجلة انخفاض طفيف حيث بلغت 36.7% من إجمالي حجم الأصول في صناديق الاستثمار الإسلامية العالمية لنهاية العام 2020،²³⁰ وارتفعت قيمة إجمالي أصول صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية العامة والخاصة بنسبة 5% خلال الربع الأول من عام م 2022 مقارنة بنهاية الربع الرابع من عام 2021م، لتبلغ 146.9 مليار دولار، وبهذا تحقق صناعة صناديق الاستثمار بالمملكة العربية السعودية نمواً سريعاً.

وفيما يتعلق بأعداد صناديق الاستثمار المدرجة في هيئة السوق المالي، فقد شهدت هذه الصناعة نمواً ملحوظاً في السنوات الأخيرة، حيث بلغت أعداد صناديق الاستثمار عام 2006م،²³¹ حوالي 182 صندوقاً استثمارياً، وازداد هذا العدد في عام 2015م، ليصل إلى 267 صندوقاً استثمارياً، وحسب تقرير هيئة السوق المالية السعودية للربع الأول 2022م، ارتفع عدد الصناديق الاستثمارية بنهاية العام إلى 786 صندوقاً هو الأعلى تاريخياً، منها 253 صندوقاً عاماً²³²، و533 صندوقاً خاصاً.²³³

²³⁰ (IFSB)، مجلس الخدمات المالية الإسلامية، تقديرات تستند إلى بيانات من سلطات Refinitiv والسلطات التنظيمية، 2021، 2022.

* Refinitiv هي مزود عالمي أمريكي بريطاني لبيانات السوق المالية والبنية التحتية. تأسست الشركة في عام 2018.

²³¹ نسيم الرحاحلة، أداء صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية، قسم المالية، (المملكة السعودية: كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، 2017م)، 24.

²³² الصندوق العام: هو الصندوق الذي يستطيع أي شخص الاستثمار فيه، والصندوق الخاص: متاح لمستثمرين مرخصين أو للمؤسسات الاستثمارية، أو بشروط محددة مثل الاشتراك بمبلغ كبير من المال.

²³³ موقع أرقام، أخذ بتاريخ، 09 أكتوبر 2022م.

<https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/1567015>

جدول 4.2 تفاصيل عن جميع صناديق الاستثمار السعودية خلال الفترة من أكتوبر 2021 إلى نهاية مارس 2022م

الفترة	الصناديق	عدد الصناديق	عدد المشتركين (ألف)	قيمة الأصول (دولار أمريكي)
الربع الرابع 2021	عام	256	529.3	\$ 60.59
	خاص	495	5.3	\$ 79.07
	الإجمالي	751	534.6	\$ 139.65
الربع الأول 2022	عام	253	508.8	\$ 57.51
	خاص	533	8.6	\$ 89.47
	الإجمالي	786	517.4	\$ 146.99
التغيير		+ 5%	(- 3%)	+ 5%

المصدر: منصة أرقام بنزس إنفو " شركة متخصصة في نشر المعلومات الاقتصادية والمالية التي تهتم المستثمرين وصناع القرار في العالم العربي "

ويوضح الجدول أعلاه تفاصيل صناديق الاستثمار في المملكة السعودية بنهاية الربع الأول 2022م، حيث يظهر حجم التغيير ما بين أكتوبر 2021م، إلى نهاية شهر مارس 2022م، نلاحظ خلال ستة أشهر حدثت تغيرات من حيث عدد الصناديق الخاصة بزيادة 5%.

وهناك انخفاض في عدد المشاركين من 534.6 ألف في نهاية 2021م، إلى 517.4 ألف في الربع الأول من عام 2022م، بنسبة انخفاض (3 - %)، برغم من زيادة إجمالي قيم الأصول من \$ 139.65 مليار دولار في الربع الأخير من عام 2021، إلى \$ 146.99 مليار دولار في الربع الأول من عام 2022م، بزيادة 5%، وهذه النسبة جديرة بالاهتمام، وهذا ما دفع الباحث لتركيز البحث على دراسة صندوق استثماري من المملكة العربية السعودية كنموذج في هذا البحث، بالإضافة لحرص هيئة السوق المالية السعودية على توافر

البيانات المالية، والشروط والأحكام لكل صندوق استثماري يعمل داخل المملكة.

4.1.2.4 واقع التمويل بالمضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار السعودية:

يعتبر الاعتماد على استخدام المضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار، سوى من ناحية العلاقة التعاقدية بين مدير الصندوق والمكتتبين فيه، أو من جهة التمويل والاستثمار بصيغة المضاربة الشرعية، محدود جداً حيث يشير الواقع العملي إلى تجنب معظم صناديق الاستثمار، التعامل بالمضاربة، إلا في أضيق الحدود.²³⁴

ومن خلال البحث في معظم الصناديق الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية العاملة في المملكة السعودية تبين أنها من الصناديق الاستثمارية ذات النهاية المفتوحة، باستثناء بعض صناديق الاستثمار العقارية، بمعنى أن أسهمها وصكوكها غير متداولة في الأسواق المالية، وإنما حملة هذه الأسهم والصكوك عليهم ردها لمصدرها الأساسي وهو الصندوق الاستثماري.

بالإضافة لذلك أن معظم هذه الصناديق تنتهج الوكالة بالاستثمار والمشاركة في العلاقة التعاقدية مع المكتتبين فيها وكذلك في المعاملات الاستثمارية، وقلة منهم من يعتمد على المضاربة الشرعية كعلاقة تعاقدية، أو كاستثمار، والاعتماد الأكبر على المراجعة والمشاركة والإجارة ولا يتم الاعتماد على المضاربة الشرعية إلا بشكل محدود جداً.²³⁵

تم اختيار صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي، لأن هذا الصندوق يتوافق إلى حد كبير مع هذه الدراسة، وذلك من حيث العلاقة التعاقدية بين إدارة الصندوق وأصحاب الوحدات حيث تعتمد على عقود المضاربة الشرعية، والفئة المستهدفة.

²³⁴ حسب ما ورد في منشورات صناديق الاستثمار السعودية المتاحة على موقع هيئة الأسواق المالية السعودية، إخذ بتاريخ 27 يناير 2023: <https://cma.org.sa/Pages/default.aspx>

²³⁵ تداول السعودية، Saudi Exchange، اخذ بتاريخ 27 يناير 2023:

[/https://www.saudiexchange.sa](https://www.saudiexchange.sa)

4.1.2.5 تقييم أداء صناديق الاستثمار مع بقية المؤسسات المالية الإسلامية الأخرى

حقق التمويل الإسلامي معدلات نمو جيدة خلال العقدين الماضيين تمثلت في نقلة نوعية من تقديم خدمات منفصلة ومحدودة، إلى قطاع ونظام مالي مؤثر في منظومة الاقتصاد العالمي، حتى أصبح المشهد المالي الدولي على مدى العقدين الماضيين يعتمد بشكل أساسي نموذج التمويل الإسلامي المبني على المبادئ المستمدة من الشريعة الإسلامية، وعلى الرغم من الظروف الاقتصادية التي يمر بها العالم خلال الفترة الأخيرة بما في ذلك جائحة الوباء COVID-19، والصراع الحالي بين روسيا وأوكرانيا، والتضخم المرتفع وشح الموارد الاقتصادية عالمياً، حافظ التمويل الإسلامي على معدل نمو ثابت من 1975 مليار دولار عام 2014م إلى 3958 مليار دولار عام 2022 ويتوقع الوصول إلى 5900 مليار دولار عام 2026م.

وبرغم من أنه لا يزال هذا النمو مرتكزاً إلى حد كبير على عدد قليل من الأدوات المالية وعدم الجدية في تطويرها بما يجعلها الأولى عالمياً وخصوصاً أنها تستمد مكانتها من الشرع الحكيم.

من خلال الرجوع إلى تقرير استقرار صناعة الخدمات المالية الإسلامية لسنة 2022م، نجد من أهم المناطق التي تمتلك أكبر حصة في الصناعة المالية الإسلامية عالمياً هي دول مجلس التعاون الخليجي حيث احتفظت بمكانتها كأكبر موطن أصول التمويل الإسلامي على مستوى العالم، في عام 2021، حيث ارتفعت حصتها السوقية من 45.9% في عام 2019 إلى 48.9% في عام 2020م، وحققت ارتفاعاً إلى 52.4% في عام 2021م من التمويل الإسلامي العالمي، وتأخذ منطقة الشرق الأوسط وجنوب آسيا ثاني أكبر حصة بنسبة 24.9% من الأصول المالية الإسلامية العالمية، عام 2020، وتظل متسقة مع عام 2019م، وتنخفض إلى 23.5% عام 2021م، تليها منطقة جنوب شرق آسيا حيث تقلصت حصتها بشكل طفيف إلى 20.3% في عام 2020م، بدلاً من 23.8% في عام 2019، وتنخفض إلى 17.4% عام 2021م، بينما ارتفعت حصة قارة أفريقيا الصغيرة نسبياً بحصة تصل 2.1% عام 2021م، بدلاً من 1.7% فقط عام 2020، وبلغت حصة باقي البلدان الأخرى مجتمعة وهم تركيا، والمملكة المتحدة، ودول الكومنولث نسبة

4.5٪ من إجمالي أصول التمويل الإسلامي العالمي.

أما على أساس **المؤسسات المالية الإسلامية** حسب ICD-Refinativ مؤشر تنمية التمويل الإسلامي 2022م، أن إجمالي الأصول المالية لجميع المؤسسات المالية الإسلامية بلغ 3958 مليار دولار أمريكي، وأن أعلى نسبة من الأصول تتجه للمصارف الإسلامية في جميع الأقطار والبلدان حول العالم، حيث بلغت 70٪ بقيمة 2765 مليار دولار، تليها الصكوك الإسلامية بنسبة 18٪ وبقيمة 713 مليار دولار، أما نصيب صناديق الاستثمار الإسلامية هو 6٪ وبقيمة 238 مليار دولار فقط.

شركات التأمين التكافلي 2٪ وبقيمة 73 مليار دولار، بقية المؤسسات المالية الإسلامية الأخرى 4٪ وبقيمة 169 مليار دولار.

نستنتج من هذا المؤشر من خلال البيانات الواردة عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية العالمية، أن كل التركيز على المصارف الإسلامية، باعتبارها مؤسسة مالية تأخذ دور الوسيط المالي، وهذه النظرة التقليدية للتمويل الربوي، لا تزال تسيطر على الكثير من الأفكار والأعمال المتوافقة والشريعة الإسلامية، بحيث يكون المصرف وسيطاً مالياً بين من يمتلك المال ولا يجيد استثماره وبين من يمتلك الاستثمار ويحتاج المال، ورغم من أن المعاملة تتم وفقاً للائتمان لشريعة الإسلامية، إلا أنه غالباً ما يتم بتمويل مشاريع قائمة وعلى درجة ضئيلة جداً من المخاطر.

إلا أن مؤخراً بدأ التمويل بالصكوك الإسلامية يأخذ طريقة للانتشار والاهتمام وبشكل متسارع وهذا مؤشر هام على أن التمويل الإسلامي يحقق النجاح ويخطى ثابتة، ورغم من أن صناديق، لا تزال صناديق الاستثمار الإسلامية محدودة الانتشار جغرافياً، حسب تقديرات مجلس الخدمات المالية الإسلامية IFSB 2022م، حيث تتركز في عدد محدود من البلدان أهمها: المملكة العربية السعودية في المقام الأول التي تمتلك 35.2٪ من إجمالي أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية على مستوى العالم، وتليها ماليزيا بنسبة 27.7٪، ثم جيرسي 13.4٪.

واحتلت لوكسمبورج المركز الرابع عالمياً بنسبة 5.9٪ من إجمالي أصول صناديق الاستثمار الإسلامية العالمية، الولايات المتحدة 5.2٪، وتفاوتت بقية النسب الأخرى بين بقية

البلدان، ولم يتم تضمين البيانات الخاصة بإيران في عام 2021م بسبب القيود المفروضة على توافر البيانات برغم من حصوله على المركز الثالث عالمياً بنسبة 16% في العام السابق.

والملاحظ من خلال الدراسة أن ميول المستثمرين للصناديق التي تمتاز بالسيولة العالية، والدخل الثابت هو الانطباع السائد خلال عام 2020 و 2021م حسب ما نشر في تقرير استقرار صناعة الخدمات المالية الإسلامية 2022.

وكان لصناديق أسواق النقد الحظ الأوفر لما تتسم به من السيولة المرتفعة، وقصر آجالها الاستثمارية، ودرجة مخاطرها المنخفضة بالمقارنة مع الصناديق الأخرى، برغم من الأرباح المنخفضة نسبياً، حيث بلغت 39.5%، من إجمالي الاستثمارات، يليها صناديق المؤشرات، التي تتميز بأنها تحتوي على تشكيلة متنوعة من الأوراق المالية، ما يتيح للمستثمرين المشاركة في محفظة متنوعة من الأصول المالية بديلاً عن التركيز على نوع بعينه في الوقت الذي يتم تداولها بنفس السهولة التي يتم بها تداول الأصل الواحد، حيث بلغ نسبة 28.6% من إجمالي الاستثمار، تأتي صناديق السلع بنسبة 14.4%.

شهدت صناديق الدخل الثابت تراجعاً ملحوظاً من 17.9% في عام 2020م، إلى 8.2% في عام 2021، وتليها صناديق الاستثمار العقاري بنسبة 5% وهي نسبة قليلة نظراً لتأثر القطاع العقاري بالجائحة التي كان أكثر وطئه على هذا النوع من غيره، وبلغ الاستثمار في بقية الصناديق بنسبة 4.2% فقط.

نجت صناديق الاستثمار من اضطرابات السوق في أوائل عام 2020م دون أي اضطرابات كبيرة، مع استخدام محدود فقط للتدابير، ويرجع ذلك جزئياً إلى ما تم اتخاذه من إصلاحات تنظيمية وإجراءات غير مسبقة من قبل البنوك المركزية للحد من تأثير الوباء.

مما يشير إلى المرونة التي يتمتع بها الاستثمار إسلامياً وبسبب متطلبات الامتثال لمبادئ الشريعة الإسلامية التي تستبعد الأنواع الأكثر خطورة من الصناديق مثل صناديق التحوط التي تعتمد على المشتقات المالية.

4.2 تقييم أداء صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع (بالدولار الأمريكي)

شركة الراجحي المالية هي شركة مساهمة سعودية، مرخصة من هيئة السوق المالية السعودية للقيام بأعمالها الاستثمارية²³⁶، والتعامل بصفة أصيل ووكيل والتعهد بالتغطية وتقديم المشورة، والحفظ في الأوراق المالية، وهي واحدة من أكبر خمسة مدراء للأصول في المملكة العربية السعودية، كما توفر مختلف المنتجات الاستثمارية التي تتوافق مع اختلاف أهداف الاستثمار ومدة القدرة على تحمل المخاطر المصاحبة للاستثمار، وتقوم بإدارة الصناديق الاستثمارية المحلية والإقليمية والعالمية، بالإضافة إلى تكوين المحافظ الاستثمارية الخاصة حسب ما يطمح له العملاء سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات.

وتدير شركة الراجحي المالية العديد من الصناديق، أهمها: (صناديق المراجحة بالبضائع، وصناديق الأسهم المحلية على نطاق منطقة الخليج، وعلى نطاق الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، وعلى النطاق الدولي، وصناديق رأس المال المحمية، والصناديق العقارية، ومختلف الصناديق الصغيرة الأصول) كما تعمل إدارة الأصول على توفير القدرات والموارد اللازمة لتنفيذ الاستثمارات الاستراتيجية، كما تسعى باستمرار إلى تقديم المنتجات الجديدة والمبتكرة لزيادة القيمة للمستثمرين، ويتكون فريق الاستثمار من مديرين إكفاء ومؤهلين، لإدارة صناديق ومحافظ الاستثمار.

يعتبر صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع (بالدولار أمريكي) هو صندوق استثماري مفتوح من فئة أسواق النقد، غير محدد المدة، يسعى إلى توظيف الأصول في عمليات متاجرة منخفضة المخاطر، من أجل الزيادة في رأس المال والسيولة ولتحقيق نمو مستمر في رأس المال من خلال الحصول على العائد المعقول والسيولة المتحققة من استثمارات تجارية.

²³⁶ التقرير السنوي لصندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي 2021.

جدول 4.3 يبين أهم تفاصيل الصندوق بشكل ملخص.

اسم صندوق الاستثمار	صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع دولار أمريكي
نوع وفتة الصندوق	صندوق عام مفتوح من فئة أسواق النقد
هدف الصندوق	السعي لتحقيق نمو في رأس المال متناسب مع مستوى المخاطر المحدد للصندوق عن طريق الاستثمار في المضاربة بالبضائع.
مستوى المخاطرة	منخفضة
الحد الأدنى للاشتراك	2,000 دولار أمريكي
الحد الأدنى للاشتراك الإضافي	1,000 دولار أمريكي
الحد الأدنى للاسترداد	1,000 دولار أمريكي
أيام التعامل و التقييم	أيام التعامل والتقييم بشكل يومي من الأحد إلى الخميس
أيام الإعلان	هو يوم العمل التالي ليوم التعامل
موعد دفع قيمة الاسترداد	يوم العمل التالي ليوم التقييم
سعر الوحدة عند الطرح الأولي	1000 دولار أمريكي
عملة الصندوق	دولار أمريكي
مدة صندوق الاستثمار	مفتوح المدة
تاريخ إصدار الشروط والأحكام، وأخر تحديث لها	صدرت شروط وأحكام الصندوق بتاريخ 1 يونيو 2000 م، وتم إجراء آخر تحديث لها بتاريخ 22 / 05 / 2022 م
المؤشر الاسترشادي	المؤشر الاسترشادي للصندوق هو سعر الفائدة على القروض بمصارف لندن بالدولار - 3 شهور
اسم مشغل الصندوق	الراجحي المالية
اسم أمين الحفظ	البلاد المالية
اسم مراجع الحسابات	كي بي إم جي للاستشارات المهنية
رسوم إدارة الصندوق	16 % من صافي الأرباح

المصدر: دليل الشروط والأحكام لصندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي الصادر بتاريخ 1 يونيو 2000م - تاريخ التحديث 22 مايو 2022م.

4.2.1 سياسات الاستثمار التي ينتهجها صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي.

يعتمد صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي على استخدام المضاربة الشرعية كعلاقة تعاقدية بين المكتبتين في الصندوق بصفتهم أصحاب رأس المال ومدير الصندوق بصفته مضارباً، حيث يستثمر مدير الصندوق المضارب أصوله المتمثلة في أموال المكتبتين وهم الفئة المستهدفة في هذا الصندوق وتشمل أي فرد طبيعي كان أو اعتباري مؤهل تشهد له أنظمة هيئة الأسواق المالية في المملكة العربية السعودية بهذه الصفة الاشتراك بالصندوق، عن طريق عقد الصفقات التجارية بالبضائع، بطريقة لا تتعارض والشرعية وفقاً لما تراه الهيئة الشرعية الخاصة بمدير الصندوق بأسلوب المضاربة الشرعية.

يتعهد مدير الصندوق بالالتزام بالقيود والحدود التي تفرضها لائحة صناديق الاستثمار وشروط وأحكام الصندوق ومذكرة المعلومات وأي تعديل يستحدث عليها خلال إدارته للصندوق.

4.2.1.1 الاستراتيجية المتبعة في الصندوق:

أ- يطمح الصندوق إلى تحقيق زيادة مستمرة في رأس مال المستثمرين دون توزيع الأرباح بشكل منتظم حيث يتم احتجازها وإعادة استثمارها مع رأس المال، باتباع طرق للتعامل في مجموعة متنوعة من الاستثمارات قصيرة ومتوسطة الأجل في أصول مادية (البضائع) في الأسواق العالمية عن طريق أدوات استثمارية شرعية تتلاءم وتطابق والضوابط المقررة من الهيئة الشرعية لمدير الصندوق، حيث يتم العديد من الصفقات التجارية حسب المراحل التالية:²³⁷

- يتم في البداية تقييم الوضع الاستثماري العام، الذي بدوره يحدد المدة الزمنية للصفقة وكيفية التعامل معها قصيرة أم متوسطة أم طويلة الأجل.
- يتم تحديد المستوى المناسب والمطلوب من السيولة لتنفيذ الصفقة.

²³⁷ دليل الشروط والأحكام لصندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي، تاريخ إصدار الشروط والأحكام 1 يونيو 2000م، تاريخ التحديث 22 مايو 2022م.

- العمل على اختيار العميل المناسب (المشتري) المشهود له بالملاءة والقوة المالية.²³⁸
- يتم القيام بالصفقات من خلال الشراء العاجل للسلع بسعر مناسب ومن ثم تتم إعادة بيعها على العميل بالآجل بسعر أعلى من سعر الشراء.
- ب- يتم توفير السيولة النقدية اللازمة للمستثمرين في حالة رغبة أي مستثمر الخروج من الصندوق وذلك وفق آليات الصندوق، حيث يتم هذا الإجراء في حالة الصناديق ذات النهاية المفتوحة فقط، كما تم توضيحه في فصل صناديق الاستثمار من هذا البحث.
- ت- يمكن للصندوق أن يستثمر الأموال في صناديق البضائع الأخرى بما لا يزيد عن 10 % من إجمالي أصول الصندوق.
- ث- يحق للصندوق الاستثمار في الأدوات قصيرة الأجل كالصكوك بما لا يتجاوز 30% من إجمالي موجودات الصندوق، بشرط أن تكون وفقاً للشروط المعتمدة من الهيئة الشرعية لمدير الصندوق.
- ج- لا يعتمد الصندوق على الاقتراض كمصدر خارجي للتمويل بأي شكل من الأشكال لتعزيز استثماراته، ويكتفي باستثمار أصوله المتاحة فقط.
- ويوضح الجدول رقم (4.4) سياسة تركيز الاستثمارات في الصندوق في كل مجال استثماري بحده الأدنى والأعلى.

²³⁸ الملاءة المالية: هي قدرة الشركة أو العميل على الوفاء بالتزاماتهم بالنفقات الثابتة وتحقيق التوسع والنمو كليهما في الأجل الطويل

جدول 4.4 يوضح نسبة الاستثمار في الصندوق

نوع الاستثمار	الحد الأدنى	الحد الأعلى
النقد، أدوات وصناديق أسواق النقد	60%	100%
الأدوات المالية قصيرة الأجل مثل الصكوك المتوافقة مع الضوابط الشرعية لمدير الصندوق	0%	30%
صناديق الاستثمار الأخرى المطروحة طرحاً عاماً ذات الأهداف والاستراتيجيات المماثلة وتشمل الصناديق المتداولة.	0%	10%

المصدر: صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع دولار أمريكي، مذكرة الشروط والأحكام، تاريخ التحديث 5 مايو 2022

4.2.1.2 آلية توزيع الأرباح والخسائر في الصندوق.

يتم توزيع الأرباح والخسائر في الصندوق كما يلي:

أولاً: في حال تحقق الأرباح بعد خصم المصروفات، والتكاليف الثابتة، يقسم الربح بالكيفية الآتية:

1. يتقاضى مدير الصندوق نسبة 16% من صافي الأرباح، بشرط ان لا تتجاوز أرباح مدير الصندوق عن 1% في سنة من صافي أصول الصندوق.
2. يتم تقسيم ما تبقى من صافي الأرباح، بعد ذلك على المستثمرين كلٍّ بحسب ما يملك من وحدات استثمارية داخل الصندوق.
3. فيما يتعلق بسياسة توزيع الدخل والأرباح: لا يتم توزيع أرباح، بل تضاف الأرباح المحتجزة إلى موجودات الصندوق بحيث يعاد توظيف الدخل لزيادة قيمة الوحدة الاستثمارية للمكتتبين.

ثانياً: في حالة حصول الخسارة يتحملها المستثمرين في الصندوق، كلاً حسب ما يمتلك من وحدات استثمارية، ومدير الصندوق يخسر الجهد الذي بذله أثناء العمل، ولا يتحمل ما يطرأ من خسائر على الأموال إلا في حالة ثبوت التعدي أو الإهمال أو التفريط.

يتم عقد المعاملات والصفقات لشراء مختلف السلع وغالباً ما تتمثل في بضائع ومواد خام باستثناء الذهب والفضة لغرض إعادة بيعها بسعر أعلى وبالأجل وتحدد المدة حسب الاتفاق.

يعتمد الصندوق على الصفقات التجارية قليلة المخاطر من خلال التعامل مع أطراف ذات السمعة الحسنة، والملاءة المالية العالية.

4.2.1.3 قياس أداء صندوق الراجحي للمضاربة بالدولار الأمريكي:

يعتمد الصندوق في قياس أدائه على المؤشر الاسترشادي المتمثل في سعر الفائدة على القروض بمصرف لندن، ليبور بالدولار 3 أشهر / USD LIBOR 3 Months²³⁹ حيث يُعرف المؤشر الاسترشادي:²⁴⁰ بأنه المقياس الذي يتم من خلاله قياس أداء الصندوق بمؤشر آخر، حيث تهدف إدارة الصندوق على أن يتفوق أداها على أداء المؤشر الاسترشادي، كعامل من عوامل تقييم النجاح.

ترجيح الباحث: عند قياس أداء الصندوق بالمقارنة مع المؤشر الاسترشادي، من الأهمية بمكان دائماً أن يكون المؤشر المستخدم صحيحاً ومناسباً بالنسبة إلى الصندوق، والغرض منه، والأدوات التي يتم الاستثمار فيها، فكما لا ينبغي أن يكون المؤشر الاسترشادي لصندوق المضاربة بالسلع هو نفسه مؤشر سوق الأسهم والسندات، لأن طبيعة الاستثمار مختلفة وكذلك لا يُعقل لأي صندوق يختص بالمعاملات الشرعية في بلد إسلامي أن يتجانس مع بنك ربوي في بلد غير مسلم، لاختلاف نوع ومجال الاستثمار، ولا يمكن أن يعتمد على هذا المؤشر كمؤشر يعكس الوضع الصحيح للصندوق.

²³⁹ USD LIBOR 3 Months "هو متوسط سعر الفائدة الذي تكون فيه مجموعة مختارة من البنوك في لندن على استعداد لإقراض بعضها البعض بالدولار الأمريكي مع استحقاق 3 أشهر".

²⁴⁰ JAMES CHEN, *Benchmark: What It Is, Types, and How to Use Them in Investing*, [30 September 2022].
<https://www.investopedia.com/terms/b/benchmark.asp>

4.2.1.4 سجل أداء الصندوق مقابل أداء المؤشر الاسترشادي:

أجمالي العائد لمدة سنة واحدة، وثلاث سنوات، وخمس سنوات، وعشر سنوات، ومنذ تأسيس الصندوق الى نهاية عام 2021م.

جدول 4.5 يوضح أداء صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي

مقابل المؤشر الاسترشادي USD LIBOR 3 Months

العوائد التراكمية (%)	سنة 2021	3 سنوات	5 سنوات	10 سنوات	منذ التأسيس
أداء الصندوق	0.72	4.71	8.56	15.49	134
أداء المؤشر الاسترشادي	0.16	3.11	6.93	8.66	95

المصدر: التقارير السنوية لصندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي منذ التأسيس الى نهاية عام 2021م

بناءً على البيانات الواردة عن التقارير السنوية لصندوق الراجحي للمضاربة بالسلع بالدولار الأمريكي، تظهر أداء الصندوق طوال الفترة منذ التأسيس إلى عام 2021م، وطوال هذه الفترة تحرص إدارة الصندوق على إظهار التفوق على أداء المؤشر الاسترشادي، حيث أظهر التقرير أن الصندوق حقق فارقاً لصالحه يعادل 39% منذ التأسيس، و6.83% خلال آخر عشر سنوات، و1.63 خلال آخر خمس سنوات، و1.6% خلال آخر ثلاث سنوات، و0.56% خلال عام 2021.

يرى الباحث أن هذا الأداء في حقيقة الأمر لا يعكس الأداء الفعلي للصندوق نظراً لاختلاف الأدوات والمجالات الاستثمارية، وطبيعة النشاط والبلد، وهو غير دقيق ولا يمكن الاعتماد عليه كمؤشر عن الأداء لهذا الصندوق، ورغم من الاعتماد عليه من قبل المكتتبين أصحاب الوحدات الاستثمارية في الصندوق، حيث يمكن أن نتبين من الأداء الفعلي للصندوق من خلال تحليل قوائمه المالية المكونة من قائمة المركز المالي، وقائمة الدخل، وقائمة التدفقات النقدية وهي التي تعكس الصورة بأكثر وضوحاً، وتظهر المركز المالي للصندوق، والأرباح والخسائر، وكمية الأموال الداخلة والمستحقة على الصندوق.

4.2.1.5 العائد الإجمالي لصندوق لمدة عشر سنوات مقارنة بالمؤشر الاسترشادي:

لتعرف على أداء الصندوق من الأهمية بمكان مراجعة أداء الصندوق خلال مدة من الزمن حسب توافر المعلومات، وذلك لمعرفة إن كان الصندوق يحقق أرباحاً بشكل مستمر أم هناك تذبذب خلال هذه الفترات.

جدول 4.6 يظهر مؤشر أداء الصندوق أمام المؤشر الاسترشادي خلال عشرة سنوات من 2012 : 2021

العوائد السنوية (%)	2012	2013	2014	2015	2016
أداء الصندوق	1.42	1.16	0.97	0.98	1.71
أداء المؤشر	0.32	0.15	0.13	0.33	0.77
العوائد السنوية (%)	2017	2018	2019	2020	2021
أداء الصندوق	1.53	2.11	2.52	1.40	0.72
أداء المؤشر	1.28	2.39	2.32	0.61	0.16

المصدر: اعداد الباحث، إعتماًداً عن البيانات الواردة في التقارير السنوية للصندوق خلال الفترة من عام 2012:م2021م.

كما يمكن الملاحظة من الجدول: (4.6) أعلاه أن أداء الصندوق يظهر تفوقاً على المؤشر الارشادي طوال سنوات المقارنة، وخصوصاً خلال المدة الممتدة من عام 2012م إلى نهاية العام 2016م، أداء الصندوق كان يتفوق على المؤشر بمعدل نقطة كاملة وهذا دليل على أن الصندوق يحقق أرباحاً كبيرة مقارنة مع الفوائد التي يمنحها البنك الذي يعتمد عليه الصندوق كمؤشر استرشادي.

وفي الفترة الممتدة من العام 2017م، حتى العام 2019م، كان هناك تقارباً كبيراً بين أداء الصندوق والمؤشر وهذا دليل على أن الأرباح التي يحققها الصندوق قريبة وإلى حد كبير من المؤشر في هذه الفترة.

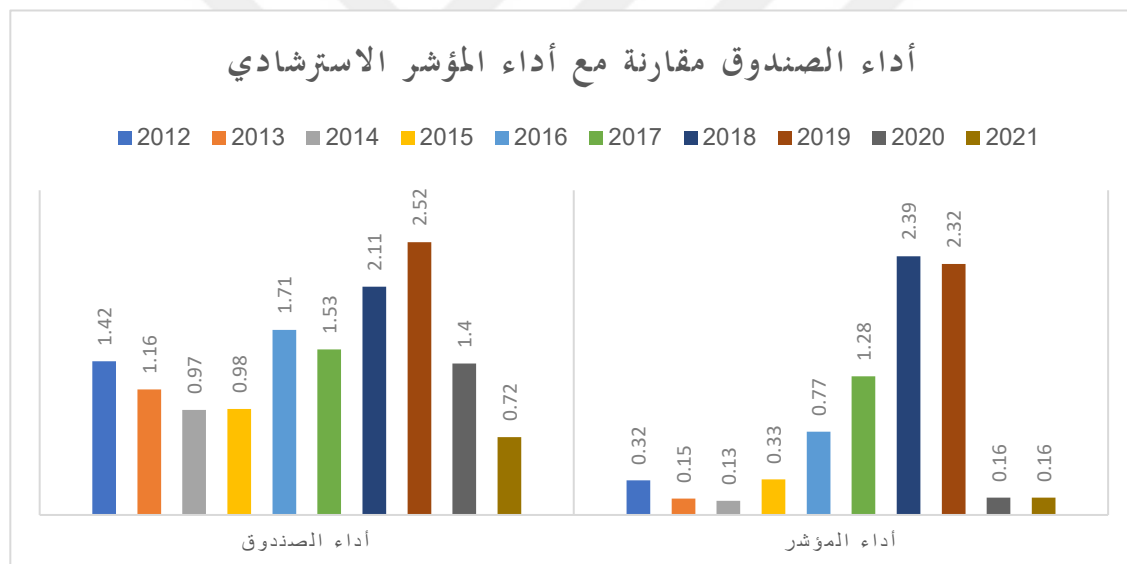
أما خلال العام 2020، ازداد أداء الصندوق وحقق قفزة كبيرة وحقق أداءً بمعدل 1.40 مقابل 0.61 للمؤشر، وخلال العام 2021م، هناك تراجع كبير في أداء المؤشر ليصل 0.16 نقطة، ويحتمل بسبب

الإغلاق التام الذي شهده العالم بسبب انتشار Covid 19، ويصحبه تراجع في أداء الصندوق أيضاً وسجل 0.72 نقطة.

يمكن الاستعانة بالشكل التالي لتوضيح أداء الصندوق مقابل المؤشر الارشادي خلال عشر سنوات.

الشكل 4.5 يبين أداء الصندوق مقارنة مع أداء المؤشر الاسترشادي من

2012 : 2021م.



المصدر: إعداد الباحث من خلال البيانات المنشورة في التقارير السنوية عن الفترات لأداء الصندوق.

من خلال البيانات الواردة في التقارير السنوية لصندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي لمدة عشر سنوات متتالية، كما في الرسم البياني أعلاه نلاحظ أن أداء الصندوق أمام المؤشر الاسترشادي حقق ارتفاعاً كبيراً خلال المدة من عام 2012م، حتى عام 2016م، على التوالي، مما يدل على نجاح إدارة الصندوق في استثمار ما لديها من أموال، هذا إذا ما اعتبرنا مصداقية هذا المؤشر على أساس أنه ملائم كنموذج مقارنة إلى هذا

الصندوق، حدث تقارباً كبيراً خلال الفترة ما بين عام 2017م، إلى عام 2019م، وكانت عوائد الصندوق مقارنة جداً للمؤشر الاسترشادي، وخلال عامي 2020م، و2021م، بدء حدوث الارتفاع من جديد، إلا أن المؤشر الاسترشادي خلال عامي 2020م، و 2021م، حقق هبوط كبير جداً بنسبة 0.60 % و 0.16 % على التوالي، وكذلك الصندوق حقق هبوط كبير مقارنة بالسنوات السابقة، وهذا مما يدل على وجود كساد عالمي أثر على أداء الصندوق بشكل ملحوظ.

على الرغم من أن طبيعة ونوع مجال الاستثمار مختلف بين الصندوق والمؤشر، ومن غير الدقيق أن يعكس هذا المؤشر الوضع الصحيح، ولا يمكن الاعتماد على النتائج بشكل حاسم، وهذه المقارنة التي تتم من خلال المؤشر الاسترشادي تعطي للمستثمرين في الصندوق انطباعاً مبدئياً على وضع الصندوق المالي، ولكن حتماً ليس هي المقياس الفعلي لأداء الصندوق، ولكي نتعرف على الأداء الفعلي لأداء الصندوق يجب علينا عمل تحليل مالي للقوائم المالية من خلال تحليل قائمة المركز المالي (الميزانية العمومية) وقائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية للصندوق.

وفي المبحث القادم نحاول التعرف على وضع الصندوق من خلال التحليل المالي ووضع مقارنة بين القوائم المالية كما وردت في التقرير السنوي لعام 2021م، ومن خلال هذا التحليل يمكن التعرف على الوضع المالي والاستثماري للصندوق بشكل أكثر وضوحاً.

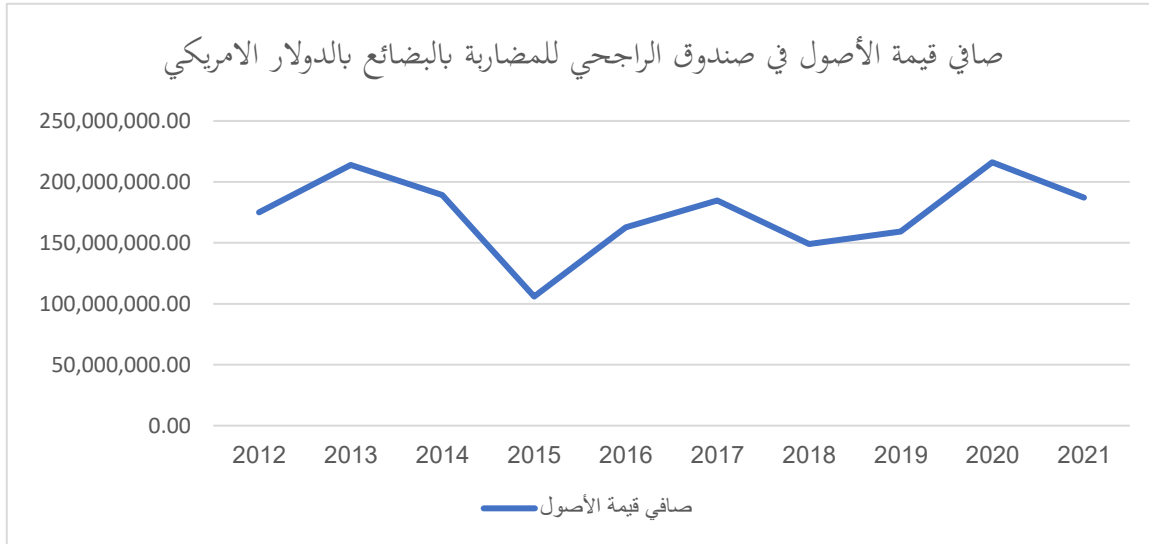
جدول 4.7 يوضح صافي قيمة الأصول وصافي سعر الوحدة الاستثمارية بالدولار الأمريكي ونسبة التغير خلال 10 سنوات

التاريخ	صافي قيمة الأصول	صافي سعر الوحدة	نسبة التغير %
2012	175,117,719.0000	2,059.8486	-
2013	213,756,717.0000	2,083.7399	0.06
2014	189,091,432.0000	2,103.8852	0.05
2015	105,923,586.0000	2,124.3985	0.07
2016	162,713,541.3300	2,160.4516	0.12
2017	184,658,891.8400	2,193.8340	0.28
2018	149,009,082.6700	2,240.0434	0.16
2019	159,143,157.3300	2,296.4636	0.13
2020	216,066,348.7300	2,328.6739	0.05
2021	187,209,474.3800	2,345.5041	0.05

المصدر: إعداد الباحث من خلال جمع البيانات الواردة من منصة التداول السعودية في 31 ديسمبر من كل عام.

صافي قيمة الأصول (الموجودات)، وصافي سعر الوحدات الاستثمارية، ونسبة التغير من نهاية العام 2012م، حتى نهاية العام 2021م. بالنظر إلى الجدول رقم (4.7) خلال عشر سنوات أن قيمة الوحدات الاستثمارية سجلت ارتفاعاً ولكن كان بسيطاً جداً، وكان معدل الزيادة فيها يتراوح ما بين 0.05 و 0.28 فقط، وهذا يعني أن المستثمر في هذه الوحدات لا يحقق أرباحاً مجزية نتيجة الاسترداد، وإنما فقط الأرباح التي قد تأتي نتيجة العمليات الاستثمارية فقط.

الشكل 4.6 يوضح صافي قيمة الأصول في صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي.



المصدر: إعداد الباحث من خلال البيانات الواردة في الجدول السابق

4.2.2 التحليل المالي لصندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي من خلال تحليل القوائم المالية عن عامي 2020م و 2021م.

تُعد القوائم المالية لأي مؤسسة أو صندوق استثماري، هي المرآة التي تعكس الوضع المالي على هيئة تقارير متمثلة في مجموعة من البيانات المالية التي يتم عرضها من ضمن القوائم المخصصة للشركة، حيث تشتمل هذه التقرير على بيانات مالية تتعلق بالعمليات التي تخص الشركة.

تعتبر هذه القوائم هي المرجع الأساسي للأنشطة التي تقوم بها الشركة حيث يتم تطبيق علم المحاسبة في إعداد هذه القوائم المالية بناءً على الإجراءات المنطقية بهدف نقل المعلومات عن المكونات المالية للشركة، وتكون هذه المعلومات عن وقت محدد.

4.2.2.1 تحليل قائمة المركز المالي كما جاءت في التقرير السنوي 2021م.

يعتمد الباحث في هذا الجزء من البحث على تحليل القوائم المالية المنشورة من قبل الصندوق لتحديد مركز الصندوق المالي عام 2021 مقارنة بالعام الذي قبله العام 2020 ويعتمد الباحث على استخدام التحليل المالي الأفقي لقائمة المركز المالي، والتحليل الرأسي (العمودي) لقائمتي الدخل، لإظهار الفرق ونسبة التغير لهذه الفترة مقارنة بالفترة التي قبلها ومحاولة تحليل النتائج من خلال هذه النسب، لتعرف على الوضع المالي لصندوق.

وقبل التعرف على ماهية التحليل المالي في المؤسسات المالية وصناديق الاستثمار علينا التعرف على أهم القوائم المالية التي نركز عليها في هذه الدراسة وهذا التحليل، وهما قائمة المركز المالي، وقائمة الدخل، التي من خلالها يتم التحليل المالي وتحليل النسب المالية:

أ- تعريف قائمة المركز المالي: بيان المركز المالي هو مصطلح آخر (للميزانية العمومية) يسرد البيان الأصول والخصوم وحقوق الملكية للمؤسسة اعتباراً من تاريخ التقرير، بحيث يوفر لمحة سريعة عن الحالة المالية لنشاط تجاري اعتباراً من تاريخ محدد، على أساس أنها واحدة من البيانات المالية، ولذلك يتم عرضها بشكل شائع جنباً إلى جنب مع بيان الدخل وبيان التدفقات النقدية.²⁴¹

²⁴¹ Statement of financial position definition, [13 October 2022]

ب- قائمة الدخل: أو ما يُعرف أيضاً بقائمة (الأرباح والخسائر) هي قائمة تتم عملية إعدادها محاسبياً لبيان وضع المنشأة من حيث الأرباح أو الخسائر خلال فترة زمنية محددة، ويتم ذلك من خلال مقابلة الإيرادات بالمصروفات والفرق الناتج بينهم يكون إما ربحاً أو خسارة، فإذا ارتفعت الإيرادات عن الالتزامات تكون المؤسسة تحقق ربحاً، وأما في حالة زيادة قيمة الالتزامات عن قيمة الإيرادات فالنتيجة تكون خسارة.²⁴²

ت- قائمة التدفقات النقدية: تعتبر قائمة التدفقات النقدية من الأدوات المهمة في التقرير السنوي حيث توضح هذه القائمة بالتفصيل التدفقات النقدية الواردة للمؤسسة والخارجة منها، مقدمة بذلك تصور جلي لمعالم السلامة في النشاط المالي للشركة.²⁴³

ث- التحليل المالي: التحليل المالي هو آلية يتم من خلالها تقييم الأعمال والمشاريع والميزانيات والمعاملات المالية الأخرى لمعرفة أدائها الفعلي ومدى ملاءمتها، ويتم الاعتماد على التحليل المالي لتحديد ما إذا كان الهيكل المالي مستقراً أو متذبذباً، ومدى توافر السيولة، والربحية بما يكفي لتبرير الاستثمار.²⁴⁴

ج- التحليل المالي الأفقي: يستخدم التحليل الأفقي للبيانات المالية، البيانات المتعلقة بالجودة، أو البنود على نطاق واسع من البيانات المرجعية. النسبة المئوية للأرقام، حيث يتم التعبير عن الأرقام في النسبة المئوية للأرقام في سنة الأساس مع رقم الأساس على أنه 100 %، ويعرف أيضاً باسم تسمية سنة الأساس.²⁴⁵

<https://www.accountingtools.com/articles/what-is-the-statement-of-financial-position.html>

²⁴² بوابة المحاسبة، أخذ بتاريخ (14 أكتوبر 2022)

<http://accountinggate.com/arabic/financial-accounting/income-statement.html>

²⁴³ هيئة السوق المالية السعودية، أخذ بتاريخ (14 أكتوبر 2022).

<https://cma.org.sa:443/Awareness/InformationSources/Pages/CashFlowStatement.aspx>

²⁴⁴ ALICIA TUOVILA, Financial Analysis, [18 October 2022]

<https://www.investopedia.com/terms/f/financial-analysis.asp>

²⁴⁵ المرجع السابق.

ح- التحليل المالي الرأسي (العمودي): من خلال التحليل الرأسي (العمودي) يتم قياس نسبة أي بند من بنود القوائم المالية إلى بند آخر رئيسي من نفس القائمة، وذلك لغرض الوصول إلى تفسيرات ذات أهمية كأن يتم معرفة الأهمية النسبية لكل بند من بنود القائمة، ومعرفة العلاقة بين العناصر والمجموعات الفرعية والكلية في القائمة.²⁴⁶

خ- القيمة العادلة: هي القيمة التي سيتم استلامها نظير بيع أصل معين، أو القيمة التي يتم دفعها لتحويل التزام معين، ضمن المعاملات المنتظمة بين المشاركين في السوق بتاريخ القياس في السوق الرئيسية للأصل أو الالتزام، أو في السوق غير الرئيسية، السوق الأكثر ملاءمة للأصل أو الالتزام، والتي عن طريقها يكون متاحاً للصندوق في ذلك التاريخ، والقيمة العادلة للمطلوبات تعكس مخاطر عدم الأداء.²⁴⁷

²⁴⁶ متاح على موقع بوابة المحاسبة، أخذ بتاريخ (14 أكتوبر 2022).

<http://accountinggate.com/arabic/financial-accounting/income-statement.html>

²⁴⁷ التقرير السنوي لصندوق الراجحي للمضاربة بالدولار الأمريكي، 2021، متاح على الأنترنت بتاريخ 14 أكتوبر

2022، عبر الرابط. www.alrajhi-capital.com

أولاً: تحليل قائمة المركز المالي لصندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار أمريكي.

جدول 4.8 يمثل قائمة المركز المالي لصندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار أمريكي كما في 31 ديسمبر 2021 م (المبالغ بالدولار الأمريكي)

الموجودات	31 ديسمبر 2021	31 ديسمبر 2020
نقد وما في حكمه	44,242,922	10,665,359
استثمارات مقاسة بالقيمة العادلة من خلال الربح أو الخسارة	13,834,828	20,519,021
استثمارات مقاسة بالتكلفة المطفأة	129,079,935	184,814,969
إجمالي الموجودات	187,157,685	215,999,349
المطلوبات		
أتعاب إدارة دائنة	24,869	26,696
مصروفات مستحقة	10,631	9,697
إجمالي المطلوبات	35,500	36,393
صافي الموجودات (حقوق الملكية) العائدة لمالكي الوحدات	187,122,185	215,962,956
وحدات مصدرة (بالعدد)	79,777	92,741
صافي قيمة الموجودات العائدة لكل وحدة (بالدولار الأمريكي)	2345.55	2328.67

المصدر: التقرير السنوي 2021 لصندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي.

4.2.2.2 تحليل قائمة المركز المالي لعام 2020 م – 2021 م:

يتم تحليل القوائم المالي من خلال قراءة ما ورد فيها من بنود واستخراج نسب التغير مقارنة مع سنة المقارنة حتى يتسنى لنا معرفة البند المتغير والبحث عن الأسباب التي أدت الى هذا التغير.

4.2.2.3 حساب نسبة التغير في المركز المالي باستخدام التحليل المالي الأفقي:

يتم حساب نسبة التغير من خلال البيانات الواردة في قائمة المركز المالي 2021م، سوف يستخدم الباحث التحليل المالي الأفقي من خلال حساب نسبة التغير خلال العام 2021م، ومقارنته بالعام 2020 باستخدام معادلة التحليل المالي الأفقي وهي كما يلي:

$$\text{نسبة التغير} = \frac{\text{مقدار التغير}}{\text{قيمة سنة الأساس}} \times 100$$

حيث إن:

نسبة التغير: هي نسبة التغير في كل بند على حده من بنود قائمة المركز المالي بين القوائم المالية المقارنة.

مقدار التغير: هو الفرق بين قيمة نفس البند في سنوات المقارنة.

قيمة سنة الأساس: هي قيمة السنة السابقة لكل بند أو القيمة التي تتم معها المقارنة وفي هذا التحليل سوف تكون سنة الأساس هي 2020.

يتم تطبيق المعادلة السابقة على بنود قائمة المركز المالي للصندوق كما يلي:

نسبة التغير في البند (نقد وما في حكمه) يجب أن نستخرج أولاً الفرق في هذا البند وذلك بطرح قيمة البند في عام 2020، وهو 10,665,359 من قيمة نفس البند في عام 2021 وهو 44,242,922 والذي يساوي 33577563 وهو مقدار الزيادة في النقد وما في حكمه من أصول متداولة في نهاية العام 2021.

$$\text{نسب التغير} = \frac{33577563}{10,665,359} \times 100$$

إذاً نسبة التغير في بند (نقد وما في حكمه) = 314.8%.

سجلت الزيادة في النقدية وباقي الأصول التي تتصف بالسيولة في عام 2021 ارتفاعاً كبيراً جداً فاق الثلاثة أضعاف عن العام 2020.

ولإيجاد نسبة التغير في بند (استثمارات مقاسة بالقيمة العادلة من خلال الربح أو الخسارة) نقوم بنفس العمل السابق.

أذاً نسبة التغير تساوي:

$$\text{نسب التغير} = \frac{-6,684,193}{20,519,021} \times 100$$

إذاً نسبة التغير في هذا البند تساوي = (-32.5%) وهذه النسبة سالبة حيث كانت استثمارات مقاسة بالقيمة العادلة من خلال الربح أو الخسارة في عام 2021 أكبر من العام 2021.

و يجب الاستمرار على هذا المنوال لإيجاد جميع نسب التغير في بنود قائمة المركز المالي. وفيما يلي الجدول رقم (4.10) يوضح نسبة الفرق بين جميع بنود قائمة الدخل أعلاها ونسبة التغير لكل البنود تم إيجادها من خلال المعادلة السابقة.

جدول 4.9 يبين نسبة التغير في المركز المالي لصندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع
بالدولار الأمريكي للعام 2021م.

الموجودات	الفرق + / -	نسبة التغير
نقد وما في حكمه	33577563	314.8%
استثمارات مقاسة بالقيمة العادلة من خلال الربح أو الخسارة	(6,684,193-)	(32%)
استثمارات مقاسة بالتكلفة المطفأة	(55,735,034-)	(30.15%)
إجمالي الموجودات	(28,841,664-)	(13.35%)
المطلوبات		
أتعاب إدارة دائنة	(1,827-)	(6.84%)
مصرفات مستحقة	934	9.63%
إجمالي المطلوبات	(893-)	(2.45%)
صافي الموجودات (حقوق الملكية) العائدة لمالكي الوحدات	(28,840,771-)	(13.45%)
وحدات مصدرة (بالعدد)	(12,964-)	(14%)
صافي قيمة الموجودات العائدة لكل وحدة (بالدولار الأمريكي)	16.88	0.72%

المصدر: من إعداد الباحث من خلال تحليل البيانات الواردة في قائمة الدخل السابقة.

من خلال تحليل قائمة المركز المالي نلاحظ البند الأول وهو (نقد وما في حكمة) والمقصود به هو كل الأصول المالية السائلة أو التي يمكن تحويلها لنقدية بسهولة، هناك ارتفاع وزيادة كبيرة في الأصول النقدية بما مقداره 314.8% خلال العام 2021، بزيادة تقدر بمبلغ 33577563 عن العام 2020م.

وهذا التغير الضخم ناتج وبكل تأكيد عن تغيير في سياسة العمل داخل الصندوق، هو تخفيض قيمة بند (الاستثمارات المقاسة بالقيمة العادلة من خلال الربح أو الخسارة) حيث انخفض هذا البند بنسبة (-32%)، بقيمة (-6,684,193)، وكذلك هناك تخفيض في بند (استثمارات مقاسة بالتكلفة المطفأة) بنسبة (-30.15%)، بقيمة (-55,735,034).

وهذه الانخفاض في قيمة الاستثمار يعني انسحاب الصندوق أو بيع جزء كبير من استثماراته خلال عام 2021، وهذا مبرر ارتفاع قيمة النقدية، وهذا مؤشر غير جيد للصندوق فارتفاع السيولة عن الحد المطلوب لمواجهة الالتزامات الجارية دليل على عدم توظيف الأموال بكفاءة ونجاح.

بالنظر إلى بند إجمالي الموجودات هناك نقص كبير وبنسبة (-13.35%) يتمثل في فقد أصول وممتلكات ما قيمته (-28,841,664) وهذا النقص قد يكون بسبب انسحاب بعض المستثمرين من الصندوق أو بسبب خسائر في الاستثمارات.

ارتفاع في بند (المصروفات المستحقة) بنسبة 9.63% عن عام 2020، وهذا دليل على ازدياد الالتزامات على الصندوق وهو كذلك مؤشر سلبي مالم يقابل ذلك زيادة في النشاط. سجل الصندوق انخفاضاً في عدد الوحدات مقارنة بالعام السابق وبفارق 12,964 وحدة، بنسبة (-14%) وهذا يدل على ان الصندوق فقد خلال هذا العام عدداً كبيراً من الوحدات وسجل عدد مكتتبين بنسبة كبيرة.

تعكس البيانات الواردة في قائمة المركز المالي أن الصندوق يمر بتقلبات أهمها تتمثل في فقد العديد من الاستثمارات ووجود نقدية بشكل كبير جداً وهذا مؤشر سلبي لأن النقدية يجب أن تستثمر وتدر عائداً بدلاً من الاحتفاظ بها إلا بقدر ما يواجهه الالتزامات الجارية، كذلك يواجه الصندوق نقصاً في إجمالي الموجودات، وارتفاع في المصروفات المستحقة، كل هذه الأمور تعد مؤشرات سلبية وفي غير صالح الصندوق.

ولزيادة وضوح الصورة لابد من تحليل قائمتي الدخل وقائمة التدفقات النقدية، والتي من خلالهما يمكن استنتاج الواقع بشكل أكثر دقة وموضوعية.

ثانيا: تحليل قائمة الدخل لصندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع دولار أمريكي.

جدول 4.10 يمثل قائمة الدخل كما في 31 ديسمبر 2021م

(المبالغ بالدولار الأمريكي)

الإيرادات	2021 م	2020 م
دخل عمولة خاصة	1,696,152	2,706,359
صافي الأرباح غير المحققة من الاستثمارات المقاسة بالقيمة العادلة من خلال الربح أو الخسارة	(162,439 -)	123,603
صافي الأرباح المحققة من الاستثمارات المقاسة بالقيمة العادلة من خلال الربح أو الخسارة	329,174	150,066
إجمالي الإيرادات	1,862,887	2,980,028
المصروفات	2021 م	2020 م
أتعاب إدارة	(308,444-)	(467,038-)
مصروفات أخرى	(19,438-)	(19,921-)
إجمالي المصروفات	(327,882-)	(486,959-)
صافي ربح السنة	1,535,005	2,493,069
الدخل الشامل الآخر	-	-
إجمالي الدخل الشامل للسنة	1,535,005	2,493,069

المصدر: التقرير السنوي 2021 لصندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي.

تحليل قائمتي الدخل لعامي 2020م، 2021م، باستخدام التحليل المالي الرأسي: من خلال البيانات الواردة في الجدول: (4.10) الذي يمثل قائمتي الدخل في التقرير السنوي لصندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي يستخدم الباحث التحليل الرأسي وذلك لتحديد نسبة كل بند من البنود الواردة في قائمتي الدخل لعام 2021م، والعام 2020م، إلى مجمل الواردات حتى تتم المقارنة بشكل واضح وتحديد الفروقات خلال الفترتين، حيث يتم التحليل الرأسي لكل فترة منفصلة عن الأخرى وبعد استخراج النسب يتم المقارنة من حيث التغيرات على كل بند وأثر هذا التغير على أرباح أو خسائر الصندوق.

يتم التحليل الرأسي من خلال المعادلة الآتية:

$$\text{نسبة البند المراد قياسه} = \frac{\text{قيمة البند}}{\text{إجمالي الإيرادات}} \times 100$$

أولاً، بيانات قائمة الدخل 2021م:

$$1. \text{ دخل عمولة خاصة} = \frac{1,696,152}{1,862,887} \times 100 = \text{دخل عمولة خاصة}$$

إذاً نسبة (دخل عمولة خاصة) في العام إلى إجمالي الإيرادات تساوي 91%

2. صافي الأرباح غير المحققة من الاستثمارات المقاسة بالقيمة العادلة من خلال الربح أو الخسارة

$$3. \text{ صافي الأرباح غير المحققة} = \frac{162439 -}{1,862,887} \times 100$$

إذاً صافي الأرباح غير المحققة من الاستثمارات المقاسة بالقيمة العادلة من خلال الربح تساوي -8.7%.

جدول 4.11 يوضح نسبة كل بند من بنود قائمة الدخل الى مجمل الدخل

الإيرادات	%100	2021 م	%100	2020 م
دخل عمولة خاصة	%91	1,696,152	%90.8	2,706,359
صافي الأرباح غير المحققة من الاستثمارات المقاسة بالقيمة العادلة من خلال الربح أو الخسارة	%8.7-	(162,439 -)	%4.1	123,603
صافي الأرباح المحققة من الاستثمارات المقاسة بالقيمة العادلة من خلال الربح أو الخسارة	%17.6	329,174	%5	150,066
إجمالي الإيرادات	%100	1,862,887	%100	2,980,028
المصروفات				
أتعاب إدارة	%16.5-	(308,444-)	%15.6-	(467,038-)
مصروفات أخرى	%1-	(19,438-)	%0.68-	(19,921-)
إجمالي المصروفات	%17.6-	(327,882-)	%16.3-	(486,959-)
صافي ربح السنة	%82.3	1,535,005	%83	2,493,069
الدخل الشامل الآخر		-		-
إجمالي الدخل الشامل للسنة	%82.3	1,535,005	%83.6	2,493,069

المصدر: إعداد الباحث بناءً على البيانات الواردة من قائمة الدخل في التقرير السنوي
2021م

تبين قائمة الدخل أن قيمة مجمل الإيرادات السنوية لعام 2021م، كانت بمبلغ \$ 1,862,887، مسجلة انخفاضاً كبيراً عن العام 2020م، الذي بلغت فيه مجمل الإيرادات \$ 2,980,028، بفارق ملحوظ وبلغ (\$1,117,141).

ومن خلال التحليل السابق لقائمة الدخل نلاحظ أن في عام 2021 كان بند (دخل عمولة خاص) يمثل 91% من إجمالي الإيرادات، وفي عام 2020 كان متقارباً الى حد بعيد حيث كان نفس البند ويمثل 90.80%، من مجمل الإيرادات، ورغم من هبوط الدخل في عام 2021 إلى \$1,696,152 بدلاً من \$2,706,359 في عام 2020، حيث انخفض الدخل بقيمة (\$1,010,207) خلال عام.

وهذا الانخفاض له تداعيات مختلفة لم يفسرها التقرير، إن كانت بسبب تغيير سياسة الصندوق أو ناتجة عن خسائر في الاستثمارات المدارة من قبل الصندوق.

البند الثاني في قائمة الدخل هو (صافي الأرباح غير المحققة من الاستثمارات المقاسة بالقيمة العادلة من خلال الربح أو الخسارة) مقدار الأرباح الغير محققه والتي تعتبر بمثابة خسائر وتخص من قائمة الدخل كانت في عام 2021م، بنسبة (-8.7%) من إجمالي الدخل، وتفسير ذلك أن الصندوق فقد هذه النسبة من إجمالي الإيرادات المتوقع خلال هذا العام، بعكس ما حدث في العام 2020 حيث سجل الصندوق أرباحاً لم تكن من ضمن الأرباح المتوقع تحصيلها بنسبة 4.1%، وبذلك تضاف الى الدخل.

حقق الصندوق في عام 2021م، زيادة في بند (صافي الأرباح المحققة من الاستثمارات المقاسة بالقيمة العادلة من خلال الربح أو الخسارة) بنسبة 17.6% من إجمالي الإيرادات، وكانت النسبة لنفس البند في عام 2020 هي 5% فقط.

وبالانتقال إلى بند المصروفات، ورغم انخفاض الإيرادات إلا أنه حدث ارتفاع في إجمالي المصروفات من 16.3% في عام 2020، الى 17.6% عام 2021، بارتفاع يعادل 1.3%.

وبما أنه حدث انخفاض كبير في مجمل الإيرادات لعام 2021 مقارنة بالعام الذي قبله، وارتفاع إجمالي المصروفات خلال الفترة فمن البديهي أن ينخفض صافي الدخل والأرباح، حيث سجلت في عام 2021 مبلغ وقدره \$1535005 وهذا المبلغ يمثل 82.3% من

مجمّل الإيرادات، بدلاً من \$ 2,493,069، في عام 2020 ونسبة 83.6% من مجمل الإيرادات.

من خلال تحليل البيانات الواردة في قائمتي المركز المالي والدخل يمكن أن نعطي الانطباع المبدئي لوضع الصندوق المالي إذا ما تم مقارنته بالفترة التي تسبقه.

ومن خلال تحليل قائمة التدفقات النقدية يمكن أن نفهم النهج الذي اتبعه مدير الصندوق خلال هذه الفترة وانعكاس هذا النهج على أرباح الصندوق واستثماراته.

تحليل قائمة التدفقات النقدية لصندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار 2021.

جدول 4.12 قائمة التدفقات النقدية لصندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع 2021م.

2020	2021	التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية
2,493,069	1,535,005	صافي ربح السنة
		تسويات لمطابقة صافي الربح مع صافي النقد الناتج من المستخدم في الأنشطة تسويات لمطابقة التشغيلية
(-123,603)	162,438	أرباح غير محققة من استثمارات مقاسة بالقيمة العادلة من خلال الربح أو الخسارة
(-150,066)	(-329,174)	أرباح محققة من استثمارات مقاسة بالقيمة العادلة من خلال الربح أو الخسارة
		صافي التغيرات في الموجودات والمطلوبات التشغيلية
(-20,312,641)	(-20,162,912)	زيادة في استثمارات مقاسة بالقيمة العادلة من خلال الربح أو الخسارة
10,296,733	27,013,841	متحصلات من بيع استثمارات مقاسة بالقيمة العادلة من خلال الربح أو الخسارة
(-180,483,405)	55,735,034	زيادة في استثمارات مقاسة بالتكلفة المطفأة
132,188,301	-	متحصلات من استحقاق الموجودات المالية المقاسة بالتكلفة المطفأة
(-29,064)	(-1,827)	نقص في أتعاب إدارة مستحقة

زيادة/(نقص) في مصروفات مستحقة	934	(-2,893)
صافي النقد الناتج من/ (المستخدم في) الأنشطة التشغيلية	63,953,339	(-56,123,569)
التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية		
متحصل من إصدار وحدات	64,781,514	115,792,756
مدفوع لاسترداد وحدات	(-95,157,290)	(-61,466,027)
صافي النقد (المستخدم في)/الناتج من الأنشطة التمويلية	(-30,375,776)	54,326,729
صافي الزيادة في النقد وما في حكمه	33,577,563	(-1,796,840)
نقد وما في حكمه في بداية السنة	10,665,359	12,462,199
النقد وما في حكمه في نهاية السنة	44,242,922	10,665,359

المصدر: التقرير السنوي 2021 لصندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي.

بالرجوع إلى الجدول: (4.12) الذي يمثل قائمة التدفقات النقدية لصندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي 2022م، يمكننا التعرف على حركة الأموال في حسابات الصندوق، مما يسهل على كل من تربطه علاقة مالية بهذا الصندوق فهم أنشطة الصندوق خلال الفترة التي تشملها القائمة.

وبما أن صافي أرباح هذا العام انخفضت من مبلغ \$ 2,493,069 إلى مبلغ \$ 1,535,005 خلال عام، هذا النقص مبني على إحداث وأمر عديدة تأثر به العمل في الصندوق مما أسفر على هذا التغير، فالملاحظ من خلال التحليل أن الصندوق عام 2021 يحقق أرباحاً كان يتوقع عدم الحصول عليها من استثمارات مقاسة بالقيمة العادلة تقدر \$ 162,438، بينما في عام 2020 تكبد الصندوق خسائر تقدر بمبلغ (-123,603)، وسجل في عام 2021 خسائر من استثمارات مقاسة بالقيمة العادلة تقدر (329,174) \$. وفي عام 2020 سجل خسارة كذلك تقدر بمبلغ (-150,066).

وخلال عام 2021م، قام الصندوق بزيادة استثماراته وأنفق مبلغ بقيمة (20,162,912) \$، وهذه الاستثمارات مقارنة للمبلغ المدفوع للاستثمار خلال عام 2020، الذي بلغ (20,312,641) \$.

تحصل الصندوق في عام 2021م، على مبلغ وقدره \$64,781,514 نتيجة إصدار وحدات استثمارية جديدة، وفي نفس الفتر فقد الصندوق مبلغ (95,157,290) \$ نتيجة لاسترداد وحدات استثمارية، وهذا ما جعل صافي النقد المستخدم في الأنشطة التمويلية ينقص بقدر (30,375,776) \$ نتيجة سحب المستثمرين استثماراتهم من الصندوق.

يتم خصم المبلغ لتغطية السحب من صافي النقد الناتج من الأنشطة التمويلية والبالغ \$ 63953339

إذاً $63,953,339 - 30,375,776 = 33,577,563$ وهو صافي النقد وما في حكمه، حيث يضاف المبلغ نقد وما في حكمة في بداية السنة وكان 10,665,359 \$، ليصبح إجمالي النقد وما في حكمة نهاية السنة 44,242,922 \$، وهذا ما يوضح أسباب الزيادة في النقدية الواردة في قائمة المركز المالي لعام 2021.

بينما في عام 2020 تحصل الصندوق على مبلغ 115,792,756 \$ نتيجة إصدار وحدات استثمارية جديدة، وفقد مبلغ (61,466,029) \$ نتيجة استرداد الوحدات الاستثمارية، وهذا بدوره رفع صافي النقد المستخدم في الأنشطة التمويلية بقيمة 54,326,729 \$.

قام الصندوق بتغطية النقص الوارد في بند صافي النقد الناتج من الأنشطة التشغيلية والذي كان خسارة بقيمة (56,123,569) \$ من المبلغ الوارد بإصدارات جديدة، وبذلك الصندوق لم يحقق زيادة في صافي النقد وإنما سجل نقص بقيمة (1,796,840) \$.

حيث يتم خصم هذا المبلغ من المبلغ الوارد في بند (نقد وما في حكمة في بداية السنة) وهو 12,462,199 \$، ليكون المبلغ نهاية السنة 10,665,359 \$.

4.2.3 تقييم أداء نموذج الدراسة المتمثل في صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي.

يعتمد صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي على استخدام المضاربة الشرعية كعلاقة تعاقدية بين المكتبتين في الصندوق بصفتهم أصحاب رأس المال ومدير الصندوق بصفته مضارباً، حيث يستثمر مدير الصندوق المضارب أصوله المتمثلة في أموال المكتبتين، عن طريق عقد الصفقات التجارية في السلع بطريقة لا تتعارض مع المعايير الشرعية الخاصة بمدير الصندوق بأسلوب المضاربة الشرعية.

تم إنشاء الصندوق لكي يتلاءم مع أهداف المستثمرين الباحثين عن دخل منتظم يتوافق مع الحفاظ على رأس المال والسيولة بحيث يتم استثمار أصول الصندوق في صناديق المراجعة وفي معاملات المراجعة المنفذة طبقاً للمعايير الشرعية، تتكون المراجعة من مشتريات البضائع والسلع من الموردين المعتمدين مقابل الدفع العاجل وبيعها إلى المؤسسات ذات السمعة الحسنة بشروط البيع المؤجل وبالتالي تحقيق ربح، ويُعاد استثمار جميع الأرباح في الصندوق. ولتقييم أداء الصندوق يجب تحديد أهم المعايير التي سوف يتم من خلالها التقييم، وهي كما يلي:

أ- من خلال الالتزام بالأموال الشرعية من حيث التعاقد والعمل.

ب- من حيث الأداء والمخاطر.

ت- من خلال التحليل المالي للقوائم المالية.

4.2.3.1: التقييم من حيث الالتزام بالأموال الشرعية من حيث التعاقد والعمل.

من خلال البيانات الواردة في قرارات الهيئة الشرعية بمجموعة الراجحي والتقارير السنوية الصادرة عن صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي، حيث أن شركة الراجحي المصرفية للاستثمار تنص في عقد تأسيسها²⁴⁸ على أن تمارس جميع معاملاتها بما يتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية، وللوصول إلى هذا الهدف أنشأت الجمعية العامة للشركة

²⁴⁸ قرارات الهيئة الشرعية بمصرف الراجحي، المجموعة الشرعية بالمصرف، الرياض 1431هـ، ج2، دار الكنوز للنشر 1431هـ، ص6.

وسمى أعضاءها، وتم اعتماد لائحة الهيئة الشرعية التي تسعى إلى التحقق من الامتثال للأحكام الشريعة في كل معاملاتها، كما تم بيانها في اللائحة أن كل معاملات الشركة تتم بموافقة الهيئة الشرعية.

تم تقرير اعتماد صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي على أن عمليات استثمار الصندوق لا تتعارض مع المعايير الشرعية التي تم أجازتها من لجنة الرقابة الشرعية المعنية للصندوق الاستثماري، وأن شروط وأحكام هذا الصندوق والمستندات الأخرى خاضعة بالكامل للائحة صناديق الاستثمار.

4.2.3.2 الضوابط الشرعية المعلن عنها في صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي

أ- إذا قام الصندوق بشراء السلع والمعادن ثم أراد بيعها بالأجل يجب أن يلتزم مدير الصندوق بالأمور التالية:

- يجب أن تكون السلع المراد بيعها مملوكة للصندوق وموصوفة له بأرقامها ومكانها بموجب الوثائق الخاصة لها، قبل البيع للمشتري.
- لا يصح لمدير الصندوق أن يشتري أو يبيع بضائع لا يباح فيها التأجيل مثل الذهب والفضة والعملات.
- لا يجوز أن يعاد شراء البضاعة التي باعها مدير الصندوق بالأجل للعميل.
- إذا باع مدير الصندوق البضاعة إلى عميل فلا يصح له أن يقوم ببيعها بدلاً عنه بالوكالة إلى من اشترى منه الصندوق لنفسه.

ب- لا يصح أن تتداول الوحدات الاستثمارية للصندوق قبل بدء العمل وممارسة النشاط واستمرار مزاولته لهذا العمل في أصوله الاستثمارية.

ت- لا يصح أن تتداول وحدات الصندوق إذا توقف عن مزاولته نشاطه الاستثماري كأن توقفاً بسبب التصفية إذا كانت من ضمن أصول الصندوق ديون أو نقود، والواجب في هذه الأمور مراعاة أحكام الصرف وشروطه، وأحكام بيع الديون.

4.2.3.3 تقييم الدراسة من حيث الالتزام بالأمور الشرعية من حيث التعاقد والعمل.

أ- من حيث التعاقد:

من خلال الاطلاع على نشرات الإصدار والاكتتاب لصندوق أن عمليات التعاقد تتم وفقاً لعقود المضاربة التي تم أجازتها بناءً على قرار مجمع الفقه الإسلامي فيما يتعلق بصكوك المضاربة الذي ينص على ما يلي: (يبرم العقد في صكوك المضاربة بناءً على أن شروط التعاقد يتم تحديدها في صحيفة الإصدار، وأن الاكتتاب في هذه الصكوك يعبر عن الإيجاب، وأن موافقة الجهة المصدرة يعبر عن القبول، ولا بد أن تحتوي صحيفة الإصدار على كل البيانات من حيث بيان معلومية رأس المال، وتوزيع الأرباح مع توضيح الشروط الخاصة بذلك الإصدار، على أن لا تتعارض كل الشروط والأحكام مع مبادئ الشريعة الإسلامية).²⁴⁹

ب- من حيث العمل:

من خلال الاطلاع على نشرة الاكتتاب في الصندوق هناك بعض المآخذ الشرعية التي يراء الباحث أنها قد تُعد مخالفات شرعية أهمها ما يلي:

- فيما يتعلق بمسألة تنضيض رأس المال:

من شروط صحة عقود المضاربة تنضيض رأس المال بشكل فعلي أو حكمي قبل توزيع الأرباح، أو انتهاء المضاربة، وهذا الشرط ليس هناك ما يشير له في جميع تعاملات الصندوق.

أضاف إلى ذلك أن الصندوق مصنف صندوق ذي نهاية مفتوحة أي أن رأس المال غير ثابت وقابل لزيادة والنقصان، ويسمح لأي مكتب فيه بالخروج من الصندوق في أي وقت يشاء ويسترد رأس ماله المشارك به في الصندوق بشرط التخلي عن أرباح الفترة التي لم تنته أثناء الانسحاب.

²⁴⁹ مجمع الفقه الإسلامي الدولي، المملكة العربية السعودية، قرار رقم 5 الدورة الرابعة 1988

■ توزيع الأرباح:

فيما يتعلق بالأرباح التي يجنيها الصندوق، لا يتم توزيعها على المكتتبين فيه وإنما تضاف إلى نسبة مشاركتهم في الصندوق، بالرغم من أن مدير الصندوق يستلم أرباحه المتمثلة في نسبة 16% من أرباح الصندوق بشكل مباشر.

■ المؤشر الاسترشادي:

يعتمد الصندوق في قياس أدائه على المؤشر الاسترشادي المتمثل في سعر الفائدة على القروض بمصرف لندن، ليبور بالدولار 3 اشهر / USD LIBOR 3 Months.

على الرغم من اختلاف المجال والنوع الاستثماري وعدم وجود أي رابط بينهم، حيث إن الصندوق يمارس أعمالاً استثمارية متوافقة مع الشريعة الإسلامية في المملكة السعودية، والمؤشر الاسترشادي يقيس نسبة الفوائد على القروض الربوية في مصرف لندن.

4.2.3.4 التقييم من خلال مقياس الأداء والمخاطر لصندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي:

يعتمد الصندوق في قياس أدائه على المؤشر الاسترشادي المتمثل في سعر الفائدة على القروض بمصرف لندن، ليبور بالدولار 3 اشهر / ²⁵⁰USD LIBOR 3 Month

ترجيح الباحث: عند قياس أداء الصندوق بالمقارنة مع المؤشر الاسترشادي، من الأهمية بمكان أن يكون المؤشر المستخدم دقيقاً ومناسباً بالنسبة للصندوق، وغرضه، والأدوات التي يستثمر فيها، فلا ينبغي أن يكون المؤشر الإرشادي لصندوق المضاربة بالسلع هو مؤشر سوق الأسهم والسندات لأن طبيعة الاستثمار مختلفة وكذلك لا يُعقل لأي صندوق يختص بالمعاملات الشرعية في بلد إسلامي أن يتجانس مع بنك ربوي في بلد غير مسلم، لاختلاف نوع ومجال الاستثمار، ولا يمكن أن يعتمد على هذا المؤشر كمؤشر يعكس الوضع الصحيح للصندوق.

²⁵⁰ USD LIBOR 3 Months "هو متوسط سعر الفائدة الذي تكون فيه مجموعة مختارة من البنوك في لندن على استعداد لإقراض بعضها البعض بالدولار الأمريكي مع استحقاق 3 أشهر".

ولم يتحصل الباحث عن تفسير منطقي لماذا تم الاعتماد على هذا المؤشر تحديداً، حيث تُظهر التقرير السنوية منذ تأسيس الصندوق إلى نهاية العام 2022م تفوق كبير في معدل أداء الصندوق على المؤشر الاسترشادي، كما تم توضيحه في هذا الفصل من هذه الدراسة بشكل مفصل، ولكن يرى الباحث أن هذا الأداء في حقيقة الأمر لا يعكس الأداء الفعلي للصندوق نظراً لاختلاف الأدوات والمجالات الاستثمارية، وطبيعة النشاط والبلد، وهو غير دقيق ولا يمكن الاعتماد عليه كمؤشر الأداء لهذا الصندوق، برغم من الاعتماد عليه من قبل المكتتبين أصحاب الوحدات الاستثمارية في الصندوق، حيث يمكن أن نتبين من الأداء الفعلي للصندوق من خلال تحليل القوائم المالية، المتمثلة في قائمة المركز المالي، وقائمة الدخل، وقائمة التدفقات النقدية، وهي التي تعكس الصورة بأكثر وضوحاً، وتظهر المركز المالي لصندوق، والأرباح والخسائر، وكمية الأموال الداخلة والمستحقة على الصندوق، إذا ما تم إعدادها وفق نظام محاسبي صحيح.

قياس أداء الصندوق من خلال قياس العائد والمخاطر:

قبل البدء في عملية اختيار الصندوق الاستثماري ينبغي النظر إلى نوعين من المعايير هما:²⁵¹
المعايير النوعية: وهي المعايير التي تتمثل في الإجراءات والأساليب العملية التي ينتهجها الصندوق في الإدارة والاستثمار، وتحديد مدى ملاءمتها مع الأهداف الاستثمارية.
المعايير الكمية: وهي المعايير التي تتمثل في أداء الصندوق من حيث العائد والمخاطر على هيئة أرقام، حيث تعتبر الأرقام هي لغة الاستثمار في عالم المال والأعمال فمن الطبيعي أن يتم تقييم الصناديق الاستثمارية على هذا الأساس عند المفاضلة بين الصناديق.

تتعلق المعايير الكمية بأداء الصندوق وحجم العائد مقابل المخاطر بالإضافة لكيفية تقدير الأتعاب التي يتحملها المستثمرين في الصندوق الاستثماري، وهي تختلف على حسب العلاقة التعاقدية بين المكتتبين في الصندوق ومدير الصندوق، هل هي مشاركة أو مضاربة أو الوكالة بالاستثمار، وحسب سياسة الصندوق وشروط التعاقد.

²⁵¹ موقع دراية، إخذ بتاريخ 24 أكتوبر 2022.

<https://www.derayah.com/Html/ar/learning/fundselection.html>

أ- آلية قياس العائد والأداء في الصندوق الاستثماري:

إن المعيار الذي يعتمد عليه في تقييم صافي قيمة الأصول هو تقييم الأداء الفعلي للصندوق حيث إن: صافي قيمة الموجودات يجب أن تساوي مجمل الأصول مطروحاً منه مجمل الخصوم، بمعنى "هو القيمة السوقية لجميع الأوراق المالية المملوكة مضافاً إليها أيّ مستحقات للصندوق قيد التحصيل وأيّ مبالغ نقدية أخرى بعد خصم أيّ التزامات على الصندوق، ويُحسب سعر الوحدة بقسمة صافي قيمة الأصول على عدد الوحدات المصدرة".²⁵²

ويقاس عائد الاستثمار في الصناديق الاستثمارية عن طريق المقارنة بين سعر الوحدة للصندوق الاستثماري قبل البدء في الاستثمار وفي نهاية مدة الاستثمار كما يلي:

$$\text{قيمة العائد على الاستثمار} = \frac{\text{قيمة (و، ص) نهاية المدة} - \text{قيمة (و، ص) بداية المدة}}{\text{قيمة (و، ص) بداية المدة}} \times 100$$

حيث ترمز (و، ص) إلى وحدات الصندوق.

ولحساب قيمة العائد على الوحدة الاستثمارية لعام 2021 يجب أن نأخذ قيمة الوحدة في نهاية العام 2020، والتي تكون هي ذاته القيمة في بداية العام 2021.

$$\text{العائد على الاستثمار} = \frac{2328 - 2345}{2328} \times 100$$

إذاً قيمة العائد على الاستثمار في عام 2021 يساوي = 0.73 % فقط.

وبما أن هذا الصندوق مصنف ذو نهاية مفتوحة، وهذا يعني أن الوحدات الاستثمارية غير متداولة ولا تباع في الأسواق المالية، وإنما الصندوق على استعداد دائم لقبول إصداراته من هذه الوحدات، ولذلك يبقى سعر الوحدات متقارباً لفترات طويلة، ولا يتحمل الصندوق فارق السعر في الوحدات، وبذلك يجني المستثمر الأرباح الناتجة من الاستثمارات فقط إذا أعلن الصندوق على تحقيق أرباح وتوزيعات في الأرباح أو من خلال الزيادة في عدد الوحدات، وهذا المقياس يكون أكثر دقة في صناديق الاستثمار ذات النهايات المغلقة، والتي

²⁵² هيئة السوق المالية السعودية، مركز توعية المستثمر، صناديق الاستثمار، قياس أداء صناديق الاستثمار، اخذ

بتاريخ 24 أكتوبر 2022. <https://cma.org.sa/Awareness/IFs/Pages/IFMeasurement.aspx>

يمكن تداول أوراقها المالية في الأسواق المالية، وهذا النوع من الوحدات الاستثمارية تصنف بالأوراق المالية غير المتداولة.

4.2.3.5 التحليل الإحصائي لمعدل الأداء والمخاطر:

يتم الاعتماد على مقياس ألفا **Alpha** لقياس للأداء على أساس الخطر المعدل، بحيث يأخذ تغير الأسعار (خطر السعر) ويقارن معدل الأداء بمعدل الخطر بالمؤشر الاسترشادي، والعائد المرتفع لصندوق الاستثمار بالنسبة لعائد المؤشر القياسي، ويسمى ألفا صندوق الاستثمار، حيث يعتبر ألفا هو مقياس من خمس معدلات فنية لقياس المخاطر، والمعدلات الأخرى هي مقياس بيتا، والانحراف المعياري، ونسبة شارب، تعد هذه من أهم المقاييس الإحصائية التي تستخدم في نظرية محافظ الأوراق المالية الحديثة.

حيث تعتمد مقاييس الأداء والمخاطرة وحساسية السوق وعوائد المخاطرة، على أساس سنة واحدة وثلاث سنوات وخمس سنوات وعشر سنوات ومنذ التأسيس كما في الجدول رقم (4.13)، بحيث يأخذ تغيرات صندوق الاستثمار (مخاطر السعر) بالمقارنة مع معدل الأداء المعدل حسب الخطر بالمؤشر الاسترشادي، والعائد الزائد لصندوق الاستثمار بالنسبة لعائد المؤشر القياسي هو ألفا صندوق الاستثمار.

كما يعتمد الصندوق على معدل العوائد الإضافية ومعامل ألفا في قياس الأداء وهو واحد من خمس معدلات فنية لقياس الأداء والمخاطر، والمعدلات الأخرى هي مقياس بيتا لقياس حساسية السوق والأسعار، والانحراف المعياري لقياس نسبة المخاطر، ونسبة شارب لقياس عوائد المخاطرة، حيث تُعد هذه من أهم المقاييس الإحصائية التي تستعمل في نظرية المحافظ المالية الحديثة، والغرض من هذه المؤشرات هو تنوير المستثمرين إلى تحديد حجم المخاطر والمكاسب للصناديق الاستثمارية.

جدول 4.13 قياس الأداء والمخاطرة وحساسية السوق وعوائد المخاطرة، على أساس سنة واحدة وثلاث سنوات وخمس سنوات وعشر سنوات ومنذ التأسيس

الأداء	سنة واحدة	3 سنوات	5 سنوات	10 سنوات	منذ التأسيس
العوائد الإضافية (%)	0.74-	0.21	0.11	0.42	0.57
معامل ألفا (%)	0.33	0.78	0.81	0.93	0.90
المخاطرة	سنة واحدة	3 سنوات	5 سنوات	10 سنوات	منذ التأسيس
الحد الأقصى للانخفاض (%)	-	-	-	-	-
الانحراف المعياري (%)	0.26	0.21	0.22	0.18	0.46
مخاطر الانخفاض (%)	0.15	0.11	0.16	0.11	0.29
حساسية السوق	سنة واحدة	3 سنوات	5 سنوات	10 سنوات	منذ التأسيس
معامل بيتا	0.56	0.46	0.56	0.51	0.84
عوائد المخاطرة	سنة واحدة	3 سنوات	5 سنوات	10 سنوات	منذ التأسيس
نسبة شارب	6.49	6.08	7.43	8.02	5.91
مؤشر المعلومات	3.42-	0.89	0.57	2.40	2.81
نسبة الانحراف عن المؤشر	0.22	0.24	0.19	0.18	0.20

المصدر: التقرير الموجز عن سنة 2022م، إصدارات صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع - دولار أمريكي

والملاحظ من الجدول أن مخاطر الانخفاض أقل من الانحراف المعياري بقدر الضعف تقريباً، منذ التأسيس إلى نهاية فترة الدراسة وهذا مؤشر على أن نسبة المخاطر متدنية جداً وان الصندوق يوجه استثماراته في المجال الآمن إلى حد كبير.

ومن الأهمية أن يكون المؤشر الاسترشادي دقيقاً وقريباً من آلية عمل الصندوق بحيث يعكس البيانات بشكل أكثر كفاءة ومصداقية.

4.2.3.6 سياسة إدارة المخاطر في الصندوق:

يهدف الصندوق إلى الاستثمار في محفظة متنوعة تتألف من استثمارات في الصكوك وإيداعات المراجعة، حيث تم تحويل مدير الاستثمار بالسلطة التنفيذية لإدارة الأصول لتحقيق طموحات الصندوق الاستثمارية، ويقوم مجلس الإدارة في الصندوق بمراقبة الالتزامات بتوزيعات الموجودات المستهدفة ومكون المحفظة.

ويستخدم الصندوق عدة أساليب لقياس وإدارة مختلف أنواع المخاطر التي يتعرض لها، وأهمها مخاطر الائتمان، ومخاطر السيولة، ومخاطر السوق، ومخاطر التشغيل.

أ- مخاطر الائتمان:

تتم مراقبة مخاطر الائتمان بشكل منتظم بواسطة مدير الصندوق للتأكد من مواكبتها لإرشادات الاستثمار الخاصة بمجلس الإدارة، حيث تُعد سياسة الصندوق بشأن هذا النوع من المخاطر هي تقليل تعرضه لمخاطر التعثر في السداد، وذلك من خلال التعامل مع الأطراف الأخرى التي تستوفي معايير ائتمان محددة.

يوضح الجدول: (4.14) الحد الأعلى من التعرض للمخاطر الائتمانية لمكونات قائمة المركز المالي في ديسمبر 2020م، ديسمبر 2021م:

جدول 4.14 الحد الأقصى من التعرض لمخاطر الائتمان لمكونات قائمة المركز المالي في

ديسمبر 2020م، ديسمبر 2021م

الفترة	2021	2020
نقد وما في حكمه	44,213,182	10,659,065
الموجودات المالية المقاسة بالتكلفة المطفأة	129,079,935	184,254,781
إجمالي التعرض لمخاطر الائتمان	173,293,117	194,913,781

المصدر: تقرير مراجع الحسابات المستقل لصندوق الراجحي 2022م.

وهذا مؤشر إلى أن معظم أصول الصندوق عرضة للمخاطر، برغم من انخفاض المخاطر نتيجة اتباع الصندوق لسياسات الاستثمار الأمن. وحسب التقارير الصادرة عن إدارة الصندوق أنه لا توجد أي عمليات تصنيف داخلية رسمية، وإنما يتم ذلك من خلال إدارة التحكم بمخاطر الائتمان من خلال مراقبة مخاطر الائتمان بوضع قيود للتعامل مع بعض الأطراف ويستمر تقييم القدرة الائتمانية للأطراف الأخرى.

ب- مخاطر السيولة:

بما أن الصندوق يصنف مفتوحاً حيث تنص الشروط والأحكام على اشتراكات واستردادات الوحدات على مدار الأسبوع، ولذلك فهو عرضة لمخاطر السيولة للوفاء بطلبات استرداد مالكي الوحدات في أي وقت، كما حدث في عام 2021 م وعام 2020 م، حيث يعتبر النقد وما في حكمه والاستثمارات التي تم تقييمها بالقيمة العادلة من خلال الربح أو الخسارة الخاصة بالصندوق قصيرة الأجل بطبيعتها وقابلة للتحقق، تتم مراقبة متطلبات السيولة من قبل مدير الصندوق بشكل متعاقب بالإضافة إلى السعي للتأكد من توفر التمويل اللازم للوفاء بالالتزامات الجارية.

ت- مخاطر التشغيل:

يسعى الصندوق إلى تحقق التوازن بين الحد من وقوع الأضرار والخسائر المالية التي تؤثر سلباً بسمعته عن طريق إدارة المخاطر لتحقيق أرباح ملائمة لمالكي الوحدات.

يتحمل فريق إدارة المخاطر لمدير الاستثمار كامل المسؤولية المتعلقة بإعداد وتنفيذ الضوابط الرقابية على مخاطر العمليات، حيث يتم إقرار ذلك من خلال مجموعة من المعايير العامة لإدارة مخاطر العمليات التشغيلية.

4.2.3.7 التقييم من خلال تحليل القوائم المالية:

من خلال تحليل القوائم المالية خلال سنوات الدراسة لمدة عشر سنوات متتالية من عام 2012م إلى 2022م، إن صافي أصول الصندوق شهدت تذبذباً ملحوظاً خلال هذه الفترة حيث بلغت عام 2012م مبلغ وقدره 175,117,719 دولار أمريكي وهبطت إلى ما دون 105,923,586 دولاراً أمريكياً في عام 2015م كأدنى قيمة تصل إليها خلال مدة الدراسة وبلغت 216,066,348 دولاراً أمريكياً عام 2020م كما حقق الصندوق أعلى نسبة في تاريخه نهاية عام 2022م لتصل 238,550.820 دولار أمريكي حسب ما تم نشره من خلال هيئة السوق المال السعودية، وهذا التذبذب يعكس أن سياسة عمل الصندوق تعتمد على نظام الصفقات التجارية حيث تتأثر بالعرض والطلب.

وبما أن تصنيف الصندوق مفتوح فإن وحداته الاستثمارية غير قابلة للتداول في الأسواق المالية ويكون الصندوق على استعداد دائم لقبول وحداته الاستثمارية فإن صافي سعر الوحدات لم يشهد تغيراً كبيراً خلال مدة الدراسة حيث كان في عام 2012م يساوي 2,059 دولار وحقق زيادة في عام 2021م ليصل إلى 2,345 دولار للوحدة، وهذا يعني أن المكتتب في الصندوق لا يعتمد على تحقيق أرباح من خلال التخلي على الوحدات الاستثمارية كما يمكن أن يحدث في الصناديق المغلقة التي يتم تداول وحداتها الاستثمارية حيث يحدد سعر الوحدة الاستثمارية في السوق الثانوي في الأسواق المالية.

ومن خلال الرجوع إلى قائمة المركز المالي لصندوق نجد ارتفاع في بند (المصروفات المستحقة) بنسبة 9.63% عن عام 2020، وهذا دليل على ازدياد الالتزامات على الصندوق وهو كذلك مؤشر سلبي مالم يقابل ذلك زيادة في النشاط.

سجل الصندوق انخفاض في عدد الوحدات مقارنة بالعام السابق وبفارق 12,964 وحدة، بنسبة (-14%) وهذا يدل على أن الصندوق فقد خلال هذا العام عدد كبير من الوحدات وسجل انسحاب عدد كبير من المكتتبين فيه.

وتعكس البيانات الواردة في قائمة المركز المالي أن الصندوق يمر بتقلبات أهمها تتمثل في فقد العديد من الاستثمارات ووجود نقدية بشكل كبير جداً وهذا مؤشر سلبي لأن النقدية يجب أن تُستثمر وتُدر عائداً بديلاً عن الاحتفاظ بها إلا بقدر ما يواجه الالتزامات الجارية فقط، كذلك يواجه الصندوق نقص في إجمالي الموجودات، وارتفاع في المصروفات المستحقة، كل هذه الأمور تعد مؤشرات سلبية وفي غير صالح الصندوق.

بما أن حدث انخفاض كبير في مجمل الإيرادات لعام 2021 مقارنة بالعام الذي قبله، وارتفاع إجمالي المصروفات خلال الفترة فمن البديهي أن ينخفض صافي الدخل والأرباح، حيث سجلت في عام 2021 مبلغ وقدره \$1535005 وهذا المبلغ يمثل 82.3% من مجمل الإيرادات، بدلاً من \$2493069، في عام 2020 وبنسبة 83.6% من مجمل الإيرادات.

بعد تحليل القوائم المالية المتمثلة في قائمة المركز المالي، وقائمة الدخل، وقائمة التدفقات النقدية، اتضح للباحث ما يلي:

أن الارتفاع الكبير في قيمة النقد وما قي حكمة في عام 2021 والذي يقدر بمبلغ \$33,577,563 وبنسبة 314.8% عن العام 2020، حدث نتيجة اتباع مدير الاستثمار سياسة خفض الاستثمار والاحتفاظ بالسيولة لمواجهة الالتزامات الطارئة، حيث سجل الصندوق نقص في عدد الوحدات الاستثمارية خلال العام يقدر بنسبة 14% وتم ترجيع مبلغ \$95,157,290 إلى أصحاب الوحدات المنسحبة من الصندوق، وهذا الأمر مثير للقلق وقد يؤدي بالصندوق للإفلاس، ولم يتمكن الباحث من الحصول على بيانات توضح سبب ذلك.

حيث تم تخفيض بعض الاستثمارات المقيمة بالقيمة العادلة بنسبة 32%، والاستثمارات المقيمة بالقيمة المطفأة بنسبة 30.35%، وهذا بدوره يخفض الأرباح كمبلغ إجمالي، وليس بالضرورة أن تنخفض قيمة الموجودات العائدة لكل وحدة استثمارية، حيث سجل ارتفاع بنسبة 0.72%.

حقق الصندوق في عام 2021 أرباح من استثمارات مقاسه بالتكلفة المطفأة تقدر \$55,735,034، بينما في عام 2020 كانت الخسارة تقدر بمبلغ (-180,483,405) \$، ولكن تم الحصول على استحقاقات مالية عن الموجودات مقاسه بالتكلفة المطفأة تقدر \$ 132,188,301 وهذا بدوره قاد إلى ارتفاع مبلغ الأرباح في 2020م، وجود مخصص ناتج الأنشطة التمويلية في عام 2021 يقدر \$ 63,953,339 كان داعم لصندوق في مواجهة الانسحابات التي حدثت في الوحدات الاستثمارية، وتمت تغطيتها من هذا المبلغ، بينما كان هذا المبلغ سالباً في عام 2020 (-56,123,569) \$ وتمت تغطية هذا العجز من قيمة الإصدارات الجديدة للوحدات التي كانت \$ 54,326,729، ومع ذلك يستمر العجز بمبلغ (1,796,840) \$.

4.3 مقترح عملي لأهم متطلبات تطوير المضاربة الشرعية لكي تتلاءم والتطبيق العملي في صناديق الاستثمار.

خلاصة الدراسة على أهمية تطوير استخدام عقود المضاربة الشرعية من خلال ثلاث جوانب أساسية والتي تُعد نقاط ضعف في آلية استخدامها وهي كما يلي:

4.3.1 التطوير من خلال إطار قانوني وهيئة رقابة شرعية مستقلة مدعومة بسلطة تنفيذية.

نظراً لأن الأساس في عقود المضاربة (الأمانة) التي يُستأمن فيها المضارب على أموال غيره ممن استأمنوه على أموالهم، ومن الأهمية أن يعمل المضارب على حفظ الأمانة ويفهم المعنى الحقيقي للأمانة عند الله، التي حملها الإنسان لجهله بعظمة شأنها أولاً وظلمه لنفسه آخراً، قال الله تعالى: "إِنَّا عَرَضْنَا الْأَمَانَةَ عَلَى السَّمَاوَاتِ وَالْأَرْضِ وَالْجِبَالِ فَأَبَيْنَ أَنْ يَحْمِلْنَهَا وَأَشْفَقْنَ مِنْهَا وَحَمَلَهَا الْإِنْسَانُ إِنَّهُ كَانَ ظَلُومًا جَهُولًا"²⁵³

لذلك شرع بأن الأمين لا يُضمن ما استؤمن عليه إن كان أهل لذلك وإعطاء الأمانة حقها، أما من حمل نفسه الأمانة ولم يعطها حقها في الحفاظ أو خانتته نفسه بالتعدي على ما كان أميناً عليه، فحق عليه أن يضمن ما تحت يده لأنه تحمل ما ليس هو أهلاً لحمله.

مما جعل عقود المضاربة الشرعية بشكل عام، غالباً ما يسود فيها الشعور بعدم الاطمئنان والتوجس فيما يخص أمانة المضارب، التي تكون أكثر الجوانب مخاطرة في هذا العقد، والسبب الرئيس لعدم الخوض في هذه الاستثمارات برغم من أهميتها، والتركيز على الاستثمارات الأكثر أماناً والتي تحتوي على ضمانات، التي يستطيع بها طرفا العقد تثبيت حقوقهم وعدم ركن الأمر لذمة المضارب، الذي قد يؤتمن وفي كثير من الأحيان يكون ممن حملوا الأمانة ولم يعطوها حقها.

والمفهوم الخاطئ الذي تبين للباحث في هذه الدراسة وجوب تطويره، هو أن مسألة الأمانة من المسلمات في عقود المضاربة، وهو وما يتعارض والآية الكريمة، قال تعالى: "قَالَ لَقَدْ

²⁵³ الأحزاب الآية 72.

ظَلَمَكَ بِسُؤَالٍ نَعَجْتَكَ إِلَىٰ نَعَاجِهِ ۖ وَإِنَّ كَثِيرًا مِّنَ الْخُلَطَاءِ لَيَبْغِي بَعْضُهُمْ عَلَىٰ بَعْضٍ إِلَّا الَّذِينَ آمَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ وَقَلِيلٌ مَّا هُمْ ۖ وَظَنَّ دَاوُودُ أَنَّمَا فَتَنَّاهُ فَاسْتَغْفَرَ رَبَّهُ وَخَرَّ رَاكِعًا وَأَنَابَ" 254.

تنص هذه الآية الكريمة، على أن كثيراً من الخلطاء (الشركاء) يبغى بعضهم على بعض، والذين آمنوا واتقوا وخافوا الله في أمانتهم وصفهم بالقلة، ومن هذا التحذير الصريح يجب أن نعي وندرس بتمعن أهمية دور الأمانة في مثل هذا النوع من العقود، بحيث يجب أن ندرك أنه لا ينبغي ترك المعاملات المالية في المؤسسات المالية متوقفة على ذمة العميل أو الجهة التي نستأمنها على أموالنا دون أخذ الضمانات الكاملة، التي تضمن لطرفي العقد سير العملية كم هو متفق عليه، والواجب أخذ بعين الاعتبار احتمالاً إن تكون الجهة أو الصندوق الاستثماري الذي نعطيه الأموال لاستثمارها ممن وصفوا في الآية الكريمة بالكثرة، لأن احتمال حدوث الكثير أصدق وأعم من احتمال حدوث القليل.

وعلى هذا الأساس بات من الضروري العمل على تطوير الآلية التي تطبق بها المضاربة الشرعية حتى يمكن أن يعول عليها في تعبئة المدخرات من الأفراد وصغار المستثمرين لاستثمار أموالهم عن طريق المضاربة الشرعية دون أن تكون عرضة للاحتيال ومخاطر النصب، أو حصولهم على عوائد لا تتوافق مع حجم أموالهم، وفي كثير من الأحيان يتم تحميلهم بأعباء خدمات ليست من ضمن التزاماتهم، مما يحجم أنصبتهم في الأرباح المحدد غالباً مسبقاً على أساس المؤشر المرجعي الوهمي، كما سبق ذكره في نموذج الدراسة (صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي) أو القيام بعمليات احتجاز العائدات بدواعي رفع أنصبتهم في الصندوق، وبذلك تكون هذه الالتزامات في الغالب مؤشر طرد لرؤوس الأموال والمدخرات وليس مؤشر جذب لقلة مردودها المادي والاقتصادي على أصحابها.

إن أهمية وجود إطار قانوني متين لهيئة الرقابة الشرعية تكون على درجة عالية من الكفاءة والخبرة مدعومه بسلطة تنفيذية مستقلة تستمد قوتها قضائياً، يتم من خلالها ضمان الحقوق

لطرفي العقد وعدم ترك مجال لاستغلال طرف لطرف، وللوصول لهذا الهدف يجب تطوير آليات عمل هيئة الرقابة الشرعية وفقاً للآتي:

4.3.1.1 استقلالية وكفاءة هيئة الرقابة الشرعية:

تعتبر هيئة الرقابة الشرعية إحدى أهم الأدوات الرقابية المستحدثة في المؤسسات المالية بشكل عام، وتعد الركيزة الأساسية التي يعتمد عليها لسلامة المعاملات وخلوها من المخالفات الشرعية من قبل إدارة الصندوق الاستثماري والمتعاملين معه على حد سواء.

لذلك تعتبر الرقابة الشرعية هي صمام الأمان في صناديق الاستثمار، من حيث انضباط أعمالها ومدى توافقها والأحكام الشرعية، حيث لا يمكن لأي صندوق استثماري أن يعلن أنه متوافق والشرعية الإسلامية، من غير أن تتوافق أعماله مع الأحكام الشرعية وفقاً للآتي:

أ- اعتماد الصندوق الاستثماري متوافق مع الشريعة الإسلامية في عقد التأسيس والنظام الأساسي واللوائح المعمول بها في نشرة الاكتتاب.

ب- التأكد من شرعية الأنشطة الاستثمارية والعمليات التي يقوم بها الصندوق، وعلاقة إدارة الصندوق مع المكتتبين من حيث حفظ الحقوق وتوزيع الأرباح.

ت- التأكد من صحة العقود والمعاملات وفقاً لشرعية الإسلامية، ووضع آليات لضبط التطبيق الفعلي ومتابعة الأعمال بشكل دوري ومنتظم.

ث- توجيه وإرشاد وتدريب الموظفين المعنيين بتطبيق العمليات المالية الإسلامية، من خلال عقد ندوات ودورات تدريبية لهم بشكل منتظم ومستمر.

ج- رصد المخالفات الشرعية في حالة وقوعها، وإبطال المعاملات المخالفة وعدم السماح بتنفيذها ومخالفة مرتكبيها وفقاً لما ينص عليه الشرع والقانون.

ح- تقديم المشورة الفقهية لمدير الصندوق الاستثماري متى كانت الحاجة تقتضي ذلك.

إن وجود هيئة رقابة شرعية مستقلة تتسم بالتزام العدل والأمانة والموضوعية والحيادية الكاملة والتحرر من تعارض المصالح، وتستمد قوتها من سلطة تنفيذية ذات صلاحيات هامة، في تنفيذ الأحكام والقوانين على المؤسسات المالية الإسلامية التي تحدث فيها مخالفات شرعية من التحايل والغرر والغبن وغيرها، يعزز الثقة بين أصحاب الأموال والمضاربين، وزيادة الاعتماد على التمويل الشرعي بشكل عام.

4.3.1.2 تقنين أحكام عقود المضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار المشتركة

من المهم فعلاً صياغة أحكام المعاملات المالية الشرعية بدقة ووضوح وبيان تفاصيلها وأركانها وعدم فتح المجال للتخمين والاختلاف بين المتعاملين بها، بما يتوافق وثوابت الشريعة الإسلامية، وأن تكون هذه الأحكام محل اتفاق شرعي قانوني بين الجميع ومعتمدة لدى الدوائر التنفيذية والقضائية، وقفل باب الاجتهادات الفردية، وتعدد واختلاف الفتوة الفقهية في المسألة الواحدة، بعد وضع قانون شرعي مُحكم تركز الأحكام القضائية عليه عند توثيق العقود وفض الخلافات بين الأطراف المتعاقدة وتنظيم سير الأعمال.

أن عدم وجود قانون مُحكم من أصل الشريعة مُعد بعناية وبشكل دقيق يمكن فهمه من قبل غير المتخصصين في الشريعة، نتج عنه الكثير من العثرات في التنفيذ الواقعي، وخصوصاً عندما يكون الواجب التطبيق في مسائل التحكيم هو الشريعة الإسلامية محلياً أو دولياً، ومن خلال دراسة واقع انتشار صناديق الاستثمار الإسلامية المشتركة عالمية لاحظ الباحث أن معظم التعاقد يتم على أساس الوكالة بالاستثمار التي يكون فيها الوكيل ضامناً حصوله على أتعابه حتى في حالة وقوع الخسارة، بينما عقود المضاربة الشرعية هي التعاقد الأنسب من حيث التطبيق في الصناديق الاستثمارية المشتركة وفقاً للقاعدة الشرعية (الغنم بالغرم) و (الخراج بالضمان) ويرجح ذلك لتغليب مصلحة مديري الاستثمار على مصلحة المكتتبين فيها.

عدم وجود دور فعال ذي سلطة تنفيذية لهيئة الرقابة الشرعية، وغياب قانون ينظم صناديق الاستثمار الإسلامية ترك صغار المستثمرين والمدخرين المكتتبين فيها، عرضة للاستغلال وعدم حصولهم على عوائد مجزية نتيجة استثمارهم في مثل هذه الصناديق، وفقدتهم الثقة في الاستثمار الشرعي بشكل عام.

لذلك صار من الواجب صياغة العديد من الأحكام الشرعية المالية على هيئة نقاط واضحة المعالم والأهداف وقوانين مُلزِمة، محل اتفاق بين الفقهاء، وعدم التهاون في تطبيقها، وقطع الطريق أمام التحايل في الرخص الشرعية والمحتكمين بغيرها.

4.3.1.3 تحديد مسؤولية عبء إثبات الإهمال والتقصير في حالة حدوث الخسارة في المضاربة:

نظراً لأن صيغة المضاربة الشرعية تندرج ضمن عقود الأمانة، حيث يصبح المضارب أمين على ما تحته من أموال الغير، وإجماع الفقهاء على ذلك، فإن رأس المال يكون أمانة قبل أن يشترى به شيئاً، والمقصود بيد بأمانة المضارب، هو الحائز للشيء بموافقة صاحبه، لمنفعة ترجع للمالك نفسه.²⁵⁵

وبما أن المضارب يعتبر أمين، فإن العقود تأخذ حكم الأمانة، فلا يمكن تكبده تبعة هلاك الأموال التي تحت يده، إذا لم يتم إثبات عليها التعدي أو التقصير، ويكون قول المضارب هو القول المعتد به في دعوى الهلاك، ما لم يظهر عكس قوله، وإذا حدث التعدي أو التفريط تحولت يد المضارب إلى يد ضامنة ما تحتها، وألزمت بغرامة بدل التالف من المال للمالكة، وفي عقود الأمانة لا يصح اشتراط الرهن أو الكفالة لمنافاتها لمقتضاها²⁵⁶ إلا إذا تم اشتراطهما محدداً على ثبوت التعدي، أو التفريط، أو تجاوز للشروط والقيود، ومن غير الجائز أن يشترط على المضارب أو وكيل الاستثمار الضمان، لا ضمان الأصول ولا الأرباح، ولا يجوز الترويج لعملياتها على أنها مضمونة.

إذاً الأصل أن إثبات تعدي أو تقصير المضارب (مدير الاستثمار) هو على أصحاب المال شأنه في ذلك شأن الأمناء في عقود الأمانة، وهذا ممكن في حالة المضاربة الثنائية، ويستحيل في المضاربة المشتركة التي تتداخل فيها المعاملات والأطراف والحسابات بين الشركات والمتعاملين معها.

ولكن بالإمكان إن ينتقل عبء إثبات عدم التقصير أو التعدي في حالة الخسارة إلى مدير

²⁵⁵ انظر علاء الدين الكاساني، بدائع الصنائع، ج6، ص 87، وينظر: المبسوط للسرخسي، ج 19، ص 22.

مرجع سابق.

²⁵⁶ كتاب الفقه المنهجي على مذهب الإمام الشافعي شروط المضاربة المكتبة الشاملة.

<https://shamela.ws/book/6369/1285#p7>

الاستثمار في بعض الحالات أهمها الآتي:²⁵⁷

- أ- إذا تم اشتراط عبء الإثبات على المضارب في العقد بشكل مطلق.
- ب- إن يتم إلزام عبء الإثبات على المضارب (مدير الاستثمار) من قبل الجهات التشريعية أو الرقابية.
- ت- وجود أدلة تخالف ادعاء المضارب (مدير الاستثمار) بحدوث الخسارة ناتج عن عدم التعدي أو التقصير، مثال إذا ادعى الخسارة مع أن الاستثمارات المشابهة تحقق أرباحاً.

ونظراً لأهمية تعبئة المدخرات كمصدر تمويل أساسي لصناديق الاستثمار المشتركة ونظراً لطبيعة عمل صناديق الاستثمار التي تستخدم عقود المضاربة كعلاقة تعاقدية حيث يتم التعامل مع كم هائل من المدخرين، ونظراً لانفراد المضارب بالعمل في المضاربة، وأن اشتراط صاحب المال أن يعمل مع المضارب يفسد عقد المضاربة، كما ورد في كتاب بدائع الصنائع "لو شُروط في المضاربة عمل صاحب المال، فسدت المضاربة، سواء عمل صاحب المال معه أو لم يعمل، لان شرط عملة معه بقاء يده على المال، وان شرطه فاسد".²⁵⁸

ومن أكثر الأسباب التي تحد من استخدام أدوات المضاربة الاستثمارية، هو صعوبة إثبات مسؤولية المضارب، أو مدير الصندوق بالتعدي، أو التقصير، أو مخالفة شروط عقد المضاربة، أو نشرة الاكتتاب إذا ادعى عكس ذلك، وتعتمد المضارب إخفاء نتائج المضاربة الواقعية، وتأييد ذلك بمستندات تخالف الواقع، مما يساهم في تقليل الربح المستحق للمستثمرين في تلك المضاربات، وأيضاً وفي أحوال كثيرة المماثلة أو عدم رد المضارب لرأس المال عند انتهاء المضاربة.

صار من الواجب على إدارة صناديق الاستثمار الالتزام بتحمل عبء إثبات سبب وقوع الخسارة وبشكل قانوني أمام الجهات الرقابية، وذكر هذا الشرط في نشرات الاكتتاب وعلى

²⁵⁷ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI المعايير الشرعية التي تم اعتمادها 2017م،

(مرجع سابق) معيار ضمان مدير الاستثمار، رقم 56، ص 1312

²⁵⁸ بدائع الصنائع: (مرجع سبق ذكره) ج6، ص85

الجهات الرقابية وعلى رأسها هيئة الرقابة الشرعية التركيز على وجود هذا الالتزام، استناداً على معيار ضمان مدير الاستثمار رقم 56 الصادر عن AAOIFI 2017م، مما يعزز الثقة في إدارة الاستثمار ويشجع صغار المدخرين على استثمار مدخراتهم.

4.3.2 تطوير آليات التحوط في إدارة المخاطر استناداً إلى احتمال الحدوث والأثر في إطار حوكمة رشيدة متطورة:

يتم تصنيف آليات عمل صناديق الاستثمار التقليدية بشكل عام بأنها استثمار مالي غير مباشر أي أن يتم الاستثمار بتجميع الأموال من فئات مختلفة من المدخرين في وعاء استثماري عن طريق إدارة متخصصة على درجة عالية من الكفاءة والخبرة في الأسواق المالية، حيث تقوم الأخيرة بالاستثمار في الأوراق المالية لشركات معينة وذلك من خلال تكوين محافظ استثمارية مشتركة، حيث تتم الأرباح من خلال توزيع العوائد على الأوراق المالية (أسهم، سندات) أو من خلال بيع الأوراق بسعر أعلى من سعر الشراء، ونادراً ما يتم استخدام أموال المكتتبين في استثمارات حقيقية وشراء أصول حقيقية.

على عكس آليات عمل صناديق الاستثمار الإسلامية التي هي في الأساس عبارة عن استثمارات حقيقية مباشرة بحيث يتم تجميع أموال المكتتبين في وعاء استثماري لشراء أصول حقيقية وتعمل بشكل مباشر والتي تتشابه أعمالها إلى حد كبير مع الشركات المساهمة، على الرغم من وجود عدد محدود من الصناديق الشرعية التي تعمل في بيع وشراء الأسهم الحلال والصكوك الإسلامية، لذلك تستخلص هذه الدراسة أن إدارة المخاطر تختلف بشكل كبير بين صناديق الاستثمار التقليدية والصناديق الإسلامية، وذلك باختلاف آليات العمل والمجالات الاستثمارية بالإضافة إلى وجود المخاطر المتعلقة بالأمور الشرعية.

ترجع أسباب تعثر الكثير من الصناديق الاستثمارية الإسلامية التي تستخدم عقود المضاربة كصيغة تعاقدية، أو التي تمارس أعمال المضاربة الشرعية، هو عدم إدارتها وفق الممارسة السليمة من حيث الرقابة المالية، والشرعية، وقلة الخبرة في مجالات الاستثمار المختلفة والمهارات اللازمة للنجاح، وكذلك لوجود خلل في هياكل التمويل وعدم قدرة الإدارة المالية على تغطية الالتزامات الجارية المستحقة عليها من أصولها الجارية في الوقت المناسب مما يعرضها لعمليات العسر المالي.

يضاف إلى ذلك انعدام الحوكمة الرشيدة المتمثلة في الشفافية والإفصاح في إظهار المعلومات المحاسبية الحقيقية التي تبين الأوضاع المالية للشركة، أو لوجود مخالفات شرعية واستخدام الحيل، مما يؤدي إلى افتقاد الثقة لدى أصحاب الأموال، واكتساب الصندوق سمعة مالية سيئة.

إن تطوير ثقافة إدارة المخاطر القوية أثناء إدارة الصناديق الاستثمارية الإسلامية هي مسؤولية جميع الأطراف العاملة على توظيف الأموال، أهمها مدير الصندوق، ومديري المخاطر، والمديرين التنفيذيين، وصناع القرار، حيث تخلق عقلية الوقاية والسلامة التي تتغلغل في إدارة الصندوق، وتؤثر على تصرفات جميع الموظفين، حتى يضع توقعات الأداء ويرسل صورة إيجابية للجمهور.

ونظراً لحساسية عقود المضاربة الشرعية بشكل خاص في صناديق الاستثمار على اعتبارها عقود أمانة وانفراد مدير الاستثمار (المضارب) بالعمل، وتعدد أصحاب الأموال في الصندوق الواحد.

بالإضافة إلى أن بنود نشرة الاكتتاب في الصندوق، المتمثلة في العقد بين المكتبتين ومدير الصندوق تكون من إعداد إدارة الصندوق، وليس على المكتتب في الصندوق إلا التوقيع والاحتفاظ بالمستندات التي تثبت مقدار مساهمته فيه.

والملاحظ من خلال الاطلاع على عدد كبير من صناديق الاستثمار الإسلامية إنها تدار وفق الوكالة بالاستثمار مما يفقد الإدارة الحماس في إدارتها وتطويرها، والمحافظة على الحد الأدنى من الأرباح، وفقاً لاستثمارات خالية من المخاطر أو شبه مضمونة، وهذا الأسلوب من الاستثمار غالباً ما يكون مصحوباً بأرباح ضئيلة، وفقاً للقاعدة الاقتصادية "كلما ارتفعت المخاطر ارتفع العائد، والعكس صحيحاً"

المبالغة في التحوط من المخاطر وعدم الجدية في تحمل أي قدر من الخسائر من قبل إدارة الصندوق والمكتبتين فيه قد يعكس بيئة استثمارية راكدة، لا حياة فيها، وإنما على المستثمر أن يدرس استثماراته بأسلوب علمي صحيح، ويكون على أتم الاستعداد لمواجهة المخاطر أن وقعت ويحاول تفاديها بالعمل، لا بالابتعاد والجلوس في منطقة الظل دائماً.

يقترح الباحث أهمية تحليل المخاطر في صناديق الاستثمار الإسلامية استناداً إلى مدى احتمال حدوثها والأثر المترتب على حدوث الخطر، كما تم توضيحه في الفصل الثالث من هذه الدراسة بحيث يتمكن مدير الصندوق من تحديد حجم ونوع المخاطر المنخفضة والمتوسطة والمرتفعة وأهمية الاعتدال في ذلك.

4.3.3 التطوير من خلال آليات توظيف الأموال وعمليات التداول وتوزيع الأرباح:

من خلال الدراسة العملية لواقع صناديق الاستثمار الإسلامية العالمية، وتحديد نموذج لهذه الدراسة (صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي) يقدم الباحث مقترحاً لآليات توظيف الأموال وتداول الأصول وتوزيع الأرباح، حيث تبين للباحث بالإضافة لما سبق ذكره من متطلبات التطوير وجب التركيز على النقاط الآتي:

4.3.3.1 توظيف الأموال من خلال الولوج إلى استثمارات حقيقية في أصول ملموسة واختيار المجال الاستثماري المناسب.

إن عملية توظيف أموال المكتتبين في أي صندوق استثماري إسلامي يجب أن تتم بناءً على دراسة الجدوة الاقتصادية المدروسة بعناية وفقاً لخطة زمانية محددة قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل، وفي أي مجال استثماري سوف يتم توظيف الأموال، وما هي الأدوات الاستثمارية المستخدمة، وما مدة قدرة الصندوق على توظيف الأموال دونما الاضطرار للاقتراض، وتحديد الفئة المستهدفة من المكتتبين فيه، والمتعاملين معه، والمستفيدين من خدماته، على ضوء ذلك يمكن تحديد الصيغة الاستثمارية التي يجب اتباعها ونوع العقد المبرم بين مدير الصندوق والمكتتبين فيه، حيث تُظهر الدراسات أن واقع انتشار صناديق الاستثمار العامة المتوافقة مع الشريعة لا يزال محدوداً جداً عالمياً، مقارنة مع انتشار المصارف الإسلامية،²⁵⁹ برغم من أهمية الدور التنموي الذي تلعبه هذه الصناديق من حيث تعبئة المدخرات وتمويل المشروعات كما تم ذكره في الفصول السابقة لهذه الدراسة، ومن خلال دراسة واقع صناديق الاستثمار العالمية وتقييم وتحليل القوائم المالية وآليات عمل نموذج

²⁵⁹ “The Future KJL of Islamic Finance in the Global Economy”, The Pangean, July 18, 2019.

الدراسة (صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي) خلص الباحث إلى أهمية تقديم مقترح لآلية توظيف الأموال من خلال التركيز على أهمية الاعتماد على استثمارات حقيقية ذات بعد تنموي تمول بشكل كامل بواسطة تعبئة المدخرات عن طريق صناديق الاستثمار باستخدام عقود المضاربة.

4.3.3.2 التركيز على صناديق الاستثمار المغلقة، وتسهيل عمليات تداول الأصول المالية، وتوزيع الأرباح بشكل منتظم مما يعزز توافر السيولة.

تبين هذه الدراسة أن أكبر طلباً على صناديق الاستثمار التي تسمى صناديق النقد، وذلك لما تتسم به من إمكانية توافر السيولة نتيجة قصر آجالها الاستثمارية، وانخفاض درجة المخاطر المصاحبة للاستثمار، حيث بلغت نسبة الطلب على صناديق النقد 39.5% من إجمالي صناديق الاستثمار الإسلامية العالمية في عام 2021م، حسب ما ورد التقرير السنوي لهيئة استقرار صناعة الخدمات المالية الإسلامية IFSB 2022م، تليها صناديق المؤشرات بنسبة 28.6% التي تتميز بالتنوع في الاستثمارات في محافظ استثمارية مختلطة مما يقلل المخاطر،²⁶⁰ ومن هذا نستنتج أن معظم المدخرين والمكتتبين في الصندوق غالباً ما يسعون للاستثمارات التي تتسم بالسيولة العالية حيث يمكنهم استرجاع أموالهم بشكل سريع وآمن دونما فقد كبير في قيمة أصولهم المستثمرة. تتجنب معظم صناديق الاستثمار الإسلامية الاستثمار في الصناديق الاستثمارية المغلقة²⁶¹ التي تتسم بثبات رأس المال المستثمر، غالباً ما تكون وحداتها الاستثمارية ثابتاً ولا تتغير، حيث تتم عمليات التخارج من الصندوق من خلال بيع الوحدات لمستثمر آخر، أو بانتهاء مدة الصندوق على عكس ما هو عليه في الصناديق المفتوحة التي تلتزم الإدارة برد قيمة الوحدات في وقت قصير مما يعرض الصندوق

²⁶⁰ ISLAMIC FINANCIAL SERVICES INDUSTRY STABILITY REPORT 2022, page 91.

²⁶¹ صناديق الاستثمار المغلقة: هي عبارة عن صناديق استثمارية مشتركة، ذات رأس مال ثابت، وعدد محدد من المستثمرين، حيث يتم الاكتتاب في وثائقها عند بداية التأسيس، ومن النادر أن تضاف حصص جديدة بعد البدء في العملية الاستثمارية، ولا يحق للمستثمر طلب الانسحاب من الصندوق حتى تنتهي المدة الاستثمارية، وإنما يحق له بيع أسهمه وحصته في سوق الأوراق المالية، حيث تعتبر هذه الوثائق قابلة للتداول.

لمخاطر السيولة، برغم من إن آلية عمل الصناديق المغلقة تتماشى وطبيعة الاستثمارات الحقيقية طويلة ومتوسطة المدى، ومع ذلك يمكن للمستثمر أن يبيع حصته المتمثلة في وحدات من صكوك استثمارية أو أسهم عادية في سوق الأوراق المالية في أي وقت يشاء، دونما الحاجة للتنضيض رأس المال المكتتب فيه، حيث تنتقل ملكية الأصل من شخص لآخر مع استمرار عمليات المضاربة وفق القيمة السوقية للأصل يوم بيعه، مع مراعاة الضوابط الشرعية لعمليات الإصدار والتداول والبيع كما تم ذكره في الفصل الثاني المبحث الثالث من هذه الدراسة.

ولكن الملاحظ في السياسة الاستثمارية لمعظم صناديق الاستثمار الإسلامية الموجودة الآن وخصوصاً في المملكة العربية السعودية لا زالت تدار بنفس العقلية التي تدار بها البنوك الربوية من خلال الولوج في أسواق محدودة بأقل جهد ومخاطر ممكنة، والاكتفاء بالحد الأدنى من الأرباح، ويرجع ذلك لأن جل صناديق الاستثمار تدار من خلال إدارة مصرفية بحثة، لذلك دائماً يتم الاستثمار على هيئة عملية مصرفية فقط، ولذلك نجدها جميعها تتجه لإنشاء صناديق مفتوحة، برغم من أنها تتسم بالسيولة إلا أنها لا تلي طموحات المدخرين من حيث تدني الأرباح، وبقاء القيمة الاسمية للأصل كما هي طوال مدة الاستثمار مما يعرض الأموال المستثمرة إلى فقد قيمتها الشرائية نتيجة التضخم .

وهذا بدورة يقلل من الأرباح التي يطمح إليها المكتتبون ويضمن قدراً من الأرباح لإدارة الصندوق التي غالباً ما تكون بنسبة مرتفعة على حساب أصحاب الأموال وبالتالي تقل أهمية مثل هذه الصناديق، وعدم التركيز على البعد الاستراتيجي والتنموي الذي يمكن تحقيقه من خلال التعمق في تمويل مشاريع تنموية مدروسة بشكل عام.

الختاتمة

النتائج والتوصيات

خلصة هذه الدراسة على أن المقصود من التطوير: هو التحسين لما هو موجود وصولاً إلى تحقيق الأهداف المرجوة منه بصورة أكثر كفاءة وفاعلية مع المحافظة على الثوابت.

عندما تظهر الحاجة للتطوير والبحث عن إمكانية تحسين ما هو موجود، لجعله أكثر كفاءة وإنتاجية هذا دليلاً على وجود بعض القصور لشيء يتوقع أهميته إذا ما تم تطويره بالشكل الذي يتلاءم والمصلحة العامة، والتطوير يتم بمعالج الأشياء التي تحول دون الأداء الكفء، ومحاولة العثور عن البدائل الملائمة لكي تحقق الأهداف بأقل تكاليف وأكبر منفعة، دون التنازل على الثوابت والقيم الدينية والأخلاقية.

حيث توصل الباحث من خلال الدراسة المتأنية لموضوع تطوير استخدام المضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار: (صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي) أنموذجاً، إنها تعاني من بعض المعوقات والمخاطر التي تحول دون الاستفادة الفعالة من أهم أدوات التمويل والاستثمار الشرعية بالشكل الصحيح، والحيلولة دون الانتشار الأمثل لصناديق الاستثمار الإسلامية، وفي هذا الجزء من الأطروحة نسلط الضوء على أهم النتائج التي استخلصها الباحث من هذه الدراسة.

النتائج:

1. إن عملية تنفيذ المضاربة الإسلامية الثنائية في المؤسسات المالية تُعد تحدياً صعباً نظراً للتعقيد المحتمل لهذه المعاملة بشكل خاص، كونها من عقود الأمانة، حيث تحتاج إلى مراقبة وإدارة دقيقة للمخاطر المالية وضمان الامتثال للمبادئ الشرعية لكل معاملة بشكل فردي.

2. تعد عقود المضاربة الإسلامية المشتركة من أهم العقود التمويلية والاستثمارية الشرعية، ويمكن الاعتماد عليها كبديل تمويلي عن القروض بالفوائد المحرمة، وذلك إذا ما تم تطويرها وصياغة بنودها بشكل واضح وموحد.

3. وجود حاجة ماسة لتطوير تنفيذ عقود المضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار المشتركة، من حيث التعاقد، وآليات العمل، وتوزيع الأرباح، حتى تتم الاستفادة منها بالشكل الأمثل.
4. من أكثر الأسباب التي تعيق التطوير، والتطبيق الفعلي لعقود المضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار، هو أن معظم الصناديق التي تعمل متوافقة مع الشريعة تدار عن طريق إدارة مصرفية بحثه، وب عقلية إدارة المصارف التقليدية، وأخذ دور الوساطة المالية بدلاً من الولوج في استثمارات حقيقية، مما يجعلها تعمل في بيئة استثمارية متحفظة جداً اتجاه المخاطر.
5. الاعتماد على استخدام المضاربة الشرعية في الصناديق المشتركة محدوداً جداً، وذلك من حيث العلاقة التعاقدية بين مدير الصندوق والمكتتبين فيه، أو من ناحية التمويل والاستثمار، حيث يُظهر الواقع العملي تجنب معظم صناديق الاستثمار التعامل بالمضاربة، والاعتماد على الوكالة بالاستثمار بدلاً عنها، وذلك بسبب أن معظم الصناديق الاستثمارية لا ترغب في تحمل الحد الأدنى من المخاطر.
6. يتم تصنيف معظم صناديق الاستثمار الإسلامية المتاحة حالياً على أساس النهاية المفتوحة، حيث لا يكون لرأس المال حدود ويكون الصندوق مستعداً في جميع الأوقات لقبول وحدات الاستثمار الصادرة عنه، واستعادة رأس المال لأولئك الذين يرغبون في سحب استثماراتهم، وعلى الرغم من أن هذا النوع من الصناديق يتميز بارتفاع سيولته للمستثمرين، إلا أنه لا يلي توقعاتهم بالنسبة للعائد، وإمكانية توزيع الأرباح، بالإضافة إلى ذلك إذا ما قرر المستثمر سحب وحداته الاستثمارية خلال مدة الاستثمار، سيفقد حصته في الأرباح عن المدة التي لم تنته بعد، ولا يوجد ما يفيد بتنضيق حصة المكتتب وقت الانسحاب بشكل واضح، وهذا ما يعد مخالفة شرعية.
7. تلعب الصكوك دوراً مهماً في تطوير استخدام المضاربة في صناديق الاستثمار كونها أهم الأدوات الاستثمارية والتمويلية الإسلامية، وخصوصاً الصكوك المتداولة بضوابطها الشرعية، ولكن نظراً لعدم وجود أسواق مالية إسلامية تنظم تداولها وفقاً للأحكام الشرعية تفقد هذه الصكوك جزءاً كبيراً من دورها كمصدر هام لتداول الأصول.

8. تخضع صناديق الاستثمار الإسلامية التي تستخدم المضاربة الشرعية غيرها من المؤسسات الأخرى لعدد من المخاطر التي يمكن إدارتها كما تم ذكره، وتُعد أهم المخاطر التي تنفرد بها المضاربة الشرعية عن غيرها من الاستثمارات الأخرى هي التي تتعلق بأمانة المضارب أو مدير الصندوق الاستثماري.

9. تعدد المركز الفقهي واختلاف الفتوى الشرعية لنفس المسألة شأنه الزيادة في تعقيد الأمور والبعد عن تطبيق الأحكام الشرعية في العديد من الصناديق الاستثمارية والحد من انتشارها إقليمياً ودولياً.

10. عدم وجود هيئة رقابة شرعية مستقلة، تستمد قوتها من سلطة تنفيذية ذات صلاحيات هامة في تنفيذ الأحكام والقوانين على الصناديق المشتركة التي تحدث فيها مخالفات شرعية، من التحايل والغرر والغبن وغيرها، شأنه تعزيز انعدام الثقة في الاعتماد على التمويل الإسلامي بشكل عام.

11. ليس هناك آليه يتم من خلالها إثبات عبء الإهمال أو التعدي أو التقصير من مدير الاستثمار، وليس من حق المكتتبين في الصندوق المشاركة في أي قرار يتعلق باستثماراتهم في الصناديق، وإنما القبول بما يوزع عليهم من أرباح دون التدخل في أي تفاصيل أخرى، وهذا الأمر حتما يفتح المجال لاستغلالهم وعدم إنصافهم.

12. لا تزال حصة صناديق الاستثمار الإسلامية قليلة جداً من إجمالي قيمة الأصول الإسلامية السوقية عالمياً، مقارنة مع البنوك الإسلامية، والصكوك، حيث بلغت عام 2021م 5% فقط، بينما كانت أكبر نسبة للمصارف الإسلامية التي بلغت 68.7% لنفس المدة.

13. لا تزال صناديق الاستثمار الإسلامية محدودة الانتشار جغرافياً، حيث تتركز في عدد محدود من الدول أهمها، المملكة العربية السعودية التي تمتلك نسبة 36.7% من إجمالي أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية على مستوى العالم.

14. تحتل صناديق النقد أكبر نسبة امتلاكاً بين جميع أنواع الصناديق الاستثمارية عالمياً حيث بلغت 39.5% حسب إحصائية عام 2021م، وذلك لأن صناديق النقد تتميز بالسيولة المرتفعة، وهذا يعكس رغبة المستثمرين في الاستثمارات التي تتيح لهم سهولة التصرف في حصصهم في الصناديق.

15. من خلال تقييم نموذج الدراسة المتمثل في صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأمريكي، اتضح للباحث الآتي:

أ- ليس هناك ما يفيد بأن الصندوق يقوم بعمليات تنضيض رأس المال الحقيقي ولا الحكمي لكل مستثمر بشكل منفرد، وإنما من يرغب في الانسحاب يسترد قيمة وحداته الاستثمارية خلال فترة الاستثمار، ولا يأخذ نصيبه من الأرباح المتولدة خلال الفترة التي انسحب فيها ما لم تنته المدة.

ب- لا يتم توزيع الأرباح على المكتتبين في الصندوق على الإطلاق، وإنما تضاف أرباحهم إلى نسبة مشاركتهم في الصندوق، إلا أن مدير الصندوق يستلم أرباحه المتمثلة في نسبة 16% من أرباح الصندوق بشكل دوري ومباشر، وهذا يعد أسلوباً غير جاذب للمدخرين وصغار المستثمرين.

ت- يعتمد الصندوق في قياس أدائه الاستثماري على المؤشر الاسترشادي المتمثل في سعر الفائدة على القروض بمصرف لندن، ليبور بالدولار 3 أشهر / USD LIBOR 3 Months برغم من عدم وجود أي رابط بينهم، والاعتماد على مقياس غير مكافئ يعد من الغرر أو التضليل.

16. من خلال الدراسة والبحث اتضح للباحث افتقار معظم الدراسات والأبحاث التي تُعنى بالاقتصاد الإسلامية للجوانب الملزمة الإمام الدقيق بالأمور الاقتصادية والمالية التحليلية بشكل عام، والتركيز على الجوانب النظرية بشكل أكبر.

الاستنتاجات:

نستنتج من هذه الدراسة التأكيد على أن المضاربة الشرعية المشتركة تُعد من الأدوات الاستثمارية المهمة كمصدر خارجي للتمويل في المؤسسات المالية بشكل عام، والصناديق الاستثمارية بشكل خاص على أن يتم ذلك من خلال تعبئة المدخرات، والأموال غير المستثمرة والمكتنزة، إذا ما أُخذ بعين الاعتبار أهم مقومات النجاح والفشل في جميع المعاملات التي تنطوي على المشاركات المالية.

النمو الإيجابي في صناعة التمويل الإسلامي بشكل عام على المستوى الإقليمي خلال العقد الأخير وقدرة المعاملات المالية الإسلامية على الصمود في مواجهة الأزمات والأحداث غير

المتوقعة، والتي غالباً ما تنهار أمامها أعتى اقتصادات العالم المبني على أسعار الفائدة الهشة كما حدثاً مؤخراً عند ظهور جائحة (Covid 19) والاعتماد على تضخيم الأصول المالية على حساب الأصول الحقيقية.

وكل الشواهد تثبت أن هناك اتفاقاً عالمياً على أن صيغ التمويل والاستثمار المبني على قيم الشريعة الإسلامية قادرة على مواجهة أشد المخاطر والجوائح التي تؤدي إلى الأزمات المالية، إذا ما تم تطويرها بشكل علمي وعملي، بحيث تتلاءم والتطور الاقتصادي والتقني، ومن خلال وضع آليات واضحة تتناسب مع طبيعة الأعمال الحديثة، وسن القوانين الشرعية المنظمة لهذه الأعمال التي تبين الواجبات وتضمن الحقوق، وعدم ترك هفوات يمكن أن تُستغل من ضعاف النفوس في التحايل باسم الدين لأكل أموال الناس بالباطل، مما يشوه الصورة النمطية للمبادئ الإسلامية وإظهار المعاملات المالية الشرعية بشكل يتنافى وحقيقتها الفعلية، وهذا واقع الأغلبية العظيمة في المؤسسات المالية التي تعمل ظاهرياً وفقاً لشريعة الإسلامية، وفي الباطن تعمل وفقاً لقاعدة تعظيم الأرباح دون النظر للكيفية التي تجني بها هذه الأموال، من حلال أم حرام.

التوصيات:

بناءً على النتائج المستخلصة من هذه الدراسة، تُوجه هذه الدراسة مجموعة من التوصيات لعدة جهات، يمكن تلخيصها بما يلي:

أولاً: توصيات إلى الهيئات التشريعية المنوط بها سن القوانين والأنظمة المالية:

1. العمل على إصدار القوانين المالية التي تنظم آليات عمل صناديق الاستثمار المصنفة على

أساس إن أعمالها متوافقة مع الشريعة الإسلامية، على أن تتضمن الآتي:

أ- إصدار قانون خاص بهيئات الرقابة الشرعية من حيث، الاستقلالية الكاملة، والسلطة التنفيذية، لتنفيذ أحكام قضائية على المخالفات الشرعية.

ب- العمل على الحد من التساهل وغض الطرف الناتج عن بعض الهيئات الرقابية الشرعية، التي تسمح لبعض المؤسسات المالية وصناديق الاستثمار بتتبع الرخص الفقيه، وتعمل

بها بخلاف الغرض المقصود منها شرعاً، مما لذلك من أثر على زعزعة الثقة في التمويل الإسلامي.

ت- صياغة الأحكام الشرعية الخاصة بالمعاملات المالية بشكل عام، وعقود المضاربة بشكل خاص، في صورة مواد قانونية واضحة المعالم، بما يتوافق عليه الفقهاء المعاصرون، مما يتيح التعامل بها على المستوى المحلي والإقليمي، ويمكن من خلاله تسهيل آليات عمل إدارة المحاسبة والمراجعة وفقاً للقيود المحاسبية المتطورة، ويوقف الاجتهادات الفردية على من يؤول الأحكام الشريعة وفقاً للمصالح الشخصية.

ث- العمل على ضمان حقوق صغار المستثمرين والمدخرين المكتتبين في صناديق الاستثمار، وحمايتهم من الاستغلال وتحميلهم بأعباء هم غير ملزمين بتحملها مما يقلل من نسبة أرباحهم أو احتجازها عنهم.

ج- جعل مسؤولية إثبات عبء الإهمال والتقصير في حالات الخسارة أو ضياع جزء أو كل رأس مال المضاربة في صناديق الاستثمار على مدير الاستثمار، لانفراده بالعمل وإدارة الحسابات في الصندوق.

وفقاً لما جاء في المعيار الشرعي رقم 56، معيار ضمان مدير الاستثمار، الذي تم اعتماده عام 2017م، الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI الذي جاء فيه بالإمكان أن ينتقل عبء إثبات عدم التعدي أو التقصير في حالة الخسارة إلى مدير الاستثمار إذا تم اشتراط عبء لإثبات على المضارب (مدير الاستثمار) في العقد بشكل مطلق، أو إن يتم إلزام عبء الإثبات على المضارب (مدير الاستثمار) من قبل الجهات التشريعية أو الرقابية.

ح- إلزام صناديق الاستثمار بالالتزام بالمبادئ الأساسية للحوكمة فيما يتعلق بدقة البيانات المالية بالإفصاح عنها بشكل واضح في الوقت المناسب لجميع المتعاملين، والشفافية من حيث تطبيق التعهدات مع المكتتبين في الصندوق.

خ- إصدار قانون ينظم عمليات تداول الوحدات الاستثمارية التي يبيح الشرع تداولها في الأسواق المالية، مما يعزز توافر السيولة للمكتتبين في الصناديق المشتركة المغلقة، إذا ما أردوا بيع حصصهم في الأسواق المالية.

2. حث القائمون على إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية على تمويل المشاريع التنموية الضخمة من خلال تعبئة المدخرات، وتجميع الأموال من صغار المستثمرين، مما يسهم في إنعاش الاقتصاد الوطني وتطوير البنى التحتية، والقضاء على البطالة في البلدان.
3. من أهم التوصيات التي يجب التركيز عليها، أهمية وجود سوق مالي منظم يتيح عمليات تداول الوحدات الاستثمارية من صكوك استثمارية وأسهم عادية، وغيرها من الأوراق المالية الشرعية بشكل قانوني يحفظ حقوق جميع الأطراف.
4. العمل على رفع كفاءة العاملين في الأسواق المالية من خلال تنظيم الدورات التدريبية المتخصصة على درجه عاليا من الكفاءة.

ثانياً. توصيات للقائمين على إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية:

1. الاعتماد على استخدام عقود المضاربة بديلاً عن الوكالة بالاستثمار، حيث تتيح عقود المضاربة الشرعية في صناديق الاستثمار فرصاً استثمارية ضخمة، إذا ما أحسن استخدامها من خلال قدرتها على تعبئة المدخرات، والمضاربة بها في استثمارات حقيقية ذات بعد استراتيجي وتنموي.
2. التخلص من عقلية إدارة البنوك الربوية في إدارة صناديق الاستثمار المشتركة، وأهمية اتباع استراتيجية تتلاءم والوضع الراهن الذي يتسم بالتسارع والتطور التكنولوجي الهائل والولوج إلى الاستثمارات الحقيقية التي تسهم في الإنتاج والتنمية، بديلاً عن الاكتفاء بدور الوساطة المالية.
3. التركيز على تكوين صناديق استثمارية إسلامية ذات رأس المال المغلق، والحرص على إصدار صكوك إسلامية تتسم بالقابلية على التداول في الأسواق المالية، مما يشجع صغار المستثمرين على اقتنائها وتداولها بشكل ميسر ومنظم.
4. أهمية التركيز على إظهار التمويل الإسلامي بصورة إيجابية، وينطوي على فرص استثمارية مجزية ذات عائد مقبول يتناسب والمخاطر المصاحبة له، خلافاً للصورة النمطية المصاحبة له الآن.
5. التركيز على تفعيل دور إدارة المخاطر من خلال تحسين قنوات الاتصال بين الإدارات والمتعاملين، مما يخلق بيئة أكثر أماناً واستقراراً ويوفر الجهد والوقت، وتحسين شُمعة الصندوق مما يؤدي إلى النجاح.

6. أعطى الاهتمام الكامل بقسم الأبحاث والدراسات التي تُسهم بشكل فعال في تطوير استثمارات الصندوق.

7. العمل على تطوير مهارات الكوادر الوظيفية بجميع أنواعها وخصوصاً المتعاملين مع المستثمرين المحتملين.

ثالثاً. توصيات للمدخرين والمستثمرين في الصناديق الاستثمارية الإسلامية:

1. البحث عن الصندوق الاستثماري الذي يتوافق مع أهداف المستثمر المالية والزمنية من خلال التحقق من الأداء الجيد للصندوق، والأرباح المحققة عبر مدة من الزمن، ومدى الالتزام بالضوابط الشرعية في جميع المعاملات، والأجل المحدد للصندوق، قصير أو متوسط أو طويل الأجل.

2. أهمية التركيز على الصناديق الاستثمارية التي تكون فيها العلاقة التعاقدية بين مدير الصندوق والمكتتبين فيه على أساس المضاربة أو المشاركة، حيث يتقاضى مدير الصندوق حصة من الأرباح وليس أجرة ثابتة مقابل وكالة بالاستثمار، لما لذلك من حافز على تطوير الصندوق وتعظيم الأرباح.

3. المستثمرون الراغبون في استثمار أموالهم لمدة متوسطة أو طويلة الأجل، من الأهمية بمكان التركيز على الصناديق التي تتسم بالمغلقة والتي لها استثمارات حقيقية، لما لذلك من قدرة على تعظيم رأس المال ونسبة مشاركتهم في الصندوق.

رابعاً. توصيات للباحثين في مجال الاقتصاد الإسلامي:

1. من الأهمية بمكان الاهتمام بجانب التطوير والتحديث وعدم الجمود على دراسة الاقتصاد الإسلامي التقليدي، وأن الأوان للخروج من التعليم النظري إلى التعليم العملي والتحليلي ومن المهم والملح وضع النظريات الاقتصادية ذات البعد الشرعي لكي تُدرس في المناهج الغربية وإلى غير المسلمين.

2. الاهتمام بالتخصص الدقيق والإبداع فيه، لأن علم الاقتصاد علم واسع ومتشعب جداً وقديم قدم الإنسان، وليس بالإمكان لشخص بمفرده الإلمام الكامل بهذا العلم.

3. أهمية التعلم والإلمام بشكل علمي ودقيق آليات عمل الاقتصاد التقليدي، وما هي الفوارق بينه وبين الاقتصاد الإسلامي، والتخلص من المفهوم الخاطئ أن كل مفاهيم الاقتصاد التقليدي محرمة شرعة.

وآخر دعونا أن الحمد لله رب العالمين



المراجع

المراجع باللغة العربية

- أبن تيمية تقي الدين، مجموع فتاوى الإسلام، ج 20، (بدون تاريخ نشر)
- أبن عبد البر يوسف بن عبد الله، المستخرج من كتاب الأذكار، (القاهرة: طبع الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، بدون تاريخ نشر).
- أبن ماجه الحافظ بن يزيد القزويني، سنن ابن ماجه، كتاب التجارات، باب الشراكة والمضاربة (سوريا حلب: دار أحياء الكتاب العربية، بدون سنة نشر).
- أبن منظور جمال الدين، لسان العرب، ت711هـ، ج1، (دار صادر بيروت 1994م)
- أبو النصر عصام، نموذج محاسبي مقترح لقياس وتوزيع عوائد صناديق الاستثمار في ضوء الفكر الإسلامي، ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل، (القاهرة: جامعة الأزهر 1997م).
- أبو عمرو مصطفى، مجلس العقد الإلكتروني، دراسة مقارنة، (الإسكندرية: دار الجامعة الجديدة 2011م).
- أبو غدة حسن، النصوص الاقتصادية في الكتاب والسنة، (إسطنبول: المركز الدولي للاقتصاد والتمويل الإسلامي 2018م).
- أبو غدة عبد الستار (2002)، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية، مجموعة دلة البركة، جدة.
- (2005) صناديق الاستثمار الإسلامية، دراسة تأصيلية موسعة، بحث قدم للمؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وأفاق المستقبل، (دبي، غرفة التجارة والصناعة، 15 - 17 مايو 2005م).
- أبوبكر صفية احمد، الصكوك الإسلامية، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، (دبي، دائرة الشؤون الإسلامية، 31 مايو 2009م).
- (2010م) "صناديق الاستثمار الإسلامية خصائصها وأنواعها"، رسالة دكتوراة.
- آدم موسى، عيسى، "مخاطر عقد السلم وكيفية معالجتها بالشروط العقدية والتصرفات في

السلعة المبيعة"، مجلة المعهد العالي للبحوث والتدريب، السعودية، ج23، ع2،
(2017م).

براق محمد، أدا صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً وصناديق الاستثمار الإسلامية، الملتقى
الدولي: الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، الجزائر، جامعة
الغرداية، 2011م).

البرايي راشد، الموسوعة الاقتصادية، (القاهرة: مكتبة النهضة المصرية 1987م)، 41.
البستاني بطرس، قاموس محيط المحيط، (لبنان: مكتبة بيروت 2008م).
البغدادى القاضي عبد الوهاب، المعونة على مذهب عالم المدينة، ج2، ط1 (بيروت: دار
الكتب العلمية 1998م).

بن زغبه عز الدين، "المخاطر في الصكوك الإسلامية"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، ع505،
(2022م).

بن قدامة أبو محمد، المغني لابن قدامة، ج5، ط2 (بيروت: دار الفكر، بدون تاريخ).
بن رشد أبو الوليد، بداية المجتهد ونهاية المقتصد، تحقيق: محمد صبحي حسن حلاق، ج3،
ط1، (مصر: مكتبة ابن تيمية 1995م).

بن محميد موسى عمر مبارك، مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وعلاقتها بمعايير كفاية رأس
المال للمصارف الإسلامية، بازل 2، رسالة دكتوراة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية
والمصرفية، (الأردن، 2008م).

بن ميرة حامد بن حسن، صكوك الإجارة، دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية، ط1 (الرياض:
دار الميمان، 2008م).

بن يوسف المواق محمد، التاج والإكليل لمختصر خليل، ط1 (دار الكتاب العلمية
1994م)

بوهنه فريد، " أحكام شركة المضاربة في الفقه الإسلامي " (بحث مقدم لنيل درجة الماجستير،
جامعة العلوم الإسلامية العالمية، كلية الشيخ نوح القضاة للشريعة والقانون 2013).
البيهقي أحمد ابن حسين، سنن البيهقي الكبرى، ج6، ط3، (بيروت: دار الكتب العلمية
2003م).

الترمذي محمد بن عيسى، الجامع الصحيح - سنن الترمذي، المحقق: أحمد بن محمد شاكر،

(بيروت: دار الكتاب العالمية، ب.ط.).

جبر هشام، صناديق الاستثمار الإسلامية، المؤتمر العلمي الأول: الاستثمار والتمويل في فلسطين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، (فلسطين: بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية 8-9 مايو 2005).

الجوزية أبن القيم، زاد المعاد في هدي خير العباد، تحقيق، شعيب، وعبد القادر الأرناؤوط، ج5، ط3 (لبنان: مؤسسة الرسالة، 1998م).

حماد نزيه (1999م)، مدى صحة تضمين يد الأمانة بالشرط في الفقه الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، (جده: مكتبة الملك الوطنية).

----- (2011)، نقل عبء الإثبات في دعاوى التعدي والتفريط في المضاربة والوكالة بالاستثمار إلى الأمناء، المؤتمر الفقهي الثالث للمؤسسات المالية الإسلامية، الكويت، 9 فبراير 2011.

حمدان عبد المطلب عبد الرزاق، المضاربة كما تجرئها المصارف الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة، (الإسكندرية: دار الفكر الجامعي، 2008م).

حمود سامي، تطوير الأعمال المصرفية بما يتفق والشريعة الإسلامية، ط2 (القاهرة: مطبعة الشرق 1982م).

حميدات عمر، "تأثير أسعار الأسهم على أداء الأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية"، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية جامعة غرداية، بحث منشور، ج3، ع2، (2019م).

حيدر علي، درر الأحكام في شرح مجلة الأحكام، تعريب، فهمي الحسيني، ط1، (مصر: دار الجيل الطبعة، 1991م، المادة 42

خان طارق، إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعات المالية الإسلامية، ط1 (جدة: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، 2003م).

الختلان سعد بن تركي، فقه المعاملات المالية المعاصرة، كيفية تحميل مصروفات المضاربة، (المدينة المنورة: دار الصميعي للنشر 2012م).

الخفيف علي، أحكام المعاملات الشرعية، (القاهرة: دار الفكر العربي، 2008م).

الخوجة عز الدين، عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية، مجموعة دله البركة، إدارة التطوير والبحوث (1993م).

خير الدين معطى الله، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، (الجزائر: جامعة قلمة، 2012م) 3 - 4 ديسمبر.

داماد شيخي زادة، مجمع الأنهر شرح ملتقى الأبحر، ط2 (الطبعة العثمانية 1998م).
الدسوقي محمد، حاشية الدسوقي على الشرح الكبير، ج 3 (الأردن: دار الفكر للنشر 2007م).

الرازي محمد أبي بكر، مختار الصحاح، ط4 (بيروت: دار إحياء التراث العربي، 2005م).
الرحاحلة نسيم، أداء صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية، قسم المالية، (المملكة السعودية: كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، 2017م).

الرشود خالد بن سعود، العقود المبتكرة للتمويل والاستثمار بالصكوك الإسلامية، كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، 2013م.

القضاة زكريا محمد الفالح، السلم والمضاربة، من عوامل التيسير في الشريعة الإسلامية، (عمان: دار الفكر للنشر والتوزيع، 1984م).

القراقي أبو العباس، الذخيرة للقراقي، كتاب القراض، ج5، ط1 (بيروت: دار الغرب الإسلامي 1994م).

الزبون عطا الله، مفاهيم مالية إسلامية، (الجزائر: دار المتنبي لنشر 2009م).
الزحيلي وهبه، الفقه الإسلامي وأدلته، النظريات الفقيه والعقود، ج4، ط2 (دمشق: دار الطباعة والنشر والتوزيع 1985م).

الزهراي جمعة بن حامد، عقد السلم وتطبيقاته المعاصرة، جامعة طيبة 2015م.
الزيلعي فخر الدين عثمان، تبين الحقائق شرح كنز الدقائق 473 هـ، ج5، ط1 (دار مصر الكبرى 1897م).

سراج محمد، فتاوى المعاملات المالية للمصارف والمؤسسات المالية، ط1، (القاهرة: دار السلام للنشر 2009م).

سليمان محمد جلال، الودائع الاستثمارية في البنوك الإسلامية، (فرجينيا: المعهد العالي للفكر الإسلامي 1996م).

سمحان حسين، العمليات المصرفية الإسلامية، المفهوم والمحاسبة، ط1 (عمان: مطبعة

الشمس 2000م).

السمرقندي، تحفة الفقهاء، ج3، (بيروت: دار الكتاب العلمية، بدون تاريخ نشر).
السمناني أبي القاسم، روضة القضاة وطريق النجاة، كتاب المضاربة، ج1، ط2 (عمان: دار الفرقان 1984م).

الشحري محمد، دور الحوكمة الشرعية في تطوير المؤسسات المالية الإسلامية، تجربة ماليزيا، مجلة ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير، م. 4، (2019م).
الشربيني الخطيب، مغني المحتاج إلى معرفة معاني ألفاظ المنهاج، ج2، ط1، (بيروت: دار المعرفة 1997م).

الشنقيطي محمد، دراسات شرعية لأهم العقود المالية، ج2، ط2 (المدينة المنورة: دار العلوم والحكمة 2001م).
الشيوي أحمد محمد، "صناديق الاستثمار الإسلامية، خصائصها وسماتها"، مجلة الدراسات الإسلامية والبحوث الأكاديمية، كلية دار العلوم، جامعة القاهرة، ج16، ع 101، (2021م).

صلاح الدين شريط، "دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة مصر"، (رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، 2012م).
الصنعاني عبد الرزاق، المنصف، كتاب المضاربة، ط2، ج8، (الرياض: دار التأصيل 2015م).

العاني قتيبة عبد الرحمن، صكوك المضاربة الإسلامية التخرج الفقهي والتصوير الفني، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، آفاق وتحديات، (دبي: جامعة الإمارات، كلية الشريعة والقانون وغرفة تجارة وصناعة، 2006م).
عبد الحي هشام أحمد، الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية "دراسة تطبيقية فقهيّة"، ط1 (الإسكندرية: منشأة المعارف 2011م).

عبد الفضيل عادل، الائتمان والمدنيات في البنوك الإسلامية، ط1، (الإسكندرية: الفكر الجامعي، 2008م).

عبد الكريم حمزة، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية، ط1 (عمان: دار النفائس 2001م).

- عبدی أدن محمد، "أثر المضاربة في كفاءة سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي"، *المجلة العلمية كليات التجارة، مصر: جامعة الأزهر، ع. 22، (2019)*.
- عبو عمر، "صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط الأسواق المالية"، (بحث غير منشور المدرسة العليا للتجارة - 2010م).
- عثمان محمد، *المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، ج 1، ط 6، (بيروت: دار النفائس، 2007م)*.
- عفانة حسام، *كتاب فتاوى، لأصل في المعاملات الإباحة، (فلسطين: المكتبة الحديثة 1997م)*.
- علي جمعة محمد، *موسوعة فتاوى المعاملات المالية للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، كتاب المضاربة، ج 2، ط 1، (القاهرة: دار السلام 2009م)*.
- عمري آمال عبد الوهاب، *الصكوك دراسة فقهية مقارنة، (تونس: مطبعة تونس قرطاج الشرقية 2017م)*.
- عوجان وليد (2012م)، "صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة وتحليل"، *المجلة الأردنية لدراسات الإسلامية، ج 8، ع 1*.
- (2015م)، *الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة، بحث منشور عن المنتدى الاقتصادي الإسلامي، حكومة دبي، لدائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخير*.
- عياش عبد الوهاب، "مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وأثرها على قرار التمويل، دراسة عن عينة من البنوك الإسلامية اليمنية"، *مجلة العلوم الاقتصادية، ج 17، ع 1، (2016م)*.
- الغريب، ناصر، *مخاطر التمويل الإسلامي وأساليب التعامل معها، في اتحاد المصارف العربية، (بيروت: اتحاد المصارف العربية، 2002م)*.
- الغنائم قذافي، محمد سكر، "شروط الضمان على المضارب في الفقه الإسلامي والقانون المدني الأردني"، *دراسات علوم الشريعة والقانون، الأردن، ج 39، ع 1، (2012)*.
- الفرغاني علي بن أبي بكر بن عبد الجليل، *الهداية شرح بداية المبتدي، ج 3 (بيروت: دار أحياء التراث العربي 1995م)*.
- الفتحي محمد، *كتاب فقه المعاملات، تعريف المضاربة، ج 1 (الرياض: دار المريخ للنشر*

1986م).

القدوري أبو الحسين، مختصر القدوري، كتاب المضاربة، ط1 العلمية، (بيروت: دار الكتاب العلمية 1997م).

القراي أبو العباس، الذخيرة للقراي، كتاب القراض، ج5، ط1 (بيروت: دار الغرب الإسلامي 1994م).

القره داغي علي محيي الدين، "التطبيقات الشرعية لإقامة السوق الإسلامية" مجلة مجمع الفقه الإسلامي، المملكة السعودية، ع8، ج2 (1994م).

القرى محمد علي، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، (رسالة دكتوراة 1998م).

قلعجي محمد رواس، المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الفقه والشرعة، ج6، ط2 (الكويت: دار النفائس 2002م).

قندوز عبد الكريم، تحليل المخاطر في أدوات التمويل الإسلامي، التعريف بمؤسسات التمويل الإسلامي، (صندوق النقد العربي 2020م).

الكاساني علاء الدين، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، ج6، ط1 (باكستان: المكتبة الحبيبية كانسي 1989م).

كأظم مراد، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية، (لبنان: مكتبة ناشرون لبنان 1967م).

الكلبي أبو جزي، القوانين الفقهية في تلخيص مذهب المالكية، ج1، (بيروت: دار الكتاب العلمية 1998م).

مالك ابن انس، المدونة الكبرى، ج8، ط1 (بيروت: دار الكتب العلمية 1994م).

الماوردي أبو الحسن، الحاوي الكبير في فقه الإمام الشافعي، ط1، ج7 (بيروت: دار الكتب العلمية 1994م).

محسن محمد، "الشخصية المعنوية"، (رسالة دكتوراة، جامعة الأزهر، كلية الشريعة والقانون، تحت رقم 489).

المخمرى مريم خليفة، الإطار النظري للصكوك الإسلامية، (منشورات حكومة دبي، دائرة المالية، الجزء الأول).

المدابغي حسن، حاشية حسن المدابغي على شرح الشيخ الخطيب الشربيني، ج2،

(القاهرة: المطبعة الميمنية 1289هـ).

مرحباوي زهرة، حلايمية فتيحة، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل أداء البنوك الإسلامية، دراسة حالة شركة الراجحي، (2016م).

مشهور أمير، الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي، (القاهرة: مكتبة مدبولي، 1991م).
معجم المصطلحات الاقتصادية والإسلامية، علي جمعة، 365، معجم المصطلحات والألفاظ الفقهية، ج2.

ملحم أحمد سالم، بيع المراجعة وتطبيقاتها في المصارف الإسلامية، ط1 (عمان: مكتبة الرسالة الحديثة، 1989م).

الموسوعة الميسرة في فقه القضايا المعاصرة، قسم المعلومات المالية - تداول الصكوك، 2021م.

الموسوي حيدر، المصارف الإسلامية، أدائها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية، ط1، (عمان: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع 2011م).

الموصلي الحنفي عبد الله بن محمود، الاختيار لتعليل المختار، ط3، (بيروت دار الفكر العربي 1937م).

النيسابوري مسلم بن الحجاج، صحيح مسلم، كتاب البيوع، المحقق: نظر أبو قتيبة، ط1 (القاهرة: دار طيبة 2006م).

هندي منير (1999م)، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، ط1، (الإسكندرية: منشأة المعارف).

----- (2003م)، الفكر الحديث في الاستثمار، ط1، (مصر: دار المعارف للتوزيع).

الهيثمي أبو حجر، الفتوى الفقهية الكبرى، ج3، (مصر، ملتزم الطباعة والنشر).
الهيثمي عبد الرزاق جدي، المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ط1 (الأردن: دار أسامة 1998م).

الوعلان فيصل، موسوعة الإجماع في الفقه الإسلامي: مسألة بطلان شرط الضمان في المضاربة، ج4 ط1 (المملكة الرياض: دار الفضيلة للنشر والتوزيع).
يسري عبد الرحمن، دور المصارف الإسلامية في تعبئة الموارد المالية، 1990م.

يسري هشام، ندوة المصارف الإسلامية بين تحديات الواقع ورهانات المستقبل، منشورات
الهيئة الإسلامية للاقتصاد والتمويل، فاس المغرب، أبريل 2014م.
يعقوب عبد الهادي، "المشاركة أحكامها الشرعية وتطبيقاتها العملية، بنك الخرطوم،
منشورات اتحاد المصارف العربية"، مجلة قسم الدراسات والأبحاث، ط2، ع415،
(1994م).

أصدرت لجنة بازل للرقابة المصرفية (BCBS) في ديسمبر 2017 توجيهاتها نهائية -
بازل 3.

توصيات ندوة الأسواق المالية التي أقامها مجمع الفقه الإسلامي بالتعاون مع البنك
الإسلامي للتنمية ووزارة الأوقاف، 25 نوفمبر 1989 - المغرب.
توصيات ندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز 2010م.
رابط العالم الإسلامي، الدورة السادسة عشرة المنعقدة في مكة المكرمة، 7 - 22 يناير
2002م. القرار الرابع.

القانون التجاري الكويتي، المادة 6، 8، قانون الصناديق القطرية، المادة 6، 1988م.
قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الصادر في دورته الثالثة عشرة بدولة الكويت من 7 إلى
12 شوال 1422هـ، الموافق 22 - 27 (ديسمبر) 2001م، رقم (123
(13/5) بشأن: (القراض أو المضاربة المشتركة في المؤسسات المالية "حسابات
الاستثمار).

ما اعتمدته الهيئة الشرعية لشركة الراجحي في المذكرة التفسيرية ص36، وندوة البركة الأولى
5/.

مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي بجدة، الدورة الرابعة،
المجلد الثالث، 1988م.

مجلس المجمع الفقهي الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي، الدورة رقم 16، قرار رقم 4
مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة التعاون الإسلامي المنعقد في دورة
مؤتمر العشرين بوهان (الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية) خلال الفترة من 26
شوال إلى 2 من ذي القعدة 1433هـ، الموافق 13-18 سبتمبر (أيلول) 2012م.
مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الرابعة بجدة، 4 أغسطس 1988م، قرار رقم 5 بشأن

سندات المقارضة.

المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية النص الكامل المعيار الشرعي رقم 17، تم اعتمادها حتى نوفمبر 2017م، والدليل الفقهي للتداول وإصدار الصكوك، مجموعة البركة.

المنظمة العالمية للأرصاد الجوي، إطار عمل إدارة المخاطر في المنظمة (WMO)، أبريل 2013م.

هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI، المعايير الشرعية، المعيار الشرعي رقم 17، 2017

----- (2017م) التطبيقات المعاصرة للوكالة بالاستثمار، المعيار رقم 46، الوكالة بالاستثمار.

مراجع من الأنترنت:

AWS ، المقصود بالحوكمة والمخاطر والامتثال (GRC)، أخذ بتاريخ 14 نوفمبر

2022، <https://aws.amazon.com/ar/what-is/grc>

احمد الرفاعي، ميثاق الهيئة الشرعية للسوق المالية الإسلامية الدولية، أخذ بتاريخ 4 نوفمبر

2022، <https://www-iifm-net.translate.goog/about-iifm/shariah-board>

سليمان أحمد شوقي، "المخاطر الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية وسبل الحد منها"،

مقال منشور على موقع المصرفية الإسلامية (دراسات في المحاسبة والإدارة)، كلية

التجارة جامعة الأزهر، إخذ بتاريخ 7 نوفمبر 2022،

<https://kenanaonline.com/users/ahmed0shawky/posts/735438>

بوابة المحاسبة، أخذ بتاريخ (14 أكتوبر 2022).

<http://accountinggate.com/arabic/financial-accounting/income-statement.html>

تداول السعودية، Saudi Exchange، اخذ بتاريخ 27 يناير 2023:

<https://www.saudiexchange.sa>

تداول الصكوك، الموسوعة الميسرة في فقه القضايا المعاصرة، أخذ بتاريخ، بتاريخ 27 نوفمبر

2021م، <https://www.erej.org>

التعريفات الفقهية للبركي، The Arabic Lexicon.

[2. 06. 2022] <http://arabiclexicon.hawramani.com/?p=46844#24241a>

شادي خالد، موقع بورصات، مخاطر الأسواق المالية، <https://www.borsaat.com>

قنطجي سامر، مركز فقه المعاملات، انتهاء المضاربة، أخذ بتاريخ 12 فبراير 2022م،
[/https://kantakji.com/962](https://kantakji.com/962)

صناديق الاستثمار الإسلامية، متاح على الأنترنت بتاريخ 30 نوفمبر 2021م.
<https://www.arabnak.com>

صناديق الاستثمار الإسلامية، مقال على موقع عرب بنك، أخذ بتاريخ 3 نوفمبر 2022م.
<https://www.arabnak.com>

الشنقيطي عمر المختار، شرح زاد المستقنع، باب الإجارة، أخذ بتاريخ 12 فبراير 2022م.
<http://www.islamweb.net>

كتاب الفقه المنهجي على مذهب الإمام الشافعي شروط المضاربة المكتبة الشاملة.
<https://shamela.ws/book/6369/1285#p7>

منصة أرقام بزنس إنفو، إخذ بتاريخ 22 نوفمبر 2022.
<https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/15671>

دحام مها، معلومات عن دولة لكسمبورج، أخذ بتاريخ 9 نوفمبر 2022م،
<https://mawdoo3.com>

الموسوعة المالية الشاملة، الاستثمار والتمويل، أخذ بتاريخ 23 فبراير 2023م.
<https://www.investment-and-finance.net/arabic/islamic-finance/saad/sukuk-al-mugharasah.html>

موسوعة فقه المعاملات، ج1، خلط مال المضاربة. المكتبة الشاملة الحديثة، 446. أخذ بتاريخ 31 ديسمبر 2021م،

موقع أرقام، أخذ بتاريخ، 09 أكتوبر 2022م.
<https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/1567015>

موقع إسلام ويب، (قسم الفتوى)، ضوابط المراجعة الجائزة وحكم غرامة التأخير، إخذ بتاريخ 10 مارس 2022 www.islamweb.net/ar/fatwa/354673 تاريخ النشر: 12 يونيو 2017 م

موقع بوابة المحاسبة، أخذ بتاريخ (14 أكتوبر 2022).
<http://accountinggate.com/arabic/financial-accounting/income-statement.html>

موقع دراية، إخذ بتاريخ 24 أكتوبر 2022.
<https://www.derayah.com/Html/ar/learning/fundselection.html>

موقع فايننشال إسلام، مرصد الصيرفة الإسلامية، أخذ بتاريخ 6 نوفمبر 2022م،
[/http://ar.financialislam.com](http://ar.financialislam.com)

هيئة السوق المالية السعودية، أخذ بتاريخ (14 أكتوبر 2022).

<https://cma.org.sa:443/Awareness/InformationSources/Pages/CashFlowStatement.aspx>

هيئة السوق المالية السعودية، مركز توعية المستثمر، صناديق الاستثمار، قياس أداء صناديق

الاستثمار، أخذ بتاريخ 24 أكتوبر 2022.

<https://cma.org.sa/Awareness/IFs/Pages/IFMeasurement.aspx>

المراجع باللغة الإنجليزية:

A. Adewale (2021), Assessing the Effectiveness of COVID-19 Policy Responses in the Islamic Banking Industry. IFSB Working P. No. WP- [23/12/2021]

<https://www.ifsb.org/download.php?id=6309&lang=English&pg=/sec03.php>

Adrian Camara, what is Enterprise Risk Management, and Why is It Critical for Proper Corporate Governance? [05 May 2022].

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/risk-management/erm-corporate-governance/>

ALICIA TUOVILA, Financial Analysis, [18 October 2022].

<https://www.investopedia.com/terms/f/financial-analysis.asp>

Andy Patrizio, Top 12 risk management skills and why you need them, [October 03,

2021]. <https://www.techtarget.com/searchcio/definition/risk-management-specialist>

FDIC 90 Year, موقع إلكتروني رسمي لحكومة الولايات المتحدة

<https://www.fdic.gov/resources/bankers/capital-markets/interest-rate-risk/> [05. 09.2022].

Franklin Templeton, BENEFITS OF INVESTING IN MUTUAL FUNDS: ADVANTAGES OF MUTUAL FUNDS, [10 March 2022]

<https://www.franklintempletonindia.com/investor-education/new-to-mutual-funds/video/benefits-of-investing-in-mutual-funds>

<https://www-clearrisk-com.translate.goog/risk-management-blog>

IFSB Secretariat Workings, Data for sukūk outstanding and Islamic funds are for full-year 2020; for Islamic banking, they are as of 3Q20; and for takāful, they are as of end-2019.

ISLAMIC FINANCIAL SERVICES INDUSTRY STABILITY REPORT 2022.

ISLAMIC FINANCIAL SERVICES INDUSTRY, (STABILITY REPORT 2021).

Islamic funds data exclude pension funds and insurance funds, ISLAMIC FINANCIAL SERVICES INDUSTRY STABILITY REPORT 2021.

Jack A Jones, "An Introduction to Factor Analysis of Information Risk (FAIR)", Risk Management Insight LLC, November 2006.

JAMES CHEN, how a Closed-End Fund Works and Differs from an Open-End Fund, [14 July 2021]. <https://www.investopedia.com/terms/c/closed-endinvestment.asp>.

JAMES CHEN, Mutual Fund 2018.

www.investopedia.com/terms/m/mutualfund.asp

James CHWN, What Is an Investment Fund? Types of Funds and History, [June 28, 2022]. <https://www.investopedia.com/terms/i/investment-fund.asp>.

James E. Corter, Yuh-Jia Chen, "Do Investment Risk Tolerance Attitudes Predict Portfolio Risk? Journal of Business and Psychology, No.3, Vol.20 (Spring, 2006).

Jason Gordon, The Business Professor, <https://thebusinessprofessor.com/> [July 22nd, 2021].

Jennifer Elliott, Nigel Jenkinson, Cyber Risk is the New Threat to Financial Stability, Copyright International Monetary Fund, [December 7, 2020], <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2020/12/07/blog-cyber-risk-is-the-new-threat-to-financial-stability>.

Kimberly Amadeo, Mutual Funds <https://www.thebalance.com/should-you-invest-in-mutual-funds-or-stocks-3306145>

Kyle Peterdy, "Credit Risk, the risk that a borrower may not repay credit obligations" <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/commercial-lending/credit-risk/>. [October 26, 2022].

Mahmoud Mohieldin, "Realizing the Potential of Islamic Finance" Economic Premise, The World Bank, Cairo University, No. 77 (March 2012).

Matthew DiLallo, Matt has been a Fool.com contributor since 2013 www.millionacres.com

Max Sharkansky, Managing Partner, The Benefits and Basics of Real Estate Funds, TRIOM PROPERTIES 2021.

NIBUSINESS, Latest advice and support straight to your inbox, [25 March 2022] <https://www.nibusinessinfo.co.uk/content/types-risk-your-business-faces>

OECD Principles of Corporate Governance 2004, (OECD Publications Service, 2014).

Olivia Rowland, Investment fund manager: job description [7 July 2022]
<https://targetjobs.co.uk/careers-advice/job-descriptions/investment-fund-manager-job-description>

Posted by The INVESTOPEDIA TEAM, reviewed by THOMAS BROCK, Credit Risk: Definition, Role of Ratings, and Examples, www.investopedia.com/terms/c/creditrisk.asp [04 March 2021].

Progressing Through Adversity, ICD Refinitiv, Islamic Finance Development Report 2020.

REBECCA WEBB WED, *Risk Management Impact on Success*, WED, [JUL 14, 2021].

REBECCA WEBB WED, *Risk Management Impact on Success*, WED, [JUL 14, 2021], <https://www-clearrisk-com.translate.goog/risk-management-blog>

Statement of financial position definition, [13 October 2022]

<https://www.accountingtools.com/articles/what-is-the-statement-of-financial-position.html>

The Future KJL of Islamic Finance in the Global Economy, The Pangean, [July 18, 2019].

The Future of Islamic Finance in the Global Economy,” The Pangean, [July 2019].

The Investment Funds Institute of Canada, 333 Bay Street, Suite 2601 Toronto, Ontario M5H 2R2 General: 416-363-2150.

<https://www.ific.ca/en/pg/who-we-are/>

THE INVESTOPEDIA TEAM, *Risk Management Framework (RMF)*, [January 18, 2021], <https://www.investopedia.com/articles>

The Pangean Economics Teams, “The Future of Islamic Finance in the Global Economy,” The Pangean, [July 18, 2019].

<https://thepangean.com/tag/economics/>

Torben G. Andersen, Francis X. Diebold, Financial Risk Measurement for Financial Risk Management, Handbook of the Economics of Finance, Volume 2, Part B, (2013): 1127-1220.

Will Kenton, Understanding Liquidity Risk in Banks, and Business, With Examples, <https://www.investopedia.com/terms/l/liquidityrisk.asp> [12 May 2021].

Will Kenton, What Is Business Risk? Definition, Factors, and Examples [25 March

2022] <https://www.investopedia.com/terms/b/businessrisk.asp>

WILL KENTON, What Is Risk Management in Finance, and Why Is It Important?

[March 01, 2021]

<https://www.investopedia.com/terms/r/riskmanagement.asp>

World Meteorological Organization (WMO), Risk management frameworks,
(Publications No: 1111, 2013).

