



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلا  
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير



المرجع: ...../2020

المهذبان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

فروع: علوم التسيير

التخصص: إدارة مالية

## مذكرة بعنوان:

دور إدارة صناديق الاستثمار في تفعيل صناديق الاستثمار  
الإسلامية

دراسة حالة: عينة من السوق المالي السعودي - خلال فترة /2015-2020/

مذكرة مكتملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير

تخصص " إدارة مالية "

إشراف الأستاذ:

عبد الباسط عبد الصمد علية

إعداد الطلبة:

- ناموس إيهاب

- هباشي نجلاء

### لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلا	حريز هشام
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلا	عبد الباسط عبد الصمد علية
مناقشا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلا	مناع فاتح

السنة الجامعية 2019/2020





الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلا  
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير



المرجع : ...../2020

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

فرع: علوم التسيير

التخصص: إدارة مالية

## مذكرة بعنوان:

دور إدارة صناديق الاستثمار في تفعيل صناديق الاستثمار  
الإسلامية

دراسة حالة: عينة من السوق المالي السعودي- خلال فترة /2015-2020/

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير

تخصص " إدارة مالية "

إشراف الأستاذ:

عبد الباسط عبد الصمد علية

إعداد الطلبة:

- ناموس إيهاب

- هباشي نجلاء

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

## شكر وعرفان

الحمد لله الذي بفضلہ تتم الصالحات الحمد لله كثيرا طيبا والصلاة والسلام على خير الخلق محمد وأشرفه التسليم وبعد: فإننا نتقدم بجزيل الشكر وعظيم الامتنان لله عز وجل الذي وفقنا بعد رحلة بحث وجهد طويلة في سبيل العلم بحمد الله عز وجل الذي أنعم علينا ووفقنا لإنجاز هذه المذكرة وسدد خطانا كما نتقدم بشكر لأستاذنا المشرف عبد الراسط عبد الصمد عليه والذي كان لنا سندا وموطرا وموجها ولم يبخل علينا بالنصح والإرشاد كما نشكره كذلك على الوقت الذي كرسه من أجلنا خلال فترة إشرافه علينا ومتابعة عملنا،

كما نتقدم بخالص الشكر والتقدير والاحترام للجنة الموقرة والمشرفة على مناقشة هذه المذكرة والتي عملت على تقويم وتصويب ما فيها من أخطاء، كما نتقدم بالشكر لكل من قدم لنا يد العون والمساعدة من أساتذة وزملاء في إنجاز هذا العمل، كما نتقدم بالشكر والعرفان لجميع أساتذة معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بالمركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف - ميلة - وفي الأخير نسأل الله العلي القدير أن يسدد هذا العمل لما فيه الخير والصلاح.

الإهداء

بسم الله الرحمن الرحيم

أهدي هذا العمل إلى:

نبع العطاء والجود والتي بفضلها بعد الله عز وجل أنا موجود

"أمي"

الحنونة الحبيبة "سعاد" أطال الله في عمرها وحمها من كل

مكروه

إلى سندي ومصدر قوتي والدي الكريم "حسين" أطال الله

عمره

إلى أشقائي كل من: "أيوب"... "بشرى"... "عبد الغفور"

حفظهم الله ورعاهم

إلى كل: العائلة الكريمة، أصدقائي، وزملائي في الدراسة،

وأساتذتي،

إلى كل من قدم لي يد العون من قريب أو من بعيد

إلى جميع طلاب العلم.

الطالب: أيهاج

أهدي هذا العمل إلى:

التي وهبت حياتها في خدمتنا ورعايتنا التي لم تبخل علينا  
بالعطاء والعنان والجود "أمي" الحبيبة "جميلة" حفظها الله  
وجعل أيامها كلها سعادة وهناء

إلى: الشخص الذي أتشرفه بحمل اسمه سندي في الحياة  
"أبي" الغالي على قلبي "محمد" أطال الله في عمره وشفاه  
إلى شقيقتي رفيقات دربي حبيباتي: "أسماء" و.."صفاء"  
حفظهما الله من كل شر

إلى كل من خالتي وعماتي ..و..إلى روح جدتي الطاهرة  
"حليمة" رحمها الله وأسكنها فسيح جنانه إلى كل من قدم يد  
العمون لي وكان سبب في سعادتي  
إلى صديقتي وزميلاتي في الدراسة وجميع الأساتذة الذين  
أشرفوا على تعليمي.

الطالبة: نجلاء

## المخلص

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على الدور الذي تلعبه إدارة صناديق الإستثمار في تفعيل صناديق الاستثمار الإسلامية، وكذلك معرفة مدى قدرة الإدارة على تحسين أداء صناديق الإستثمار الإسلامية في ظل التطور الذي يشهده السوق المالي مع إبراز الدور الأساسي لها، استخدمت دراستنا المنهج الوصفي والمنهج التحليلي وهذا من أجل إبراز مختلف الجوانب منها النظرية والتطبيقية على التوالي بالإضافة إلى دراسة عينة من صناديق الإستثمار التي تخضع لضوابط الشريعة الإسلامية في السوق المالية السعودية خلال الفترة الممتدة من سنة 2017 حتى سنة 2020، وهذا بالاعتماد على البيانات والمعلومات المفصلة عنها من قبل الإدارة المشرفة على هذه الصناديق وتحليلها عن طريق T- test من أجل إبراز مدى الكفاءة التي تتمتع بها الإدارة في مقابل ما هو مطلوب في المجال الخاص بتسيير صناديق الإستثمار الإسلامية، وقد توصلت دراستنا إلى أن صناديق الإستثمار الإسلامية تعد من أبرز الأدوات المالية الرائدة حالياً في مجال صناعة الإستثمار، بالإضافة لكون إدارة صناديق الاستثمار همزة وصل بين صناديق الاستثمار والرفع من أداءها في السوق المالي.

**الكلمات المفتاحية :** صناديق الاستثمار الإسلامية، إدارة صناديق الاستثمار، السوق المالي.

## Abstract:

This study aims to identify the role played by the management of investment funds in the activation of Islamic investment funds, as well as to know the extent of the ability of the management to improve the performance of Islamic investment funds in light of the development of the financial market , while highlighting the main role for it, our study used descriptive and analytical approach in order to highlight various aspects, including theoretical and applied, respectively, in addition to studying a sample of investment funds that are subject to Islamic law controls in the Saudi financial market during the period from 2017 to 2020, this is based on the data and information disclosed by the management overseeing these funds and analysis through T-test in order to show the efficiency of the management in exchange for what is required in the field of the management of Islamic investment funds. Our study found that Islamic investment funds are among the leading financial instruments currently in the field of investment, in addition to the fact that the management of investment funds is a link between investment funds and raising its performance in the financial market.

**Keywords:** Islamic investment funds, management investment funds, financial market.



# فهرس المحتويات

## فهرس المحتويات

العنوان	الصفحة
البسمة	
الملخص	
شكر وعرفان	
فهرس المحتويات	
قائمة الجداول	
قائمة الأشكال	
المقدمة العامة	أ-ج
<b>الفصل الأول: الأسس النظرية لصناديق الإستثمار الإسلامية</b>	
تمهيد	
المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لصناديق الإستثمار الإسلامية	19-8
المطلب الأول: ماهية صناديق الإستثمار الإسلامية	13-8
أولاً: نشأة وتطور صناديق الإستثمار الإسلامية	9-8
ثانياً: مفهوم صناديق الإستثمار الإسلامية	10
ثالثاً: خصائص صناديق الإستثمار الإسلامية	13-12
المطلب الثاني: أهمية وأهداف صناديق الإستثمار الإسلامية	14-13
أولاً: أهمية صناديق الإستثمار الإسلامية	14
ثانياً: أهداف صناديق الإستثمار الإسلامية	14
المطلب الثالث: أنواع صناديق الإستثمار الإسلامية	19-15
أولاً: تصنيف صناديق الإستثمار الإسلامية من حيث تداول وثائقها	15
ثانياً: تصنيف صناديق الإستثمار الإسلامية من حيث نوع الإستثمار	18-16
ثالثاً: تصنيف صناديق الإستثمار الإسلامية من حيث الأهداف المحققة	19-18
المبحث الثاني: إدارة صناديق الإستثمار الإسلامية	39-20
المطلب الأول: الهيكل التنظيمي لصناديق الإستثمار الإسلامية وآليات ضوابط الإستثمار فيها	28-20
أولاً: الهيكل التنظيمي لصناديق الإستثمار الإسلامية	25-20
ثانياً: آليات الإستثمار في صناديق الإستثمار الإسلامية	27-26
ثالثاً: ضوابط الإستثمار في صناديق الإستثمار الإسلامية	28
المطلب الثاني: صور وشروط إدارة صناديق الإستثمار الإسلامية، عملياتها وسياستها الإستثمارية	34-29
أولاً: صور إدارة صناديق الإستثمار الإسلامية	30-29

31-30	ثانيا: شروط إدارة صناديق الإستثمار الإسلامية
33-32	ثالثا: عمليات صناديق الإستثمار الإسلامية
34	رابعا: السياسات الإستثمارية لصناديق الإستثمار الإسلامية
39-35	المطلب الثالث: مخاطر الإستثمار في صناديق الإستثمار الإسلامية وأساليب تقييم أدائها
37-35	أولا: مخاطر الإستثمار في صناديق الإستثمار الإسلامية
40-38	ثانيا: أساليب تقييم أداء صناديق الإستثمار الإسلامية
45-41	المبحث الثالث: الدراسات السابقة
42-41	المطلب الأول: الدراسة الأولى
42	المطلب الثاني: الدراسة الثانية
43	المطلب الثالث: الدراسة الثالثة
44-43	المطلب الرابع: الدراسة الرابعة
45-44	المطلب الخامس: الدراسة الخامسة والتعليق على الدراسات السابقة
45-44	أولا: الدراسة الخامسة
45	ثانيا: التعليق على الدراسات السابقة
	خلاصة الفصل الأول
<b>الفصل الثاني: صناديق الإستثمار الإسلامية في السوق المالي السعودي</b>	
	<b>تمهيد</b>
51-49	المطلب الأول نشأة وتطور السوق المالي السعودي
56-51	المطلب الثاني: نظام السوق المالي السعودي واللوائح التنفيذية الخاصة بالسوق ومكوناته
53-52	أولا: نظام السوق المالية
55-54	ثانيا: اللوائح التنفيذية للسوق المالي السعودي
56-55	ثالثا: مكونات النظام المالي السعودي
61-56	المطلب الثالث: صناديق الإستثمار ومكوناتها في السوق المالي السعودي
58-56	أولا: نشأة صناديق الإستثمار في السوق المالي السعودي
59-58	ثانيا: أساليب إدارة صناديق الإستثمار في السوق المالي السعودي
60	ثالثا: معلومات متعلقة بصناديق الإستثمار
61-60	رابعا: أنواع صناديق الإستثمار في السوق المالي السعودي
66-62	المبحث الثاني: العينة المختارة من صناديق الإستثمار الإسلامية محل الدراسة
63-62	المطلب الأول: التعريف بصناديق الإستثمار الإسلامية محل الدراسة
62	أولا: صندوق جدوى للأسهم السعودية فئة /ب/
62	ثانيا: صندوق جدوى للأسهم الخليجية فئة /ب/
62	ثالثا: صندوق جدوى للأسهم العربية فئة /ب/

63-62	رابعاً: صندوق "إتش إس بي سي" المرن للأسهم السعودية
66-63	المطلب الثاني: معلومات عامة عن صناديق الإستثمار الإسلامية محل الدراسة
63	أولاً: المعلومات الخاصة بالصناديق الإستثمارية للمدير "جدوى" ذات الفئة /ب/
64	ثانياً: المعلومات الخاصة بصندوق " إتش إس بي سي" المرن للأسهم السعودية
66-65	المطلب الثالث: الإدارة الخاصة بصناديق الإستثمار الإسلامية محل الدراسة
65	أولاً: إدارة صناديق الإستثمار الإسلامية محل الدراسة ذات الفئة /ب/
66-65	ثانياً: إدارة صندوق "إتش إس بي سي" المرن للأسهم السعودية
73-67	المبحث الثالث: قياس وتحليل أداء صناديق الإستثمار محل الدراسة
69-67	المطلب الأول: تحليل وتقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية
70	المطلب الثاني: تقييم أداء الصناديق باستخدام مقاييس الأداء (الأسلوب البسيط، شارب، ترينور)
70	أولاً: تقييم أداء الصناديق باستخدام الأسلوب البسيط
71-70	ثانياً: تقييم أداء الصناديق باستخدام أسلوب مؤشر شارب
71	ثالثاً: تقييم أداء الصناديق باستخدام مؤشر ترينور
73-72	المطلب الثالث: تحليل العلاقة بين مؤشر السوق وصناديق الاستثمار
	خلاصة الفصل
	خاتمة عامة
	قائمة المراجع

# قائمة الجداول والأشكال

## قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
01	معلومات خاصة بهيئة السوق المالي السعودي	53
02	تطور صناديق الإستثمار في السعودية خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2019	59
03	تطور صناديق الإستثمار في السعودية خلال فترة (2015-2019)	57
04	المعلومات الخاصة بالصناديق الإستثمار ذات الفئة /ب/ لجدوى الإستثمار	63
05	المعلومات الخاصة بصندوق "إتش إس بي سي" المرن للأسهم السعودية	64
06	عوائد صناديق الاستثمار الإسلامية -لصناديق المختارة	68
07	ترتيب الأهمية النسبية لصناديق الاستثمار الإسلامية	69
08	تقييم أداء الصناديق الاستثمار باستخدام الأسلوب البسيط	70
09	تقييم أداء الصناديق الاستثمار باستخدام مؤشر شارب	71
10	تقييم أداء الصناديق الاستثمار باستخدام مؤشر ترينور	71
11	معامل الارتباط بين مؤشر السوق وصناديق الاستثمار	72
12	إختبار (T-test) بين عائد السوق عينة الصناديق المختارة	73

## قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
01	الحصص الدولية لصناديق الإستثمار الإسلامية عالمياً نهاية أكتوبر 2019	09
02	مخطط يوضح أطراف الهيكل التنظيمي لصندوق الإستثمار الإسلامي	23
03	العلاقة السببية الناشئة بين أطراف صندوق الإستثمار الإسلامي	25
04	مخطط يوضح آلية الإستثمار في الصناديق الإستثمارية	27
05	شروط إدارة صناديق الإستثمار الإسلامي	31
06	التطور التاريخي للسوق المالي السعودي	51
07	تطور صناديق الإستثمار في السعودية خلال 5 سنوات الأخيرة (2015-2019)	57
08	عوائد صناديق الإستثمار الإسلامي لصناديق المختارة	69

# المقدمة العامة



## مقدمة عامة:

لقد أصبحت المعاملات الربوية تشكل خطراً على المجتمع عامة وعلى الفرد خاصة، وهاجس أمام أي شخص راغب في استثمار أمواله أو الدخول في أي مشروع كان، كونها لا تتوافق مع مقتضيات ومتطلبات أحكام الشريعة الإسلامية وهذا استناداً لقوله تعالى **\*وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا\* الآية 275 سورة البقرة**. وبهذا كان لزاماً على البنوك والمؤسسات المالية إيجاد صيغ تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية بحيث أصبحت الصناعة المالية واقعا وقطاعاً هاماً مستقلاً في مجال المال الأعمال وأمر لا بد منه.

في خضم هذا برزت في الآونة الأخيرة حركة للتعامل بالأدوات الاستثمارية الإسلامية وارتفاع الأموال المدارة بطريقة خاضعة للشريعة ونظراً للتطور الملحوظ الذي تشهده الصناعة الإسلامية أدى ذلك لظهور صيغ تتماشى مع متطلبات ورغبات تخدم هذه الفئة، ولعل صناديق الإستثمار الإسلامية تعد من أبرز هذه الصيغ وأكثرها طلباً من بين مخرجات الصناعة المالية الإسلامية.

تعتبر صناديق الإستثمار الإسلامية أوعية مالية تعمل على حشد الأموال وتوجيهها للإستثمار وفق النهج الإسلامي بحيث وجدت لخدمة صغار المستثمرين اللذين لا يملكون الخبرة والدراية الكافية لإدارة إستثماراتهم، ومن هذا المنطلق تظهر الحاجة الماسة للإدارة كونه إحدى أهم المتغيرات التي تلعب دوراً محورياً في نجاح أو فشل أي مشروع كان، إن الإدارة المتخصصة التي تقدمها صناديق الإستثمار الإسلامية تتيح للمستثمرين الإستفادة من خدماتها ولعل تجربة المملكة العربية السعودية في هذا المجال لا خير دليل لذلك أصبح شئ لا بد من النظر إليه بطريقة علمية.

تعتبر السوق المالية السعودية من أكبر الأسواق التي تتعامل وفق الشريعة الإسلامية منذ عام 1979 وهذا حين أنشأت أول صندوق إستثماري باسم "صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل" وهذا حسب ما جاءت هيئة السوق المالية السعودية به في منشوراتها في كتيب توعوي حول صناديق الإستثمار، حيث أصبحت الدولة الأولى من حيث إصدار صناديق الإستثمار المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، لذا فقد تناولت دراستنا بالبحث في إدارة صناديق الإستثمار ومدى تأثيرها على صناديق الاستثمار الإسلامية وتفعيلها لما يسمح لها بالوصول لأعلى قدراتها التسييرية والعوائد المالية المجزية من الإستثمار فيها وإبراز الأهمية البالغة لها في هذا الوقت. وتبرز إشكالية دراستنا على النحو التالي:

**كيف تساهم إدارة صناديق الإستثمار في تحسين أداء صناديق الإستثمار الإسلامية و تحقيق أهداف**

### المستثمرين؟

ويتفرع عن هذه الإشكالية الرئيسية مجموعة من التساؤلات الفرعية يمكن صياغتها على النحو التالي:

- 1: هل صناديق الإستثمار تعد بديل ناجحاً في مجال صناعة الإستثمار؟
- 2: ما هي المؤشرات التي يمكن أن تبين لنا الأداء الجيد لإدارة صناديق الإستثمار؟
- 3: ما هو واقع إدارة صناديق الإستثمار الإسلامية في السوق المالية السعودية؟
- 4: ما العلاقة التي تجمع إدارة صناديق الإستثمار الإسلامية والسوق المالية السعودية؟

## أولاً: فرضيات البحث

من أجل الإلمام بجميع جوانب الموضوع والإجابة على ما تم التطرق إليه في تساؤلنا الرئيسي الذي تمحور حول قدرة الإدارة المشرفة أو المديرين في تحسين أداء صناديق الإستثمار الإسلامية وبالتالي تحقيق لأهداف المستثمرين، كل هذا راجع لمدى الإمكانات والقدرات التسييرية للمديرين التي تسمح بتعظيم قيمة العوائد في مقابل ما هو مطروح في السوق. ومن أجل الإجابة والإيضاح أكثر، وجب رفع الإبهام على ما تم إدراجه من تساؤلات فرعية على النحو التالي.

- 1: تعد صناديق الإستثمار من الإبتكارات المالية التي تلقى طالبا واسع في مجال الإستثمار؛
- 2: يرتبط العائد بالقدرات التسييرية للمديرين المشرفين على الصناديق الإستثمارية؛
- 3: هناك تباين في النتائج المحققة من طرف الإدارة المشرفة على صناديق الإستثمارية من سنة لأخرى؛
- 4: هناك علاقة طردية بين إدارة صناديق الإستثمار الإسلامية والسوق المالية السعودية.

## ثانياً: أهمية البحث

تبرز أهمية دراستنا في موضوع إدارة صناديق الإستثمار وعلاقتها بتفعيل صناديق الإستثمار الإسلامية من خلال مجموعة النقاط التالية:

- التعرف على مدى الإمكانات التي تقدمها الإدارة كوسيلة فعالة في حماية الأموال وجني العوائد من خلال إدارة ذات خبرات وقدرات متميز في مجال التسيير؛
- القدرة التي تتمتع بها صناديق الإستثمار الإسلامية في جذب أموال كانت في الماضي القريب معطلة لعدم وجود بيئة ومنهج ملائم يرضى أصحابها للدخول في إستثمارات مجدية؛
- حصص الحق وإقرار أن لا غنى عن إقتصاد خارج عن أحكام الشريعة الإسلامية وإدارة لا تخضع لما يتوافق مع ضوابط المنهج الإسلامي؛
- الإقبال الكبير التي تلقاه الصناعة المالية الإسلامية في السنوات الأخيرة لاسيما صناديق الإستثمار بعد ما أن استطاعت المقاومة أمام الأزمات المالية مقارنة بصناديق الإستثمار التقليدية؛
- الإستفادة من التجربة السعودية والعمل على إيجاد مقاربة لإمكانية تطبيقها في الجزائر تماشياً مع الإصلاحات التي أقرتها الدولة مؤخراً من أجل العمل على تطبيق نظام الصيرفة الإسلامية وأحكام الشريعة الإسلامية في المعاملات البنكية.

## ثالثاً: أهداف البحث

تتجلى أهداف هذه الدراسة فيما يلي:

- محاولة التعريف بإحدى منتجات المالية الإسلامية المتداولة في السوق والإحاطة بمختلف حيثياتها النظرية وعملها بصورة واضحة وعلمية؛

- إبراز دور الإدارة وتأثيرها على صناديق الإستثمار الإسلامية لاسيما بعد أن أصبحت ذات طلب واسع في الآونة الأخيرة؛
- التعرف على واقع صناديق الإستثمار الإسلامية وفعالية إدارتها في السوق المالية السعودية التي تعد كإحدى التجارب الرائدة في هذا المجال كون السوق المالية السعودية من أكبر الأسواق المالية على المستوى العربي.

#### رابعا: حدود الدراسة

تناولت دراستنا ما يلي:

- **الحدود المكانية:** المملكة العربية السعودية، تسعى دراستنا إلى إبراز أهمية إدارة صناديق الإستثمار ومدى تأثيرها على تفعيل صناديق الإستثمار الإسلامية في المملكة العربية السعودية وإمكانية تطبيقها في بلدنا الجزائر وبالتالي الإستفادة من نقاط القوة وتجنب الإختلالات وتصحيح الانحرافات المستخلصة من الدراسة.
- **الحدود الزمنية:** لقد تم حصر هذه الدراسة من الفترة الممتدة بين 2017 حتى 2020 والاعتماد على مختلف التقارير والبيانات المالية الخاصة بعينة الدراسة المختارة من صناديق الإستثمار المتوافقة مع الشريعة الإسلامية التي تعمل ضمن السوق المالية السعودية.

#### خامسا: أسباب إختيار الموضوع

إن الدافع من وراء اختيارنا لهذا الموضوع ينبع من:

- الرغبة الشخصية للبحث في هذا الموضوع بحكم التخصص العلمي والرغبة في الإستمرار فيه مهنيا مستقبلا؛
- كون هذا الموضوع مستجد يتناول الإقتصاد الإسلامي ويتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية ومحاولتنا التعريف بمثل هاته المواضيع؛
- يعد من المواضيع الحديثة وهذا بدليل أن صناديق الإستثمار الإسلامية حديثة النشأة والعمل بها لم يعمم بعد في جميع دول العالم بحيث يمكن القول أنها تجربة جديدة؛
- نقص المعلومات والموضوعات التي نتحدث عن المالية الإسلامية وعدم إعطائها حقه كاملاً هذا ما دفعنا لمحاولة إنصافها قدر المستطاع؛
- محاولتنا لفت الانتباه للموضوعات التي تتوافق ومبادئ مجتمعنا وقيمها وما لا يتنافى مع كل ما هو مذموم من المعاملات الربوية.

## خامسا: منهج الدراسة

قصد الإحاطة والإلمام بمختلف جوانب الموضوع والإجابة على الإشكال المطروح وإثبات صحة الفرضيات من عدمها ارتأينا الإعتماد على مناهج البحث العلمي الآتية:

**1: المنهج الوصفي:** اعتمدنا على هذا المنهج من أجل الإحاطة وتغطية مختلف الجوانب النظرية الخاصة بالمجال النظري خاصة في الفصل الأول الذي يتناول بالدرجة الأولى مختلف التعاريف والمفاهيم الخاصة بصناديق الإستثمار الإسلامية وإدارتها وأهم الدراسات التي تنصب في مجرى دراستنا أو تتشابه معها.

**2: المنهج التحليلي:** اعتمدنا على هذا المنهج من أجل إبراز الجانب المتعلق بالمجال التطبيقي الخاص بدراستنا التي كانت عبارة عن دراسة عينة من صناديق الإستثمار الإسلامية ذات تنمية رأس المال في السوق المالية السعودية وذلك من أجل محاولات الإجابة على مختلف التساؤلات المطروحة والفرضيات الخاصة بدراستنا من خلال جمع البيانات والتقارير المالية المتوفرة والعمل على تحليلها بطريقة مبنية على أسس علمية إحصائية من خلال اعتمادنا على البرنامج الإحصائي T-test.

## سادسا: صعوبات البحث

- الظرف الصحي الذي يمر به العالم ككل وبلادنا بسبب جائحة كورونا covid19 ما شكل صعوبة في التنقل والتواصل والوصول لمختلف المراجع اللازمة لإنجاز الدراسة؛
- قلة المراجع التي تناولت هذا الموضوع نظرا لحدثته؛
- نقص في المعلومات والبيانات الخاصة بصناديق الإستثمار الإسلامية وخاصة منها الإحصائية؛

## سابعا: هيكل البحث

تم تقسيم هذه الدراسة إلى فصلين رئيسيين بالإضافة إلى مقدمة عامة وخاتمة بالإضافة نتائج خاصة بالدراسة ومختلف التوصيات التي يمكن الاستفادة بها حول ما تم التوصل إليه، حيث أن الفصل الأول كان خاص بالأسس النظرية أما بالنسبة للفصل الثاني فقد كان متعلق بالدراسة التطبيقية، وهذا كما يلي:

**الفصل الأول:** تحت عنوان الأسس النظرية لصناديق الإستثمار الإسلامية مقسم لثلاثة مباحث، حيث أن المبحث الأول خاص بالإطار المفاهيمي لصناديق الإستثمار الإسلامية وهو بدوره مقسم لمجموعة من المطالب على النحو التالي: المطلب الأول ماهية صناديق الإستثمار الإسلامية (تعريفها، خصائصها). المطلب الثاني: أهمية وأهداف صناديق الإستثمار الإسلامية أما المطلب الثالث فقد تم التطرق لمختلف أنواعها وتصنيفاتها، في حين أن المبحث الثاني فقد كان متمحور حول إدارة صناديق الإستثمار الإسلامية حيث تم التطرق في المطلب الأول إلى الهيكل التنظيمي لصناديق الإستثمار الإسلامية واليات وضوابط الإستثمار فيها، أما بالنسبة للمطلب الثاني فقد تم عرض صور وشروط إدارة صناديق الإستثمار الإسلامية ومختلف سياستها الإستثمارية، وفي المطلب الثالث والأخير الخاص بهذا المبحث فقد تناولنا مخاطر

الإستثمار في صناديق الإستثمار الإسلامية وأساليب تقييم أدائها، أما بالنسبة للمبحث الثالث فقد خصص لعرض الدراسات السابقة التي تتشابه مع دراستنا والتعليق عليها.

**الفصل الثاني:** تحت عنوان الدراسة التطبيقية والتي كانت حول "دراسة حالة عينة من صناديق الإستثمار الإسلامية التي تهدف إلى تنمية رأس المال في السوق المالي السعودي خلال الفترة الممتدة (2020/2017)" ويندرج تحته ثلاثة مباحث، المبحث الأول تم التطرق إلى الإطار العام للسوق المالي السعودي وصناديق الإستثمار فيه، بحيث تناول المطلب الأول بالمبحث في نشأة وتطور السوق المالي السعودي، أما بالنسبة للمطلب الثاني فقد تم التطرق لنظام السوق المالي السعودي ومختلف اللوائح التنفيذية الخاصة بالسوق ومكوناته، أما المطلب الثالث فقد كان خاص بصناديق الإستثمار في السوق المالي السعودي وذلك من خلال التطرق (لنشأتها، أساليب إدارتها، معلوماتها، أنواعها). بينما خصصنا المبحث الثاني لعرض عينة الدراسة من صناديق الاستثمار الإسلامية، أما المبحث الثالث فقد تم تخصيصه لتقييم أداء صناديق الإستثمار الإسلامية محل الدراسة واختبار الفرضيات والإجابة عليها.

## الفصل الأول

الأسس النظرية لصناديق

الإستثمار الإسلامية

## تمهيد

إن التطور الملحوظ في مجال الإستثمار والرغبة الكبيرة من طرف المستثمرين لتحقيق أهدافهم المرجوة، دفع بهم لتنوع إستثمارتهم إلا أن هذا الأخير قد يصادف أمامه مخاطر قد تعيقه كونه لا يملك الخبرة اللازمة لإدارة الإستثمار كما قد يقع أمام مشكل قلة موارده وعدم كفايتها الشأن الذي يحد من قدرته على دخول مشروع استثماري.

إلا أن صناديق الإستثمار ويفضل ميزاتها استطاعت أن تحقق بعضا من الغايات والميزات التي يبحث عنها المستثمر، ولكن نظراً لما يشوب الإستثمار في صناديق الإستثمار التقليدية من مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية كان لزاما على المؤسسات المالية الإسلامية ابتكار صناديق تتماشى وتعمل وفقا للشريعة الإسلامية، وهذا ما تحقق فعلا من خلال ما توفره صناديق الإستثمار الإسلامية والإدارة المشرفة لها. وعليه سيتم التطرق في هذا الفصل إلى مجموعة من المباحث على الشكل التالي:

- **المبحث الأول:** الإطار المفاهيمي لصناديق الإستثمار الإسلامية؛
- **المبحث الثاني:** إدارة صناديق الإستثمار الإسلامية؛
- **المبحث الثالث:** الدراسات السابقة.

## المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لصناديق الإستثمار الإسلامية

تعد ظاهرة صناديق الإستثمار الإسلامية حديثة لا تعود إلا إلى قليل من السنوات ورغم ذلك فقد برزت ونمت نموا هائلا في السنوات الأخيرة، حيث تصل موجودات صناديق الإستثمار الإسلامية على المستوى العالمي إلى أكثر من 61.5 مليار دولار أمريكي، وقد أصبحت ترى دول مثل: الهند وألمانيا وبنوك مثل "سي تي بنك" الأمريكي تدخل مجال صناديق الإستثمار الإسلامية لجذب رؤوس أموال المسلمين، وهذا بالإضافة إلى البلدان الإسلامية مثل: (السعودية، الإمارات، قطر والبحرين) وغيرها.

وهذا الإهتمام راجع إلى كونها أداة مهمة تعمل على نقل المدخرات من وحدات ذات الفائض إلى وحدات ذات العجز، الأمر الذي أدى إلى تسارع وتيرة تطورها، لذلك سوف نقوم في هذا المبحث بعرض المجال المفاهيمي لصناديق الإستثمار الإسلامية من خلال تقديم تعريف لها وعرض نشأتها وتطورها عالميا وكذلك إبراز مختلف خصائصها، كما أننا سنتطرق إلى أهمية وأهداف صناديق الإستثمار الإسلامية وأخيرا سيتم التطرق إلى أهم تصنيفاتها وتقسيماتها.

## المطلب الأول: ماهية صناديق الإستثمار الإسلامية

تعد صناديق الإستثمار الإسلامية من بين المنتجات المالية الجديدة والمبتكرة، وهذا ما أكسبها اهتماما واسعا من طرف المهتمين بمجال المالية والاقتصاد.

## أولا: نشأة وتطور صناديق الإستثمار الإسلامية

لقد كان للنجاح الذي حققته البنوك والمؤسسات في جذب الأموال واستثمارها وفقا للأساليب الشرعية دافعا للبحث عن أوعية جديدة لجذب واستثمار المزيد من الأموال على أسس شرعية، ويرجع الفضل في ظهور وانتشار صناديق الإستثمار الإسلامية إلى ظهور البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية حيث ظهر أول صندوق استثماري في الخليج وبالضبط في السعودية وتم إنشاؤه من طرف بنك الأهلي التجاري عام 1979م وكان صندوقا استثماريا قصير الأجل بالدولار الأمريكي ولم يكن وفق الضوابط الشرعية لأن البنك آنذاك كان ربويا، يتعامل وفق نظام الفائدة، ولكنه قد تحول الآن إلى مصرف إسلامي، ثم تطور الوضع حتى بلغت صناديق الإستثمار الإسلامية في نهاية 1998م في السعودية فقط 114 صندوقا استثماريا، ومبالغ الإستثمار فيها أكثر من أربعة وعشرون بليون ريال، وعدد المستثمرين فيها يزيد عن 70 ألف مستثمر.<sup>1</sup>

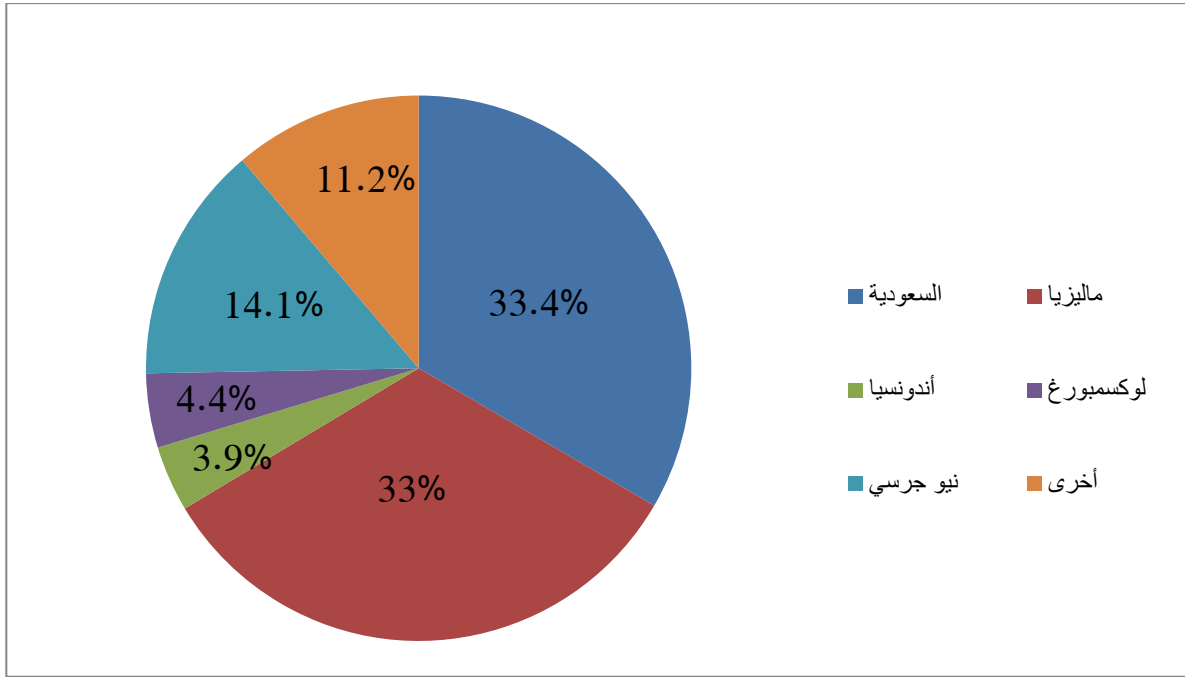
<sup>1</sup>: صلاح الدين شريط، دور صناديق الإستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها في الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، فرع نقود ومالية، قسم العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر (3)، 2011-2012، ص164.



ثم استمرت المصارف السعودية في إصدار العديد من الصناديق بمختلف أنواعها نتيجة لنجاح هذه التجربة، ثم انتقلت هذه التجربة إلى مختلف الدول الغربية الأخرى كالبجربين، الكويت، الإمارات العربية المتحدة... وغيرها من الدول<sup>1</sup>، حيث تطور عدد صناديق الإستثمار الإسلامية بشكل ملحوظ، فلم يتجاوز عددها 300 صندوق إسلامي سنة 2004، في حين وصل عددها إلى أكثر من 750 صندوق في الربع الأول من سنة 2010، وذلك بزيادة مستمرة ووصل حجم الأموال المدارة في صناديق الإستثمار الإسلامية إلى 59,3 بليون دولار في بداية 2010 بعدما كانت 29.2 بليون دولار في نهاية 2004.<sup>2</sup>

أما بالنسبة للقطاعات الجغرافية الأكثر تركزاً لصناديق الإستثمار الإسلامية لسنة 2018 يتبين أن منطقة آسيا 24.2 مليار دولار أمريكي بنسبة 39.34% تليها مجلس التعاون الخليجي 22.6 مليار دولار أمريكي بنسبة 36.91% ثم إفريقيا بخلاف الشمال 1.5 مليار دولار أمريكي بنسبة 2.43%. وقد ارتفع عدد صناديق الإستثمار الإسلامية ليصل إلى 1292 عام 2018 بقيمة إجمالية 67.4% مليار دولار أمريكي. أما بالنسبة لتوزيع الحصص الدولية لصناديق الإستثمار الإسلامية عالمياً بنهاية أكتوبر 2019 الشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل (01): الحصص الدولية لصناديق الإستثمار الإسلامية عالمياً بنهاية أكتوبر 2019.



المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على المعلومات المتوفرة على الموقع الإلكتروني

<http://www.mifc.com/,03/12/2019,14:55>.

<sup>1</sup>: عتروس صبرينة، إطار مقترح لتفعيل دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تطوير نشاط المصارف الإسلامية -دراسة حالة عينة من صناديق الأسهم السعودية-، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016-2017، ص137.

<sup>2</sup>: براق محمد، قمان مصطفى، نشش فتيحة، مداخلة بعنوان "أداء صناديق الإستثمار المسؤولة إجتماعياً وصناديق الإستثمار الإسلامية"، ملتقى دولي حول الإقتصاد الإسلامي، "الواقع ورهانات المستقبل"، جامعة الجزائر(3)، بوزريعة الجزائر، ص.14.

من خلال الشكل الموضح أعلاه يمكننا القول أن السعودية وماليزيا تستحوذان على 66.4% من صناديق الإستثمار الإسلامية وظلت السعودية في المرتبة الأولى كأكبر دولة حاضنة لصناديق الإستثمار حيث تمتلك 33.4% من إجمالي صناديق الإستثمار الإسلامية، تليها ماليزيا في المرتبة الثانية 33%، أما بالنسبة للدول التي تلي كل من السعودية وماليزيا اللتان تستحوذان على أكثر من نصف القيمة الإجمالية لصناديق الإستثمار الإسلامية عالمياً تأتي حسب الترتيب التالي: نيوجرسي 14.1%، دول أخرى 11.2%، لوكسمبورغ 4.4%، اندونيسيا 3.9%.

## ثانياً: مفهوم صناديق الإستثمار الإسلامية

تلعب صناديق الإستثمار الإسلامية دوراً هاماً في إستقطاب رؤوس الأموال والاستثمارات وتوجيهها وفقاً للأحكام الشرعية، كونها تساهم في بث الوعي الإيداري والاستثماري بين الشرائح المختلفة في المجتمعات العربية والإسلامية، فضلاً عن دورها المميز في تحقيق التكافل الإقتصادي بين المسلمين، ما جعلها تحظى بمكانة هامة وسط المستثمرين الباحثين عن تجنب الفائدة (الربى) وهذا ما دفعنا إلى إبراز تعريف لصناديق الإستثمار الإسلامية، لكن قبل تعريفها يجب التطرق لتعريف صناديق الإستثمار بصفة عامة.

### 1) تعريف صناديق الإستثمار

لقد تعدد واختلف تعريف صناديق الإستثمار، هناك مجموعة من التعاريف لها ومن أبرزها نذكر ما يلي:  
**التعريف الأول:** يمكن تعريف صناديق الإستثمار على أنها: "أوعية مالية إيدارية تقوم بتجميع المدخرات من عند صغار وكبار المستثمرين مقابل حصولهم على حصص ملكية في الصندوق، ويتحدد نصيب كل مساهم حسب مساهمته في الصندوق، مقابل ذلك تتعهد الهيئة المشرفة على تسيير الصندوق باستثمار هذه الأموال بما يعود بالفائدة على الطرفين"<sup>1</sup>.  
**التعريف الثاني:** "كما تعرف كذلك على أنها محافظ استثمارية غير تقليدية تعمل على تجميع المدخرات الفردية والأموال الفائضة من حاجة الأفراد، المؤسسات المالية والشركات واستثمارها في الموجودات المالية، الأمر الذي يؤدي إلى تحويل أكبر قدر من الفوائض المالية المعطلة من وحدات الفائض إلى وحدات ذات العجز"<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>: سامية فقير، تسيير المحافظ الإستثمارية، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الأولى دكتوراه (ل.م.د) تخصص مالية ومحاسبة، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2017-2018، ص 86.

<sup>2</sup>: أحسن عجيسي، دور صناديق الإستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2015-2016)، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير (ل.م.د)، تخصص مالية وبنوك، قسم علوم التسيير، جامعة عبد الحفيظ بوصوف ميلة، 2016-2017، ص 38.

**التعريف الثالث:** "تعتبر صناديق الإستثمار في جوهرها عن كيانات مالية تعمل على تجميع مدخرات الراغبين بالإستثمار في الأوراق المالية في وعاء واحد، واستثمارها في شراء الأوراق المالية المتنوعة وبيعها إذ تقوم خبرات متخصصة في مجال إدارة محافظ الإستثمارات وتنظيمها بشراء الأوراق المالية وبيعها لتحقيق أهداف الصندوق."<sup>1</sup>

من خلال التعاريف السابقة يمكن استخلاص التعريف التالي لصناديق الإستثمار "صناديق الإستثمار هي عبارة عن أوعية استثمارية تقوم بتجميع رؤوس أموال مجموعة من المستثمرين وتديرها وفقا لإستراتيجية وأهداف إستثمارية محددة يضعها مدير الصندوق لتحقيق مزايا استثمارية لا يمكن للمستثمر الفرد تحقيقها بشكل منفرد في ظل محدودية موارده المالية، وعدم قدرة الأفراد على إدارة إستثمارهم بشكل منفرد، وهذا تقاديا للخسائر التي قد تحصل مع المستثمر في ظل قلة خبرته وإحترافيته".

ويشمل الصندوق الإستثماري على مجموعة من الأوراق المالية تختار وفق لأسس ومعايير معينة تهدف إلى تحقيق الغاية المراد تحقيقها من صناديق الإستثمارية، بالإضافة إلى تحقيق فائدة التنوع للمستثمر بالصندوق التي تؤدي إلى خفض مستوى المخاطر الإجمالية للإستثمار.

## (2) تعريف صناديق الإستثمار الإسلامية.

اختلف المفكرين والباحثين في مجال المال والإستثمار في إعطاء تعريف شامل وموحد لصناديق الإستثمار الإسلامية، فهناك من يعرفها على أنها:

**التعريف الأول:** "أحد المؤسسات المالية الإسلامية التي تتولى تجميع أموال المستثمرين في صورة وحدات أو صكوك إستثمارية، ويتعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص، لتوظيفها وفقا لصيغ الإستثمار الإسلامية المناسبة، على أن يتم توزيع صافي العائد بينهم حسب الإتفاق، ويحكم كافة معاملاتها أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية والقوانين والقرارات والتعليمات الحكومية واللوائح والنظم الداخلية"<sup>2</sup>.

**التعريف الثاني:** وتعرف بأنها: "أوعية مالية تهدف إلى تجميع أموال المدخرين لإستثمارها في الأوجه والمجالات التي تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية للحصول على أرباح"<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>: حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية - أدائها المالي وأثرها في سوق الأوراق المالية، دار البازوري للنشر، عمان، الأردن، 2012، ص 134-135.

<sup>2</sup>: عائشة حيمود، هاجر حيمورة، دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الناشئة دراسة حالة سوق الأسهم السعودي، مذكرة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص تمويل تنمية، قسم العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ماي 1945، قالمة، 2016/2015، ص5.

<sup>3</sup>: أحمد عجيسي، مرجع سابق ذكره، ص44.

**التعريف الثالث:** ويمكن تعريفها أيضا بأنها: "ذلك الصندوق الذي تلتزم إدارته بأحكام الشريعة الإسلامية من حيث الأصول المكونة له أو إدارته، إضافة إلى مراعاة المبادئ والأهداف العامة لصناديق الإستثمار التقليدية".<sup>1</sup>

إن أهم ما يميز صناديق الإستثمار الإسلامية عن صناديق الإستثمار الأخرى، هو توجه مواردها نحو الإستثمارات التي لا تتعارض مع فكرة الإستثمار الإسلامي، بالإضافة إلى أن صناديق الإستثمار الإسلامية ليست مجرد وسيط مالي كما هو الحال في صناديق الإستثمار التي تنشأها شركات الإستثمار، المصارف التقليدية، شركات التأمين، بل إن هذه الصناديق بالإضافة إلى ذلك تعتمد على منهج الإستثمار الإسلامي الذي يمزج بين رأس المال والعمل، وتقوم المؤسسة المالية (مصرف إسلامي أو شركة تأمين إسلامية) والتي ترغب في تكوين صندوق معين من هذه الصناديق بإعداد دراسة إقتصادية لنشاط محدد وتبين جدوى الإستثمار فيه ثم تقوم بتمويله عن طريق طرحه للإكتتاب العام للجمهور، والعقد الذي يربط بين الصندوق والمكاتب هو عقد المضاربة الشرعية.<sup>2</sup>

إن التعريف الأنسب لصناديق الإستثمار الإسلامية والذي يتماشى مع طبيعة دراستنا التي تهدف إلى إبراز صناديق الإستثمار الإسلامية كوسيلة استثمارية تخضع لقواعد وأحكام الشريعة الإسلامية ومدى مساهمة إدارتها في تفعيلها هو: "صناديق الإستثمار الإسلامية عبارة عن أوعية مالية تتولى حشد الفوائض المالية للمستثمرين في شكل وحدات استثمارية، تتولى أحد المؤسسات المالية الإسلامية عملية إدارتها لما تتمتع به من خبرة وإختصاص في مجال الإدارة، حيث تعمل على توظيفها وفقا للصيغ الإسلامية وأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية والقرارات واللوائح التنظيمية الداخلية، ويتم توزيع أرباح الصندوق حسب الإتفاق".

### ثالثا: خصائص صناديق الإستثمار الإسلامية.

تتميز صناديق الإستثمار الإسلامية بمجموعة من الخصائص نذكر منها:<sup>3</sup>

✓ يلتزم الصندوق في معاملاته وتصرفاته بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية وكذلك بالفتاوى والمقررات والتوصيات الصادرة عن مجامع الفقه وهيئات الفتوى في المسائل المعاصرة المتعلقة بمعاملات الصندوق؛

✓ يلتزم الصندوق بالتعليمات والقوانين الصادرة عن الجهات الحكومية المشرفة على هذه الصناديق مادامت لا تخالف أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية وإن وجد تعارض يجب إزالته؛

<sup>1</sup>: منى محمد الحسيني عمار، دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تطوير الأسواق المالية، مجلة أماراباك، مجلد39، العدد 14، مملكة عربية السعودية، 2014، ص96.

<sup>2</sup>: شريط صلاح الدين، أصول صناديق الإستثمار في سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار حميد للنشر والترجمة، 2018، ص175.

<sup>3</sup>: زهرة مرحباوي، فتحة حلايمية، دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تفعيل أداء البنوك الإسلامية، دراسة حالة شركة الراجحي، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، تخصص تمويل مصرفي، شعبة العلوم التجارية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي التبيسي، تبسة، 2015/2016، ص 11-12.

- ✓ تقوم على فكرة المضاربة الشرعية من قبل أصحاب الأموال الذين يمثلون من منظور عقد المضاربة بالمال ويمثل الصندوق كشخصية معنوية رب العمل، وهذه السمة تخضع لفقهاء عند المضاربة؛
- ✓ تتحدد أطراف الصندوق (المؤسسين، المشاركين، المسوقين، وأبناء الإستثمار والإدارة) ويحكم هؤلاء مجموعة من العقود الشرعية والقانونية وتوزع العوائد بين هذه الأطراف وفقا لضوابط عقود المضاربة والوكالة والسمسرة؛
- ✓ تتولى إدارة الصندوق جهة متخصصة يحكم علاقتها بالصندوق عقد وكالة أو عقد عمل أو أي عقود مستحدثة تعمل في إطار الأهداف الإستراتيجية والمرجعية الشرعية والقانونية والإستشارية؛<sup>1</sup>
- ✓ تتمتع صناديق الإستثمار الإسلامي بشخصية معنوية مستقلة عن المستثمرين مالكي الوحدات الإستثمارية وعن الجهة المكلفة بإدارتها، وبالتالي فهي مؤسسة لها صفة قانونية وشكل تنظيمي وإطار مالي ومحاسبي مستقل؛
- ✓ يحق لمالكي الوحدات الإستثمارية إسترداد قيمة أسهمهم وفق ضوابط وشروط معينة، بما يتناسب مع الإستمرار لأجل مختلفة ويناسب صغار المستثمرين، وهو يستلزم إعادة تقييم الوحدات الإستثمارية على فترات دورية؛<sup>2</sup>

بالإضافة إلى:<sup>3</sup>

تمثل صناديق الإستثمار الإسلامية أحد أهم الوسائل لدخول البنوك التقليدية في سوق الخدمات المصرفية الإسلامية دون الحاجة إلى تغيير هيكلها الإداري أو نظام عملها وترخيصها، لذلك أنشأت العديد من البنوك الربوية صناديق إستثمارية تتماشى مع الشريعة الإسلامية.

### المطلب الثاني: أهمية وأهداف صناديق الإستثمار الإسلامية

تكتسي صناديق الإستثمار الإسلامية أهمية بالغة من خلال مزاياها وفوائدها المتعددة وهذا راجع لكونها إحدى منتجات الصناعة المالية الإسلامية التي أوجدتها من أجل العمل على تلبية رغبات فئة كبيرة من المستثمرين الراغبين في الإستثمار وفق المنهج الإسلامي وهذا ما أكسبها اهتمام كبير في السنوات الأخيرة وتعاطف القيمة التداولية لها وعليه يمكن عرض أهدافها وأهميتها فيمايلي:

<sup>1</sup>: زهرة مرجبواوي، فتحة حلايمية، المرجع السابق، ص12.

<sup>2</sup>: تلي سعيدة، تقييم أداء صناديق الإستثمار المتوافقة مع الشريعة في ماليزيا (2015/2005)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، تخصص مالية المؤسسة، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2018/2017، ص ص42-43.

<sup>3</sup>: براق محمد، أ.قمان مصطفى، نشنشن فتحة، مرجع سبق ذكره، ص9.

## أولاً: أهمية صناديق الإستثمار الإسلامية

تتمثل أهمية صناديق الإستثمار الإسلامية فيمايلي:<sup>1</sup>

- ✓ تحظى بالقبول بصفة عامة في النشاط المصرفي نظرا لأنها تحقق رغبات أرباب الأموال في تحمل مخاطر العمل الإستثماري مباشرة وانصراف رغباتهم عن توسيط المصارف لعزل تلك المخاطر؛
- ✓ البساطة وسهولة التأسيس مما يساعد على إنتشارها في المجتمعات الإسلامية؛
- ✓ تتيح للمستثمرين الأفراد الإستفادة من خبرة ومهارة إدارة الصندوق التي تكون من ذوي الكفاءة والخبرة والإحتراف، خاصة فيما يتعلق بتقليل المخاطر الإستثمار والحصول على أعلى عائد ممكن وبتكاليف إدارة منخفضة؛
- ✓ رفع بلوى الربا عن المجتمعات الإسلامية؛
- ✓ توفير قدر من المرونة للمستثمرين في حرية إستثماراتهم من صندوق لآخر، وذلك يمكن لشركات الإستثمار الإسلامية أن تسترد أسهمها إذا رغب المستثمر التخلص منها كلياً أو جزئياً؛
- ✓ تسهم صناديق الإستثمار الإسلامية في تنشيط أسواق رأس المال عن طريق جذب مستثمرين وبالتحديد صغارهم للإستثمار في الأوراق المالية.

## ثانياً: أهداف صناديق الإستثمار الإسلامية

يمكن حصر أهم أهداف صناديق الإستثمار الإسلامية فيمايلي:<sup>2</sup>

- ✓ تفعيل فكرة العمل المصرفي اللاربوي في المجتمعات الإسلامية؛
- ✓ تلبية رغبات وتفضيلات المستثمرين الذين لا يجدون ما يرضيهم في البنوك التجارية التقليدية وشركات الإستثمار؛
- ✓ تجميع أموال المدخرين بغرض إستثمارها في الأوجه والمجالات التي تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية للحصول على ربح حلال؛
- ✓ تحقيق عائد على الأموال المستثمرة لصالح المستثمرين أعلى من الممكن تحقيقه على الأموال المودعة في البنوك؛
- ✓ جذب الأموال الأجنبية للإستثمار في الأسهم الوطنية بطريقة غير مباشرة ودون أن تتمكن رؤوس الأموال هذه من السيطرة والتحكم في الإقتصاد لوطني؛
- ✓ تشجيع صغار المستثمرين التعامل في البورصة وتعزيز فرص الإستثمار في الأوراق المالية.

<sup>1</sup>: عائشة حيمود، هاجر حيمورة، مرجع سبق ذكره، ص 69-70.

<sup>2</sup>: الموقع الإلكتروني.

### المطلب الثالث: أنواع صناديق الإستثمار الإسلامية

هناك عدة أنواع من صناديق الإستثمار الإسلامية وهذا راجع إلى تعدد رغبات وتفضيلات المستثمرين وعليه يمكن أن نجد عدة أنواع لصناديق الإستثمار الإسلامية التي تتوافق والأحكام الشرعية في عدة دول إسلامية (السعودية، ماليزيا...) وحتى في الدول الغربية، فيمايلي سيتم عرض أهم الأنواع التي تتدرج ضمن تقسيمات الأكثر تداولاً.

#### أولاً: تصنيف صناديق الإستثمار الإسلامية من حيث تداول وثائقها

وفق هذا المعيار تنقسم صناديق الإستثمار الإسلامية أيضا إلى قسمين شأنها في ذلك شأن الصناديق التي تنشأها المؤسسات المالية التقليدية: صناديق مفتوحة وصناديق مغلقة.

#### 1) صناديق الإستثمار المغلقة<sup>1</sup>

هي التي يتحدد فيها عند تأسيسها: مدتها وغرضها، وحجم رأس مالها بحيث تبقى ثابتا دون زيادة أو نقصان، ويقسم إلى صكوك مضاربة أو إقراض (وحدات) متساوية وتطرح للجمهور (المستثمرين) للإشتراك فيه، ويقفل الإشتراك بنفاذ هذه الصكوك.

لا تتعهد إدارة هذه الصناديق في الغالب بإعادة شراء هذه الصكوك إذا رغب أحد مالكيها بالإنسحاب من المشاركة، وإنما تقوم عادة بتكوين سوق ثانوي لتداول هذه الصكوك بين العملاء، وبالتالي تحقق للمشاركين فرص الدخول والخروج من الصندوق بالإستثمار في قطاع معين، أو في دولة معينة، أو منطقة أو إقليم محدد بحسب الغرض الذي تم تأسيس من أجله، ويتم فيها تصفية الأرباح وتوزيعها حسب الشروط المنصوص عليها في نشرة الإصدار.

#### 2) صناديق الإستثمار المفتوحة<sup>2</sup>

تعرف صناديق الإستثمار المفتوحة على أنها: هي التي لا يتحدد لها مدة زمنية معينة ولا يتحدد فيها مقدار رأس المال، وإنما يتم تحديد سعر صكوكها من قبل إدارة الصندوق المصدرة لها عند بدء الإشتراك فيها، وتظل الفرصة مهيأة للجمهور ومفتوحة للحصول على صكوك جديدة، كما تتعهد إدارة الصندوق بإعادة شراء هذه الصكوك إذا رغب أحد مالكيها في التخلص منها كليا أو جزئيا وفق إجراءات تحددها نشرة الإصدار، أما الأرباح فتوزع حسب الشروط المنصوص عليها في نشرة الإصدار.

<sup>1</sup>: أحمد بن حسين بن أحمد الحسن، صناديق الإستثمار -دراسة تحليل من منظور الإقتصاد الإسلامي- مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1999، ص25.

<sup>2</sup>: عتروس صبرينة، مرجع سبق ذكره، ص146.

## ثانيا: تصنيف صناديق الإستثمار الإسلامية من حيث نوع الإستثمار

وفق هذا المعيار يتم تصنيف صناديق الإستثمار الإسلامية إلى:

### 1) صناديق الأسهم الإسلامية<sup>1</sup>

صناديق الأسهم هي التي تقوم باستثمار الأموال في شكل شركة مساهمة مشتركة حيث يتم تحصيل الأرباح أصلا من الأرباح المحققة من بيع وشراء الأسهم عند زيادة أسعارها، كما تحصل على ربح أيضاً من عوائد الأسهم المستثمر فيها.

ظهرت هذه الصناديق استجابة لرغبات ذوي الإلتزام من المسلمين الذين يحرصون على المباح من الإستثمار والدخول وبالتالي فإن شركات الإستثمار التساهمية نوعين:<sup>2</sup>

✓ الشركات التي يكون نشاطها غير مباح مثل: المؤسسات المالية الربوية وشركات بيع الخمر وغيرها فهذه لا يجوز المساهمة فيها مطلقا وهذا ما تنص عليه المجامع الفقهية؛

✓ الشركات التي يكون نشاطها مرتكز على ما هو مباح، وهذا ما تأسس صناديق الإستثمار الإسلامية نشاطها عليه.

وبالتالي يقوم عمل صندوق على مبدئين أساسيين هما:<sup>3</sup>

**المبدأ الأول:** هو إختيار شركات يكون نشاطها مباحاً فلا تستثمر في البنوك والشركات التي تنتج المواد المحرمة كالخمر مثلا.

**المبدأ الثاني:** أن يقوم المدير بحساب ما دخل إلى الصندوق من إيرادات محرمة مثل الفوائد المصرفية ثم يقوم باستبعادها من الدخل الذي يحصل عليه المستثمر في الصندوق، كما يجب عليه التقيد بشروط صحة البيع فلا يشتري أسهم شركة تكون أصولها من ديون.

### 2) صناديق السلع الإسلامية

هذا النوع من السلع يكون نشاطه الأساسي بالنقد ثم بيعها بالأجل، ونظرا إلى خصوصية عمل الصندوق وضرورة أن تكون المخاطرة فيه قابلة للقياس بدقة وأن يكون بيد المدير ما يمكن من توجيه الأموال في الصندوق بطريقة تحقق أكبر قدر ممكن من السيولة، اتجهت هذه الصناديق بصفة أساسية إلى أسواق السلع الدولية لكون هذه الأسواق مكانا مناسباً لعمل صناديق السلع ومدى توفرها على جهات متخصصة يمكن الاعتماد عليها في تنفيذ عمليات الصندوق بأجر تتوافر فيها الخبرات والكفاءات، ولصناديق الإستثمار في السلع الإسلامية ضوابط منها أن تقتصر على السلع المباحة وتلك التي يجوز شراؤها بالنقد وبيعها

<sup>1</sup>: وليد عوجان، صناديق الإستثمار الإسلامية - دراسة وتحليل، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، العدد1، 2012، ص92.

<sup>2</sup>: بوشلاغم نور الدين، دراسة مقارنة بين صناديق الإستثمار التقليدية والإسلامية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية تخصص لإقتصاد المالية الدولية، المدرسة الدكتورالية للإقتصاد وإدارة الأعمال، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة وهران، 2012/2013، ص (بدون ترقيم).

<sup>3</sup>: المرجع نفسه، ص (بدون ترقيم).



بالأجل ويستثنى من تلك السلع الذهب والفضة.<sup>1</sup> وتعمل صناديق السلع بعدة صيغ شرعية وعليه يمكن أن نميز عدة أنواع من صناديق السلع الإسلامية فنجد:

#### ✓ صناديق المربحة

تقوم صناديق المربحة على التمويل بالأجل بطريقة المربحة، وخاصة في أسواق السلع الدولية فيقوم الصندوق بشراء كمية من سلعة الحديد مثلاً بالنقد، ثم بيعها إلى طرف ثالث (غير من اشتراها منه) بالأجل، ويكون الأجل قصيراً في الغالب يتراوح بين شهر وستة أشهر.<sup>2</sup>

#### ✓ صناديق السلم

السلم بيع مؤجل فيه قبض المبيع ويعجل فيه قبض الثمن، وهو من البيوع الجائزة شرعاً ومن شروطه أن يكون في السلعة قابلة للوصف مملوكة في الذمة فلا يجوز فيما لا يقدر على تسليمه في الأجل وأن يدفع الثمن كاملاً وقت العقد كما يجب أن يحدد مكان وزمان التسليم. ويمكن توليد الربح من بيوع السلم في الصناديق الإستثمارية عن طريق الدخول في عقد السلم محله بضاعة موصوفة في الذمة كالفحم مثلاً، تسلم إلى الصندوق بعد 3 أشهر ولكن الصندوق لا في تسليم البضاعة كما لا يجوز له بيع بضاعة السلم قبل القبض لأنها دين والدين لا يجوز بيعه لغير المدين بشروط مع إختلاف المدة أي أن الأول مدته 3 أشهر والثاني مدته شهر واحد ويحقق الربح من فارق السعر نتيجة التغير في الأسعار.<sup>3</sup>

#### ✓ صناديق التأجير<sup>4</sup>

هي صناديق تقوم باستخدام الأموال المكتتبه في شراء الأصول المولدة وتأجيرها لمدة طويلة إلى العملاء ذي الملائة بحيث تولد دخلاً مستقراً على الإستثمار وتبقى ملكية هذه الأصول للصندوق ويتم تحصيل الإيجارات من المستأجرين أو المستخدمين للأصول وهذه الإجازات تعد هي مصدر الدخل للصندوق وتوزع بنسب على المكتتبين ويحصل كل مكتتب على شهادة تضمن تحدد نسبة ملكيته في الصندوق وتسمى هذه الشهادات "بالصكوك" وهذه الصكوك قابلة للتداول ويمكن بيعها أو شراؤها بالسوق الثانوية، ومن يشتري هذه الصكوك يحل محل البائعين في إحتفاظه بنسبة الملكية للأصول المتعلقة وتكون عليه كل الإلتزامات وله كل الحقوق التي كانت لمالكها الأول وتحدد أسعار هذه الصكوك على أساس العرض والطلب في السوق.

#### ✓ رأس المال المأمون:<sup>5</sup>

يقوم الصندوق بالاستجابة للمستثمرين الذين يفضلون بين الأرباح العالية والمخاطر المتدنية.

<sup>1</sup>: منى محمد الحسيني عمار، مرجع سبق ذكره، ص97.

<sup>2</sup>: وليد عوجان، مرجع سبق ذكره، ص94.

<sup>3</sup>: بوشلاغم نوالدين، مرجع سبق ذكره، ص (بدون ترقيم).

<sup>4</sup>: أحمد عجيسي، مرجع سبق ذكره، ص45.

<sup>5</sup>: الموقع الإلكتروني:

### 3) الصناديق الإستثمارية لبيع وشراء العملات:<sup>1</sup>

هي صناديق أنشأت مؤخراً من قبل المصارف والشركات الإستثمارية المتخصصة في بيع وشراء العملات، حيث تهدف من ورائها إلى الحصول على الربح الناجم عن إرتفاع أسعار العملة أو إنخفاضها، لكن عند المتاجرة بالعمله فإنه ينبغي تطبيق شروط الصرف حال بيعها وشراؤها حتى تكون متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، ومن بين أنواع هذه الشروط:

✓ عدم وجود خيار الشرط

✓ عدم وجود إشتراط الأجل

✓ ألا تكون عملية المتاجرة بالعملات بقصد الإحتكار أو بما يترتب عليه من ضرر بالأفراد أو

المجتمعات

وبتوافر هذه الشروط فإنه يجوز حينئذ للصندوق الإستثماري المتاجرة بالعملات وجني الربح المحقق من الفرق بين السعرين.

### ثالثاً: صناديق الإستثمار من حيث الأهداف المحققة<sup>2</sup>

تصنف صناديق الإستثمار وفق الأهداف المراد تحقيقها إلى مايلي:

#### 1) صناديق النمو:

تتناسب هذه الصناديق مع المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق عائد مرتفع مع مستوى مقبول من المخاطر. ولهذا تحتوي محافظ هذه الصناديق على مجموعة متنوعة من الأسهم العادية التي تخضع لتقلبات الأسعار وغالبا ما يسعى القائمون على هذه الصناديق إلى المضاربة بقصد تحقيق أكبر قدر من الأرباح الرأسمالية وبذلك فإن الهدف الأساسي للنمو هو تحقيق زيادة في قيمة الإستثمار المبدئي بصرف النظر عن الإيراد الذي تحققه هذه الأسهم يلاحظ أن مثل هذه الصناديق لا تتماثل من حيث درجة الخطر لكن تعطي الأولوية والتركيز في الإستثمار على الشركات القائمة منذ عدة سنوات، ذات الخبرة والمعرفة.

#### 2) صناديق الإستثمار ذات رأس المال المخاطر:

تتكون استثمارات هذه الصناديق من الأسهم المحتمل أن تحقق أعلى معدل نمو وقد يتحقق ذلك أم لا، إذ يوجد في مثل هذا النوع من الاستثمار مخاطر كبيرة لذلك تتلاءم مع فئة المستثمرين الراغبين في تحمل المخاطر. فيلجأ مدراء هذه المحافظ إلى تتبع الظروف الإقتصادية وإعادة النظر في مكونات المحفظة بصفة منتظمة، وأحيانا يلجأ المدراء إلى استخدام القروض لتدعيم هذه المحافظ مما يعني استخدام الرفع المالي لزيادة العائد المتوقع مع مقابلة المخاطر المترتبة عن ذلك.

<sup>1</sup>: عتروس صبرينة، مرجع سبق ذكره، ص 149.

<sup>2</sup>: الموقع الإلكتروني.

### (3) صناديق الإستثمار ذات الإيراد والدخل:

تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق أرباح إيرادية تتمثل في عائد الأسهم وكوبونات السندات ويخلو هذا النوع من الصناديق من المضاربات حيث تكون الهدف الأول هو تحقيق الأرباح الإيرادية والمحافظة على رأس المال وتتناسب صناديق الدخل أولئك المستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء معيشتهم.

### (4) صناديق الإستثمار ذات الدخل والنمو:

تتلاءم هذه الصناديق مع المستثمرين يسعون إلى تحقيق أرباح رأسمالية مع تحقيق عائد مستقر، وبذلك فإن استثمارات هذه الصناديق تتكون من أسهم الشركات النامية ومن السندات ذات العائد الثابت، لذلك يكون أكثر ملائمة لمثل هذا النوع من الصناديق أن تركز في استثماراتهم أكثر على الأسهم المتوقع أن تحقق معدل النمو أكبر ونسبة أقل في السندات، وهذا يعني احتمال تحقيق معدل نمو أكبر في الاستثمارات وتحقيق دخل ثابت أقل.

### (5) صناديق إدارة الضريبة:

يقصد بصناديق إدارة الضريبة تلك الصناديق التي لا تجري توزيعات على المستثمرين، بل تقوم بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح في مقابل حصول المستثمر على أسهم أو وثائق إضافية بما يعادل قيمتها، بالمقابل ليس هناك محل لدفع الضريبة طالما يحصل المستثمر على التوزيعات نقدا وطالما لم يقرر بيع الأسهم أو الوثيقة هذا النوع من الصناديق يلاءم المستثمر الذي يقع دخله في شريحة ضريبية عالية، في ظل نظام ضريبي يكون فيه معدل الضريبة على الربح الإفرادي أكبر من مثيله على الربح الرأسمالي.

وتجدر الإشارة إلى أن هذا التصنيف حسب معيار الهدف التي تسعى صناديق الإستثمار الإسلامية لتحقيقه قد يتنافى مع ضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية كون هذه الأخيرة تسعى لتجنب نظام الفائدة والابتعاد عن المعاملات الربوية، وبذلك فإن الصندوق الذي يتماشى وأحكام الشريعة الإسلامية هو الصندوق الذي يعمل على تحقيق النمو.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>: الموقع الإلكتروني.

## المبحث الثاني: إدارة صناديق الإستثمار الإسلامية

تتميز صناديق الإستثمار الإسلامية بطبيعة عمل خاصة بها تميزها عن غيرها من الصناديق كونها تقوم بتجميع مدخرات المستثمرين لتوظيفها وإدارتها تماشياً مع أحكام الشريعة الإسلامية، حيث تتوفر على هيكل تنظيمي فعال يقوم بالاستثمار في الصناديق وفق مجموعة من الآليات والضوابط الشرعية، وهذا ما سيتم عرضه في هذا المبحث، بالإضافة إلى عرض صور إدارة صناديق الإستثمار الإسلامية ومختلف عملياتها وسياساتها الإستثمارية، وأخيراً سيتم التطرق إلى تقييم أداء صناديق الإستثمار الإسلامية. وتجدر الإشارة إلى أن عمل صناديق الإستثمار الإسلامية يتشابه إلى حد ما مع صناديق الإستثمار الأخرى، إلا أنها تختلف من الناحية خضوعها لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

### المطلب الأول: الهيكل التنظيمي لصناديق الإستثمار الإسلامية وآليات وضوابط الإستثمار

#### فيها

تتوفر صناديق الإستثمار الإسلامية على مجموعة من الأطراف تقوم بالتوظيف الجيد والأمثل للأموال، وهذا مروراً بعدة آليات وإجراءات، خاضعة بذلك لضوابط وقواعد تصدرها البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية. وسيتم تناول في هذا المطلب مايلي:

#### أولاً: الهيكل التنظيمي لصناديق الإستثمار الإسلامية

لكل شركة أو مؤسسة هيكل تنظيمي خاص بها ينظم ويدير أعمالها، وكذلك بالنسبة لصناديق الإستثمار وبصفة عامة يتشكل الهيكل التنظيمي لمعظم الصناديق الإستثمارية من الأطراف التالية:<sup>1</sup>

#### (1) مدير الصندوق:

تلتزم القوانين المصرفية الجهة المنشأة للصندوق بأن تعهد بإدارته إلى شركة مستقلة ذات خبرة ودراية في المجال ويطلق على هذه الشركة "مدير الإستثمار" مهمتها توظيف وإدارة أموال الصندوق الإستثماري بصفتها مسؤولة عن إدارة عملاتها على أن تكون الإدارة المسؤولة عن هذه الصناديق مستقلة عن الإدارة المسؤولة عن إستثمارها الأموال الأخرى الخاصة بالبنك كما تتميز شركات الإدارة بأن غرضها يكاد ينحصر في جميع الدول في إدارة مال الصندوق الذي تنشأه، ويمكنها إدارة أكثر من استثمار بشرط مسك حسابات منفصلة لكل وعاء وبذلك تعتبر هذه الجهة المخولة بإدارة الصندوق أو الصناديق وتوجه الإستثمار وفقاً لأحكام نظام كل صندوق، وقرارات جهة الإشراف والقوانين السائدة.

#### (2) أمين الصندوق:

وهو أيضاً مؤسسة مالية يتم اختيارها من بين المؤسسات ذات السمعة الجيدة والمركز المالي المتين في الغالب تكون بنكا، يكون من مهامها حفظ الأصول التي تتكون من محفظة الإستثمار ويتولى أمين صندوق

<sup>1</sup>: صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص 208.

الإستثمار مهام الإشراف على الصندوق ومراقبة أعمال المدير، وتنفيذ التعليمات الصادرة منه بشأن الصكوك المالية المودعة لديه من بيع وشراء واستبدال وغير ذلك، كما يعهد إليه بتسوية العلاقات المالية التي تنشأ بين مدير الإستثمار والمستثمرين، لذلك يعتبر بمثابة الوكيل عن حملة شهادات الإستثمار، ويتقاضى أمين الصندوق هو الآخر عمولة، تحدد في صورة نسبة مئوية من القيمة السوقية لصافي أصول الصندوق، وتتجه معظم الأنظمة إلى إلزام الصندوق بأن يكون الأمين جهة مستقلة عن المدير مع مراعاة أن تكون أموال الصندوق وحقوقه مفرزة عن أعمال البنك الخاصة به، وأن يفرد للصندوق حسابات مستقلة عن أي أنشطة أخرى أو ودائع مصرفية لا علاقة لها بالصندوق.

### (3) المكتتبون(المستثمرون أو المشاركون)<sup>1</sup>

وهم المدخرون الذين يرغبون في إستثمار أموالهم في محفظة الأوراق المالية، ويقوم الصندوق بإصدار وثائق استثمار لهم مقابل الأموال التي يتلقاها، ويشارك حملة الوثائق في نتائج استثمارات الصندوق من أرباح أو خسائر بنسبة ما يملكه من وثائق إجماليها، ويتعين على المستثمرين قبل إتخاذ قرار الإستثمار بشراء وحدات أي صندوق أن يقرؤوا بتمعن الشروط والأحكام الخاصة بالصندوق المراد الإستثمار فيه. ويمكن تلخيص أهم حقوق المستثمرين في الصناديق الإستثمارية في مايلي:<sup>2</sup>

- ✓ الحصول على تقارير من قبل مدير الصندوق كل ثلاثة أشهر (على الأكثر) يشمل على صافي قيمة أصول وحدات الصندوق، وعدد الوحدات التي يملكونها وصافي قيمتها، وسجلات بجميع صفقات المستثمرين بما في ذلك أي توزيعات مدفوعة لاحقة لأخر تقرير تم تقديمه لهم؛
- ✓ تزويد المستثمر بنسخة من الشروط والأحكام بعد تحديثها وكذا تزويدهم بالقوائم المالية المراجعة للصندوق عند طلبها؛
- ✓ إشعار المستثمرين من قبل مدير الصندوق برغبة في إنهاء الصندوق وذلك قبل إنهاؤه في مدة 20 يوم على الأقل وهذا في حالة عدم تحديد عمر الصندوق في الشروط والأحكام الخاصة بالصندوق الإستثماري، وعند حدوث حادث معين.

### (4) وكيل البيع:<sup>3</sup>

هو الوسيط أو مجموعة من الوسطاء يتولون توزيع شهادات الإستثمار التي يصدرها الصندوق، ويمكن لهذا الوكيل أن يكون بنكا أو شركة استثمار من تلك الخاضعة لرقابة البنك المركزي.

<sup>1</sup>: عتروس صبرينة، مرجع سبق ذكره، ص119-120.

<sup>2</sup>: عتروس صبرينة، المرجع السابق، ص120.

<sup>3</sup>: محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الإستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص245.

## 5) الهيئة الاستشارية:

وتضم مجموعة من الخبراء المتخصصين في الإستثمار والتحليل المالي يعينهم مدير الصندوق بقصد تقديم النصح والمشورة له في إدارة الصندوق وتوجيه إستثمارته للمجالات المناسبة ويمكن أن تكون هذه الهيئة متخصصة.

كما ذكرنا سابقا بأن صناديق الإستثمار الإسلامية تعمل وفقا لضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية، لذلك يجب أن يتوفر في هيكلها التنظيمي بالإضافة إلى الأطراف السابقة هيئة للرقابة الشرعية وهذا ما يميزها عن صناديق الإستثمار التقليدية.

## 6) هيئة الرقابة الشرعية:<sup>1</sup>

تتمثل الرقابة الشرعية على صناديق الإستثمار الإسلامية في متابعة ومراجعة فحص وتقييم كافة المعاملات والتصرفات والأعمال التي تقوم بها تلك الصناديق للإطمئنان من أنها تتم وفق الأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وكذلك وفقا للفتاوى والقرارات والتوصيات المعاصرة الصادرة عن مجامع الفقه وهيئات ومجالس الفتوى وبيان المخالفات، وتحليل أسبابها، ثم تقديم المعالجات الشرعية لها مقرونة بالتوصيات والإرشادات اللازمة لتطويع الضبط الشرعي إلى الأفضل.

ويتولى الرقابة الشرعية في صناديق الإستثمار الإسلامية (باعتبارها شخصية معنوية مستقلة) هيئة الرقابة والتي تعين بموجب الجمعية العامة للمساهمين في الصندوق وفقا لضوابط شرعية وقانونية ولائحة معينة لا تختلف عن المطبقة في المصارف الإسلامية.

تتمثل مجالات الرقابة الشرعية على صناديق الإستثمار الإسلامية مايلي:<sup>2</sup>

- ✓ الرقابة الشرعية على عمليات شراء الأوراق المالية وتكوين محفظتها والتأكد من أنها لا تحتوي أي أوراق محرمة شرعا؛
- ✓ التدقيق الشرعي على عمليات إصدار تقييم واستبدال الوحدات الإستثمارية والاطمئنان من أنها قد تمت وفقا للمعايير الشرعية والأسس المحاسبية الصادرة عن الهيئة؛
- ✓ التأكد من شرعية الإيرادات والنفقات والتأكد من أنها لا تتضمن أي كسب حرام أو خبيث وإن وجد فقد جند في حساب مستقل تمهيدا للتخلص منه في وجوه الخير حسب الفتاوى الشرعية الصادرة في هذا الشأن، وكذلك التأكد من أن النفقات لا تتضمن بنود إسراف أو تبذير أو ترف أو بنود لا تخص نشاط الصندوق؛
- ✓ التأكد من شرعية القرارات الإدارية والسياسات الإستراتيجية المختلفة للتأكد من أنها تتفق مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وأنها لا تتضمن أي أمر يخالف شرع الله؛

<sup>1</sup>: حسين حسن شحاتة، منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الإستثمار الإسلامية، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الثالث للإقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة الإسلامية، جامعة أم القرى بمكة، المملكة العربية السعودية، ص22.

<sup>2</sup>: حسن شحاتة، المرجع السابق، ص22-23-24.

✓ الاطمئنان من التزام العاملين بالصندوق بالقيم والأخلاق والسلوكات الإسلامية.

من خلال ما تم عرضه يمكن تلخيص أطراف الهيكل التنظيمي لصناديق الإستثمار الإسلامية في الشكل التالي:

الشكل(02): مخطط يوضح أطراف الهيكل التنظيمي صندوق الإستثمار الإسلامي



المصدر: من إعداد الطلابان بالإعتماد على ما تم التطرق إليه حول الأطراف المشكلة لصندوق الإستثمار الإسلامي.

من خلالها تنشأ علاقة تعاقدية بين أطراف صندوق الإستثمار الإسلامي ويمكن توضيحها فيما يلي:<sup>1</sup>

#### ✓ العلاقة بين المدير والصندوق:

مدير الصندوق هو الجهة الفنية التي تتولى إدارة معاملات وعمليات الصندوق وهو في غالب الأحيان شركة مختصة في إدارة المحافظ المالية تتمتع بالخبرة الفنية اللازمة من أجل مباشرة عملها وهذه الشركة أو المدير الإستثماري لا يرتبط بعلاقة مباشرة مع المستثمرين في الصندوق، علاقته هي مع الصندوق ذاته ولتكييف العلاقة بين مدير الإستثمار والصندوق فيمكن القول أنه يربطه بالصندوق عقد وكالة بأجر وبالتالي فهو أجير للصندوق يحصل على أجرة مقطوعة لقاء عمل.

#### ✓ العلاقة بين المستثمرين والصندوق:

المستثمرون أو المشتركون في الصندوق وهم الذين يساهمون في الصندوق بأموالهم ولا يباشرون إدارته ويحصلون مقابل الأموال التي يقدموها للصندوق على وحدات إستثمارية أو (صكوك) ويربطهم بالصندوق عقد المضاربة.

#### ✓ العلاقة بين الصندوق والجهة المنشأة له:<sup>2</sup>

قد تكون الجهة المنشأة للصندوق أحد المصارف الإسلامية أو مجموعة من رجال المال والأعمال ويطلق عليهم المؤسسون أو المساهمون وتربطهم بالصندوق عقد الملكية وهم يمثلون الصندوق قانوناً أمام غيرهم.

#### ✓ العلاقة بين الصندوق والأمين:

أو جهات تسويق الوحدات (الصكوك) الإستثمارية، قد تعهد الجهة المنشأة للصندوق إلى بعض المؤسسات المالية في إصدار وتسويق الوحدات الإستثمارية مقابل الحصول على عمولة أو أجر وفقاً لعقد الوكالة بأجر كما قد تعهد إدارة الصندوق إلى بعض المؤسسات المالية أو غيرها لتساعدها في استثمار أموال الصندوق في عمليات إستثمارية وفقاً لعقد الجعالة.

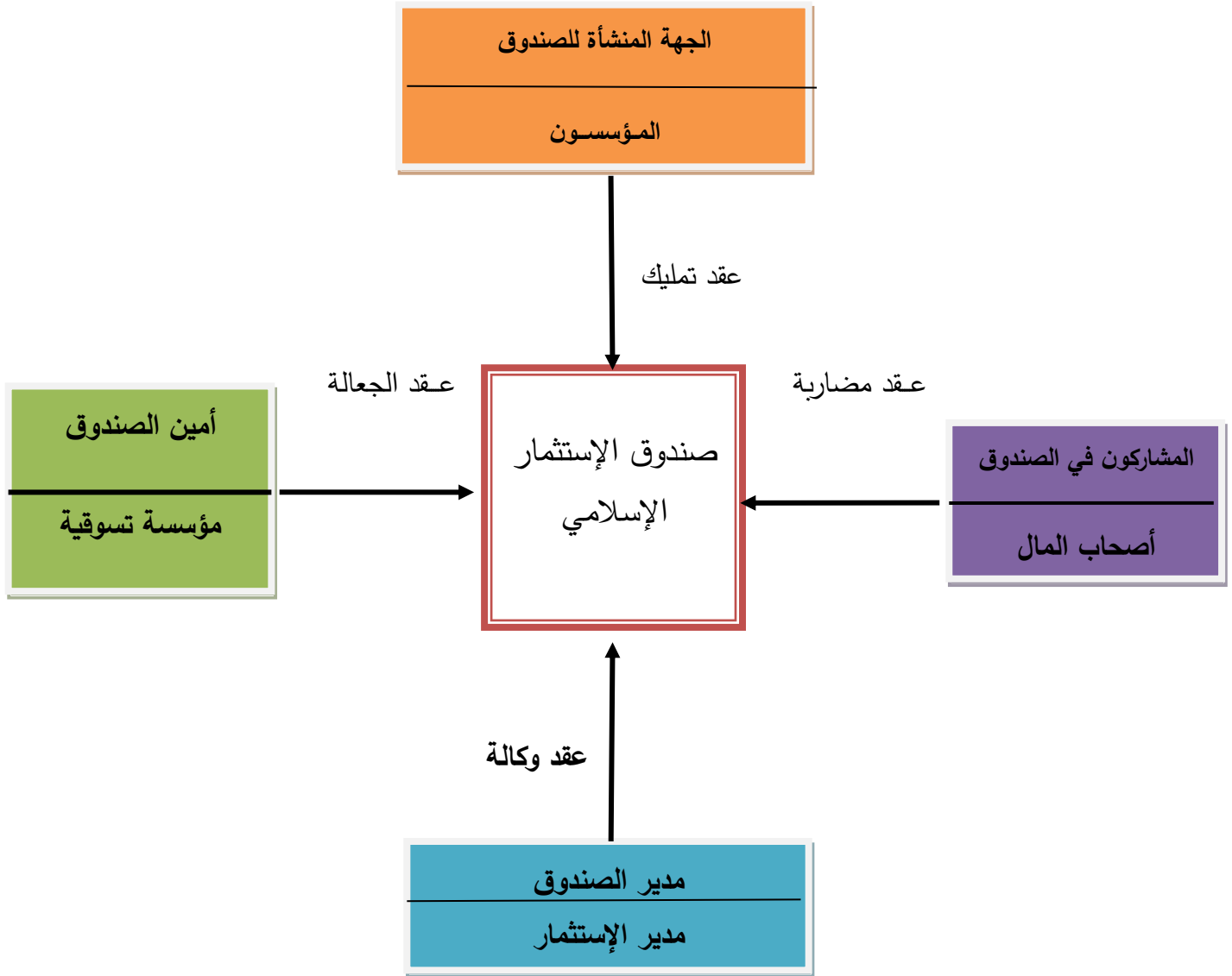
ويمكن تلخيص العلاقات السببية الناشئة بين أطراف صندوق الإستثمار الإسلامي من خلال الشكل التالي:

<sup>1</sup>: بوشلاغم نور الدين، مرجع سبق ذكره، ص 97-98.

<sup>2</sup>: حسين حسن شحاتة، مرجع سبق ذكره، ص 14.



الشكل(03): العلاقة السببية الناشئة بين أطراف صندوق الإستثمار الإسلامي



المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على: حسين حسين شحاتة، منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الإستثمار الإسلامية، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الثالث للإقتصاد الإسلامي كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى بمكة، المملكة العربية السعودية، ص15.

## ثانيا: آليات الإستثمار في صناديق الإستثمار الإسلامية

- يمر الإستثمار في صناديق الإستثمار الإسلامية بمجموعة من الآليات يمكن توضيحها فيمايلي:<sup>1</sup>
- ✓ تقوم المؤسسة المالية الإسلامية الراغبة في إنشاء صناديق الإستثمار بالبحث عن مشروعات الإقتصادية معينة أو نشاط معين وإعداد دراسة للجدوى الإقتصادية للإستثمار فيها؛
  - ✓ بعد ذلك تقوم تلك المؤسسة المالية بتعويض صندوق استثمائي تحدد أغراضه، تعد نشرة الإصدار التي تتضمن كافة التفاصيل عن نشاط الصندوق، مدته، شروطه الإستثمارية وحقوق والتزامات مختلف الأطراف المشاركة فيه؛
  - ✓ تقديم طلب الحصول على موافقة الجهة المشرفة على إنشاء الصناديق الإستثمارية يتضمن المعلومات والوثائق والمستندات المطلوبة وخاصة:
    - نسخة من لائحة عمل الصندوق ونسخة أخرى من الكتيبات والنشرات الدعائية الموجهة للمستثمرين.
    - المعلومات الخاصة بمدير الصندوق وبقية الأطراف ذات العلاقة.
  - ✓ يحق للمستثمرين في صناديق الإستثمار المفتوحة إسترداد كل أو بعض الوحدات الإستثمارية متى أرادوا ذلك، ويشترط في حالة الاسترداد الجزئي أنلا تقل قيمة الوحدات المتبقية عن حد معين، وإلا فإنه يلتزم باسترداد كامل قيمة الوحدات الإستثمارية؛
  - ✓ ينتهي عمر الصندوق بانتهاء الفترة الزمنية المحددة له، وإذا لم يكن له نهاية محددة فإنه مستمر ويظل باقيا حتى يقرر المدير إنهاؤه في الوقت الذي يراه مناسباً، وعندها يتم تصفية أموال الصندوق وتأدية التزاماته وتوزيع المتبقي من حصيلته على مالكي الوحدات الإستثمارية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>: زهرة مرحباوي، فتحة حلايمية، مرجع سبق ذكره، ص160.

<sup>2</sup>: عائشة حيمود، هاجر حيمورة، مرجع سبق ذكره، ص58-59.

يمكن تلخيص هذه المراحل من خلال الشكل التالي:

الشكل(04): مخطط يوضح آلية الإستثمار في الصناديق الإستثمارية



المصدر: من إعداد الطلابان بالإعتماد على عتروس صبرينة، إطار مقترح لتفعيل دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تطوير نشاط المصارف الإسلامية، دراسة حالة عينة من صناديق الأسهم السعودية. رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث LMD ، قسم العلوم الإقتصادية، تخصص إقتصاديات النقود والبنوك، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016-2017.

### التعليق:

من خلال الشكل أعلاه يتضح لنا أنه عند إختيار الصندوق لابد أن يكون مطابق لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية ويجب الاككتاب فيه وفقاً للأحكام والقوانين التي يصدرها المصرف المؤسس له محدداً في نشرة الاككتاب طبيعة ونوع الصندوق بالإضافة إلى كيفية إدارته ودرجة المخاطر التي ينطوي عليها، حيث يحصل المشتركون في الصندوق على شهادات استثمار يسجل في كل شهادة عدد الوحدات التي يملكها كل مستثمر في الصندوق وأخيراً يتم إنهاء وتصفية الصندوق بانتهاء الفترة الزمنية المحددة في نشرة الاككتاب، أو بقرار من المدير.

### ثالثاً: ضوابط الإستثمار في صناديق الإستثمار الإسلامية

نظراً لخصوصية طبيعة عمل صناديق الإستثمار الإسلامية، وحتى يكون نشاطها مطابق لأحكام الشريعة، هناك أنشطة ممنوعة شرعاً لا يجوز للصندوق الإستثمار فيها ومنها:<sup>1</sup>

- ✓ ما يتعلق بغرض الصندوق كالأستثمار في العمليات الربوية التأمينية التقليدية أو المسكرات أو القمار أو كل مادة ممنوعة شرعاً؛
- ✓ ما يتعلق بإدارة الأموال كالإيداع بفوائد، وقد صدرت قرارات وفتاوى بتأكد حرمة الإستثمار في الصناديق التي تمثل مبالغ نقدية تستثمر بالإقراض بفائدة كما يحرم التداول في الصناديق التي تمثل ديون ولو كانت ناشئة عن تعامل مباح كبيع المراجعة إلا إذا كان مع ديون المراجعة أعيان ومنافع غالبية على النقود وذمم المراجعة؛
- ✓ أما الصناديق التي تمثل أسهمها أو وحداتها موجودة عينية ومنافع ونقود وديون والغالب فيها الأعيان والمنافع فهذه حسب قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي يصح فيها التداول بالسعر المتراضي عليه مع صحة تأجيل ثمن الأسهم أو الوحدات؛
- ✓ وقد وضعت مؤسسة النقد العربي ضوابط لإستثمار الصناديق بوضع قواعد تصدر للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية بيانها فيمايلي:<sup>2</sup>
- يسمح للصندوق بالإستثمار ما لا يزيد عن 10% من صافي أصوله في صندوق استثمار آخر بشرط ألا يتجاوز تلك الإستثمار 15% من صافي أصول الصندوق المراد الإستثمار فيه؛
- لا يحق للصندوق امتلاك أو الإستثمار في أكثر من 1% من رأسمال أية شركة مساهمة محلية يتم التداول أسهمها في السوق المحلي؛

<sup>1</sup>: عتروس صبرينة، مرجع سبق ذكره، ص144.

<sup>2</sup>: صفية أحمد أبوبكر، صناديق الإستثمار الإسلامية: خصائصها وأنواعها، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة الإسلامية والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص852.

- يجب أنلا يتجاوز مخاطر الإستثمار مع أطراف مقابل أو مجموعة من الأطراف ذات العلاقة الواحدة نسبة 15% من صافي أصول الصندوق.<sup>1</sup>

## المطلب الثاني: صور وشروط إدارة صناديق الإستثمار الإسلامية، عملياتها وسياساتها الإستثمارية

تتولى إدارة الصندوق جهة من أهل الخبرة والإختصاص تسعى من خلالها للوصول إلى الغاية المراد تحقيقها وذلك وفق شروط تساهم للوصول إلى نتائج إستثمارية جيدة لمستثمريها وهذا من خلال القيام بمختلف العمليات وإتباع السياسة الإستثمارية المناسبة التي تؤدي إلى تحقيق أهداف الصندوق، فمن خلال هذا المطلب سيتم توضيح صور وشروط إدارة صناديق الإستثمار الإسلامية، إلى جانب العمليات التي تقوم بها مع تبيان سياساتها الإستثمارية المتبعة.

### أولاً: صور إدارة صناديق الإستثمار الإسلامية

هناك 3 صور لإدارة صناديق الإستثمار الإسلامية يجرى التعامل بها لكونها جائزة شرعاً.<sup>2</sup>

#### (1) الإدارة على أساس المضاربة:

وهي بحسب القانون اتفاق بين رب العمل والمضارب حيث يقدم الأول ماله والثاني عمله بهدف اقتسام الربح حسب الاتفاق وهي التي يحدد فيها المقابل للمدير بنسبة معلومة من ربح الصندوق وفي حال تحقيق الخسائر يتحمل رب المال الخسارة ولا يستحق المدير المضارب أي مقابل نتيجة عمله أو مجهوده. أما حالات تعدي المدير المضارب أو تقصيره أو مخالفته للشروط المتفق عليها فإنه يتحمل الخسائر كافة الناتجة عن عملية المضاربة.

#### (2) الإدارة على أساس الوكالة:

وهي التي يحدد فيها مقابل المدير (الوكيل) بعمولة معينة (مبلغ مقطوع) أو بنسبة المساهمات وهذه النسبة تقول إلى مبلغ مقطوع، حيث أن المدير يحصل على رسم متفق عليه يمكن أن يكون مبلغاً محدداً أو نسبة من قيمة أصول الصندوق الصافية وهذا التحديد بما يشاع عند بعض الفقهاء على أساس الوكالة بالبيع بنسبة من الثمن.

ومنه يتضح الفرق الأساسي بين الإدارة على أساس المضاربة والإدارة على أساس الوكالة من حيث المقابل الذي تأخذه الجهة المصدرة، ففي الإدارة على أساس المضاربة ينحصر المقابل الذي تأخذه الجهة المصدرة والمتمثل في جهة شائعة من الربح الذي يستحق، أما في الإدارة على أساس الوكالة فإنه مبلغ مقطوع سواءً حققت أرباح أم لا، كما تستحق الأجرة للمدير في مواعيد دورية حسب نظام الصندوق.

<sup>1</sup>: صفية أحمد أبو بكر، المرجع السابق، ص852.

<sup>2</sup>: عائشة حيمود، هاجر حيمورة، مرجع سبق ذكره، ص 59-60.

### 3) الإدارة على أساس المشاركة:

وتختلف عن المضاربة بوجود مساهمة المدير في رأسمال المشاركة وحق الشركاء في الإدارة ويحصل مدير الصندوق في مقابل إدارته على حصة من الأرباح.<sup>1</sup>

ثانياً: شروط إدارة صناديق الإستثمار الإسلامية<sup>2</sup>

حتى تكون الإدارة موافقة لما ورد في قواعد تنظيم صناديق الإستثمار الصادرة بقرار من وزارة المالية والإقتصاد الوطني (المملكة العربية السعودية) رقم 2052/3 وتاريخ 1413/7/24هـ، لا بد من توفر جملة من الشروط اللازمة وهي:

#### 1) الكفاءة والخبرة:

وذلك بأن يتوفر القائمين على مباشرة نشاط الصناديق الإستثمارية والمسؤولين عنه مؤهلات كافية وخبرات وافية، ومهارات إدارية وفنية، تمكنها من أداء واجباتهم على الوجه المطلوب.

#### 2) النزاهة:

لم يكتف المنظم بتوفر الخبرة والكفاءة اللازمين لحسن أداء مدير الإستثمار، بل إشتراط أيضاً أن تكون الإدارة على قدر من النزاهة وسلامة اتخاذ القرارات التي تتطلبها طبيعة وظائفهم.

#### 3) حسن السمعة:

يلزم في الصناديق الإستثمارية أن يكون أعضاؤها حسني السمعة، فلا يكون أحدهم قد فصل تأديبياً من الخدمة، ولم يحكم عليه في جريمة مالية مخلة الشرف والأمانة، أو بعقوبة مقيدة للحرية، أو بسبب مخالفة الأنظمة والتعليمات من المؤسسة والتي تهدف لحماية المستثمرين والمودعين.

#### 4) أداء التأمين المطلوب:

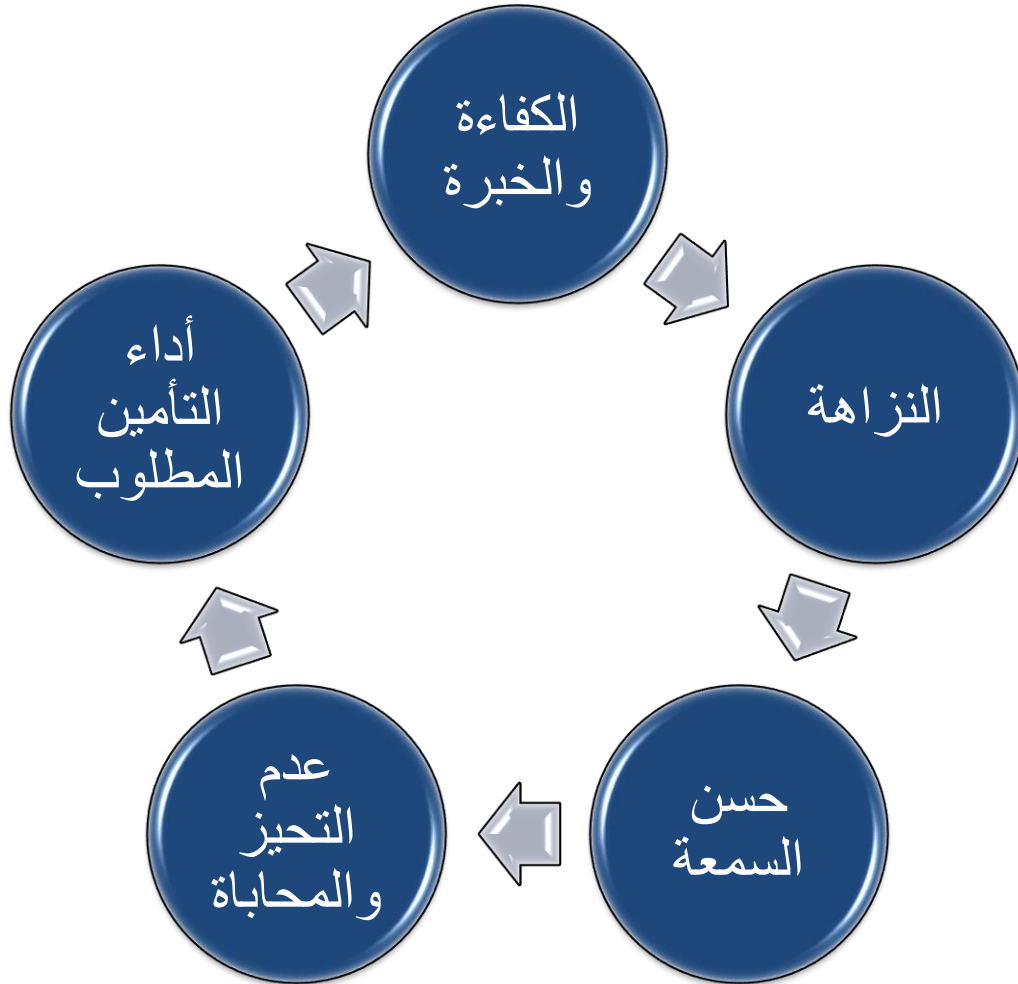
حيث إشتراط النظم على الإدارة أداء تأمين يحدد قيمته والقواعد والإجراءات المنظمة للحسم منه واستكمالته وإدارة حصيلته وكيفية رده قرار من مجلس إدارة هيئة سوق المال الجهة المنظمة للصناديق.

5) أن يكون أغلبية أعضاء مجلس الإدارة من غير المساهمين فيه أو المتعاملين معه، أو ممن تربطهم به علاقة أو مصلحة: وذلك من أجل حسن إدارة الصندوق واجتتاب المحاباة أو التحيز.

<sup>1</sup>: زهرة مرحباوي، فتحة حلايمية، مرجع سبق ذكره، ص 18.

<sup>2</sup>: حسين غالب بن حسن دائلة، صناديق الإستثمار دراسة فقهية وتطبيقية، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في الفقه، كلية الرياض، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 1430/1431هـ، ص 131-132.

الشكل التالي يوضح الشروط الواجب توفرها لإدارة صناديق الإستثمار الإسلامية:  
الشكل رقم(05): مخطط يوضح شروط إدارة صناديق الإستثمار الإسلامية.



المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على حسن بن غالب بن حسن دائلة، الصناديق الإستثمارية دراسة  
فقهاء تطبيقية، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في الفقه، كلية الشريعة بالرياض، جامعة الإمام محمد  
بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 1430هـ/1431هـ.

### ثالثاً: عمليات صناديق الإستثمار الإسلامية

تتمثل العمليات التي يقوم بها الإستثمار الإسلامية فيمايلي:

#### (1) التسعير:<sup>1</sup>

يقصد بالتسعير إعلان سعر الوحدات الإستثمارية في الصندوق، وتحدد الصناديق الإستثمارية في نظام تأسيسها هل هي مفتوحة أم مغلقة، فإذا كانت مغلقة، لا يقوم المدير بإعلان سعر للوحدات إلا في آخر يوم من عمر الصندوق، ويمكن التعرف على قيمتها من خلال تبادلها في الأسواق المنظمة كالبورصات أو من خلال تبادلها بطريقة البيع المباشر بين المستثمرين.

أما إذا كان الصندوق مفتوحاً فإن المدير يحدد يوماً معيناً من كل أسبوع إذا كان أسبوعياً أو اليوم الأول من كل شهر إذا كان شهرياً وهكذا، ويسمى يوم التسعير، وفي هذا اليوم يعلن المدير سعر الوحدة الإستثمارية الذي بناءً عليه يمكن دخول المستثمرين الراغبين في الإستثمار وخروج أولئك الذين يرغبون في إسترداد أموالهم والحصول على السيولة.

ويعتمد التسعير الذي يعتمد عليه المدير على تقييمه للأصول المملوكة في الصندوق.<sup>2</sup>

#### (2) الرسوم على المشاركين:

تفرض الصناديق الإستثمارية أحياناً رسوماً على المشتركين لتغطية جزء من تكاليفها ولا سيما المتعلقة بعمليات توظيف الأموال، وتتبنى بعض الصناديق المفتوحة التي تتداول وحداتها في الأسواق المنظمة طريقة فرض الرسوم ابتداءً عند الإشتراك وتسمى (Load-funds) وتظهر هذه الرسوم على صفة زيادة في القيمة الصافية للأصول عند شراء، ولكن يحصل عليها المسوق، بينما تتبنى صناديق أخرى طريقة فرض الرسوم عند الخروج من الصندوق.

أما إذا كان مصدر الصندوق يقوم بنفسه بتسويقه فلا يفرض في العادة رسوماً على الدخول أو الخروج، وتسمى هذه الصناديق (no-load funds) وفي الصناديق المغلقة يجري تداول وحداتها في الأسواق المنظمة قد يحتاج المستثمر إلى دفع رسوم للسماح في السوق.<sup>3</sup>

#### (3) الاسترداد والتداول:

يعتبر عنصر السيولة من أبرز المزايا التي توفرها الصناديق الإستثمارية، لذلك تعتمد الصناديق المفتوحة على ما يسمى بالاسترداد ويمكن للمشاركين إسترداد أموالهم بصفة دورية، أما الصناديق المغلقة فلا تحقق السيولة فيها إلا بتداول الوحدات في سوق منظمة، حيث يقوم عمل صناديق الإستثمار المفتوحة على حرص المدير الاحتفاظ بالحد الأدنى من السيولة يمكنه من شراء وحدات المستثمرين الذين يرغبون في استرداد أموالهم يوم التسعير، حيث يعتمد حجم السيولة على خبرة المدير وعلى عمر

<sup>1</sup>: صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص204.

<sup>2</sup>: صلاح الدين شريط، المرجع السابق، ص204.

<sup>3</sup>: أحسن عجيسي، مرجع سبق ذكره، ص52.



الصندوق والظروف البيئية والاقتصادية التي يعمل بها ولكن يواجه المدير أحيانا حجما من الاسترداد يزيد عن السيولة الموجودة في الصندوق وعن حجم الأموال الجديدة المستثمرة فيها، ولذلك تحرص كثيرا من الصناديق على النص في نظامها الأساسي على علاج هذه الحالة بطرق منها أن تلتزم في حالة عدم توفر السيولة برد كامل مبلغ الاستثمار بل جزء منه فحسب لمن يأتي أولا وتطلب من الآخرين الانتظار وفي أحيان يتفق الصندوق مع أحد المؤسسات الكبيرة التي تقدمه (مقابل رسوم محددة) التزاما بتوفير السيولة عند الحاجة إليها أو الالتزام بشراء الوحدات التي لا يستطيع الصندوق استردادها لعدم توفر السيولة له.<sup>1</sup>

#### (4) رسوم الإدارة:

يحصل المدير في كل أنواع الصناديق على رسوم مقابل إدارته، تصمم طريقة احتساب رسوم المدير بحيث تولد الحوافز لديه على تحقيق النمو للصندوق بما يفيد جميع المشاركين ولذلك يعتمد حسابها على ما يسمى بالقيمة الصافية لأصول الصندوق، يقوم المدير عندئذ بحساب هذه القيمة الصافية بصفة دورية، وفي حالة الصناديق المفتوحة يفعل ذلك في يوم التسعير، ويقطع أجره بالنسبة المتفق عليها، ويتراوح أجر الإدارة غالبا بين 1% إلى 5% من القيمة الصافية، فتزيد أجر المدير كلما كبر حجم أصوله.

فإذا اعتبرنا المدير وكيفا عن المستثمرين فهي وكالة بأجر فلزم أن يكون الأجر معلوما لصحة الوكالة لأن حكمها حكم عقود المعوضات الأخرى، لذلك يجب أن يكون الأجر معلوما مقدما وليس في نهاية فترة الإدارة وإذا كان على أساس المضاربة فللمدير أن يحصل على جزء من الربح المتولد من الإستثمار.<sup>2</sup>

#### (5) الاحتياطات:

وتحتفظ الصناديق عادة بالاحتياطات وتقتطعها من الأرباح الغرض منها تحقيق فيما يدفعه الصندوق من أرباح للمشاركين فيه وتعويض الخسائر التي قد تحصل في بعض الأوقات وتستمر هذه الاحتياطات في التراكم في الصندوق وتعد جزءاً من الأموال فيه بحيث يستحقها أولئك الذين كانوا يملكون وحداته عند انتهاء مدته إذ كان له مدة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup>: المرجع نفسه، ص52.

<sup>2</sup>: محمد القري، صناديق الإستثمار الإسلامية، ص 11-12 متوفر على الموقع الإلكتروني:

[www.elgari.com](http://www.elgari.com): 52، 13، 11/02/2020

<sup>3</sup>: المرجع نفسه، ص.12.

#### رابعاً: السياسة الإستثمارية لصناديق الإستثمار الإسلامية

من أجل أن يقوم مدير الصندوق بالعمليات الإستثمارية لا بد أن يعتمد على مجموعة من السياسات الإستثمارية التي تحقق الأهداف المرجوة، وتتمثل هذه السياسات فيما يلي:<sup>1</sup>

##### (1) السياسة الإستثمارية المتحفظة:

وتتبعها عادة الصناديق الإستثمارية التي تضم المستثمرين غير الراغبين لتحمل المخاطرة والمجازفة أي المستثمرين المتحفزين لذلك فإن الصندوق في هذه الحالة يركز على الأمان والسيولة. وفي الغالب يتم الإستثمار في السندات والأسهم الممتازة في صناديق الإستثمار الوضعي، أما صناديق الإستثمار الإسلامية المتحفظة فإنها عادة تكون صناديق الإجارة الإستصناع والسلم.

##### (2) السياسة الإستثمارية الهجومية:

وتتم هذه السياسة بقدر كبير من المخاطر الإستثمارية لارتباط حجم العائد بمقدار المخاطر ويركز مدير الإستثمار الذي ينتهج هذه السياسة على تحقيق أرباح رأسمالية من خلال التقلبات التي تحدث في أسعار الوحدات الإستثمارية ولذا فإنه يعمل على تشكيل محفظة الصندوق بحيث يحتوي الجزء الأكبر منها على أسهم عادية يتم شراؤها بأسعار منخفضة والاحتفاظ بها بعض الوقت متوقفاً ارتفاع أسعارها، حيث يتم إعادة بيعها بما يتحقق هدفه في الحصول على الأرباح الرأسمالية.<sup>2</sup>

##### (3) السياسة الإستثمارية المتوازنة:

وهي حالة وسطية بين السياستين السابقتين بموجبها تقوم صناديق الإستثمار التي تتبعها بتحقيق قدر مقبول من التناسب والتوازن والأمان، أي عدم المخاطرة وبين المجازفة وبالشكل الذي يحقق قدر مقبول ومناسب من الأرباح وذلك من خلال احتواء محفظة الصندوق على أوراق مالية تدر عوائد ثابتة بالإضافة إلى تلك التي تدر أرباحاً رأسمالية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup>: زهرة مرحباوي، فتحة حلايمية، مرجع سبق ذكره، ص 22-23.

<sup>2</sup>: زهرة مرحباوي، فتحة حلايمية، المرجع نفسه، ص 23.

<sup>3</sup>: المرجع نفسه، ص 23.

### المطلب الثالث: مخاطر الإستثمار في صناديق الإستثمار الإسلامية

تتعرض صناديق الإستثمار الإسلامية لمخاطر متعددة شأنها شأن الصناديق الأخرى لذلك من الضروري القيام بتقييم أداء الصناديق لمساعدة مدير الصندوق في معرفة مدى فعالية وجدوى استثماره والعائد الذي سيحصل عليه مع تحديد المخاطر التي يتحملها في سبيل الحصول على ذلك العائد، وعليه سيتم التعرف في هذا المطلب على مخاطر صناديق الإستثمار الإسلامية وأساليب تقييم أدائها.

#### أولاً: مخاطر الاستثمار في صناديق الاستثمار الإسلامية

عند الشروع في الإستثمار في صناديق الإستثمار الإسلامية قد يواجه مدير الصندوق نوعين من المخاطر (مخاطر مباشرة، مخاطر غير مباشرة) بالإضافة إلى مخاطر الخاصة بصيغ الإستثمار الإسلامي وكذا مخاطر الرقابة الشرعية.

#### 1 المخاطر المباشرة:

تضم كلا من مخاطر الصندوق ومخاطر مدير الصندوق

##### 1-1- مخاطر الصندوق:<sup>1</sup>

- يقصد بها تلك المخاطر التي يتعرض لها الصندوق ومن ضم تؤدي إلى فقدان المستثمر لجزء من قيمة استثماره، وتتمثل هذه المخاطر في:
  - ✓ **تقلبات الإستثمارية:** وهي ما يتعرض لها المستثمر في الصناديق بارتفاع قيمة الأصول وانخفاضها مما يؤدي إلى التأثير سلباً أو إيجاباً على حصة المستثمر، وتختلف هذه التقلبات باختلاف نوعية الصناديق.
  - ✓ **مخاطر إختيار المراكز:** تقتصر بعض صناديق الإستثمار على بلدها فحسب إلا أن أكثرها يستثمر خارج حدود الوطن، وفي هذه الحالة يتعرض الصندوق إلى مخاطر إختيار المراكز، وتتضمن مخاطر تغير سعر الصرف الأجنبي (إذ أنه ربما حقق الصندوق ربحاً بالعملة الأجنبية، ولكن ذلك لا يمثل على صفة ربح المستثمر بعملة المحلية بسبب أسعار الصرف)، والمخاطر السياسية كتغير الحكومات مثلاً، ومخاطر عدم القدرة على نقل الأموال خارج البلد الأجنبي.
  - ✓ **المخاطر القانونية:** وهي المخاطر المتعلقة بالقوانين والقواعد المنظمة عند تنظيم التعاملات المالية بين المستثمرين.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>: عائشة حيمود، هاجر حيمورة، مرجع سبق ذكره، ص 65-66.

<sup>2</sup>: عائشة حيمود، هاجر حيمورة، المرجع السابق، ص 66.

## 1-2- مخاطر مدير الصندوق:<sup>1</sup>

هي مخاطر مرتبطة بشكل كبير بمدى خبرة ومعرفة مدير الصندوق في اختيار الفرص الاستثمارية الجيدة التي تحقق العوائد المتوقعة من جهة، ومدى مصداقية ودقة المعلومات المفصح عنها من قبل المدير، وكذلك ترتبط هذه المخاطر بنوعية أمين الاستثمار لماله دور كبير في أداء الصندوق من خلال المهام التي يؤديها من حفظ الأوراق والمستندات والسيولة الفائضة وإتمام العقود وغيرها ويمكن حصر هذه المخاطر في النقاط التالية:

✓ **مخاطر الإفصاح:** هل تم المدير بالإفصاح عن المعلومات الصحيحة والدقيقة وهل قام مراجع الحسابات بالمطلوب.

✓ **مخاطر التكنولوجيا:** تتمثل في فشل التكنولوجيا المستخدمة في أداء مهامها بشكل سليم مما يؤدي إلى خسارة المستثمرين.

✓ **مخاطر تذبذب الدخل:** ذلك أن دخل المدير مرتبط بحجم الاستثمار أو معدل العائد.

✓ **مخاطر العاملين في الصندوق:** يتعلق الأمر بعدم استقطاب الكوادر المؤهلة والمدرّبة للعمل فيها ليس فقط من الناحية الفنية للعمل ولكن أيضا من الناحية المعنوية من صدق وأمانة.

## (2) المخاطر الغير مباشرة:<sup>2</sup>

وهي تلك المخاطر التي يواجهها الصندوق في تعاملاته مع الجهات الأخرى ويمكن تلخيصها فيما يلي:

✓ **المخاطر الإئتمانية:** تظهر هذه المخاطر في الصناديق التي تعتمد في استثمارها على البيوع الآجلة مثل صناديق المرابحة الإستصناع.

✓ **المخاطر التجارية:** تنحصر هذه المخاطر في تغيير أسعار السلع والمواد الأولية التي يقوم الصندوق بالإستثمار فيها بالإضافة إلى تغيير أسعار الفائدة.

✓ **مخاطر السيولة:** قد يواجه صندوق الاستثمار أحيانا مخاطر بحيث لا يتوفر لديه الكم اللازم من الأموال لمواجهة طلبات الإسترداد مثلا فهو يحتاج من الوقت لأخر إلى بيع بعض أصوله لتوفير هذه السيولة إذا لم يجد من يشتري منه هذه الأصول فيواجه ما يعرف بمشكلة السيولة وهي مخاطر قد يواجهها أي صندوق استثماري.

<sup>1</sup>: عتروس صبرينة، مرجع سبق ذكره، ص128-129.

<sup>2</sup>: بوشلاغم نور الدين، مرجع سبق ذكره، ص105.

### 3) مخاطر صيغ الإستثمار الإسلامي المطبقة في الصندوق

تتمثل هذه المخاطر فيمايلي:<sup>1</sup>

✓ **مخاطر عقد المراهبة:** تتمثل في مخاطر تأجيل السداد عمدا لعدم وجود عقوبات تأخير أو عدم التسديد لإفلاس وإعسار المستثمر بالإضافة إلى مخاطر رفض السلعة لوجود عيب فيها وتعرض السلعة للتلف وهي ما تزال ملكا للصندوق.

✓ **مخاطر عقد السلم:** مخاطر عدم تغطية العائد من السلم للتكلفة ومخاطر الإحتفاظ بالسلعة عند تسليمها قبل الوقت المتفق عليه والصندوق ملزم بالاستلام، وهنا يتحمل الصندوق المخاطر المترتبة على ذلك ( تكلفة التخزين، التأمين، التلف...).

✓ **مخاطر متعلقة بالمضاربة والمشاركة:** من أهم مخاطر صيغ المضاربة والمشاركة مايلي:

- المخاطر الناتجة عن عدم دفع الشريك نصيب الصندوق من الأرباح أو التأخر لدفعها؛
- المخاطر الناتجة عن ضعف الأداء من جانب الشريك أو عدم دراسة المشروع دراسة جيدة؛
- المخاطر الناتجة عن تلف البضاعة تحت يد المضارب بالإضافة إلى المخاطر الناتجة عن خسارة الشركة.

✓ **مخاطر متعلقة بعد الإجارة:** يتحمل الصندوق المؤجر عند شراء العين لتأجيرها كل الأعباء ومنها العين المملوكة، تكلفة الصيانة وتحمل مخاطر تقادم الأصل تكنولوجيا.

### 4) مخاطر الرقابة الشرعية على الصندوق

تتمثل مخاطر الرقابة على الصندوق فيمايلي:<sup>2</sup>

✓ **قلة عدد الفقهاء المتخصصين في مجال المعاملات الإسلامية والمسائل الإقتصادية الحديثة، مما يؤدي إلى عدم تصور واضح لهذه المسائل من ثم صعوبة الوصول للحكم الشرعي الصحيح فيها، وكذلك التطور السريع والكبير في المعاملات الإقتصادية وصعوبة متابعتها بالفتوى وبيان الحكم الشرعي؛**

✓ **عدم الإستجابة السريعة لقرارات الهيئة من قبل إدارة الصندوق، وهذا الأمر يؤدي إلى إستمرار وجود المخالفات الشرعية والإعتياد عليها من قبل الموظفين ويقود في نهاية الأمر إلى رقابة شرعية صورية لا معنى لها؛**

✓ **الضغوط التي تمارسها إدارة الصندوق على الهيئة لإباحة بعض التصرفات وقد تعتمد الإدارة على عدم إلمام الهيئة بكامل تفاصيل المعاملات اليومية للصندوق.**

<sup>1</sup>: فتحة كحلي، تقييم أداء صناديق الإستثمار الإسلامية، دراسة تجربة بعض الدول العربية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبة، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، ص85-86.

<sup>2</sup>: المرجع نفسه، ص86.

## ثانيا: أساليب تقييم أداء صناديق الإستثمار الإسلامية

يتم تقييم أداء صناديق الإستثمار الإسلامية وفق أسلوبين هما الأسلوب البسيط والأسلوب المزدوج.

### 1) الأسلوب البسيط:

يناسب هذا الأسلوب شركات الإستثمار المفتوحة أو صناديق الإستثمار المفتوحة، حيث يتم تقييم أداء هذه الصناديق كل فترة زمنية ولكن مثلا كل شهر ويمكن أن يحسب يوميا، حيث أن الصناديق تحدد قيمة كل أصل يوميا وكذلك الإيرادات أو الأرباح الموزعة ومن المعلومات يمكن قياس أداء مدير المحفظة أو الصندوق عن طريق تحديد معدل العائد على المبلغ المستثمر في الصندوق أو لكل ورقة ومالية لوحدها وهو أسلوب يأخذ في عين الإعتبار العائد فقط وإبعاد المخاطر.

حيث يتم قياس العائد من خلال إستخدام المعادلة التالية:<sup>1</sup>

$$Tn = \frac{(p - p_1) + R_i + R}{P} \dots\dots\dots (1)$$

حيث أن:

Tn: العائد على الإستثمار.

P: قيمة الأصل في بداية الفترة.

P1: قيمة الأصل في نهاية الفترة.

Ri: الأرباح الإيرادية خلال الفترة.

R: الأرباح الرأسمالية خلال الفترة.<sup>2</sup>

### 2) الأسلوب المزدوج:

يؤخذ على الأسلوب البسيط في تقييم محفظة الصندوق تركيزه على العائد دون أخذ المخاطر في الحسبان، فقد يحقق صندوق ما عائدا أكبر من العائد الذي يحققه صندوق آخر، غير أن الزيادة في العائد قد لا تكفي للتعويض عن زيادة المخاطر التي قد ينطوي عليها الإستثمار فيه، ولتجنب ذلك العيب فقد اقترحت بدائل لقياس مستوى أداء المحفظة تأخذ في الحسبان كل من العائد والمخاطرة التي يطلق عليها بالأساليب المزدوجة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup>: د.سامية فقير، مرجع سبق ذكره، ص64-65.

<sup>2</sup>: د.قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص228.

<sup>3</sup>: د.هشام طلعت عبد الحكيم، دلال قاسم عبد الحسين، تحليل وتقييم أداء صناديق الإستثمار، دراسة تحليلية في سوق الأوراق المالية السعودية، مجلة الإدارة والإقتصاد، العدد مئة وستة، 2016، ص140.

هذا الأسلوب يجمع بين العائد والمخاطرة كمدخل لتقييم أداء الصندوق ومن أشهر هذه النماذج مايلي:<sup>1</sup>  
**2-1- نموذج شارب:**

إن مؤشر شارب للأداء هو عبارة عن عرض للعلاقة بين العائد المتوقع للمحفظة جيدة التنوع وخطرها في صورة نسبة، ويطلق على المؤشر اسم العلاوة على التقلب في العائد ويرمز لها بالرمز  $Sr$  ويحسب بالعلاقة التالية:

$$Sp = \frac{RP - RF}{dp} \dots \dots \dots (2)$$

حيث:

SP: مؤشر شارب لقياس أداء المحفظة المالية (p).

RP: متوسط معدل العائد خلال فترة القياس.

RF: معدل العائد على الإستثمار الخالي من المخاطرة.

Dp: مخاطر المحفظة مقاسه بالانحراف المعياري لعوائد المحفظة.

إن المقدار (RP-RF) يمثل مقدار العائد الإضافي للمحفظة أو ما يسمى بعلاوة الخطر ومؤشر شارب يحدد العائد الإضافي الذي تحققه المحفظة المالية نظير كل وحدة واحدة من المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الإستثمار في المحفظة.

إن المحفظة التي تحمل أكبر قيمة ممكنة لمؤشر شارب هي المحفظة ذات الأداء الجيد.<sup>2</sup>

**2-2- نموذج ترينور:**

طور ترينور عام 1965 Treymor أول مقياس مركب composite measure لقياس أداء المحفظة متضمنا للمخاطرة Risk يستند هذا المؤشر للأداء على الملاحظة علاوة المخاطرة المتحققة لكل وحدة من المخاطرة وأطلق عليها المكافأة إلى التقلب (العائد - المخاطرة)، ميز بموجبه بين المخاطرة الكلية والمخاطرة النظامية لعوائد الأوراق المالية وبموجب هذا المقياس فإنه كلما زادت النسبة كان الأداء أفضل لهذا تدرج المحافظ من حيث الأفضلية من الأعلى إلى الأدنى ويعطى كمايلي:<sup>3</sup>

$$T = \frac{ERP - ERF}{\beta\rho} \dots \dots \dots (03)$$

حيث أن:

RP: معدل عائد المحفظة.

RF: معدل العائد الخالي من المخاطرة.

$\beta$ : بيتا المحفظة.

<sup>1</sup>: شمترى نوري موسى وآخرون، إدارة الإستثمار، الطبعة الأولى، درا المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012، ص197.  
<sup>2</sup>: بوزيد سارة، إدارة المحفظة المالية على مستوى البنك التجاري-دراسة حالة بنك BNP PARIBAS، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية علوم إقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2006-2007، بدون ترقيم.  
<sup>3</sup>: محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الإستثمار، الطبعة الأولى، دار أترأ للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص436-437.

### 2-3- نموذج جنسن:

قدم جنسن نمودجا لقياس أداء محفظة الأوراق المالية عرف بمعامل " ألفا"، "α" وتقوم فكرة النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد.

**المقدار الأول:** يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد الخالي من المخاطرة ويطلق عليه العائد الإضافي.

**المقدار الثاني:** يمثل حاصل ضرب معامل β في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الإستثمار الخالي من الخطر، والتي يطلق عليها " علاوة خطر السوق". والنموذج يأخذ الشكل التالي:<sup>1</sup>

$$\alpha = (KP - KF) - \beta(KM - KF) \dots \dots \dots (04)$$

KM: متوسط عائد السوق.

وعندما نرغب بقياس المحفظة نعتمد على البيانات المتوفرة عنها من خلال إستخدام تحليل الانحدار يتم إستخدام قيمة α التي من خلالها نقيس الأداء للمحفظة، فإذا كانت قيمة α أكبر من الصفر فإن المحفظة كفؤة مقارنة بمحفظة السوق، وإذا كانت أقل من الصفر فإن المحفظة غير كفؤة مقارنة بمحفظة السوق أما إذا كانت النتيجة صفر فمعنى ذلك أن أداء المحفظة مساوي لأداء محفظة السوق.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>: بن عيسى الهام، بن زايد خيرة، تأثير سلوك المستثمر على العوائد الأصول في البورصات العربية الكويت، عمان والمغرب خلال الفترة 2015-

2016، مذكرة تخرج نيل شهادة الماستر في العلوم الإقتصادية، تخصص نقود، بنوك ومالية دولية، معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير المركز الجامعي بلحاج بوشعيب، عين تيموشنت، 2016-2017، ص28.

<sup>2</sup>: دريد كامل ال شبيب، إدارة المحافظ الإستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2010، ص218.



### المبحث الثالث: الدراسات السابقة

تعد صناديق الإستثمار الإسلامية إحدى آليات الإستثمار في الأسواق المالية، فهي تتوفر على مزايا دفعت إلى الإقبال عليها مما أدى إلى إنتشارها ونموها في الوقت الحالي. حيث اكتسبت أهمية كبيرة على مختلف الأصعدة، الأمر الذي دفع بالباحثين في البحث في هذا الموضوع؛ وسوف يتم التطرق في هذا المبحث إلى الدراسات التي تم الإطلاع عليها ذات الصلة بموضوع بحثنا التي كانت عبارة عن دراسات (مذكرات، رسائل) محكمة حيث تم تقديمها وفقا لتسلسلها الزمني.

**المطلب الأول: عتروس صبرينة: "إطار مقترح لتفعيل دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تطوير نشاط المصارف الإسلامية - دراسة حالة عينة من سوق الأسهم السعودي-(2016-2017).<sup>1</sup>**

هذه الدراسة عبارة عن رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الإقتصادية تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، حيث عالجت هذه الدراسة إشكالية "كيف تساهم الصناديق الإستثمارية الإسلامية في تطوير نشاط المصارف الإسلامية؟"

تهدف هذه الدراسة إلى دراسة وتقييم ظاهرة تكوين الصناديق الإستثمارية الإسلامية ودراسة المعوقات التي تواجه نشاط المصارف الإسلامية خصوصا النشاط الإستثماري وسبل مواجهتها أو إدارتها بالإضافة إلى اقتراح الحلول الملائمة للقضاء أو الحد من هذه المعوقات من خلال الدور الذي تؤديه الصناديق الإستثمارية الإسلامية في دعم عمل المصارف الإسلامية.

وقد خلصت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج نستعرض أهمها فيمايلي:

✓ تعتبر صناديق الإستثمار الإسلامية حديثة النشأة فهي لا تعود إلا إلى عدد قليل من السنوات ولكنها تطورت عالميا إلى أن تجاوز عددها 1000 صندوق إستثمار في الربع الأول من سنة 2014 بحجم أصول فاق 73 مليار دولار أمريكي، وتركزت أصول هذه الصناديق من الناحية الجغرافية في المملكة العربية السعودية، حيث إستحوذت هذه الأخير على نسبة 40% من إجمالي أصول الصناديق الإستثمارية بنهاية 2014 متفوقة بذلك على ماليزيا التي بلغت 25%؛

✓ تتعدد أنواع الصناديق الإستثمارية الإسلامية بتعدد رغبات وتفضيلات المستثمرين كما هو الحال في الصناديق التقليدية؛

✓ تلقت صناديق الإستثمار الإسلامية وصناديق الإستثمار التقليدية في العديد من النقاط وتختلف في نقاط أخرى أهمها: مجالات الإستثمار، صيغ التمويل (الأدوات الإستثمارية)، وجود هيئات للإفتاء والرقابة الشرعية على الصناديق؛

<sup>1</sup>: عتروس صبرينة، **إطار مقترح لتفعيل دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تطوير نشاط المصارف الإسلامية**، دراسة حالة عينة من السوق السعودي، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الإقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016-2017.

✓ بإمكان الصناديق الإستثمارية الإسلامية أن تدعم الإستثمار المصرفي الإسلامي في إطار المضاربة الشرعية من خلال جذب وتجميع مدخرات الأفراد، تمكين المصارف من الدخول في استثمارات متنوعة ومواكبة للتطورات الإستثمارية في المجال المحلي والعالمي، الإعلان والترويج للمصارف ولنشاطاتها مما يساعد على زيادة الإقبال عليه.<sup>1</sup>

ثانيا: **المطلب الثاني: زهرة مرحباوي، فتحة حلايمية: "دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تفعيل أداء البنوك الإسلامية دراسة حالة شركة الراجحي المالية. (2016-215).**

هذه الدراسة عبارة عن مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات النجاح في شهادة الماستر أكاديمي شعبة علوم تجارية تمويل مصرفي، هذه الدراسة عالجت إشكالية " ما مدى مساهمة صناديق الإستثمار في تفعيل أداء البنوك الإسلامية (بنك الراجحي السعودي)؟

تهدف هذه الدراسة إلى بيان أهمية صناديق الإستثمار الإسلامية بمختلف أنواعها وأهم أساليبها الإستثمارية ومميزاتها ومنافعها للمستثمرين وإبراز الدور الذي تلعبه هذه الصناديق في تنشيط البنوك الإسلامية بالإضافة إلى التأكيد على الدور الذي يلعبه التمويل الإسلامي سواءً كان عن طريق البنوك الإسلامية أو صناديق الإستثمار الإسلامية في دعم مختلف قطاعات الإقتصاد إلى جانب إبراز المفاهيم الأساسية للبنوك الإسلامية وصناديق الإستثمار الإسلامية مع بيان أهم مجالات عمل صناديق الإستثمار الإسلامية مقارنة بالتقليدية.

وخلصت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج يمكن إدراجها كمايلي:

- ✓ تعتمد صناديق الإستثمار الإسلامية على أسس وضوابط الشريعة الإسلامية في مختلف معاملاتها؛
- ✓ تتمتع صناديق الإستثمار الإسلامية بشخصية إعتبارية مستقلة تماما عن البنك الذي تم إنشاؤها فيه؛
- ✓ تتنوع صناديق الإستثمار الإسلامية؛ بحيث أنها توفر العديد من قنوات الإستثمار للراغبين في الإستثمار في مختلف قطاعات الإقتصاد، كما أنها تحتوي على أدوات الإستثمارية شرعية للأسهم وسندات شرعية؛

✓ تستفيد البنوك الإسلامية من أرباح صناديق الإستثمار التي أنشأتها وبالتالي فهي تعتبر مصدر من مصادر أرباحها بحيث أنها تقلل من المخاطر وتزيد من الأرباح.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>: عتروس صبرينة، **المرجع السابق**.

<sup>2</sup>: زهرة مرحباوي، فتحة حلايمية، **دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تفعيل أداء البنوك الإسلامية دراسة حالة شركة الراجحي المالية**، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، شعبة العلوم التجارية، تخصص تمويل مصرفي، ميدان العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي التبسي، تبسة، 2016/2015.

المطلب الثالث: عائشة حيمود، هاجر حيمورة: "دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الناشئة-دراسة حالة سوق الأسهم السعودي" (2015-2016).<sup>1</sup>

هذه الدراسة عبارة عن مذكرة تخرج لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الإقتصادية تخصص تمويل التنمية. حيث عالجت هذه الدراسة إشكالية "ما مدى مساهمة صناديق الإستثمار الإسلامية في الرفع من أداء سوق الأوراق المالية الناشئة".

تهدف هذه الدراسة إلى البحث عن الموضوعات الخاصة بالأزمة المالية الراهنة التي جعلت المنتجات المالية الإسلامية تحظى بالاهتمام البالغ على غرار صناديق الإستثمار الإسلامية بالإضافة إلى تحليل وإبراز مدى مساهمة صناديق الإستثمار الإسلامية في الرفع من أداء سوق الأسهم السعودي والتعرف على أوجه الاختلاف بين صناديق الإستثمار الإسلامية وصناديق الإستثمار التقليدية ودورها في تفعيل سوق رأس المال.

وقد خلصت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج تتمثل في:

- ✓ تعد صناديق الإستثمار الإسلامية من الأدوات الإستثمارية الإسلامية المستحدثة التي ظهرت مع تسارع وتيرة ظهور الإبتكارات المالية؛
- ✓ تحتل صناديق الإستثمار الإسلامية مكانة هامة في الأسواق المالية نظرا لأهميتها الكبيرة؛
- ✓ سوق الأسهم السعودي لا يمتلك المقومات الرئيسية للكفاءة والتي من أبرزها عدم إمكانية الحصول على معلومات الشركات وأسهمها بسهولة.

المطلب الرابع: بوشلاغم نورالدين: "دراسة مقارنة بين صناديق الإستثمار التقليدية والإسلامية"

(2013-2013).<sup>2</sup>

هذه الدراسة هي عبارة عن مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية تخصص إقتصاد ومالية دولة، حيث عالجت هذه الدراسة إشكالية "ما مكانة ودور كل من صناديق الإستثمار التقليدية والإسلامية في الإقتصاد الراهن باعتبارها صيغة من صيغ الإستثمار الحديثة وأداة موجهة لإعادة تعبئة الإدخار من طرف جميع فئات المجتمع كبار وصغار المستثمرين وكيف يتم تقييم أداءها؟".

تهدف هذه الدراسة إلى عرض شامل ومفصل لصناديق الإستثمار التقليدية والإسلامية باعتبارها صيغة من صيغ الإستثمار الحديثة خاصة الإسلامية منها وبيان دور صناديق الإستثمار الإسلامية والتقليدية في تعبئة الإدخار وإعادة توجيهه لبناء الإقتصاد. كما تعرضت لطرق وكيفيات تقييم الأداء وإجراء مقارنة بين صناديق الإستثمار التقليدية والإسلامية.

<sup>1</sup>: عائشة حيمود، هاجر حيمورة، دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الناشئة، دراسة حالة سوق الأسهم السعودي، مذكرة تخرج لإستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الإقتصادية، تخصص تمويل تنمية، قسم العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945، قالمة، 2015/2016.

<sup>2</sup>: بوشلاغم نورالدين، دراسة مقارنة بين صناديق الإستثمار التقليدية والإسلامية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص إقتصاد المالية الدولية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية، جامعة وهران، 2013/2012.

- وقد خلصت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج يمكن إبرازها فيما يلي:
- ✓ على الرغم من حداثة صناديق الإستثمار الإسلامية إلا أن لها من الدور والأهمية البارزين كمنظيرتها التقليدية خاصة بعدما أصبحت تلعب دوراً مهماً في بعض الإقتصاديات الحديثة والنامية مثل اقتصاديات دول الشرق الأوسط وماليزيا؛
  - ✓ هناك تباين بين دور ومكانة صناديق الإستثمار الإسلامية والتقليدية وهذا راجع إلى حداثة وصغر حجم هذه الأخيرة عن سابقتها؛
  - ✓ يتم تقييم صناديق الإستثمار عن طريق مقياسين هما شارب وترينور؛
  - ✓ تعتبر الصناديق الإستثمارية الإسلامية أفضل الوسائل المتاحة لدى البنوك للعمل وفق الشريعة الإسلامية؛
  - ✓ من الضروري وجود هيئات شرعية لكل مصرف بل لجان مراقبة لإبرام العقود.<sup>1</sup>

#### المطلب الخامس: الدراسة الخامسة والتعليق على الدراسات السابقة.

أولاً: الدراسة الخامسة: كحلي فتيحة: "تقييم أداء صناديق الإستثمار الإسلامية دراسة تجارب بعض الدول العربية (2010-2011)"<sup>2</sup>

هذه الدراسة هي عبارة عن مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص محاسبة ومالية عالجت هذه الدراسة إشكالية "ما مدى فعالية أداء صناديق الإستثمار الإسلامية مقارنة بصناديق الإستثمار التقليدية على مستوى الدول العربية؟".

تهدف هذه الدراسة إلى محاولة التعرف على المبادئ والمفاهيم المتعلقة بصناديق الإستثمار سواء كانت تقليدية أو إسلامية وإظهار أهمية وجود صناديق الإستثمار الإسلامية تعمل بأساليب شرعية كبديل عن صناديق الإستثمار التقليدية، إلى جانب إظهار أهمية وجود الصناديق الإستثمارية بالنسبة للاقتصاد الوطني ككل وكذا بالنسبة للمستثمرين من مؤسسات وأفراد، بالإضافة إلى عرض الإستفادة من خبرات الدول العربية في إنشاء صناديق إسلامية ودعمها بمؤسسات شرعية متمكنة، كما تعرضت لمقارنة أداء صناديق الإستثمار الإسلامية مع أداء صناديق الإستثمار التقليدية ومعرفة أفضل الصناديق أداء خلال مرحلة الأزمة المالية العالمية.

وقد خلصت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- ✓ يقتصر الإستثمار في الصناديق التقليدية على الأوراق المالية المصدرة من مختلف الشركات، على عكس الصناديق الإسلامية التي تستثمر المدخرات إستثماراً حقيقياً بالإضافة إلى الإستثمار في

<sup>1</sup>: بوشلاغم نوالدين، المرجع السابق.

<sup>2</sup>: فتيحة كحلي، تقييم أداء صناديق الإستثمار الإسلامية دراسة تجارب بعض الدول العربية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص محاسبة ومالية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2011/2010.

- الأوراق المالية، وبذلك تعد الصناديق الإسلامية صناديق إستثمار بالمعنى الحقيقي على عكس الصناديق التقليدية فهي بمثابة صناديق توظيف للأموال؛
- ✓ تتنوع صناديق الإستثمار بحسب هيكل رأسمالها، أهدافها، أساليبها، إدارتها، نوعية مكوناتها، مدى إستثمارها، طريقة توزيع العائد فيها وسياستها الإستثمارية؛
- ✓ يؤدي مدير الصندوق الدور الرئيسي في تحقيق الصندوق لأهدافه؛
- ✓ تدار أغلب صناديق الإستثمار المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية عن طريق المضاربة أو الوكالة بأجر؛
- ✓ عرفت صناعة صناديق الإستثمار الإسلامية تطوراً ملحوظاً واستمر نموها في ظل الأزمة المالية العالمية مما أدى إلى تصفية عدد كبير منها وتراجع حجم الأموال المدارة فيها؛
- ✓ تعتبر تجربة السعودية رائدة في مجال صناعة الصناديق الإسلامية فهي تحتل المرتبة الأولى عربياً والثانية عالمياً، ومن خلال تقييم الصناديق الإستثمارية بها أظهرت الصناديق الإسلامية تقوفاً في الأداء على نظيرتها التقليدية خاصة من خلال فترة الأزمة المالية.<sup>1</sup>

#### ثانياً: التعليق على الدراسات السابقة

من خلال ما تم عرضه في هذا المبحث والمتعلق بالدراسات السابقة المرتبطة بموضوع بحثنا والتي تم عرضها وفقاً لتسلسلها الزمني نظراً للأهمية التي تحظى بها صناديق الإستثمار الإسلامية في الوقت الحالي فهذه الدراسات تعتبر منطلقاً لدراستنا والتي تتشابه إلى حد ما معها خاصة في الجانب النظري من ناحية دراستها لمختلف المفاهيم الخاصة بصناديق الإستثمار الإسلامية، وكذلك تعرضها إلى إدارة صناديق الإستثمار الإسلامية وعملياتها ومختلف سياساتها الإستثمارية، بالإضافة إلى أساليب تقييم أداء هذه الصناديق، وقد اعتمدنا في بعض من الأحيان كمراجع لدراستنا، أما من الناحية التطبيقية فإن هذه الدراسات تختلف مع دراستنا كون هذه الأخيرة دراسة تهدف إلى تحديد وقياس فعالية الإدارة وما تعود به على صناديق الإستثمار الإسلامية من ناحية نجاحها وهذا ما لم يتم التطرق إليه في الدراسات التي تم عرضها، إلا أن في بعضها ما يتوافق مع مكان إجراء الدراسة والتي استهدفت السوق السعودي كعينة للدراسة، حيث استفدنا في الحصول على معلومات تخص السوق السعودي من حيث نشأة وتطور السوق وهيكلته.

وعليه يمكن القول بأن دراستنا هي امتداد لهذه الدراسات كونها تهدف إلى إدارة صناديق الإستثمار الإسلامية التي تعد جزءاً لا يتجزأ من هذه الدراسة نظراً لأهميتها البالغة والتي تساهم في تحقيق المدير للأهداف المرجوة.

<sup>1</sup>: فتحة كحلي، المرجع السابق.

## خلاصة الفصل

من خلال ما تم عرضه يمكن أن نستنتج أن صناديق الاستثمار الإسلامية عبارة عن أوعية مالية إدارية تعمل على تجميع الأموال ونقلها من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز وهذا من خلال إنشاء صندوق مشترك وبذلك فقد أطلق عليها الصناديق التشاركية، حيث تعمل وفق آلية الإستثمار الجماعي لمجموعة من أموال المستثمرين وفق إحدى الصيغ المناسبة والتي تتوافق مع أحكام وشروط الشريعة الإسلامية السمحاء، إذ تعد هذه الصناديق من الأدوات المالية الجديدة أو إحدى مخرجات الهندسة المالية الإسلامية والتي ظهرت حديثاً وتميزت وتطورت تطوراً هائلاً على حساب صناديق الاستثمار التقليدية التي لا تلبى رغبة المجتمعات الإسلامية التي تهدف لاجتناب الشبهات والابتعاد عن الربى وكل ما يتنافى مع أحكام الشريعة الإسلامية.

تعتبر صناديق الإستثمار الإسلامية من أهم الأدوات الإستثمارية في الوقت الحاضر وذلك لميزاتها، إذ تسمح بإدارة أموال الأفراد الذين لا يملكون الخبرة الكافية لإدارة استثماراتهم حيث توفر هذه الصناديق إدارة متخصصة ومشرفة ذات كفاءة ما يسمح لهم بتجنب المخاطر وتحقيق العوائد المراد تحقيقها.

## الفصل الثاني

الدراسة التطبيقية دراسة

حالة: عينة من السوق

المالي السعودي لصناديق

الإستثمار الإسلامية

2020/2017

**تمهيد:**

تتميز صناديق الإستثمار الإسلامية بخصائص جعلتها تحظى بالشعبية لدى المجتمعات المسلمة والغير المسلمة وهذا راجع لكونها تساهم في تحقيق التنوع الفعال ما يؤدي إلى خفض المخاطر وبالتالي فإن حملة الوحدات الإستثمارية يحصلون على عوائد مجزية، بالإضافة إلى رفع آفة الربا عن المجتمعات الإسلامية. ونظرا لكون المملكة العربية السعودية الدولة العربية السبابة في خوض أول تجربة إنشاء الصناديق الإستثمارية، فإننا اخترنا أن تكون الدراسة التطبيقية الخاصة بدراستنا في السوق المالي السعودي كونه يوفر لنا البيئة المناسبة لإجراء هذه الدراسة محاولين بذلك معرفة الدور الذي تلعبه إدارة صناديق الإستثمار في تفعيل صناديق الإستثمار الإسلامية والتأثير على الصناديق التي تخضع لضوابط المنهج الإسلامي. وهذا من خلال تطرقنا للمباحث التالية:

- **المبحث الأول:** صناديق الإستثمار الإسلامية في السوق المالي السعودي؛
- **المبحث الثاني:** صناديق الإستثمار الإسلامية المختارة محل الدراسة؛
- **المبحث الثالث:** تقييم أداء صناديق الإستثمار محل الدراسة، عرض وتحليل النتائج ومناقشتها.



## المبحث الأول: صناديق الإستثمار في السوق المالي السعودي

يتميز السوق المالي السعودي بخصائص ومزايا متعددة جعلته من أكبر الأسواق المالية العربية، نظرا لقيامه بتطبيق أنظمة الكترونية حديثة تساهم في تسريع وتسهيل معاملاته. فمن خلال هذا المبحث سنحاول التعرف على نشأة وتطور السوق المالي السعودي كونه يعتبر الإطار التطبيقي لدراستنا، وكذلك التعرف على نظام السوق المالي ومختلف اللوائح التنفيذية الخاصة بالسوق ومكوناته كما أنه سيتم التطرق لصناديق الإستثمار في السوق المالي السعودي وذلك من خلال عرض صناديق الإستثمار في المملكة العربية السعودية وأساليب إدارة الصناديق وأنواعها.

### المطلب الأول: نشأة وتطور السوق المالي السعودي

تعود نشأة سوق الأسهم السعودي إلى عام 1934م بداية تأسيس أول شركة مساهمة سعودية والمتمثلة في " المؤسسة العربية السعودية "، غير أن السوق لم تأخذ شكلها التنظيمي وبعدها المؤسسي إلا في نهاية السبعينيات على إثر تبني المملكة سياسة إقتصاد السوق الحر، وما نتج عنه من تزايد في عدد مؤسسات المساهمة، وقد تزامن ذلك مع قيام حكومة المملكة بدمج مؤسسات الكهرباء الخمسة في المؤسسة الموحدة للكهرباء بتوزيع أسهم إضافية دون مقابل على مساهميها وقيامها أيضا بتحويل ملكية البنوك الأجنبية العاملة في المملكة لفائدة القطاع الخاص، وهذا ما ساهم في تزايد عدد الأسهم المتاحة للتداول بين جمهور المستثمرين.<sup>1</sup> ومن ثم نشأت الحاجة إلى التداول في الأسهم، وبالتالي نشأ سوق غير رسمي لدى مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة في بيع وشراء الأسهم، ونظرا لعدم وجود الأسس السليمة التي تتعامل بها المكاتب استمر التداول في إطار محدود إلى بداية الثمانينات، ففي عام 1984م أصدر الأمر السامي رقم 8/1230 المتعلق بإنشاء الشركة السعودية لتسجيل الأسهم (S.S.R.C) من قبل البنوك المحلية والتي تشرف عليها مؤسسة النقد العربي السعودي عام 1985م وأوكلت الدولة موضوع تداول الأسهم، وأصبحت المؤسسة النقد العربي السعودي، وتم إيقاف المكاتب عن طريق مكاتب غير مرخصة وأصبحت المؤسسة تقوم بدور الإشراف والرقابة لحماية سوق الأسهم من الآثار العكسية لفرط التوقعات بالإضافة إلى القيام بتطويرها لتصبح سوق مالية ناضجة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>: زريف لمياء، سلطاني مفيدة، **كفاءة الأسواق المالية وأثرها على القيمة السوقية للسهم**، دراسة حالة سوق الأسهم السعودية الفترة الممتدة من 2004 إلى 2014، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية المؤسسات، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945، قالمة، 2013-2012، ص72.

<sup>2</sup>: الموقع الإلكتروني:

وفي النصف الثاني من عام 1990م بدء العمل بنظام تداول الأسهم الإلكتروني (ESIS) الذي يعتبر من بين أوائل أنظمة التداول الإلكتروني في العالم وهذا لتمييزه بالقدرة على التكيف والمرونة مع ظروف المملكة وحاجات ومتطلبات البنوك والشركات والمستثمرين. وترافق مع بداية تطبيق النظام البدء والسماح للبنوك بإنشاء صناديق الإستثمار بالأسهم المحلية في عام 1992م كأول سوق في المنطقة يقوم بتطبيق هذا النوع من الصناديق حتى أصبح عدد هذه الصناديق (15) صندوقاً بلغ حجمها أكثر من (25) مليار ريال تدار جميعها من قبل البنوك المحلية.

وقد شهد هذا النظام نقلة نوعية جديدة له عندما تم تطويره وإدخال تقنيات متقدمة وإضافة مزايا وخصائص جديدة عليه في 2001/10/06م وقد كان لهذه التطورات والتحسينات الجديدة على النظام أثر كبير على السوق والمستثمرين لما وفرته من مزايا جديدة ومتنوعة، إذ وفر نظام (تداول) مرونة كبيرة في تنفيذ أوامر الشراء والبيع في نفس اليوم مكن الشركات من إدخال إعلاناتها وبياناتها المالية ونشرها عبر موقع تداول على شبكة الإنترنت، كما وسمح النظام الجديد بإمكانية بيع وشراء الأسهم عبر الإنترنت<sup>1</sup>. وبموجب نظام السوق المالية الصادرة بالمرسوم الملكي رقم (م/30) وتاريخ 1424/06/02هـ تأسست هيئة السوق المالية وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري مهمتها الإشراف على تنظيم وتطوير السوق المالية وإصدار اللوائح والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية<sup>2</sup>.

وتنفيذاً للمادة العشرين من نظام السوق المالية التي تقضي بتأسيس "تداول" باعتبارها شركة مساهمة وافق مجلس الوزراء في الجلسة المنعقدة يوم الإثنين 29 صفر 1428هـ الموافق لـ 19 مارس 2007، على تأسيس شركة السوق المالية السعودية للأوراق المالية وتداولها حيث يبلغ رأس مال تداول 1200.000.000 ريال سعودي مقسم إلى 120.000.000 سهم جميعها متساوية القيمة وتبلغ القيمة الإسمية لكل منها 10 ريال سعودي، جميعها أسهم نقدية اكتتبت فيها كلها صندوق الإستثمارات العامة بالإضافة إلى ذلك انضمت تداول كعضو منتسب في المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية وكعضو في الإتحاد الدولي للبورصات<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>: جما زين عبد السحيمي، "سوق الأسهم السعودية مسيرة حافلة بالتطور والإنجازات"، مجلة تداول، سوق الأسهم السعودية العدد الثاني، خريف 2020، ص2.

<sup>2</sup>: هيئة السوق المالي السعودي الموقع الإلكتروني:

[http://cma.org.sa/03/03/2020\\_14:19](http://cma.org.sa/03/03/2020_14:19).

<sup>3</sup>: متوفر على الموقع الإلكتروني لتداول:

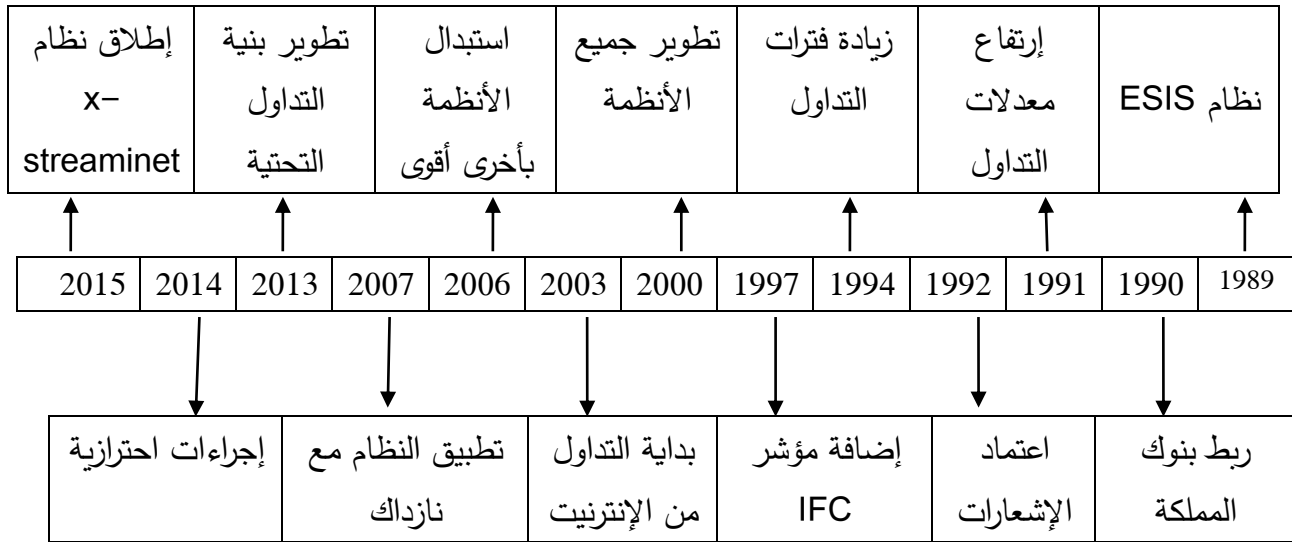
[http://www.tadawul.com.sa,03/03/2020\\_14:19](http://www.tadawul.com.sa,03/03/2020_14:19).

وفي أواخر عام 2013م وقعت السوق المالية السعودية إتفاقية مع شركة NASDAQ العالمية والرائدة في مجال البرمجيات والأنظمة الخاصة بالأسواق المالية عقداً تقوم بموجبه الشركة بتحديث وتطوير بنية التداول التحتية وترقيتها من نظام SAXESS إلى نظام X-STREAMINET والذي يتميز بسرعه الفائقة وقدراته الإستيعابية العالية.<sup>1</sup>

كما اعتمدت السوق المالية العديد من الإجراءات الاحترازية التي تساعد على تعزيز أمن وسلامة العمليات وتطبيق أفضل المعايير المهنية لخطط سلامة واستمرارية أعمالها (BUSINESS COMTINUITY) وهذا عام 2014م. وفي عام 2015 أعلنت السوق المالية السعودية " تداول" أنها ستطلق نظام التداول الجديد X-STREAMINET يوم الأحد 13 سبتمبر 2015.

ويمكن إيضاح التطور التاريخي للسوق المالي السعودي من خلال الشكل التالي.

الشكل(06): التطور التاريخي للسوق المالي السعودي.



من إعداد الطالبان بالإعتماد على الموقع الإلكتروني.

Source :[http://www.argaam.com/ar/article/artical\\_detail/id/386293,5/03/2020,14:05](http://www.argaam.com/ar/article/artical_detail/id/386293,5/03/2020,14:05).

من خلال الشكل أعلاه يتضح لنا أن السوق المالية السعودية مر تطورها بعدة مراحل وقد شهدت طفرة نوعية في مجال التداول حيث تعتمد حالياً على أحدث الأنظمة التي تساعد على أمن وسلامة المعلومات وهذا بفضل السرعة الفائقة والقدر الإستيعابية لنظام X-STREAMINET المعتمد في عملية التداول بدأ من سنة 2015.

#### المطلب الثاني: نظام السوق المالي السعودي واللوائح التنفيذية الخاصة بالسوق ومكوناته

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى النظام الذي يحكم تداول الأسهم في سوق الأسهم السعودي واللوائح التنفيذية التي تنظم عملية تداول الأسهم في المؤسسات المالية السعودية بالإضافة إلى مكونات السوق المالي السعودي.

<sup>1</sup>: الموقع الإلكتروني

## أولاً: نظام السوق المالية<sup>1</sup>

للمعمل على وجود سوق منظمة وعادلة وتعمل بشفافية لتواكب التطورات الراهنة في الأسواق المالية الدولية الأخرى صدر نظام السوق المالي بموجب المرسوم الملكي (م/30) بتاريخ 1424/06/02 هـ الموافق لـ 2007/07/31م وصيغت مواد النظام بهدف تنظيم السوق المالي وتطويره، وتنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبة تداولها ومراقبة أعمال الجهات المرخصة من الهيئة للقيام بأعمال الأوراق المالية إضافة إلى حماية المواطنين المستثمرين من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة. وبموجب هذا النظام أنشأت هيئة السوق المالية، وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء تتولى الإشراف على تنظيم وتطوير السوق المالية، وإصدار اللوائح والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام هذا النظام.

تتمتع الهيئة بمجموعة من الصلاحيات نذكر منها:<sup>2</sup>

- ✓ تنظيم السوق المالية وتطويرها والعمل على تنمية وتطوير أساليب الأجهزة العاملة في تداول الأوراق المالية وتطوير الإجراءات الكفيلة بالحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات بالأوراق المالية؛
- ✓ حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة وغير السليمة التي تنطوي على الاحتيال أو الخداع أو الغش أو التلاعب؛
- ✓ العمل على تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية في معاملات الأوراق المالية؛
- ✓ تطوير وتنظيم ومراقبة إصدار وتداول الأوراق المالية وأنشطة الجهات الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية.

وكما جاء في المادة السابعة من نظام السوق المالية يكون للهيئة مجلس يسمى بمجلس هيئة السوق المالية يتألف من 5 أعضاء متفرغين على أن يكونوا أشخاص طبيعيين سعوديين من ذوي الخبرة والإختصاص يتم تعيينهم بأمر ملكي، وتكون مدة العضوية في المجلس 5 سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة، يضع المجلس اللوائح الداخلية للهيئة وكيفية تنظيم وظائفها ومهامها، وتحدد اللوائح والتعليمات التي يقرها مجلس هيئة الإجراءات المتعلقة بعقد اجتماعات مجالس إدارة السوق ومركز الإيداع والمقاصة، وكيفية إتخاذ القرارات فيها وخطط تسيير أعمالها، والصلاحيات والمهام المنوطة بكل من مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، وتعين السوق ومركز الإيداع والمقاصة مديراً تنفيذياً لها بعد أخذ موافقة المجلس، ويحظر على المدير التنفيذي القيام بأي عمل حكومي أو تجاري آخر، أو أن تكون له مصلحة مع أي من أعضاء السوق أو مركز الإيداع أو مركز المقاصة التي تعمل لديه ويكون إعفاء المدير التنفيذي من منصبه بقرار من الجهة التي يعمل لها.<sup>3</sup>

<sup>1</sup>: هيئة السوق المالية، نظام السوق المالية الصادر بموجب المرسوم الملكي (م/30)، متوفر على الموقع [www.cma.org.sa](http://www.cma.org.sa), 11/03/2020, 19 :05.

<sup>2</sup>: الموقع الإلكتروني

<http://an77.y007.com/t328-topic>, 11/03/2020, 19 :30.

<sup>3</sup>: هيئة السوق المالية، الأنظمة واللوائح، نظام السوق المالية، متوفر على الموقع الإلكتروني [www.cma.sa](http://www.cma.sa).

وفيما يلي سيتم وضع بطاقة فنية للتعريف بهيئة السوق المالية:

**جدول رقم 01: معلومات خاصة بهيئة السوق المالي السعودي**

معلومات خاصة بهيئة السوق المالي السعودي	
الاسم	هيئة السوق المالي السعودي
	SaudiArabian capital market authority
تفاصيل الوكالة الحكومية	
تاريخ التأسيس	2 جمادى الثاني 1424 هـ
المركز	الرياض
الإدارة	المدير التنفيذي: محمد بن عبد الله القونز الرئيس
موقع الإلكتروني	<a href="http://cma.org.sa/em/pages/default.aspx">http://cma.org.sa/em/pages/default.aspx</a>

المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على المعلومات المتوفرة على الموقع الإلكتروني لهيئة السوق السعودي.

[www.cma.org.sa](http://www.cma.org.sa),11/0/2020,19:19.

وقد أطلق مجلس الشؤون الاقتصادية والتنمية في المملكة العربية السعودية بتاريخ 2017/04/24 عشرة برامج تنفيذية لتحقيق رؤية 2030، من أبرزها برنامج تطوير القطاع المالي، الذي سيدعم تنمية الإقتصاد الوطني ويساهم في تحقيق أهداف البرنامج الأخرى للرؤية. يتمحور دور البرنامج في تطوير قطاع مالي متنوع وفعال، لدعم الإقتصاد الوطني وتنويع مصادر الدخل وتحفيز الإدخار والتمويل والإستثمار، من خلال تطوير وتعميق مؤسسات القطاع المالي، وتطوير السوق المالية السعودية لتكوين سوق مالية متقدمة، بما لا يتعارض مع الأهداف الإستراتيجية للحفاظ على استقرار ومثانة القطاع المالي، وانطلاقاً من مبدأ إقتصاد مزدهر ووطن طموح الذين يندرجان ضمن محاور رؤية 2030 انبثق عن برنامج تطوير القطاع المالي ثلاثة أهداف رئيسية وهي:

- ✓ تطوير سوق مالية متقدمة؛
- ✓ تمكين المؤسسات المالية من دعم ونمو القطاع الخاص؛
- ✓ تعزيز وتمكين التخطيط المالي (الإدخار وما إلى ذلك)<sup>1</sup>؛

<sup>1</sup>: وثيقة برنامج تطوير القطاع المالي؛ هيئة السوق المالية، الخطة الاستراتيجية للسوق المالية " برنامج تطوير القطاع المالي، متوفر على الموقع الإلكتروني.

## ثانيا: اللوائح التنفيذية للسوق المالي السعودي الخاصة بصناديق الإستثمار<sup>1</sup>

يقصد باللوائح التنفيذية مجموعة القواعد والتعليمات والإجراءات التي تصدرها الهيئة لتطبيق أحكام ونظام السوق المالي، وقد عملت الهيئة على إعداد اللوائح التنفيذية بعد أخذ مرئيات المختصين من الجهات الحكومية والقطاع الخاص، وقد أصدر مجلس الهيئة اللوائح التنفيذية الآتية، حيث سيتم تناول أهم اللوائح الخاصة بصناديق الإستثمار من بين 30لائحة نصت عليها الهيئة.

### 1- لائحة صناديق الإستثمار<sup>2</sup>

تهدف هذه اللائحة إلى تنظيم تأسيس صناديق الإستثمار وتسجيلها وطرح وحداتها وإدارتها وعملياتها والإشراف على جميع النشاطات المرتبطة بها في المملكة، لا تخل هذه اللائحة بأحكام النظام أو لوائحه التنفيذية بما في ذلك الأحكام الواردة في لائحة سلوكيات السوق ولائحة الأشخاص المرخص لهم ولائحة أعمال الأوراق المالية. يجب على كل شخص يرغب في طرح وحدات صندوق إستثمار أو تأسيس صندوق إستثمار في المملكة الإلتزام بأحكام هذه اللائحة.

كما أنه يجب على مدير الصندوق أو أمين الحفظ وموزع وصانع سوق ومقدم مشورة أو أي عضو من أعضاء مجالس إدارة صناديق الإستثمار في المملكة الإلتزام بأحكام هذه اللائحة، وطبقا لما جاء في المادة الرابعة والخامسة من هذه اللائحة فإن للهيئة إعفاء أي شخص خاضع لهذه اللائحة من تطبيق أي من أحكامها كليا أو جزئيا بناء على طلب تتلقاه منه، أو بمبادرة منها، كما تفرض مقابل مالي على مدير الصندوق والموزع وفقا لما تحدده.<sup>3</sup>

### 2- لائحة صناديق الإستثمار العقاري<sup>4</sup>

تهدف هذه اللائحة إلى تنظيم تأسيس صناديق الإستثمار العقاري في المملكة وطرح وحداتها وحماية حقوق مالكيها وتطبيق قواعد الإفصاح والشفافية عليها. وعرفت هذه اللائحة صناديق الإستثمار العقاري بأنه برنامج إستثماري عقاري مشترك يهدف إلى إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعيا في أرباح البرنامج، ويديره مدير الصندوق مقابل رسوم محدودة يكون مسؤولا عن إدارة أصول الصندوق وحفظها، ويعين مدير الصندوق أعضاء مجلس إدارة الصندوق وأنواع الصندوق وأنواع صناديق الإستثمار العقاري.

<sup>1</sup>: هيئة السوق المالية، الأنظمة واللوائح، اللوائح التنفيذية، متوفر على الموقع.

<sup>2</sup>: هيئة السوق المالية، لائحة صناديق الإستثمار الصادرة بموجب القرار رقم 1-219-2006 تاريخ 2006/12/24 المعدلة بقرار مجلس هيئة رقم: 1-61-2016 تاريخ 2016/05/23م، ص8-9.

<sup>3</sup>: هيئة السوق المالية، المرجع السابق.

<sup>4</sup>: هيئة السوق المالية، لائحة صناديق الإستثمار العقاري الصادرة بموجب القرار 1-193-2006، بتاريخ 2007/07/15، ص 5-6.

### 3- لائحة صناديق الاستثمار العقارية المتداولة<sup>1</sup>

تهدف هذه التعليمات إلى تنظيم طرح وتسجيل وحدات صناديق الإستثمار العقارية المتداولة وإدارتها وعملياتها والإشراف على جميع النشاطات المرتبطة بها في المملكة، وعرفت هذه اللائحة صندوق الإستثمار العقاري المتداول على أنه صندوق مطروحة وحداته طرعا عاما وتتداول وحداته في السوق الرئيسية، هدفه الرئيسي الإستثمار في عقارات متطورة تطويراً إنشائياً، قابلة لتحقيق دخل دوري وتأجيري وتوزع نسبة محددة من صافي أرباح الصندوق نقداً على مالكي الوحدات في هذا الصندوق خلال فترة عملية، وذلك بشكل سنوي بحد أدنى.

### ثالثاً: مكونات النظام المالي السعودي<sup>2</sup>

يضم النظام المالي السعودي بوجه عام المؤسسات المالية والمصرفية وسوق رأس المال وذلك كمايلي:

#### 1- مؤسسة النقد العربي السعودي

تتبوأ مؤسسة النقد العربي السعودي، وهي المصرف المركزي للمملكة "قمة النظام المالي السعودي"، أنشأت بتاريخ 1952/04/20م، ومارست منذ نشأتها دوراً حيويًا في توطيد وتنمية الإقتصاد السعودي من خلال تطوير نظام نقدي للبلاد يتركز على إصدار وإدارة العملة الوطنية، وتعزيز نمو النظام المالي وضمان إستقراره، والمحافظة على استقرار الأسعار المحلية وسعر الصرف كما تقوم بإدارة احتياطات البلاد من النقد الأجنبي.

#### 2- المصارف التجارية

تطور النظام المصرفي في السعودية ليصبح واحداً من أكثر الأنظمة سلامة وكفاءة في العالم وبدأت نشأته مع اكتشاف النفط عام 1939م، حيث تم السماح لعدد كبير من المصارف الأجنبية بفتح فروع لها في المملكة، ولكن بدأ النظام المصرفي في مساره الحديث مع نشأة مؤسسة النقد العربي عام 1951م، حيث تم ترخيص إنشاء مصرفين محليين كبيرين هما البنك الأهلي التجاري وبنك الرياض، وتساهم المصارف السعودية في جهود التنمية التي تبذلها الحكومة وذلك من خلال الإستثمار في الأوراق المالية الحكومية التي توفر بدورها مزايا جذابة تشمل زيادة فرص الحصول على تسهيلات إعادة الشراء (REPO) التي تقدمها مؤسسة النقد العربي السعودي، وعائدات جيدة.

#### 3- مؤسسات الإقراض المتخصصة

تتشكل هذه المؤسسات قطاعاً مهماً من النظام المالي السعودي، تشمل: صندوق التنمية الصناعية السعودي، والبنك الزراعي العربي السعودي، صندوق التنمية العقارية، صندوق الإستثمارات العامة، بنك التسليف السعودي. وتقدم هذه المؤسسات القروض طويلة الأجل لقطاعات حيوية من الإقتصاد مثل

<sup>1</sup>: هيئة السوق المالية، تعليمات خاصة بصناديق الإستثمار العقارية المتداولة الصادرة بموجب القرار 6-130-2016 تاريخ 2016/10/24 المعدلة بقرار رقم 2-115-2018 تاريخ 2018/10/22، ص3-4.

<sup>2</sup>: محمد بن سلمان الجاسر، تطوير القطاع المالي لتحقيق نمو إقتصادي أفضل، ورقة عمل مقدمة للجلسة العامة للندوة الرؤية المستقبلية للإقتصاد السعودي حتى عام 2020، وزارة التخطيط، يومي 19-23 أكتوبر 2002، ص3-6-9-10.

الصناعة والزراعة والتنمية العقارية...مما شجع النمو القطاعي وتنويع الإقتصاد، وتمثل هذه الأموال مصدرا كبيرا للمدخرات الوطنية.

#### 4- سوق رأس المال

بالإضافة إلى توسع دور القطاع المصرفي، بذلت الحكومة جهوداً لتطوير سوق رأس المال، خاصة سوق الأسهم وقد بدأ تداول الأسهم بالمملكة العربية السعودية عام 1935م، وفي منتصف الثمانينات وضعت الحكومة كافة عمليات تداول الأسهم تحت إشراف مؤسسة النقد العربي السعودي وفوضت المصارف التجارية بممارسة أعمال الوساطة في تداول، وشهد سوق الأسهم تطوراً كبيراً بإدخال نظام تداول (TADAWUL) في أكتوبر عام 2001.

#### المطلب الثالث: صناديق الإستثمار ومكوناتها في السوق المالي السعودي

من خلال هذا المطلب سيتم التعرف على نشأة صناديق الإستثمار في السوق المالي السعودي وأساليب إدارتها وعملياتها ومختلف أنواعها.

#### أولاً: نشأة صناديق الإستثمار في السوق المالي السعودي<sup>1</sup>

تعد المملكة العربية السعودية الأسبق على الصعيد الدولي في خوض أول تجربة في مجال صناديق الإستثمار، حين أنشأ بنك الأهلي السعودي التجاري أول صندوق إستثماري باسم صندوق الدولار قير الأجل في ديسمبر 1979م في حين أصدرت قواعد تنظيم صناديق الإستثمار في المملكة العربية السعودية بعد نحو 14 عام من هذا التاريخ أي بداية 1993م، واستمرت البنوك السعودية نتيجة لنجاح هذه التجربة في إصدار العديد من الصناديق الإستثمارية. بلغت أصول صناديق الإستثمار السعودية بنهاية الربع الأول من سنة 2019 قيمة تقدر بـ 159.96مليار ريال إذ بلغت أصول صناديق الإستثمار المحلي قيمة 133.44 مليار ريال، في حين بلغت أصول صناديق الإستثمار الأجنبية قيمة 26.52 مليار ريال.

#### جدول رقم (02): تطور صناديق الإستثمار في السعودية خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2019.

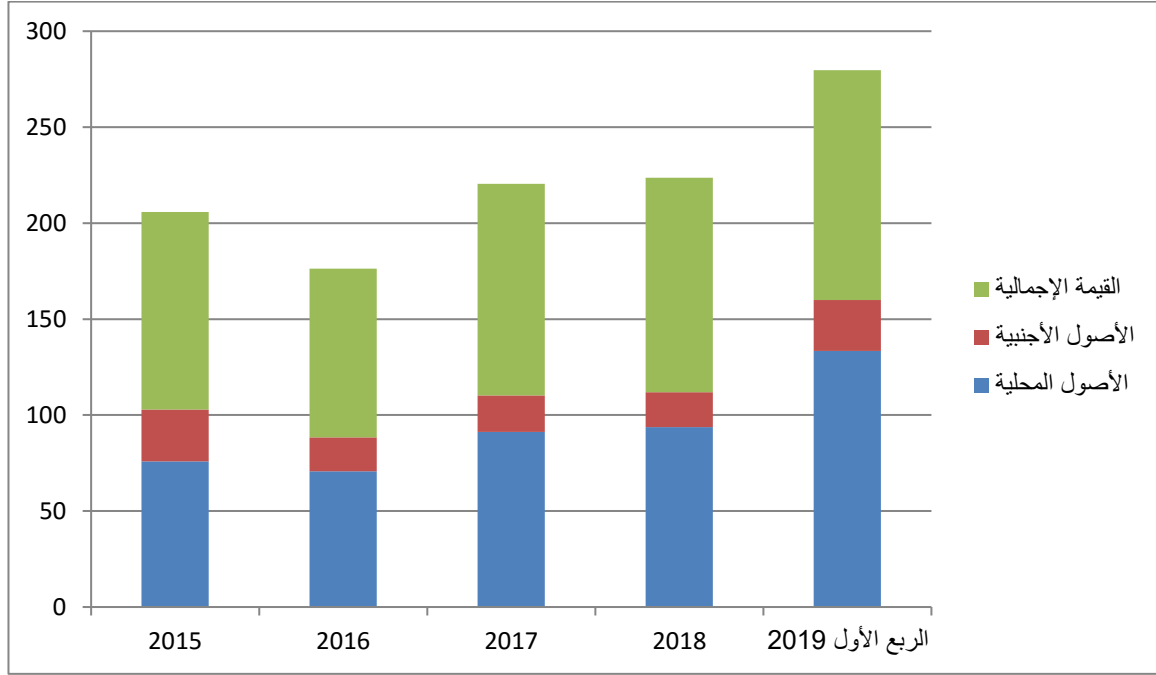
الفترة	الأصول المحلية	الأصول الأجنبية	القيمة الإجمالية	التغير
2015	75.92	26.98	102.90	(7%)
2016	70.66	17.78	87.84	(15%)
2017	91.15	19.09	110.23	25%+
2018	93.65	18.21	111.86	1%+
ربع الأول 2019	133.44	26.52	119.76	7%+

<sup>1</sup>: هيئة السوق المالية السعودي، متوفر على الموقع



أظهرت بيانات مؤسسة النقد العربي السعودي لشهر مارس 2019، إرتفاع أصول صناديق الإستثمار إلى 1119.76 مليار ريال بنهاية الربع الأول لسنة 2019، بنسبة 7% مقارنة بالربع الرابع من سنة 2018 والتي بلغت 111.86 مليار ريال.

شكل (07): تطور صناديق الإستثمار في السعودية خلال 5 سنوات الأخيرة (2015-2019)



المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على الجدول رقم (01)

جدول رقم 03: تطور صناديق الإستثمار في السعودية خلال فترة (2015-2019)

التغيير	عدد صناديق الإستثمار	السنة
16+	270	2015
18+	275	2016
(2)	273	2017
(24)	249	2018
3+	253	ربع الأول 2019

Source : [www.argaam.com/10/03/2020,15:14](http://www.argaam.com/10/03/2020,15:14).

من خلال الجدول الذي يظهر لنا تطور عدد صناديق الإستثمار في السعودية خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2019 يتبين لنا أن عدد صناديق الإستثمار العاملة بنهاية الربع الأول لسنة 2019 تبلغ 252 صندوق مقارنة بحوالي 249 صندوقا بنهاية 2018.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>: الموقع الإلكتروني

## ثانياً: أساليب إدارة صناديق الإستثمار في السوق المالي السعودي

تطورت صناعة الصناديق الإستثمارية حتى صار يديرها مديرون محترفون لديهم مهارات خاصة في إختيار الوسائل الإستثمارية الملائمة التي يتوقعون لها أداءاً متميزاً، وقد نشأ في هذه الصناعة أسلوبان لإدارة هذه الصناديق أحدهما يعرف بأسلوب الإدارة غير النشطة أو السالبة ويعرف الأسلوب الأخر بأسلوب الإدارة النشطة والإيجابية ويمكن التفريق بينهما كما يلي:<sup>1</sup>

### 1- أسلوب الإدارة غير النشطة:

توزع وفقه المبالغ المالية المستثمرة في الصندوق على عدد كبير من أسهم قطاع واحد أو تتوسع لتشمل أسهم جميع قطاعات السوق وذلك محاكاة لحركة مؤشر ذلك القطاع أو مؤشر السوق الكلي أو أي مؤشر آخر مبتكر، كالأستثمار مثلاً في أسهم مؤشر الصناعة، مما يعني قيام مدير الصندوق في الإستثمار في أسهم الشركات الصناعية بحيث تكون نسب الأسهم في محفظة الصندوق مطابقة لحد ما لنسب السهم في المؤشر، وتعد الصناديق الخاصة بالمؤشرات أمثلة على إستراتيجيات الإدارة السلبية للصناديق، التي لا يحاول فيها مدير الصندوق أن يتجاوز أداء الصندوق أداء المؤشر المعني ولهذا السبب يتميز هذا الأسلوب من الإدارة بشكل عام بانخفاض تكاليف الرسوم الإدارية التي يقطعها مدير الصندوق مقابل أتعابه.

### 2- أسلوب الإدارة النشطة:<sup>2</sup>

يقوم على أساس توظيف مهارات مدير الصندوق في التأثير الإيجابي في أداء صندوقه لتحقيق عوائد تفوق العوائد المتحققة من الإستثمار في مؤشرات السوق. ويحاول مدير الصندوق التنبؤ باتجاهات الأسواق وتغيير نسب تملكهم وفقاً لذلك لذا يغير مدير الصناديق وسائلهم الإستثمارية داخل الصندوق تغييراً متواصلاً مما يحتم إعادة تشكيل الأسهم أو القطاعات أو تغيير نسب التملك فيها وذلك بحسب استقراءهم لمستقبل المناخ الإستثماري في السوق الذي يعمل فيه الصندوق، وهذا ما يفسر الإرتفاع النسبي لتكاليف الإدارة في الصناديق التي تتبع هذا الأسلوب.

وبموجب المادة الثامنة والتاسعة من لائحة صناديق الإستثمار، الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية السعودية يجب أن يكون مدير الصندوق شخصاً مرخصاً له في ممارسة نشاط الإدارة وأن يعمل لمصلحة مالكي الوحدات بموجب هذه أحكام هذه اللائحة ولائحة الأشخاص المرخص لهم وشروط وأحكام الصندوق،

وفيما يتعلق بصناديق الإستثمار يكون المدير مسؤولاً عن إدارة الصندوق وعملياته بما في ذلك الخدمات الإدارية للصندوق وطرح وحدات الصندوق والتأكد من دقة وشروط وأحكام الصندوق واكتمالها وأنها كاملة وواضحة، كما يجب على مدير الصندوق أن يضع السياسات والإجراءات لرصد المخاطر التي تؤثر

<sup>1</sup>: الموقع الإلكتروني لهيئة السوق السعودي.

[http://cma.org.sa/awareness/ifs/pages/ifanagement\\_methods.aspx](http://cma.org.sa/awareness/ifs/pages/ifanagement_methods.aspx), 07/03/2020, 14:05.

<sup>2</sup>: هيئة السوق المالية، لائحة صناديق الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 10-11.

في استثمارات الصندوق وضمان سرعة التعامل معها على أن تتضمن تلك السياسات والعمليات القيام بعملية تقويم المخاطر بشكل سنوي على الأقل.<sup>1</sup>

كما ويلتزم مدير الصندوق بتوفير مذكرة شروط وأحكام خاصة بكل صندوق تحتوي على معلومات تفصيلية تساعد المستثمر على إتخاذ القرار الصائب في الاختيار والإستثمار في الصندوق الذي يحقق أهدافه الإستثمارية، وتشمل هذه المذكرة على:<sup>2</sup>

- ✓ الأهداف والسياسات المخطط لإتباعها من قبل مدير الصندوق في إستثمار أموال المشتركين؛
- ✓ المخاطر المحتملة التي يمكن أن تتعرض لها استثمارات الصندوق؛
- ✓ الرسوم والمصاريف المعتمدة، مجلس إدارة الصندوق ومراجع الحسابات المعتمد في مجلس إدارة الصندوق؛
- ✓ أسماء أعضاء اللجنة الشرعية والمقابل المادي لإستثماراتهم في حال كون الصندوق يعمل وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية؛
- ✓ شروط الإشتراك والإسترداد التي تحدد فترة الإشتراك والإسترداد المسموح بها والمبالغ الدنيا للإشتراك أو الإسترداد؛
- ✓ أيام التقويم لأصول الصندوق وأيام شراء الوحدات أو إستردادها؛
- ✓ المؤشر: يقارن مدير الصندوق أداء الصندوق بأداء مؤشر معين يحدد عند إنشاء الصندوق، ويختار مدير الصندوق المؤشر بناءً على نوعية استثمارات الصندوق من الناحية الجغرافية أو من ناحية الأوراق المالية المستثمر فيها.

### ثالثاً: معلومات متعلقة بصناديق الإستثمار<sup>3</sup>

تتوفر معلومات مختلفة عن صناديق الإستثمار من مصادر متعددة وتختلف هذه المعلومات بحسب هذه طبيعتها فمدير الصندوق يحرص على إبراز الصورة الإجمالية للصندوق من خلال نشرات مختلفة تتضمن معلومات وافية، وتحتوي في الغالب على مايلي:

معلومات عامة عن الصندوق مثل تاريخ الإنشاء وعملة الصندوق وسعر الوحدة عند التأسيس وسعرها الحالي ورسوم الإشتراك والحد الأدنى للسحب أو الإضافة ومدة السداد وما إلى ذلك؛

معلومات عن مدير وطبيعة الصندوق وسجل أدائه التاريخي وتوزيع أصوله وبعض الإحصاءات عن عوائده ومخاطره، وغير ذلك من المعلومات التي تختلف فيما بين الصناديق وتتابين بحسب طبيعتها وما

<sup>1</sup>: هيئة السوق المالية، المرجع السابق.

<sup>2</sup>: موقع الإلكتروني، هيئة السوق المالية السعودي.

<http://cma.org.sa>, 09/03/2020, 14 :09.

<sup>3</sup>: الموقع الإلكتروني، هيئة السوق السعودي.

<http://cma.org.sa/awareness/ifs/pages/ifanagement methods.aspx>, 07/03/2020, 14:05.

يجب أن يعرفه المستثمر عنها أما المعلومات الخاصة بأسعار الوحدات للصناديق ويمكن متابعتها من خلال عدد من المصادر منها:<sup>1</sup>

- ✓ موقع (تداول) الإلكتروني أو منشوراته [www.tadawul.com](http://www.tadawul.com)؛
- ✓ موقع الشركة (الشخص المرخص له من هيئة السوق المالية) مدير الصندوق أو منشوراته؛
- ✓ الصحف والمجلات وباقي المطبوعات الإقتصادية.

#### رابعاً: أنواع صناديق الإستثمار في السوق المالي السعودي<sup>2</sup>

تصنف صناديق الإستثمار في السوق المالية السعودية بحسب مجالات الإستثمار التي تتبعها لتحقيق أهدافها، وذلك على النحو التالي:

##### 1- صناديق سوق النقد

هي صناديق تستثمر في سوق النقد وتتسم بسيولتها العالية، وقصر أجالها الإستثمارية، وانخفاض درجة مخاطرها مقارنة بأنواع الصناديق الأخرى ويترتب على ذلك انخفاض عوائدها نسبياً وعلى الرغم من تصنيف صناديق سوق النقد بشكل عام منخفضة المخاطر لا تعد هذه الصناديق خالية من المخاطر، وذلك على أن المبلغ المستثمر قد ينخفض أو يتذبذب بشكل كبير بسبب عدة عوامل.

##### 2- صناديق أدوات الدين ذات الدخل الثابت:

هي صناديق تستثمر في أدوات الدين مثل: الصكوك والسندات وغيرها والتي تصدرها الشركات الحكومية وشبه الحكومية، أو أي جهة أخرى يحق لها إصدار أي نوع من أدوات الدين، وتتأثر أسعار أدوات الدين من صكوك وسندات بعوامل خطر متعددة منها على سبيل المثال معدل الفائدة وتصنيف السند من شركات التصنيف ومخاطر توقف الدفعات الدورية.

##### 3- صناديق الأسهم:

هي صناديق تستثمر بصفة رئيسية في أسهم الشركات سواء كانت محلية أم إقليمية ويندرج ضمن صناديق الأسهم العديد من الأنواع بحسب أهداف الصندوق وفقاً كما يلي:

**صناديق الدخل:** تسعى إلى الحصول على دخل عن طريق الإستثمار بصورة أساسية في أسهم الشركات التي لها سجل متميز من عائدات التوزيعات.

**صناديق أسهم النمو:** تبحث عن تنمية رأس مالها عن طريق الإستثمار في الشركات المتوقع أن ترتفع قيمتها السوقية بحيث يعتمد الصندوق في أداءه اعتماداً رئيسياً على تحقيق الأرباح الرأسمالية، ولا يعد دخل التوزيعات عاملاً مهماً.

<sup>1</sup>: هيئة السوق المالية، المرجع السابق.

<sup>2</sup>: الموقع الإلكتروني، هيئة السوق المالية السعودي.

صناديق أسهم النمو والدخل: تسعى إلى تحقيق الربح عن طريق الجمع بين تنمية رأس المال وتحقيق دخل.

صناديق الأسهم الدولية: تسعى إلى الإستثمار في أسهم الشركات المحلية وغير المحلية وحصر عملها في أسهم سوق دولية واحدة أو أكثر.

صناديق الأسهم العالمية: تستثمر أموالها في أسهم عدة دول من مختلف أرجاء العالم.

صناديق القطاعات: تستثمر في أسهم قطاع معين كالتعدين أو الزراعة أو البتروكيمياويات أو العقار أو غيرها من الصناعات المحددة.

#### 4- الصناديق المتوازنة:

هي صناديق استثمارية تجمع في أصولها بين الأسهم والسندات وتخصص جزءاً من استثماراتها للأدوات المالية قصيرة الأجل.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>: هيئة السوق المالية، المرجع السابق.

### المبحث الثاني: العينة المختارة من صناديق الإستثمار الإسلامية محل الدراسة.

نظراً لكون صناديق الإستثمار التي تسعى لتحقيق النمو أو ما يطلق عليها صناديق ذات تنمية رأس المال تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية من ناحية اعتماد الصندوق على تحقيق الأرباح الرأسمالية وعدم تركيزه على دخل دوري للمستثمرين وهذا ما دفعنا إلى حصر عينة دراستنا في أربعة صناديق تخضع لضوابط الشريعة الإسلامية ضمن السوق المالي السعودي وبالتالي فهي تسعى إلى تحقيق النمو، وعليه فإن تشكيلة الصناديق المختارة على النحو التالي:

#### المطلب الأول: التعريف بصناديق الإستثمار الإسلامية محل الدراسة

من خلال هذا المطلب سوف يتم التطرق إلى مجموعة الصناديق التي تم اختيارها من أجل إجراء الدراسة حولها وحتى تكون دراستنا أكثر دقة فقد تم إختيار أربعة صناديق، ثلاثة منها تخضع لنفس مدير الصندوق وأخرى مستقلة وهذا كما يلي:<sup>1</sup>

##### أولاً: صندوق جدوى للأسهم السعودية فئة /ب/

هو صندوق إستثمار مفتوح مطروح طرْحاً عاماً بموجب لائحة صناديق الإستثمار، يستثمر في أسهم الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية وأسهم الشركات السعودية تم إنشاؤه في 11 مارس 2007، وهو صندوق غير محدد المدة متوافق مع الشريعة الإسلامية يخضع لرقابة الهيئة الشرعية لدى شركة جدوى للإستثمار، يهدف هذا الصندوق إلى تحقيق زيادة في رأس مال على المدى الطويل لمالكي الوحدات.

##### ثانياً: صندوق جدوى للأسهم الخليجية فئة /ب/

هو صندوق إستثمار مفتوح مطروح طرْحاً عاماً بموجب لائحة صناديق الإستثمار، تم تأسيسه وطرح وحداته في 11 مارس 2007 من طرف شركة جدوى للإستثمار، يستثمر في أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي الخليجي وأسهم الشركات الخليجية، وهو صندوق غير محدد المدة يهدف إلى تحقيق عوائد طويلة المدى لمالكي الوحدات من خلال الإستثمار في الشركات الخليجية وفقاً للشريعة الإسلامية المعتمد من طرف الهيئة الشرعية لمدير الصندوق.

##### ثالثاً: صندوق جدوى للأسهم العربية فئة /ب/

هو صندوق إستثمار مفتوح مطروح طرْحاً عاماً بموجب لائحة صناديق الإستثمار يهدف إلى تحصيل عوائد طويلة الأمد لمالكي الوحدات عن طريق الإستثمار في أسهم الشركات العربية والشركات التابعة لها وفقاً لمبادئ الإستثمار الشرعية، وهو صندوق غير محدد المدة تمت الموافقة على إنشاؤه وطرح وحداته بتاريخ 20 جوان 2007.

##### رابعاً: صندوق "إتش إس بي سي" المرن للأسهم السعودية

صندوق HSBC المرن للأسهم السعودية هو صندوق أسهم إستثماري مفتوح غير محدد المدة يهدف إلى تحقيق نمو في رأس المال على المدى الطويل من خلال الإستثمار في أسهم الشركات

<sup>1</sup>: الموقع الإلكتروني

## الفصل الثاني:..... الدراسة التطبيقية

المدرجة في السوق الأسهم السعودي والاككتابات الأولية التي تكون متوافقة مع المعايير الشرعية الإسلامية طبقاً للمعايير الإدارية من قبل الهيئة الشرعية للصندوق، تمت الموافقة على إستمرار وطرح وحدات الصندوق من قبل هيئة السوق المالية بتاريخ 7 ديسمبر 2012.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: معلومات عامة عن صناديق الإستثمار الإسلامية محل الدراسة

في هذا المطلب سوف يتم تناول حوصلة عامة عن المعلومات المتوفرة والمتعلقة بالصناديق الإستثمارية المختارة محل الدراسة، وكما ذكرنا سابقاً لوجود ثلاثة صناديق تخضع لنفس المدير والفئة سوف نقوم بعرضها معاً، والصندوق الرابع على حدى وهذا على النحو التالي:

### أولاً: المعلومات الخاصة بالصناديق الإستثمارية للمدير "جدوى" ذات الفئة /ب/

#### جدول رقم 04: يبين المعلومات الخاصة بالصناديق الإستثمار ذات الفئة /ب/ لجدوى الإستثمار

صندوق جدوى للأسهم العربية فئة /ب/	صندوق جدوى للأسهم الخليجية فئة /ب/	صندوق جدوى للأسهم السعودية فئة /ب/	الصندوق المعلومات
شركة جدوى للإستثمار			مدير الصندوق
شركة إتش إس سي العربية السعودية المحدودة			أمين الحفظ
الريال السعودي			عملة الصندوق
268.1069	283.9634	402.9806	سعر الوحدة
17.987.854	17.704.285	227.606.520	قيمة أصل الصندوق
يوميًا			تاريخ قيمة أصول الصندوق
0.86	0.84	0.56	نسبة المصاريف %
0			نسبة الرفع المالي %
يوميًا			أيام التقييم والإعلانات
1.95			الأتعاب الإدارية %
1.000			الحد الأدنى للإشتراك
0.3			رسوم الإشتراك
عالية			مستوى المخاطرة

المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على المعلومات المتوفرة على الموقع الإلكتروني

. <http://www.tadwul.com.sa/01/06/2020,14:24>

<sup>1</sup>: المرجع السابق، الموقع الإلكتروني.

ثانيا: المعلومات الخاصة بصندوق " إتش إس بي سي " المرن للأسهم السعودية  
سوف يتم التطرق لمجموعة من المعلومات المفصّل عنها من قبل الإدارة المشرف على الصندوق وفق  
مايلي:

جدول رقم05: يبين المعلومات الخاصة بصندوق " إتش إس بي سي " المرن للأسهم السعودية

صندوق "إتش إس بي سي" المرن للأسهم السعودية	الصندوق المعلومات
شركة "إتش إس بي سي" العربية السعودية	مدير الصندوق
شركة البلاد المالية	أمين الحفظ
الريال السعودي	عملة الصندوق
19.9704	سعر الوحدة
280.509.275	قيمة أصول الصندوق
مرتين بالأسبوع	تاريخ قيمة أصول الصندوق
0.43	نسبة المصاريف %
0	نسبة الرفع المالي %
الإثنين والأربعاء	أيام التقييم
الثلاثاء والخميس	أيام الإعلانات
1.7	الأتعاب الإدارية %
5.000	الحد الأدنى للإشتراك
0.2	رسوم الإشتراك
عالية	مستوى المخاطرة

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على الموقع الإلكتروني:

<http://www.tadawul.com.sa,01/06/2020,14:30>



### المطلب الثالث: الإدارة الخاصة بصناديق الإستثمار الإسلامية محل الدراسة

سنتناول في هذا المطلب الإدارة الخاصة أو المشرفة على تسيير صناديق الإستثمار الإسلامية المختارة وهذا كما يلي:

#### أولاً: إدارة صناديق الإستثمار الإسلامية محل الدراسة ذات الفئة /ب/.<sup>1</sup>

يتولى المهام المنوطة بإدارة صندوق جدوى للأسهم السعودية، الأسهم الخليجية، الأسهم العربية فئة /ب/ شركة جدوى للإستثمار، وهي شركة مساهمة مقفلة برأس مال مدفوع بقيمة 5000.000.000 ريال سعودي تأسست في 21 أوت 2006، تعمل بموجب ترخيص من هيئة السوق المالية رقم 07034-37. عنوان مقرها الرئيسي ص.ب. 60677 الرياض 11555. المملكة العربية السعودية. يلتزم مدير الصندوق بالامتثال للمبادئ والواجبات المنصوص عليها بموجب لائحة الأشخاص المرخص لهم، وتتضمن مسؤوليات مدير الصندوق تجاه الصندوق، إدارة الصندوق وعملياته بما فيه الخدمات الإدارية المقدمة إلى الصندوق وطرح وحداته.

يقوم فريق إدارة المحافظ الإستثمارية بإجراء التقييم الدوري للفرص الإستثمارية لضمان توافق مخصصات المحفظة مع أهداف العوائد طويلة الأجل للصندوق، ويستخدم فريق إستراتيجية الإستثمار النشط لتحديد الإستثمارات التي من المتوقع لها تحقيق عوائد على المدى الطويل عن طريق مجموعة من الأبحاث الملائمة للشركات والأبحاث الأساسية للأطراف المرتبطة بتقويم أوضاع الأسواق والشركات ذات العلاقة بشكل منتظم من أجل إدارة الصندوق بفعالية أكبر.

كما يتبع مدير الصندوق سياسة إدارة المخاطر تهدف إلى تحديد وتقويم المخاطر المحتملة والإفصاح عنها في أقرب وقت ممكن إلى مجلس إدارة الصندوق لإتخاذ الإجراءات المناسبة للتقليل من أثرها، يدفع الصندوق إلى مدير الصندوق مقابل إدارته لأصول الصندوق أتعاب إدارية سنوية بما يعادل 1.95% من صافي أصول الصندوق عن كل وحدة من الفئة /ب/.<sup>2</sup>

#### ثانياً: إدارة صندوق "إتش إس بي سي" المرن للأسهم السعودية.<sup>3</sup>

يتولى إدارة صندوق HSBC المرن للأسهم السعودية شركة "إتش إس بي سي" العربية السعودية، وهي شركة مغلقة برأس مال مدفوع 500 مليون ريال سعودي مدفوع بالكامل، تعمل بموجب ترخيص من هيئة السوق المالية رقم 05008-37. عنوان مقرها الرئيسي: مبنى "إتش إس بي سي" 7267 شارع العليا حي المروج الرياض 1228-2255. المملكة العربية السعودية.

يعد مدير الصندوق مسؤولاً عن الإلتزام بأحكام لائحة صناديق الإستثمار ولائحة الأشخاص المرخص لهم سواء أدى مسؤولياته وواجباته بشكل مباشر أو يكلف بها جهة خارجية، كما يعد مسؤولاً تجاه مالكي الوحدات

<sup>1</sup>: الموقع الإلكتروني

<http://www.tadawul.com.sa/01/06/2020,14:15>.

<sup>2</sup>: المرجع نفسه.

<sup>3</sup>: الموقع الإلكتروني، تداول.

<http://www.tadawul.com.sa/01/06/2020,15:10>.

عن خسائر الصندوق الناتجة بسبب احتياله أو إهماله أو بسوء تصرفه من المهام التي يقوم بها مدير الصندوق مايلي:

إدارة الصندوق وعملياته بما في ذلك الخدمات الإدارية؛

طرح وحدات الصندوق وحساب سعر وحدة الصندوق بناءً على صافي قيمة أصول الصندوق عند نقطة تقويم الصندوق؛

نشر تقارير خاصة بالصندوق لملاك الوحدات والتأكد من دقة شروط وأحكام الصندوق ومذكرة المعلومات وأن المعلومات التي بهما صحيحة وغير مضللة؛

يدار الصندوق حسب إستراتيجية الإدارة النشطة بغية تحقيق عوائد للمستثمرين دون الارتباط بمؤشر أو بالأوزان النسبة للمؤشرات، يطبق مدير الصندوق سياسات وإجراءات لرصد المخاطر التي تؤثر في إستثمارات الصندوق وذلك لضمان سرعة التعامل معها؛

يدفع الصندوق لمدير الصندوق رسوم إدارية بقيمة 1.70% سنويا من صافي قيمة الأصول مقابل إدارة الصندوق وتستحق هذه الرسوم في تاريخ تقويم بناءً على صافي قيمة الأصول ويتم خصمها في نهاية كل شهر.

## المبحث الثالث: تقييم أداء صناديق الإستثمار محل الدراسة، عرض وتحليل النتائج ومناقشتها

سوف يتم التطرق في هذا المبحث لعرض وتحليل النتائج المتحصل عليها والعمل على مناقشتها.

### المطلب الأول: تحليل وتقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية

يتضح من خلال الجدول رقم (06) والشكل رقم (08) أن متوسط عوائد " صندوق جدوى للأسهم السعودية فئة ب-" قد بلغ (0.0123) وبانحراف معياري قدره (0.0419)، كما يتضح أيضا بالنظر إلى قيمة العوائد التي سجلت خلال الفترة أن أدنى قيمة سجلت بتاريخ 2019/05 بمعدل (-0.0599) في مقابل أعلى قيمة والتي سجلت بتاريخ 2019/01 بمعدل (0.114)، في حين يبين التحليل أن متوسط عوائد "صندوق جدوى للأسهم الخليجية فئة ب-" قد بلغ (0.0090) وبانحراف معياري قدره (0.036) كما يتضح من خلال الجدول أن أعلى عائد قد سجله هذا الصندوق خلال الفترة كانت بتاريخ 2019/01 بمعدل (0.081) في مقابل أدنى قيمة بمعدل (-0.049) بتاريخ 2019/05، وفي ما يخص "صندوق جدوى للأسهم العربية فئة ب-" فمن خلال الإحصائيات المتحصل عليها يتضح بأن أعلى عائد سجله هذا الصندوق كان بتاريخ 2019/01 بمعدل (0.085) في مقابل أدنى قيمة بمعدل (-0.052) سجلت بتاريخ 2019/05، في حين بلغ متوسط العائد (0.0069) وبمعامل اختلاف (0.033)، أما فيما يخص "صندوق HSBC للأسهم السعودية المرنة" فتشير المعطيات إلى أن متوسط العائد والانحراف المعياري قد بلغا (0.009) و(0.042) على التوالي في حين أن أعلى وأدنى قيمة قد سجلتا بتاريخ 2019/01 و2019/05 بقيمة (0.100) و(-0.087) على التوالي.

### الجدول 06: عوائد صناديق الاستثمار الإسلامية للصناديق المختارة

التاريخ	عائد السوق	عائد صندوق جدوى للأسهم السعودية فئة ب-	عائد صندوق جدوى للأسهم الخليجية فئة ب-	عائد صندوق جدوى للأسهم العربية فئة ب-	صندوق HSBC للأسهم السعودية المرنة
2017/09	0.0034	-0.0007	-0.0049	-0.0012	0.0056
2017/10	-0.0479	-0.0538	-0.0444	-0.0400	-0.0411
2017/11	0.0100	0.0065	-0.0112	-0.0149	0.0017
2017/12	0.0317	0.0215	0.0067	0.0135	0.0058
2018/01	0.0586	0.0437	0.0600	0.0582	0.0568
2018/02	-0.0302	-0.0003	-0.0126	-0.0149	-0.0067
2018/03	0.0609	0.0565	0.0417	0.0350	0.0264
2018/04	0.0429	0.0494	0.0339	0.0315	0.0802

-0.0296	-0.0373	-0.0357	-0.0381	-0.0058	2018/05
0.0284	0.0226	0.0211	0.0321	0.0188	2018/06
0.0133	0.0075	0.0124	0.0027	-0.0023	2018/07
0.0000	-0.0355	-0.0357	-0.0397	-0.0418	2018/08
-0.0222	-0.0016	-0.0017	0.0003	0.0065	2018/09
-0.0517	-0.0269	-0.0259	-0.0357	-0.0116	2018/10
-0.0312	0.0186	0.0200	0.0394	-0.0258	2018/11
0.0123	-0.0090	-0.0106	0.0054	0.0161	2018/12
<b>0.1004</b>	<b>0.0854</b>	<b>0.0812</b>	<b>0.1145</b>	<b>0.0937</b>	2019/01
-0.0146	0.0000	-0.0028	-0.0213	-0.0079	2019/02
0.0371	0.0199	0.0173	0.0195	0.0385	2019/03
0.0829	0.0651	0.0659	0.0875	0.0550	2019/04
<b>-0.0875</b>	<b>-0.0525</b>	<b>-0.0490</b>	<b>-0.0599</b>	<b>-0.0847</b>	2019/05
0.0318	0.0262	0.0259	0.0285	0.0358	2019/06
0.0292	0.0379	0.0404	0.0394	-0.0101	2019/07
0.0045	0.0103	0.0118	0.0069	-0.0386	2019/08
-0.0090	-0.0179	-0.0147	-0.0050	0.0090	2019/09
0.0000	-0.0195	-0.0195	-0.0217	-0.0430	2019/10
0.0046	0.0037	0.0700	0.0146	0.0148	2019/11
0.0896	0.0647	0.0673	0.0928	0.0675	2019/12
0.0182	0.0050	0.0025	0.0102	-0.0170	2020/01
-0.0370	-0.0265	-0.0396	-0.0249	-0.0750	2020/02
0.0099	0.0069	0.0090	0.0123	0.0040	متوسط العائد
0.04289	0.03389	0.03639	0.04191	0.04237	الانحراف المعياري

المصدر:

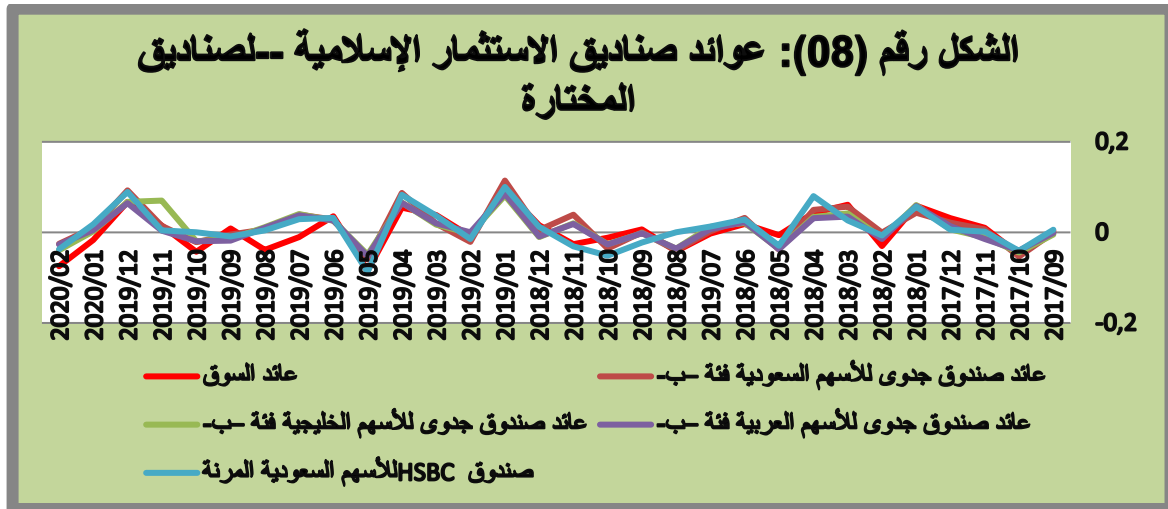
1- السوق المالية السعودية (تداول) على الموقع

<https://www.tadawul.com.sa: 10/04/2020>

2- Site: <https://sa.investing.com/indices/tasi-historical-data: 30/04/2020>

وبالنظر إلى الشكل رقم (08) يتضح بأن أعلى قيمة للعوائد التي سجلتها صناديق الاستثمار الإسلامية المختارة في سوق الأوراق المالية السعودي قد كانت بتاريخ 2019/01 في مقابل أدنى قيمة سجلت بتاريخ 2019/05، ومن الملاحظ أيضا بأن أعلى وأدنى قيمة سجلها السوق السعودي للأوراق المالية كانت أيضا

بتاريخ 2019/01 و 2019/05 على التوالي، وهذا ما يوحي بأن تقلبات عوائد صناديق الاستثمار ناتجة عن مخاطر نظامية مست السوق ككل.



1: ترتيب الأهمية النسبية وفق الوسط الحسابي والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف

من أجل ترتيب الأهمية النسبية للصناديق المختارة لابد من الاستعانة بكل من متوسط العائد والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف، بحيث يتم اختيار أفضل صندوق بناء على الأسس التالية:

- في حالة تساوي العوائد يتم اختيار الصندوق الأقل مخاطرة (أقل انحراف معياري)؛
- في حالة تساوي المخاطرة يتم اختيار الصندوق الأكثر عائداً؛
- في حالة عدم تساوي العوائد أو المخاطر يتم اختيار الصندوق الأقل مخاطرة والأعلى عائداً إن وجد أو يتم اللجوء إلى معامل الاختلاف، حيث يختار الصندوق الأقل معامل اختلاف.

الجدول 07: ترتيب الأهمية النسبية لصناديق الاستثمار الإسلامية

الترتيب	معامل الاختلاف (CV)	الانحراف المعياري (δ)	متوسط العائد (Rp)	إسم الصندوق
الأول	40.03	0.04191	0.0123	صندوق جدوى للأسهم السعودية فئة -ب-
الثاني	0400.	0.03639	0.0090	صندوق جدوى للأسهم الخليجية فئة -ب-
الرابع	90.04	0.03389	0.0069	صندوق جدوى للأسهم العربية فئة -ب-
الثالث	0430.	0.04289	0.0099	صندوق HSBC للأسهم السعودية المرنة

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (06)

من خلال الجدول يتضح بأنه لا يوجد أساس لاختيار أفضل صندوق بناء على عاملي العائد والمخاطرة وبالتالي سيتم الاختيار على أساس معامل الاختلاف حيث يوضح الجدول أن أفضل ترتيب يعود إلى صندوق جدوى للأسهم السعودية بأقل معامل اختلاف (0.034)، ثم صندوق جدوى للأسهم الخليجية بمعامل اختلاف (0.040)، يليه كل من صندوق جدوى للأسهم العربية وصندوق HSBC للأسهم السعودية المرنة بمعامل اختلاف (0.043) و(0.044) على التوالي.

المطلب الثاني: تقييم أداء الصناديق باستخدام مقاييس الأداء (الأسلوب البسيط، شارب، ترينور)

أولاً: تقييم أداء الصناديق باستخدام الأسلوب البسيط:

يتضح من خلال الجدول أن أفضل صندوق بناء على عامل الأسلوب البسيط هو صندوق جدوى للأسهم السعودية بأعلى عائد (0.0123)، ثم يليه صندوق HSBC للأسهم السعودية المرنة بعائد قدره (0.0099) ومن ثم صندوق جدوى للأسهم الخليجية وصندوق جدوى للأسهم العربية بعائد قدره (0.0090) و(0.0069) على التوالي، ومن الملاحظ أيضاً من خلال هذا الجدول أن الترتيب قد تغير مقارنة بالترتيب الخاص بالجدول رقم (07) وذلك أنه تم إغفال عنصر المخاطرة في هذا الأسلوب.

الجدول 08: تقييم أداء الصناديق الاستثمار باستخدام الأسلوب البسيط

اسم الصندوق	Rp	مدير الصندوق	الهدف	الفئة
صندوق جدوى للأسهم السعودية فئة ب-	0.0123	جدوى للاستثمار	تنمية رأس المال	موافق للتشريعة
صندوق HSBC للأسهم السعودية المرنة	0.0099	شركة HSBC العربية السعودية	تنمية رأس المال	موافق للتشريعة
صندوق جدوى للأسهم الخليجية فئة ب-	0.0090	جدوى للاستثمار	تنمية رأس المال	موافق للتشريعة
صندوق جدوى للأسهم العربية فئة ب-	0.0069	جدوى للاستثمار	تنمية رأس المال	موافق للتشريعة

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على الجدول رقم (06)

- السوق المالية السعودية (تداول) على الموقع:

<https://www.tadawul.com.sa>: 10/04/202

ثانياً: تقييم أداء الصناديق باستخدام أسلوب مؤشر شارب:

يتضح من خلال الجدول أن أفضل صندوق بناء على مؤشر شارب هو صندوق جدوى للأسهم السعودية بأعلى عائد (0.293)، ثم يليه صندوق جدوى للأسهم الخليجية بعائد قدره (0.247)، ومن ثم

صندوق **HSBC** للأسهم السعودية المرنة وصندوق جدوى للأسهم العربية بعائد قدره (0.230) و(0.203) على التوالي.

وتجدر الإشارة أنه عند حساب مؤشر شارب تم مباشرة قسمة متوسط العائد على الانحراف المعياري، وذلك أن كل الصناديق تعتمد في تكوينها على الأسهم فقط، أي أن الصندوق يتضمن أوراق مالية ذات مخاطر، في حين نلاحظ عدم وجود الأوراق المالية الخالية من المخاطر في تكوين الصناديق المختارة وهذا طبيعي طالما أن هذه الصناديق موافقة للشريعة الإسلامية.

**الجدول 09: تقييم أداء الصناديق الاستثمار باستخدام مؤشر شارب**

إسم الصندوق	Rp	( $\delta$ )	مؤشر شارب (SP)
صندوق جدوى للأسهم السعودية فئة ب-	0.0123	0.04191	0.293
صندوق جدوى للأسهم الخليجية فئة ب-	0.0090	0.03639	2470.
<b>HSBC</b> صندوق للأسهم السعودية المرنة	0.0099	0.04289	2300.
صندوق جدوى للأسهم العربية فئة ب-	0.0069	0.03389	2030.

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (06)

ثالثاً: تقييم أداء الصناديق باستخدام مؤشر ترينور:

يتضح من خلال الجدول وباستخدام أسلوب ترينور أن أعلى عائد على الاستثمار قد تحقق في صندوق جدوى للأسهم السعودية بمعدل (1.44) ثم يليه في الترتيب الثاني صندوق جدوى للأسهم الخليجية بمعدل (1.26)، ثم كل من صندوق **HSBC** للأسهم السعودية المرنة وصندوق جدوى للأسهم العربية بعائد قدره (1.14) و(1.01) على التوالي، ومن الملاحظ أيضاً أن كل المعدلات الخاصة بمؤشر ترينور التي حصلنا عليها إنها إيجابية وتفق الواحد الصحيح وهذا يعني أن أداء صناديق الاستثمار أفضل من أداء السوق ككل وهو ما يدل على خبرة مدراء الصناديق وكفاءة الإدارة في تسيير شؤون الصندوق.

**الجدول 10: تقييم أداء الصناديق الاستثمار باستخدام مؤشر ترينور**

اسم الصندوق	Rp	$\beta$	مؤشر ترينور (TR)
صندوق جدوى للأسهم السعودية فئة ب-	0.0123	0.852	1.44
صندوق جدوى للأسهم الخليجية فئة ب-	0.0090	0.713	1.26
صندوق <b>HSBC</b> للأسهم السعودية المرنة	0.0099	0.863	1.14
صندوق جدوى للأسهم العربية فئة ب-	0.0069	0.677	1.01

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (06)

**المطلب الثالث: تحليل العلاقة بين مؤشر السوق وصناديق الاستثمار:**

يتم استخدام معامل الارتباط بين مؤشر السوق وبين عينة صناديق الاستثمار المختارة لهدف معرفة مدى ارتباط كل عينة بمؤشر السوق، ومعرفة مدى تجاذبها وتقاربها من تنافرها وتباعدها مع مؤشر السوق عند مستوى معنوية 5%، وتشير نتائج التحليل المتوصل إليها في الجدول أدناه إلى وجود ارتباط معنوي موجب بين مؤشر السوق وصناديق الاستثمار، إذ بلغ معامل الارتباط بين صندوق جدوى للأسهم السعودية (0.823) وبمستوى معنوية أقل من (0.05) وهي قيمة تعكس قوة العلاقة بين الطرفين إضافة إلى أنهما يسيران في نفس الاتجاه، كذلك الأمر بالنسبة لصندوق جدوى للأسهم الخليجية إذ بلغ معامل الارتباط بينه وبين مؤشر السوق (0.691) وبمستوى معنوية أقل من (0.001)، أما في ما يخص كل من صندوق جدوى للأسهم العربية وصندوق HSBC للأسهم السعودية المرنة فقد بلغ معامل الارتباط (0.661) و(0.840) على التوالي بمستوى معنوية أقل من (0.001).

**الجدول 11: معامل الارتباط بين مؤشر السوق وصناديق الاستثمار**

اسم الصندوق	$\beta$	Prob
صندوق جدوى للأسهم السعودية فئة ب-	0.823	0.040
صندوق جدوى للأسهم العربية فئة ب-	0.661	0.000
صندوق جدوى للأسهم الخليجية فئة ب-	0.691	0.000
صندوق HSBC للأسهم السعودية المرنة	0.840	0.000

**المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (06)**

من الملاحظ من خلال الجدول أن معامل الارتباط بين مؤشر السوق السعودي وعينة الصناديق المختارة موجب وفي حدود (0.65) فما فوق، أي أنها تشير في نفس اتجاه السوق، وهو ما يعني أن التغيرات التي تطرأ على الصناديق هي ناتجة عن العوامل المؤثر على السوق ككل، وهو ما يدل أيضا على أن تشكيلة المثالي الأوراق المالية داخل الصناديق استطاعت إلى حد كبير تقادي المخاطر الغير نظامية التي لا يمكن الحد من مخاطرها إلا من خلال التنويع الجيد لمكونات الصندوق، وهذا ما يعكس مدى كفاءة وقدرة مديري الصناديق في تسيير واختيار وتوظيف الأوراق المالية داخل الصناديق.

**• نتائج اختبار T-Test:**

نود من خلال هذا الاختبار إظهار مدى احترافية وكفاءة مدراء صناديق الاستثمار من عدمها فإذا كشفت نتائج الاختبار تفوق عائد السوق على عائد الصندوق فهذا يعني عدم قدرة الصناديق على تحقيق "مقابل الاحتراف"، والعكس إذا تفوق أداء الصندوق على أداء السوق فهذا يعني مدى قدرة الصناديق على تحقيق قيمة إيجابية "لمقابل الاحتراف".



يعتمد إختبار **T-Test** على فرضيتين أساسيتين:

- الفرضية الرئيسية (الصفريية) **H0**: وهي فرضية العدم التي تنص على أن الإدارة المشرفة على صناديق الاستثمار لا تستطيع تحقيق عائداً يفوق عائد السوق.
- الفرضية البديلة **H1**: تنص على أن الإدارة المشرفة على صناديق الاستثمار بإمكانها تحقيق عائداً يفوق عائد السوق.

الجدول 12: إختبار (T-test) بين عائد السوق وعينة الصناديق المختارة

T-test		Prob	S.D	Mean	اسم الصندوق
Cal	Tab				
7.469	1.697	0.040	0.0419	0.0123	صندوق جدوى للأسهم السعودية فئة ب-
7.777	1.697	0.000	0.0338	0.0069	صندوق جدوى للأسهم العربية فئة ب-
7.194	1.697	0.000	0.0363	0.0090	صندوق جدوى للأسهم الخليجية فئة ب-
7.919	1.697	0.000	0.0428	0.0099	HSBC صندوق للأسهم السعودية المرنة

المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على البرنامج الإحصائي (EViews 9.5)

من خلال الجدول يتضح بأن قيمة (T) الجدولية (1.697) أقل من قيمة (T) المحسوبة في عينة الصناديق الاستثمارية عند مستوى معنوية 5%، وبما أن (T) المحسوبة أكبر من (T) الجدولية فإننا نرفض الفرضية الصفريية **H0** التي مفادها عدم قدرة الإدارة على تحقيق عائد يفوق عائد السوق ونقبل الفرضية البديلة **H1**، أي أن الإدارة استطاعت تحقيق عائد يفوق عائد السوق وهو ما يعكس كفاءة وخبرة إدارة الصناديق في تحقيق أهدافها.

### خلاصة الفصل

لقد خصصنا هذا الفصل لتناول الجانب التطبيقي للدراسة، من خلال العمل على إسقاط الجانب النظري لدراستنا على الجانب التطبيقي وبالتالي محاولة إبراز مدى تطابق الجانب النظري مع الواقع العملي، حيث اعتبرنا السوق المالي السعودي بيئة لدراستنا وقد اعتمدنا على اختبار مدى قدرة الإدارة المشرفة لصناديق الإستثمار على تفعيل صناديق الإستثمار الإسلامية في السوق المالية السعودية من خلال العمل على قياس عائد هذه الصناديق ومقارنته مع عائد السوق والحكم على كفاءة وفعالية إدارة هذه الصناديق. وهذا بالإعتماد على متوسط العائد والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف من أجل ترتيب الصناديق المختارة محل الدراسة من حيث الأهمية النسبية من جهة، ومن جهة أخرى تم تقييم أداء صناديق الإستثمار باستخدام مقاييس الأداء (النموذج البسيط، شارب، ترينور). ومن تم تحليل العلاقة بين مؤشر السوق وصناديق الإستثمار من خلال اعتمادنا على معامل الارتباط.

وفي الأخير ومن أجل اختبارنا لمدى احترافية وكفاءة مدراء صناديق الاستثمار من عدمها استخدمنا T-test وهذا بالإعتماد على البرنامج الإحصائي (EViews 9.5) فقد تبين أن الإدارة استطاعت تحقيق عائد يفوق عائد السوق وهو ما يعكس خبرة وجدارة إدارة صناديق في تحقيق أهدافها.

خاتمة عامة

إن توسع دائرة الإهتمام بمجال الإستثمار والسعي وراء خلق الثروة، والتسارع الذي يشهده العالم في السنوات الأخيرة مع ارتفاع قيمة الأموال المدارة كل هذا أدى بمطالبة الصناعة المالية الإسلامية إلى إيجاد وابتكار أدوات مالية جديدة تواكب متطلبات ورغبات المستثمرين من جهة والمدخرين من جهة أخرى، ولعل من بين الأسباب التي عجلت بظهورها، الأزمات المالية التي مرت على العالم والتي كانت الربا أو الفائدة ضلع في تسببها، ومما لا شك فيه فإن العالم لا يخلو من فئة كبيرة وخاصة المجتمعات الإسلامية التي كانت باحثة عن العمل بالأسس المالية الإسلامية والتي تخضع لضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية، وهذا ما كان لهم من خلال إيجاد آليات وبروز مجموعة من الابتكارات المالية التي تخضع لمثل هكذا ضوابط ومن أبرز منتجات الصناعة المالية الإسلامية، صناديق الإستثمار الإسلامية.

لقد استطاعت صناديق الإستثمار الإسلامية أن تحتل مكانة هامة في مجال المال والأعمال لما توفره من مزايا مكنتها من لعب دوراً أساسياً على مستوى السوق المالية وتوغلها في هذا المجال ما هو إلا البداية، إن قدرة الإدارة وفعاليتها لعبت دوراً بارزاً في نجاح هذه الصناديق ولعل تجربة المملكة العربية السعودية لا هي خير دليل على ذلك، فبفضل الإدارة التسييرية وقدرة المشرفين الإداريين على تسيير هذه الصناديق الإستثمارية وفق المنهج الإسلامي جعل من صناديق الإستثمار الإسلامية رائداً في هذا المجال.

### نتائج اختبار الفرضيات

**الفرضية الأولى:** تعد صناديق الإستثمار من الابتكارات المالية التي تلقى طلباً واسعاً في مجال الإستثمار. هي فرضية صحيحة: حيث أن صناديق الإستثمار الإسلامية استطاعت أن تحقق رغبة جميع المستثمرين من حيث توفيرها صيغ استثمارية تخضع للضوابط الإسلامية أو التقليدية التي لا تخضع للشريعة الإسلامية، أو من حيث الإدارة التي تسمح للأشخاص الذين لا يملكون الخبرة والدراية الكافية لتسيير إستثمارهم أو من حيث القيمة المالية للإستثمار الذي يسمح للمستثمرين الدخول في أي مشروع حسب قدراتهم المالية كونها وسيلة للإستثمار الجماعي، كل هذا جعلها تحظى بمكانة هامة وطلبا واسعا عليها.

**الفرضية الثانية:** يرتبط العائد بالقدرات التسييرية للمديرين المشرفين على الصناديق الإستثمارية. هي فرضية صحيحة: كون العائد يتحقق من خلال الخبرة والدراية الخاصة بالمديرين المشرفين على هذه الصناديق من حيث اختيار المجال والوقت المناسب للإستثمار ومدى استغلالهم للفرص الموجودة في السوق ولا يتحقق هذا إلا بوجود إدارة ذات قدرات ومهارات عالية وذات كفاءة عالية في التسيير والإشراف وبهذا يصبح العائد مرتبطاً بالقدرات التسييرية للمديرين المشرفين بالدرجة الأولى.

**الفرضية الثالثة:** هناك تباين في النتائج المحققة من طرف الإدارة المشرفة على صناديق الإستثمارية من سنة لأخرى.

هي فرضية صحيحة: وهذا راجع لكون أن النتائج المحققة من طرف الإدارة المشرفة ترتبط مع حركة السوق صعوداً وهبوطاً، حيث أنه كلما كانت هناك حركة واسعة في السوق أدى بذلك لأثر أكثر إيجابية على النتائج المحققة والعكس في حالة ما إذا كانت حركة السوق في حالة انحدار.

**الفرضية الرابعة:** هناك علاقة طردية بين إدارة صناديق الإستثمار الإسلامية والسوق المالية السعودية.

هي فرضية صحيحة نسبياً: وهذا راجع بالدرجة الأولى لقدرة السوق على تحقيق البيئة الملائمة وخلق الجو المناسب للعمل وفق المنهج الإسلامي وتوفير الفرص الاستثمارية والمعلومات في الوقت وبسرعة أكثر، ومن جهة أخرى قدرة الإدارة على استغلال ما يوفره السوق للإدارة وترجمة المعلومات الممنوحة بطريقة تسمح بتحقيق العوائد المرجوة منه، وبالتالي فإن العلاقة بين الإدارة والسوق المالية السعودية هي علاقة تكامل وظيفي.

## النتائج والتوصيات:

### النتائج:

- تعتبر صناديق الاستثمار من بين أكبر الأدوات المالية الرائدة حالياً في صناعة الاستثمار، وتمثل قطاعاً كاملاً زائداً بالفرص والتحديات التي يجب التعامل معها وتوجيهها إلى القطاعات الحيوية في النشاط الاقتصادي؛
- تعد صناديق الاستثمار واجهة سوق رأس المال والتي يمكن من خلالها خروج قطاع البنوك من العمل المصرفي التقليدي إلى دور أوسع وأكثر شمولاً يواكب التغيرات العالمية والأداء المصرفي الحديث؛
- تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية من الأدوات المالية المستحدثة التي ظهرت مع تسارع وتيرة الابتكارات المالية وذلك استجابة لتزايد رغبة المستثمرين في إيجاد أدوات مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وتضمن لهم تحقيق قيمة مضافة وتساعدهم في التقليل من المخاطر؛
- أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة ارتباط قوية وموجبة بين عينة صناديق الاستثمار الإسلامية المختارة ومؤشر السوق ما يعني أن منحى عوائد صناديق الاستثمار يتحرك ارتفاعاً أو انخفاضاً تبعاً لحركة السوق؛
- تبين من خلال نتائج الدراسة وجود تباين في تحديد وترتيب الصناديق وذلك تبعاً للأساليب الكمية المستخدمة في تقييم أداء الصناديق؛
- أظهرت نتائج اختبار **T-test** إلى وجود فروق معنوية بين أداء الصناديق ومؤشر السوق، وهذا يعني تفوق أداء صناديق الاستثمار على أداء السوق مما يعكس كفاءة وخبرة مديري الصناديق في تحقيق رغبات وأهداف المستثمرين.

### التوصيات:

- ضرورة استحداث أدوات مالية جديدة متوافقة للشريعة الإسلامية حتى تساعد صناديق الاستثمار الإسلامية من تحقيق أهدافها بكفاءة أكبر وتمكنها من تنويع محافظها المالية؛
- العمل على دعم المؤسسات المالية الإسلامية ومنح لها الفرصة لتسيير وإرساء قواعد العمل وفق المنهج الإسلامي وقواعد الشريعة الإسلامية؛

- الإستمرار في نشر الوعي حول المالية الإسلامية والتعريف بمختلف مخرجاتها حتى تتمكن من دخول عالم المال والأعمال من أوسع الأبواب؛
- الإستفادة من التجربة السعودية في مجال صناديق الإستثمار الإسلامية وكيف استطاعت جذب أموال كانت معطلة وهذا ما يعاني منه بلدنا الجزائر بسبب ضعف النظام المالي والبنكي؛
- العمل على أخلاقه مجال الإستثمار من خلال سن قوانين تحكم هذا المجال وتوفير الجو الملائم لإدارة أكثر تنافسية وشفافية.

# قائمة المراجع

## قائمة المصادر والمراجع

✓ الكتب

- (1) أحمد بن حسين بن أحمد الحسن، صناديق الإستثمار-دراسة تحليل من منظور الإقتصاد الإسلامي-مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1999.
- (2) حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية - أدائها المالي وأثرها في سوق الأوراق المالية-، دار اليازوري للنشر، عمان، الأردن، 2012.
- (3) دريد كامل ال شبيب، إدارة المحافظ الإستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2010.
- (4) شريط صلاح الدين، أصول صناديق الإستثمار في سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار حمير للنشر والترجمة، 2018.
- (5) شمترى نوري موسى وآخرون، إدارة الإستثمار، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012.
- (6) قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- (7) محمد على إبراهيم العامري، إدارة محافظ الإستثمار، الطبعة الأولى، دار أترأ للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
- (8) محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الإستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005.

## ✓ الأطروحات والمطبوعات

- (9) أحسن عجيسي، دور صناديق الإستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2015-2016)، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير (ل.م.د)، تخصص مالية وبنوك، قسم علوم التسيير، جامعة عبد الحفيظ بوالصوف، ميله، 2016-2017.
- (10) بن عيسى الهام، بن زايد خيرة، تأثير سلوك المستثمر على العوائد الأصول في البورصات العربية الكويت، عمان والمغرب خلال الفترة 2015-2016، مذكرة تخرج نيل شهادة الماستر في العلوم الإقتصادية، تخصص نقود، بنوك ومالية دولية، معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير المركز الجامعي بلحاج بوشعيب، عين تيموشنت، 2016-2017.
- (11) بوزيد سارة، إدارة المحفظة المالية على مستوى البنك التجاري-دراسة حالة بنك BNP PARIBAS، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية علوم إقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2006-2007.



- 12) بوشلاغم نور الدين، دراسة مقارنة بين صناديق الإستثمار التقليدية والإسلامية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية تخصص لإقتصاد المالية الدولية، المدرسة الدكتورالية للإقتصاد وإدارة الأعمال، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة وهران، 2013/2012.
- 13) تلي سعيدة، تقييم أداء صناديق الإستثمار المتوافقة مع الشريعة في ماليزيا (2015/2005)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، تخصص مالية المؤسسة، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2018/2017.
- 14) حسين غالب بن حسن دائلة، صناديق الإستثمار دراسة فقهية وتطبيقية، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في الفقه، كلية الرياض، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 1431/1430 هـ.
- 15) زريف لمياء، سلطاني مفيدة، كفاءة الأسواق المالية وأثرها على القيمة السوقية للسهم، دراسة حالة سوق الأسهم السعودية الفترة الممتدة من 2004 الى 2014، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية المؤسسات، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945، قالمة، 2013-2012.
- 16) زهرة مرحباوي، فتيحة حلايمية، دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تفعيل أداء البنوك الإسلامية، دراسة حالة شركة الراجحي، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، تخصص تمويل مصرفي، شعبة العلوم التجارية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي التبسي، تبسة، 2016/2015.
- 17) سامية فقير، تسيير المحافظ الإستثمارية، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الأولى دكتوراه (ل.م.د) تخصص مالية ومحاسبة، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2017-2018.
- 18) صلاح الدين شريط، دور صناديق الإستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها في الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، فرع نقود ومالية، قسم العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر (3)، 2011-2012.
- 19) عائشة حيمود، هاجر حيمورة، دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الناشئة دراسة حالة سوق الأسهم السعودي، مذكرة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الإقتصادية، تخصص تمويل تنمية، قسم العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 1945، قالمة، 2016/2015.

(20) عتروس صبرينة، إطار مقترح لتفعيل دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تطوير نشاط المصارف الإسلامية -دراسة حالة عينة من صناديق الأسهم السعودية-، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016-2017.

(21) فتيحة كحلي، تقييم أداء صناديق الإستثمار الإسلامية، دراسة تجربة بعض الدول العربية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبة، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف.

#### ✓ المؤتمرات والملتقيات

(22) براق محمد، قمان مصطفى، نشنش فتيحة، مداخلة بعنوان "أداء صناديق الإستثمار المسؤولة إجتماعيا وصناديق الإستثمار الإسلامية، ملتقى دولي حول الإقتصاد الإسلامي، "الواقع ورهانات المستقبل"، جامعة الجزائر (3)، بوزريعة الجزائر.

(23) حسين حسن شحاتة، منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الإستثمار الإسلامية، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الثالث للإقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة الإسلامية، جامعة أم القرى بمكة، المملكة العربية السعودية.

(24) صفية أحمد أبو بكر، صناديق الإستثمار الإسلامية: خصائصها وأنواعها، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة الإسلامية والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة.

(25) محمد بن سلمان الجاسر، تطوير القطاع المالي لتحقيق نمو إقتصادي أفضل، ورقة عمل مقدمة للجلسة العامة للندوة الرؤية المستقبلية للإقتصاد السعودي حتى عام 2020، وزارة التخطيط، يومي 19-23 أكتوبر 2002.

#### ✓ المجالات العلمية

(26) جما زين عبد السحيمي، "سوق الأسهم السعودية مسيرة حافلة بالتطور والإنجازات"، مجلة تداول، سوق الأسهم السعودية العدد الثاني، خريف 2020.

(27) منى محمد الحسيني عمار، دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تطوير الأسواق المالية، مجلة أماراباك، مجلد 39، العدد 14، مملكة عربية السعودية، 2014.

(28) هشام طلعت عبد الحكيم، دلال قاسم عبد الحسين، تحليل وتقييم أداء صناديق الإستثمار، دراسة تحليلية في سوق الأوراق المالية السعودية، مجلة الإدارة والإقتصاد، العدد مئة وستة، 2016.

(29) وليد عوجان، صناديق الإستثمار الإسلامية-دراسة وتحليل، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، العدد 1، 2012.

#### ✓ هيئات واللوائح

- 30) هيئة السوق المالية، الأنظمة واللوائح، نظام السوق المالية، متوفر على الموقع الإلكتروني [www.cma.sa](http://www.cma.sa) 11/03/2020, 19 :20
- 31) هيئة السوق المالية، الأنظمة واللوائح، اللوائح التنفيذية، متوفر على الموقع. [www.cma.org.sa](http://www.cma.org.sa)
- 32) هيئة السوق المالية، تعليمات خاصة بصناديق الإستثمار العقارية المتداولة الصادرة بموجب القرار 6-130-2016 تاريخ 2016/10/24 المعدلة بقرار رقم 2-115-2018 تاريخ 2018/10/22.
- 33) هيئة السوق المالية، لائحة صناديق الإستثمار الصادرة بموجب القرار رقم 1-219-2006 تاريخ 2006/12/24 المعدلة بقرار مجلس هيئة رقم: 1-61-2016 تاريخ 2016/05/23م.
- 34) هيئة السوق المالية، نظام السوق المالية الصادر بموجب المرسوم الملكي (م/30)، متوفر على الموقع [www.cma.org.sa](http://www.cma.org.sa) 11/03/2020, 19 :05.
- 35) وثيقة برنامج تطوير القطاع المالي؛ هيئة السوق المالية، الخطة الإستراتيجية للسوق المالية " برنامج تطوير القطاع المالي " متوفر على الموقع الإلكتروني [www.cma.org.sa](http://www.cma.org.sa)
- ✓ مواقع الإنترنت

- 36) Source :[http://www.argaam.com/ar/article/artical\\_detail/id/386293,5/03/2020,14](http://www.argaam.com/ar/article/artical_detail/id/386293,5/03/2020,14) :05.
- 37) Source : [http : www.argaam.com/ar/ article/article\\_detoil/id/608187,10/03/2020,14](http://www.argaam.com/ar/article/article_detoil/id/608187,10/03/2020,14) :03.
- 38) [http://cma.org.sa/awareness/ifs/pages/ifanagememt\\_methods.aspx,07/03/2020,14:05](http://cma.org.sa/awareness/ifs/pages/ifanagememt_methods.aspx,07/03/2020,14:05).
- 39) [www.elgari.com](http://www.elgari.com) 11/02/2020 , 13 :52.
- 40) [www.arcadia-consultants.net](http://www.arcadia-consultants.net).11/02/2020.14:51
- 41) [Al-sharq.com](http://Al-sharq.com), 16/02/2020, 15.
- 42) [http : /an77.y007.com/t328-topic](http://an77.y007.com/t328-topic) :03/03/2020, 14 :15.
- 43) <http://cma.org.sa/> 03/03/2020 ,14 :19.
- 44) <http://www.tadawul.com.sa>,03/03/2020 ,14:19.
- 45) [http/an77.y007.com/t328-topic](http://an77.y007.com/t328-topic), 11/03/2020, 19 :30.
- 46) <https://www.tadawul.com.sa>: 10/04/2020
- 47) <https://sa.investing.com/indices/tasi-historical-data>: 30/04/2020.
- 48) <https://mawdoo3.com/>,13/05/2020,16:59.
- 49) <http://www.tadwul.com.sa>/01/06/2020,14:24.
- 50) <http://www.mifc.com/>,03/12/2019,14:55.